



Informationen für Anleger – Value Bonds

4. Quartal 2014

Value Bonds 2014 – schwierig für High-Yield-Papiere, aber kompetent für Investment Grade-Titel

2014 wurde ein schwieriges Jahr für die Value Bonds-Strategie von Sparinvest. Makroökonomische Ungewissheiten und zunehmende geopolitische Risiken erzeugten im 3. und 4. Quartal ein hohes Maß an Volatilität an den internationalen Finanzmärkten. Dies war auch für zahlreiche Strategien mit erheblicher Volatilität verbunden und führte zu einer enttäuschenden Performance.

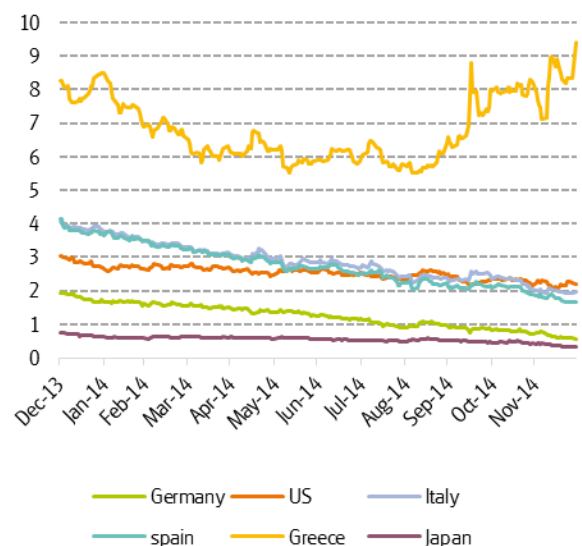
Spannungen an den europäischen Finanzmärkten. Als der politische Drang zu weiteren (unpopulären) Haushaltsreformen in ganz Europa nachließ, fiel der EZB die Aufgabe zu, das Wachstum anzukurbeln. EZB-Chef Draghi kündigte nach der Veröffentlichung weiterer schwacher Wirtschaftsdaten an, dass die EZB Ende 2014 eine quantitative Lockerung einleiten werde.

Märkte

Die bedeutenden weltweiten Volkswirtschaften drifteten ab Anfang 2014 auseinander, und dieser Trend setzte sich im weiteren Jahresverlauf fort. Das Wirtschaftswachstum in den USA erwies sich als robust und schlug sich – als das Wachstum Nachhaltigkeit erkennen ließ – unter anderem in einer niedrigeren Arbeitslosenquote nieder. Die US-Notenbank stellte im August ihr Programm der quantitativen Lockerung (QE) ein und ließ gleichzeitig verlauten, dass sie ab Anfang bis Mitte 2015 damit beginnen werde, ihre Zinsen zu normalisieren. Dies führte zu einer beachtlichen Stärkung des USD sowie zu höheren kurzfristigen und niedrigeren langfristigen Zinsen auf amerikanische Staatsanleihen, einem so genannten „Bull Flattening“.

In Europa war das Wirtschaftswachstum weiterhin enttäuschend, und die Ukraine-Krise und die darauf folgenden Sanktionen gegen Russland trugen nicht gerade zu einer Verbesserung der Stimmung bei. Der EUR gab nach, die europäischen Aktienmärkte verzeichneten eine Underperformance, und die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen fiel auf 0,50 %, ein Anzeichen für

Weltweite Renditen – Staatsanleihen



Doch der Zeitplan der Lockerungsmaßnahmen der EZB geriet ein wenig aus der Bahn, als eine neue politische Krise in Griechenland ausbrach und für Ende Januar 2015 Parlamentswahlen angesetzt wurden. Laut Umfragen haben

EU-feindliche Parteien gute Chancen auf erheblichen Zuspruch bei den Wählern, und das Risiko eines Austritts Griechenlands aus der EU ist deutlich gestiegen. Die politische Krise in Griechenland wird sowohl den Zeitplan als auch den Umfang der ersten quantitativen Lockerung der EZB beeinträchtigen, und es besteht eine gewisse Gefahr, dass es irgendwann im 1. Quartal 2015 zu verwässerten oder ineffizienten QE-Maßnahmen kommen wird, von denen die Märkte ein wenig enttäuscht sein könnten.

Die Volatilität der Rohstoffpreise hielt 2014 weiter an, und im Spätsommer kam es zu einem massiven Einbruch der Ölpreise. Diese Entwicklung eskalierte im 4. Quartal, als die OPEC sich weigerte, die Produktion zu drosseln, sodass die Ölpreise auf ein 5-Jahres-Tief fielen. Auch andere Rohstoffpreise schlossen das Jahr mit mehrjährigen Tiefständen. Besonders betroffen waren Eisenerz, Kupfer sowie Agrarrohstoffe, wobei der Preis für Eisenerz in den vergangenen zwei Jahren um über 60 % fiel.

Auf die meisten Schwellenländer hatten die niedrigeren Rohstoffpreise einen negativen Einfluss, und (unter anderem) in Russland und Brasilien scheint eine Rezession unausweichlich. Die chinesische Wirtschaft sorgt weiter für Enttäuschung, da das Land mit dem Wandel von einer reinen Fertigungs- und Exportorientierung zu einer ausgewogeneren Volkswirtschaft zu kämpfen hat. Volkswirtschaften wie Indien und Indonesien, die Nettoimporteure sind, vor allem von Öl, dürften von den niedrigeren Rohstoffpreisen profitieren.

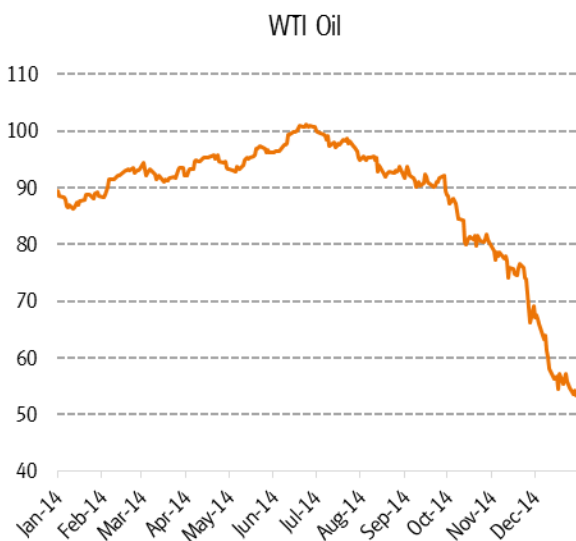


Hochzinsstrategien (offene sowie Laufzeitstrategien)

Der offene High Yield-Fonds lieferte 2014 in Euro ein enttäuschendes Ergebnis von -14,4 %. Hohe Sektorallokationen in Bergbau (20 %) und Energie (40 %), die seit 2012 bestanden, steuerten Verluste von 11 % bzw. 8 % bei.

Die Ölpreise hielten sich über die ersten 6 Monate von 2014 stabil bei USD 105-110/bbl für Brent-Öl. Doch die Erwartung einer Produktionssteigerung in Verbindung mit den Aussichten auf eine nachlassende Nachfrage nach Öl ließ die Preise im 3. und 4. Quartal fallen. Auf der OPEC-Konferenz im November waren die Ölpreise auf rund USD 72/bbl gefallen. Die Entscheidung des Ölkartells, die Produktion unverändert zu lassen, löste einen weiteren Abverkauf aus. Die Ölpreise fielen anschließend um etwa 30 % und schlossen das Jahr bei USD 57/bbl für Brent-Öl.

Die Anzahl notleidender Kredite oder Ausfälle stieg im 4. Quartal 2014 nur geringfügig, aber der drastische Rückgang der Preise für Öl und andere Rohstoffe führte in Verbindung mit zunehmender Illiquidität auf dem Sekundärmarkt dazu, dass eine Reihe von Anlagen zum Jahresende auf einem nahezu notleidenden Niveau gehandelt wurden. Die Liquidität auf dem Sekundärmarkt für Unternehmensanleihen ist verfallen, und die Marktbedingungen ähneln nun auf unheimliche Weise denen von 2008.



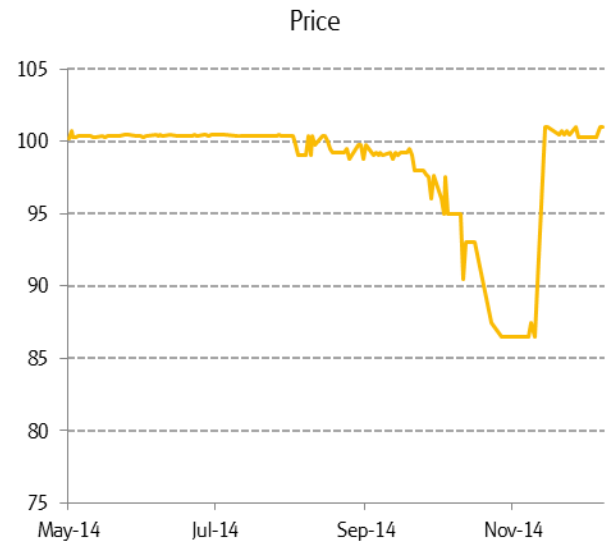
Nachdem Neuemissionen von Hochzinsanleihen zunächst in Rekordmengen sprudelten, versiegten sie im 4. Quartal fast völlig.

Nach einer enttäuschenden Performance im Jahr 2014, in dem die High Yield Value Bonds-Strategie von Sparinvest auf die Probe gestellt wurde und auf kurze Sicht zu wünschen übrig ließ, sollten Anleger jedoch wissen, dass es verschiedene Faktoren gibt, die auf ein erhebliches Aufwärtspotenzial des Fonds hindeuten.

Unter dem Gesichtspunkt der Allokation gibt es keine Anlagen in US-Schiefergas, ein Marktsegment, in dem wir im 1. Halbjahr 2015 mit einem sprunghaften Anstieg der Ausfälle rechnen. Zudem lag das Augenmerk Ende des 3. und Anfang des 4. Quartals auf der Schaffung von mehr Ausgewogenheit im Portfolio, sodass ein größerer Anteil auf Sektoren verlagert wurde, denen niedrigere Preise für Rohstoffe allgemein und insbesondere für Öl zugutekommen werden. Diese Neugewichtung des Portfolios in Richtung weniger zyklischer Sektoren wurde mithilfe von Erträgen aus Kupons und fälligen Anleihen vorgenommen.

Die Strategie weist immer noch ein bedeutendes Engagement im Energiesektor auf, und die Ende 2014 verzeichneten Verluste waren eher durch Marktbewertungen bedingt als durch wesentliche Veränderungen der zugrundeliegenden Kreditqualität. Darüber hinaus besteht das Energie-Engagement vorwiegend aus kürzer laufenden Anleihen, die in geringerem Maße dem Refinanzierungsrisiko ausgesetzt sind als länger laufende Papiere.

Es sei zudem darauf hingewiesen, dass der drastische Ölpreisrückgang einige Unternehmen zu Übernahmezwecken gemacht hat. Große Ölgesellschaften haben ihre überschüssigen Barmittel 2014 in erster Linie in Rückkäufe eigener Aktien gesteckt, statt in die Produktion zu investieren. Etwa 30 % der bedeutenden Aktienrückkäufe durch Unternehmen des S&P 500 erfolgten 2014 im Energiesektor. Zunehmende Akquisitionen und Fusionen im Energiesektor können eine starke Triebkraft für Alpha sein, da die High Yield Value Bonds-Strategie in Anleihen anlegt, die von kleineren Energieunternehmen begeben werden. Die Auflagen dieser Anleihen ermöglichen einem Anleihehaber in der Regel, die Anleihe zu einem Kurs von 101 zurückzugeben, wenn das Unternehmen unter eine andere Kontrolle kommt. Ein Beispiel hierfür enthält die folgende Grafik, in der die Kursentwicklung der Anleihe einer Ölgesellschaft, die wir im Bestand haben, dargestellt ist.



Wenn die EZB letztendlich einen aggressiven Plan der quantitativen Lockerung umsetzt, wird dies zu einer weiteren Verengung der Kreditspreads führen. Und auch, wenn die EZB keine Hochzinsanleihen kaufen wird, werden ihre Käufe anderer Vermögenswerte Anleger im Kreditspektrum in Richtung Hochzinsanleihen drängen.

Die Short Duration High Yield Value Bonds-Strategien wurden von den oben beschriebenen Risikofaktoren ebenfalls ein wenig in Mitleidenschaft gezogen, doch bei Ihnen wurden die kleineren Verluste aufgrund von Marktbewertungen (insbesondere im 4. Quartal) in stärkerem Maße durch den verdienten Carry kompensiert. Angesichts der Spannungen an den Finanzmärkten war die Performance dieser Strategien eigentlich zufriedenstellend und dürfte 2015 aufgrund einiger der oben beschriebenen Faktoren überdurchschnittlich ausfallen. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass die SD-2018-Strategie nicht dieselbe sektorielle oder geografische Allokation hat oder haben wird wie die anderen High Yield Value Bonds-Strategien, und bei dieser Strategie ist mit einer geringeren Volatilität zu rechnen.

Emerging Market Corporates (EMCORP)

Auch die EMCORP-Strategie verzeichnete 2014 mit einem Verlust von 6,4 % in Euro eine enttäuschende Performance. Umfangreiche Sektorallokationen in Bergbau und Energie sowie Engagements in Volkswirtschaften mit starker Abhängigkeit von rohstoffbezogenen Exporten wie Russland,

Mexiko und Brasilien hatten einen negativen Einfluss auf die Erträge des Portfolios, insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2014. Viele Schwellenländerwährungen gaben im Jahresverlauf weiter massiv nach und setzten die lokale Zahlungsbilanz und die Außenbeiträge unter Druck. Demzufolge haben sich die wirtschaftlichen Aussichten vieler Schwellenländer für 2015 massiv verändert, und Länder wie die Ukraine und Venezuela wurden zu Kandidaten für Wirtschaftshilfen, beispielsweise durch den IWF. Wirtschaftliche Unterstützung durch den IWF und andere Organisationen ist in der Regel mit harten Bedingungen verknüpft, die die Nehmerländer einige Jahre lang erfüllen müssen, was die Asienkrise Ende der 1990er Jahre gezeigt hat.

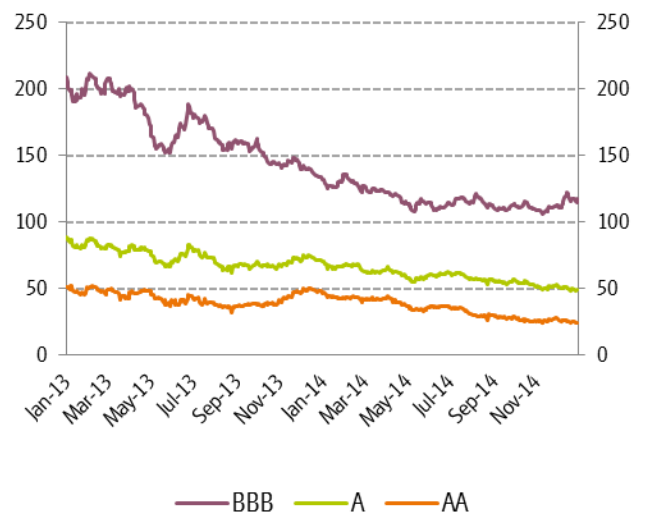
Die dramatischen Entwicklungen von Rohstoffpreisen und lokalen Währungen hatten ähnlich dramatische Auswirkungen auf die Bilanzen vieler Unternehmen der Schwellenländer. Unter diesem Gesichtspunkt hat das Value Bonds-Team diese Unternehmen sorgfältig analysiert, um Risikokonzentrationen durch indirekte Engagements zu vermeiden. Demgemäß wurden bereits einige Veränderungen an den sektoriellen und geografischen Allokationen vorgenommen, die in den ersten Monaten 2015 fortgesetzt werden. Die Allokation in Finanzwerten der Schwellenländer wird auf einem unbedeutenden Niveau bleiben, da immer noch schwierige Zeiten bevorstehen, insbesondere für Banken mit starkem Engagement in den Schwellenländern (und in Rohstoffen). Weiterhin wurden die Engagements im Energie- und im Grundstoffsektor reduziert. In Ländern wie Indien und Indonesien, in denen Emittenten von Unternehmensanleihen von niedrigeren Rohstoffpreisen sowie von fiskalischen und politischen Reformen profitieren dürften, wurden die Allokationen bereits erhöht, was auch weiterhin geschehen wird.

Gegen Ende 2014 geriet ein großer chinesischer Emittent von Unternehmensanleihen, der Immobilienentwickler Kaisa, mit der Rückzahlung seiner auf USA lautenden Anleihen in Verzug (Soft Default), was Schockwellen auf den asiatischen Aktienmärkten auslöste. Die Fonds von Sparinvest haben keine Position in diesem Emittenten, aber einige asiatische Anlagen wurden hierdurch in Mitleidenschaft gezogen. Das Value Bonds-Team lässt bei der Allokation in chinesischen Unternehmensanleihen weiterhin große Vorsicht walten, und Engagements in Finanzwerten oder Emittenten aus dem Immobilienumfeld sind für 2015 unwahrscheinlich.

Investment Grade-Strategie

Ein Anleger mit Allokationen in der Anlageklasse Investment Grade konnte sich 2014 in der Regel einer kompetenten Performance erfreuen. Die meisten Benchmarks erzielten 6-8 % über das Jahr, und die Rendite unserer Strategie lag in Euro bei 8,8 %. Doch die Renditen waren weitgehend bedeutenden Rückgängen langfristiger Zinssätze geschuldet und weniger einer Verengung der Spreads. Unternehmen mit Investment Grade-Ratings haben leistungsfähige Finanzabteilungen, die sich bemüht haben, in einem sehr freundlichen Zinsumfeld die Finanzierungsmöglichkeiten zu optimieren. IG-Emissionen bestanden in erster Linie aus lang laufenden Anleihen, und große Konzerne wie Apple, Pfizer und VW begaben Anleihen mit Laufzeiten von über 30 Jahren. Die Folge ist, dass die meisten IG-Benchmarks nun erhebliche Durationskomponenten von 6 Jahren oder mehr haben und damit ein nicht unerhebliches Zinsrisiko tragen.

Das Value Bonds-Team von Sparinvest hat in diesem Segment von Unternehmensanleihen erfolgreich seine einzigartige Bottom-up-Anlagestrategie umgesetzt und konnte 2014 ein zufriedenstellendes Alpha generieren, indem es sich vorwiegend in „übersehenen“ IG-Anleihen sowie in Relative-Value-Trades im Universum der Schuldtitel des Finanzsektors engagierte. Erwähnenswert ist auch, dass die IG-Strategie von Sparinvest zwar eine geringere Zinsduration hatte, dass die verdiente Value-Prämie dies aber mehr als ausgeglichen hat.



Die Aussichten für diese Strategie sind weniger klar, da höhere Zinssätze in den USA wahrscheinlich sind, während die Zinssätze in der Eurozone noch lange sehr niedrig sein werden, da die Inflationserwartungen weiterhin sinken. Das

Value Bonds-Team hat dies bei seiner geografischen Allokation berücksichtigt und ist sich darüber im Klaren, dass Europa gegenüber der Benchmark erheblich übergewichtet ist. Die relativ hohe Allokation in Finanztiteln, vor allem europäische Banken, wird zu Beginn des neuen Jahres aufrechterhalten, aber im Laufe des Jahres allmählich zurückgefahren, da sich die Aussichten für europäische Unternehmen verbessern dürften.

Abschließende Bemerkungen

Wie anfangs erwähnt, war 2014 unter dem Gesichtspunkt der Performance ein schwieriges Jahr für einige der Value Bonds-Strategien von Sparinvest. Es war auch ein Jahr, in dem fast das gesamte Value Bonds-Team aufgrund von Kündigungen im 4. Quartal 2014 ausgetauscht wurde. Normalerweise führt der Wechsel des Portfoliomanagement-Teams zu drastischen Veränderungen fast aller Aspekte des Anlagestils wie Ansatz, Auswahl, Renditen und Volatilität, da die Portfolios umgestaltet werden. Wie auch immer, Sparinvest ist eine Investment-Verwaltungs-Boutique, und der Value-orientierte Bottom-up-Anlageansatz ist so fest in der Unternehmenskultur verankert, dass die Value Bonds-Strategie von Sparinvest zu 70 % durch

den Prozess und zu 30 % durch das Humankapital bestimmt ist. Es wurden keine Änderungen am Anlageprozess vorgenommen und es sind auch keine geplant. Zudem wurde bereits ein neues, gut ausgebildetes, sehr erfahrenes und motiviertes Team eingesetzt, das sich für ein langfristiges Generieren von erheblichem Alpha engagiert, wenn auch bei geringerer Volatilität.

Aussagekräftige akademische Forschung unterstützt weiterhin den Grundpfeiler der Anlagephilosophie von Sparinvest, dass nämlich faktorbasierte Anlageprozesse durch das Generieren von nachhaltigen und erheblichen risikobereinigten Renditen auch für das Generieren von Alpha bei der Anlageklasse Unternehmensanleihen von großer Bedeutung und zweckdienlich sind. Die vier Hauptfaktoren geringes Risiko, Value, Volumen und Dynamik sind alle fest im Value Bonds-Investmentansatz verwurzelt, wenngleich mit unterschiedlichen Gewichtungen und Bedeutungen.

Auch wenn 2015 ein Jahr mit vielen Schwierigkeiten zu werden scheint, ist faktorbasiertes Anlegen eine strategische Entscheidung, und Sparinvest ist überzeugt, dass die Value Bonds-Strategien in den kommenden Marktzyklen weiterhin langfristiges Alpha generieren werden.

Sparinvest ist Unterzeichner der UN-Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN-PRI) und Mitglied des Eurosif und des Dansif.

UN PRI ist eine durch die Vereinten Nationen unterstützte Initiative internationaler Anleger, die auf den sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment basiert. Es wird angestrebt, Anlegern aktiv zu helfen, ökologische, soziale und Governance-Kriterien in ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Signatory of:



Dieser Newsletter ist weder eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Engagement in etwaigen anderen Transaktionen, noch eine Anlageberatung oder andere Finanz- oder Bankdienstleistung und darf nicht als solche(s) ausgelegt werden. Materialien und zum Ausdruck gebrachte Meinungen sind als Ausblick und allgemeine Informationen von Sparinvest im Rahmen des Marketings von Sparinvest und den von Sparinvest verwalteten Fonds zu betrachten. Alle hier enthaltenen Informationen stammen von Sparinvest, sofern nicht auf andere Quellen verwiesen wird. Informationen aus externen Quellen werden ohne Prüfung verwendet, und Sparinvest übernimmt keine Verantwortung für ihre Richtigkeit. Sparinvest behält sich Tippfehler, Berechnungsfehler und andere mögliche Fehler in diesen Unterlagen vor.

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 von Sparinvest SICAV, die ebenso wie die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung kostenlos in den Geschäftsräumen von Sparinvest oder bei den bestellten Vertriebsstellen erhältlich sind. Anlegern wird empfohlen, den Verkaufsprospekt, die Satzung und andere maßgebliche Informationen zum jeweiligen Teilfonds vor einer Anlage sorgfältig zu lesen. Wir weisen darauf hin, dass Renditen und die Wertentwicklung der Vergangenheit nicht als Garantie für die zukünftige Wertentwicklung und zukünftige Renditen zu betrachten sind. Insbesondere sind Fonds, die in ausländische Märkte investieren, Wechselkursschwankungen ausgesetzt, die den Wert der Fonds steigern oder schmälern können. Die vollständige Rückzahlung des angelegten Kapitals wird nicht garantiert. 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 S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg.