



Obligations « Value »

Titres

- Quel trimestre !
- Le secteur de l'énergie
- Financières
- Activité de fusions-acquisitions
- Le taux de défaillance devrait se montrer stable

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 points trimestriels des fonds.

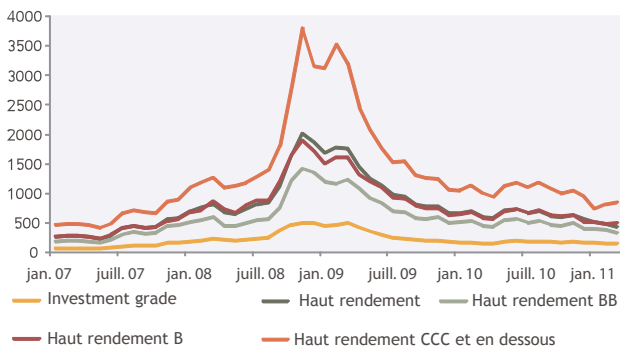
- sparinvest.eu

Avant tout, nous espérons que tous nos investisseurs ont passé un bon début d'année 2011.

Quel trimestre !

Le nombre d'évènements imprévus survenus au cours des derniers mois a été tout bonnement incroyable. Citons notamment les révolutions en cascade au Moyen-Orient, les catastrophes naturelles et les fuites nucléaires au Japon, les assauts aériens de l'OTAN pour le compte des rebelles libyens et la lente détonation des bombes que sont les dettes publiques aux Etats-Unis, au Japon et en Europe. Or les marchés mondiaux du crédit sont demeurés soutenus au milieu de ce chaos.

La soudaineté et l'ampleur des bouleversements politiques au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, ainsi que l'échelle des dégâts humains et physiques causés par le séisme au Japon sont difficiles à appréhender entièrement car totalement imprévisibles. Si nous attribuons un caractère fortement incertain aux perspectives, nous ne pensons pas que ces évènements seront les principaux moteurs de la performance économique ou financière dans les prochains mois et sommes même convaincus que l'expansion des marchés mondiaux et émergents se poursuivra jusqu'à la fin de l'année en dépit de risques géopolitiques probablement élevés pendant un certain temps. Le graphique 1 montre que les spreads du crédit ne se sont pas creusés au premier trimestre 2011 (sauf pour les obligations d'entreprises assorties des notations les plus faibles, malgré l'importance des évènements inattendus).

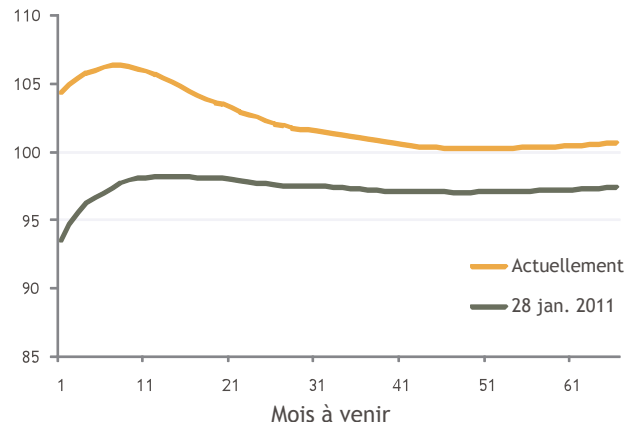
Graphique 1 : spreads du crédit

Source : Bloomberg et BofA Merrill Lynch

Comme le montre le graphique 1 les investissements en obligations d'entreprises recèlent encore une certaine valeur, mais les spreads se rapprochent des niveaux antérieurs à la crise. Nous ne bénéficions plus d'un environnement dans lequel une confirmation de la pérennité de la reprise économique faisait diminuer les primes de risque et entraînait une réévaluation des obligations d'entreprises bon marché. Désormais, les prix des actifs sont plus proches de leur valeur intrinsèque et la croissance supérieure s'accompagne de signes d'une inflation accrue et d'une probabilité plus élevée de durcissement monétaire. Autrement dit, les investisseurs devront faire plus attention à la sélection des titres. En qualité d'investisseurs « value » adeptes d'une philosophie d'investissement bottom-up concentrée sur les petites capitalisations assorties de ratios cours / valeur comptable et endettement net / fonds propres faibles, ce contexte nous est favorable.

Le secteur de l'énergie

Par rapport à leurs indices de référence, nos fonds Sparinvest High Yield Value Bonds et Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds sont fortement exposés au secteur de l'énergie. Cette exposition découle de notre philosophie d'investissement bottom-up, qui identifie de la valeur au sein de ce secteur depuis un moment déjà. Les troubles au Moyen-Orient ont entraîné une hausse des cours pétroliers qui profite à nos positions dans le secteur énergétique.

Graphique 2 : la courbe des contrats à terme sur le pétrole s'est redressée

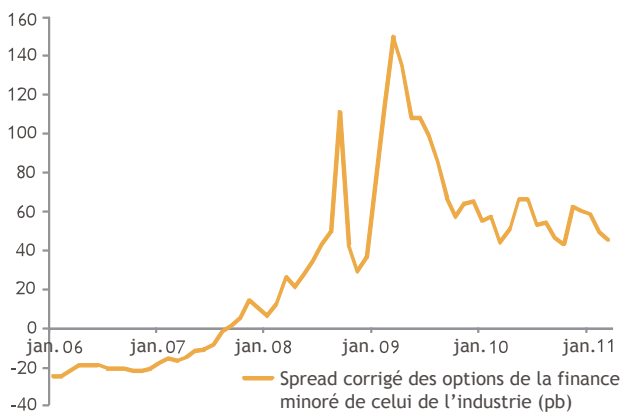
Source : courbe NYMEX des contrats à terme sur le WTI (en USD/baril), Bloomberg.

La courbe des contrats à terme sur le pétrole montre le prix de l'or noir sur différentes périodes. Le graphique 2 présente les courbes des contrats à terme sur le pétrole au début du trimestre pour l'une et à la fin du trimestre pour l'autre. Il en ressort que l'accroissement des coûts de la production, la croissance économique mondiale et le recul de l'offre en Libye, conjugués au risque d'interruptions prolongées de l'offre dans d'autres pays producteurs de pétrole, se sont traduits par un redressement du segment court terme de la courbe des contrats à terme sur le pétrole pendant le trimestre dernier, alors qu'à partir de début 2013, la courbe n'affiche qu'une modeste fluctuation reflétant une hausse des primes de risque à long terme. On sait depuis longtemps que « l'OPEP, c'est l'Arabie Saoudite ». Or, à l'image de beaucoup d'autres régimes au Moyen-Orient, le règne du roi Abdallah est lui aussi confronté à des turbulences dans la province orientale d'Arabie Saoudite productrice de pétrole, où les troubles ont forcé le souverain à procéder à un nouvel investissement de 90 milliards d'USD afin de renforcer les services sociaux et de calmer les émeutes. Il est donc dans l'intérêt de l'Arabie Saoudite que le prix du pétrole se maintienne à un niveau élevé si elle veut pouvoir financer la hausse de son budget public. Mais cette situation pourrait mettre un frein à toute augmentation de l'offre de pétrole. La courbe des contrats à terme sur le prix du pétrole révèle cependant que le marché ne s'attend pas à un maintien de la tendance haussière des cours dans les années à venir. Si les prix pourraient s'apprécier quelque peu au cours des prochains mois (au profit de nos positions dans le secteur énergétique), des capacités disponibles subsistent et l'envol des cours pétroliers ne nous semble pas menacer fortement le redressement des économies ou marchés mondiaux.

Financières

Comme nous venons de le montrer, les spreads des obligations d'entreprises se rapprochent aujourd'hui de leurs niveaux antérieurs à la crise. Si les fondamentaux des entreprises restent solides, le segment industriel (ou la composante industrielle) de l'indice investment grade n'affiche qu'un léger creusement par rapport à ses niveaux d'avant la crise. Le profil de risque / rendement actuel de nombreuses obligations d'entreprises industrielles semble défavorable du fait des spreads serrés qui limitent leur potentiel haussier en cas de reprise. Alors que de nombreux crédits non-financiers apparaissent justement valorisés dans le segment investment grade, les financières, dont les spreads sont largement plus prononcés que ceux des industrielles (voir Graphique 3), recèlent toujours un potentiel de valeur à nos yeux.

Graphique 3 : spreads des financières et des industrielles



Source : Bloomberg et BofA Merrill Lynch

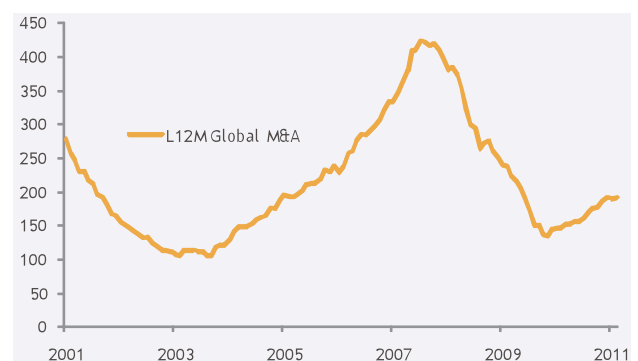
Demeurant convaincus du potentiel de performance des financières, nous sommes surexposés au secteur, surtout dans le cadre du fonds Sparinvest Investment Grade Value Bonds, mais aussi du fonds Sparinvest High Yield Value Bonds. Pour l'heure, nous constatons que les banques augmentent leurs capitaux pour satisfaire aux nouvelles exigences réglementaires en fonds propres. A cet effet, elles optent de plus en plus pour l'émission d'actions, ce qui signifie que nos positions en obligations financières sont de moins en moins risquées.

Activité de fusions-acquisitions

La reprise économique est donc décidément en cours pour les sociétés dont les bilans ont été assainis. Nombre d'entre elles bénéficient d'un effet de levier faible ou ont atteint leurs objectifs en la matière et certaines

disposent de liquidités abondantes. Aussi les entreprises subiront-elles des pressions accrues pour faire une bonne utilisation des liquidités dont elles disposent. Celles qui jouissent de notes élevées sont en mesure d'emprunter et les actifs bon marché disponibles à l'achat abondent. Autrement dit, les entreprises disposant de capacités de financement seront plus disposées à saisir les opportunités de rachat. Nous avons profité de ce thème à plusieurs reprises par le passé et sommes persuadés qu'en tant qu'investisseurs « value », nous continuerons d'être avantagés par les activités de fusions et d'acquisitions à l'avenir. Si nous prévoyons une multiplication des transactions, ce n'est pas seulement du fait du ré-endettement des bilans des entreprises : c'est aussi parce que les sociétés confrontées aux défis de la mondialisation doivent prendre de telles mesures soit pour doper leur croissance en développant leurs lignes de produits et leur présence géographique, soit pour participer à la consolidation de secteurs en difficulté ou bénéficier de synergies de coûts. Les exigences de fonds propres et la réglementation bancaire ainsi que le changement des tendances technologiques pour l'industrie comptent parmi les facteurs spécifiques qui dicteront selon nous l'activité de fusions-acquisitions. Le Graphique 4 indique que l'activité de fusions-acquisitions s'est intensifiée l'année dernière.

Graphique 4 : les opérations de fusions-acquisitions annoncées à l'échelle mondiale



Source : Bloomberg

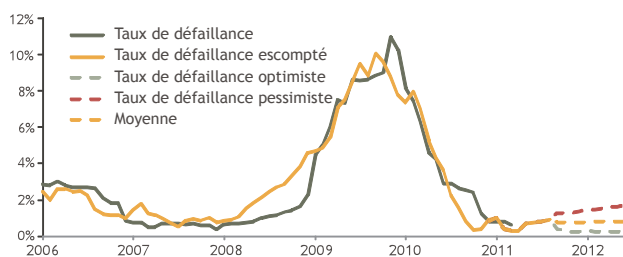
L'activité de fusions-acquisitions peut s'accompagner d'opportunités et d'avantages multiples pour nous en tant qu'investisseurs. Dans le cadre de notre processus d'investissement, nous nous concentrons fortement sur les covenants (clauses de risques), et surtout sur la clause relative au « changement de contrôle » associée à l'obligation. Par conséquent, si nous estimons qu'une acquisition est excessivement financée par de la dette, nous pouvons revendre notre obligation à la société. Cependant, si la société dans laquelle nous avons investi

est rachetée par un concurrent plus solide, nous bénéficions alors d'une appréciation de la note de crédit et du prix de notre position et au lieu d'exercer notre option de vente au pair en cas de changement de contrôle, nous pouvons tirer parti d'une contraction du spread qui portera le prix au-dessus du pair. En qualité d'investisseurs « value », nous investissons dans de petites sociétés possédant des actifs de valeur et un endettement faible, et ce sont précisément ce type de sociétés qui sont en général la cible des acquisitions.

Le taux de défaillance devrait se montrer stable

La vigueur des bilans des entreprises se reflète dans notre modèle interne de prévision des défauts des entreprises, que nous vous avons présenté dans plusieurs lettres précédentes et qui prédit toujours un taux de défaillance très faible. Cela signifie que nous investissons dans un environnement exposé à un risque de défaillance minimum. Quoi qu'il en soit, nous nous en tenons à notre stratégie consistant à investir dans des sociétés assorties de ratios endettement net / fonds propres faibles.

Graphique 5 : le modèle Sparinvest de défaillance des obligations « value »



Source : Sparinvest, JP Morgan

Le faible taux de défaut que prévoit le modèle découle du contexte positif dont bénéficient les sociétés aujourd'hui : elles peuvent accéder facilement au crédit et le besoin de financement qu'elles expriment témoigne d'une bonne santé sur le plan des flux de trésorerie.

En résumé, nous sommes satisfaits de la surpondération des secteurs de la finance et de l'énergie, qui devrait contribuer à la surperformance de nos fonds à court terme. Parallèlement, les activités de fusions-acquisitions nous seront probablement favorables à l'avenir.

Pour obtenir des informations plus spécifiques sur la performance ainsi que les chiffres clés (par ex. rendement effectif et duration), veuillez consulter les points trimestriels individuels rédigés par les gérants de portefeuilles pour chacun des fonds de la gamme Sparinvest Value Bonds.

La clause de changement de contrôle signifie qu'en cas de changement dans le contrôle du capital de la société, nous avons la possibilité, en tant qu'emprunteurs, de revendre notre obligation à la société au pair ou à un prix proche du pair.

Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
11 avril 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 garanties 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.