



Value Bonds

Inhalt

- Die europäischen Volkswirtschaften
- Die US-Wirtschaft
- Die Volkswirtschaften im „Rest der Welt“
- Bewertungsniveau

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,

nach einem recht erfreulichen ersten Halbjahr stiegen die Risikoaufschläge in der zweiten Jahreshälfte 2011 massiv an. Die Zinsdifferenzen stehen mittlerweile in keinem Verhältnis mehr zu den aktuellen Fundamentaldaten der Unternehmen, den Ausfallraten und den Wachstumserwartungen. Angesichts knapper Liquidität und hoher Volatilität bleiben die Anleger risikoscheu, und die Kreditmärkte hängen sozusagen in der Schwebe. Darüber hinaus verdichten sich die Hinweise darauf, dass in EUR denominierte Wertpapiere weltweit allmählich auf eine ganz grundsätzliche Risikoscheu stoßen. Deshalb haben die Fundamentaldaten der Unternehmen momentan weniger Einfluss auf die zukünftige Tendenz der Kreditmärkte als je zuvor, so dass die Erträge im nächsten Jahr wohl größtenteils durch politische Faktoren bestimmt werden.

Unserer Meinung nach spiegelt sich in den Credit Spreads insgesamt der gewichtete Durchschnitt einiger Kern-Szenarios wieder, die sich alle um das Überleben – oder das Scheitern – des Euro in seiner derzeitigen Form drehen. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um folgende Szenarios:

- Entweder überlebt der Euro, und der Euroraum bleibt also bestehen. Dann erwartet man ein lediglich mäßiges Wachstum, quantitative Lockerungsmaßnahmen in der einen oder anderen Form (einschließlich des LTRO 2-Programms) sowie Maßnahmen, die zu einer engeren fiskalischen Zusammenarbeit führen werden.
- Oder einzelne Mitgliedsstaaten scheiden aus der Währungsunion aus. So könnte beispielsweise Deutschland gemeinsam mit den übrigen noch intakten Volkswirtschaften aussteigen, oder aber einige Nicht-Kernstaaten verlassen den Euroraum. Im schlimmsten Fall würde dies eine tiefe Rezession und einen deutlichen Anstieg der Ausfallraten nach sich ziehen.

Ganz grundsätzlich tendieren wir aber zur erst genannten Einschätzung. Allerdings ist das Risiko, dass das letzt genannte Szenario eintritt, unserer Meinung nach mittlerweile höher denn je. Selbst wenn man eine Lösung zur Rettung der Gemeinschaftswährung findet, muss diese vor allem zweckmäßig sein. So muss der Eindämmung der Finanzierungskosten für die Mitgliedsstaaten des Euroraums oberste Priorität eingeräumt werden, damit das Vertrauen der Anleger wiederhergestellt wird. Gelingt dies nicht zügig, wird sich der momentan bereits schlechte Konjunkturausblick noch weiter eintrüben. Eine erfolgreiche Senkung der Risikoaufschläge auf Staatsanleihen wird den Prozess des Schuldenabbaus und der Rekapitalisierung der Banken, die zurzeit mit beträchtlichen Finanzierungsschwierigkeiten und aufsichtsrechtlichen Problemen zu kämpfen haben, jedoch nicht aufhalten. Und dieser Prozess selbst hat eine Abwärtsspirale zur Folge, weil sie die Konjunkturerholung, das Kreditangebot sowie die staatlichen Finanzierungsmöglichkeiten gefährden.

Die europäischen Volkswirtschaften

Ende 2011 geriet das Wachstum im Euroraum in negatives Terrain. Die Auslöser dafür waren zusätzliche Sparmaßnahmen in Frankreich, Italien und Spanien (um nur die größeren Mitgliedsstaaten zu nennen), ein schwierigeres Finanzierungsumfeld (infolge steigender Zinsdifferenzen bei Staatsanleihen und einer Verschärfung der Kreditbedingungen seitens der Geschäftsbanken) sowie das schwindende Vertrauen des Privatsektors. Der Rückgang der allgemeinen Wirtschaftsaktivitäten wird sich wohl auch Anfang 2012 fortsetzen. Dieser Abschwung sollte sich vor allem in einer nachlassenden Binnennachfrage (aufgrund der schwierigeren Finanzierungsbedingungen), in Kursverlusten an den Aktienmärkten sowie (in einigen Ländern) in sinkenden Immobilienpreisen niederschlagen. Dabei werden die Konsumausgaben vor allem durch zusätzliche Sparmaßnahmen, die Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt sowie den immer noch notwendigen Schuldenabbau der Privathaushalte belastet werden. Derweil werden die Investitionsausgaben (hauptsächlich für Maschinen und Technik) wahrscheinlich durch die sinkende Nachfrage nach Endprodukten, die verschärften Kreditbedingungen sowie die wachsende Unsicherheit um die politische Entwicklung im Euroraum in Mitleidenschaft gezogen werden. Auch die Investitionsausgaben für Bauprojekte werden vermutlich sinken. Die Ursachen dafür sind die rückläufigen Investitionen der Unternehmen, die Kürzung der Staatsausgaben für Infrastruktur sowie eine lediglich schleppende Tendenz des Wohnimmobilienmarktes (weil die Verbraucher mit der Last ihrer Hypothekenkredite sowie mit sinkenden Wohnimmobilienpreisen zu kämpfen haben). Die Staatsausgaben werden ebenfalls deutlich schrumpfen, weil die Staaten des Euroraums den Gürtel zukünftig noch enger schnallen müssen.

Aber: Im Jahr 2012 sollte auch eine konjunkturelle Trendwende einsetzen. *Dieser Wendepunkt im Unternehmenszyklus wird für die Finanzmärkte ein entscheidender Katalysator sein, da diese eine solche Trendwende üblicherweise mit einer Vorlaufzeit von bis zu sechs Monaten antizipieren. Unserer Meinung nach gibt es mehrere Gründe, weshalb man für das zweite Halbjahr 2012 von einer solchen allmählichen Trendwende ausgehen sollte.*

Zunächst einmal erwarten wir außerhalb Europas im Jahr 2012 ein recht ordentliches Wirtschaftswachstum. Obwohl man nicht davon ausgeht, dass der Euroraum einen Beitrag zu diesem allgemeinen Wachstum leisten wird, prognostiziert man für die Weltwirtschaft ein Wachstum, das in etwa seinem langfristigen Durchschnitt von rund 3,5% entspricht. Zweitens sollte der Euro 2012 weiter abwerten – auf einen EUR/USD-Wechselkurs von 1,2 – falls die Standardmodelle zur Kaufkraftparität ihre Gültigkeit behalten. Die EZB selbst schätzt, dass eine Abwertung des Euro um handelsgewichtete 10% im ersten Jahr einen Anstieg des BIP von 0,7% und im zweiten Jahr sogar von 1,2% zur Folge haben wird. In ihrer Gesamtheit sollten diese beiden Faktoren dazu beitragen, eine Erholung der Exportnachfrage außerhalb des Euroraums zu stützen. Drittens halten wir es für wahrscheinlich, dass sich der Schuldenabbau seitens der Banken auf das erste Halbjahr 2012 konzentrieren wird - also noch vor dem Ende der Frist, die das EBA den Banken eingeräumt hat, um die im Rahmen des jüngsten Stresstests gesetzte Zielvorgabe für das Tier 1-Kapital von 9% zu erreichen. Deshalb **gehen wir nicht davon aus, dass sich die Bedingungen an den Kreditmärkten nach diesem Stichtag noch weiter verschärfen werden.** Viertens werden die Auswirkungen der fiskalischen Sparmaßnahmen wohl bereits Anfang 2012 spürbar werden, wenn die meisten dieser neuen Maßnahmen in Kraft treten. Unseres Erachtens nach werden die Haushaltsentwürfe für 2013 (zu denen man nach der parlamentarischen Sommerpause wohl nähere Einzelheiten erfahren wird) dann vermutlich auch ein geringeres Maß an Einsparungen vorsehen. Dies sollte dem Wachstum zumindest etwas zugutekommen. Schließlich erwarten wir auch, dass die EZB ihre Geldmarktpolitik weiter lockern wird: zunächst in Form einer Senkung des Refinanzierungssatzes auf ein historisches Tief von 0,5% (was eine weitere Zinssenkung um 0,5% impliziert) und letztlich auch mittels weiterer quantitativer Lockerungsmaßnahmen einschließlich des LTRO 2-Programms, das im Februar 2012 anlaufen wird. In der Vergangenheit bedeutete eine Zinssenkung seitens der EZB um 1% einen Anstieg des BIP um 0,2% im ersten Jahr sowie 0,4% im darauffolgenden Jahr. Allerdings **bestehen für dieses Szenario derzeit tendenziell eher Rückschlagrisiken.** Dazu zählen eine ausgeprägte Kreditklemme im Euroraum, ein weiteres Übergreifen der Staatsschuldenkrise auf die Kernländer sowie die Notwendigkeit weiterer fiskalischer Sparmaßnahmen.

Die US-Wirtschaft

Die US-Wirtschaft hat im zweiten Halbjahr 2011 für positive Überraschungen gesorgt und scheint diesen Trend 2012 fortzusetzen. So fielen die kürzlich veröffentlichten Beschäftigtenzahlen besser als erwartet aus. Dies könnte auch ein Grund dafür sein, weshalb die Nachfrage nach Krediten zuletzt wieder angezogen hat. Das Volumen bei Konsumentenkrediten ist im November (saisonbereinigt) um 20,4 Mrd. USD gestiegen. Nach oben getrieben wurde es durch ein Plus von 5,6 Mrd. USD (saisonbereinigt) bei sich erneuernden Krediten sowie einen Anstieg von 14,8 Mrd. USD (saisonbereinigt) bei nicht revolving Krediten. Dieser Aufwärtstrend war wesentlich kräftiger als der Zuwachs von 6 Mrd. USD aus dem Oktober und übertraf die allgemeinen Erwartungen von 7 Mrd. USD deutlich. Das Segment der sich erneuernden Kredite, das in erster Linie den Bereich Kreditkarten umfasst, verzeichnete damit den höchsten Anstieg seit dem Frühjahr 2008. Darin spiegeln sich möglicherweise ein Aufwärtstrend bei den Konsumausgaben sowie etwas lockerere Kreditstandards wider (was im genauen Gegensatz zur aktuellen Entwicklung in Europa steht). So haben laut der jüngsten „Senior Loan Officer Opinion Survey“ der US-Notenbank beispielsweise einige Kreditinstitute eine moderate Lockerung ihrer Kreditbedingungen bei Kreditkarten vermeldet. *Darüber hinaus berichtete keine Bank von einer Verschärfung ihrer Standards.* Hoffentlich behalten die US-Privathaushalte diese Konsumfreude angesichts der Verfügbarkeit von Krediten sowie wegen der (nach den erfreulichen Meldungen vom Arbeitsmarkt) wieder besseren Stimmung bei oder steigern ihre Ausgaben sogar noch.

Kleinere Unternehmen sind für die Schaffung von Arbeitsplätzen in den USA ebenfalls von recht großer Bedeutung. Aktuelle Zahlen der „National Federation of Independent Businesses“ belegen, dass der Index zum Vertrauen kleinerer Firmen im vierten Monat hintereinander um 1,8 auf nunmehr 93,8 Punkte angestiegen ist. Dieses Plus war auf Verbesserungen bei den Gewinnrends sowie bei den erwarteten Umsätzen der befragten Unternehmen zurückzuführen.

Sollte die US-Wirtschaft jedoch an Fahrt verlieren, wird die US-Notenbank zur Stelle sein und ihre Version eines QE3-Programms auflegen – das auch den Kauf von Hypothekenanleihen umfassen könnte, um so die Kosten für den Erwerb von Immobilien weiter zu senken.

Die Volkswirtschaften im „Rest der Welt“

Für 2012 erwartet man, dass das Wachstum der Weltwirtschaft in etwa seinem langfristigen Durchschnitt von rund 3,5% entsprechen wird. Die Konjunktur in China hat sich aufgrund der Verschärfung der Geldmarktpolitik im Jahr 2011 bereits abgekühlt. So belegen kürzlich

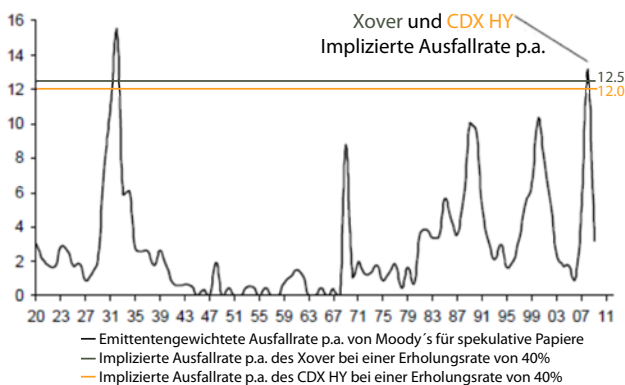
veröffentlichte Zahlen, dass die Importe nach China den geringsten Anstieg seit langem verzeichnet haben. Deshalb gehen wir davon aus, dass China – ebenso wie andere Schwellenländervolkswirtschaften – seine Geldmarktpolitik im ersten Halbjahr 2012 wieder lockern wird. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit dafür, dass risikobehaftete Anlageformen im Jahr 2012 eine durch Liquidität ausgelöste Kursrallye vorlegen werden.

Bewertungsniveau

Unserer Meinung nach sind Kredite – einschließlich Schwellenländer-Unternehmensanleihen – derzeit stark unterbewertet: europäische Anleihen wurden im Jahr 2011 beträchtlich billiger. Obwohl Europa sowohl beim Wachstum als auch bei der finanziellen Stabilität momentan mit beträchtlichen Risiken zu kämpfen hat, werden diese Risiken in den Anleihenkursen unserer Einschätzung zufolge bereits berücksichtigt. Darüber hinaus vertreten wir die Auffassung, dass die Märkte die Möglichkeit einer „Japanifizierung“ Europas derzeit wesentlich unterschätzen. In Japan kam es nämlich zu einer grundlegenden Trendwende hin zu einem Abbau von Verbindlichkeiten (anstelle niedriger Renditen), wodurch die Zinsdifferenzen geschrumpft sind.

Aufsichtsbehörden und Ratingagenturen sind heutzutage mit die größten Risiken für die Finanzmärkte. Beide Berufsgruppen sind derzeit nämlich bestrebt, die Fehler, die sie vor dem Ausbruch der Krise im Jahr 2008 gemacht haben, wieder auszubügeln. So haben beispielsweise Moody's und S&P ihre Besorgnis zum Ausdruck gebracht, dass die EZB die Staatsfinanzen nicht explizit absichert, was nach Auffassung der Ratingagenturen eine Neubewertung von Staatsanleihen aus dem Euroraum (auch aus mit AAA eingestuften Ländern) rechtfertigen könnte. Sollten die Ratingagenturen dieses Vorhaben wirklich umsetzen, könnte das kurzfristig durchaus Auswirkungen auf den Bankensektor und möglicherweise auch auf multilaterale Institutionen haben. Deren AAA-Rating wurde nämlich üblicherweise mit dem Argument begründet, dass diese Institute durch mit AAA geratete Staaten gestützt werden. Unserer Meinung nach berücksichtigen die Ratingagenturen dabei aber nicht die Maßnahmen, die bereits ergriffen worden sind, um die Staatsschuldenkrise in Europa einzudämmen.

Derzeit implizieren die Zinsdifferenzen von Hochzinsanleihen sowohl in Europa als auch in den USA (der iTraxx Xover- und der CDX HY-Index sind dafür die beiden anschaulichsten Beispiele) sehr hohe Ausfallraten. Mit einem Niveau von 7,5% deutet etwa der Xover-Index auf eine Ausfallrate hin, die mit der Situation im Jahr 2009 nach der Lehman-Pleite oder während der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren vergleichbar ist.



Quelle: Moody's

Die meisten Unternehmen sind derzeit günstig positioniert, um selbst einen länger anhaltenden Rückgang der Wirtschaftsaktivitäten und damit auch ihrer Gewinne zumindest im Jahr 2012 zu überstehen. Zwar gehen wir davon aus, dass die Ausfallrate von ihrem momentan niedrigen Niveau wieder nach oben klettern wird, erwarten aber keinen allzu deutlichen Anstieg. Laut unseres

Prognose-Modells für die globale Ausfallrate wird diese am Markt für Hochzinsanleihen im Jahr 2012 weltweit bei etwa 2% und damit nur leicht über dem Niveau von 1,8% aus dem Jahr 2011 liegen. Ein entscheidender Grund, weshalb man auch 2012 von einer niedrigen Ausfallrate ausgehen sollte, ist der, dass viele Firmen ihren Refinanzierungsbedarf bereits während der letzten Jahre gedeckt haben. Eine konservative Prognose würde grundsätzlich von einer globalen Ausfallrate von 4% (dem langfristigen Durchschnitt) und einer Erholungsrate von 40% (ebenfalls langfristiger Durchschnitt) ausgehen. Dieses Szenario würde bei globalen Hochzinsanleihen einen erwarteten Verlust von 2,4% implizieren. Allerdings erhalten Investoren in globalen Hochzinsanleihen derzeit als zusätzliche Kompensation für das Eingehen des Kreditrisikos bei Hochzinsanleihen 5,25%.

Mit freundlichen Grüßen

Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
11. Januar 2012

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.