



Titres

- Brève récapitulation de l'année 2013
- Un environnement toujours propice en 2014
- Risques sur les marchés obligataires en 2014
- Les primes de liquidité sont intéressantes
- Les valeurs cycliques à la traîne bénéficieront de l'appréciation du dollar US
- Prévisions de défaillances en 2014

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 est disponible sur sparinvest.eu.

- sparinvest.eu

Obligations « Value »

Cher investisseur,

Brève récapitulation de l'année 2013

Les obligations « Value » en chiffres

| Nom du fonds | Fonds* | Indice | Diff. |
|------------------------|--------|--------|-------|
| High Yield Value Bonds | 7,5 % | 6,8 % | 0,7 % |
| Ethical High Yield VB | 7,9 % | 6,8 % | 1,1 % |
| EM Corp. Value Bonds | 0,4 % | -0,8 % | 1,2 % |
| Corp. Value Bonds* | 2,8 % | 0,1 % | 2,7 % |
| IG Value Bonds | 5,3 % | -0,2 % | 5,5 % |

*La performance du fonds est nette de frais

Au cours de l'année 2013, malgré des rumeurs folles sur une réduction de la politique d'assouplissement quantitatif (« tapering »), le sauvetage bancaire de Chypre par la zone euro et des ventes massives au cours de l'été sur les marchés émergents, les marchés obligataires ont enregistré des performances proches des moyennes historiques de leurs catégories d'actifs, ce que nous n'avions pas vu depuis quelques années. Les fonds obligataires « Value » de Sparinvest ont terminé l'année 2013 bien au-delà de leurs indices respectifs. Ces résultats s'expliquent par une gestion active, par l'exploitation des facteurs « Value » dans le cadre de petites émissions et d'émissions hors de l'indice de référence, l'évitement des défaillances grâce à notre stratégie axée sur des émissions au ratio d'emprunt faible et grâce à des achats de titres du type « Investment Grade » à des « prix panique », tout particulièrement au cours de l'été.

Un environnement toujours propice en 2014

Nous pensons que 2014 sera une année toujours « propice » pour les marchés obligataires. En d'autres termes, les paiements d'intérêts sur les obligations d'entreprises devraient rester relativement stables, voire plus élevés que ce que les investisseurs pourront obtenir par ailleurs avec d'autres investissements. Ceci s'explique par un taux de croissance plus fort sur les marchés développés et par le maintien de l'inflation à un niveau bas. Cette prévision de combinaison favorable croissance/inflation permettra de maintenir une politique monétaire accommodante et une volatilité faible sur les marchés obligataires et les marchés d'actions. Compte tenu de l'anticipation d'une faible volatilité, nous pensons que les obligations d'entreprises sont toujours intéressantes par rapport aux emprunts d'Etat, et que les rendements attendus pour les « Investment Grade » (IG) et les « haut rendement » (HY) seront proches des rendements actuels.

S'agissant du prix des obligations, par rapport au risque, elles sont globalement valorisées à leur juste valeur et nous pensons que les opportunités pour 2014 dépendent des facteurs suivants qui renferment une certaine valeur relative :

- Les valeurs financières des marchés développés représentent toujours une opportunité d'investissement incontournable en termes d'amélioration du bilan sous-jacent et d'abaissement du risque de crédit. Ce processus a déjà parcouru un long chemin dans les banques mais doit se poursuivre encore, essentiellement du fait des changements réglementaires à venir et d'un meilleur taux de croissance sur les marchés développés. A titre de mise en garde, nous pensons que les banques danoises semblent, à cet égard, sous valorisées. Nous pensons que la poursuite de l'amélioration relative des fondamentaux des obligations d'entreprises de sociétés financières se traduira par une surperformance continue par rapport aux sociétés non financières.
- Les obligations de plus petites sociétés dont les émissions obligataires sont soit mineures soit absentes des indices de référence obligataires représentent une bonne opportunité de dégager des taux d'intérêt plus élevés par rapport aux

valeurs des indices de référence habituels. Ceci, bien sûr, est assorti d'un risque de liquidité car il est plus difficile de trouver des acheteurs pour des obligations moins connues du public pendant des périodes de ventes massives. Par le passé, Sparinvest a néanmoins bien maîtrisé ce niveau de liquidité moindre des petites capitalisations. Tout particulièrement, nous pensons que les petites capitalisations du secteur de l'énergie sont intéressantes. (Voir informations supplémentaires sur la liquidité ci-dessous.)

- Enfin, au sein des sociétés non financières, nous anticipons un potentiel d'appréciation dans les valeurs cycliques qui sont restées à la traîne et qui ont des niveaux d'endettement faible, comme les métaux industriels et des sociétés minières. Le point commun pour ces sociétés, c'est qu'elles pourraient bénéficier d'une appréciation du dollar US car leurs coûts opérationnels sont exprimés dans des devises qui sont susceptibles de se déprécier par rapport au dollar US. (Exemple ci-dessous)

Risques sur les marchés obligataires en 2014

Nous anticipons trois principaux risques pour les marchés obligataires en 2014 :

- Le risque le plus important pour les marchés obligataires serait un « **atterrissage brutal** » en **Chine** après de nombreuses années caractérisées par une augmentation trop rapide du crédit. Nous pensons vraiment que le gouvernement chinois est conscient des risques à ce niveau. Mais les conséquences d'un atterrissage brutal en Chine pourraient être très préjudiciables à la croissance mondiale et avoir un impact négatif sur la demande de matières premières.
- **Hausse des taux d'intérêt.** Pour de nombreux investisseurs, la hausse des taux d'intérêt représente le facteur de risque principal sur les marchés obligataires. Nous ne sommes pas entièrement d'accord. Aux Etats-Unis, la politique d'assouplissement quantitatif devrait prendre fin car la reprise économique semble désormais durable. Mais la fin d'une politique d'assouplissement quantitatif ne signifie pas pour autant une restriction immédiate des injections de liquidités.

Nous pensons que la Fed maintiendra une attitude très accommodante sauf, bien sûr, si les **taux d'inflation** venaient à remonter brutalement. Cette interprétation de l'attitude future de la FED correspond tout à fait à la nomination de Janet Yellen qui a succédé à Ben Bernanke (Président de la Réserve Fédérale jusqu'au 31 janvier 2014). Les augmentations des taux d'intérêt en Europe semblent encore représenter une perspective plus lointaine qu'aux Etats-Unis. Il y a fort à parier que la Banque Centrale Européenne anticipe encore plus les événements pour combattre une fragmentation potentielle du système financier européen et pour éviter une chute supplémentaire des taux d'inflation européens, lesquels sont actuellement à un niveau de 0,7 %. Ce qui importe le plus en définitive, c'est que cette politique monétaire adoptée par les économies développées reste accommodante le plus longtemps possible parce qu'il n'y aucune raison de penser que l'économie réelle est sur le point de rentrer dans une spirale inflationniste compte tenu de toutes les capacités inutilisées. Si les taux devaient remonter brusquement et l'inflation rester à un niveau bas, alors nous pensons réellement que cette situation pourrait présenter bien plus qu'une opportunité d'achat, probablement, et en premier lieu, pour les obligations d'entreprises américaines. Même si nous ne craignons pas (trop) une remontée des taux, nous essayons néanmoins de nous protéger contre ce risque en maintenant la durée la plus courte possible dans les fonds que nous gérons. Dans les fonds Sparinvest High Yield Value Bonds et Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds, nous avons appliqué des pondérations significatives dans les obligations à taux variable, c'est-à-dire des obligations qui versent un coupon à taux flottant mais qui sont assorties d'une prime de crédit fixe. Ces obligations verseront des coupons plus élevés au cas où les taux d'intérêt à court terme commenceraient à monter.

- **Réendettement des sociétés.** Lorsque la reprise économique se concrétisera vraiment dans les pays développés et que les sociétés commenceront à estimer que la reprise est bien là, nous pouvons nous attendre à ce que leurs dirigeants commencent à adopter une attitude plus audacieuse en termes de recherches d'opportunités et pour plaire à leurs actionnaires (qui sont habitués désormais à une performance à deux chiffres). C'est

certainement le développement de ce type de comportement qui provoquera un nouveau « ralentissement » sur les marchés obligataires et une hausse des défaillances. La bonne nouvelle, c'est que cela prendra quelques années. Et les investisseurs peuvent réellement agir énormément à ce niveau pour atténuer ce risque s'ils concentrent leurs investissements sur des sociétés qui ont engagé un processus de réduction de leur endettement - les valeurs financières en sont un exemple.

Les primes de liquidité sont intéressantes

En tout cas, les marchés obligataires sont moins liquides qu'avant le début de la crise financière. Ceci signifie qu'il est désormais plus difficile de trouver des acheteurs pour certaines obligations qui sont moins prisées par les marchés. Comme il a été souligné dans la presse financière, cette situation est due partiellement aux changements de réglementations qui ont réduit les capacités des courtiers à prendre des risques et qui ont donc réduit considérablement la liquidité sur les marchés des obligations d'entreprises. Nous sommes d'accord sur le fait que la liquidité sur les marchés est pire que dans les années ayant précédé la crise.

Nous expliquons cette détérioration globale de la liquidité par deux facteurs principaux. Tout d'abord, l'environnement volatil d'appétit pour le risque/d'aversion au risque (risk-on/risk-off) qui a dominé le marché au cours des dernières années tend à créer des flux d'opérations à sens unique, avec de nombreux clients qui veulent acheter ou vendre au même moment. Cet afflux rend la tâche difficile aux courtiers qui peinent à fournir des liquidités sans devoir prendre des risques significatifs. La prime de risque élevée que les investisseurs ont demandée aux emprunteurs du secteur financier a également eu pour effet d'augmenter les coûts des courtiers et d'entraver leurs capacités à fournir des liquidités.

Deuxièmement, nous pensons que les changements des réglementations ont également accru les frais qu'ont dû supporter les courtiers pour conserver les obligations dans leurs portefeuilles, dans l'attente d'acheteurs. Les données de l'enquête hebdomadaire de la Fed sur les « primary dealers » (maisons de courtage autorisées à intervenir sur le marché primaire) font ressortir une chute de 40 %

sur les positions nettes des courtiers dans les obligations d'entreprises entre leur plus haut de 2007 et avril 2013.

La liquidité étant rare, il n'est pas surprenant que nous trouvions que son « prix » soit élevé. Nous pouvons utiliser des modèles mathématiques pour établir une comparaison entre les obligations liquides et non liquides et pour mesurer la « prime de liquidité » (c'est-à-dire l'augmentation de prime qui serait offerte aux investisseurs qui voudraient délaissier les obligations les plus liquides pour investir dans les obligations les moins liquides en prenant comme hypothèse que toutes les caractéristiques des autres obligations restent constantes). Les estimations suggèrent que la prime de liquidité était proche de zéro dans les années ayant précédé la crise et qu'elle a augmenté considérablement pendant la période de la crise financière. A partir de mi-2009 jusqu'à fin 2011, la prime est globalement descendue avant de remonter en 2012 et de rester élevée pratiquement pendant toute l'année 2013.

Nous pensons que ce niveau historiquement élevé de la prime de liquidité offre une opportunité aux investisseurs qui peuvent se permettre de prendre un risque de liquidité pour profiter d'un spread supplémentaire. Nous pensons que la prime se réduira avec le recul des risques macro-économiques.

Les valeurs cycliques à la traîne bénéficieront de l'appréciation du dollar US

Conformément au consensus sur les estimations, nous pensons que le dollar US s'appréciera par rapport à un certain nombre de devises. Tout particulièrement, nous pensons que le dollar US s'appréciera considérablement par rapport au real brésilien (BRL) et à la couronne suédoise (SEK). Ceci a des implications potentielles pour les sociétés dans lesquelles nous investissons même si les fonds sont couverts automatiquement contre les expositions aux risques de change. Un exemple est la société Marfrig, au Brésil. Marfrig transforme du bœuf, du porc, de l'agneau et de la volaille. Cette société produit également des légumes congelés, des viandes et poissons en conserve, des plats préparés et des pâtes. Marfrig exerce son

activité en Amérique du Sud, aux Etats-Unis, en Europe et en Asie. Les coûts de Marfrig sont principalement en real brésilien alors que les résultats sont en dollar US. Nous anticipons une demande forte pour les produits Marfrig en 2014 grâce, peut-être, à un affaiblissement du BRL. Un BRL plus faible devrait également améliorer les marges de Marfrig. La note B a été attribuée à l'obligation Marfrig 11,25 % 2021 par les principales agences de notation. L'action s'échange actuellement autour de 97, avec un rendement d'environ 12 %. Nous pensons que cette obligation est vraiment très intéressante.

Prévisions de défaillances en 2014

Toutes les conditions sont réunies pour que la période de ces quatre dernières années, caractérisée par un faible niveau de défaillances, se prolonge. Etant donné notre opinion constructive sur les fondamentaux pour les classes d'actifs à haut rendement, nous anticipons un taux de défaillance de 2 % pour les obligations à haut rendement d'ici à 2015, ce qui reste considérablement bien en dessous de la moyenne à long terme de 4 %. Nous pensons que, selon les attentes actuelles des marchés, le temps est pratiquement arrivé pour la Fed d'envisager une première hausse des taux d'intérêt. Des taux faibles entre aujourd'hui et cette date devraient maintenir une demande forte pour les obligations à haut rendement, un accès très facile aux capitaux et permettre d'éloigner le spectre d'une récession (le facteur déterminant du point de retournement du cycle des défaillances).

Les taux de défaillance mondiaux resteront autour de 2 %, grâce à une croissance plus élevée, à une volatilité toujours faible et au comportement préventif des entreprises au cours des dernières années en termes de refinancement de la dette à court terme. (Elles ont tiré parti du scénario de taux d'intérêt bas pour acheter via les marchés obligataires à un coup moindre et/ou des titres à échéance plus longue.)

L'accent mis par les sociétés sur l'amélioration de la liquidité et la prolongation des dates de maturité de leurs obligations signifie que seulement 149 Mds\$ d'obligations à haut

rendement et de prêts arriveront à échéance entre maintenant et le début de l'année 2016. Au mois de juin dernier, les marchés envisageaient un soi-disant « mur des maturités » de 412 Mds\$! Mais cette menace sur la stabilité qui planait sur les marchés s'est maintenant estompée. Une autre approche consiste à contrôler la part des obligations ayant une durée restante maximum de trois ans avant leur date de maturité par rapport au montant total restant dû. Le tableau ci-dessous illustre de quelle manière la dette à court terme, par rapport à la dette totale, a baissé rapidement au cours des dernières années.

| | Horizon de temps -2 ans- en % de la dette restant à rembourser | Montant dû en Mds USD | Horizon de temps - 3 ans - en % de la dette restant à rembourser | Montant dû en Mds USD |
|-------|--|--------------------------|--|-----------------------------|
| T4 13 | 7,2 % | 103 | 13,3 % | 187 |
| T4 12 | 7,3 % | 93 | 15,9 % | 201 |
| T4 11 | 7,5 % | 89 | 14,6 % | 173 |
| T4 10 | 9,2 % | 103 | 16,1 % | 180 |
| T4 9 | 11,9 % | 98 | 21,8 % | 170 |

Source = Markit

Pour résumer, nous pensons que cette classe d'actifs va continuer à jouer un rôle extrêmement utile dans les portefeuilles équilibrés au cours de l'année 2014.

Nous pensons que les investisseurs seront récompensés pour leur prise de risque de liquidité et que les valeurs cycliques se révéleront être un bon investissement lorsque la reprise sera bien enclenchée.

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

Klaus Blaabjerg
Chief Portfolio Manager
8 janvier 2014

Chiffres clés des fonds Sparinvest Value Bonds

| Chiffres clés des fonds Sparinvest Value Bonds | High Yield Value Bonds | Emerging Mkts Value Bonds | Corporate Value Bonds | Investment Grade Bonds |
|--|------------------------|---------------------------|-----------------------|------------------------|
| Rendement à maturité | 11,05% | 8,17% | 5,48% | 4,63% |
| Duration | 3,2 | 3,45 | 3,86 | 4,18 |
| Ratio moyen endettement net/fonds propres | 105,12% | 71,7% | 103,99% | 47,63% |
| Couverture moyenne des intérêts | 3,49x | 6,82x | 5,99x | 17,39x |
| Ratio moyen cours/ valeur comptable | 0,9x | 1,39x | 2,09x | 3,41x |
| Activité de défaillance sur l'année en cours | 0,25% | 1,32% | 0,1% | 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 Unies 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.

