



Value Bonds

Inhalt

- Europa schnallt den Gürtel enger
- Anleger, die in Unternehmensanleihen investiert sind, profitieren von der eher langsamen Konjunkturerholung
- Man erwartet einen weiteren Rückgang der Ausfallraten
- Renditeerwartungen für 2010

Unsere Value Bond-Fonds

Fonds	ISIN
Ethical High Yield Value Bonds	LU0473784196
High Yield Value Bonds	LU0232765429
Investment Grade Value Bonds	LU0264925727

Detaillierte Informationen sind in den entsprechenden Fonds-Updates erhältlich.

- sparinvest.eu

Europa schnallt den Gürtel enger

In diesem Frühjahr wurde immer klarer, dass Griechenland nicht mehr in der Lage war, mit seiner wachsenden Schuldenlast selbst fertig zu werden. Die gefährliche Kombination eines Widerwillens seitens der Politik, die notwendigen Schritte einzuleiten einerseits, sowie eines steigenden Haushaltsdefizits andererseits, belastete weltweit das Vertrauen in die griechische Wirtschaft sowie die Fähigkeit dieses Landes, seine Kredite zurückzuzahlen.



Grafik: Zinsdifferenzen 5-jähriger CDS-Papiere aus Griechenland, Portugal, Spanien und Irland.

Quelle: Bloomberg

Diese Grafik zeigt den deutlichen Zuwachs bei 5-jährigen CDS (Credit Default Swap)-Kontrakten, mit denen sich der Käufer einer Staatsanleihe gegen eine mögliche Nichtbedienung versichern kann. Die Entwicklung der Zinsdifferenzen dieser CDS-Kontrakte belegt, wie nervös der Finanzmarkt tendierte, solange das Problem Griechenland nicht gelöst und auch noch nicht allgemein bekannt war.

Auf den ersten Blick sollte die Wirtschaftskrise in Griechenland aber keine bedeutenden Auswirkungen auf die konjunkturelle Lage der Europäischen Union insgesamt haben. Schließlich repräsentiert die Wirtschaft Griechenlands lediglich 3% des gesamten BIP der EU. Die Angst, dass die Krise auch auf andere Staaten übergreifen wird, wurde jedoch zu einem immer größeren Problem, da bei einer solchen Entwicklung die Überwindung der Rezession gefährdet würde. Schon bald befürchtete der Markt, dass die Verschuldungskrise auch Länder wie Portugal und Spanien erfassen und die gesamte Europäische Währungsunion gefährdet sein könnte. Diese Gefahr zwang die Regierungschefs – einschließlich der deutschen Bundeskanzlerin Angela Merkel – schließlich zum raschen Handeln, um so das Vertrauen in die Europäische Union wieder herzustellen.

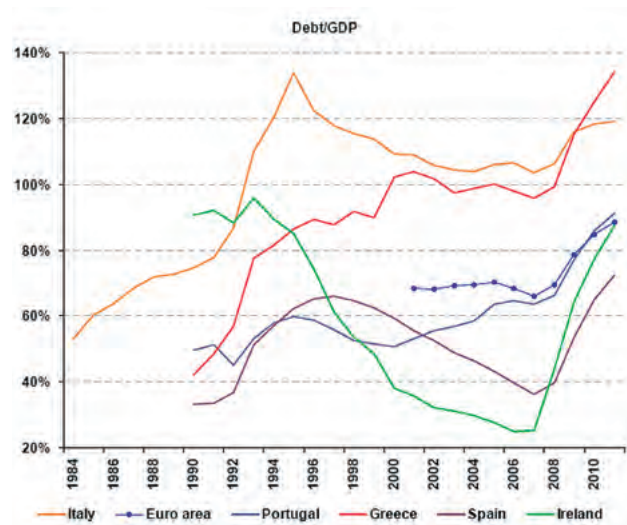
Die Bereitschaft, den PIIGS-Staaten zu helfen, war zweifellos auf die Tatsache zurückzuführen, dass es sich bei der Europäischen Union um ein politisches Prestigeobjekt handelt. Deshalb nahmen die europäischen Staatschefs viel auf sich, um das Vertrauen in die Währungsunion zu erhalten. So wurde letztlich ein Rettungspaket historischen Ausmaßes geschnürt.

Nichts ist umsonst

Um auf dieses 750 Mrd. EUR schwere Rettungspaket zugreifen zu können, wird jedoch eine Sanierung des Staatshaushalts vorausgesetzt. Außerdem werden Gelder aus diesem Paket dazu verwendet, Staatsanleihen von Ländern zu erwerben, die mit wirtschaftlichen Problemen zu kämpfen haben. Der IWF bzw. die EU fordern von den Staaten, die Finanzhilfen in Anspruch nehmen möchten, die Bereitschaft, die notwendigen strukturellen Veränderungen vorzunehmen. Außerdem werden diese Länder über einen Zeitraum von 18 bis 24 Monaten nach dem Erhalt von Finanzspritzen des IWF bzw. der EU ganz genau beobachtet.

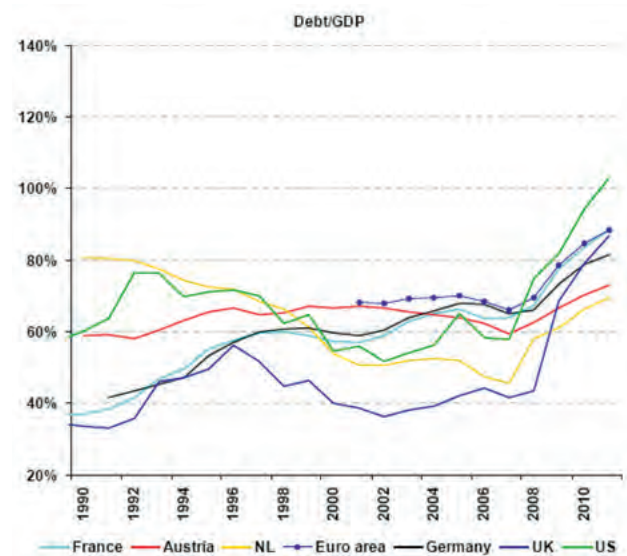
Aber ist die Wirtschaftslage in Europa wirklich so schlecht, wie sie aussieht?

Die Faktoren, die diese Wirtschaftskrise ausgelöst haben, sind eine steigende Schuldenlast, wachsende Haushaltsdefizite sowie Erwartungen auf ein anhaltend schwaches Wirtschaftswachstum.



Quellen: Prognose der Europäischen Kommission, Morgan Stanley

Diese Grafik belegt, dass die Staatsverschuldung Griechenlands seit 2006 deutlich angestiegen ist. Aber Griechenland ist dabei durchaus kein Einzelfall. Der Trend hin zu einer massiv wachsenden Schuldenlast scheint im Euroraum insgesamt zu bestehen.



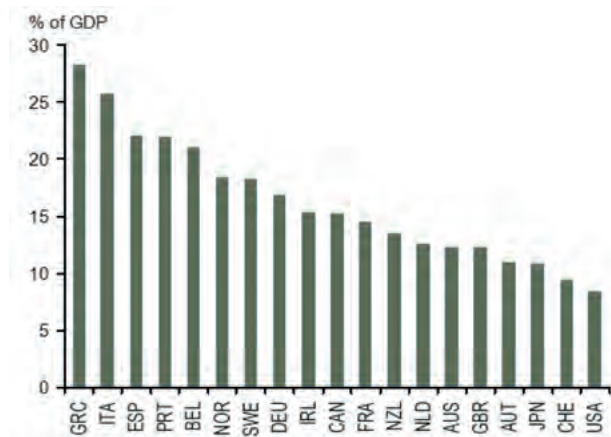
Quellen: Prognose der Europäischen Kommission, Morgan Stanley

Auch solide europäische Volkswirtschaften wie Deutschland verzeichneten während des Konjunkturabschwungs zwischen 2007 und 2009 einen Anstieg ihrer Verschuldung. Im Vergleich zu den Wirtschaftsdaten sowie zur tatsächlichen wirtschaftlichen Lage in den USA scheinen die südeuropäischen Staaten auf einmal nicht mehr schlechter dazustehen als die übrigen Industrienationen.

Aber unabhängig davon, ob Europa nun besser – oder schlechter – aufgestellt ist als die USA: Das Problem der Schuldenlast in Europa wird dadurch nicht gelöst. Vielmehr muss in Europa das Gleichgewicht zwischen den öffentlichen Ausgaben einerseits und den Einnahmen andererseits wieder hergestellt werden.

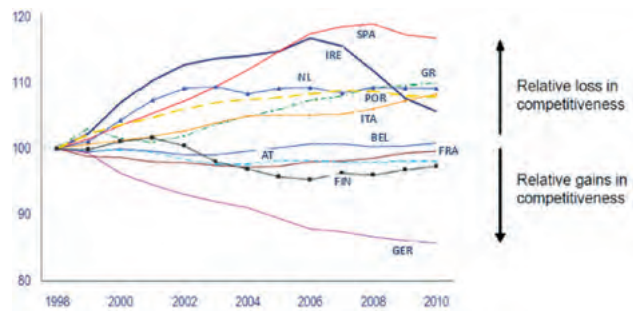
Die „Schattenwirtschaft“ verbessert die Rahmenbedingungen nicht

Unter einer Schattenwirtschaft versteht man Aktivitäten, bei denen dem Staat Steuereinnahmen entgehen (z.B. durch Steuerhinterziehung). Wie die folgende Grafik zeigt, repräsentieren solche Aktivitäten in einer Reihe von Ländern mehr als 20% des BIP. Ein effektiveres Steuersystem wäre ein geeigneter Ansatzpunkt. Und sicherlich sollte es nachdenklich stimmen, dass es sich bei den Staaten, in denen die Schattenwirtschaft am stärksten präsent ist, um eben jene Länder handelt, deren Schuldenlast zuletzt auch am stärksten gestiegen ist.



Grafik: Das Ausmaß der Schattenwirtschaft
Quelle: JP Morgan

Eine Eindämmung der Schattenwirtschaft ist jedoch auch nicht die Lösung aller Probleme. Der Faktor Wettbewerbsfähigkeit ist ebenfalls von Bedeutung.



Quellen: Deutsche Bank, Europäische Kommission (1998 = 100)

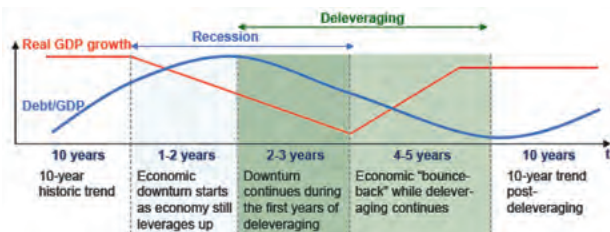
Diese Grafik zeigt die relativen Veränderungen bei der Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen europäischen Staaten seit 1998. Es ist recht offensichtlich, dass sich die relative Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands, Spaniens und Portugals verbessern muss, um das Wirtschaftswachstum zukünftig wieder anzukurbeln. Eine Senkung der Gehälter sowie eine strengere Fiskalpolitik sind dabei zwei Maßnahmen, die wahrscheinlich ergriffen und nicht gerade auf Begeisterung stoßen werden. Aber schließlich muss man ja zunächst vor seiner eigenen Haustür kehren.

Inzwischen werden bereits die notwendigen Schritte eingeleitet und zweifellos wird Europa die Konsequenzen des Schuldenabbaus in den nächsten Jahren zu spüren bekommen. Nichtsdestotrotz gilt: „Wo ein Wille ist, da ist auch ein Weg!“

Anleger, die in Unternehmensanleihen investiert sind, profitieren von der eher langsamen Konjunkturerholung.

Der Auftrag ist nun also klar. Die europäischen Regierungen werden ihr Augenmerk auf eine Drosselung der Staatsausgaben richten, um so die Staatsverschuldung zu senken. Der nachfolgenden Grafik können Sie entnehmen, wie Veränderungen bei der Staatsverschuldung einerseits und Schwankungen beim Wirtschaftswachstum andererseits zusammenspielen. Da die Regierungen ihre

Ausgaben sowohl durch Ausgabenkürzungen als auch durch Steuererhöhungen senken möchten, ist es nur allzu wahrscheinlich, dass dies zu einer noch schleppenderen globalen Konjunkturerholung führen wird.



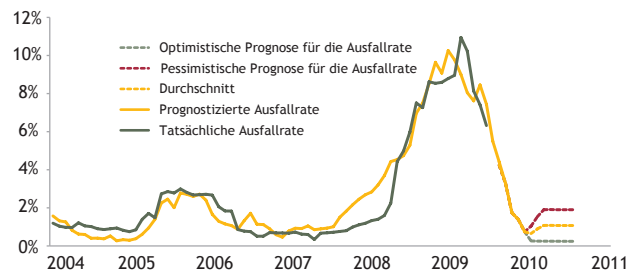
Quellen: IWF, McKinsey Global Institute Analysis

Die Grafik zeigt, dass die Wirtschaft von Ländern, in denen ein Schuldenabbau stattfindet, nur langsam wächst. Wir sind jedoch der Meinung, dass eine solch allmähliche Verbesserung des Wirtschaftsumfelds die operativen Zukunftsstrategien von Unternehmen positiv beeinflussen wird. Außerdem erwarten wir, dass sich die Firmenleitungen wegen des schwächeren Wachstums verstärkt auf den Abbau von Schulden sowie auf eine Optimierung ihrer Produktionskapazitäten konzentrieren werden, anstatt aggressive Wachstumsstrategien zu verfolgen.

Solche konservativen Strategien werden in Unternehmensanleihen investierten Anlegern zugute kommen, weil durch den Fokus auf eine steigende Profitabilität auch das Kreditrisiko sinkt. Deshalb gehen wir von einer weiteren Verengung der Zinsdifferenzen aus.

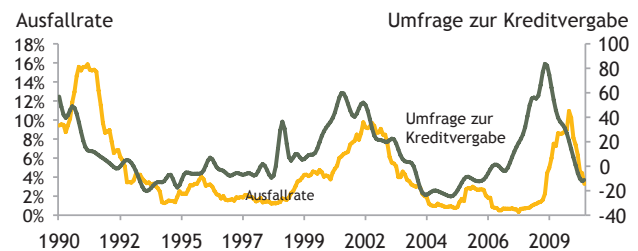
Man erwartet einen weiteren Rückgang der Ausfallraten

Trotz der düsteren Wolken über Griechenland, Portugal und Spanien gehen wir davon aus, dass die Ausfallraten 2010 weiter sinken werden. Angesichts aktueller makroökonomischer Kennzahlen konnten wir unser Sparinvest Value Bonds Ausfallraten-Modell, das in der nachfolgenden Grafik dargestellt wird, auf den neuesten Stand bringen. Dieses Modell spricht inzwischen für eine weitere Verengung der Zinsdifferenzen im zweiten Halbjahr 2010.



Quellen: JP Morgan, Sparinvest Value Bonds

Wir haben unser neues Ausfallraten-Modell bereits in unserer letzten Ausgabe der Informationen für Anleger vorgestellt. Mit diesem Modell erhalten wir aussagekräftige Anhaltspunkte, wie sich die Ausfallraten in den nächsten 6 bis 12 Monaten vermutlich entwickeln werden. Das Modell hat außerdem gezeigt, dass sich damit die Ausfallraten für die kommenden 4 Monate vergleichsweise genau vorhersagen lassen. Darüber hinaus sprach das Modell für einen weiteren Rückgang der Zahl der Nichtbedienungen in den nächsten 6 Monaten von derzeit 4,24% auf 1,08%. Dieser erwartete Rückgang basiert auf drei makroökonomischen Kennzahlen, wozu auch die Kreditlaufzeiten zählen.



Quellen: JP Morgan, US-Notenbank

Auf Grundlage einer Umfrage unter 50 US-Banken und 20 Nicht-US-Banken zu den Laufzeiten von Unternehmenskrediten war seit Mitte 2008 ein kontinuierlicher Aufwärtstrend zu beobachten. Darüber hinaus deutet das Ausfallraten-Modell darauf hin, dass sich dieser Trend bis zum Jahresende 2010 fortsetzen wird.

Insgesamt prognostiziert das Sparinvest Value Bonds Ausfallraten-Modell einen anhaltenden Rückgang der Ausfallrate hoch rentierlicher Unternehmen. Und eine niedrigere Ausfallrate wird eine weitere Verengung der Zinsdifferenzen wahrscheinlich fördern.

Renditeerwartungen für 2010

Wir beurteilen die Aussichten für das Jahr 2011 nach wie vor zuversichtlich. Trotz der „makroökonomischen Turbulenzen“ in Griechenland und in anderen südeuropäischen Staaten sind auf Unternehmensebene weiterhin Kostensenkungen und Profitabilitätssteigerungen zu beobachten.

Das Value Bonds-Team hat im ersten Halbjahr 2010 in neue Titel investiert sowie Unternehmensanleihen

verkauft, die ihren Zielkurs erreicht hatten. Der Fonds bietet zum Quartalsende einen durchschnittlichen Kupon von 9,5%. Derweil liegt die Rendite bei 11,5%, während der durchschnittliche Anleihenkurs 88,4 beträgt.

Das Sparinvest Value Bonds Team dankt den Anlegern für ihr anhaltendes Vertrauen und beurteilt die Aussichten für den Sektor Hochzinsanleihen auch für das kommende Jahr weiter zuversichtlich.

Klaus Blaabjerg

Lead Portfolio Manager

12. Juli 2010

Sparinvest Value Bonds-Team



Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager



Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager



Toke Hjortshøj
Analyst



Anne Margrethe Tingleff
Analyst

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekts und/oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellen Jahresberichts bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist erfolgen. Der Anleger kann sowohl diese Dokumente, als auch die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung der Fonds jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen kostenlos anfordern. 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. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert bei Wiederanlage der Erträge und in Fondswährung ermittelt. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quellen (sofern angegeben): Sparinvest, Morningstar, Standard & Poors, Feri, Telos und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum.