



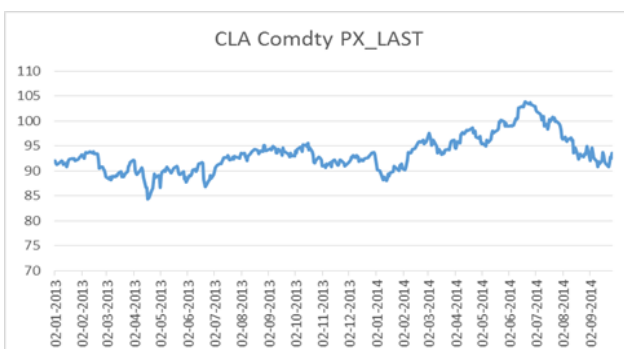
Brev til investorerne – Value Bonds

3. kvartal 2014

Obligationsmarkedet - overblik

I takt med at de store økonomier begyndte at bevæge sig i forskellige retninger, blev det makroøkonomiske billede mere mudret i 3. kvartal.

Økonomiske data indikerer, at væksten i USA i 2014 vil være på omkring 2,5 %, hvilket er en smule under estimatet fra tidligere på året. I Europa har nøgletallene skuffet (på ny), og vækstudsigterne for eurozonen er blevet nedjusteret til ca. 0,9 % for 2014. Det underliggende billede varierer dog betydeligt fra land til land, hvor særligt økonomier som Frankrig og Italien ser pressede ud, hvilket først og fremmest kan tilskrives mangel på strukturelle reformer. Selv den tyske økonomi er begyndt at se sårbar ud, fordi yennens fald truer den tyske eksport. I Kina er tilbagegangen fortsat på trods af de reformer, der blev iværksat tidligere på året, og det har haft negativ indvirkning på råvarepriserne verden over.



Råvarer som jernmalm og kobber har ramt det laveste niveau i årevis, mens energirelaterede råvarer som olie og naturgas har oplevet det største fald i to år. Samtidig spøger de geopolitiske risici fortsat – bl.a. i Mellemøsten og Ukraine.

Indhold

- Obligationsmarkedet - overblik
- Value Bonds - High Yield
- Value Bonds - Investment Grade
- Value Bonds – Emerging Markets

Pengepolitikkerne er fortsat lempelige, selvom den amerikanske centralbank (FED) har indikeret, at de massive kvantitative lempelser, som blev sat i søen i begyndelsen af 2009, nu gradvist vil blive rullet tilbage. Samtidig forventer flere, at FED vil begynde at hæve renterne i 2015, om end man næppe vil forhaste sig af frygt for at underminere det fortsat relativt skrøbelige opsving i USA. Den Europæiske Centralbank (ECB) har endnu en gang sænket renten, som nu er på 0,05 %, men de europæiske politikeres manglende vilje til at gennemføre upopulære reformer kan meget vel tvinge ECB til at gennemføre en form for kvantitativ lempelse.

Likviditeten i det samlede obligationsmarked er fortsat faldende, hvilket bl.a. er udløst af den øgede politiske regulering af finanssektoren (bl.a. i form af Dodd.Frank-reformen, Volkcer-lovgivningen og Basel III), som tvinger bankerne til at gentænke deres forretningsmodeller og gå bort fra deres investeringsbank-aktiviteter som råvarehandel, værdipapirhandel, marked making mv.

Dette har medført et større frasalg i markedet for risikable aktiver i den sidste del af kvartalet. Dollaren er steget betydeligt, mens statsobligationer er steget i kurs, og renten på den 10-

årlige tyske statsobligation faldt til under 1 %, efterhånden som flere og flere investorer søgte mod sikrere havne. Herhjemme endte auktionen over 2-årige statsobligationer i august med en rente på -0,04 %, og tyske statsobligationer med mindre end fire år til udløb handles alle med negative renter. Disse faktorer vidner om stressede finansmarkeder.



Value Bonds - high yield

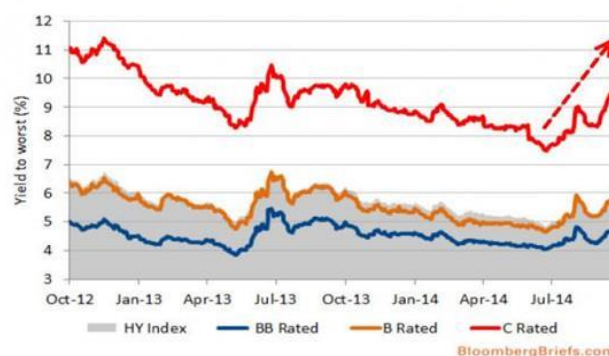
Antallet af nyudstedelser i europæisk high yield er steget markant i 2014 og er nu på vej mod det højeste niveau, siden virksomhederne i 2008 i kreditkrisens kølvand og som følge af den øgede regulering begyndte at søge andre finansieringsmuligheder end bankudlån. Kreditkvaliteten i de nye udstedelser i Europa er generelt fortsat attraktiv, hvilket står i kontrast til amerikansk high yield, hvor klausulerne er svage og obligationerne har uattraktive betingelser såsom Payment-in-Kind, hvor kuponbetalinger typisk ikke sker i form af kontanter, men nye obligationer. Sammenholdt med risikoen for stigende amerikanske renter betyder det, at vi i Sparinvest har valgt at være betydeligt undervægtet i amerikanske virksomhedsobligationer.

Vores high yield-strategier klarede sig dårligere end markedet i august og september, hvor investorerne generelt søgte mod mindre risikable investeringer. Investorernes exit fra high yield-obligationer (den mest markante siden 2011), vores lave varighed sammenlignet med benchmark samt den faldende likviditet (som beskrevet ovenfor) påvirkede samlet set afkastet negativt. Derudover haltede small cap-selskaberne efter markedet, og porteføljens tilt mod materialer og råvare-relaterede

investeringer (primært olie og jernmalm) led under de faldende råvarepriser.

Det skal dog bemærkes, at de vigende afkast i 3. kvartal primært er et resultat af mark-to-market-princippet (hvor aktiverne løbende værdiansættes til markedsværdien), og ikke et stigende antal selskaber, som går konkurs. Vores high yield value bonds-porteføljer rummer mellem 70 og 130 selskaber afhængig af afdeling, og de oplever fortsat en lav konkursrate. Dog er to jernmalmsselskaber nødlidende, fordi prisen på jernmalm er faldet mere end 40 % i 2014, hvilket mere eller mindre har eroderet deres forretningsmodel. Vi oplever et stigende antal pressede selskaber primært i olieindustrien, men ser også pressede Ukraine-relaterede investeringer. Teamet er dybt involveret i restrukturen af disse positioner med henblik på at maksimere værdien af investeringerne.

C Rated Bonds Hit 22-Month Low Amid Junk Bond Sell-Off



Det bør imidlertid bemærkes, at på trods af den seneste tids afkastmæssige efterslæb i forhold til benchmark er porteføljen investeret i obligationer, som giver en højere rente end benchmark, og det merafkast, der kan opnås herved bør opveje de "nedskrivningsmæssige" tab i form af mark-to-market-reguleringer. Dette er netop essensen af Sparinvests Value Bonds-strategi – at vi gennem vores egenudviklede "bottom up"-proces med tilbundsgående kreditanalyse kan identificere selskaber, som giver os en markant kreditpræmie i forhold til benchmark.

Value Bonds - investment grade

Investment grade-obligationer gav pæne afkast i 3. kvartal som resultat af fortsat faldende renter og indsnævring af kreditspænd. Investment grade-selskaber har i stort omfang udstedt længerefristet gæld med henblik på at sikre sig langsigtet funding på de nuværende historisk lave niveauer. Som følge

heraf er varigheden steget i de forskellige sammenligningsindeks, og varigheden i Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index er nu omkring seks år.

Markedet for investment grade-obligationer domineres i stigende grad af udstedelser i banksektoren, da ny regulering tvinger flere banker til at ændre deres funding-behov og –setup. Dette skaber muligheder for forsigtige og omhyggelige investorer som Sparinvest og afspejles i vores allokering til finansobligationer.

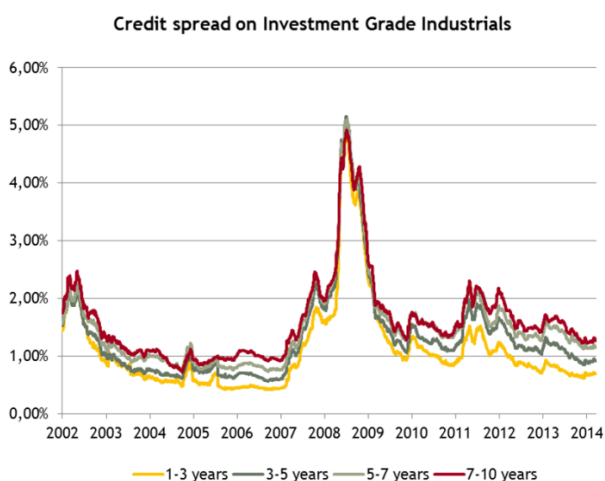
Vores investment grade-strategi har klaret sig en smule bedre end forventet, idet den høje kvalitet af de nøje udvalgte selskaber i porteføljen afbød den negative effekt, som eksponeringen mod small cap-obligationer havde i kvartalet.

her følger vi nøje den officielle sanktionspolitik, som har EU har vedtaget.

Strategien leverer fortsat et tilfredsstillende afkast og afdelingerne blev for nyligt tildelt de maksimale fem stjerner af det uafhængige analysebureau Morningstar.

Value Bonds-teamet

Den 8. oktober 2014



Value Bonds – emerging markets

Emerging markets-aktiver er generelt en smule under pres pga. af den faldende risikoappetit, som har ramt markedet efter den amerikanske centralbanks udmelding om, at man vil begynde en normalisering af pengepolitikken. Derudover har geopolitiske risici og makroøkonomiske bekymringer øget risikopræmien i emerging markets-aktiver. Når det er sagt, har devalueringen af flere lokale emerging markets-valutaer skabt en række interessante investeringsmuligheder for value-investorer. Det skyldes, at flere virksomheder har oplevet stærkt forbedret cash flow og rentabilitet, fordi deres lokale produktionsomkostninger er faldet pga. af de faldende valutaer, mens indtjeningen er i hårde valutaer som amerikanske dollars.

Value bonds-teamet har identificeret (og investeret i) en række emerging markets-selskaber, som fremstår markant mere kreditværdige end de lande, de har hovedsæde i. Enkelte selskaber er dog eksponeret mod krisen i Ukraine og Rusland, og

Sparinvest har tilsluttet sig UN PRI og er medlem af Eurosif og Dansif. UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

Signatory of:



Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages, eller undlades, i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.