



## Value Bonds

### Inhalt

- Die Wirtschaft
- Erträge
- Relative Erträge
- Die Zukunft

### Die Wirtschaft

Die enormen staatlichen Konjunkturpakete sowie die lebenserhaltenden Maßnahmen der Notenbanken für das Finanzsystem haben funktioniert. Inzwischen hat die Weltwirtschaft eine „Bodenbildung“ vollzogen, und die momentane Situation an den Aktien- und Kreditmärkten kann durchaus als ein finanzielles „El Dorado“ bezeichnet werden. Weltweit zieht das Wachstum wieder an, während wir es gleichzeitig rund um den Globus mit einer sehr lockeren Geldmarkt- und Steuerpolitik zu tun haben. Die asiatischen Volkswirtschaften waren die ersten, die eine Trendwende verzeichneten, und werden in der nächsten Zeit wohl positiv zum globalen Wachstum beitragen. Darüber hinaus hat der IWF Anfang Oktober die Aussichten für die Weltwirtschaft nach oben korrigiert. Der IWF erwartet mittlerweile für 2010 ein globales Wachstum von 3,1%, nachdem er noch im Juli von 2,5% ausgegangen war. Der IWF betont aber auch weiterhin, dass die Krise noch nicht vorüber ist. Dies gelte insbesondere für die westlichen Industrienationen. Das anstrengende „Aufräumen“ im Bankensystem ist zwar noch nicht zu Ende, aber im US-Bankensektor scheint es zumindest fortgeschritten zu sein.

In der nachfolgenden Tabelle werden die realen Erträge, die Aktien und Staatsanleihen unter diversen volkswirtschaftlichen Bedingungen der US-Wirtschaft nach einer Finanzkrise seit 1925 erzielt haben, dargestellt. Unter einem geringen Wachstum bei gleichzeitig niedriger Inflation sind unterdurchschnittliche Wachstums- und Inflationstrends zu verstehen. Überraschenderweise lässt sich beobachten, dass das Szenario eines geringen Wachstums und einer niedrigen Inflation im Hinblick auf die Erträge das für die Finanzmärkte letztlich „beste“ Umfeld darstellt.

	Aktien	Anleihen mit langer Laufzeit	Anleihen mit kurzer Laufzeit
Geringes Wachstum und niedrige Inflation	11,4%	10,1%	2,8%
Hohes Wachstum und niedrige Inflation	10,6%	5,2%	1,3%
Hohes Wachstum und hohe Inflation	8,2%	-1,2%	-0,9%
Geringes Wachstum und hohe Inflation	-1,9%	-5,0%	-1,7%

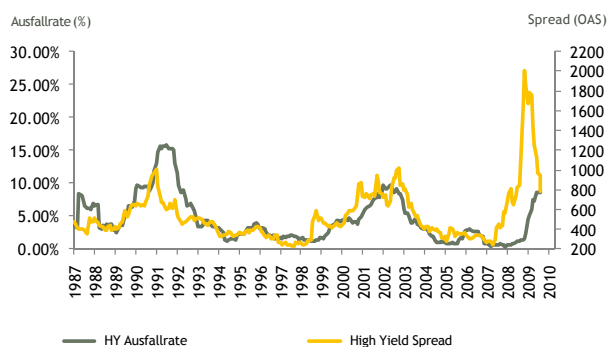
Dies ist der Grund, weshalb das derzeitige Klima an den Finanzmärkten als „El Dorado“ beschrieben werden kann, obwohl viele Menschen die aktuelle Situation nicht gerade als besonders günstig empfinden.

Dementsprechend besteht das größte Risiko für die Finanzmärkte in einer hohen Inflation. Solange die Inflation unter Kontrolle ist, bleiben die Aussichten für die Kredit- und Aktienmärkte positiv, weil die Notenbanken ihre Leitzinsen bei einer mäßigen Inflation niedrig halten können. Niedrige Zinsen der Notenbanken im kurzfristigen Bereich wiederum werden dazu beitragen, dass Banken ihre Kapitalbasis nach der Kreditklemme wieder aufstocken können, weil die Banken dann auch in der Lage sind, Gelder zu niedrigen Zinsen aufzunehmen und diese Mittel in den Anleihenmarkt zu schleusen, um so höhere Renditen zu erzielen. Eine solche Entwicklung war vor 20 Jahren auch im japanischen Bankensektor zu verzeichnen.

Was die Inflation angeht, muss man beachten, dass die Arbeitslosigkeit in den westlichen Industriestaaten derzeit weiter ansteigt. Es wird erwartet, dass die Arbeitslosenquote 2009 in den USA die 10%-Marke übersteigt. In Europa sind die Aussichten fast ebenso düster. Eine hohe Arbeitslosigkeit bedeutet jedoch auch, dass Löhne und Gehälter die allgemeine Inflation in nächster Zeit nicht weiter nach oben treiben werden. Ein Bereich, in dem stattdessen ein Inflationsdruck zu verzeichnen sein wird, ist das Rohstoffsegment. Der Grund dafür sind mögliche zukünftige Engpässe, weil in diese Branche während der Kreditklemme zu wenig investiert wurde. Ändert sich jedoch nichts, werden die Zinsen auch zukünftig niedrig bleiben, was die weitere Entwicklung an den Kredit- und Aktienmärkten stützen sollte.

## Erträge

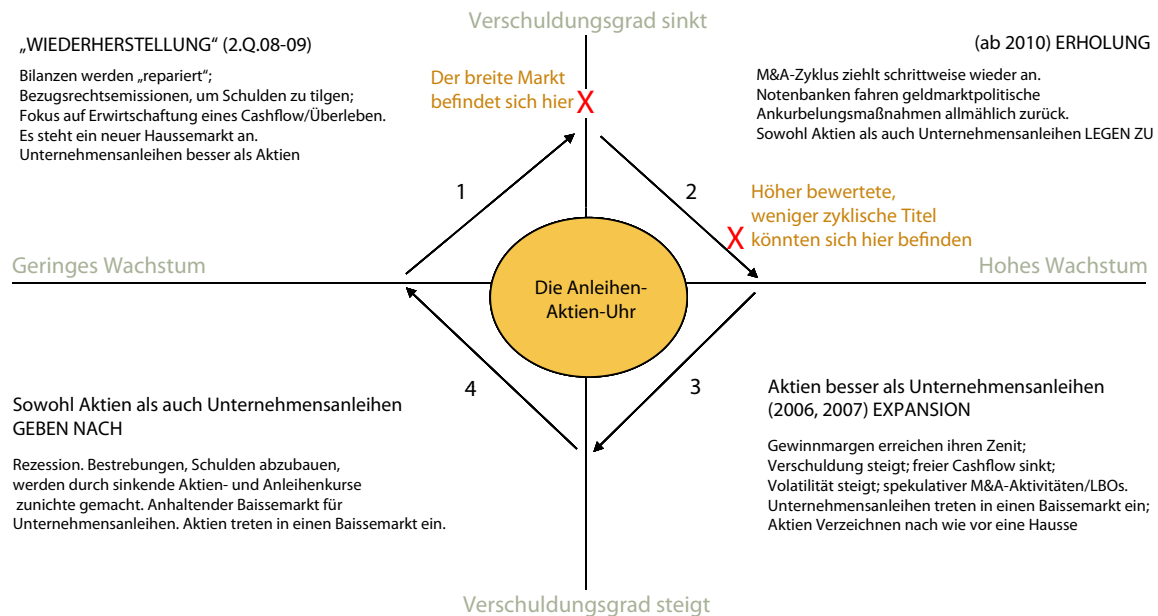
Die Aussicht auf ein kräftigeres Wachstum, Finanzspritzen der Notenbanken, die Erkenntnis, dass die Kreditmärkte das Ausfallrisiko von Unternehmen deutlich aufgebauscht haben, sowie schließlich auch die enormen Barreserven, die für Investments bereitstehen, haben allesamt zu einer Normalisierung an den Kreditmärkten beigetragen.



Obwohl wir bereits häufig darauf hingewiesen haben, dass Unternehmensanleihen im letzten Jahr zu massiv abgewertet worden sind, überrascht uns die Geschwindigkeit, mit der die Normalisierung derzeit vonstatten geht. Deshalb ist es nur verständlich, dass man sich mit der Situation auseinandersetzt und folgende Fragen stellt:

*Warum haben Unternehmensanleihen zuletzt solch hohe Erträge erwirtschaftet? Basiert diese Wertentwicklung wirklich noch auf rationalen Faktoren oder bildet sich hier lediglich eine neue Blase heraus? Sind hochverzinsliche Anleihen inzwischen keine einmaligen Schnäppchen mehr, sondern bereits kostspielige Investments?*

Im Herbst 2008 hatten die Zwangsverkäufe infolge des Zusammenbruchs von Lehman extrem überverkaufte Kreditmärkte zur Folge. Als die Kurse ihren Tiefststand erreichten, hatte der Markt für die nächsten Jahre bereits Ausfallraten von über 20% in den Kursen berücksichtigt. Mit anderen Worten: Der Ausgangspunkt für die Berechnung der Erträge für 2009 war äußerst niedrig. Deshalb kann man auch nicht einfach folgern, dass hochverzinsliche Anleihen nun teurer geworden sind oder dass sich am Markt eine neue Blase bildet, nur weil Unternehmensanleihen 2009 eine Rallye vollzogen



haben. Darüber hinaus emittierten viele Firmen neue Papiere bzw. verkauften Unternehmensteile, um so ihre Verschuldung zu reduzieren. Solche Maßnahmen haben das Ausfallrisiko deutlich verringert, was ebenfalls dazu beigetragen hat, dass hochverzinsliche Anleihen 2009 höhere Erträge erzielten als Aktien. Diese erfreulichen Erträge von hochverzinslichen Anleihen basieren also mit anderen Worten auf den Fundamentaldaten und können nicht allein durch die bessere Liquiditätslage am Markt erklärt werden.

Schaut man sich den breiten Markt an, werden hochverzinsliche Anleihen im Hinblick auf das Ausfallrisiko inzwischen vernünftiger bewertet. Falls der Markt zulegt, wird die Ausfallrate weiter sinken. Genau davon sollte man für 2010 und 2011 ausgehen, weil die Weltwirtschaft allmählich wieder wächst.

Allerdings sind nicht alle Titel preiswert. Unserer Meinung nach umfasst das Segment der mit CCC eingestuften Anleihen mittlerweile viele Beispiele für Papiere, die angesichts ihrer zugrunde liegenden Bonitätsqualität zu teuer geworden sind. Bei höher eingestuften Anleihen identifizieren wir jedoch nach wie vor attraktive Anlagechancen, die uns für erwartete Verluste infolge eines Unternehmensausfalls mehr als ausreichend entschädigen. Es ist also nach wie vor möglich, in den BB- und B-Segmenten Papiere herauszufiltern, die im Vergleich zur risikofreien Rendite Überschussrenditen von 5 bis 10% bieten. Diese Überschussrenditen sollten aber nicht höher als 2 bis 6% sein.

*Wie werden sich hochverzinsliche Anleihen zukünftig entwickeln?*

Das hängt sowohl von den volkswirtschaftlichen Trends als auch vom Fokus der Unternehmen ab. Im Hinblick auf die Konjunktur haben wir auf kurze Sicht Grund zur Zuversicht. Beim Fokus der Unternehmen sollten Anleger jedoch vorsichtig sein (siehe auch nachfolgende grafische Darstellung des Kreditmarktzyklus), sofern sie es mit Firmen mit einer hohen Krediteinstufung zu haben, die den Kauf anderer Unternehmen anstreben und/oder von den Aktionären unter Druck gesetzt werden, den Aktienkurs durch Dividendenzahlungen usw. nach oben zu treiben. Von Zeit zu Zeit sehen wir auch Firmen, die an den Kreditmärkten Kapital aufnehmen wollen, um damit Dividendenzahlungen an ihre Aktionäre und ihr Management zu finanzieren. In solche Emittenten investieren wir nicht. Oder, um es anders auszudrücken: Wir geben keine Kredite an Unternehmen, damit sich deren Management daran bereichert.

### Relative Erträge

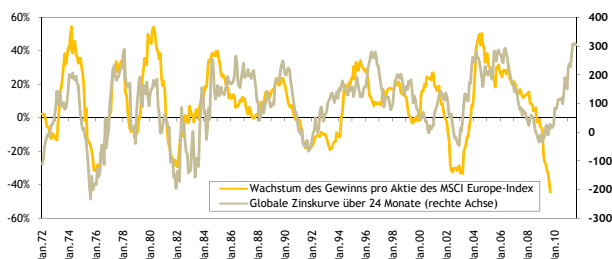
Der Fonds hat die Krise bestens überstanden, und schaut man sich die letzten Jahre an, so war der Nettoinventarwert des Fonds nie höher als zu Beginn des vierten Quartals. Wir konnten, sowohl relativ als auch in absoluten Zahlen betrachtet, positive Erträge erwirtschaften, weil der Fonds keine Ausfälle erleiden musste und außerdem viele der im Portfolio vertretenen Unternehmen, die zuletzt massiv überverkauft worden waren (entweder weil es sich dabei

um kleinere Firmen handelte oder weil sie in der falschen Branche tätig waren) nun wieder an Boden gewannen. In unseren Informationen für Anleger aus dem ersten Quartal hatten wir bereits darauf hingewiesen, dass der Fonds einen solchen Anstieg verzeichnen könnte, sobald der Unternehmenszyklus seinen Tiefpunkt erreicht hat. Wir werden uns natürlich nicht auf unseren Lorbeeren ausruhen und identifizieren am Markt nach wie vor interessante Anlagechancen. Unsere Restlaufzeitrendite ist mit 12% sowohl in absoluten Zahlen als auch im Vergleich zu anderen Anlageklassen weiterhin sehr attraktiv.

## Die Zukunft

Die Zinskurven sind momentan weltweit sehr steil. Unter der Zinskurve verstehen wir die Differenz zwischen einer Anleihe mit 10-jähriger Laufzeit und dem 3-Monatszinssatz. In der Vergangenheit sprachen steile Zinskurven für ein kräftiges Gewinnwachstum der Unternehmen – was angesichts des Ausmaßes, in dem die Firmen ihre Kosten bis an die Schmerzgrenze gesenkt haben, sowie der steigenden Nachfrage nicht unwahrscheinlich ist.

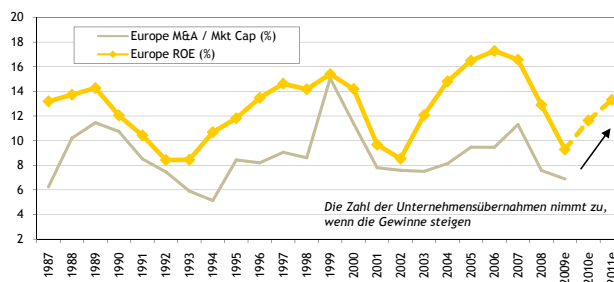
*Eine steile Zinskurve deutet auf ein hohes Gewinnwachstum hin...*



Wenn die Unternehmensgewinne steigen, sollten die M&A-Aktivitäten ebenfalls wieder anziehen. Dies würde den Beobachtungen der letzten 20 Jahre entsprechen. Ein weiterer Faktor, der für gesteigerte Wirtschaftsaktivitäten sprechen würde, ist die Wiederöffnung des Kreditmarktes. Große börsennotierte Unternehmen mit hohen Bonitäts-

einstufungen können derzeit an den Kreditmärkten langfristige Finanzierungen zu sehr niedrigen Zinsen erhalten (weil die risikofreie Verzinsung sehr gering ist). Wenn einige dieser Firmen aber in der Lage sind, Kapital zu Zinsen von 4 bis 5% aufzunehmen, könnten sie dazu neigen, andere Unternehmen zu erwerben. So hat die Firma Kraft bereits ein Übernahmeangebot für Cadbury abgegeben.

... höhere M&A-Aktivitäten aufgrund steigender Gewinne – Wasser auf die Mühlen der Anleger.



Im Hinblick auf die Erträge werden steigende M&A-Aktivitäten den Inhabern preiswerter Unternehmen zugute kommen, weil davon auszugehen ist, dass sich das Interesse an einer Übernahme hauptsächlich auf günstige Firmen richten wird. Dieser erwartete Trend spricht entweder für Investments in Value-Aktien oder für Engagements in hochverzinslichen Anleihen – je nachdem, was der jeweilige Anleger bevorzugt. Für 2010 gehen wir von einem positiven Ertrag von etwa 10% aus. Der High Yield Value Bonds wird sich auch weiterhin auf Unternehmen mit vergleichsweise soliden Bilanzen und einem deutlichen Fokus auf den Abbau ihrer Schulden konzentrieren. Wir werden aber auch nach wie vor nicht den risikoreichsten Unternehmensanleihen hinterherlaufen, nur um in kurzfristigen Performancevergleichen gut dazustehen.

**Klaus Blaabjerg**  
Senior Portfolio Manager  
8. Oktober 2009

## Sparinvest Value Bonds-Team



**Klaus Blaabjerg**  
Senior Portfolio Manager



**Sune Højholt Jensen**  
Senior Portfolio Manager



**Toke Hjortshøj**  
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. Quelle: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum.