



Obligations « Value »

Titres

- La vue d'ensemble...
- Secteurs fortement représentés dans nos fonds
- Aperçu du marché des obligations d'entreprises
- Actualité des fonds
- Conclusion
- Chiffres clés des fonds obligations « Value » de Sparinvest

Nos fonds Obligations « Value »

Fonds	Code ISIN
Corporate Value Bonds	LU0620744002
Emerging Markets Corporate Value Bonds	LU0519053697
Ethical High Yield Value Bonds	LU0473784196
High Yield Value Bonds	LU0232765429
Institutional Corporate Value Bonds	LU0760185370
Investment Grade Value Bonds	LU0264925727

L'information détaillée sur ces fonds est disponible sur Sparinvest.eu

- sparinvest.eu

Cher investisseur,

La vue d'ensemble...

L'introduction du « *tapering off* » (la fin progressive de la dépendance à l'égard de l'Assouplissement Quantitatif) aux États-Unis montre que la reprise est de plus en plus durable. La demande immobilière est solide et la confiance des consommateurs s'étend à des secteurs tels que les ventes automobiles, qui renouent désormais avec leurs niveaux antérieurs à la crise.

L'Europe s'améliore, mais pas aussi rapidement que les États-Unis, et son processus de redressement connaîtra très certainement des contretemps (comme en ont déjà attesté les élections italiennes et les événements récents au Portugal). Le sud de l'Europe présente des niveaux élevés de « lassitude à l'égard de l'austérité » qui alimentent le risque d'incertitude politique et garantissent la poursuite d'une politique monétaire accommodante.

Les économies anglo-saxonnes prouvent actuellement la théorie de Keynes selon laquelle « on ne peut sortir d'une récession en économisant ». Les gouvernements de ces pays doivent jongler pour trouver un équilibre entre des économies de coûts intelligentes et des dépenses génératrices d'emplois. Aussi ont-elles tout intérêt à diminuer les dépenses sociales et à réinvestir dans des projets d'infrastructure hautement visibles.

Le Japon applique désormais un assouplissement monétaire sans limite, l'argent étant injecté de force sur le marché obligataire, ce qui se traduit par des cours très élevés pour les obligations japonaises.

Il est rassurant de savoir que la politique monétaire des nations développées du monde est désormais entre les mains de quatre institutions

très sensibles et hautement expérimentées. Nous pensons que les éventuelles erreurs qu'elles pourraient commettre seront rapidement corrigées. Dans l'ensemble, nous sommes d'avis que l'assouplissement quantitatif persistera dans un avenir proche au Royaume-Uni, en Europe et au Japon, tandis que les Etats-Unis entameront un processus de sevrage progressif dont la vitesse sera dictée par la pérennité de la reprise.

La Chine émet quant à elle des signaux mitigés. Ses marchés monétaires ont semblé subir des pressions, dont les autorités n'ont cependant fait qu'une bouchée.

Face aux phénomènes macroéconomiques précités, le dollar américain devrait commencer à s'apprécier et le yen à se déprécier, tandis que les taux n'augmenteront pas aussi rapidement en Europe qu'outre-Atlantique. Ce décalage est significatif pour les marchés des obligations et du crédit car il signifie que le climat restera propice aux obligations d'entreprises européennes, un scénario qui suppose qu'une stabilisation suivie d'une croissance faible mais positive est plus probable qu'un glissement dans une récession plus grave.

Secteurs fortement représentés dans nos fonds

Finance : parmi tous les secteurs des obligations d'entreprises, la finance a affiché la performance la plus élevée sur l'année en cours, plaidant en faveur de notre exposition soutenue à ce secteur sur les marchés développés.

Energie : nous apprécions toujours les obligations du secteur de l'énergie, qui nous semblent sous-évaluées au vu des bénéfices.

Matériaux : nous avons progressivement renforcé notre exposition au secteur dans l'anticipation d'une performance solide au second semestre à mesure que la reprise s'accélèrera. Bien qu'il ait affiché les résultats les plus mauvais sur l'année en cours et qu'il ait quelque peu pesé sur la performance, nous restons optimistes quant à l'avenir proche.

Au sein de notre fonds spécialisé dans les marchés émergents, nous favorisons aussi l'énergie et les matériaux, outre un biais prononcé vers l'industrie - un secteur dans lequel nous avons aligné notre

politique d'achat sur les intentions déclarées par les gouvernements en matière de projets d'infrastructure.

Aperçu du marché des obligations d'entreprises

Les mois de mai et juin ont été les témoins d'une hausse significative des rendements obligataires, les investisseurs particuliers retirant quelque 60 milliards de dollars en deux semaines entre le discours de Ben Bernanke, le 19 juin, et la fin du trimestre.

Nous sommes fermement convaincus que le haut rendement reste une cible d'investissement judicieuse à l'heure actuelle. Si ses écarts sont aujourd'hui plus ou moins égaux à leur moyenne historique, ils sont compensés par un niveau de défaillance bien inférieur à la moyenne. Aussi les écarts de 5,5 % demeurent-ils bon marché face à un taux de défaillance de 2 % seulement. Ce contexte génère une performance excédentaire robuste par rapport aux emprunts d'Etat ainsi qu'une marge de sécurité solide en cas de hausse des rendements des bons du Trésor ou de dégradation des données économiques.

Nous maintenons que les craintes liées à une bulle du haut rendement sont déplacées pour plusieurs raisons. En pourcentage du marché total, les nouvelles émissions sont loin d'être problématiques et quasiment aucune obligation d'entreprise notée CCC n'est émise à l'heure actuelle, de telle sorte que la qualité reste élevée. Deuxièmement, il convient de noter que les sociétés qui émettent des obligations le font davantage pour se refinancer que pour effectuer des acquisitions. Le financement par LBO (*leveraged buyout*) peut certes être toxique sur le marché du crédit, mais un tel phénomène n'est pas constaté aujourd'hui. Enfin, aucun « mur des échéances » ne menace à l'horizon. Début 2009, presque chaque obligation en circulation sur le marché devait arriver à échéance en 2015. Mais aujourd'hui, cette dette arrivant à maturité en 2015 a été diminuée à 672 milliards d'USD. Il n'existe donc aucune inquiétude quant aux échéances à court terme.

Cette association d'un prolongement des échéances et de niveaux toujours élevés d'émissions de qualité maintient les pressions liées

aux défaillances (et le risque de bulle) à un niveau faible.

Actualité des fonds

Nous sommes contents de noter qu'en dépit des sorties de fonds record constatées sur le marché en juin, nos fonds n'ont pas fait l'objet de désengagements massifs. Nous vous remercions par conséquent de votre vote de confiance.

La qualité de crédit de notre fonds **Sparinvest High Yield Value Bonds** mérite ici un commentaire. Plus de 60 % du portefeuille sont actuellement investis dans des obligations notées B ou moins bien. Sur l'ensemble du marché, les obligations notées B offrent aujourd'hui une prime moyenne de 3,47 % et présentent le meilleur mélange de sensibilité limitée aux taux d'intérêt, de risques macroéconomiques, de potentiel de revenus et de risques de défaillance. Cependant, notre stratégie Value Bonds cible un certain nombre d'obligations notées B à rendement supérieur émises par de petites sociétés qui ont du mal à obtenir des notes BB de la part des agences de notation du simple fait de leur taille. Nous apprécions aussi les obligations BB (exposition de 24,3 % du portefeuille), mais elles sont bien plus sensibles aux taux d'intérêt. Pour nous, B est la note idéale.

Le fonds **Sparinvest High Yield Value Bonds** offre actuellement un rendement courant (c'est-à-dire le coupon moyen divisé par le cours moyen) de 10 %/0,97 et nous misons toujours sur des performances positives sur le reste de l'année grâce à de légères hausses des cours associées aux paiements de coupons/réinvestissements ordinaires.

Notre fonds **Sparinvest Emerging Market Corporate Value Bonds**, qui peut investir dans toute la gamme des notes, est lui aussi concentré sur les obligations notées B, à hauteur de 55,6 % actuellement. Son rendement courant est de 6,77 %/0,98. A l'heure actuelle, ce fonds se prépare à un léger ralentissement de la croissance sur les marchés émergents.

Conclusion

Même si nous n'attendons pas de hausse des taux dans un avenir très proche, il convient de noter

que les fonds obligataires se remettent généralement des pertes qu'ils subissent dans de telles circonstances en accroissant leurs rendements à mesure qu'ils acquièrent de nouveaux titres assortis de taux plus intéressants. (Il s'agit d'une sorte d'exercice de rééquilibrage intégré). Autrement dit, les délais nécessaires au recouvrement des pertes subies par cette catégorie d'actifs sont généralement courts.

En effet, les performances du haut rendement n'ont connu que quatre « années baissières » depuis 1980 et il est intéressant de noter ce qu'il s'est passé lors des exercices ayant immédiatement suivi ces pertes :

Perf. de 1990 : -6,4 % Perf. de 1991 : 43,8 %
 Perf. de 1994 : -1,6 % Perf. de 1995 : 19,6 %
 Perf. de 2000 : -5,8 % Perf. de 2001 : 5,5 %
 Perf. de 2008 : -26,8 % Perf. de 2009 : 58,9 %

L'indice JP Morgan Global High Yield affiche des performances moyennes de plus de 7 % au cours des 15 dernières années sur fond de volatilité faible par rapport à celle des actions.

Dans l'ensemble, nous sommes d'avis que si votre objectif d'investissement consiste actuellement à bénéficier d'un rendement supérieur à celui des titres souverains et d'une volatilité inférieure à celle des actions, le haut rendement est la catégorie idéale. Ses détracteurs ont bien tort.

Veillez agréer, cher investisseur, l'expression de mes salutations distinguées.

Klaus Blaabjerg
 Chief Portfolio Manager
 5 juillet 2013

Information à l'attention des actionnaires

En règle générale, les fonds obligataires n'investissent pas dans des actions. Les fonds **Sparinvest - High Yield Value Bonds** et **Sparinvest - Ethical High Yield Value Bonds** ne font pas figure d'exception à cet égard. Cependant, à des fins de transparence intégrale, nous devons vous informer que dans le cadre d'un processus de restructuration financière de l'une de nos positions (conversion des obligations en actions), ces deux

compartiments ont temporairement investi de manière passive dans les actions de la société énergétique PA Resources et non dans ses obligations. Presque immédiatement après cette opération sur le capital en date du 7 février 2013, le cours des actions a chuté et nous avons décidé, dans l'intérêt de nos investisseurs, de les conserver car notre analyse indiquait qu'elles finiraient par récupérer leur valeur. Cette théorie s'est ensuite confirmée. PA Resources se trouve maintenant dans une bien meilleure position, comme en atteste son cours boursier supérieur. La société est en vente depuis le 5 juillet. Les fonds Sparinvest - High Yield Value Bonds et Sparinvest - Ethical High Yield Value Bonds procèdent donc actuellement à la liquidation de l'intégralité de leur position pour redevenir des fonds obligataires purs.

Chiffres clés des fonds Sparinvest Value Bonds

Chiffres clés des fonds Sparinvest Value Bonds	High Yield Value Bonds	Emerging Markets Value Bonds	Corporate Value Bonds	Investment Grade Bonds
Rendement à maturité	12,01%	8,37%	6,06%	5,16%
Duration	3,24	3,75	4,00	5,02
Ratio moyen endettement net/fonds propres	94%	85%	87%	47%
Couverture moyenne des intérêts	2,55x	7,2x	5,65x	15,51x
Ratio moyen cours/ valeur comptable	0,85x	1,6x	3,13x	1,55x
Activité de défaillance sur l'année en cours	0%	0%	0%	0%

L'équipe Value Bonds de Sparinvest



De gauche à droite:

Toke Hjortshøj
Senior Portfolio Manager
 Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager
 Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
 Peter Dabros
Portfolio Manager

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.

Signatory of:



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, au document d'informations clés pour les investisseurs 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. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Investor Services Bank S.A., Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.