



## Emerging Markets Corporate Value Bonds

### Titres

- L'impact de la crise actuelle de la dette européenne sur les marchés émergents
- Les sociétés entament la crise en meilleure forme !
- L'investissement en obligations « value » dans un monde volatil
- Les obligations d'entreprises des marchés émergents semblent intéressantes aux
- Performance
- Evaluation du fonds

### Informations

Stratégie	Obligations « Value »
Risque	Moyen (5)
ISIN	LU05195053697
Devise du compartiment	EUR R
Date de lancement	15/Sep/2010
Gérants	Toke Hjortshøj & Sune Højholt Jensen
Indice de référence	JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Diversified (EUR Hedged) (SPI)
Catégorie Morningstar	Global Emerging Markets Bond

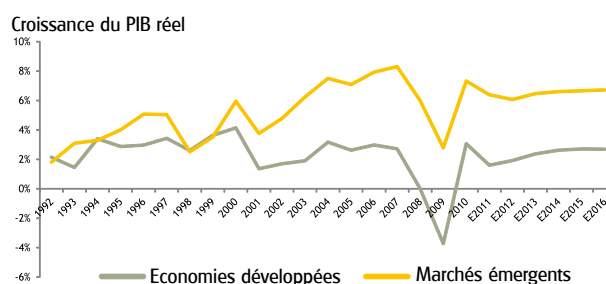
- [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

### L'impact de la crise actuelle de la dette européenne sur les marchés émergents

Tout a commencé en Europe – c'est du moins l'avis de beaucoup concernant la crise financière actuelle. Mais peut-être la fameuse crise de la « zone euro » n'est-elle que le symptôme d'un problème plus vaste, celui du déséquilibre des budgets publics de la plupart des pays développés. Ce n'est donc pas seulement l'Europe, mais aussi les grandes économies comme les Etats-Unis et le Japon, qui doivent trouver un moyen de réduire leurs dépenses publiques tout en commençant à diminuer la dette de l'Etat. Or le vieillissement des populations et l'explosion des coûts de la santé ne vont pas leur rendre la tâche facile.

Certes, la crise économique actuelle dans les pays développés a sans aucun doute des retombées sur les économies émergentes mais les prévisions économiques continuent de pointer vers une expansion solide des marchés émergents.

### Graphique 1 : croissance mondiale du PIB (en %, en données annualisées)



Source : World Economic Outlook Update du Fonds monétaire international (FMI), septembre 2012

Même le nouveau moteur puissant de la croissance économique qu'est la Chine anticipe un essoufflement conjoncturel l'année prochaine ; les prévisions misent toutefois sur une croissance de 6% à 8% en 2012. De tels taux relativement élevés rendent la Chine et d'autres pays émergents importants très intéressants aux yeux des investisseurs.

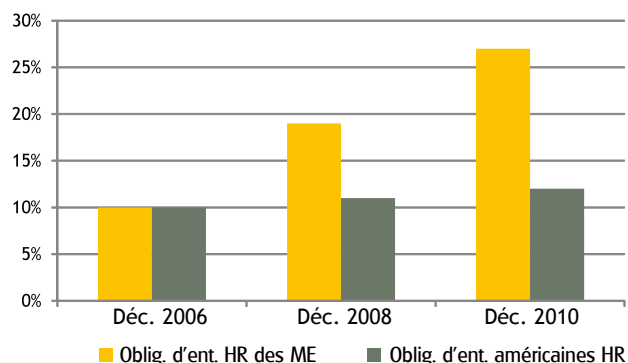
En réalité, l'incertitude actuelle n'est pas nécessairement négative pour les investisseurs obligataires. Depuis plus de dix ans, les marchés émergents ont eu le vent en poupe et n'ont même pas songé à regarder en arrière. Les résultats ont été impressionnants : croissance très élevée, énormes investissements dans les infrastructures et progression rapide de la classe moyenne. En Chine, la hausse des salaires, le repli de la main-d'œuvre et la perte de compétitivité ont fait figure d'obstacles. Ainsi, nombreux ont été les marchés émergents confrontés à la possibilité d'une surchauffe de leur économie au printemps dernier.

Le tassement conjoncturel actuel pourrait atténuer la perte de compétitivité et – sur une note encore plus importante du point de vue de l'investisseur obligataire – peser sur les stratégies de croissance des sociétés, les forçant à se concentrer davantage sur le renforcement de leur rentabilité et le désendettement de leurs bilans. Il convient toutefois de noter qu'en moyenne, les sociétés des marchés émergents bénéficient de capitalisations solides et de marges élevées grâce auxquelles elles pourront faire face à un ralentissement de la croissance économique dans les années à venir.

### Les sociétés entament la crise en meilleure forme !

La défaillance de Lehman Brothers et la crise financière de 2008 / 2009 ont subitement changé les objectifs des dirigeants : d'une prise de risques accrue, ils sont passés au désendettement, à la vente d'actifs et à la conservation de leur rentabilité, autant d'initiatives qui diminuent le risque de crédit. A mesure que les marchés financiers renouaient avec la « normalité » et que les coûts de l'emprunt diminuaient, de plus en plus de sociétés ont lentement commencé à renforcer leur effet de levier sur fond de regain d'intérêt pour l'augmentation des parts de marché et le lancement de nouveaux programmes d'investissement. Cette tendance a toutefois été enrayerée par la crise actuelle qui poussera sans aucun doute de nombreuses sociétés à adopter un comportement favorable aux créanciers. Ainsi les obligations d'entreprises ont-elles tendance à afficher les meilleures performances pendant les périodes de croissance faible où la préférence est donnée aux créanciers et non aux actionnaires.

Graphique 2 : liquidités en pourcentage de la dette totale



Source : BofA Merrill Lynch, 25 août 2011

Le graphique 2 montre que les sociétés à haut rendement des marchés émergents ont augmenté leurs positions en liquidités par rapport à la dette totale depuis décembre 2006. Parallèlement, l'échéance résiduelle moyenne pondérée de la dette impayée a elle aussi augmenté, surtout depuis que les sociétés ont profité du marché haussier de 2010 pour émettre de nouvelles obligations et racheter celles qui arrivaient à échéance. Ces deux facteurs diminuent le risque de refinancement et renforcent la probabilité que les sociétés procédant à des rachats d'obligations s'échangent bien en dessous du pair.

### L'investissement en obligations « value » dans un monde volatil

Le troisième trimestre 2011 a été l'un des plus volatils de l'histoire de la catégorie d'actifs, rappelant aux investisseurs les lendemains de la chute de Lehman Brothers. Mais comme il a déjà été mentionné, la différence est notable. Les sociétés entament la deuxième phase de la crise actuelle en meilleure forme qu'en 2008 / 2009 !

Graphique 3 : fluctuations des indices d'obligations émergentes investment grade et à haut rendement en 2011



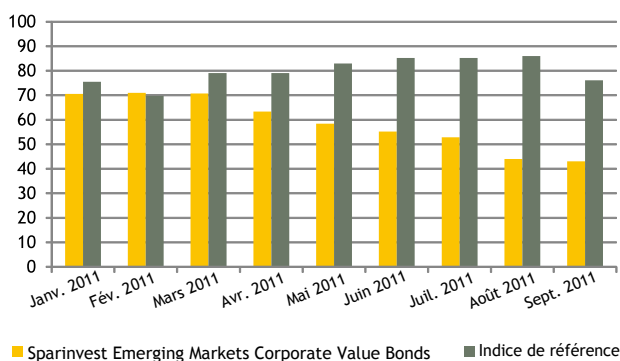
Source : Bloomberg et sous-indices JP Morgan Emerging Markets Investment Grade et High Yield du CEMBI broad diversified.

Le fonds Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds a souffert de sa surexposition aux obligations à haut rendement et de sa sous-pondération en titres investment grade, une conséquence naturelle de notre stratégie d'investissement « value ». (Nous n'aimons pas le capital bancaire des marchés émergents en raison de la croissance significative des prêts par rapport aux dépôts, de l'essor du marché immobilier au Brésil et en Chine ainsi que d'un manque général de transparence.)

Suite à la panique récente, les cours des obligations d'entreprises ne sont plus conformes à leurs fondamentaux. Lorsque les obligations sont très sensibles aux intérêts d'achat ou de vente, nous observons des fluctuations importantes qui n'ont rien à voir avec le risque de crédit. L'équipe Value Bonds reste concentrée sur les fondamentaux des sociétés et identifie un potentiel haussier croissant au sein du fonds.

Le ratio endettement net/fonds propres est l'une des composantes les plus importantes de notre processus d'investissement en obligations « value ». La priorité donnée à un endettement faible a pour effet de diminuer aussi bien le risque de défaillance que celui de refinancement.

#### Graphique 4 : ratio historique endettement net/fonds propres (en %)



Source : Sparinvest, JP Morgan et Bloomberg (hors financières)

L'équipe a diminué l'endettement du fonds en 2011 et fini le trimestre avec un ratio endettement net / fonds propres de 43%, contre 76% pour l'indice de référence. Les niveaux de liquidités actuellement élevés qui caractérisent les bilans des sociétés renforcent en outre la probabilité qu'elles rachètent des obligations à des prix faibles.

### Les obligations d'entreprises des marchés émergents semblent intéressantes aux niveaux actuels

Non seulement les bilans bénéficiant de positions élevées en liquidités et d'un risque de refinancement faible se traduisent par un taux de défaillance escompté de seulement 2% à 3% en 2012, mais il est prévu que près de 106 milliards d'USD soient versés sous forme de coupons et d'amortissements aux investisseurs en obligations d'entreprises des marchés émergents au cours des 12 prochains mois.

Les obligations émises par Nord Gold sont un bon exemple de titres dont le cours est anormal. Elles ne font pas partie de l'indice de référence JP Morgan et sont donc moins suivies par les analystes et autres investisseurs. Nord Gold est une filiale d'OAQ Severstal, l'une des premières entreprises d'acier et de mines au monde. Le fonds possède des obligations adossées à la mine d'or la plus précieuse de Nord Gold dont le rendement actuel est de 13,4% pour ses obligations à coupon de 9,5% arrivant à échéance le 30 septembre 2012. D'après la documentation du prêt, la société ne peut faire passer aucune nouvelle dette avant nos obligations, ce qui limite fortement le risque de crédit associé à nos titres.

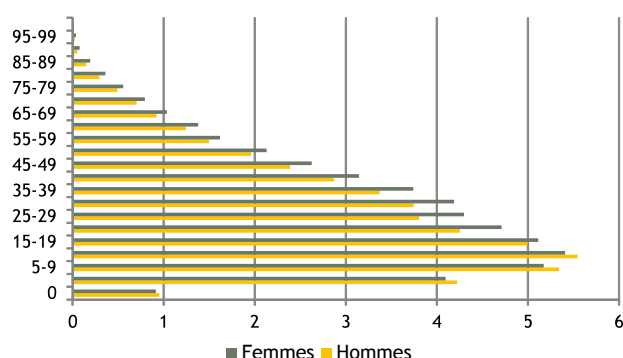
Début août, l'équipe Sparinvest Value Bonds a rendu visite au constructeur Urbi à l'occasion d'une conférence de sociétés mexicaines.



Photo : Sparinvest Value Bonds, Gérant de portefeuille Toke Hjortshøj

Urbi est l'un des premiers constructeurs immobiliers au Mexique spécialisé dans le marché à bas prix. Le secteur mexicain de la construction immobilière est intéressant en raison de l'offre défilante de logements abordables pour une classe moyenne en pleine croissance. Le gouvernement mexicain a reconnu le défi structurel que représente la satisfaction du besoin de plus d'un million de logements chaque année au cours de la prochaine décennie.

**Graphique 5 : statistiques démographiques de la population mexicaine par tranche d'âge (population en millions)**



Source : Nations Unies et statistiques mexicaines

L'association d'une population mexicaine jeune (voir graphique 5) et du niveau compétitif des salaires explique le fait que de nombreuses sociétés industrielles américaines aient déplacé leur production au Mexique. Pour résoudre le problème de logements en résultant, le gouvernement collabore étroitement avec les plus grands constructeurs et accorde des hypothèques à la classe moyenne afin de l'aider à financer ses logements. Le fonds possède des obligations 9,5% 2020 notées BB- dont le cours est de 95 et le rendement de 10,4%.

## Performance

Le fonds a souffert de l'aversion accrue pour le risque des investisseurs et a fini le troisième trimestre 2011 avec une performance de -10,49% contre -4,94% pour l'indice de référence.

Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds par rapport à son indice en %	T3 2011	Depuis lanc.
Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds	-10,49	-6,00
JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified (SPI)	-4,94	-1,38

Le fonds a souffert de sa surexposition aux obligations à haut rendement et de sa sous-exposition aux valeurs financières. Le graphique 3 montre que la sous-représentation des titres investment grade est à l'origine d'une grande partie de la sous-performance. Le fonds a terminé le trimestre avec une exposition de 6% à la Chine / Hong Kong, contre 11% pour l'indice de référence. Nous avons été les témoins d'une vague massive de ventes d'obligations asiatiques à haut rendement ignorant tout des fondamentaux des entreprises, pendant les deux dernières semaines de septembre. Aujourd'hui,

les obligations d'un certain nombre d'industrielles affichent un rendement supérieur à 20% qui les rend très attractives. China Automation Group est un exemple du fort potentiel de certaines industrielles asiatiques à haut rendement. La société fournit les secteurs chinois de la pétrochimie, du pétrole et du gaz et des chemins de fer en systèmes de sécurité et critiques de contrôle. Elle présente un ratio endettement net / fonds propres de 6,33% ainsi qu'un flux de trésorerie opérationnel robuste. Le fonds Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds investit dans des obligations émises par China Automation assorties d'un coupon de 7,75% arrivant à échéance en 2016. Au 30 septembre, les obligations s'échangeaient à 55, avec un rendement le plus faible supérieur à 24%. A ces niveaux, nous trouvons les obligations très intéressantes lorsqu'elles proviennent de sociétés bénéficiant de bilans solides, d'un endettement très faible, d'un risque de refinancement bas et de flux de trésorerie positifs. Nous avons confiance dans nos investissements en Chine et identifions un potentiel haussier élevé parmi nos positions.

## Evaluation du fonds

L'évaluation du fonds est attrayante, avec un rendement effectif de 11,56% contre 6,73% pour l'indice de référence. La note de crédit moyenne est de B+, contre BBB pour l'indice, et le ratio moyen endettement net / fonds propres s'inscrit à 43%, contre 76% pour l'indice. Le fonds a fini le trimestre avec un niveau de spread de 1018 points de base reflétant un taux de défaillance nettement supérieur au taux escompté de 2% à 3%. De surcroît, la stratégie d'investissement bottom-up de l'équipe Value Bonds diminue le risque de défaillance en se concentrant sur les fondamentaux de la société et sur la documentation des obligations. Enfin, avec son cours obligataire moyen de 86, nous trouvons le fonds bien placé pour réaliser des performances intéressantes à long terme au profit de nos investisseurs.

**Toke Hjortshøj**  
Portfolio Manager  
11 octobre 2011

**Sune Højholt Jensen**  
Senior Portfolio Manager

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 Emerging Markets Corporate Value Bonds type de parts disponibles	ISIN
EUR I	LU0611996918
EUR R	LU0519053697
EUR RD	LU0611997213



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.

## Description

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

Le fonds investit dans des obligations d'entreprises émises par des sociétés domiciliées ou réalisant une part majeure de leur profits dans les marchés émergents. Les marchés émergents sont définis comme les pays non-classifiés en pays développés, conformément à la classification des marchés MSCI. L'univers d'investissement comprend des obligations Investment Grade, des obligations à haut rendement et des obligations non-notées. Le fonds peut être investi dans des obligations aussi bien libellées en monnaie locale qu'en devise forte.

## Risques et rendements



## Informations

Code ISIN	LU0519053697
Bloomberg	SPEMCVR LX
Compartiment	EUR R
Date de création du fonds	15/09/2010
Devise du compartiment	EUR
Affectation des résultats	(C)
Nom de société	Sparinvest S.A.
Domiciliation	Luxembourg
Date de lancement	15/09/2010
Actif net (millions) - 30/09/2011	100,70 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglersekskab A/S
Gérant	Toke Hjortshøj, Sune Højholt Jensen
Gère le fonds depuis	15/09/2010
Indice de référence <sup>1</sup>	JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified (EUR Hedged) (SPI)
Morningstar catégorie <sup>2</sup>	Obligations Marchés Émergents
VL - 30/09/2011	96,12 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	2,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,25 %
TER - 31/12/2010	1,61 %

## Performance - Mensuelle, sept.-2011

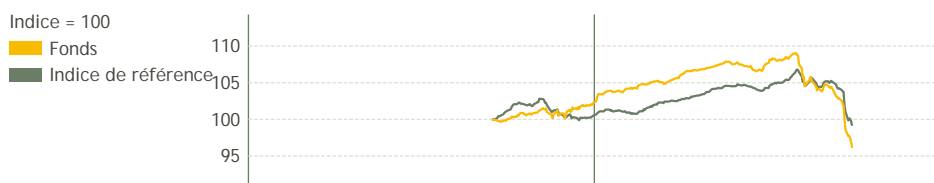
Perf.	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Différence
Ex. en cours	-6,00%	-1,38%	-4,62%
1 mois	-7,97%	-5,58%	-2,38%
3 mois	-10,49%	-4,94%	-5,55%
1 an	-3,72%	-1,91%	-1,81%
3 ans ann.	-	8,84%	-
5 ans ann.	-	5,10%	-
10 ans ann.	-	-	-

## Risque 3 ans - Mensuelle, sept.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Morningstar <sup>2</sup>
Volatilité	-	14,76%	13,81%
Sharpe	-	-	0,77
Ratio info	-	-	-

Notation Morningstar —

## Performance - 30/09/2011

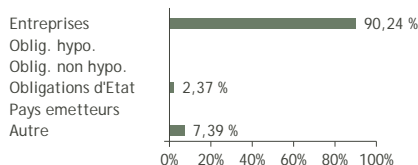


Performance	2010	09-2011
Fonds	-	-6,00%
Indice de référence	11,19%	-1,38%
Morningstar catégorie <sup>TM</sup>	19,11%	-1,43%

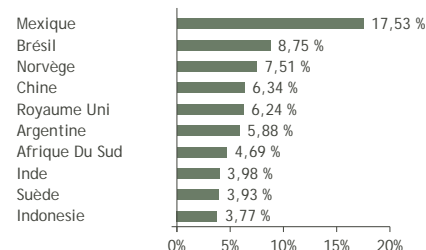
## Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
68	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%

## Type d'obligation



## Dix premiers pays



## Portefeuille (Top 10) - 30/09/2011

Nom de la valeur	Type d'obligation	Type	Pays	Poids
Ferrexpo Fin 7.875% 11-7.4.16	Entreprises	Obligations	Royaume Uni	4,19%
Pso Finance 12% 10-06.10.15	Entreprises	Obligations	Caiman	3,44%
Mol Hu O&G 5.875% 10-20.4.17	Entreprises	Obligations	Hongrie	3,20%
Ipic Gmtn 5.875% 11-14.03.21	Entreprises	Obligations	Emirats Arab...	3,07%
Vedanta Resou 8.75% 08-15.1.14	Entreprises	Obligations	Inde	2,84%
Ddi Holding As 9.3% 06-19.1.12	Entreprises	Obligations	Norvège	2,79%
Dno Intl Frn 11-11.04.16	Entreprises	Obligations	Norvège	2,58%
Yuksel 9.5% 10-10.11.15 Regs	Entreprises	Obligations	Turquie	2,56%
Br Escrow 8% 11-18.8.18 Pool	Entreprises	Obligations	Chili	2,49%
China Auto 7.75% 11-20.04.16	Entreprises	Obligations	Chine	2,48%

## Qualité de Crédit

AAA	AA	A	BBB	BB	B et moins	Pas noté	Sensibilité
0,0%	3,0%	0,0%	8,5%	25,8%	46,2%	16,6%	4,3

## Notes:

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

## Commentaire sur l'indice de référence

Jusqu'à 02/05-2011: Credit Suisse Emerging Markets Corporate Bond Index, ensuite l'indice de référence valable actuellement