



### Titres

- L'économie
- Performances
- Performances relatives
- L'avenir

## Obligations « Value »

### L'économie

Les plans massifs d'incitation fiscale ainsi que le soutien vital apporté par les banques centrales au système financier ont fini par porter leurs fruits. L'économie mondiale est repartie, a décollé de son niveau plancher et la situation actuelle peut désormais être qualifiée d'« eldorado » financier pour les marchés des actions et du crédit. Dans l'ensemble, la croissance est orientée à la hausse et les politiques monétaire et budgétaire sont très souples à l'échelle mondiale. Les économies asiatiques ont été les premières à se redresser et devraient contribuer positivement à la croissance mondiale à l'avenir. Début octobre, le FMI a revu à la hausse ses perspectives de l'économie mondiale : il prévoit maintenant une croissance mondiale de 3,1% en 2010, contre 2,5% seulement annoncé au mois de juillet. Quoi qu'il en soit, le FMI souligne toujours que la crise n'est pas finie, notamment dans les économies occidentales. La tâche ardue qui a été entreprise pour nettoyer le système bancaire n'est pas terminée, mais le processus semble en être à un stade plus avancé aux Etats-Unis.

Le tableau ci-dessous montre les performances réelles des actions et emprunts d'Etat dans les différents contextes économiques ayant suivi les crises financières de l'économie américaine depuis 1925. Le contexte de « croissance et inflation globale faibles » désigne une croissance et une inflation inférieures à la tendance. On constate avec étonnement que le scénario de croissance faible et d'inflation faible est en fait le « meilleur » pour les marchés obligataires en termes de performance.

	Actions	Obligations à long terme	Obligations à court terme
Croissance faible et inflation faible	11,4%	10,1%	2,8%
Croissance élevée et inflation faible	10,6%	5,2%	1,3%
Croissance élevée et inflation élevée	8,2%	-1,2%	-0,9%
Croissance faible et inflation élevée	-1,9%	-5,0%	-1,7%

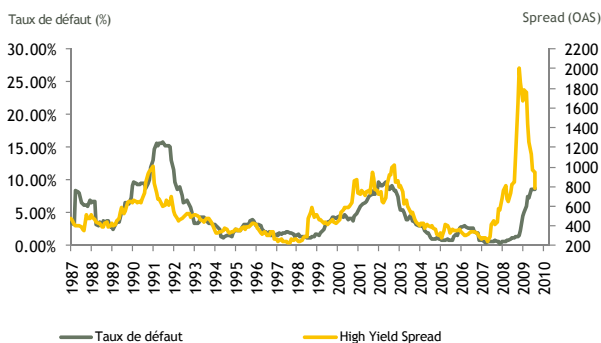
C'est pourquoi le climat financier actuel peut aujourd'hui être qualifié d'« eldorado », même si de nombreuses personnes ne pensent pas que la situation actuelle soit particulièrement favorable.

Une inflation élevée incarne le principal risque pour les marchés financiers. Si l'inflation est maîtrisée, les perspectives des marchés du crédit et des actions resteront positives. En effet, une inflation faible permettra aux banques centrales de maintenir leurs taux d'intérêt à un niveau bas. Les taux d'intérêt à court terme faibles des banques centrales aideront en outre les banques à reconstituer leurs capitaux suite au resserrement du crédit. Ils leur permettent d'emprunter des fonds à un taux faible, puis de les placer sur le marché obligataire afin de bénéficier d'un rendement supérieur. C'est précisément ce qui s'est passé dans le secteur bancaire japonais il y a une vingtaine d'années.

S'agissant de l'inflation, il convient de noter que le taux de chômage poursuit sa hausse dans le monde occidental. Aux Etats-Unis, il devrait franchir le seuil des 10% en 2009. Les perspectives sont presque aussi moroses sur le vieux continent. Un taux de chômage élevé signifie que les salaires ne vont pas venir gonfler l'inflation globale à court terme. Une pression inflationniste pourrait toutefois se manifester dans le secteur des matières premières où le manque d'investissement qui a sévi pendant la crise de resserrement du crédit pourrait créer des problèmes de goulet d'étranglement à l'avenir. Toutes choses étant égales par ailleurs, nous disposons de taux directeurs faibles, ce qui contribuera à soutenir la progression des marchés du crédit et des actions.

## Performances

Les perspectives d'amélioration de la croissance, les injections de liquidités par les banques centrales, la prise de conscience de la nette exagération avec laquelle les marchés du crédit avaient évalué le risque de défaillance pesant sur les entreprises et, enfin, l'abondance de liquidités en coulisse sont autant de facteurs à l'origine de la normalisation des marchés du crédit.



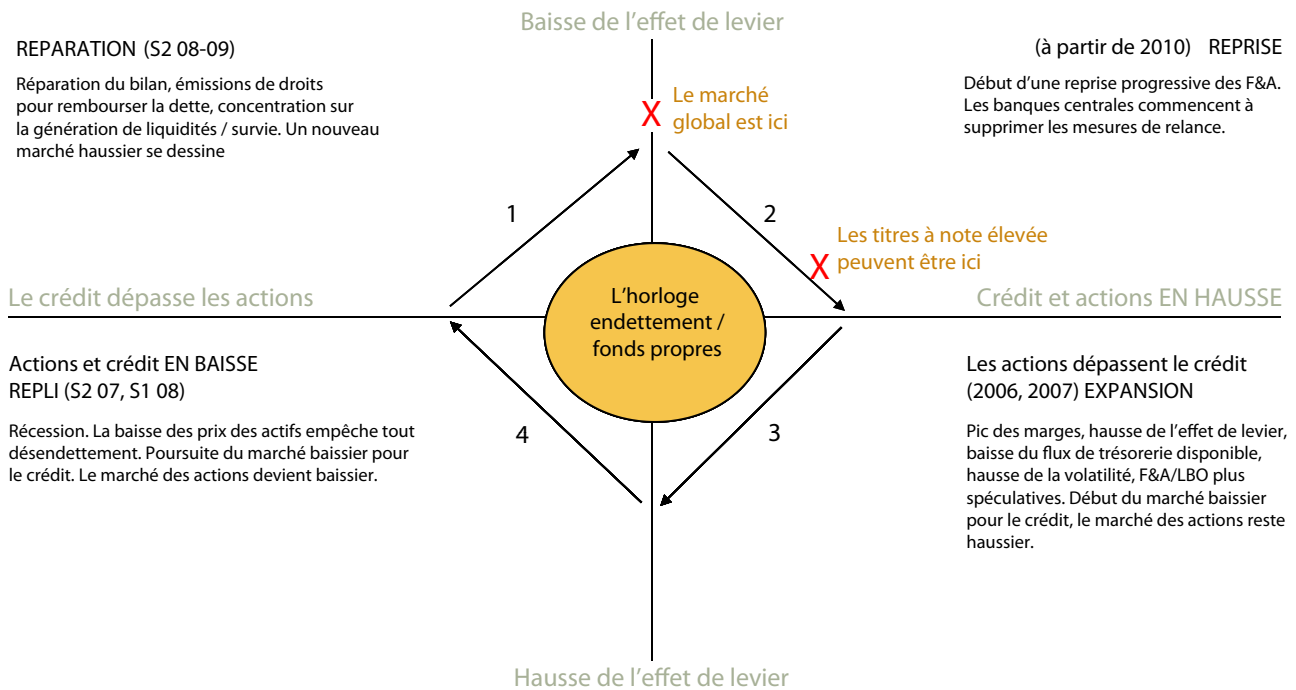
Même si nous avons répété à maintes reprises que les cours des obligations d'entreprises avaient été trop sous-valorisés l'année dernière, nous sommes surpris par le rythme de la normalisation. Dès lors, il est bien naturel que nous réfléchissions à la situation et nous posions les questions suivantes :

*Pourquoi les obligations d'entreprises ont-elles généré des performances aussi élevées ? La performance repose-t-elle sur des facteurs rationnels ou s'agit-il tout simplement d'une nouvelle bulle ? Les obligations à haut rendement sont-elles devenues onéreuses après avoir fait figure de réelles occasions qui ne se représenteront plus jamais ?*

A l'automne 2008, les ventes forcées intervenues dans le sillage de l'effondrement de Lehman Brothers ont laissé les marchés du crédit largement survendus. Lorsque les prix étaient à leur plus bas, le marché avait d'ores et déjà anticipé des taux de défaillance de plus de 20% dans les années à venir. Autrement dit, le point de départ du calcul de la performance 2009 était extraordinairement faible. On ne peut donc en conclure, parce que nous avons été les témoins d'une reprise du crédit en 2009, que les obligations à haut rendement sont devenues chères ou qu'une nouvelle bulle se dessine sur le marché. De plus, nous avons vu un bon nombre de sociétés émettre de nouvelles actions ou procéder à des ventes massives afin de réduire leur endettement. De telles initiatives ont substantiellement réduit le risque de défaillance, ce qui explique également pourquoi les obligations à haut rendement ont surperformé les actions en 2009. Autrement dit, les rendements élevés des obligations à haut rendement reposent sur les fondamentaux et ne peuvent pas s'expliquer par la simple amélioration des conditions de liquidité sur le marché.

En comparaison avec le reste du marché, les obligations à haut rendement semblent aujourd'hui être valorisées correctement en termes de risque de défaillance. Si le marché progressait davantage, on verrait forcément les taux de défaillance baisser davantage. C'est précisément ce à quoi il faut s'attendre en 2010 et 2011 à mesure que l'économie mondiale renoue avec la croissance.

Cependant, tous les titres ne sont pas bon marché. A notre avis, le segment CCC contient maintenant plusieurs exemples d'obligations devenues trop chères compte tenu de la qualité du crédit sous-jacent. Parmi les obligations à note élevée, nous parvenons toujours à en trouver des solides qui rémunèrent bien le risque de défaillance éventuel dans le futur. Par conséquent, il est encore possible de trouver des obligations du segment BB-B offrant des rendements excédentaires de 5-10% par rapport au rendement sans risque. Ces rendements excédentaires ne devraient pas dépasser 2-6%.



*Qu'advient-il des obligations à haut rendement à l'avenir ?*

La réponse dépend des tendances macroéconomiques et de la priorité accordée par les sociétés. Pour ce qui est de l'économie, nous avons des raisons d'être optimistes à court et moyen termes. S'agissant de la priorité des sociétés, la prudence est recommandée aux investisseurs (voir l'illustration ci-dessous du cycle du marché du crédit) à l'égard des entreprises assorties d'une note de crédit élevée, en quête d'entités cible à racheter et/ou dont les actionnaires exercent des pressions visant à stimuler le cours des actions, par le biais de versement de dividendes, etc. De temps à autre, nous voyons des sociétés faire appel aux marchés du crédit pour lever des capitaux dans le but de distribuer des dividendes aux actionnaires et à la direction. Nous n'investissons pas dans ce type d'émissions obligataires. Autrement dit, nous n'accordons pas de prêts à une société juste pour que leur direction se remplisse les poches.

**Performances relatives**

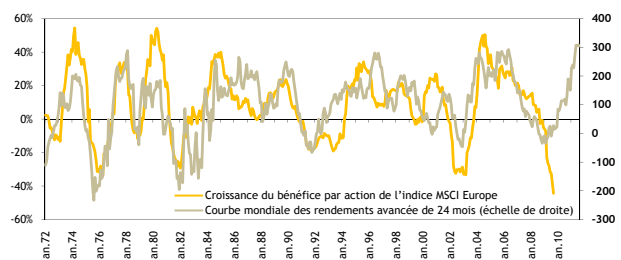
Le fonds s'est bien sorti de la crise et si l'on compare cet exercice aux exercices précédents, l'on constate que la valeur nette d'inventaire n'a jamais été aussi élevée que maintenant, au début du quatrième trimestre. Nous avons été en mesure de réaliser des performances relatives et absolues élevées car le fonds n'a subi aucune défaillance et nombre des sociétés en portefeuille qui étaient fortement survendues - soit parce qu'il s'agissait de petites capitalisations, soit parce qu'elles appartenaient au mauvais secteur - ont désormais retrouvé les faveurs des investisseurs. Dans notre Lettre du premier trimestre, nous avons annoncé que le fonds repartirait lorsque

nous atteindrions le plancher du cycle économique. Nous sommes toutefois déterminés à ne pas nous reposer sur nos lauriers et identifions toujours plusieurs opportunités intéressantes sur le marché. Notre rendement à l'échéance demeure très intéressant, à 12%, aussi bien en termes absolus que relatifs par rapport aux autres catégories d'actifs.

**L'avenir**

Les courbes mondiales des rendements sont très raides. Nous définissons la courbe des rendements comme la différence entre une obligation à 10 ans et le taux d'intérêt à trois mois. Historiquement, les courbes des rendements raides indiquent une croissance solide des bénéfices pour les entreprises, ce qui n'est pas improbable si l'on considère à quel point les sociétés ont dû procéder à des réductions de coûts draconiennes et le rythme de hausse de la demande.

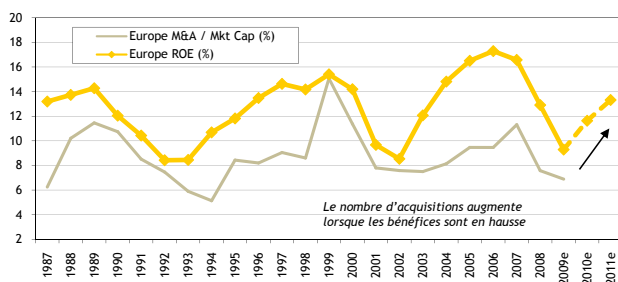
*Une courbe des rendements raide indique une croissance élevée des bénéfices*



Si l'on en croit les observations des vingt dernières années, à mesure que les bénéfices des entreprises augmentent, l'activité de fusions-acquisitions devrait

repartir à la hausse. La réouverture du marché du crédit joue elle aussi en faveur d'une activité accrue. Aujourd'hui, les grandes capitalisations à note de crédit élevée peuvent obtenir un financement à long terme à des taux d'intérêt très faibles sur les marchés du crédit (le rendement sans risque est très bas). Lorsqu'elles ont l'occasion de lever des capitaux à des taux de 4-5%, certaines de ces sociétés peuvent être tentées de procéder à des rachats. Ainsi avons-nous déjà vu Kraft lancer une offre sur Cadbury.

... *Un accroissement de l'activité de fusions-acquisitions dans le sillage de la hausse des bénéfices, qui apporte de l'eau au moulin des investisseurs.*



S'agissant des performances, une augmentation des fusions-acquisitions profitera aux propriétaires de sociétés bon marché, puisqu'elles susciteront probablement le plus d'intérêt. L'anticipation de cette tendance joue en faveur de l'investissement soit en actions « value », soit en obligations à haut rendement. Pour 2010, nous misons sur une performance positive d'environ 10%. Le fonds High Yield Value Bonds restera concentré sur les entreprises jouissant de bilans solides et attachant une importance élevée au désendettement. Nous n'avons pas l'intention d'investir dans les crédits les plus risqués dans le simple but de pouvoir présenter des graphiques de performances séduisants.

**Klaus Blaabjerg**  
Senior Portfolio Manager  
Le 8 octobre 2009

## Equipe Obligations « Value » de Sparinvest



**Klaus Blaabjerg**  
Senior Portfolio Manager



**Sune Højholt Jensen**  
Senior Portfolio Manager



**Toke Hjortshøj**  
Analyst

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 agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds 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 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.