



Value-Bonds

Inhalt

- Kurzer Rückblick auf 2013
- „Carry-friendly“ Umfeld 2014
- Risiken für die Kreditmärkte 2014
- Attraktive Liquiditätsprämien
- Nachzügler bei zyklischen Werten, die von einem stärkeren US-Dollar profitieren
- Prognose zur Entwicklung der Ausfallquoten 2014

Unsere Value Bond-Fonds

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

Detaillierte Informationen finden Sie auf sparinvest.eu

- sparinvest.eu

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger!

Kurzer Rückblick auf das Jahr 2013

Das Jahr der Value Bonds in Zahlen

Fondsname	Fonds*	Index	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%

*Fondsperformance ohne Gebühren

Es war ein Jahr, in dem die Kreditmärkte trotz der Aufregung um die Drosselung der Fed-Anleihekäufe, der Rettung zyprischer Banken in der Eurozone und eines Sommer-Ausverkaufs in den Schwellenländern eine Entwicklung verzeichneten, die den historischen Durchschnittswerten der Anlageklasse so nahe war wie seit einigen Jahren nicht. Die Sparinvest Value Bonds-Fonds schlossen 2013 deutlich über ihren jeweiligen Indizes. Dies ist zurückzuführen auf unsere aktive Verwaltung, Nutzung von Value-Faktoren in kleinen und von der Benchmark unabhängigen Emissionen, Ausfallvermeidung durch unseren Fokus auf Emissionen mit niedriger Beleihungsquote und Kauf von Investment-Grade-Anleihen zu „Panikpreisen“ insbesondere im Laufe des Sommers.

„Carry-friendly“ Umfeld 2014

Wir erwarten, dass 2014 ein „Carry-friendly“ Jahr für die Kreditmärkte wird. Anders gesagt dürften die Zinszahlungen für Unternehmensanleihen weiterhin relativ sicher und höher sein als anderswo. Dies ist durch ein höheres Wachstum in den Industrieländern und eine nach wie vor niedrige Inflation bedingt. Die erwartete Kombination aus Wachstum und Inflation wird für eine weiterhin lockere Geldpolitik sorgen und die anhaltend niedrige Volatilität an den Kredit- und Aktienmärkten stützen. Angesichts der erwarteten niedrigen Volatilität sind wir der Ansicht, dass Unternehmensanleihen - mit erwarteten Renditen für Investment Grade und High Yield auf dem Niveau der aktuellen Erträge - im Vergleich zu Staatsanleihen nach wie vor attraktiv sind.

Mit Anleihekursen, die bezogen auf das Risiko ungefähr dem Zeitwert (Fair Value) entsprechen, dürften die Chancen für 2014 in den folgenden Themen liegen, die relativen Wert bieten:

- Finanztitel aus Industrieländern sind hinsichtlich der verbesserten zugrunde liegenden Bilanzen und des verringerten Kreditrisikos nach wie vor angesagt. Dieser Prozess ist bei den Banken bereits weit fortgeschritten; er muss jedoch, angetrieben vor allem durch regulatorische Änderungen und durch höheres Wachstum in den Industrieländern, weitergeführt werden. Wir denken, dänische Banken werden in dieser Hinsicht unterschätzt. Wir sind der Auffassung, dass die fortlaufende relative Verbesserung der Fundamentaldaten unter den Finanzunternehmen zu einer dauerhaft besseren Entwicklung gegenüber Nicht-Finanzunternehmen führen wird.
- Anleihen kleinerer Unternehmen, deren Emissionen entweder nicht groß oder nicht in Anleiheindizes/Benchmarks enthalten sind, bieten nach wie vor eine gute Chance auf höhere Zinssätze als herkömmliche „Benchmark-Namen“. Dies geht natürlich mit einem Liquiditätsrisiko einher, denn es ist in Zeiten mit starken Verkäufen schwieriger, Käufer für weniger bekannte Anleihen zu finden. Historisch betrachtet konnte Sparinvest jedoch gut mit dieser niedrigeren Liquidität von Small Caps umgehen. Insbesondere finden wir Small Caps aus dem Energiesektor interessant. (Mehr zum Thema Liquidität siehe unten.)
- Bei den Nicht-Finanzunternehmen sehen wir Wert in zyklischen Nachzülern mit niedriger

Verschuldung wie z. B. einige Industriemetall- und Bergbautitel. Gemeinsam ist diesen Unternehmen, dass sie von einem stärkeren US-Dollar profitieren würden, da ihre Betriebskosten auf Währungen lauten, die sich gegenüber dem US-Dollar abschwächen könnten. (Beispiel siehe unten.)

Risiken für die Kreditmärkte 2014

Wir sehen für die Kreditmärkte 2014 folgende drei Risiken:

- Das größte Risiko für die Kreditmärkte ist eine „harte Landung“ in China nach Jahren eines zu schnellen Kreditwachstums. Wir sind der Auffassung, dass die chinesische Regierung sich der Risiken bewusst ist, aber die Folgen einer harten Landung in China könnten für das weltweite Wachstum sehr nachteilig sein und sich negativ auf die Rohstoffnachfrage auswirken.
- **Steigende Zinssätze.** Für viele Anleger stellen steigende Zinssätze den Hauptrisikofaktor an den Kreditmärkten dar. Wir sind nicht ganz dieser Ansicht. In den USA dürfte die quantitative Lockerung enden, da die Konjunkturerholung nun nachhaltig scheint. Aber ein Ende der Lockerungsmaßnahmen bedeutet nicht, dass die Geldpolitik sofort restriktiv wird.

Wir sind der Auffassung, dass die Fed weiter eine sehr akkommodierende Haltung einnehmen wird, solange die **Inflationserwartungen** nicht merklich steigen. Diese Deutung des künftigen Fed-Vorgehens passt bestens zur Ernennung von Janet Yellen als Nachfolgerin von Ben Bernanke (Vorsitzender der US-Notenbank bis 31. Januar 2014). Ein Anstieg der Zinssätze ist in Europa noch ferner als in den USA. Wenn überhaupt sollte die Europäische Zentralbank proaktiver sein, um gegen die mögliche Zersplitterung im europäischen Finanzsystem vorzugehen und einen weiteren Rückgang der europäischen Inflationsrate von derzeit 0,7% zu verhindern. Letztlich gilt, dass die Geldpolitik in den Industrieländern locker bleibt „so weit das Auge reicht“, weil es keinen Grund zu der Annahme gibt, dass die Realwirtschaft angesichts der Überkapazitäten in erheblichem Maße aufgebläht wird. **Sollten** die Zinssätze bei weiterhin niedriger Inflation plötzlich steigen, dann könnte dies unserer Auffassung nach eher

eine gute Kaufgelegenheit darstellen, insbesondere bei US-Unternehmensanleihen. Obwohl uns steigende Zinssätze nicht (zu sehr) beunruhigen, suchen wir dennoch Schutz gegen dieses Risiko durch eine möglichst geringe Duration in den von uns verwalteten Fonds. Im Sparinvest High Yield Value Bonds und dem Emerging Markets Corporate Value Bonds halten wir beträchtliche Positionen in Floatern, d. h. Anleihen, die einen variablen Kupon zahlen, jedoch eine feste Kreditrisikoprämie enthalten. Diese Anleihen werden bei steigenden kurzfristigen Zinssätzen höhere Kupons zahlen.

- **Re-Leveraging der Unternehmen.** Da die Konjunkturerholung in den Industrieländern Fahrt aufnimmt und die Unternehmen zunehmend Vertrauen fassen, können wir davon ausgehen, dass die Unternehmensführungen eine aggressivere Haltung einnehmen werden bei der Jagd nach Gelegenheiten und beim Versuch, die Aktionäre (die nun an zweistellige Renditen gewohnt sind) zufriedenzustellen. Höchstwahrscheinlich wird uns diese Verhaltensweise den „nächsten“ Abschwung an den Kreditmärkten und einen Anstieg der Ausfälle bescheren. Glücklicherweise wird dieser Prozess einige Jahre benötigen. Und Anleger können durchaus viel zur Verringerung dieses Risikos tun, indem sie ihre Anlagen auf Unternehmen konzentrieren, die sich im Schuldenabbau befinden, wie beispielweise Finanztitel.

Attraktive Liquiditätsprämien

In jedem Falle sind die Kreditmärkte weniger liquide als vor der Finanzkrise. Das bedeutet, dass es nun schwieriger ist, Käufer für bestimmte weniger nachgefragte Anleihen zu finden. Wie in der Finanzpresse berichtet wurde, ist dies teilweise durch regulatorische Änderungen bedingt, die den Risikospielraum der Händler eingengt und hierdurch die Liquidität am Markt für Unternehmensanleihen erheblich reduziert haben. Wir stimmen zu, dass die Marktliquidität nach wie vor schlechter als in den Vorkrisenjahren ist.

Wir sehen zwei Hauptfaktoren für diese allgemeine Liquiditätsverschlechterung. Zum einen erzeugt das volatile Risk-on/Risk-off-Handelsumfeld, das in den letzten Jahren herrschte, tendenziell Handelsströme in eine Richtung mit vielen Kunden, die zur selben Zeit kaufen oder verkaufen

möchten. Dieser Andrang erschwert es den Händlern, ohne signifikante Risiken Liquidität bereitzustellen. Die hohe Risikoprämie, die Anleger von Kapitalnehmern aus dem Finanzsektor verlangt haben, erhöhte auch die Kosten der Händler und behinderte sie dabei, Liquidität bereitzustellen.

Zum anderen wurde es durch die regulatorischen Änderungen für die Händler teurer, Anleihen zu halten, während sie auf Käufer warten. Die Daten der wöchentlichen Fed-Befragung von Primärhändlern zeigen einen 40%igen Rückgang der Netto-Händlerpositionen in „Unternehmensschuld-titeln“ gegenüber ihrem Höchststand von 2007 bis April 2013.

Angesichts spärlicher Liquidität ist es keine Überraschung, dass wir ihren „Preis“ für hoch halten. Für den Vergleich zwischen liquiden und illiquiden Anleihen können wir mathematische Modelle nutzen und die „Liquiditätsprämie“ (d. h. die höhere Prämie, die für Anleger verfügbar wäre, die von der liquidesten zu der am wenigsten liquiden Anleihe wechseln möchten, unter der Annahme, dass andere Anleiheigenschaften gleichbleiben) messen. Schätzungen legen nahe, dass die Liquiditätsprämie in den Vorkrisenjahren fast Null betrug und in der Finanzkrise dramatisch anstieg. Von Mitte 2009 bis Ende 2011 bewegte sich die Prämie insgesamt abwärts, bevor sie 2012 wieder stieg, um 2013 meist auf hohem Niveau zu bleiben.

Wir meinen, dass dieses historisch hohe Niveau der Liquiditätsprämie eine Gelegenheit für Anleger bietet, die ein Liquiditätsrisiko eingehen können, um einen zusätzlichen Spread zu erzielen. Die Prämie dürfte bei rückläufigen Makrorisiken schrumpfen.

Nachzügler bei zyklischen Werten, die von einem stärkeren US-Dollar profitieren

Entsprechend der Konsensschätzungen rechnen wir mit einer Aufwertung des US-Dollar gegenüber einigen Währungen. Insbesondere rechnen wir mit einer erheblichen Aufwertung des US-Dollar gegenüber BRL und SEK. Dies hat möglicherweise Auswirkungen für die Unternehmen, in denen wir investieren, obwohl die Fonds offensichtliche Währungsrisiken absichern. Ein Beispiel ist Marfrig

aus Brasilien. Marfrig verarbeitet Rind, Schwein, Lamm und Geflügel und stellt Tiefkühlgemüse, Fleischkonserven, Fisch, Fertiggerichte und Pasta her. Marfrig ist in Südamerika, den USA, Europa und Asien am Markt. Die Kosten von Marfrig lauten vorwiegend auf Brasilianische Real, aber die Gewinne auf US-Dollar. Wir rechnen 2014 mit einer starken Nachfrage nach Marfrig-Produkten, eventuell gestützt von einem schwächeren BRL. Ein schwächerer BRL dürfte auch die Margen von Marfrig verbessern. Die Marfrig-Anleihe 11,25% 2021 wird von den großen Rating-Agenturen mit B eingestuft und derzeit zu einem Kurs von 97 gehandelt. Dies bedeutet eine Rendite von rund 12%. Wir halten sie für eine interessante Anleihe.

Prognose zur Entwicklung der Ausfallquoten 2014

Die Voraussetzungen für eine Fortsetzung der geringen Ausfallquoten der letzten vier Jahre sind gegeben. Angesichts unserer konstruktiven Sicht auf die Fundamentaldaten für das Hochzinssegment rechnen wir bei Hochzinsanleihen mit einer Ausfallquote von 2% bis 2015. Dies wäre nach wie vor erheblich weniger als der langfristige Mittelwert von 4%. Unsere Überlegung besteht darin, dass dies laut aktuellen Markterwartungen in etwa der Zeitraum ist, in dem die Fed vermutlich die erste Anhebung der Zinssätze vornehmen wird. Niedrige Zinsen von nun an bis zu diesem Zeitpunkt dürften die Nachfrage nach Hochzinsprodukten und den Zugang zu Kapital hoch und die Wahrscheinlichkeit einer Rezession niedrig halten (der letzte Bestimmungsfaktor für die Umkehr des Ausfallzyklus).

Die Ausfallquoten werden weltweit bei rund 2% bleiben, gestützt durch ein stärkeres Wachstum, eine weiterhin niedrige Volatilität und **proaktive Maßnahmen der Unternehmen in den letzten Jahren** hinsichtlich der Refinanzierung kurzfristiger Verbindlichkeiten. (Sie haben das Niedrigzinsumfeld genutzt, um an den Anleihemärkten zu geringeren Kosten und/oder für längere Zeit Kapital aufzunehmen.)

Diese Fokussierung der Unternehmen auf eine Verbesserung der Liquidität und eine Aufschiebung

der Fälligkeitstermine ihrer Anleihen führt dazu, dass von jetzt bis Anfang 2016 nur 149 Mrd. USD an Hochzinsanleihen und Krediten fällig werden. Letzten Juni sah sich der Markt einer sog. „Maturity Wall“ von USD 412 Mrd. gegenüber! Aber diese wahrgenommene Bedrohung der Marktstabilität ist nun zurückgegangen. Eine andere Betrachtungsweise besteht darin, das Verhältnis der Anleihen mit maximal 3 Jahren Restlaufzeit zum ausstehenden Gesamtbetrag zu prüfen. Aus nachfolgender Tabelle geht hervor, dass der Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten in den letzten Jahren rasch gesunken ist.

	2J. Restlaufzeit %-Anteil Fälligkeit	Fälliger Betrag Mrd. USD	3 J. Restlaufzeit %-Anteil an Fälligkeit	Fälliger Betrag Mrd. USD
4.Q.13	7,2%	103	13,3%	187
4.Q.12	7,3%	93	15,9%	201
4.Q.11	7,5%	89	14,6%	173
4.Q.10	9,2%	103	16,1%	180
4.Q.09	11,9%	98	21,8%	170

Quelle = Markt

Zusammenfassend erwarten wir, dass diese Anlageklasse für gemischte Portfolios im Jahr 2014 weiterhin sehr wertvoll sein wird.

Wir rechnen damit, dass Anleger für das Liquiditätsrisiko belohnt werden, und vertrauen auf zyklische Werte, da die Erholung bereits Fuß gefasst hat.

Mit freundlichen Grüßen

Klaus Blaabjerg
Leitender Portfoliomanager
8. Januar 2014

Die wichtigen Kennzahlen der Sparinvest Value Bond-Fonds

Die wichtigen Kennzahlen der Sparinvest Value Bond-Fonds	High Yield Value Bonds	Emerging Mkts Value Bonds	Corporate Value Bonds	Investment Grade Value Bonds
Endfälligkeitsrendite	11,05%	8,17%	5,48%	4,63%
Duration	3,2	3,45	3,86	4,18
Durchschnittliche Nettoverschuldung im Vergleich zum Eigenkapital	105,12%	71,7%	103,99%	47,63%
Durchschnittliche Zinsdeckung	3,49x	6,82x	5,99x	17,39x
Durchschnittliches Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,9x	1,39x	2,09x	3,41x
Durchschnittliche Ausfall-Quote	0,25%	1,32%	0,1%	0%

Sparinvest Value Bonds-Team



v.l.n.r.:

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

Sparinvest hat die Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN PRI) unterzeichnet und ist Mitglied von Eurosif und Dansif.

Die UN PRI basieren auf sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment, die auf Initiative einer internationalen Anlegergruppe entwickelt und von der UN protegiert wurden. Das Ziel ist, Investoren dabei zu unterstützen, Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance bezogene Themen aktiv bei ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Signatory of:



Die angegebenen Fonds sind Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Für weitere Informationen verweisen wir auf den Verkaufsprospekt, die „Wesentlichen Informationen für Anleger“ sowie den aktuellen Jahresbericht bzw. Halbjahresbericht des Sparinvest SICAV, die ebenso wie die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung des Fonds bei den Niederlassungen von Sparinvest oder bei den ernannten Vertriebsstellen angefordert werden können. Anlagen werden nur auf der Grundlage dieser Dokumente getätigt. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Die angegebene Performance wird als Verhältnis von Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert in der Basiswährung des Fonds ohne Berücksichtigung von Zeichnungsgebühren berechnet. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: RBC Investor Services Bank S.A., Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Veröffentlicht von Sparinvest, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg.