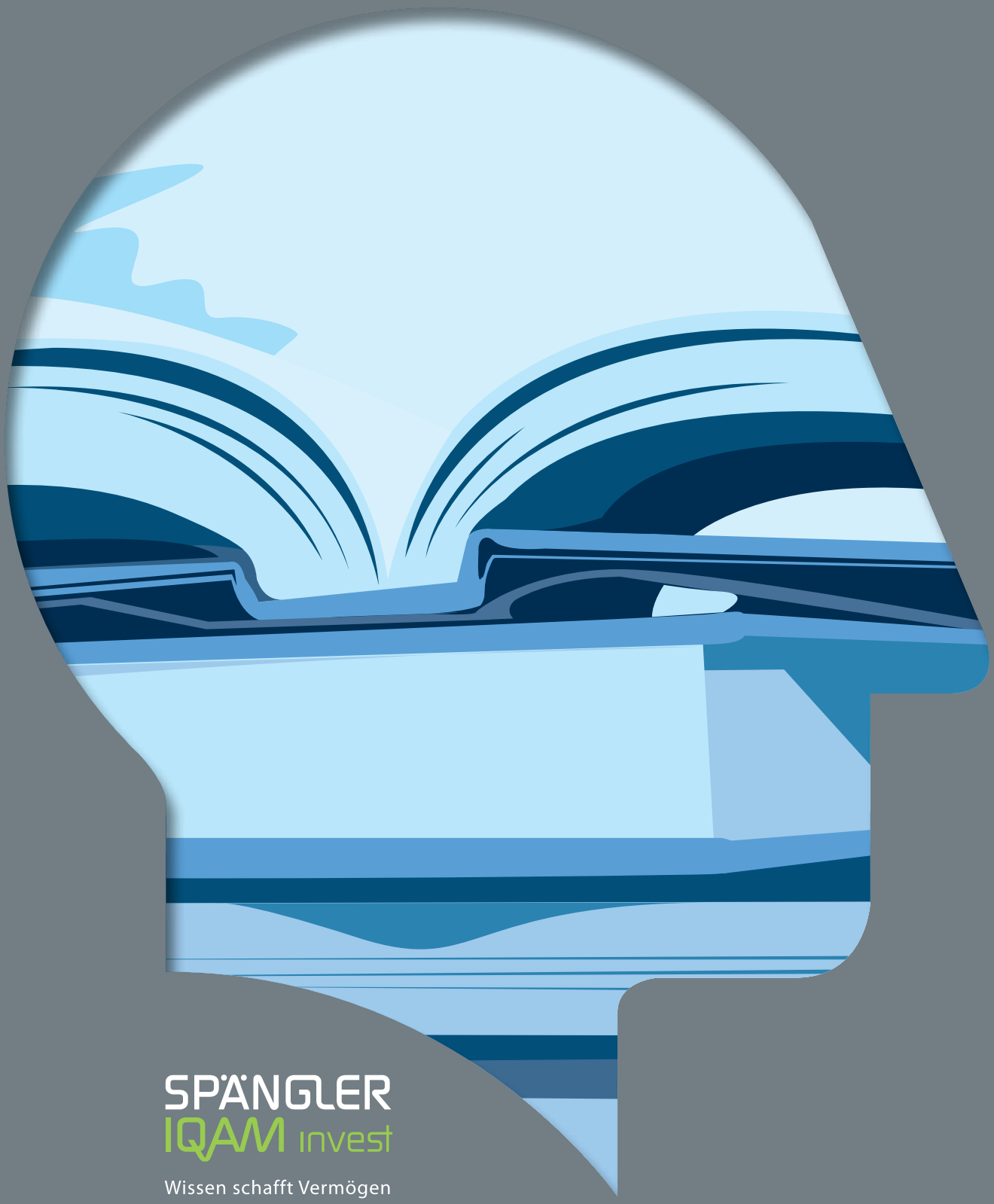


SPÄNGLER IQAM invest

Wissen schafft Vermögen

Spängler IQAM Report

01/2015

Die Portfoliostrategie macht auch 2015 den Unterschied

Niedrige Zinsen in Europa, Zinswende in den USA und Volatilität bei Aktien

Univ.-Prof. Dr. Engelbert J. Dockner und Univ.-Prof. Dr. Dr.h.c. Josef Zechner
Mitglieder der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest
Dr. Ilona Wachter
Relationship Management Institutional Deutschland, Executive

Inhalt

05 Einleitung

06 Niedrige Zinsen in Europa und Zinswende in den USA

07 Das Spängler IQAM Euro-Staatsanleihen-Modell

11 Kurzlebensläufe

Einleitung

Die Börsenregel des stufenweisen Zinsanstiegs: „Three Steps and a Stumble"

Während in Europa Zinserhöhungen – mit der Ankündigung der Europäischen Zentralbank (EZB) bis September 2016 pro Monat um 60 Milliarden Euro Staatsanleihen und andere Wertpapiere zu kaufen – in weite Ferne gerückt sind, bleibt eine Zinswende in den USA in den kommenden Monaten wahrscheinlich. Viele Marktteilnehmer befürchten eine damit einhergehende negative Auswirkung auf die Performance von Aktienmärkten. So lautet zum Beispiel eine Börsenregel, die vor über 40 Jahren von Aktienguru Edson Gould aufgestellt wurde: „Three Steps and a Stumble". Laut Gould wird die dritte Zinserhöhung in Folge zu einer Baisse am Aktienmarkt führen.

Obwohl die Gouldsche Regel nicht auf rigorosen wissenschaftlichen Analysen basiert, so ist der Zusammenhang zwischen dem Zinsniveau und den zu erwartenden Aktienerträgen auch in der akademischen Forschung klar dokumentiert (siehe z.B. Paulo Maio, The „Fed Model" and the Predictability of Stock Returns, Review of Finance, 2013). Diese Angst vor der Zinswende, verbunden mit einer Baisse der Aktienmärkte, treibt die aktuelle Diskussion am Markt. Zur Beruhigung der Marktteilnehmer hat jedoch die Federal Reserve (Fed) bestätigt, dass sie ihre Geldpolitik von der weiteren Entwicklung der Fundamentaldaten abhängig machen wird. Selbst wenn gegen Ende 2015 eine Vollbeschäftigung herrschen sollte, so würden die Leitzinsen laut der Fed-Vorsitzenden Janet Yellen noch nicht auf ein „normales" Niveau steigen. Allerdings werden gemäß Fed-Kommuniqué die wirtschaftlichen Bedingungen auch in den kommenden Monaten ein niedriges Leitzinsniveau rechtfertigen.

In diesem Spannungsfeld der anstehenden Zinswende in den USA und weiterhin neuen Renditetiefs in Europa sind institutionelle Investoren gefordert, eine richtige Einschätzung der Marktentwicklung an den Rentenmärkten im Jahr 2015 vorzunehmen, um Risiken für die Ertragsgenerierung aus dieser Assetklasse zu vermeiden und mögliche Chancen im Niedrigzinsumfeld optimal zu nutzen.

Niedrige Zinsen in Europa und Zinswende in den USA

US-amerikanischer Rentenmarkt
Für die US-Wirtschaft wird gemäß aktuellsten Veröffentlichungen ein Wachstum von ca. 4 % für 2015 mit positiven Tendenzen für den Arbeitsmarkt prognostiziert. Die Inflationsrate wird von zwei gegenläufigen Effekten geprägt: Die positive wirtschaftliche Entwicklung lässt eine Zunahme der Inflationsrate erwarten, dem gegenüber wirken die rückläufigen Energiepreise eher preisreduzierend. Abgeleitet vom zu erwartenden Konjunkturumfeld rechnen die Marktteilnehmer am US-amerikanischen Rentenmarkt für 2015 mit ersten moderaten Leitzinserhöhungen. Die Mehrheit der Investoren sieht für die Leitzinsen einen Anstieg von insgesamt 0,5 % per Jahresultimo voraus. Für die langlaufenden Staatspapiere werden im Verlauf von 2015 Renditen von rund 3 % prognostiziert.

Europäischer Rentenmarkt
Für den Euroraum ist die Prognose der Konjunkturentwicklung im Vergleich zur US-Wirtschaft deutlich verhaltener. Das Wirtschaftswachstum in der Eurozone wird aufgrund der fehlenden Impulse auch 2015 weiterhin sehr schwach bleiben. Die anhaltend gedämpfte volkswirtschaftliche Nachfrage schlägt sich in der sehr geringen Inflationsentwicklung nieder. Es besteht nach wie vor die Gefahr, dass die Inflationsrate wieder leicht negativ wird und die europäische Wirtschaft in eine Rezession gerät. Aus diesem Grund hat die EZB in ihrer Sitzung am 22. Jänner 2015 auch das erwähnte breite Ankaufprogramm (QE = Quantitative Easing) von Staats- und Unternehmensanleihen beschlossen.

Neben aktiver Durationssteuerung bleibt Credit-Risk-Management die wesentliche Ertragsquelle bei europäischen Staatsanleihen
Dieses Ankaufsprogramm wird die Knappheit an den Rentenmärkten verstärken. Der anhaltende Ankaufsdruck sollte so bei den Euro-Staatsanleihen für weitere historische Renditetiefs sorgen. Die expansive Ausrichtung der EZB hat ebenfalls Auswirkungen auf die Bonitätsaufschläge und Renditen der Anlageklassen Covered Bonds[1], ungedeckte Bankanleihen und Unternehmensanleihen. Auch hier ist bei gleichbleibendem Marktumfeld daher mit stabilen bis leicht rückläufigen Spreads zu rechnen.

Die beschlossene Ausweitung des QE verspricht daher bei EWU-Staatsanleihen weiterhin Gewinnpotential. Im Verlauf des Jahres können sich jedoch in der Peripherie auf Grund politischer Entwicklungen auch Eventrisiken wieder stärker auswirken. So ist der jüngste Wahlsieg des europakritischen Wahlbündnisses „Syriza" in Griechenland wieder Anlass für neuerliche Debatten über einen Euro-Austritt Griechenlands. Ähnliche Situationen könnten auch bei Wahlsiegen der „Podemos"-Partei in Spanien, des „MoVimento 5 Stelle" in Italien oder sogar der „Front National" in Frankreich entstehen.

Neben der Durationssteuerung[2] fällt damit weiterhin der erwarteten Überrendite bei Staatsanleihen der Eurozone, in der sich neben der Liquidität der Anleihen im Wesentlichen das Kreditrisiko des einzelnen Landes widerspiegelt, eine maßgebliche Rolle bei der Anlageentscheidung zu. Investoren können sich diesen Faktor Kreditrisiko, der seit 2008 bei der Nutzung der Renditedynamik von Staatsanleihen tragend geworden ist, auch 2015 zu Nutze machen. Die Bestimmung dieser Risikoprämie und damit der richtigen Höhe der Renditedifferenz als Kompensation für die zu übernehmenden Risiken wird zur Basis für die Anlageentscheidung.

1 Covered Bonds = Schuldverschreibungen, die in speziellen Rechtsrahmen ausgegeben werden und durch einen eigenen Deckungsstock besichert sind
2 Duration = Maßeinheit für das Risiko von Kursänderungen aufgrund von Zinsänderungen

Das Spängler IQAM Euro-Staatsanleihen-Modell

Die Wissenschaftliche Leitung von Spängler IQAM Invest hat ein Modell entwickelt, das basierend auf der Kurve der CDS-Spreads[3] diesen Kreditrisikofaktor erfasst und damit die Veränderungen der Überschussrenditen bei Staatsanleihen erklären kann. Grundlage für das Modell bildet eine wissenschaftliche Untersuchung der Überschussrenditen von US-Treasuries von Cochrane und Piazzesi aus dem Jahr 2005, die zu dem Ergebnis kam, dass Risikoprämien von Staatsanleihen durch die Kombination von Forward-Zinssätzen prognostiziert werden können.

Diese Untersuchung wurde von Spängler IQAM Invest auf die CDS-Spreadkurven von europäischen Staaten übertragen, indem implizite Forward-CDS-Spreads aus den CDS-Kurven abgeleitet werden. Diese Forwards für Zinsen und Credits werden dazu benutzt, lineare Markt- und Kreditrisikofaktoren zu konstruieren.

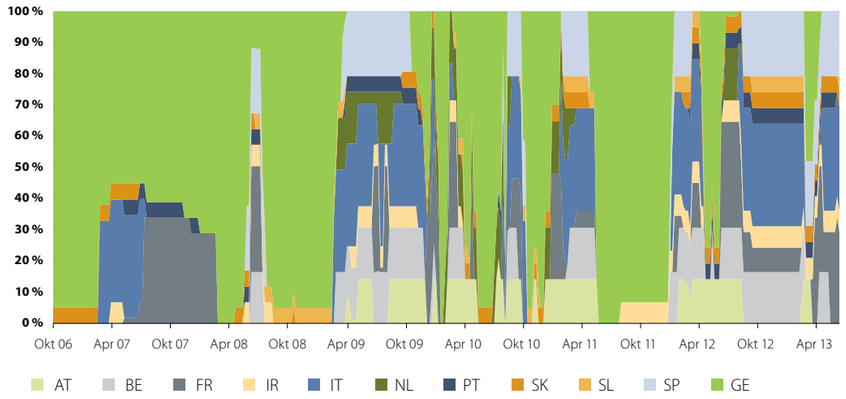
Abbildung 1 | **Eigenes, wissenschaftlich innovatives Modell zur Prognose der Kreditaufschläge**

Um das Modell für die Anlageklasse Staatsanleihen für institutionelle Investoren optimal nutzbar zu machen, wurde es bereits im Sommer 2013 nach umfangreichen Backtests erfolgreich in den europäischen Staatsanleihenfonds Spängler IQAM Bond EUR FlexD implementiert. In diesem Fonds kommt deutschen Bundesanleihen die Rolle einer „Safe-Haven-Funktion" zu. Sind die prognostizierten Überrenditen der Staatsanleihen anderer Euroländer gegenüber deutschen Bundesanleihen negativ, so hält der Fonds zu 100 % deutsche Bundesanleihen. Die Prognose der Überrenditen erfolgt auf Basis des im Modell berechneten allgemeinen europäischen Kreditfaktors und länderspezifischer Kreditfaktoren. Während der allgemeine Eurozonen-Kreditfaktor für die meisten Staaten der Eurozone signifikant ist, hat der länderspezifische Faktor hauptsächlich für die Peripheriestaaten eine signifikante Erklärungskraft. Dies bedeutet, dass für einige Euro-Staatsanleihenmärkte die Risikoprämien nicht auf länderspezifischen Makrobedingungen basieren, sondern auf dem allgemeinen Eurozonen-Kreditfaktor. Damit hängen insbesondere die Risikoprämien der Staatsanleihen der Peripherie von der Entwicklung der CDS-Kurve ab.

3 Credit Default Swap = Kreditausfallsversicherung

Das Spängler IQAM Euro-Staatsanleihen-Modell

Abbildung 2 | **Historische Ländergewichte im Backtest**

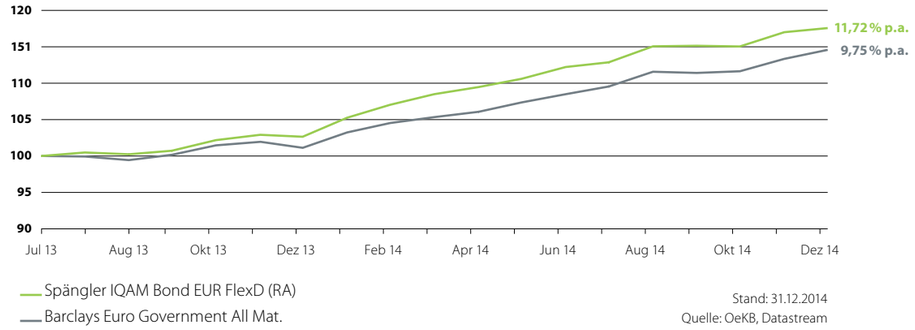


Stand: 15.07.2013
Quelle: Spängler IQAM Invest

Das Spängler IQAM Euro-Staatsanleihen-Modell schafft es damit erstmals, dass aus Terminpreisen am Staatsanleihenmarkt Prognosefaktoren konstruiert werden können, die erwartete Überschussrenditen von Euro-Anleihen vorhersagen. Das Modell ermöglicht die Prognose der erwarteten Überschussrendite eines Staates durch die Bestimmung und Kombination von Marktfaktor, Eurozone-Kreditfaktor und länderspezifischem Faktor. Durch Einsatz des Spängler IQAM Euro-Staatsanleihen-Modells haben institutionelle Investoren die Möglichkeit, positive Ertragschancen von Peripherieanleihen gerade in dem von Volatilität und Niedrigzins geprägtem aktuellen Zinsumfeld optimal zu nutzen. Die Auswahl der Länder auf Basis ihrer systematischen Risiken gewährleistet für den Investor attraktive Renditen für die entsprechenden Risiken und damit eine erfolgreiche Diversifikation gegenüber traditionellen oder benchmarknahen Ansätzen.

Das Spängler IQAM Euro-Staatsanleihen-Modell

Abbildung 3 | **Performance des Spängler IQAM Bond EUR FlexD seit Strategie-Änderung**



Stand: 31.12.2014
Quelle: OeKB, Datastream

Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Die Performance-Berechnung des Fonds basiert auf Daten der Depotbank und entspricht der OeKB-Methode. Ausgabe- und Rücknahmespesen wurden dabei nicht berücksichtigt.

Offensive, aber differenzierte Anlageentscheidungen als Erfolgsfaktor bei Staatsanleiheninvestments

Ein erfolgreiches Investment in europäische Staatsanleihen wird auch 2015 maßgeblich in der Wahl der richtigen Duration sowie bei der Auswahl der Emittenten liegen. Zur Durationsoptimierung verwendet der Spängler IQAM Bond EUR FlexD ein Zinsprognosemodell, auf dessen Basis die Duration über Derivate zwischen null und zehn variiert werden kann. Dadurch kann das aus einer möglichen Zinserhöhung resultierende Risiko begrenzt werden. Längere Laufzeiten werden aktuell weiterhin übergewichtet, allerdings wird die Duration vor dem Hintergrund eines möglichen Zinsanstiegs laufend überprüft und gegebenenfalls reduziert. Die Dynamik der Spreads wird wesentlich durch politische Entwicklungen bestimmt sein, die in den CDS-Märkten rasch eingepreist werden. Hier bildet das Spängler IQAM Euro-Staatsanleihen-Modell, wie es im Fonds Spängler IQAM Bond EUR FlexD erfolgreich umgesetzt wird, eine wichtige Unterstützung für institutionelle Investoren beim Investment in europäische Staatsanleihen.

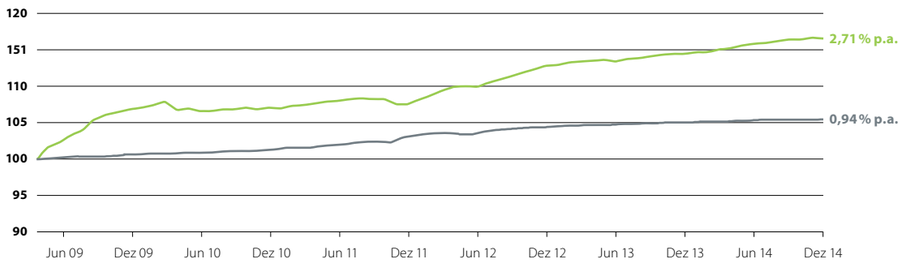
Das wesentliche Risiko für institutionelle Investoren in der Allokation am europäischen Staatsanleihenmarkt dürfte neben globalen Risiken durch neue Krisenherde darin bestehen, dass die Diskussionen über einen neuerlichen griechischen Schuldenschnitt auch zu einem erhöhten Druck auf die Anleihen anderer Peripheriestaaten führen. Hier können die quantitativen Modelle von Spängler IQAM Invest institutionellen Investoren frühzeitig Signale liefern, die negative Effekte auf das Portfolio signifikant abmildern können.

Neben dem oben bereits dargestellten europäischen Staatsanleihen-Fonds Spängler IQAM Bond EUR FlexD bietet Spängler IQAM Invest einen auf eine kurzfristige Duration festgelegten Rentenfonds, den Spängler IQAM ShortTerm EUR. Mit diesem können institutionelle Investoren Kurswertrisiken bei steigenden Zinsen effizient begrenzen und die eigene Risikobudgetbelastung reduzieren. Dieser investiert überwiegend in Anleihen und Geldmarktinstrumente, die von EWR[4]-Mitgliedsstaaten bzw. deren Gebietskörperschaften begeben oder garantiert werden bzw. von supranationalen Emittenten begeben werden.

4 Europäischer Wirtschaftsraum

Das Spängler IQAM Euro-Staatsanleihen-Modell

Abbildung 4 | **Performance des Spängler IQAM ShortTerm EUR**



Spängler IQAM ShortTerm EUR (RA)
BofA ML Euro Government Bills

Stand: 31.12.2014
Quelle: OeKB, Datastream

Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Die Performance-Berechnung des Fonds basiert auf Daten der Depotbank und entspricht der OeKB-Methode. Ausgabe- und Rücknahmespesen wurden dabei nicht berücksichtigt.

Spängler IQAM Bond EUR FlexD und Spängler IQAM ShortTerm EUR im Praxiseinsatz

Der gemeinsame Einsatz der Fonds Spängler IQAM Bond EUR FlexD und Spängler IQAM ShortTerm EUR kann institutionellen Investoren ermöglichen, sowohl an der Steilheit der Zinskurve im längeren Laufzeitbereich als auch an der risikoreduzierenden Wirkung des geldmarktnahen Bereiches der Zinskurve zu partizipieren. Die Risikopräferenz des Investors und die Höhe des vorhandenen Risikobudgets bestimmen letztendlich die Aufteilung des festgelegten Anlagevolumens auf die beiden Fondsprodukte.

Risikoaverse Investoren könnten ihre Markteinschätzung durch ein höheres Investment in den Spängler IQAM ShortTerm EUR im Vergleich zum Spängler IQAM Bond EUR FlexD umsetzen.

Die in die Strategien von Spängler IQAM Invest implementierten, neuesten wissenschaftlichen Erkenntnisse schaffen die Basis für eine risikokontrollierte Nutzung von Ertragschancen am europäischen Rentenmarkt, individuell zugeschnitten auf die Risikopräferenz des Investors.

Kurzlebensläufe

Univ.-Prof. Dr. Engelbert J. Dockner
ist seit Februar 2008 ordentlicher Universitätsprofessor für Finanzwirtschaft an der WU Wirtschaftsuniversität Wien. Davor war er von 1993 bis 2008 Ordinarius an der Universität Wien und zwischen 1996 bis 2006 zusätzlich wissenschaftlicher Leiter des Zentrums für Banking & Finance an der Donau-Universität in Krems.
Er ist ein international anerkannter Fachmann für die Analyse der Auswirkungen von Industriestrukturen und Industriewettbewerb auf Aktienrenditen sowie für die Quantifizierung dynamischer Risiken und der daraus resultierenden Wertkonsequenzen von Unternehmen. Seine wissenschaftlichen Arbeiten sind in renommierten internationalen Fachzeitschriften erschienen. Von 1997 bis 2000 war er Geschäftsführer der Financial Advisory Service GmbH und 2004 Gründungsmitglied des Instituts für strategische Kapitalmarktforschung.
Professor Dockner ist Mitglied der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest.

Dr. Ilona Wachter
ist seit Mai 2013 bei Spängler IQAM Invest tätig und für die Betreuung deutscher institutioneller Investoren verantwortlich. Nach ihrem betriebswirtschaftlichen Studium an der Universität Erlangen-Nürnberg war sie bei mehreren Großbanken wie DZ BANK AG, Frankfurt und NORD/LB, Hannover im Bereich Corporate Finance und Investment Banking tätig. 2001 wechselte sie in das Asset Management, wo sie u. a. bei BNP Paribas Investment Partners, Frankfurt als Geschäftsführer für das institutionelle Geschäft zuständig war. Bei Quoniam Asset Management, Frankfurt und Muzinich & Co., Köln war sie als Direktor Kundenbetreuung für den deutschen institutionellen Markt verantwortlich. Der Schwerpunkt ihrer Promotion und zahlreicher Veröffentlichungen in Fachmagazinen bildete die Analyse von Geschäftsmodellen und Erfolgsfaktoren von Fondsgesellschaften.

Univ.-Prof. Dr. Dr.h.c. Josef Zechner
ist seit 2008 Professor am Institute for Finance Banking and Insurance der WU Wirtschaftsuniversität Wien. Zuvor war er Ordinarius für Banken und Finanzwirtschaft an der Universität Wien und davor Assistant und Associate Professor of Finance (mit Tenure) an der University of British Columbia in Vancouver, Kanada.
Er ist Mitglied der Österreichischen Akademie der Wissenschaften und des renommierten Financial Economists Round Table. Weiters ist er Präsident der Western Finance Association (WFA). Diese höchst öffentlichkeitswirksame Position stärkt den Austausch zwischen Wissenschaft und forschungsorientierter Praxis. Der Ehrendoktor der Ludwig-Maximilians-Universität München ist ein international anerkannter Fachmann für Kapitalmarktforschung, Portfolio- und Risikomanagement sowie für die Bewertung von Aktien und Unternehmensanleihen. Seine Ausführungen zur Fremd- und Eigenkapitalbewertung von Unternehmen zählen zu den international in wissenschaftlichen Zeitschriften am häufigsten zitierten Arbeiten europäischer Betriebswirte.
Er ist Mitglied der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest.

Spängler IQAM Invest GmbH

Franz-Josef-Straße 22
A-5020 Salzburg

T +43 (0) 505 8686-0
F +43 (0) 505 8686-869

Standort Wien
Wollzeile 36-38
A-1010 Wien

T +43 (0) 505 8686-0
F +43 (0) 505 8686-869

Standort Frankfurt am Main
An der Welle 4
D-60322 Frankfurt am Main

T +49 (0) 69 7593-8150

office@spaengler-iqam.at
www.spaengler-iqam.at

SPÄNGLER IQAM invest

Wissen schafft Vermögen

Wichtige Informationen

Für den Spängler IQAM Bond EUR FlexD gilt:
Gemäß den von der Finanzmarktaufsicht genehmigten Fondsbestimmungen dürfen Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente, die von der Bundesrepublik Deutschland begeben oder garantiert werden, zu mehr als 35 v.H. des Fondsvermögens erworben werden, sofern die Veranlagung in zumindest sechs verschiedenen Emissionen erfolgt, wobei die Veranlagung in ein- und derselben Emission 30 v.H. des Fondsvermögens nicht überschreiten darf.

Dieses Dokument stellt kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und enthält auch keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Die Angaben basieren auf den zum Erstellungszeitpunkt aktuell verfügbaren Daten. Die genannten Investitionsmöglichkeiten eignen sich ggf. nicht für alle Investoren. Ein Anleger muss seine Investitionsentscheidung daher auf seine individuellen Investitionsziele sowie seine finanzielle Situation abstimmen und je nach persönlichem Ermessen eine unabhängige Finanzberatung in Anspruch nehmen. Die Angaben sind keine Finanzanalyse und unterliegen daher weder den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen noch dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die geäußerten Meinungen geben die derzeit aktuelle Einschätzung wieder, Änderungen sind auch ohne vorherige Bekanntmachung möglich. Die Fonds der Spängler IQAM Invest GmbH werden nach dem österreichischen Investmentfondsgesetz verwaltet und in Österreich vertrieben. Der jeweilige Prospekt sowie allfällige Änderungen wurden gem. § 136 InvFG 2011 veröffentlicht. Die geltende Fassung des Prospekts sowie der Wesentlichen Anlegerinformationen (Kundeninformationsdokument, KID) liegen in deutscher Sprache bei der Spängler IQAM Invest GmbH, der Depotbank des jeweiligen Fonds sowie bei der Bankhaus Carl Spängler & Co. AG auf und sind im Internet auf der Homepage www.spaengler-iqam.at verfügbar. Für Anleger in Deutschland sind bei bestehender Zulassung zum öffentlichen Vertrieb der Prospekt sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank GmbH, München, erhältlich. Für Richtigkeit und Vollständigkeit der Inhalte kann trotz sorgfältiger Recherche und Erfassung sowie verlässlicher Quellen keine Haftung übernommen werden.
Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien

Die Angaben nach § 25 MedienG (Offenlegung) finden Sie auf: www.spaengler-iqam.at