



Obligations « Value »

Titres

- La volatilité persiste
- Le risque de défaillance de la Grèce est évité pour l'instant
- Le secteur de l'énergie reste intéressant
- Les marchés du crédit
- Le taux de défaillance demeure faible

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 aimerions souhaiter un très bon été à tous nos investisseurs.

La volatilité persiste

Les marchés demeurent très volatils étant donné l'incertitude persistante suscitée par les problèmes d'endettement de la zone euro et le niveau d'activité de l'économie mondiale. Les risques significatifs qui pèsent sur les marchés financiers vont des craintes liées à la dette souveraine de la Grèce et d'autres pays de la périphérie européenne au devenir de la consolidation budgétaire américaine dans son ensemble, en passant par l'allongement des limites imposées à la dette des Etats-Unis. Un certain doute règne en outre à propos de la capacité des décideurs à lutter contre l'inflation dans le monde émergent et contre les risques y afférents qui pèsent sur la croissance mondiale.

L'actualité relative à la croissance a peu été à l'ordre du jour ces derniers mois. L'expansion japonaise, déjà atone, a souffert plus que prévu du séisme et du tsunami, qui ont entraîné des perturbations de la chaîne d'approvisionnement causant une chute de 50% de la production américaine de voitures japonaises. Parallèlement, le rebond inflationniste est venu miner le pouvoir d'achat et les dépenses des consommateurs à l'échelle mondiale. Quoiqu'il en soit, l'inflation devrait perdre du terrain car la flambée des cours pétroliers exacerbée par l'arrêt de la production en Libye s'est atténuée et les données les plus récentes confirment qu'un rebond est en cours au Japon. Aussi les perspectives de l'économie américaine sont-elles meilleures. Néanmoins, le débat actuel autour du plafond de la dette imposé par le gouvernement américain correspond à un débat politique profond relatif à la gestion du déficit national. Il transforme certes le paysage législatif, mais aucun des deux partis ne peut se permettre de risquer de pousser le pays vers la faillite.

L'Europe a été moins touchée par les hausses des cours pétroliers et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement. La demande intérieure semble notamment avoir bien résisté et la croissance a même opéré un léger redressement par rapport aux niveaux du premier semestre de l'année dernière. Des disparités considérables perdureront cependant entre la performance économique des pays d'Europe du Nord – surtout de l'Allemagne, qui continue d'enregistrer une croissance relativement rapide – et d'Europe du Sud, où la croissance reste entravée par l'austérité fiscale.

Cette fois-ci, les économies émergentes sont elles aussi confrontées à des défis. Les taux opérationnels y sont élevés et les pressions inflationnistes considérables, surtout en Asie. Le resserrement monétaire y a été progressif, comme prévu, et le ralentissement de la croissance s'est donc montré graduel. Selon le FMI, l'expansion du PIB des pays émergents passera du chiffre incroyable de 7,8% en 2010 à un 6,3% toujours très honorable prévu pour 2011, surtout par rapport aux marchés développés. Les pressions inflationnistes ininterrompues proviennent surtout de Chine, alors que le pays a dicté les échanges internationaux pendant la reprise. Autrement dit, une politique de durcissement dans l'empire du Milieu pourrait faire ralentir davantage la croissance mondiale. Quoi qu'il en soit les signes de l'affaiblissement de l'activité économique en Asie sont certes liés au repli de la croissance en Chine, mais aussi au plongeon commercial opéré par le Japon, lequel pourrait se redresser au trimestre prochain. En Amérique latine, les pressions inflationnistes se sont quelque peu apaisées dans les grands pays tels que le Brésil et le Mexique, alors que les cycles commerciaux et inflationnistes en sont à des stades moins avancés dans d'autres régions émergentes comme le Moyen-Orient et l'Afrique, où les corrélations entre les volumes d'affaires et l'inflation sont donc moins élevés.

Le risque de défaillance de la Grèce est évité pour l'instant

Les pressions accrues exercées sur les décideurs grecs par une population très insatisfaite ont fortement compromis l'adoption proposée de nouvelles mesures d'austérité et de privatisation. Cette situation est venue perturber les marchés, entraînant une vague de ventes d'actions, un creusement des spreads et une fuite vers les emprunts d'Etat « sûrs ». Toutefois, vers la fin juin, le parlement grec a approuvé les dispositions d'austérité et les privatisations sans lesquelles l'UE et le FMI ne verseraient pas la prochaine tranche du prêt de 12 milliards d'EUR dans le cadre du programme de prêt original. Il est évident depuis longtemps déjà que la Grèce aura besoin d'un second sauvetage pour aller jusqu'à l'année prochaine étant donné la détérioration subie par ses finances nationales et son activité économique depuis que la première aide initiale lui a été fournie. L'attention du marché se porte désormais sur le renouvellement volontaire des emprunts

d'Etat grecs par les investisseurs du secteur privé, lequel ferait partie d'un nouveau programme de prêt, le second sauvetage, couvrant les besoins de financement en 2012-2014. Le nouveau plan de sauvetage n'a pas encore été mis en place mais dans l'état actuel des choses, il n'est pas possible de stabiliser le ratio endettement / PIB de la Grèce sans réduire sa dette, vu que les revenus de l'économie grecque ne permettent pas au pays de satisfaire ses paiements d'intérêts.

La Grèce n'est malheureusement pas le seul pays périphérique qui perturbe les marchés. L'agence de notation Moody's a ainsi baissé la notation du Portugal de Baa1 à Ba2 début juillet. Autrement dit, le Portugal est passé d'investment grade à haut rendement sur l'échelle de Moody's. L'agence n'est pas convaincue de la capacité du pays à lever de nouvelles liquidités sur le marché et cette baisse de sa note ne lui a certainement pas facilité la tâche dans ce domaine.

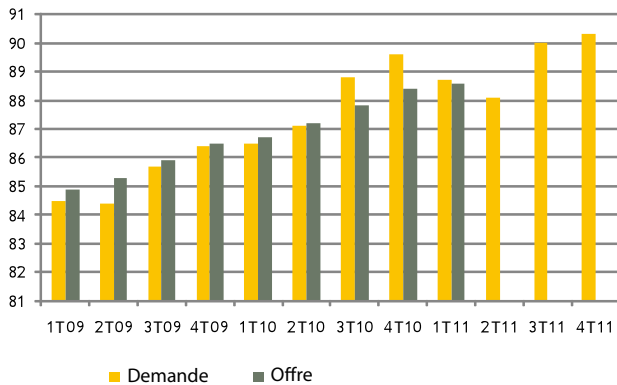
De même, les marchés financiers sont de plus en plus préoccupés par l'économie italienne, qui a bénéficié jusqu'ici d'un meilleur accès à l'emprunt que le reste des pays PIIGS (Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne). Ces craintes suscitées par la conjoncture italienne se sont intensifiées à mesure que le marché perdait confiance dans les banques du pays et dans la stabilité de son système politique. Cette fois-ci, c'est au tour du ministre italien des Finances de faire l'objet de soupçons de corruption. Parallèlement, le spread entre les obligations espagnoles et allemandes continue de se creuser. Les économies aussi bien italienne qu'espagnole sont bien plus importantes que celles des autres pays PIIGS et il serait très difficile pour l'UE de mettre en place un plan de sauvetage pour des pays aussi vastes.

Le secteur de l'énergie reste intéressant

Les cours pétroliers se sont repliés au cours des derniers mois à mesure que l'International Energy Agency (IEA) injectait sur le marché 60 millions de barils provenant de ses réserves. L'objectif était de faire baisser les cours pétroliers après leur flambée de début 2011 et que la crise au Moyen-Orient disparaissait de la une des journaux. En notre qualité d'investisseurs à long terme, nous restons toutefois haussiers à l'égard du secteur. Les problèmes politiques régionaux sont toujours d'actualité dans plusieurs pays de l'OPEP et dopent les prix du pétrole. Comme nous le disions dans notre dernière lettre, les pays producteurs de pétrole multiplient les dépenses publiques afin d'offrir de nouveaux avantages sociaux à leur population. Simultanément, la cherté de l'or noir n'est pas seulement le fait des troubles au Moyen-Orient : la hausse des prix constatée au cours de l'année passée s'est fortement appuyée sur les fondamentaux. D'après le dernier Rapport sur le marché du pétrole de l'IEA, le secteur est bien placé pour connaître un resserrement significatif, alors que les capacités disponibles de l'OPEP

devraient se rapprocher de niveaux gravement faibles d'ici à 2012-2013. Ce contexte ouvre la voie à une forte envolée des cours pétroliers. Le graphique 1 montre la relation entre l'offre et la demande de pétrole ainsi que la demande escomptée pour le reste de l'année 2011.

Graphique 1 : la demande et l'offre de pétrole



Source : IEA et Bloomberg

Comme le montre le graphique, l'IEA prévoit que la demande de pétrole atteindra de nouveaux sommets d'ici à la fin 2011. Cette envolée s'explique notamment par la forte hausse de la part des pays étrangers à l'OPEP au sein de la demande totale, et surtout par les redressements au Brésil, en Inde et en Chine, des pays dont la croissance est forte consommatrice d'énergie. De surcroît, l'écart entre production et découvertes s'est creusé, la première étant supérieure aux secondes depuis les années 1980. Par conséquent, nous estimons que le rapport risque / rendement des fondamentaux du secteur est extrêmement attrayant, la demande étant bien plus susceptible de connaître une croissance rapide que l'offre.

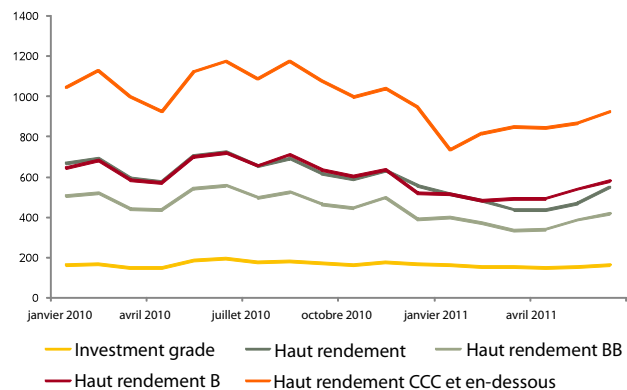
Les marchés du crédit

Comme le montre le graphique 2, les spreads du crédit se sont creusés au cours du dernier trimestre par rapport au premier trimestre 2011 face à la volatilité souveraine européenne, aux signes d'un ralentissement outre-Atlantique et aux nouvelles considérations réglementaires et juridiques pesant sur les banques. Dans certains cas, les pressions sur l'offre ont elles aussi joué un rôle. Par exemple, les restrictions des prêts accordés par les banques nationales ont forcé de nombreuses sociétés chinoises à lever des fonds sur les marchés obligataires internationaux, ajoutant aux pressions sur les spreads, surtout dans le monde émergent. En général, les Etats-Unis ont présenté une offre nette positive au premier semestre 2011, tandis que le marché européen a constaté une offre négative en 2011. Cette situation résulte, en particulier, de l'offre nette négative

de financières européennes, lesquelles ont déplacé leur financement vers d'autres marchés à mesure que les banques européennes ajustent leurs exigences de capitaux à la nouvelle réglementation. Si cette situation reflète la disponibilité du financement sur les autres marchés, elle a aussi contribué à protéger les spreads européens contre une partie de la volatilité liée à la dette souveraine cette année.

Récemment, la tendance affichée par les spreads a généré des opportunités d'achat sur les marchés car le creusement n'est pas le fait d'un effet de levier accru des sociétés et nombre d'entre elles affichent toujours des fondamentaux solides.

Graphique 2 : spreads du crédit



Source : Bloomberg et JP Morgan

Le graphique montre en outre que les spreads ne se sont pas creusés jusqu'aux niveaux constatés en 2010 et bien qu'ils aient augmenté au trimestre dernier, les rendements totaux du secteur à haut rendement restent positifs sur l'année, grâce en partie à la forte fluctuation des taux.

Tableau 1 : rendements des différentes catégories d'actifs

	Indice	Année en cours	3 mois	1 an
USD	DXY	-4.6%	-0.5%	-12.1%
EM FX vs USD	BarCap Index	4.6%	3.1%	11.8%
Liquidités	US Libor	0.4%	0.2%	1.0%
Taux	BarCap Index	6.5%	3.1%	11.9%
IG	BarCap Index	6.5%	2.7%	13.3%
Haut rendement	BarCap Index	10.8%	2.0%	17.8%
Souverains ME	EMBIGD	4.2%	3.7%	11.7%
Actions (monde)	MSCI	0.9%	1.2%	18.3%
Actions (ME)	MSCI	-3.0%	2.1%	19.3%
Actions (MD)	MSCI	1.5%	1.1%	18.1%
Etats-Unis	MSCI	2.0%	0.3%	16.2%
Europe	MSCI	-0.8%	1.8%	8.0%

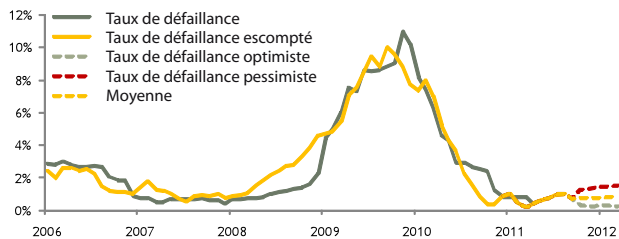
Source : : Barclays et MSCI

Le tableau 1 montre que les marchés du crédit, et surtout celui du haut rendement, se sont très bien comportés par rapport aux autres classes d'actifs au premier semestre 2011. Du point de vue de l'allocation d'actifs, les marchés du crédit restent une classe d'actifs importante à nos yeux.

Le taux de défaillance demeure faible

Notre modèle de défaillance des entreprises, qui a été présenté dans des lettres antérieures, est un indicateur très utile qui prouve que le creusement récent des spreads ne découle pas du contexte fondamental des sociétés, mais des marchés financiers en général.

Graphique 3 : le modèle Sparinvest de défaillance des obligations « value »



Source : : Bloomberg et JP Morgan

Le taux de défaillance futur faible que prévoit toujours le modèle découle du contexte positif dont bénéficient les sociétés aujourd'hui : elles peuvent accéder facilement à des prêts, surtout outre-Atlantique, et l'écart de financement révèle une bonne santé des flux de trésorerie. Donc même si nous identifions de nombreux risques sur les marchés financiers, les perspectives de l'activité de défaillance sont positives. De surcroît, notre processus d'investissement prévoit une concentration sur les sociétés assorties de fondamentaux solides. Nous investissons dans des sociétés dont le bilan est sain.

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

Passez un très bon été !

Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
11 juillet 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.