



Obligations « Value »

Titres

- Economie européenne
- Economie américaine
- Economie du « reste du monde »
- Evaluations

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

Cher investisseur,

Après un premier semestre relativement calme, les primes de risque ont explosé pendant la seconde moitié de 2011. Les spreads de crédit n'ont désormais rien à voir avec les fondamentaux actuels des entreprises, les taux de défaillance et les prévisions de croissance. Alors que la liquidité est rare et la volatilité élevée, l'aversion pour le risque domine et les marchés du crédit sont tombés dans l'incertitude. Les preuves se multiplient d'une aversion générale envers le risque lié aux actifs en euros. Par conséquent, aujourd'hui plus que jamais, la direction future globale des marchés du crédit dépasse la simple influence des fondamentaux des entreprises, tandis que les performances l'an prochain seront dictées, dans une large mesure, par la volonté politique globalement.

A nos yeux, les spreads de crédit représentent la moyenne pondérée de quelques scénarios majeurs, dont chacun repose sur la survie, ou la disparition, de l'euro dans sa forme actuelle. Pour l'essentiel:

- Soit l'Euro survit et la croissance faible ainsi qu'une certaine forme d'assouplissement quantitatif, y compris LTRO 2 (Opération de refinancement à long terme), et des mesures en faveur de l'intégration budgétaire, se maintiennent dans la zone euro,
- Soit certains Etats membres abandonnent la monnaie unique. Par exemple, l'Allemagne pourrait être le seul pays à sortir de la zone euro ou certains pays secondaires pourraient se retirer, entraînant dans le pire des cas une grave récession et une envolée des taux de défaut.

Nous misons sur la première option. Il convient toutefois de préciser que le risque lié à la seconde est plus élevé que jamais. Même s'il existe une volonté de préserver la monnaie unique, la rapidité est essentielle. Seule une maîtrise stricte des coûts du financement des Etats membres

de la zone euro permettra un retour de la confiance des investisseurs. Si ce point n'est pas traité rapidement, les perspectives économiques déjà médiocres pourraient souffrir davantage. Une contraction réussie des primes du risque souverain ne freinera pas les processus de désendettement et de recapitalisation en cours au sein des banques, qui s'accompagnent par ailleurs d'énormes défis liés au financement et à la réglementation. Ces processus eux-mêmes créent un cercle vicieux, menaçant la reprise économique, l'approvisionnement en crédit et les niveaux de financement souverain.

Economie européenne

Fin 2011, les nouvelles mesures d'austérité adoptées en France, en Italie et en Espagne (pour ne mentionner que les plus grands Etats membres), les conditions de financement plus tendues à mesure que les spreads des emprunts d'Etat se creusaient et que les banques commerciales durcissaient les conditions d'emprunt ainsi que le repli de la confiance du secteur privé sont autant de facteurs qui ont fait tomber la croissance de la zone euro en territoire négatif. Cette contraction de l'activité économique globale se poursuivra probablement début 2012. La faiblesse devrait être la plus flagrante au niveau de la demande intérieure, en réaction au resserrement des conditions financières et à la baisse des marchés boursiers ainsi que des prix immobiliers, dans certains pays. Les dépenses des consommateurs devront supporter le poids des nouvelles mesures d'austérité budgétaire, de la détérioration des conditions du marché de l'emploi et du besoin permanent de réduction de la dette des ménages. Les dépenses d'investissement, notamment en machines et équipement, seront vraisemblablement affectées par l'essoufflement de la demande de produits finaux, par le resserrement des conditions du crédit et par l'incertitude accrue quant à la politique dans la zone euro. Les investissements en construction diminueront probablement eux aussi sur fond de chute des investissements des entreprises, de réduction des dépenses en infrastructure des gouvernements et d'activité résidentielle morose à mesure que les consommateurs peinent à rembourser leurs prêts immobiliers et que les prix immobiliers reculent. Les dépenses publiques faibliront quant à elles significativement à cause des nouvelles mesures de consolidation budgétaire dans l'ensemble de la zone euro.

Mais 2012 devrait aussi être l'année du redémarrage de l'économie. *Ce tournant du cycle des affaires constituera un important catalyseur pour les marchés financiers, qui anticipent habituellement un tel revirement avec jusqu'à six mois d'avance. A nos yeux, il existe plusieurs raisons de prévoir une timide reprise de l'économie de la zone euro au second semestre 2012.*

Premièrement, nous identifions toujours une dynamique de croissance mondiale respectable en dehors de l'Europe cette année. Même s'il n'est pas prévu que la zone euro contribue à la croissance, l'économie mondiale devrait connaître une expansion plus ou moins proche du taux moyen d'environ 3,5%. Deuxièmement, l'Euro devrait à nouveau s'affaiblir en 2012, tombant à un taux de change de 1,2 EUR/USD, à condition que les modèles standard de la parité du pouvoir d'achat s'appliquent. La BCE elle-même estime qu'un affaiblissement de 10% de la monnaie unique en termes pondérés des échanges commerciaux fera grimper le PIB de 0,7 % pendant la première année et de 1,2% pendant la deuxième. Conjointement, ces deux facteurs devraient contribuer à une reprise de la demande d'exportations en dehors de la zone euro. Troisièmement, nous sommes d'avis que le désendettement des banques sera concentré sur le premier semestre 2012, c'est-à-dire sur la période précédant le délai de juin fixé aux banques par l'ABE pour atteindre leurs objectifs Capital Tier 1 de 9% lors de son dernier test de résistance. **Par conséquent, nous n'attendons pas de nouveau resserrement prononcé des conditions du crédit au-delà de cette date.** Quatrièmement, le durcissement budgétaire se fera sentir début 2012 lorsque l'essentiel des nouvelles mesures seront appliquées. Selon nous, les budgets 2013 (sur lesquels nous en saurons plus après les vacances parlementaires d'été) ne devraient pas faire l'objet d'un nouveau resserrement de même ampleur et sont donc marginalement favorables à la croissance. Enfin, nous pensons que la BCE assouplira encore sa politique monétaire – en baissant tout d'abord le taux de refinancement à un nouveau plancher historique de 50 pb (ce qui suppose de nouvelles réductions des taux de 50 pb), puis en procédant à un nouvel assouplissement quantitatif, LTRO 2 incluse, fin février 2012. Historiquement, les baisses des taux de 100 pb de la BCE ont dopé le PIB de 0,2% la première année et de 0,4% la deuxième. Quoi qu'il en soit, **les risques menaçant les perspectives sont en diminution.** Les risques baissiers comprennent un assèchement majeur du crédit dans la zone euro, une nouvelle contagion de la crise de la dette souveraine aux principaux pays de la zone et le besoin d'un nouveau resserrement budgétaire.

Economie américaine

L'économie américaine nous a réservé de bonnes surprises au second semestre 2011 et sa dynamique semble se poursuivre en 2012. Les chiffres de l'emploi récemment publiés ont dépassé les attentes. C'est peut-être pour cette raison que l'appétit pour l'emprunt a augmenté. Les crédits à la consommation ont progressé de 20,4 milliards d'USD (après correction des variations saisonnières) en novembre grâce à des hausses de 5,6 milliards d'USD (après correction des variations saisonnières) des crédits

revolving et de 14,8 milliards d'USD (après correction des variations saisonnières) pour la composante non revolving. Cette augmentation constitue une progression particulièrement élevée si on la compare à celle de 6 milliards d'USD qui avait été enregistrée en octobre, et bien supérieure aux attentes du consensus de 7 milliards d'USD. La progression mensuelle des crédits revolving, qui correspondent essentiellement aux cartes de crédit, a été la plus élevée depuis le printemps 2008 et reflète probablement le renforcement des dépenses de consommation et le léger assouplissement des conditions d'octroi de crédit (le contraire de ce qu'il s'est passé en Europe). Par exemple, dans le dernier sondage d'opinion des responsables du crédit (Senior Loan Officer) de la Réserve fédérale, certaines banques ont fait état de conditions de crédit légèrement assouplies pour les cartes de crédit, tandis qu'aucune banque n'a déclaré durcir ses normes. Il reste à espérer que les ménages américains continuent de dépenser ou augmentent même leurs dépenses étant donné la disponibilité du crédit et l'amélioration du sentiment sur fond d'embellie du marché de l'emploi.

Aux Etats-Unis, les petites entreprises jouent elles aussi un rôle relativement important dans la création d'emplois. Les chiffres récemment publiés par la Fédération Nationale des Entrepreneurs Indépendants ont révélé une hausse de l'indice de confiance des petites entreprises de 1,8 point à 93,8 pour le quatrième mois consécutif. La tendance à l'amélioration des profits et des carnets de commandes explique cette avancée.

Si l'économie américaine venait à ralentir, la Fed sera prête à lancer un nouveau programme d'assouplissement quantitatif (QE3), qui inclura probablement des achats d'obligations hypothécaires visant à réduire davantage le coût d'acquisition d'un logement.

Economie du « reste du monde »

En 2012, l'économie mondiale devrait afficher une croissance « conforme à la tendance », c'est-à-dire d'environ 3,5%. La Chine a marqué le pas en 2011 suite à un resserrement de la politique monétaire nationale. Les données relatives aux importations récemment publiées en Chine ont révélé la hausse la plus faible depuis un certain temps. Nous pensons que la Chine assouplira sa politique monétaire au premier semestre 2012, aux côtés d'autres économies émergentes, renforçant ainsi la probabilité d'un rallye sur les actifs risqués, alimenté par l'abondance des liquidités.

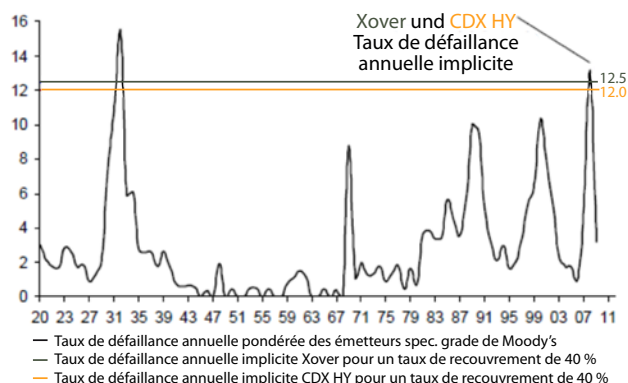
Evaluations

Nous estimons que le crédit est fortement sous-évalué à l'heure actuelle, y compris les obligations d'entreprises des marchés émergents : le crédit européen s'est nettement redressé en 2011. Bien que la croissance et

la stabilité financière du vieux continent soient clairement menacées, nous pensons que les évaluations du crédit reflètent ces risques. Nous sommes par ailleurs convaincus que les marchés attribuent une probabilité bien trop faible au phénomène de « japonification » de l'Europe selon lequel un mouvement durable en faveur du désendettement (plutôt que des rendements faibles) contribuerait à une contraction des *spreads*.

Les régulateurs et les agences de notation représentent l'un des principaux risques sur les marchés financiers aujourd'hui. Ces acteurs tentent de compenser leur inactivité d'avant la crise de 2008. Moody's et S&P, par exemple, ont affirmé que si la BCE ne mettait pas en place un soutien explicite au financement public, un réexamen de leurs notes des titres souverains de la zone euro, y compris des pays notés AAA, serait justifiée. Si les agences mettent cette menace à exécution, cela pourrait avoir un effet à court terme sur le secteur bancaire et peut-être aussi sur les établissements multilatéraux dont la note AAA est généralement justifiée par le soutien de pays notés AAA dont ils bénéficient. Selon nous, les agences de notation ne tiennent pas compte des mesures prises pour limiter la crise de la dette souveraine européenne.

Actuellement, les *spreads* du haut rendement en Europe tout comme aux Etats-Unis (les indices iTraxx Xover et CDX HY étant les exemples les plus flagrants) intègrent des taux de défaut très élevés. A 750 pb, le Xover suppose un taux de défaut comparable à celui de 2009 après la chute de Lehman Brothers ou de la dépression des années 1930.



Source: Moody's

La majorité des obligations d'entreprises sont bien placées pour résister à un repli même prolongé de l'activité, et donc à une baisse des bénéfices, en 2012 tout au moins. Nous prévoyons certes une hausse du taux de défaut actuellement faible, mais elle ne devrait pas être significative. Notre modèle de prédiction du taux de défaillance mondial prévoit qu'environ 2% du marché global du haut rendement tomberont en défaut de paiement en 2012. Ce chiffre n'est que marginalement supérieur au

1,8% enregistré en 2011. L'une des principales raisons de prévoir une poursuite du taux de défaillance faible en 2012 est que de nombreuses entreprises se sont refinancées au cours des deux dernières années. Dans une optique conservatrice, l'on peut utiliser un scénario de base de 4 % pour le taux de défaillance mondial (la moyenne à long terme) et un taux de recouvrement de 40 % (aussi la moyenne à long terme). Une exposition au marché du haut rendement mondial entraînerait dès lors une perte escomptée de 2,4%. Aussi, les investisseurs dans cette classe d'actifs bénéficient-ils aujourd'hui d'une rémunération excédentaire de 5,25% pour couvrir ce risque..

Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
11 janvier 2012

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 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.