



Value Bonds

Inhalt

- Konjunktur schwächt sich weltweit ab
- Der Markt für Unternehmensanleihen
- Das Ausfallraten-Modell

Unsere Value-Bond-Fonds

Fonds	ISIN
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 sind in den entsprechenden Fonds-Updates erhältlich.

- sparinvest.eu

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

zunächst einmal möchten wir uns bei Ihnen bedanken, dass Sie uns auch in diesen turbulenten Zeiten weiterhin Ihr Vertrauen schenken. Der Herbst ist in diesem Jahr zweifellos früh über die Märkte hereingebrochen. Hinter unseren Fonds liegt ein schwieriges Quartal, so dass sie mit den Märkten für Unternehmensanleihen im Allgemeinen nicht Schritt halten konnten. Eine sehr ähnliche Entwicklung zeigten unsere Value-Fonds für Unternehmensanleihen bereits im Herbst 2008 sowie Anfang 2009. Da der Markt in seinen Kursen mittlerweile eine Rezession berücksichtigt und die Liquidität gleichzeitig knapper wird, tendierten Value-Investments (also Papiere mit einem niedrigen Kurs-/Buchwert) unterdurchschnittlich. Noch verschlimmert wurden die Folgen dieser Turbulenzen für unsere Fonds dadurch, dass diese inzwischen noch stärker auf Europa ausgerichtet sind als in der Vergangenheit. Nichtsdestotrotz sind wir davon überzeugt, dass europäische Vermögenswerte im Vergleich zu den Märkten weltweit mittlerweile zu preiswert geworden sind. Deshalb gehen wir davon aus, dass unsere Fonds auch wieder kräftig anziehen werden, sobald sich der Markt wieder beruhigt – wie es auch schon im Frühjahr und Sommer des Jahres 2009 der Fall gewesen ist. In der Zwischenzeit tragen wir dafür Sorge, dass ein möglicher Rückgang des NIW ausschließlich auf Mark-to-Market-Verlusten basiert. Wir versuchen also, zu verkaufen, sofern die Fundamentaldaten eines Unternehmens nicht mehr unseren Kriterien, nämlich einer niedrigen Nettoverschuldung im Verhältnis zum Eigenkapital bzw. einer niedrigen Beleihungsquote entsprechen. Darüber hinaus sind wir bestrebt, den Fonds so auszurichten, dass ein geduldiger Anleger von überdurchschnittlichen Erträgen profitieren kann, sobald sich der Markt wieder erholt. Wir sind der Meinung, dass der Markt Kreditanlegern aktuell eine Vielzahl von „Schnäppchen“ bietet – und zwar insbesondere deshalb, weil die zugrunde liegenden Fundamentaldaten der Unternehmen derzeit wesentlich solider sind als noch vor zwei bis drei Jahren.

Konjunktur schwächt sich weltweit ab

Die Weltwirtschaft hat zuletzt an Fahrt verloren, während die Industriestaaten momentan vor einigen Herausforderungen stehen, weil sie in der Vergangenheit über ihre Verhältnisse gelebt haben. Dies betrifft sowohl den US-Immobilienmarkt als auch die Sozialsysteme in Europa. Die Gefahr, dass es zu einer ähnlichen Rezession kommt wie in den Jahren 2008 und 2009, ist jedoch gering. Und obwohl wir davon ausgehen, dass den Industriestaaten nun einige Jahre eines lediglich geringen Wachstums bevorstehen, ist die aktuelle Lage für Kreditnehmer im historischen Vergleich eigentlich gar nicht so schlecht. Schließlich werden sich die Unternehmen unter den gegebenen Umständen auch weiterhin auf die Stärkung ihrer Bilanzen konzentrieren, um zu überleben.

Tabelle 1 zeigt die jüngsten IWF-Prognosen zur Weltwirtschaft. Daraus geht hervor, dass sich der Konjunkturabschwung wirklich überall bemerkbar macht:

Tabelle 1: Prognosen zum globalen BIP-Wachstum (in %, im Vergleich zum Vorjahr)

	2010	2011	2012
Global	5.1	4.0	4.0
Industriestaaten	3.1	1.6	1.9
G7	2.7	1.3	1.7
US	3.0	1.5	1.8
Japan	4.0	-0.5	2.3
Euroraum	1.8	1.6	1.1
Schwellenländer	7.3	6.4	6.1
China	10.3	9.5	9.0
Indien	10.1	7.8	7.5
Russland	4.0	4.3	4.1
Brasilien	7.5	3.8	3.6

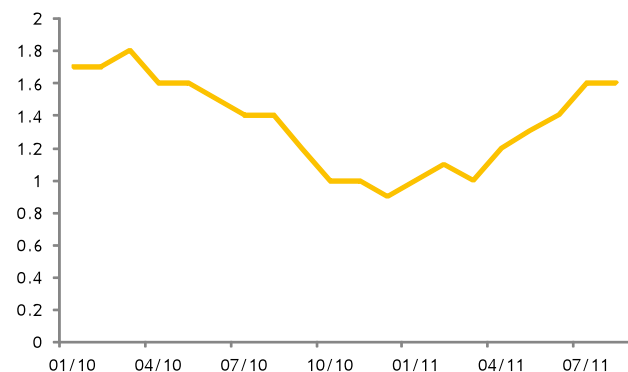
Quelle: IWF

USA

Der Rückgang des realen US-BIP-Wachstums, der im ersten Halbjahr 2011 eingesetzt hat, war in erster Linie auf den Tsunami in Japan sowie die Unterbrechung der Ölförderung in Nordafrika zurückzuführen. Die Auswirkungen dieser beiden Faktoren sollten sich bis zum Beginn der zweiten Jahreshälfte abschwächen – und tatsächlich sind bereits sowohl die Erdölpreise als auch die Zinsen gesunken, während einige durch den Tsunami unterbrochenen Lieferketten gleichzeitig wiederhergestellt worden sind. Die US-Wirtschaft blickt daher auf ein erfreulicherer zweites Halbjahr 2011, und zwar insbesondere falls die Konsumausgaben wieder ansteigen sollten und dadurch die Konjunktur allmählich angekurbelt wird. Aus Bottom Up-Perspektive sehen wir diesbezüglich bereits erste positive Anzeichen. So haben die Filialumsätze einer Reihe von Einzelhändlern die

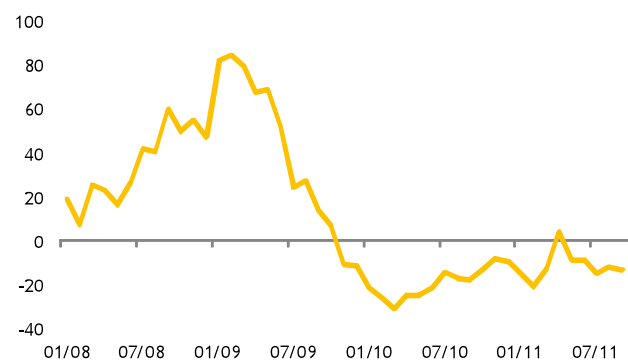
allgemeinen Prognosen kürzlich schon wieder übertroffen. Bisher stehen die Zeichen also gut. Dies belegt auch Grafik 1: Im Vergleich zum Vorjahr sind die Konsumausgaben der US-Privathaushalte im ersten Quartal 2011 zwar gesunken, steigen seither aber bereits wieder an. Auf ähnliche Art und Weise illustriert auch Grafik 2, dass die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung in den USA zurückgegangen und inzwischen sogar niedriger ist als noch im letzten Jahr. Im Normalfall würde eine solche Entwicklung auf einen US-Konjunkturaufschwung hindeuten.

Grafik 1: Konsumausgaben der US-Privathaushalte (im Vergleich zum Vorjahr)



Quellen: Bureau of Economic Analyses, Bloomberg

Grafik 2: Anträge auf Arbeitslosenunterstützung in den USA (im Vergleich zum Vorjahr)



Quelle: US-Arbeitsministerium

Unter dem Strich sind die derzeit bereits schwachen zyklischen Aktivitäten und die nur moderaten Lagerbestände gute Gründe dafür, um von einem lediglich moderaten Abschwung der US-Wirtschaft auszugehen. So beschränken sich beispielsweise die Investitionen im US-Immobilienmarkt momentan überwiegend auf die Behebung der üblichen Abnutzungerscheinungen. Andererseits lässt sich aber auch nicht abstreiten, dass der lediglich begrenzte Spielraum bei der Geldmarkt- und Fiskalpolitik dem Ausmaß einer möglichen zukünftigen Erholungstendenz Grenzen setzen wird.

Europa

In Europa stellt das schwindende Vertrauen in die europäischen Märkte für Staatsanleihen das für die Weltwirtschaft nach wie vor größte Problem dar. Der IWF erwartet für diese Region im Jahr 2012 sogar das vergleichsweise niedrigste Wirtschaftswachstum. Die letzten zwei Jahre haben uns jedoch gelehrt, dass die Märkte erheblichen Druck auf die Regierungen ausüben müssen, damit diese ihre Meinungsverschiedenheiten überwinden und Krisen bewältigen können. Mittlerweile gibt es jedoch Anzeichen dafür, dass sich die europäischen Politiker einigen und Pläne vorlegen werden, um die Krise in den Griff zu bekommen. Als Frist für die Erarbeitung solcher Lösungsvorschläge wurde Ende Oktober dieses Jahres festgelegt.

Die Zwickmühle, in der in Europa Investoren wie politische Entscheidungsträger gleichermaßen stecken, ist eindeutig: Im Allgemeinen sind nämlich alle europäischen Volkswirtschaften mit Ausnahme Griechenlands durchaus zahlungsfähig. Dies belegt auch Tabelle 2. Sofern die Regierungen an der Umsetzung ihrer fiskalpolitischen Maßnahmen und Wirtschaftsreformen festhalten und – das ist entscheidend – auch der Markt zuversichtlich bleibt, werden diese Staaten auch solvent bleiben. Kritisch dabei ist jedoch, dass sich schon der geringste Zweifel an der Zahlungsfähigkeit eines Landes schnell zu einem Selbstläufer entwickeln könnte, weil die Anleihenmärkte dann Risikoaufschläge fordern müssten. Dadurch würden die Zinsen für einen bereits hoch verschuldeten Staat aber so massiv ansteigen, dass sie dieses Land wohl endgültig in den Ruin treiben würden. Unglücklicherweise besteht dieses Vertrauen im Euroraum mittlerweile jedoch nicht mehr, und es ist unwahrscheinlich, dass es sich allein durch die Bemühungen der unmittelbar betroffenen Staaten wieder herstellen lässt. Dies zeigen auch die Beispiele Italien und Spanien, wo sich die Zinsdifferenzen von Staatsanleihen trotz zusätzlicher fiskalischer Sparmaßnahmen sogar noch ausgeweitet haben.

Tabelle 2: Staatshaushalte

	Fiskalbilanz (in % des BIP)			Bruttoverschuldung (in % des BIP)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Österreich	-4.6	-3.9	-3.3	72	73	74
Belgien	-4.1	-3.6	-2.8	97	96	96
Finnland	-2.5	-1.1	-0.6	48	47	46
Frankreich	-7	-5.7	-4.6	82	84	86
Deutschland	-3.3	-2.1	-1.3	83	82	82
Griechenland	-10.5	-9.6	-7.4	143	144	150
Irland	-32.4	-10.7	-9.2	96	110	117
Italien	-4.6	-4	-2.1	119	120	119
Niederlande	-5.4	-3.8	-3	63	65	66
Portugal	-9.1	-6.3	-5	93	107	113
Spanien	-9.2	-6.5	-4.7	60	67	72
Euroraum	-6	-4.4	-3.2	85	87	89
Japan	-8.1	-8.9	-8.5	200	213	219
GB	-10.4	-7.5	-7.1	80	80	84
USA	-10.2	-8.9	-7.3	99	105	108

Quelle: IWF (mit Kalkulationen von Sparinvest)

Die Verbindlichkeiten des privaten und des öffentlichen Nicht-Finanzsektors der einzelnen Staaten werden in Tabelle 2 miteinander verglichen. Daraus geht hervor, dass die durchschnittliche Verschuldungsquote des privaten und des öffentlichen Sektors im Vergleich zum BIP im Euroraum insgesamt etwa dem Verschuldungsgrad der USA entspricht und sogar noch deutlich unter der Verschuldung Japans liegt. Allerdings ist der Euroraum immer noch weit von jenem Maß an enger politischer Zusammenarbeit entfernt, das erforderlich ist, um die derzeit sehr unterschiedliche Staatsverschuldung der einzelnen Mitgliedsländer zu kollektivieren.

Schwellenländermärkte

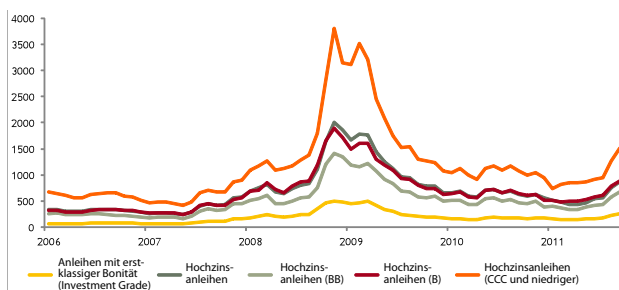
In den Schwellenländern ist der Konjunkturabschwung keine Folge der Staatsverschuldung oder politischer Streitigkeiten, sondern größtenteils auf die Verschärfung der Geldmarktpolitik als Reaktion auf eine steigende Inflation zurückzuführen. So wurden die geldmarktpolitischen Zügel in einigen bedeutenden Staaten wie China und Brasilien zuletzt aggressiv angezogen. Das niedrigere Wachstum der Exporte (infolge der schwachen Nachfrage aus den etablierten Volkswirtschaften) hat auch das Wachstum der Schwellenländer beeinträchtigt. Ein hoher Beschäftigungsgrad (der fast schon einer Vollbeschäftigung entspricht), ein nachhaltiges Lohnwachstum sowie – insbesondere in Asien – sehr niedrige reale Zinsen scheinen die Binnennachfrage momentan jedoch effektiver zu stützen als noch in der Vergangenheit.

In vielen Schwellenländervolkswirtschaften besteht im Hinblick auf das nachlassende Weltwirtschaftswachstum deshalb noch beträchtlicher Spielraum für eine Lockerung der Fiskal- und Geldmarktpolitik.

Der Markt für Unternehmensanleihen

Im letzten Quartal haben sich die Zinsdifferenzen innerhalb des gesamten Bonitätsspektrums auch länderübergreifend ausgeweitet. Die Ursachen dafür waren Ängste vor der europäischen Schuldenkrise sowie steigende volkswirtschaftliche Risiken (siehe Grafik 3). Die dadurch ausgelöste Verkaufswelle verlief rasant, denn die Ausweitung der Zinsdifferenzen konzentrierte sich hauptsächlich auf den August und den September. Angesichts des allgemeinen Fokus auf die Probleme im Zusammenhang mit der Staatsverschuldung überrascht es deshalb nicht, dass sich europäische Unternehmensanleihen schlechter entwickelt haben als Papiere aus anderen Regionen.

Grafik 3: Zinsdifferenzen zwischen Anleihen mit unterschiedlichen Bonitätsratings



Quellen: Bloomberg und Merrill Lynch

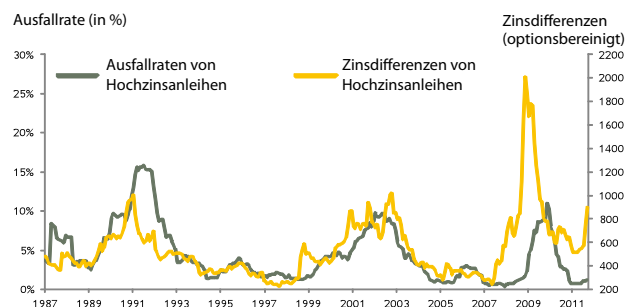
Wie wir bereits in früheren „Informationen für Anleger“ erläutert haben, sind die Bilanzen im Unternehmenssektor aber insgesamt solide. Gleichzeitig sind die Firmen mittlerweile in einem wesentlich besseren Zustand als noch im Jahr 2008. Auf dem derzeitigen Niveau spiegeln die Zinsdifferenzen außerdem bereits eine moderate

Rezession wider. Aufgrund der Finanzierungsprobleme, welche die Unternehmen während der Kreditkrise der Jahre 2008 und 2009 erlebten, haben sie ihre Bilanzen inzwischen aber saniert, ihre Schulden reduziert und ihre Barreserven erhöht. Deshalb sind die Unternehmen nun günstig positioniert, um auch ein sich etwas abschwächendes Wirtschaftsumfeld zu überstehen. Vor allem in Europa müssen sich die Unternehmen auch weiterhin so gläubigerfreundlich verhalten, weil die europäischen Banken nach den zusätzlichen Bewertungsabschlägen bei griechischen Anleihen nun vom Markt dazu gezwungen werden, die Voraussetzungen der Basel III-Richtlinie noch schneller als bisher geplant zu erfüllen.

Unserer Meinung nach erscheinen auf Basis der aktuellen Zinsdifferenzen zwei Ergebnisse möglich: Entweder werden die Märkte aufgrund einer größeren Stabilität in Europa wieder kräftig anziehen oder aber sie geben weiter nach, weil man für Griechenland bzw. für andere Randstaaten keine praktikable Lösung findet. Wir gehen vom erst genannten Szenario aus – und dann werden die Zinsdifferenzen schon bald auch wieder schrumpfen.

Betrachtet man den Markt für Unternehmensanleihen einmal losgelöst von den volkswirtschaftlichen und politischen Risiken rein aus Bottom Up-Perspektive, so scheint der Markt zurzeit jede Menge Anlagechancen zu bieten. In Grafik 4 wird die jüngste Ausweitung der Zinsdifferenzen am Markt für Hochzinsanleihen der aktuellen Ausfallrate von Unternehmensanleihen gegenübergestellt. Das Ergebnis zeigt, welche große Anlagechancen sich momentan bieten. So war die Differenz zwischen den Zinsdifferenzen und den Ausfallraten seit Beginn der Erhebung im Jahr 1987 bisher selten so groß wie derzeit.

Grafik 4: Ausfallraten von Unternehmensanleihen gegenüber Zinsdifferenzen von Hochzinsanleihen

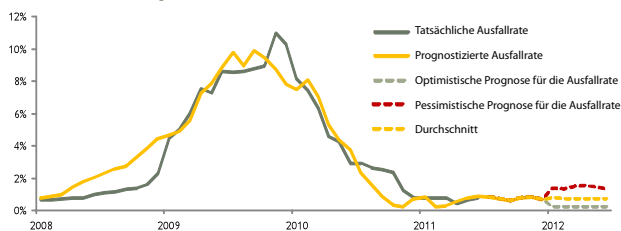


Demzufolge berücksichtigen die aktuellen Renditen von Finanz- und Nicht-Finanz-Unternehmensanleihen bereits beträchtliche Risikoaufschläge, die das hohe politische Ereignisrisiko im Euroraum widerspiegeln. Sollte es jedoch nicht zu einer ausgeprägten Wirtschaftskrise kommen (wovon wir derzeit ausgehen), dann sollte sich dieser Bewertungsvorteil auszahlen. Dies gilt insbesondere für europäische Finanztitel, die derzeit in etwa auf ihren Tiefs von nach der Lehman-Pleite gehandelt werden.

Das Ausfallraten-Modell

Unsere Prognose für die zukünftige Ausfallrate basiert auf unserer Einschätzung, dass der Unternehmenssektor inzwischen in einem besseren Zustand ist. Außerdem deutet das Modell darauf hin, dass der hohe Risikoaufschlag, der aus Grafik 4 hervorgeht, auf absehbare Zeit nicht durch einen Anstieg der Ausfallrate aufgezehrt werden wird. Wir haben dieses Modell bereits in früheren Ausgaben der „Informationen für Anleger“ vorgestellt. Es prognostiziert die zukünftige Ausfallrate bei Unternehmensanleihen auf Basis volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten.

Grafik 5: Das Sparinvest Value Bonds-Ausfallraten-Modell



Quellen: Sparinvest und JP Morgan

Aus Grafik 5 wird deutlich, dass das Modell für 2012 eine weiterhin niedrige Ausfallrate prognostiziert – eine Einschätzung, die kürzlich auch von Moody's bestätigt wurde. In Verbindung mit unserem Fokus auf eine niedrige Beleihungsquote und eine niedrige Nettoverschuldung im Verhältnis zum Eigenkapital spricht dies für ein Investment in den Sparinvest High Yield Value Bonds.

Ausführliche Wertentwicklungsdaten sowie wichtige Kennzahlen (z.B. die effektive Rendite und die Duration) finden Sie in den jeweiligen Fonds-Updates, die unsere Portfoliomanager für jeden Fonds der Sparinvest Value Bonds-Produktpalette erstellt haben.

Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
11. Oktober 2011

Sparinvest Value Bonds-Team



Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager



Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager



Toke Hjortshøj
Portfolio Manager



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 protegiert 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.