



## Value Bonds

### Inhalt

- Volkswirtschaftliches Umfeld
- Europa
- USA: Warum eine hohe Arbeitslosigkeit nicht nur negative Seiten hat
- Schwellenländer
- Die Aussichten für die Ausfallraten
- Unternehmensübernahmen und -fusionen (M&A)

### Unsere Value-Bond-Fonds

Fonds	ISIN
Emerging Markets Corporate Value Bonds	LU0519053697
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](http://sparinvest.eu)

Zunächst einmal möchten wir uns bei allen Anlegern bedanken, dass wir mit ihnen ein so erfolgreiches Jahr 2010 erleben durften. Wir wünschen Ihnen allen außerdem ein gutes neues Jahr 2011.

### Volkswirtschaftliches Umfeld

Die Wirtschaftsdaten, die in den letzten Monaten veröffentlicht wurden, sprachen eindeutig dafür, dass die globale Erholungstendenz nach wie vor intakt ist und die Ängste vor einer „Double Dip“-Rezession mittlerweile nachgelassen haben. Zwar gibt es weiterhin Probleme im Zusammenhang mit der Staatsverschuldung in Europa, aber das Wachstum im Euroraum fiel zuletzt insgesamt recht erfreulich aus. Dabei tendierte Deutschland sogar überraschend fest. Die Besorgnisse um einen massiven Abschwung in China sind inzwischen Sorgen gewichen, wie stark die politischen Entscheidungsträger die Geldmarktpolitik wohl verschärfen müssen, um die Wirtschaft, die zu neuer Stärke gefunden hat, wirklich abzukühlen. Gleichzeitig deuten nahezu sämtliche Anzeichen in den USA darauf hin, dass sich das Wachstum nach der schwachen Tendenz zur Jahresmitte inzwischen wieder beschleunigt. Auch die zuletzt vorgeschlagenen Steuersenkungen sprechen sehr dafür, dass die Wirtschaftsaktivitäten 2011 weiter anziehen werden.

Trotz der wieder erfreulicheren Wirtschaftsdaten hat sich die politische Entwicklung, insbesondere die Geldmarktpolitik, zuletzt als wichtiger Stützpfeiler erwiesen. So hat die US-Notenbank eine neue Runde quantitativer Lockerungsmaßnahmen eingeläutet, die bis Juni 2011 vermutlich das beträchtliche Neuemissionsvolumen von US-Staatsanleihen vollständig absorbieren wird. Derweil beschloss die EZB, erst zu einem späteren Zeitpunkt wieder zu einer „normalen“ Geldmarktpolitik zurückzukehren. So stellte die Zentralbank zusätzliche Liquidität zur Verfügung und kaufte verstärkt Staatsanleihen auf. Und obwohl China seine geldmarktpolitischen Zügel schon wieder anzieht, geschieht dies angesichts der Stärke

seiner Wirtschaft auch nur moderat, während sich Peking gleichzeitig weiterhin dagegen sträubt, eine Aufwertung seiner Währung zuzulassen.

Die nachhaltige Konjunkturerholung und die immer umfangreicheren politischen Ankurbelungsmaßnahmen schaffen für Unternehmensanleihen und Aktien zumindest auf kurze Sicht günstige Bedingungen. Gestützt wird dieses Umfeld zudem durch die hohen Gewinnmargen, die soliden Bilanzen der Unternehmen sowie durch die äußerst günstigen Finanzierungskosten.

Die Schwierigkeiten mit der europäischen Staatsverschuldung werden zwar kurzfristig wahrscheinlich anhalten, wir sind jedoch der Meinung, dass die Probleme letztlich gelöst werden – siehe unten.

## Europa

Der Zustand, in dem sich der Euroraum Ende 2010 befand und Anfang 2011 noch befindet, ähnelt sehr stark der Situation der letzten 12 Monate: gute volkswirtschaftliche Daten und nervöse Märkte, die nach wie vor skeptisch sind, wie sich die Krise in den Randstaaten schließlich weiter entwickeln wird. Die jüngst veröffentlichten volkswirtschaftlichen Daten belegen unter anderem einen erneuten Anstieg des Einkaufsmanager-Index (PMI) im produzierenden Gewerbe sowie einen leichten Rückgang des PMI im Dienstleistungssektor (obwohl auch dieser nach wie vor sehr hoch ist). Damit ist der Weg für einen erfolgreichen Start in das Jahr 2011 bereitet. Berücksichtigt man die Kluft zwischen der Zahl der Neuaufträge einerseits und den Lagerbeständen an fertiggestellten Gütern andererseits, so kommt diese Entwicklung insbesondere Ländern wie Frankreich, den Niederlanden und Deutschland, aber auch den Peripheriestaaten Italien, Irland und Spanien weiterhin sehr zugute. Ein unserer Auffassung nach sehr ermutigendes Zeichen ist der Umstand, dass die Spannungen an den Finanzmärkten im Hinblick auf Staatsanleihen bisher nicht so massiv waren, um die im produzierenden Gewerbe derzeit weltweit zuversichtliche Stimmung zu belasten. Lediglich der vergleichsweise kleine produzierende Sektor Griechenlands scheint vom allgemeinen Aufwärtstrend in anderen Ländern nicht zu profitieren. Darüber hinaus schaffen auch die hohen Sparraten sowie die sich verbessernden Zahlen zur Kreditvergabe der Banken für das erste Quartal eine günstige Ausgangslage.

Wir gehen davon aus, dass sich die Staatsanleihenkrise beruhigen wird, allerdings ist äußerst unklar, wann genau es dazu kommen wird. Schließlich handelt es sich dabei um eine Frage des Vertrauens: Die volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten verbessern sich weiter – auch in Spanien, weltweit ist nach wie vor ausreichend Liquidität vorhanden und die Aussagen der politischen Entscheidungsträger lassen weiterhin keinen Spielraum für Interpretationen, trotzdem wird der Finanzsektor von einer enormen Unsicherheit bestimmt.

Das Jahr 2010 war geprägt von einem Kampf zwischen dem kräftigeren Wachstum der Realwirtschaft und einer hohen Liquidität einerseits und den in Not geratenen Finanzmärkten, deren Dynamik zum Teil verrückt spielte, sowie den politischen Maßnahmen zur Abwendung einer europäischen Kreditkrise, die grundlegende und systemische Konsequenzen haben könnte, andererseits. Dieses Ringen wird wohl auch 2011 anhalten, und solange die Politik an ihrer bisherigen Strategie festhält (woran unserer Meinung nach derzeit kein Zweifel besteht), sollten die volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten letztlich die Oberhand über die Verunsicherung der Finanzmärkte gewinnen. Aber wann genau sich die Märkte wieder beruhigen werden, lässt sich nur schwer vorhersagen, denn schließlich ist alles eine Frage des Vertrauens.

## USA: Warum eine hohe Arbeitslosigkeit nicht nur negative Seiten hat

Das sich beschleunigende BIP-Wachstum sowie eine große Produktionsdifferenz werden wahrscheinlich dazu führen, dass die Unternehmensgewinne 2011 und 2012 rasant ansteigen werden. Die Veränderung des nominalen BIP-Wachstums und die infolgedessen vom Haushaltsausschuss des Kongresses erwartete Produktionsdifferenz implizieren für 2011 und 2012 ein hohes Gewinnwachstum.

Dieses Gewinnwachstum beruht in erster Linie auf der umfangreichen Produktionsdifferenz – in der Vergangenheit oft ein Vorbote für einen höheren Anteil der Unternehmensgewinne am BIP. Letztlich wird das Pendel aber wohl wieder zugunsten eines höheren BIP-Anteils der Arbeitslöhne ausschlagen, aber möglicherweise muss dafür zunächst die Produktionsdifferenz deutlich schrumpfen und sich vor allem die Lage am Arbeitsmarkt wieder normalisieren.

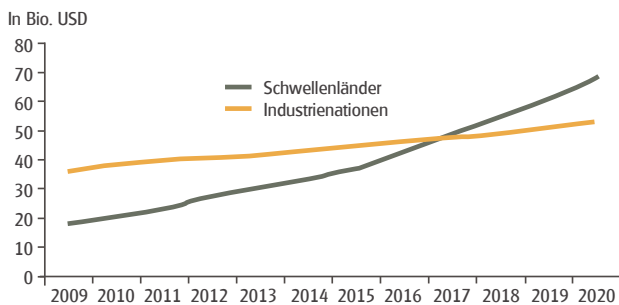
Die US-Wirtschaft verfügt über einen enormen Wachstumsspielraum. Aufgrund des enormen Ausmaßes der Rezession werden sowohl die Industrieproduktion als auch die Beschäftigungszahlen vermutlich noch einige Jahre unterhalb ihres langfristigen Potenzials bleiben, obwohl die Industrieproduktion wahrscheinlich ein ebenso überdurchschnittliches Wachstum verzeichnen wird wie der Arbeitsmarkt.

Aber warum ist die Produktionsdifferenz ein solch aussagekräftiger Indikator für ein zukünftiges Gewinnwachstum? Erfahrungsgemäß hat eine schwache Wirtschafts- und Arbeitsmarktlage oft zur Folge, dass der Anteil der Produktionskosten, der für Löhne aufgewendet wird (der in der Regel bei rund 60% der Unternehmensausgaben insgesamt liegt) zurückgeht. Letztlich wird sich die Situation aber wieder umkehren, und zwar zugunsten eines wieder höheren Anteils der Lohnkosten. Dies indessen wird das Gewinnwachstum belasten.

## Schwellenländer

Die Industriestaaten können beobachten, wie sich das Machtgefüge derzeit verschiebt. Die Schwellenländer lassen die bisherigen wirtschaftlichen und politischen Supermächte wie England, Japan und die USA weiterhin hinter sich. Deshalb ist der Zeitpunkt, an dem die Schwellenländer den Erwartungen zufolge mehr als die Hälfte des globalen BIP erwirtschaften werden, von 2020 auf 2017 vorgerückt. Das bedeutet, dass die Schwellenländer für Anleger heutzutage von sehr großer Bedeutung sind. So haben wir im September 2010 den Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds aufgelegt, der auf denselben Grundprinzipien wie der Sparinvest High Yield Value Bonds basiert. Dem Sparinvest Emerging Markets Value Bonds gelang bereits ein erfolgreicher Start.

### Verteilung des globalen BIP:



Quelle: JP Morgan, „EM Moves into the Mainstream as an asset class“.

Der durch den Handel der Schwellenländer untereinander ausgelöste Anstieg der Handelsbilanz ist eine der Erklärungen für das anhaltend positive Wachstum in den Schwellenländern. Durch das Wachsen der Mittelschicht hat sich das Konsumverhalten in diesen Märkten deutlich verstärkt. Dies hat unter anderem zur Folge, dass mittlerweile nicht mehr alle Autos, die in Argentinien und Mexiko produziert werden, zwangsläufig in die USA oder nach Europa exportiert werden. Gleichzeitig werden mehr in Indien oder China hergestellte Spitzentechnik-Produkte an Konsumenten aus den Schwellenländern selbst verkauft, weil die verfügbaren Einkommen dieser Verbraucher immer weiter ansteigen.

### Firmen aus den Schwellenländern sind offenbar nur gering verschuldet

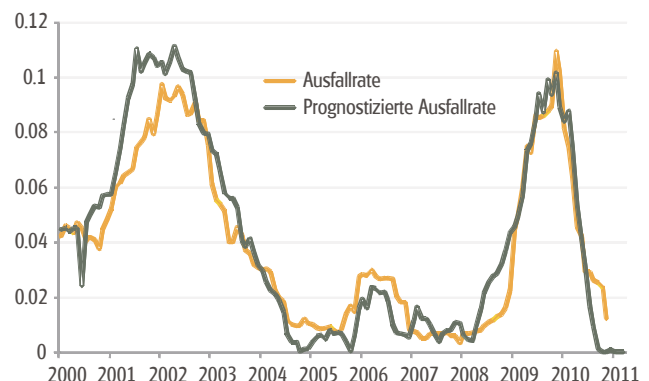
Unternehmen aus Schwellenländern machen im Vergleich zu US-Firmen aus demselben Bonitätspektrum einen lediglich gering verschuldeten Eindruck. Gleichzeitig erhalten Anleger für Investments in Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern eine höhere Risikoprämie.

Ein Grund für diese Prämie scheint bei Ratingagenturen wie Moody's und S&P zu liegen, die das Länderrisiko stärker berücksichtigen als den fundamentalen Zustand

eines Unternehmens. Zweifellos ist das Länderrisiko bei Engagements in die Schwellenländer höher, weil schlicht und einfach auch das politische Risiko größer, die Transparenz geringer und die Eigentumsrechte unsicherer sind. Allerdings können Anleger das Länderrisiko reduzieren, indem sie ihre Investments über diverse Länder und Regionen streuen. Dadurch können Investoren von der zusätzlichen Risikoprämie profitieren, welches Anleihen von gering verschuldeten Schwellenländerunternehmen abwerfen. Gleichzeitig sollte man jedoch vor Augen haben, dass sich die Funktionsweise der Kapitalmärkte in vielen Schwellenländern derzeit verbessert und die Finanzberichte der entsprechenden Unternehmen immer transparenter werden.

### Die Ausichten für die Ausfallraten

Der volkswirtschaftliche Aufwärtstrend sowie der Fokus der Unternehmen auf Kostenkontrolle und Schuldenabbau haben dafür gesorgt, dass die Zahl der Defaults 2010 deutlich zurückgegangen ist (siehe nachfolgende Grafik). So sank die Ausfallrate im Jahr 2010 weltweit von 8,13% auf 0,79%. Wir gehen davon aus, dass die Zahl der Defaults auch auf absehbare Zeit niedrig bleiben wird. Diese Prognose beruht auf unserem Ausfallraten-Modell.

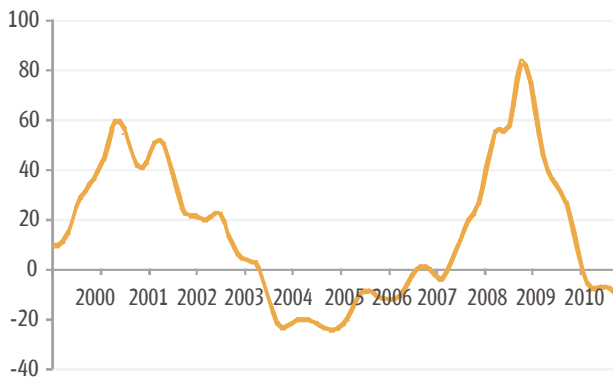


Quellen: JP Morgan und eigene Schätzungen von Sparinvest.

Unser Ausfallraten-Modell erklärt die Entwicklung der globalen Ausfallraten auf Basis von drei Variablen: der „Senior Loan Officers Survey“ (eine Quartalsumfrage der Federal Reserve unter leitenden Kreditberatern bei Banken und Versicherungen), der Industrieproduktion und der Finanzierungslücke. Bei allen Variablen handelt es sich um US-Kennzahlen. Diese Annäherung ist durchaus berechtigt, da US-Papiere 80% des Marktes repräsentieren. Derzeit versprechen alle drei Variablen gute Zeiten für Kreditinvestoren.

Die Umfrage unter leitenden Kreditberatern basiert auf der Kreditvergabe von 50 amerikanischen und 20 nicht-amerikanischen Banken. Diese Umfrage belegt, dass Banken nach wie vor Kredite vergeben.

### Umfrage unter leitenden Kreditberatern



Quelle: Quartalsumfrage der US-Notenbank „Senior Loan Officers Opinion Survey on Bank Lending Practices“.

Die Grafik zeigt, dass Banken mittlerweile wieder genauso bereit sind, Kredite zu vergeben, wie in der Zeit vor der Krise. Dies entspricht durchaus auch unseren Beobachtungen bei der Finanzierungslücke der US-Notenbank. An dieser Kennzahl lässt sich feststellen, dass sich die Lage bei den Unternehmen allmählich wieder normalisiert.

### Finanzierungslücke



Quelle: Fluss der Finanzmittel der US-Notenbank.

Die einzige Variable, die bisher noch nicht wieder auf ihr Niveau von vor der Krise zurückkehren konnte, ist die Industrieproduktion. Allerdings steigt die Industrieproduktion weiter an, so dass die kurzfristigen Aussichten viel versprechend sind (siehe auch unsere Ausführungen zu Beginn dieses Berichts).

### Die Industrieproduktion



Quelle: Notenbank Dallas

Die Entwicklung dieser drei Variablen lässt uns für die Zahl der Defaults zu einer optimistischen Prognose für das Jahr 2011 von rund 1% gelangen. Der Sparinvest High Yield Value Bonds und der Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds, die Renditen in Höhe von 10% bzw. 8% erzielen, sind trotz ihrer bisherigen Entwicklung deshalb nach wie vor günstig bewertet. Ein weiterer Faktor, der für unsere Value-Fonds für Unternehmensanleihen spricht, sind die Aktivitäten im Bereich Unternehmensübernahmen und -fusionen.

### Unternehmensübernahmen und -fusionen (M&A)

Allein am 10. Januar 2011 wurden Unternehmensübernahmen im Gegenwert von über 20 Mrd. USD bekannt gegeben. Dies könnte darauf hindeuten, dass Milliarden-Transaktionen vor einem Comeback stehen, nachdem dieses Segment im Jahr 2010 zum Erliegen gekommen war.

Die Duke Energy Corp. plant die Übernahme von Progress Energy Inc. für 13,7 Mrd. USD, während die DuPont Co. dem Kauf von Danisco A/S zu einem Preis von 5,8 Mrd. USD zustimmte. Im letzten Jahr wurden weniger als 20 Transaktionen mit einem Wert von über 10 Mrd. USD vermeldet, wohingegen es während des M&A-Booms im Jahr 2007 noch fast 40 waren.

Eine Vielzahl der größten Transaktionen des Jahres 2010 scheiterte. So wurde beispielsweise das 40 Mrd. USD schwere Übernahmeangebot von BHP Billiton Ltd an die

Potash Corp. of Saskatchewan Inc. abgelehnt, und auch Prudential Plc gelang die Übernahme des Asien-Geschäfts der American International Group Inc zum Preis von 35,5 Mrd. USD nicht. In diesem Jahr könnten die Dinge jedoch anders laufen, weil die Unternehmen über die erforderlichen Finanzmittel verfügen und gleichzeitig wieder eher bereit sind, Übernahmechancen zu nutzen.

Die Unternehmen werden wohl zunehmend gezwungen sein, die Liquidität, die sie angehäuft haben, nun auch einzusetzen. Strategisch agierende Firmen mit hohen Ratings können außerdem günstige Kredite aufnehmen,

und auch die Zahl preiswerter Übernahmekandidaten ist groß.

Vom Thema Unternehmensübernahmen und -fusionen konnten wir bereits bei verschiedenen Gelegenheiten im Jahr 2010 profitieren. Unserer Meinung nach werden uns die M&A-Aktivitäten als Value-Investoren auch 2011 weiterhin zugute kommen.

**Klaus Blaabjerg**  
Lead Portfolio Manager  
12. Januar 2011

## Sparinvest Value Bonds-Team



**Klaus Blaabjerg**  
Lead Portfolio Manager



**Sune Højholt Jensen**  
Senior Portfolio Manager



**Toke Hjortshøj**  
Analyst



**Anne Margrethe Tingleff**  
Analyst



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 prototypiert wurden. Das Ziel ist, Investoren dabei zu unterstützen, Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance bezogene Themen aktiv bei ihren Anlagen zu berücksichtigen.

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 SICAV jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen bzw. Repräsentanten 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. Sparinvest behält sich Tippfehler, Berechnungsfehler und andere mögliche Fehler in diesen Unterlagen vor.