



Obligations « Value »

Titres

- L'économie mondiale ralentit
- Le marché des obligations d'entreprises
- Le modèle de défaillance

Nos fonds d'obligations value

Fonds	ISIN code
Corporate Value Bonds	LU0620744002
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

Chers investisseurs,

Nous vous remercions de rester à nos côtés pendant cette période difficile. L'automne a démarré tôt sur le marché cette année. Nos fonds ont traversé un trimestre difficile, restant à la traîne du marché des obligations d'entreprises dans leur ensemble, comme l'avaient fait nos fonds en obligations d'entreprises « value » à l'automne 2008 et début 2009. L'approche « value » (faible ratio cours / valeur comptable) a sous-performé dans un marché anticipant une récession et un assèchement des liquidités. Le fait que nos fonds soient plus exposés à l'Europe aujourd'hui qu'ils ne l'étaient par le passé n'a rien arrangé à la situation. Quoi qu'il en soit, nous sommes convaincus que les actifs européens sont devenus trop bon marché dans le contexte mondial. Aussi sommes-nous d'avis que nos fonds feront un retour en fanfare une fois que le marché se sera calmé, comme ils l'avaient fait pendant le printemps et l'été 2009. En attendant, nous vérifions que les baisses de la VL sont exclusivement en ligne avec les baisses du marché, c'est-à-dire que nous essayons de vendre lorsque les fondamentaux d'une société ne sont plus conformes à nos critères de faiblesse des ratios endettement net / fonds propres et prêt / valeur. Nous nous efforçons en outre de positionner le fonds de telle sorte que l'investisseur patient réalise des performances supérieures à la moyenne lorsque le marché se redresse. A nos yeux, le marché d'aujourd'hui regorge de bonnes affaires pour les investisseurs obligataires, d'autant plus que les fondamentaux sous-jacents des sociétés sont bien plus solides qu'ils ne l'étaient il y a deux ou trois ans.

L'économie mondiale ralentit

L'économie mondiale a ralenti et le monde développé est confronté à des défis liés à son exubérance passée – qu'il s'agisse de l'immobilier aux Etats-Unis ou des avantages sociaux en Europe. Mais la probabilité d'une récession similaire à celle de 2008 / 2009 est

faible. Même si nous pensons que les pays développés connaîtront plusieurs années de croissance atone, il ne s'agit pas là d'un scénario si catastrophique pour les investisseurs en obligations d'entreprises car, d'un point de vue historique dans un tel contexte, les sociétés se concentrent sur le renforcement de leurs bilans pour garder la tête hors de l'eau.

Le tableau 1 montre les dernières prévisions économiques mondiales du FMI. L'on constate que le ralentissement n'épargne personne :

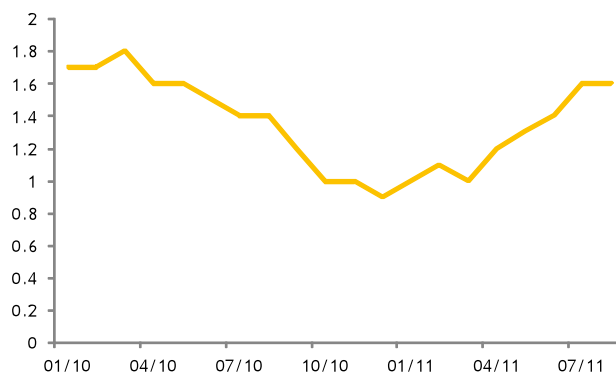
	2010	2011	2012
Monde	5,1	4,0	4,0
Economies développées	3,1	1,6	1,9
G7	2,7	1,3	1,7
Etats-Unis	3,0	1,5	1,8
Japon	4,0	-0,5	2,3
Zone euro	1,8	1,6	1,1
Economies émergentes	7,3	6,4	6,1
Chine	10,3	9,5	9,0
Inde	10,1	7,8	7,5
Russie	4,0	4,3	4,1
Brésil	7,5	3,8	3,6

Source: IMF

Etats-Unis

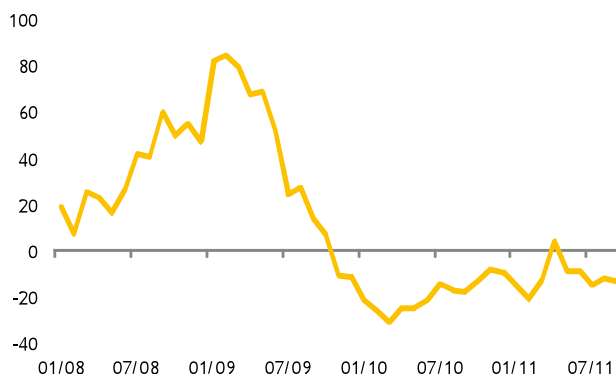
Le ralentissement de la croissance du PIB réel qui a frappé les Etats-Unis au premier semestre 2011 s'explique essentiellement par le tsunami japonais et par les interruptions de la production de pétrole en Afrique du Nord. Les effets de ces deux phénomènes auront diminué au début du second semestre 2011 : aussi bien les prix de l'essence que les taux d'intérêt ont baissé et certaines coupures de la chaîne d'approvisionnement causées par le tsunami ont commencé à s'atténuer. L'économie américaine bénéficie par conséquent de perspectives plus positives pour le second semestre 2011, surtout si les dépenses de consommation augmentent et commencent à doper la croissance économique. Nous avons d'ailleurs identifié certains signes positifs sur ce front d'un point de vue bottom-up : les ventes à périmètres constants d'un certain nombre de détaillants ont récemment commencé à dépasser les estimations. Jusqu'ici, les signes en ce sens sont favorables, comme le montre le tableau 1. En glissement annuel, les dépenses américaines de consommation personnelle ont reculé pendant les premiers trimestres 2011 avant de se redresser. De même, le graphique 2 montre une baisse des demandes initiales d'allocation chômage outre-Atlantique, une statistique qui s'inscrit désormais en territoire négatif en glissement annuel. Une telle évolution serait normalement révélatrice d'un redressement de l'économie américaine.

Graphique 1 : Dépenses américaines de consommation personnelle, en glissement annuel



Source : Bureau of Economic Analyses, Bloomberg (Bureau d'analyse économique, Bloomberg)

Graphique 2 : Demandes initiales d'allocation chômage, en glissement annuel



Source : US Department of Labor (Ministère du Travail des Etats-Unis)

S'agissant de l'économie américaine, le fonds du problème, c'est qu'une activité cyclique d'ores et déjà faible et des stocks moyens sont d'excellentes raisons de miser sur un léger repli outre-Atlantique. Par exemple, l'investissement immobilier actuel aux Etats-Unis ne couvre que l'entretien de base. D'un autre côté, les contraintes pesant sur la politique monétaire et fiscale limitent la vigueur de toute reprise ultérieure.

Europe

Sur le Vieux continent, la détérioration de la confiance à l'égard des marchés de la dette publique européenne représente toujours le défi principal de l'économie. L'Europe est aussi la région dans laquelle le FMI table sur la croissance économique la plus lente en 2012. Si les deux dernières années nous ont appris quelque chose, c'est que les pressions que doit exercer le marché sur les gouvernements pour qu'ils surmontent leurs différences et mettent fin aux crises sont phénoménales. Quoi qu'il en soit, nous identifions désormais des signes indiquant

la disposition des politiques européens à dépasser leurs différences et à mettre en place des plans de résolution de la crise. Les délais d'élaboration de ces plans ont été fixés à la fin octobre de cette année.

L'énigme à laquelle les investisseurs et les décideurs politiques sont confrontés en Europe est claire. Globalement, tous les Etats européens sont solvables, à l'exception de la Grèce, comme en atteste le tableau 2. Tant que les gouvernements poursuivent leurs programmes d'ajustement fiscal et de réforme économique avec persistance et, surtout, tant que les marchés gardent confiance, ils sont et resteront solvables. Le problème, c'est que même les doutes les plus minimes quant à la solvabilité se transforment rapidement en réalités car ils forcent les marchés obligataires à imposer des primes de risque correspondant à des taux d'intérêt de faillite pour un Etat fortement endetté. Malheureusement, cette confiance a disparu dans la zone euro et il est peu probable qu'elle puisse être restaurée grâce aux seuls efforts des Etats directement affectés. Les cas de l'Italie et de l'Espagne, où les écarts des emprunts d'Etat se sont creusés en dépit de nouvelles mesures d'austérité fiscale, sont symptomatiques.

Tableau 2 : Comptes généraux des Etats

	Balance budgétaire (% PIB)			Dettes brutes (% PIB)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Autriche	-4,6	-3,9	-3,3	72	73	74
Belgique	-4,1	-3,6	-2,8	97	96	96
Finlande	-2,5	-1,1	-0,6	48	47	46
France	-7	-5,7	-4,6	82	84	86
Allemagne	-3,3	-2,1	-1,3	83	82	82
Grèce	-10,5	-9,6	-7,4	143	144	150
Irlande	-32,4	-10,7	-9,2	96	110	117
Italie	-4,6	-4	-2,1	119	120	119
Pays-Bas	-5,4	-3,8	-3	63	65	66
Portugal	-9,1	-6,3	-5	93	107	113
Espagne	-9,2	-6,5	-4,7	60	67	72
Total zone euro	-6	-4,4	-3,2	85	87	89
Japon	-8,1	-8,9	-8,5	200	213	219
Royaume-Uni	-10,4	-7,5	-7,1	80	80	84
Etats-Unis	-10,2	-8,9	-7,3	99	105	108

Source : FMI (avec calculs Sparinvest)

Les engagements de crédit des secteurs nationaux privé hors finance et secteur public sont mesurés sur une base comparable dans le tableau 2. Ainsi, le ratio consolidé dette privée et publique / PIB de la zone euro est similaire à celui des Etats-Unis, et nettement inférieur à celui du Japon. Quoi qu'il en soit, la zone euro est très loin d'avoir le niveau d'intégration politique qui permettrait de collectiviser les dettes des différents secteurs publics de ses Etats membres.

Marchés émergents

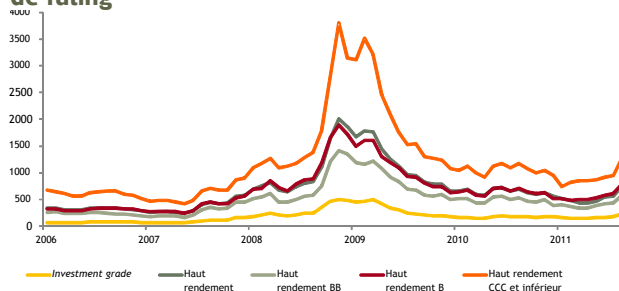
Dans les marchés émergents, le ralentissement ne résulte pas de la dette souveraine ou de désaccords politiques, mais plutôt du resserrement monétaire adopté en réaction à la hausse de l'inflation et qui s'est révélé agressif dans certains des grands pays comme la Chine et le Brésil. Le repli de la croissance des exportations dû à la demande atone provenant des économies développées a lui aussi pesé sur l'expansion des marchés émergents. Cependant, il semble que l'association d'un taux de chômage quasiment nul, d'une croissance durable des revenus et, surtout en Asie, de taux d'intérêt réels très faibles soutienne davantage la demande intérieure que par le passé.

A l'avenir, nombre d'économies émergentes disposent d'une marge de manœuvre substantielle en matière d'assouplissement fiscal et monétaire face au ralentissement de la croissance économique mondiale.

Le marché des obligations d'entreprises

Les spreads de crédit ont continué de s'écarter au trimestre dernier, toutes régions et qualités confondues. Les craintes suscitées par la crise de la dette européenne et par les risques macroéconomiques accrus (graphique 3) ont été à l'origine de cet élargissement. La vague de ventes a été rapide, l'essentiel de l'élargissement intervenant en août et septembre. Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que le crédit européen ait sous-performé les autres régions étant donné la préoccupation engendrée par les titres souverains.

Graphique 3 : Spreads de crédit par catégories de rating



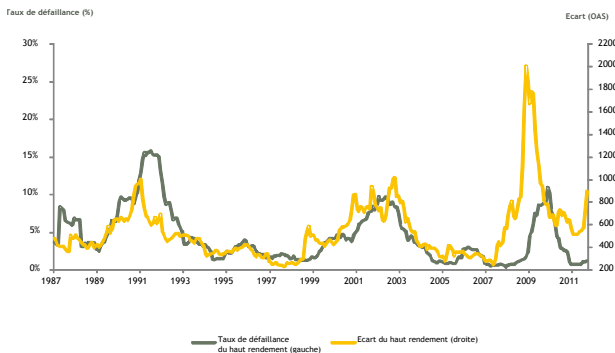
Comme nous l'avons mentionné dans de précédentes Lettres, les bilans du secteur privé sont globalement solides et les sociétés sont en bien meilleure position qu'elles ne l'étaient en 2008. Aux niveaux actuels, les spreads de crédit « price » une récession modérée. Les sociétés ont assaini leurs bilans, réduit leur effet de levier et renforcé leurs positions en liquidités, marquées par les problèmes de financement qu'elles avaient connus pendant la crise du crédit de 2008 / 2009. Elles sont désormais bien armées pour résister à des environnements

économiques plus faibles. En Europe notamment, les sociétés sont forcées de conserver une attitude favorable au crédit à mesure que le marché oblige les banques européennes à mettre leurs programmes à exécution encore plus rapidement qu'elles ne l'ont fait jusqu'ici si elles veulent se conformer aux exigences de Bâle III après les décotes additionnelles imposées à la dette grecque.

Nous estimons que les spreads actuels pourraient aboutir à deux situations : soit les marchés s'amélioreront nettement en réponse à une stabilisation de la situation en Europe, soit ils se détérioreront davantage face à une résolution confuse des problèmes de la Grèce et / ou d'autres Etats périphériques. Nous sommes partisans du premier scénario dans lequel les spreads du crédit se resserreront bientôt.

D'un point de vue bottom-up, il semble que le marché des obligations d'entreprises recèle une valeur importante au-delà du risque macroéconomique et politique. Le graphique 4 montre la valeur significative résultant d'une comparaison entre l'élargissement des spreads des marchés de haut rendement et le taux de défaillance actuel des entreprises. Entre début 1987 et aujourd'hui, nous avons rarement vu de telles différences entre les deux paramètres.

Graphique 4 : Spreads de crédit et taux de défaillance des entreprises

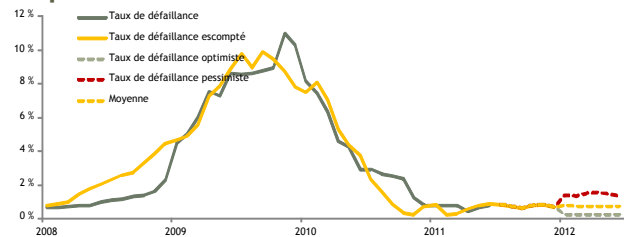


Autrement dit, aux niveaux actuels des rendements, les obligations d'entreprises financières et non financières intègrent des primes de risque significatives, reflétant les risques élevés d'évènement politique qui pèsent sur la zone euro. En l'absence d'une crise économique grave (ce que nous prévoyons), le potentiel de valorisation devient alors très puissant, surtout pour les financières européennes qui se sont échangées à des cours proches des plus bas observés après la chute de Lehman Brothers.

Le modèle de défaillance

Nos prévisions quant au taux de défaillance futur sont conformes à notre point de vue selon lequel les entreprises sont solides. Elles suggèrent en outre que la prime de risque élevée montrée dans le graphique 4 ne sera pas absorbée par une hausse du taux de défaillance des entreprises à court terme. Le modèle a été présenté dans de précédentes Lettres. Il anticipe le taux de défaillance futur des entreprises en fonction des fondamentaux macroéconomiques.

Graphique 5 : Le modèle Sparinvest de prévision des taux de défaut



Source : Sparinvest et JP Morgan

D'après le graphique 5, le modèle prévoit un taux de défaillance des entreprises qui restera faible en 2012, un phénomène récemment confirmé par Moody's. Or ce taux faible, conjugué à notre concentration sur des ratios prêt / valeur et endettement net / fonds propres bas, est favorable à un investissement dans le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds.

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.

Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
11 octobre 2011

Equipe Obligations « Value » de Sparinvest



Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager



Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager



Toke Hjortshøj
Portfolio Manager



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.