



## Titres

- La reprise lente se poursuit
- Des opportunités dictées par les taux d'intérêt dans l'univers américain du haut rendement
- Deux opportunités de dépasser le marché
- Défauts et déflation
- L'avantage des titres absents de l'indice
- Une équipe qui s'élargit

### 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

Des informations détaillées sont disponibles à l'adresse [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu).

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

## Obligations « Value »

Cher investisseur,

### La reprise lente se poursuit

Il ne fait aucun doute que les marchés émergents et la Chine ont été les principaux facteurs de risque macroéconomique au premier trimestre. De plus, les intempéries constatées aux Etats-Unis ont assez fortement pesé sur l'activité économique américaine, plombant les données publiées. Cependant, nous anticipons une embellie des chiffres outre-Atlantique à mesure que la météo s'améliore.

Parallèlement, de récents signes encourageants de changement de la dynamique des marchés financiers émergents sont apparus, révélant une stabilité accrue. Citons à ce titre l'impressionnante performance du marché boursier brésilien, qui a gagné quelque 5 % cette année en données en EUR, contre des évolutions relativement faible pour le S&P 500 à 0,04 % et négative pour le FTSE à -1 %.

Dans l'ensemble, l'économie européenne s'est assez bien comportée depuis l'année dernière. Ainsi nous semble-t-il que la reprise se poursuit, dictée par le rythme lent et incessant de la Fed. L'Ukraine - ou peut-être devrions-nous dire la Russie - est l'élément imprévisible qui continue de représenter un risque politique non quantifiable. Dans l'ensemble, nous sommes toutefois d'avis que les risques économiques mondiaux reculent progressivement.

## Des opportunités dictées par les taux d'intérêt dans l'univers américain du haut rendement

Notons un phénomène intéressant survenu depuis notre dernière lettre : nous avons doublé l'exposition de notre fonds à haut rendement aux Etats-Unis en investissant dans les obligations extrêmement bon marché d'une société de fret de qualité. Les titres s'accompagnaient d'une caution sous la forme d'un prêt hypothécaire sur les navires - exactement le type d'adossement à des actifs que nous recherchons. Sous l'angle de l'évaluation relative, le haut rendement américain semble désormais meilleur marché que le haut rendement européen (à l'exception non négligeable des financières, qui restent bien meilleur marché et bien plus attrayantes qu'en Europe). Ce changement a été dicté par les prévisions de fluctuations des taux d'intérêt. Alors que Janet Yellen, pour le compte de la Fed, affirmait que les taux d'intérêt américains ne pourraient pas rester faibles à l'infini, les banques centrales européennes ont non seulement annoncé que le taux sans risque était peu susceptible d'augmenter en Europe dans un avenir proche, mais elles pourraient aussi chercher à assouplir plus encore leur politique monétaire afin d'affaiblir l'EUR.

La différence entre les deux régions est donc prononcée, ce qui n'est pas sans retombées sur le marché du haut rendement, les investisseurs étant maintenant plus à l'aise face au risque de taux d'intérêt lié au haut rendement européen que face à celui de son équivalent américain. En tant qu'investisseurs « Value », nous sommes cependant en quête d'opportunités d'achat de titres américains à haut rendement étant donné la volatilité des taux, car nous identifions beaucoup d'attraits potentiels sur le marché, surtout parmi les obligations de petites capitalisations bien gérées.

## Deux opportunités de dépasser le marché

Nous identifions actuellement deux opportunités principales de dépasser le marché. L'une est liée aux financières européennes qui suivent toujours un processus de désendettement et d'assainissement de leurs bilans. Et l'autre est liée

aux petites capitalisations absentes des indices de référence par l'intermédiaire desquelles nous sommes exposés à l'énergie.

Fort de ces convictions, nous avons une fois de plus relevé notre exposition aux financières européennes au moyen de nouvelles obligations émises par les banques. Nous n'avons aucune raison de craindre que les banques ne réussissent pas les « tests de résistance » réglementaires car leurs fonds propres sous-jacents s'inscrivent maintenant à des niveaux très intéressants. En effet, nous sommes très reconnaissants aux autorités de réglementation de déployer de tels efforts au profit des investisseurs obligataires dont elles protègent les intérêts en forçant les banques à constituer des fonds tampon et à réduire leur effet de levier. C'est précisément ce phénomène qui fait des financières les meilleurs actifs de l'univers des obligations d'entreprises à l'heure actuelle.

Dans les autres secteurs, les sociétés commencent à se concentrer sur la valeur aux actionnaires, se montrant très désireuses de distribuer des dividendes importants ou de racheter un grand nombre de leurs actions. De telles tendances sont dangereuses pour les investisseurs dans le crédit... et demeurent complètement étrangères aux financières. L'association de réglementations qui forcent les banques à réduire leur endettement et à consolider leurs ratios de fonds propres et du fait que les pertes subies par les banques diminueront à mesure que l'économie européenne se redresse, nous incite à prévoir une surperformance ininterrompue du secteur, bien que dans une mesure moins soutenue que par le passé. Par exemple, à l'heure actuelle, la plus grosse position de notre fonds est Barclays, dont le rendement est aujourd'hui de 6,9 %, mais qui devrait continuer de diminuer. En attendant, nous collectons les paiements de coupons. Le titre est donc très intéressant du point de vue des performances.

Nous continuons de favoriser le secteur de l'énergie en tant que meilleure couverture contre le risque géopolitique. Lorsque de tels risques se concrétisent, ils sont généralement accompagnés par une envolée du prix du pétrole. Quiconque craint que la Russie ne mette le monde en danger en revendiquant la Crimée doit donc logiquement s'exposer au pétrole. A plus long terme, nous admettons que le gaz de schiste présente un risque pour le pétrole mais en tant qu'investisseurs

obligataires, notre exposition à l'or noir est assortie d'une durée limitée, c'est-à-dire d'une échéance généralement de 3 à 5 ans, et nous sommes quasiment convaincus que le monde aura besoin de pétrole à cet horizon.

D'un point de vue « bottom-up », les financières sont meilleur marché en Europe et l'énergie est moins chère dans la mer du Nord, ce qui explique notre allocation et notre exposition encore relativement faible aux Etats-Unis.

## Défauts et déflation

Nous pensons que le niveau de défaut mondial dans le haut rendement restera inférieur à la moyenne à 2-3 % au cours des deux prochaines années car les perspectives de croissance sont positives et les sociétés ont profité des périodes fastes pour se refinancer, c'est-à-dire qu'il n'existe pas de « mur des échéances » imminent. De plus, après tous les efforts déployés pour guérir l'économie, nous ne prévoyons pas d'éclatement de bulle dû à des hausses soudaines des taux d'intérêt. Enfin, le nombre de titres notés CCC ne s'envole toujours pas en pourcentage du marché total du haut rendement, ce qui est la preuve d'une qualité élevée.

Les rumeurs de déflation potentielle en Europe vont bon train. Selon nous, un tel scénario nécessiterait une intervention de la BCE qui profiterait aux marchés financiers en réduisant davantage les écarts (« spreads ») des banques et en rendant le marché européen du crédit encore plus tendu. A court terme, un tel phénomène profiterait aux « spreads ». Les investisseurs seraient forcés d'investir plus dans les produits de crédit en raison de l'absence de rendements au niveau des emprunts d'Etat. Le Japon est la parfaite illustration de ce qu'il se passe lorsqu'aucune solution n'est apportée au problème déflationniste. Pendant de longues années, les Japonais ont refusé d'adopter les réformes dont leur économie avait besoin. C'est le simple fait que les Etats-Unis et l'Europe aient agi autrement et essuyé des pertes qui leur a permis de se redresser rapidement. En bref, nous ne craignons pas la déflation au titre de ce marché.

## L'avantage des titres absents de l'indice

Comme il était mentionné dans notre dernière lettre, nous restons attirés par la prime de liquidité constatée sur les marchés. En cas de volatilité des prix causée par une absence de liquidité, nous ne pensons pas être dans l'« œil du cyclone ». Notre exposition à des titres principalement absents de l'indice de référence nous protégera contre toute « fuite vers la sortie » bien plus susceptible d'affecter les ETF et les fonds qui répliquent plus l'exposition à l'indice de référence que le nôtre.

Un indicateur de la manière active dont nous gérons notre fonds et de ses différences profondes par rapport à l'indice de référence est que nous avons un score élevé de part active de 80, ce qui signifie que nous ne répliquons qu'environ 20 % des composantes de l'indice de référence au sein de notre fonds High Yield. Le reste de notre exposition résulte d'une sélection méticuleuse des obligations dans des segments ignorés par le reste du marché tels que les petites capitalisations faisant l'objet d'analyses limitées.

C'est notre savoir-faire dans ce domaine qui nous permet de prévoir un rendement de 7-8 % pour notre fonds Sparinvest High Yield Value Bonds en 2014.

Pour obtenir des nouvelles spécifiques à notre Emerging Markets Corporate Value Bonds, vous pouvez consulter le dernier commentaire de marché de notre cogérant de fonds, Toke Hjortshøj, disponible sur notre site Internet.

## Une équipe qui s'élargit

Ces dernières années, le profil de risque/rendement des obligations d'entreprises en général et le succès de notre stratégie Value Bonds en particulier se sont traduits par une augmentation considérable des actifs sous gestion de Sparinvest, notamment dans la gamme de fonds à échéance fixe que nous avons lancée ces dernières années. Pour cette raison, nous avons cherché à agrandir notre équipe Value Bonds. J'ai le plaisir de vous annoncer que nous accueillerons bientôt deux nouveaux analystes obligataires.

Anders Kjær Glibstrub nous a déjà rejoint de l'Université de Copenhague, où il finit son

*Master's Degree* en mathématiques et économie. Sa thèse portait sur le sujet des « Parier contre le bêta ».

En juin, Anders Christensen rejoindra également l'équipe. Anders travaille déjà chez Sparinvest au sein de notre Secrétariat d'Investissement. Il possède un *Master's Degree* de la Copenhagen Business School et a réussi le premier niveau du CFA.

Pour conclure, nous identifions toujours de la valeur parmi le haut rendement mondial et tirons parti de conditions économiques favorables pour profiter du portage.

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

Klaus Blaabjerg  
Chief Portfolio Manager  
10 avril 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	10.32%	8.19%	4.86%	4.57%
Duration	2.99	3.35	3.84	5.60
Ratio moyen endettement net/fonds propres	89.22%	73.30%	102.3%	65.5%
Couverture moyenne des intérêts	4.76x	7.06x	11.04x	12.19x
Ratio moyen cours/ valeur comptable	1.07x	1.44x	1.97x	1.8x
Activité de défaillance sur l'année en cours 2104	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.