



## Brev till fondspararna – värdeobligationer

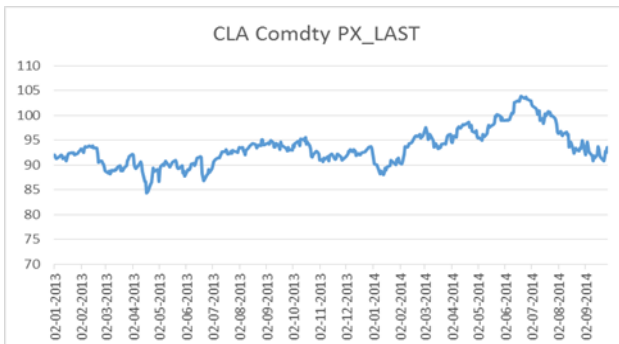
3:e kvartalet 2014

### Obligationsmarknaden – en överblick

I takt med att de stora ekonomierna började röra sig i olika riktningar blev den makroekonomiska bilden grumligare under det tredje kvartalet.

Ekonomiska data indikerar att tillväxten i USA kommer att hamna på omkring 2,5 % år 2014, vilket är något lägre än man förväntade sig tidigare i år. I Europa har nyckeltalen (återigen) fallit och tillväxtutsikterna för eurozonen har justerats ned till ca 0,9 % för 2014. Den bakomliggande bilden varierar dock kraftigt från land till land där framför allt ekonomier som Frankrike och Italien ser pressade ut, vilket främst kan tillskrivas bristen på strukturella reformer. Den tyska ekonomin börjar också se sårbar ut eftersom den fallande yenen hotar den tyska exporten. I Kina fortsätter tillbakagången trots reformerna tidigare i år, vilket har haft en negativ inverkan på råvarupriserna världen över.

Oljeprisets utveckling sedan 2013 (ticker CLA)



Råvaror som järnmalm och koppar har nått den lägsta nivån på flera år, medan energirelaterade råvaror som olja och na-

### Innehåll

- Obligationsmarknaden – en överblick
- Värdeobligationer – high yield
- Värdeobligationer – investment grade
- Värdeobligationer – tillväxtmarknader

turgas har upplevt det största fallet på två år. Samtidigt fortsätter de geopolitiska riskerna att spöka bl.a. i Mellanöstern och Ukraina.

Penningpolitiken är fortsatt försiktig, även om den amerikanska centralbanken (FED) har indikerat att de massiva kvantitativa lättnader som genomfördes i början av 2009 nu gradvis kommer att dras tillbaka. Samtidigt förväntar sig fler att FED kommer att börja höja räntorna under 2015, även om de knappast kommer att förhastas av rädsla för att underminera den fortsatt relativt skröpliga uppgången i USA. Europeiska centralbanken (ECB) har än en gång sänkt räntan, som nu ligger på 0,05 %. De europeiska politikernas bristande vilja att genomföra impopulära reformer kan dock mycket väl tvinga ECB att genomföra en sorts kvantitativ lättnad.

Likviditeten på den samlade obligationsmarknaden fortsätter att falla, vilket bl.a. har utlösts av den ökade politiska regleringen av finanssektorn (bl.a. i form av Dodd-Frank-reformen, Volcker-lagstiftningen och Basel III), som tvingar bankerna att göra om sina affärsmodeller och gå ifrån sina investmentbank-aktiviteter som råvaruhandel, handel med värdepapper i eget lager, market making m.m.

Det medförde en större utförsäljning på marknaden av riskabla tillgångar under sista delen av kvartalet. Dollarn har stigit avsevärt, medan statsobligationer har stigit i kurs och räntan på den 10-åriga tyska statsobligationen har fallit till under 1 % i och med att fler och fler investerare sökt sig till säkra hamnar. I Danmark resulterade auktionen av 2-åriga statsobligationer i augusti i en ränta på -0,04 %, och tyska statsobligationer med mindre än fyra års löptid handlas alla med negativa räntor. Dessa faktorer vittnar om stressade finansmarknader.



### Värdeobligationer – high yield

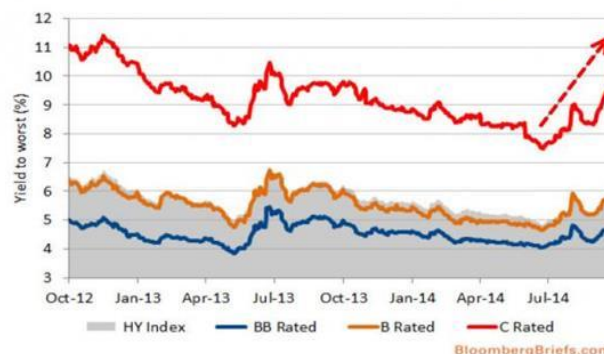
Antalet emissioner av europeiska high yield-obligationer har ökat markant under 2014 och är nu på väg mot den högsta nivån sedan företagen under 2008 i kreditkrisens kölvatten började söka andra finansieringsmöjligheter än banklån. Kreditkvaliteten på de nya emissionerna i Europa är generellt fortsatt attraktiv. Detta står i kontrast till amerikansk high yield, där kovenanterna är svaga och obligationerna har oattraktiva villkor såsom "Payment-in-Kind", där kupongbetalningar vanligtvis inte sker i form av kontanter, utan nya obligationer. Tillsammans med risken för stigande amerikanska räntor innebär det att vi på Sparinvest har valt att vara betydligt underviktade inom amerikanska företagsobligationer.

Våra high yield-strategier klarade sig sämre än marknaden i augusti och september, då investerarna generellt sökte sig till mindre riskabla investeringar. Investerarnas exit från high yield-obligationer (den mest markanta sedan 2011), vår kortare duration jämfört med benchmark samt den fallande likviditeten (som beskrivs ovan) påverkade totalt sett avkastningen negativt. Dessutom släpade small cap-företagen efter marknaden,

och portföljens viktning mot råvarurelaterade investeringar (primärt olja och järnmalm) påverkade portföljen negativt på grund av de fallande råvarupriserna.

Det ska dock noteras att den negativa avkastningen under det tredje kvartalet primärt är ett resultat av "market-to-market" och inte på grund av en ökning av betalningsinställelser. Våra portföljer med high yield-värdeobligationer är väldiversifierade och innehåller mellan 70 och 130 företag beroende på fond, och de upplever alltså en låg grad av betalningsinställelser. Två järnmalmföretag har dock problem eftersom priset på järnmalm har fallit med mer än 40 % under 2014, vilket mer eller mindre har eroderat deras affärsmodell. Vi ser ett ökande antal företag under press främst inom oljeindustrin, men även i två Ukraina-relaterade investeringar. Teamet arbetar dock aktivt med en omstrukturering av dessa positioner med avsikt att maximera värdet på investeringarna.

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



Lägg dock märke till att portföljen, trots den senaste tidens avkastningsmässiga eftersläpning i förhållande till benchmark, har investerat i obligationer som ger en högre yield än benchmark, och att denna "carry" som därmed uppnås bör uppväga nedgången i vissa innehav i portföljen. Det är essensen i Sparinvests värdeobligationsstrategi – att vi genom vår egenutvecklade "bottom up"-process med en grundlig kreditanalys kan identifiera företag som ger oss en betydande kreditpremie i förhållande till benchmark.

### Värdeobligationer – investment grade

Investment grade obligationer gav fin avkastning under tredje kvartalet tack vare fortsatt fallande räntor och minskning av kreditspreaden. Investment grade företagen har i stor utsträckning emitterat obligationer med längre löptid i syfte att säkra sig en långsiktig finansiering med dagens historiskt låga rän-

tenivå. Som följd därav har durationen för de olika jämförelseindexen ökat och durationen för Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index är nu omkring sex år.

Marknaden för investment grade obligationer domineras i ökande grad av emissioner inom banksektorn, då en ny reglering tvingar flera banker att ändra sina finansieringsbehov och arrangemang. Det öppnar upp möjligheter för försiktiga och omsorgsfulla investerare som Sparinvest och avspeglas i vår allokering till obligationer inom den finansiella sektorn.

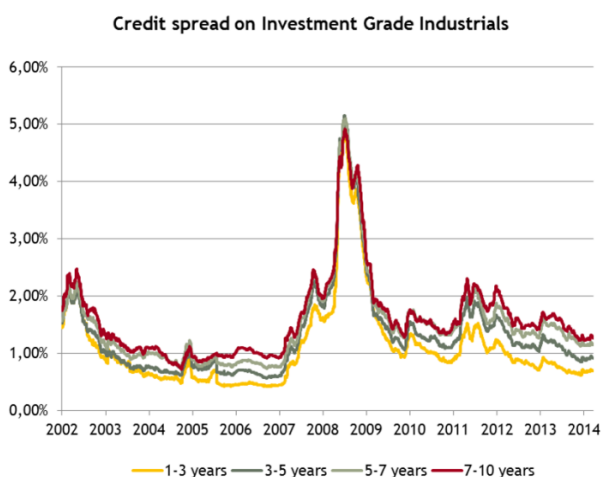
Vår investment grade strategi har klarat sig något bättre än förväntat, då den höga kvaliteten på de noga utvalda företagen i portföljen avvärdade den negativa effekt som exponeringen mot small cap-obligationer hade under kvartalet.

där följer vi noga den officiella sanktionspolitik som har EU har tillämpat.

Strategin fortsätter att leverera en tillfredsställande avkastning och fonden – Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds (både andelsklassen EUR R och EUR I) tilldelades nyligen maximala fem stjärnor av den oberoende analysbyrån Morningstar.

Värdeobligationsteamet

Den 8 oktober 2014



### Värdeobligationer – tillväxtmarknader

Tillgångsslagen inom tillväxtmarknaderna är generellt sett under viss press på grund av den minskade riskapitet som har drabbat marknaden efter den amerikanska centralbankens meddelande att de kommer att påbörja en normalisering av penningpolitiken. Dessutom har geopolitiska risker och makroekonomiska bekymmer ökat riskpremien i dessa tillgångar. Med det sagt har devalveringen av flera lokala tillväxtmarknadsvalutor skapat en rad intressanta investeringsmöjligheter för värdeinvestorer. Det beror på att flera företag har sett ett kraftigt förbättrat kassaflöde och räntabilitet eftersom deras lokala produktionskostnader har fallit på grund av de fallande valutorna, medan intäkterna är i hårdvalutor, som den amerikanska dollarn.

Värdeobligationsteamet har identifierat (och investerat i) en rad tillväxtmarknadsföretag som framstår som betydligt mer kreditvärdiga än de länder som de har sitt säte i. Några enskilda företag exponeras dock mot krisen i Ukraina och Ryssland, och

Sparinvest har anslutit sig till UN PRI och är medlem av Eurosif och Dansif. Det FN-ledda initiativet UN PRI är ett internationellt nätverk för investerare som bygger på sex principer för ansvarsfulla investeringar. Målet är att hjälpa investerarna att aktivt utvärdera miljöfrågor, sociala förhållanden och bolagsstyrning i de berörda företagen.

*Signatory of:*



Detta material är ingen individuell investeringsrådgivning och kan inte åberopas som underlag för beslut om att köpa eller sälja (eller underlåta att köpa eller sälja) någon av Sparinvests produkter. Materialet har tagits fram enbart för att fungera som information till dig och ditt förvaltningsinstitut. Det ska läsas tillsammans med fondernas gällande prospekt och senast publicerade års- och delårsrapporter. Investeringar är alltid förenade med risk för förluster och historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Därför kan Sparinvestkoncernen och fonderna inte ta på sig något ansvar för rådgivning eller beslut mot bakgrund av detta material. Vi reserverar oss för eventuella tryckfel, räknefel eller andra fel i materialet.