INVEST!

DAS MAGAZIN VON SPÄNGLER IQAM INVEST.

NR. 4 / 2019

Faktor Investing bei Aktienfonds
Faktor-Prämien vor, in und nach Krisen

Innovativer Ansatz
Prognose der Euro-Zinskurve

Attraktive Bewertung von Währungen
IQAM Bond LC Emerging Markets setzt auf drei Erfolgsfaktoren

Italien am Limit

Christian Keuschnigg im Interview

04

Interview

Italien am Limit

Interview mit Christian Keuschnigg

Der Spitzenökonom im Interview über die hohe Staatsverschuldung, die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit und die schwachen Banken Italiens.

08

Märkte

Faktor Investing – eine Sache für langfristig denkende Investoren

Erfolgreiches Zusammenspiel von Value und Sentiment

Wie verhalten sich Value- und Sentiment-Prämien vor, in und nach Krisen?

14

Asset Management & Research

Ausblick auf die Euro-Zinsen

Innovativer Ansatz für Prognosen der Euro-Zinskurve

Investoren interessieren sich nicht nur für die aktuellen Zinsen, sondern vor allem auch für die künftige Zinsentwicklung – eine neuartige Zinskurvenprognose macht das möglich.

18

Produkte

Schwellenländer immer attraktiver

Erfolgsfaktoren für Schwellenländer-Fonds

IQAM Bond LC Emerging Markets setzt auf Lokalwährungen.

Impressum
Medieninhaber und Herausgeber: Spängler IQAM Invest GmbH, Franz-Josef-Straße 22, 5020 Salzburg
Druck: Druckerei Janetschek GmbH, Brunfeldstraße 2, 3860 Heidenreichstein
Redaktion: Univ.-Prof. DDr. Thomas Dangl, Mag. Veronika Flandera, CPM, Otmar Huber, MA, Mag. Juraj Katriak, Bernhard Lafer, MA, Dr. Markus Ploner, CFA, MBA, Dr. Thomas Steinberger
Bildnachweise: www.studiohuger.at, shutterstock
Die Angaben nach § 25 MedienG (Offenlegung) finden Sie auf www.iqam.com/impressum

News

Alles Wichtige im Überblick

Spängler IQAM Best Paper Prize

Die Macht von Faktormodellen

Faktormodelle zeigen inwiefern die Höhe von Wertpapierrenditen auf einen oder mehrere festzulegende Einflussfaktoren zurückzuführen ist. Am bekanntesten ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM): Je stärker ein Wertpapier auf Marktschwankungen reagiert, desto höher ist seine erwartete Rendite. Die Leistungsfähigkeit verschiedener Faktormodelle und deren Renditen vergleicht das Sieger-Paper des Spängler IQAM Best Paper Prize. Im Rahmen der 46. Jahrestagung der European Finance Association (EFA), welche im Sommer in Carcavelos in Portugal stattfand, wurde bereits zum neunten Mal in Folge der Spängler IQAM Best Paper Prize verliehen.

v. l. n. r. Amit Goyal (University of Lausanne & Spängler IQAM Research Center-Advisory Board & Laudator), Haitao Mo (Louisiana State University & Gewinner), Geoffrey Tate (University of Maryland) und Alex Edmans (London Business School & Managing Editor, Review of Finance)

„Der Preis wurde heuer an die Autoren Kewei Hou (The Ohio State University), Haitao Mo (Louisiana State University), Chen Xue (University of Cincinnati, Ohio) und Lu Zhang (ebenfalls The Ohio State University) für ihre Arbeit 'Which Factors?' verliehen", freut sich Univ.-Prof. Dr. Dr.h.c. Josef Zechner, Mitglied der Leitung des Spängler IQAM Research Center und der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest. Mehr als 500 Teilnehmer nahmen in diesem Jahr an der Konferenz in Portugal teil, darunter neben renommierten Wissenschaftlern aus aller Welt auch viele Praktiker.

Private Pensionsvorsorge

21. bis 23. Jänner 2020 in Hamburg, Düsseldorf und München

Die Pensionssysteme unterscheiden sich in einzelnen europäischen Ländern stark voneinander. Was ist der Grund dafür? Welche Rolle spielt dabei ein effizientes Asset Management? Zum Thema „Private Pensionsvorsorge – vom Extra zur Grundausstattung" spricht Dr. Thomas Steinberger, CIO, Geschäftsführer und Mitglied der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest Anfang nächsten Jahres. Die Veranstaltung findet am 21. Jänner 2020 im Fairmont Hotel Vier Jahreszeiten in Hamburg, am 22. Jänner 2020 im Industrie-Club in Düsseldorf und am 23. Jänner 2020 im Bayerischen Hof in München statt.

Spängler IQAM Invest am Institutional Money Kongress

25. und 26. März 2020 in Wiesbaden

Nächstes Jahr findet der Institutional Money-Kongress aufgrund des Umbaus der Messe Frankfurt in Wiesbaden statt. Spängler IQAM Invest ist wieder mit dabei. „Künstliche Intelligenz bei Aktienfonds" und „Wie nachhaltig sind Rohstoff-Investments?" sind die Themen für Workshop und Gruppengespräch.

Italien am Limit

Im Trilemma: Hohe Staatsverschuldung, mangelnde Wettbewerbsfähigkeit und schwache Banken machen Europas Stiefel krisenanfällig, hat Universitätsprofessor Christian Keuschnigg in einer aktuellen Studie analysiert.

Euro-Austritt würde schlag-artige Verarmung bedeuten

Herr Professor Keuschnigg, warum geht es Italien so schlecht?
Die Eurozone verlangt Anpassungen der Wirtschaft und Italien hatte Schwierigkeiten nach den Grundprinzipien der Eurozone zu leben. Anders kann man das italienische Trilemma nicht verstehen.

Was meinen Sie damit?
Italien kämpft erstens mit einer hohen Staatsverschuldung, zweitens mit einem geringen Wachstum und drittens mit seinen schwachen Banken. Der Staat investiert kaum und trotzdem reichen die Steuereinnahmen nicht aus. Italien hat auch verabsäumt seine Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, um sich für den Euro fit zu machen. Abwerten geht nicht mehr. Daher wäre es umso wichtiger den Arbeitsmarkt flexibel zu gestalten. Es gilt, in Ausbildung, Forschung sowie Entwicklung zu investieren oder aber Löhne, Arbeitslosenhilfe als auch Pensionen auf ein Niveau zurückzuschrauben, das die Wirtschaft verdienen kann.

Wachstum durch Sozialabbau?
Das hat nichts mit Sozialabbau zu tun. Wenn ein ganzes Land zurückfällt, dann müssen alle zurückstecken. Zu hohe Ansprüche strangulieren die Wirtschaft. Italien ist neben Griechenland das einzige Land, das heute ein um fünf Prozent geringeres reales Pro-Kopf-Einkommen hat als vor der Euro-Einführung, während der Wohlstand in der Eurozone insgesamt um 15 Prozent, in Deutschland um 23 Prozent gestiegen ist.

Italien war schon vor dem Euro hoch verschuldet.
Eine hohe Verschuldung schließt einen Euro-Beitritt ja nicht aus. Ein Land muss einen klaren Pfad in Richtung einer 60-prozentigen Staatsschuldenquote einschlagen. Zur Zeit des Euro-Beitritts lag die Verschuldung bei etwas über 100 Prozent des Bruttoinlandprodukts. Sie ist im Zuge der Finanzkrise auf heute 130 Prozent angestiegen und nimmt nicht ab, wegen fehlender Budgetdisziplin und mangelndem Wachstum.

Wozu den Gürtel enger schnallen, wenn keine Sanktionen drohen?
Sanktionen durchzusetzen ist eben schwierig. Die EU ist ein kooperatives Projekt, bei dem sich die Mitgliedsländer selbst Euro-fit machen sollten. Österreich hatte jahrzehntelang die Schilling-D-Mark-Bindung. Das Verhältnis sieben zu eins war wie in Stein gemeißelt. Die Benya-Formel hat dabei jede Lohnsteigerung auf die Abgeltung des Produktivitätswachstums und der Inflation begrenzt. Das wäre die Politik, die auch Italien verfolgen müsste, damit der Euro als Außenwechselkurs richtig ist.

Eine Benya-Formel für Italien?
Das würde Italien sicher helfen. Aber die mangelnde Produktivität ist nicht das einzige Thema. Dazu kommen noch die hohe Staatsverschuldung und die schwachen Banken. Die drei Krisen schaukeln sich gegenseitig auf. Wenn der Staat neue Defizite macht, werden die Finanzmärkte nervös. Es steigen die Risikoprämien und die Preise für Staatsanleihen sinken. Dadurch wird wiederum Vermögen der Banken, die diese Staatsanleihen halten, vernichtet und die Banken kommen erst recht in Schwierigkeiten. Es dauert sicher zehn bis 15 Jahre, bis der Bankensektor seine faulen Kredite wieder los wird und die Kreditversorgung nachhaltig steuern kann. Auch eine Staatsverschuldung lässt sich nicht in wenigen Jahren von 130 auf 60 Prozent senken. Es braucht über viele Jahre eine politische Disziplin, die ich nicht sehe. Das macht Italien verletzlich.

Verletzlicher als zu Beginn der Finanzkrise?
Vor der Finanzkrise lag der Anteil an schlechten Bankkrediten bei gerade noch akzeptablen sechs Prozent. Jetzt sind es 18 Prozent. Die Fähigkeit der Wirtschaft, Einkommen zu schaffen und Steuereinnahmen zu generieren ist geringer geworden. Da wird Budgetkonsolidierung wirklich schwierig.

Wie stark trifft das Italien-Tief den Rest der Eurozone?
Die Eurozone ist jetzt deutlich besser aufgestellt als zu Beginn der Finanzkrise. Man hat es in Griechenland quasi trainiert. Es wurden Notkredite vergeben, unter schwierigen Reformauflagen. Nun bessert sich die Lage langsam. Heute gibt es Institutionen wie den Europäischen Stabilitätsmechanismus und die Bankenunion mit einem Abwicklungsfonds, die bei Krisen bereit stehen. Die makroökonomische Überwachung ist sicher besser. Aber wenn Italien seine Situation nicht selbst korrigiert, muss man sich schon vor einem politischen Unfall fürchten. In Italien wird nicht zum ersten Mal über einen Euro-Austritt gesprochen. Italien ist eben ein sehr großes Land. Wenn die Lage eskaliert, kann das nicht ohne große Verwerfungen in der Eurozone bleiben.

Wären Deutschland und Österreich besonders betroffen?
Davon gehe ich aus. Die Frage ist: Wer genau hält die italienischen Staatsanleihen, wer Anteile an den italienischen Banken und Unternehmen und wer exportiert mehr nach Italien? Betroffen von einem Euro-Austritt wäre aber vor allem Italien selbst. Die Bevölkerung hält etwa ein Viertel der italienischen Staatsschulden. Die Banken sind mit 40 Prozent die größten Gläubiger. Die übrigen Euro-Staaten halten 21 Prozent und der Rest der Welt 14 Prozent. Wenn es da zu einer Finanzkrise kommt, folgt eine schwere Wirtschaftskrise mit dem Epizentrum in Italien und großen Schäden rundherum.

Wie kommt Italien aus diesem Trilemma heraus?
Die Banken müssen sich befreien, indem sie ihre faulen Kredite abbauen und genügend Eigenkapital bilden. Die Europäische Bankenunion muss italienische Banken mit einem guten Geschäftsmodell stabilisieren und stärken, die anderen sind abzuwickeln. Das geschieht in Europa zu wenig, wäre aber eine Voraussetzung für einen leistungsfähigen Bankensektor, der die Realwirtschaft sicher mit Krediten versorgen kann.

Wäre ein Euro-Austritt für das Land und die Eurozone nicht ohnehin besser?
Italien wird dadurch jedenfalls nicht reicher. Der Weg zu Reichtum führt innerhalb und außerhalb der Eurozone über eine Politik, die Wachstum fördert. Der Staat muss sich nachhaltig verschulden und in Forschung, Entwicklung und Bildung investieren. Vor allem darf nicht mehr Einkommen verteilt werden, als die Produktivitätssteigerungen hergeben. Wenn sie diesen Weg einschlagen, hat Italien auch kein Problem mit dem Euro. Bei einem Austritt käme es sicher zu einer Wirtschafts- und Finanzkrise, bevor das Land sich wieder erholen könnte. Das Wahrscheinlichste ist wohl, dass die Italiener gerade so viel machen, um es nicht eskalieren zu lassen. Damit werden sie sich aber nicht aus ihrem Trilemma befreien.

Ist Italien geholfen, wenn die neue EZB-Chefin Christine Lagarde die lockere Geldpolitik ihres Vorgängers fortsetzt?
Naja, mit einer Niedrigzinspolitik hilft man natürlich den verschuldeten Ländern. Nur ist es keine vorausschauende Politik, wenn man die Zinsen zu lange niedrig hält oder sogar ins Negative rutschen lässt. Es werden riesige Investitionen gemacht, die sich dann, wenn die Zinsen letztlich wieder steigen, nicht mehr rechnen. Dann haben wir wieder faule Kredite. Wenn die nächste Rezession kommt, hat die Europäische Notenbank im Gegensatz zur US-Notenbank keinen Spielraum mehr. Und es war ja nicht so, dass Italien die niedrigen Zinsen für einen Befreiungsschlag genützt hätte. Sondern sie haben sich weiter verschuldet und kommen von der Quote nicht runter. So paradox es klingt, nachhaltiges, stabiles Wachstum, das nicht in Überschuldung endet, braucht höhere, normale Zinsen, damit sich die Schuldner disziplinieren und nur rentable Investitionen tätigen.

Ist es für Italien nun zehn oder fünf vor zwölf?
Ich glaube nicht, dass es für Italien fünf vor zwölf ist. Das Problem ist eher, dass sie sich in eine Situation manövrieren, wo sie für lange Zeit den Anschluss verlieren. Sollten sie austreten, würde das eine schlagartige Verarmung durch Abwertung und Inflation bedeuten. Die Situation könnte eskalieren. Da sind dann kurzfristig auch Einkommenseinbußen von fünf bis sieben Prozent des Bruttoinlandsprodukts und eine große Vermögensvernichtung möglich. Man sollte aber auch nicht in totalen Pessimismus verfallen. Italien ist nicht Griechenland. Die italienische Wirtschaft hat schon eine Stärke, an die man glauben kann.

UNIV.-PROF. DR. CHRISTIAN KEUSCHNIGG
Der Ökonom ist Professor für Nationalökonomie an der Universität St. Gallen und Leiter des Wirtschaftspolitischen Zentrums WPZ Wien. Er ist Research Fellow in den Forschungsnetzwerken CEPR (Centre for Economic Policy Research, London), CESifo (Center for Economic Studies und Ifo Institut, München) sowie des Oxford University Centre for Business Taxation. Seine jüngste Modellanalyse „Italy and the Eurozone Trilemma" berechnet Entwicklungsszenarien für Italien innerhalb und außerhalb der Eurozone.

Faktor Investing

Eine Sache für langfristig denkende Investoren

Faktor Investing ist ein viel diskutierter Ansatz im Management von Aktienportfolios, mittlerweile auch bei weiteren Assetklassen. In Zeiten niedriger (bzw. über weite Teile der Zinskurve negativer) Renditen auf sichere Staatsanleihen ist die Beimischung von Aktienportfolios, die einer Faktor-Strategie folgen, ein willkommener Ertragsbringer. Der erwartete Mehrertrag von Aktienportfolios kommt aber nicht ohne Risiko, daher sind erhöhte Anforderungen an das Risikomanagement eine natürliche Folge eines verstärkten Engagements im Aktiensegment.

Während indexorientierte Produkte passiv die Performance eines kapitalgewichteten Aktienindex nachbilden, weichen Faktor Investing-Strategien von Kapitalgewichten ab, indem sie gezielt Titel mit bestimmten Eigenschaften höher oder geringer gewichten, als das im Indexinvestment der Fall ist. Aktienportfolios mit (dynamischen) Faktor Investing-Strategien geben Titeln höheres Gewicht, die bestimmte Charakteristika aufweisen. So sind Value-Aktien jene Titel, deren Marktpreis in Relation zu ihrem inneren (intrinsischen) Wert niedrig ist. Die Forschung der letzten Jahrzehnte hat gezeigt, dass ein Investment in diese Aktien mit einer Prämie verbunden ist. Aus ökonomischer Sicht ist das verwunderlich: Wenn allgemein bekannt ist, dass Value-Aktien im Vergleich zu ihrem Wert günstig gepreist sind, dann sollten gestärkte Nachfrage diesen Preisvorteil schnell wettmachen. Die Value-Prämie schwankt zwar über die Zeit, ist aber über lange Perioden in allen Aktienmärkten dieser Welt anhaltend nachweisbar. Der Grund dafür, dass die Prämie nicht verschwindet, ist der Umstand, dass Value-Aktien in Rezessionen besonders volatil sind[1]. Daher werden sie von einem Teil der Investoren gemieden, die lieber auf Titel setzen, deren Verlustpotenzial in Krisen geringer ist (diese zeigen aber auch weniger positive Dynamik in den auf Rezessionen folgenden Erholungsphasen). Diese Vermeidungsstrategie ist im Kern der Grund für die Value-Prämie, die für Investoren, die langfristig orientiert agieren und kurzfristige Rückschläge tolerieren, einen willkommenen Ertragsbaustein bietet.

In dieser kurzen Analyse sehen wir uns die Ertragsfaktoren Value und Sentiment, Grundlage der Strategien der Classic Equity Fonds von Spängler IQAM Invest, genauer an und diskutieren die Gründe, die gerade für diese beiden Faktor-Kategorien sprechen. Weil Portfoliomanagement immer ein Ertrags- und Risikomanagement ist, dokumentieren wir das wünschenswerte Zusammenspiel dieser Faktoren im Ertrags- / Risikoprofil der Fonds. Faktor-Risiken realisieren sich nicht nach einem vorgegebenen Plan – ansonsten wären sie ja keine Risiken. Daher dokumentieren wir darüber hinaus das typische Verhalten von Value- und Sentiment-Prämien vor, in und nach Krisen und zeigen anhand von Rendite-Dreiecken, dass langfristig orientierte Investoren mit positiven Value- und Sentiment-Prämien rechnen können.

[1] Siehe z. B. Lu Zhang (2005) The Value Premium, Journal of Finance, 60 (1), 67-103.

Die Faktoren und ihre Auswahlkriterien

In den letzten Jahren hat die finanzwirtschaftliche Forschung eine Vielzahl von Aktienmarkt-Faktoren identifiziert und die zugehörigen Prämien dokumentiert. Oft ist die Rede von einem ganzen Faktor-Zoo[2], der hier entstanden ist. Doch die Robustheit mancher der identifizierten Faktor-Prämien wird mittlerweile kritisch beleuchtet[3]. Die genaue Analyse zeigt, es sind nicht hunderte Faktoren, die ein wahres Eldorado für Aktienstrategien eröffnen, sondern nur eine Handvoll Effekte, die sich langfristig in quantitativen Aktienstrategien nützen lassen.

Spängler IQAM Invest forscht seit mehr als zehn Jahren intensiv an Faktor-Strategien im Aktienbereich, aber zunehmend auch in anderen Assetklassen und hat die Faktor-Familien „Value", „Sentiment", „Quality" und „Macro" als die wesentlichen Renditetreiber identifiziert. Für diese Faktoren gilt:

- Die Faktor-Prämien sind ausreichend dokumentiert und in unterschiedlichen geografischen Regionen über lange Zeiträume beobachtbar. Die Prämien sind ökonomisch begründet (keine bloße Mustererkennung in historischen Daten).

- Faktor-Returns, auf die eine Strategie aufbaut, sind hinreichend unkorreliert. Das daraus entspringende Diversifikationspotenzial kann zur Volatilitätsreduktion genützt werden.

[2] Der Begriff Faktor-Zoo wurde von John Cochrane (2011) geprägt.
[3] Harvey, Liu, Zhu (2016) untersuchen mehr als 300 Faktoren und ziehen bei vielen dieser Faktoren die Signifikanz der Prämien in Zweifel.

In den Aktienstrategien der Classic Equity Fonds IQAM SRI Equity Europe, IQAM Equity US und IQAM Equity Emerging Markets setzt Spängler IQAM Invest auf die beiden Faktor-Familien Value und Sentiment. Value wird nicht nur durch ein niedriges Kurs-zu-Buchwert-Verhältnis definiert, sondern wird um Kennzahlen des „Corporate Finance"-Spektrums erweitert. Mithilfe solcher Kennzahlen werden Rückschlüsse auf die Kapitalstruktur, Dividendenpolitik und Investitionspolitik der Unternehmen gezogen. Beispielsweise werden Dividendenerhöhungen bzw. eine erstmalige Dividendenzahlung positiv und eine Dividendenkürzung oder der Wegfall einer Dividende negativ für die Bewertung herangezogen. Aktienrückkäufe sowie eine niedrige bis moderate Investitionstätigkeit beeinflussen den Value-Score ebenfalls positiv.

Sentiment ist ein Maß für die Marktstimmung, die einem Titel gegenüber herrscht. Spängler IQAM Invest misst Sentiment als Return-Momentum, ergänzt um die Sensitivität der Returns bezogen auf Schwankungen im IQAM Sentiment Index.

Die langfristige Faktor-Prämie messen wir aus der Performance einer extremen Faktor-Strategie, die 20 % Aktien mit der höchsten Faktor-Ausprägung gleichgewichtet investiert und wöchentlich rebalanciert (Universum: MSCI Europe bzw. MSCI USA). Die folgende Tabelle enthält die geschätzten Faktor-Prämien für Value und Sentiment, die sowohl aus Rohrenditen (oberer Teil der Tabelle) als auch um das enthaltene Marktrisiko bereinigten Renditen (unterer Teil) ermittelt wurden. Diese Ergebnisse spiegeln das theoretische Potenzial wider. Eine in der Praxis eingesetzte Portfoliostrategie wird weniger extrem sein und das Faktor-Exposure so einsetzen, dass ein Portfolio mit interessanten Ertragseigenschaften generiert wird.

Start: Jänner 2002 Ende: August 2019	Value Europe	Sentiment Europe	Value USA	Sentiment USA
Performance annualisiert	9,98 %	9,59 %	11,32 %	8,16 %
Volatilität annualisiert	22,23 %	18,51 %	22,07 %	20,50 %
Korrelation Value / Sentiment	77,32 %		75,96 %	

Marktrisiko-adjustiert

Start: Jänner 2002 Ende: August 2019	Value Europe	Sentiment Europe	Value USA	Sentiment USA
Performance annualisiert[4]	6,98 %	6,92 %	5,13 %	3,78 %
Volatilität annualisiert[5]	7,82 %	9,36 %	7,44 %	10,59 %
Korrelation Value / Sentiment	-2,62 %		-11,85 %	

Schätzung langfristige Faktor-Prämien, MSCI Europe (TR)
Quellen: Capital IQ, Spängler IQAM Invest

[4] Die marktrisiko-adjustierte Performance entspricht dem Alpha gemäß CAPM.
[5] Die marktrisiko-adjustierte Volatilität entspricht der Differenz zwischen der erhöhten Volatilität der Faktor-Strategien gegenüber der Volatilität des Marktes.

Faktoren und Portfoliodiversifikation

Die um das Marktrisiko adjustierten Prämien von Value und Sentiment sind im langfristigen Mittel kaum bzw. leicht negativ korreliert (Europa: -2,6 %, USA: -11,8 %). D. h., über den positiven Rendite-Effekt hinaus, bringt die gemeinsame Nutzung dieser Faktoren auch ein beträchtliches Diversifikationspotenzial.

Die unten stehende Abbildung zeigt die Korrelationen der (um das Marktrisiko adjustierten) Faktor-Renditen von Value und Sentiment für Europa über ein rollierendes 12-Monatsfenster gerechnet. Der grüne Bereich, also jener mit Korrelation geringer als 60 % ist jener, wo Diversifikation im Portfolio gut zur Reduktion der Portfolio-Volatilität genutzt werden kann.

Die Korrelation von Value und Sentiment liegt praktisch immer im „grünen Bereich", über große Bereiche ist die Korrelation sogar negativ. Schwache bzw. negative Korrelationen von Faktor-Prämien sind sehr attraktiv in der Portfoliogestaltung, weil sie bei geeigneter Portfoliogewichtung die Volatilität reduzieren. Allerdings bedeutet negative Korrelation von Faktor-Prämien auch, dass die Rendite des einen Faktors tendenziell dann negativ ist, wenn die Rendite des anderen positiv ausfällt und umgekehrt (genau das ist ja der Kern der Diversifikation).

Wenn aber retrospektiv dem Portfoliomanager / der Portfoliomanagerin die Frage gestellt wird, warum nicht auf den Faktor mit schlechter Performance verzichtet wurde, wird in der Rückschau der gewünschte Effekt einer negativen Korrelation in sein Gegenteil verkehrt. Diese Art der Erfolgsbeurteilung setzt ganz augenscheinlich unerwünschte Anreize im Portfoliomanagement, die hier nicht weiter diskutiert werden sollen. Vielmehr wollen wir uns die charakteristischen Eigenschaften von Value- und Sentiment-Prämien ansehen und untersuchen, wieviel Geduld Faktor-Investoren unter Umständen brauchen, bis sich die positiven Faktor-Prämien für Value und Sentiment im Portfolioertrag materialisieren.

Korrelation von Value- und Sentiment-Renditen (bereinigt um das Marktexposure) über ein rollendes 12-Monats Fenster, MSCI Europe (TR)
Quellen: Capital IQ, Spängler IQAM Invest | Stand: 02.08.2019

Wie verhalten sich Value- und Sentiment-Prämien vor, in und nach Krisen?

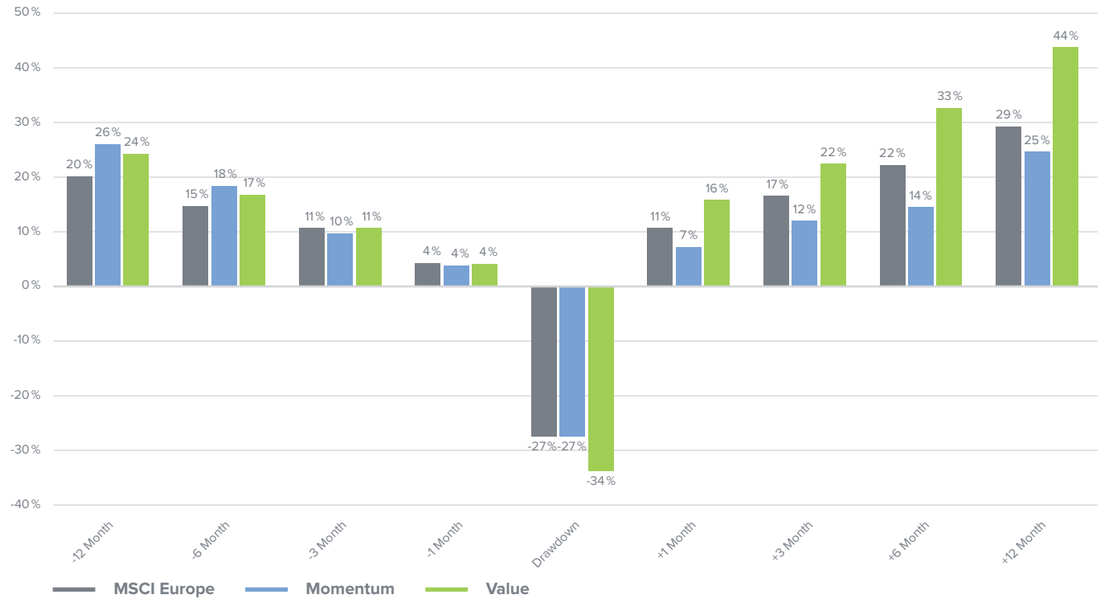
Hier wollen wir wieder exemplarisch den europäischen Aktienmarkt untersuchen und folgende Marktphasen als Krisenereignisse herausnehmen. Finanzkrise 2007/2008, die Euro-Krise 2011, die Sorgen um die chinesische Wirtschaftsentwicklung 2015 und die Rezessionsängste bzw. der Zinsanhebungszyklus der Fed im vierten Quartal 2018. Wir bilden aus diesen Krisenszenarien einen Durchschnitt und sehen uns die Faktor-Renditen über den gesamten Drawdown bzw. in den Monaten vor und nach dem Drawdown an. Dabei betrachten wir Portfolios, die jeweils die Top 20 % Aktien nach Value bzw. Sentiment gleichgewichtet enthalten. Diese werden dem Return des MSCI Europe in diesen Phasen gegenübergestellt.

Der Kursverlust des MSCI Europe beträgt im Durchschnitt über diese Krisen -27 %. Die Kursrückgänge beim Top-Sentiment-Portfolio unterscheiden sich von der Benchmark nur unwesentlich. Wie schon eingangs erwähnt, fällt im Gegensatz dazu das Top-Value-Portfolio mit -37 % in einem stärkeren Ausmaß. In den Monaten vor dem Drawdown sind noch leichte Prämien relativ zum Index erzielbar, die jedoch mit dem nahenden Drawdown vollständig verschwinden. Das Value-Portfolio ist aber gerade jenes, das in der Erholungsphase nach der Krise die höchste Performance zeigt. Auch in der weiten Expansion bleibt die Value-Prämie hoch.

In dieser Phase bleibt das Sentiment-Portfolio hinter dem Markt und dem Value-Portfolio zurück. Diesen Effekt kennt man als Momentum-Crash[6], im Zuge des Marktrückganges konzentriert sich die Sentiment-Strategie mehr und mehr auf Large-Caps und defensive Sektoren (z. B. Health Care und Utilities), denen die Investoren in der Krisenphase besonders positiv gegenüberstehen. Dieser Shift kann die Kursverluste im Drawdown nur leicht reduzieren (denn es dauert eine Weile, bis sich das Sentiment soweit dreht, dass die Portfolioumstellung vollzogen wird). In der Erholungsphase nach dem Drawdown zeigt das Sentiment-Portfolio jedoch erhebliche Opportunitätsverluste, weil Large-Caps und defensive Werte hinter Small/Mid-Caps und zyklischen Sektoren (z. B. Industrials und Consumer Discretionaries) zurückbleiben.

Diese kurze Analyse der Performance rund um Krisen macht auch klar, dass Faktor-Strategien nur in Kombination mit einem umfassenden Risikomanagement zu empfehlen sind.

[6] Harvey, Liu, Zhu (2016) untersuchen mehr als 300 Faktoren und ziehen bei vielen dieser Faktoren die Signifikanz der Prämien in Zweifel.



Renditen von Value- und Sentiment-Strategien in Europa vor, während und nach Krisenereignissen, verglichen mit dem MSCI Europe (TR)
Quellen: Capital IQ, Spängler IQAM Invest | Zeitraum: 2007 bis 2018
Anmerkung: Aufgrund der nicht gezeigten Nachkommastellen sind teilweise Säulen mit gleichen Werten nicht gleich hoch.

Historische Performance von Value- und Sentiment-Strategien

Faktor-Prämien sind unsicher. D. h. es gibt Zeiten, die keine Krisenevents sind, und trotzdem bleiben Faktor-Prämien hinter ihren Erwartungen zurück. Wie schon vorher erwähnt, kann durch die Auswahl von Faktoren mit geringer oder negativer Korrelation die Wahrscheinlichkeit verringert werden, dass mehrere Faktoren, auf die eine Strategie aufbaut, gleichzeitig schlechte Performance zeigen. Trotzdem brauchen Faktor-Investoren einen längeren Anlagehorizont als z. B. Index-Investoren, um mit hoher Wahrscheinlichkeit einen positiven Beitrag aus der Faktor-Strategie zu erzielen.

Das Rendite-Dreieck in der Abbildung oben auf der gegenüberliegenden Seite zeigt den Portfoliomehrertrag, den man erzielt, wenn man in eine reine Value-Strategie investiert (Top 20 % Value-Werte, wöchentlich rebalanciert) anstatt in den Index (MSCI Europe). Die Performance in den Zellen entspricht dem Mehrertrag über die Periode, die durch das Kaufdatum (unten) und das Verkaufsdatum (links) gegeben ist. Kurze Halteperioden sind nahe an der oberen, schrägen Kante des Dreiecks. Je weiter unten im Dreieck eine Performancezahl steht, desto länger ist der Veranlagungshorizont. Wir sehen deutlich, dass bei längeren Halteperioden die Mehrerträge überwiegend positiv sind, die Value-Prämie sich also verlässlich realisiert. Ausnahmen, wo auch längere Halteperioden zu schlechten Ergebnissen führen, sind bei Kauf 2007 – also kurz vor der Finanzkrise – und bei Verkauf 2009 – also direkt nach dem massiven Drawdown der Finanzkrise zu sehen.

Die rechts unten gezeigte Abbildung zeigt in einem weiteren Rendite-Dreieck die Sentiment-Prämie in Europa relativ zum MSCI Europe (20 % Aktien mit höchstem Sentiment minus MSCI Europe). Auch hier ist wieder deutlich zu sehen, dass Halteperioden länger als zwei Jahre mehrheitlich zu positiven Prämien führen. Bei der Anwendung von Sentiment-Strategien ist allerdings – wie vorher diskutiert – große Vorsicht vor sogenannten Momentum-Crashes in der Erholungsphase nach Krisen geboten. Wir sehen am Rendite-Dreieck klar, dass der Einstieg in eine sehr extreme Sentiment-Strategie im Jahr 2009 – also in der Erholungsphase nach dem Drawdown – eine schlechte Ausgangsbasis bildet. Umfassendes Risikomanagement, wie es in den Faktor-Strategien von Spängler IQAM Invest zum Einsatz kommt, reduziert unmittelbar nach starken Marktrückschlägen das Exposure zum Sentiment-Faktor.

Sentiment-Strategie

Verkauf

	01/2001	01/2002	01/2003	01/2004	01/2005	01/2006	01/2007	01/2008	01/2009	01/2010	01/2011	01/2012	01/2013	01/2014	01/2015	01/2016	01/2017	01/2018
01/2002	17,08 %																	
01/2003	56,07 %	33,31 %																
01/2004	69,85 %	45,08 %	8,83 %															
01/2005	79,36 %	53,20 %	14,92 %	5,60 %														
01/2006	93,81 %	65,54 %	24,18 %	14,11 %	8,06 %													
01/2007	120,94 %	88,72 %	41,57 %	30,08 %	23,18 %	14,00 %												
01/2008	130,21 %	96,63 %	47,50 %	35,54 %	28,35 %	18,78 %	4,19 %											
01/2009	141,75 %	106,49 %	54,90 %	42,33 %	34,79 %	24,74 %	9,42 %	5,01 %										
01/2010	94,01 %	65,71 %	24,31 %	14,22 %	8,17 %	0,10 %	-12,19 %	-15,73 %	-19,75 %									
01/2011	108,28 %	77,90 %	33,45 %	22,62 %	16,12 %	7,46 %	-5,73 %	-9,53 %	-13,85 %	7,36 %								
01/2012	91,37 %	63,45 %	22,62 %	12,67 %	6,69 %	-1,26 %	-13,39 %	-16,87 %	-20,84 %	-1,36 %	-8,12 %							
01/2013	105,23 %	75,30 %	31,50 %	20,83 %	14,42 %	5,89 %	-7,11 %	-10,85 %	-15,11 %	5,79 %	-1,46 %	7,24 %						
01/2014	126,34 %	93,33 %	45,03 %	33,26 %	26,19 %	16,79 %	2,44 %	-1,68 %	-6,37 %	16,67 %	8,67 %	18,28 %	10,29 %					
01/2015	118,01 %	86,21 %	39,68 %	28,35 %	21,55 %	12,48 %	-1,33 %	-5,30 %	-9,82 %	12,37 %	4,67 %	13,92 %	6,22 %	-3,68 %				
01/2016	126,80 %	93,72 %	45,32 %	33,53 %	26,45 %	17,02 %	2,65 %	-1,48 %	-6,18 %	16,90 %	8,89 %	18,52 %	10,51 %	0,20 %	4,04 %			
01/2017	131,19 %	97,47 %	48,13 %	36,11 %	28,90 %	19,28 %	4,64 %	0,42 %	-4,37 %	19,16 %	11,00 %	20,81 %	12,65 %	2,14 %	6,05 %	1,93 %		
01/2018	138,71 %	103,89 %	52,95 %	40,54 %	33,09 %	23,17 %	8,04 %	3,69 %	-1,26 %	23,04 %	14,61 %	24,74 %	16,31 %	5,46 %	9,50 %	5,25 %	3,25 %	
01/2019	127,89 %	94,65 %	46,02 %	34,17 %	27,06 %	17,58 %	3,14 %	-1,01 %	-5,74 %	17,46 %	9,42 %	19,08 %	11,04 %	0,68 %	4,53 %	0,48 %	-1,43 %	-4,53 %

Kauf

Rendite-Dreieck einer Sentiment-Strategie in Europa, relativ zum MSCI Europe (TR)
Quellen: Capital IQ, Spängler IQAM Invest

Value-Strategie

Verkauf

	01/2001	01/2002	01/2003	01/2004	01/2005	01/2006	01/2007	01/2008	01/2009	01/2010	01/2011	01/2012	01/2013	01/2014	01/2015	01/2016	01/2017	01/2018
01/2002	30,20 %																	
01/2003	74,37 %	33,92 %																
01/2004	114,58 %	64,81 %	23,06 %															
01/2005	150,81 %	92,63 %	43,84 %	16,88 %														
01/2006	171,68 %	108,66 %	55,81 %	26,61 %	8,32 %													
01/2007	210,77 %	138,69 %	78,23 %	44,82 %	23,91 %	14,39 %												
01/2008	152,56 %	93,98 %	44,84 %	17,70 %	0,70 %	-7,04 %	-18,73 %											
01/2009	127,30 %	74,58 %	30,36 %	5,93 %	-9,37 %	-16,34 %	-26,86 %	-10,00 %										
01/2010	197,35 %	128,38 %	70,53 %	38,57 %	18,56 %	9,45 %	-4,32 %	17,73 %	30,82 %									
01/2011	198,27 %	129,09 %	71,06 %	39,00 %	18,93 %	9,79 %	-4,02 %	18,10 %	31,23 %	0,31 %								
01/2012	175,95 %	111,95 %	58,26 %	28,60 %	10,03 %	1,57 %	-11,20 %	9,26 %	21,41 %	-7,20 %	-7,48 %							
01/2013	176,38 %	112,28 %	58,50 %	28,80 %	10,20 %	1,73 %	-11,07 %	9,43 %	21,59 %	-7,05 %	-7,34 %	0,15 %						
01/2014	220,62 %	146,26 %	83,88 %	49,42 %	27,84 %	18,02 %	3,17 %	26,95 %	41,06 %	7,83 %	7,49 %	16,19 %	16,01 %					
01/2015	219,14 %	145,12 %	83,03 %	48,73 %	27,25 %	17,47 %	2,70 %	26,37 %	40,41 %	7,33 %	7,00 %	15,65 %	15,47 %	-0,46 %				
01/2016	232,34 %	155,26 %	90,60 %	54,88 %	32,51 %	22,33 %	6,94 %	31,59 %	46,22 %	11,77 %	11,42 %	20,43 %	20,25 %	3,65 %	4,14 %			
01/2017	254,24 %	172,08 %	103,16 %	65,08 %	41,24 %	30,39 %	13,99 %	40,26 %	55,85 %	19,13 %	18,76 %	28,37 %	28,17 %	10,48 %	11,00 %	6,59 %		
01/2018	282,29 %	193,62 %	119,25 %	78,16 %	52,43 %	40,72 %	23,02 %	51,37 %	68,19 %	28,57 %	28,17 %	38,54 %	38,32 %	19,23 %	19,79 %	15,03 %	7,92 %	
01/2019	254,12 %	171,99 %	103,09 %	65,03 %	41,19 %	30,35 %	13,95 %	40,21 %	55,80 %	19,09 %	18,72 %	28,33 %	28,13 %	10,45 %	10,96 %	6,55 %	-0,03 %	-7,37 %

Kauf

Rendite-Dreieck einer Value-Strategie in Europa, relativ zum MSCI Europe (TR)
Quellen: Capital IQ, Spängler IQAM Invest

Spängler IQAM Invest hat mehr als ein Jahrzehnt Erfahrung im Faktor Investing. Wir setzen auf vier Faktor-Familien, die ihre robusten Prämien nachgewiesen haben: Value, Sentiment, Quality und Macro. In dieser Analyse zeigen wir die positiven Portfolioeigenschaften, die man mit einer Kombination aus Value und Sentiment im Aktienportfoliomanagement erzielen kann. Wir dokumentieren die Risiken, die mit einer Faktor-Strategie in Krisenzeiten einhergehen und zeigen, dass Faktor-Investoren einen entsprechend langen Investitionshorizont benötigen – dann allerdings können Faktor-Strategien interessante Renditen eröffnen.

UNIV.-PROF. DDR. THOMAS DANGL
Mitglied der Wissenschaftlichen Leitung von Spängler IQAM Invest

OTMAR HUBER, MA
Asset Management, Spängler IQAM Invest

BERNHARD LAFER, MA
Executive, Asset Management, Spängler IQAM Invest

Literatur

Campbell R. Harvey, Yan Liu, Heqing Zhu (2016) … and the Cross-Section of Expected Returns, Review of Financial Studies, 29 (1), 5-68. | John Cochrane (2011) Presidential Address: Discount Rates, Journal of Finance, 66(4), 1047-1108. | Kent Daniel and Tobias Moskowitz (2016) Momentum Crashes, Journal of Financial Economics, 122, 221-247.

Ausblick auf die Euro-Zinsen

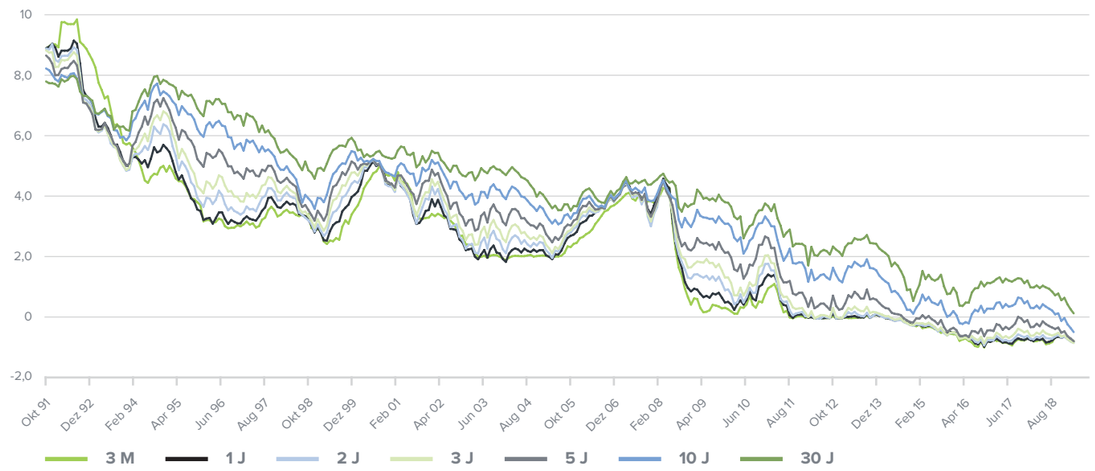
Wie sich die Euro-Zinskurve mit einem innovativen Ansatz von Spängler IQAM Invest genauer prognostizieren lässt.

Finanzprofis wie Banken, Pensionskassen, Versicherungen sowie private und staatliche Finanzierungsgesellschaften haben ihre Portfolios reichlich mit Anleihen bestückt. Sie interessieren sich nicht nur für die aktuellen Zinsen, sondern vor allem auch für die künftige Zinsentwicklung. Anleihen-Manager versuchen die Entwicklung der Zinskurve möglichst treffsicher zu prognostizieren. Die dynamische Steuerung des Zinsänderungsrisikos zählt zu ihren kniffligsten Aufgaben.

Innovativer Ansatz für Zinskurvenprognose

Ziel der neuartigen Zinskurvenprognose ist es, sowohl die positiven als auch die negativen Marktphasen richtig vorherzusagen und somit auch das Portfolio optimieren zu können. Als quantitativer Asset Manager und Spezialist auf dem Gebiet des Faktor Investing setzt Spängler IQAM Invest daher auch in der Zinskurvenprognose und der daraus abgeleiteten Duration-Steuerung auf einen mathematisch-statistischen und faktorbasierten Ansatz. In der finanzwirtschaftlichen Literatur nennt man diesen Ansatz den „Dynamic Nelson-Siegel (DNS) Approach“[1]. Dieser berücksichtigt, dass über die Zeit die beobachteten Renditen ausfallssicherer Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten sehr stark korrelieren. Die rechts stehende Abbildung zeigt deutlich den gemeinsamen Trend der Renditen deutscher Bundesanleihen in der Zeit von 1991 bis 2019. Die Korrelation der Renditeveränderungen unterschiedlicher Restlaufzeiten ist zwar nicht ganz perfekt, es zeigt sich aber, dass die Entwicklung dieser Renditen im Wesentlichen von einem oder wenigen Faktoren getrieben wird.

[1] Diebold & Rudebusch (2013) gibt einen gut lesbaren Überblick über die populärsten Methoden in diesem Bereich und stellt den DNS-Ansatz detailliert dar.



Entwicklung der Euro-Renditen deutscher Bundesanleihen mit unterschiedlicher Restlaufzeit
Quelle: Refinitiv Datastream | Stand: Ultimo 07/2019

Im DNS-Ansatz wird die Anzahl der Faktoren, welche die Renditeentwicklung maßgeblich mitbestimmen mit drei angenommen. Die Ökonomen Nelson und Siegel unterstellen, dass der Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Restlaufzeiten durch Exponentialfunktionen beschrieben werden kann. Man verwendet Exponentialfunktionen, um Wachstums- oder Schrumpfungsprozesse darzustellen, so etwa in der Zinsrechnung. Gewichtet werden die Exponentialfunktionen mit drei für den Betrachtungszeitraum konstant gehaltenen Variablen ($beta_1$, $beta_2$ und $beta_3$)[2].

Die drei Variablen stellen das durchschnittliche Zinsniveau ($beta_1$), die Steigung ($beta_2$) und die Krümmung ($beta_3$) der Zinskurve dar. Die Europäische Zentralbank verwendet eine Variante der Nelson-Siegel-Methode[3] für die tägliche Berechnung der offiziellen Euro-Zinskurve. Interpretiert man nun die Nelson-Siegel-Variablen als zeitvariierende Faktoren lässt sich mit Hilfe dieses Drei-Faktormodells beinahe die gesamte tägliche Veränderung der Zinskurve für Staatsanleihen erfassen.

[2] In der Nelson-Siegel Repräsentation der Zinskurve existiert ein weiterer freier Parameter, λ, der in unserer Implementierung konstant angenommen und kalibriert wird. Die Nelson-Siegel-Formel für Renditen $y_t(\tau)$ von Anleihen mit Restlaufzeit τ gemessen zum Zeitpunkt t lautet somit folgendermaßen:

$$y_t(\tau) = \beta_{1t} + \beta_{2t}\left(\frac{1-e^{-\lambda\tau}}{\lambda\tau}\right) + \beta_{3t}\left(\frac{1-e^{-\lambda\tau}}{\lambda\tau} - e^{-\lambda\tau}\right)$$

[3] Die EZB verwendet eine Variante der Nelson-Siegel-Methode basierend auf Svensson (1994) für die tägliche Berechnung der offiziellen Euro-Zinskurve.

Zweistufige Zinskurvenprognose

Asset Manager mit Fixed Income-Mandaten nutzen die DNS-Methode für die Duration-Steuerung und die dynamische Asset Allokation. Hier geht Spängler IQAM Invest seit dem Sommer 2018 erfolgreich einen innovativen Weg: Die auf Zeitreihenverfahren basierende Zinskurvenprognose wurde umfassend überarbeitet und durch ein zweistufiges Prognoseverfahren weiterentwickelt. Es berücksichtigt Makroinformationen wie Inflations-, Wachstums- oder Umfragedaten ebenso wie tagesaktuelle, marktbasierte Zins- und Preisdaten. Konkret besteht die erste Prognosekomponente aus einem langfristig orientierten, auf Inflations- und BIP-Wachstumsdaten beruhenden Modell, das die erwarteten Zinsänderungen auf dem Horizont von einem Jahr beschreibt. Der zweite Bestandteil der Prognose ist kurzfristig orientiert und setzt auf einen innovativen ökonometrischen Ansatz, der sogenannten „forecast combination“.

Prognose-Komponente 1: Das langfristige Endpunkt-Modell

Eine wesentliche Eigenschaft von Zinskurven nach der Nelson-Siegel-Formel ist, dass die Renditen mit steigender Restlaufzeit gegen den Faktor $beta_1$ konvergieren. Hier liegt der langfristige Zinssatz. Das langfristige Endpunkt-Modell wird verwendet, um zu bestimmen, wo sich dieser Faktor beziehungsweise der langfristige Zinssatz einpendeln wird. Es ergibt sich aus einer langfristigen Inflationsprognose und einer Schätzung der Realzinsen im langfristigen, makroökonomischen Gleichgewicht. Zudem wird angenommen, dass sich die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen über einen längeren Zeitraum hinweg in Richtung dieses Gleichgewichtszinssatzes bewegt[4]. Diese Anpassungsgeschwindigkeit wird mittels eines einfachen Zeitreihenmodells geschätzt.

[4] Wir folgen hier der Argumentation von Bauer & Rudebusch (2017).

Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen und Spängler IQAM Invest-Schätzungen für den langfristigen Endpunkt. Die Grafik zeigt die Entwicklung der Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen zwischen Dezember 1982 und dem 2. Quartal 2019 (graue Linie) sowie das Ergebnis der Schätzungen für den langfristigen Endpunkt, also Gleichgewichtszins (grüne Linie).
Quelle: Refinitiv Datastream, Spängler IQAM Invest | Stand: Ultimo 07/2019

Während für die langfristige Inflationsprognose quartalsweise von der EZB publizierte Umfragewerte[5] benutzt werden, basiert die quartalsweise Schätzung des Realzinses im langfristigen Gleichgewicht auf einem Verfahren von Holston, Laubach & Williams (2016), welches auch von der US-Fed verwendet wird.

Prognose-Komponente 2: Von vielen Einzelprognosen zur Kurzfristprognose

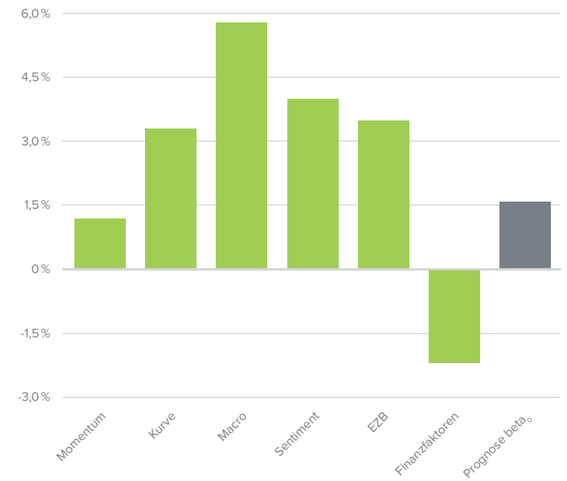
Zinskurvenveränderungen verursachen vor allem hochfrequente Kurvenverschiebungen und -drehungen. Sie spiegeln den kontinuierlichen Prozess der Preisfindung am Anleihenmarkt wider. Das macht die Prognose der komplexen Zinskurvendynamiken so schwierig. Einen flexiblen Ansatz bieten hier De Pooter, Ravazzolo & van Dijk (2010). Sie kombinieren eine Vielzahl von Einzelprognosen über Selektions- und Gewichtungsverfahren zu einer gemeinsamen Durchschnittsprognose. Ein wesentlicher Vorteil dieser Kombinationsmethode „forecast combination" ist, dass eine Vielzahl unterschiedlicher Informationsquellen gleichzeitig verarbeitet werden können. Da jede erklärende Variable eine eigene Prognose produziert, ist es ganz unerheblich, für welchen Zeitraum, mit welcher zeitverzögerten Publikation und in welcher Frequenz die einzelnen Variablen verfügbar sind. Es werden erklärende Variablen aus unterschiedlichen Sektoren der Finanz- und Realwirtschaft gemeinsam für die Prognose der Gewichtung der Zinskurvenfaktoren verwendet. Dadurch fließen Informationen aus dem Zinsmarkt, den Aktienmärkten, dem monetären Sektor, dem Arbeitsmarkt, der Inflationsentwicklung, der Geld- und Fiskalpolitik, der Wachstumsdynamik etc. in einem einzigen Prognoseprozess zusammen.

Die hohe Kunst des richtigen Prognose-Mix

Die hohe Kunst der „forecast combination" liegt in der Skalierung und Selektion der zu jedem Zeitpunkt aktiven Prognosevariablen. Hierbei stützt sich Spängler IQAM Invest auf die relative Prognoseperformance der Submodelle über einen Zeitraum von zwei Jahren und fokussiert sich dabei auf die Prognose der ersten beiden Faktoren, $beta_1$ und $beta_2$.

Die Prognose dieser Faktoren aus der „forecast combination" zum Zeitpunkt t ist dann der einfache Durchschnitt der Submodellprognosen zum selben Zeitpunkt. Folgendermaßen kann eine typische Verteilung aus den einzelnen Submodellen resultierenden Prognosen für die beiden Faktoren aussehen – siehe Grafik auf der rechten Seite. Hier wurden die Submodelle zu Klassen zusammengefasst.

[5] Ergebnisse und Detailinformationen sind öffentlich zugänglich an der Adresse https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/index.en.html



Verteilung der Prognosen für $beta_0$ aus unterschiedlichen Submodellklassen
Quelle: Spängler IQAM Invest | Stand: Ultimo 07/2019

Der Dynamic Nelson-Siegel Ansatz für die Modellierung von Zinskurven für Anleihen ohne nennenswertes Ausfallsrisiko hat sich in den letzten dreißig Jahren auch in der praktischen Anwendung im Finanzsektor sehr bewährt. Spängler IQAM Invest nutzt diesen Ansatz in Verbindung mit einem innovativen und auf einem breiten Datensatz basierenden Prognoseverfahren sehr erfolgreich, um die Euro-Zinskurve vorauszusagen.

Aus den Zinsprognosen ergeben sich die Ertragsprognosen für deutsche Bundesanleihen unterschiedlicher Restlaufzeiten. Die Ertragsprognosen werden in der Durations-Steuerung und für die Bestimmung der Taktischen Asset Allokation eingesetzt.

Der Nutzen für das Asset Management

Für die Duration-Steuerung wird bei Spängler IQAM Invest die Euro-Zinskurvenprognose einmal wöchentlich ausgewertet und als Input dem Asset Allocation-Meeting zu Verfügung gestellt. Dort werden die Ergebnisse analysiert und festgelegt, wie die empfohlene Duration in den einzelnen Fixed Income-Mandaten und gegebenenfalls auch in den Multi Asset-Mandaten umgesetzt werden soll. Die Ergebnisse der EUR-Zinskurvenprognose fließen auch monatlich in die Bestimmung der Taktischen Asset Allokation bei Multi Asset-Mandaten mit ein. Dafür wird die Prognose an mehreren markanten Stellen der Zinskurve ausgewertet. Anhand der Benchmark-Gewichte für unterschiedliche Restlaufzeitenintervalle wird eine gewichtete Ertragsprognose berechnet. Gemeinsam mit einer Prognose der Unternehmens- und Staatsanleihen-Aufschläge gehen diese Ertragserwartungen in die Taktische Asset Allokation ein.

Literatur

Bauer M. D. & Rudebusch G. D. (2017), "Interest rates under falling stars", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2017-16, https://doi.org/10.24148/wp2017-16 | De Pooter M., Ravazzolo F. & van Dijk D. (2010) "Term structure forecasting using macro factors and forecast combination" Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 993, 2010 | Diebold F. X. & Li C. (2006), "Forecasting the term structure of government bond yields", Journal of Econometrics 130, 337-364, 2006 | Diebold F. X. & Rudebusch G. (2013), Yield Curve Modeling and Forecasting, Princeton University Press, 2013 | Holston K., Laubach T. & Williams J. C. (2016), "Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2016-11, http://www.frbsf.org/economic-research/publications/workingpapers/wp2016-11.pdf | Nelson C. R. & Siegel A. F. (1987), "Parsimonious modeling of yield curves", Journal of Business 60, 473-489, 1987 | Svensson, L. E. (1994), "Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994", Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 1051, 1994

MAG. JURAJ KATRIAK
Executive, Research & Development, Spängler IQAM Invest

DR. THOMAS STEINBERGER
CIO, Geschäftsführer und Mitglied der Wissenschaftlichen Leitung von Spängler IQAM Invest

Schwellenländer immer attraktiver

IQAM Bond LC Emerging Markets bietet interessante Ertragschancen

Unser Anleihenfonds IQAM Bond LC Emerging Markets hat im Sommer seinen 5. Geburtstag gefeiert und kann auf eine erfolgreiche Historie zurückblicken. Auf fünf Jahre erzielte der Fonds +4,01 % p.a. und seit Fondsstart +3,67 % p.a.. (Ultimo 09/2019, OeKB, RefinitivDatastream, Spängler IQAM Invest)

Der IQAM Bond LC Emerging Markets eignet sich mit seinem aktiven und dynamischen Ansatz gut zur Portfolio-Beimischung. Die Selektion und Gewichtung der Märkte erfolgen dabei auf Basis der drei Erfolgsfaktoren Zinsdifferential (Unterschied zwischen den Zinsniveaus verschiedener Währungen), realer Wechselkurs (Vergleich der Kaufkraftentwicklung zweier oder mehrerer Währungen) und Credit Default Swap (Kreditausfallversicherung). Wir investieren ausschließlich in Lokalwährungen. Das Portfolio wird monatlich auf Basis vom Modelloutput neu allokiert.

Erfolgsfaktoren für das Schwellenländer-Portfolio

Die Auswahl der verwendeten Faktoren für die Selektion von Wertpapieren ist für ein Local Currency Emerging Markets-Portfolio – wie auch bei anderen Assetklassen – von höchster Bedeutung. Jeder der drei erwähnten Faktoren alleine betrachtet, erbringt jeweils einen Mehrwert gegenüber einer Benchmark, die kapitalgewichtet ist. Die intelligente Kombination dieser Faktoren kann sogar einen noch darüber hinausgehenden Mehrwert schaffen. Die Stärke unseres Ansatzes liegt im optimalen Mischverhältnis der Faktoren und der aktiven Gewichtung.

Attraktive Bewertung von Währungen

Das größte Potenzial sehen wir derzeit in der Türkei, den Philippinen und Rumänien. Alle drei Märkte zeichnen sich durch eine besonders attraktive Bewertung der Währung aus. Untergewichtet sind wir aktuell beispielsweise in Südafrika und Thailand. Sehr erfreulich ist, dass der Fonds seit Fondsbeginn vor der Benchmark liegt. (Ultimo 09/2019, Spängler IQAM Invest, BM-Daten jeweils zum 15. des Monats)

+4,01 % p.a.

Quelle: Depotbank, Spängler IQAM Invest | Stand: Ultimo 09/2019

	12 Monate in %	5 Jahre in % p.a.	seit Beginn in % p.a.
IQAM Bond LC Emerging Markets (AT)	20,05	4,01	3,67
Benchmark	17,70	3,61	3,34

Wichtige Informationen zur Marketingmitteilung

Für den IQAM SRI Equity Europe und den IQAM Equity Emerging Markets gilt: Die Fonds weisen aufgrund der Zusammensetzung ihrer Portfolios eine erhöhte Volatilität auf, d.h. die Anteilswerte können auch innerhalb kurzer Zeiträume großen Schwankungen nach oben und nach unten ausgesetzt sein.

Der Wert eines Finanzinstruments ist Schwankungen unterworfen und kann sowohl steigen als auch fallen. Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Die Performance-Berechnung der Fonds basiert auf Daten der Depotbank und entspricht der OeKB-Methode. Ausgabe- und Rücknahmespesen wurden dabei nicht berücksichtigt. 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 Fonds werden nach dem österreichischen Investmentfondsgesetz verwaltet und in Österreich vertrieben. Die Prospekte sowie allfällige Änderungen wurden gem. § 136 InvFG 2011 veröffentlicht. Die geltende Fassung der Prospekte sowie der Wesentlichen Anlegerinformationen (= Kundeninformationsdokument, KID) liegen in deutscher Sprache bei der Spängler IQAM Invest GmbH und der Depotbank des jeweiligen Fonds auf und sind auf www.iqam.com verfügbar. Bei bestehender Zulassung zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland sind diese Dokumente auch bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank International GmbH, München, erhältlich.

Für Richtigkeit und Vollständigkeit der Inhalte kann trotz sorgfältiger Recherche und Erfassung sowie verlässlicher Quellen keine Haftung übernommen werden.

Aus Gründen der einfacheren Lesbarkeit wird auf die geschlechtsneutrale Differenzierung verzichtet. Entsprechende Begriffe gelten im Sinne der Gleichbehandlung grundsätzlich für beide Geschlechter. Die Angaben nach § 25 MedienG (Offenlegung) finden Sie auf: www.iqam.com/impressum

Spängler IQAM Invest GmbH

Standort Salzburg
Franz-Josef-Straße 22 | 5020 Salzburg
T +43 505 8686-0
F +43 505 8686-869

Standort Wien
Wollzeile 36-38 | 1010 Wien
T +43 505 8686-0
F +43 505 8686-869

Standort Frankfurt am Main
Mainzer Landstraße 51 | 60329 Frankfurt am Main
T +49 69 2714 7385-0

office@iqam.com
www.iqam.com

IQAM BOND LC EMERGING MARKETS

- Quantitativer, faktorbasierter Ansatz
- Drei Erfolgsfaktoren
- Ausschließliche Investition in Lokalwährungen

SPÄNGLER
IQAM INVEST

+43 505 8686-0 office@iqam.com www.iqam.com