

Langfristige Inflationserwartungen und die Auswirkungen für Anleiheinvestoren

investmentforum 2015

Salzburg, 23. April 2015

Inhalt

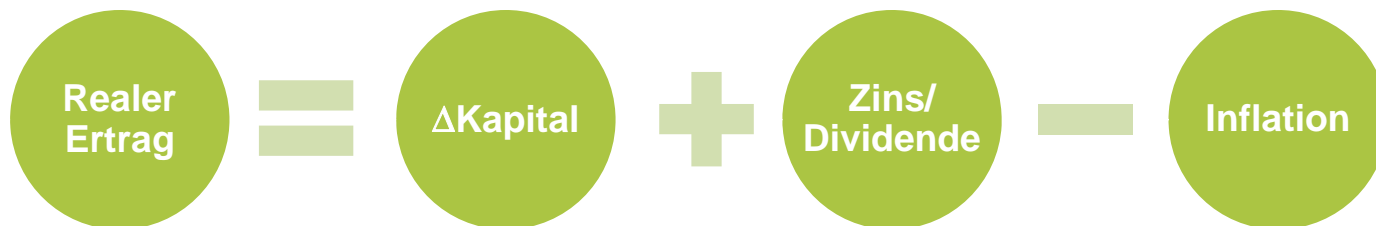
1. Reale Erträge ausgewählter Assetklassen im Rückblick
 2. Spannungsfeld Markterwartung und Notenbankpolitik
 3. Langfristige Inflationserwartungen und -risiken
 4. Empfehlungen für institutionelle Anleger
-



1. Reale Erträge ausgewählter Assetklassen im Rückblick

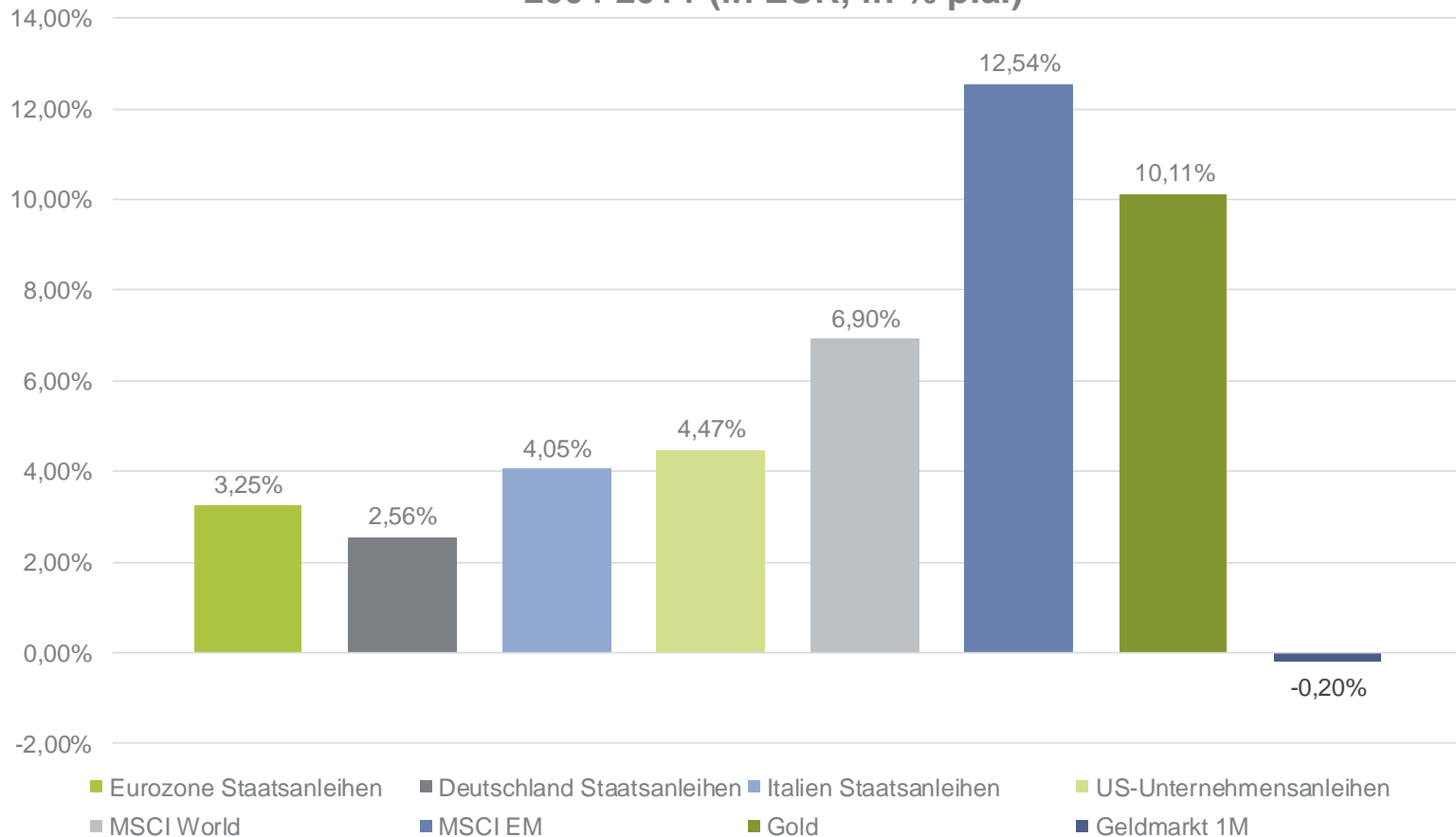
Realer Ertrag ist nomineller Ertrag abzüglich der Inflation

- Alle Investoren, die nicht der „Geldillusion“ unterliegen, haben reale Erträge zum Ziel
- Der **reale Ertrag** einer Veranlagung wird definiert als der **nominelle Ertrag** (i.e. die Summe aus dem Kapitalgewinn und den Zinsen bzw. Dividenden) **abzüglich der Inflation**:



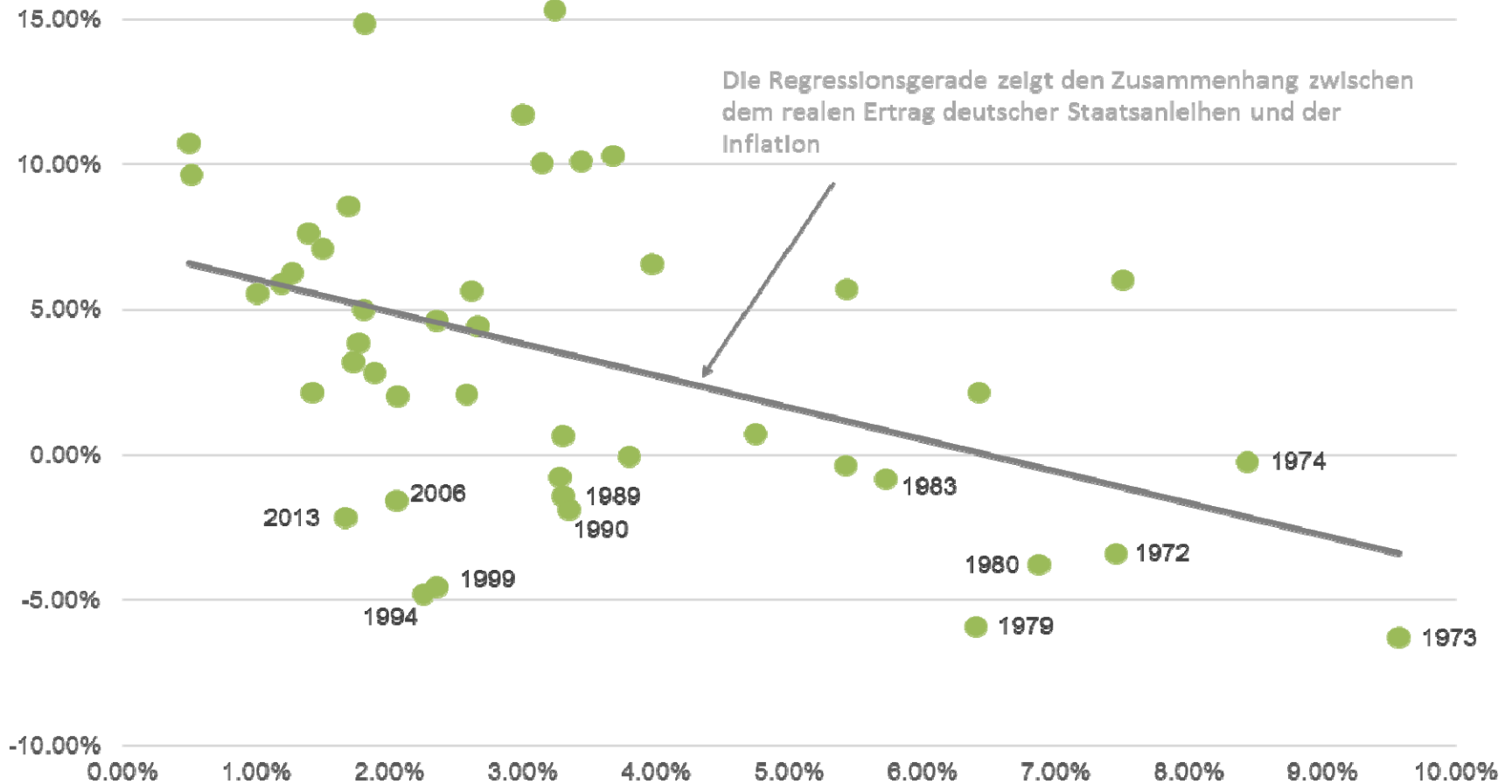
Viele Assetklassen haben in den letzten 10 Jahren gute reale Erträge geliefert

Realer, durchschnittlicher Ertrag verschiedener Assetklassen
2004-2014 (in EUR, in % p.a.)



Stand: März 2015; Quelle: Datastream

Lange, historische Zeitreihen zeigen jedoch deutlich das Inflationsrisiko bei langgebundenen nominellen Veranlagungen



Stand: März 2015; Quelle: Datastream

Wichtige Unterscheidung zwischen den folgenden zwei Arten von Inflation

■ Unerwartete Inflation

- ▶ Spiegelt sich **nicht in der Zinskurve** wider
- ▶ **Schlägt auf alle Veranlagungen durch** – sowohl festverzinsliche und variabel verzinsten Anleihen als auch Realanlagen wie Aktien, Rohstoffe oder Immobilien erleiden unmittelbar einen realen Ertragsverlust
- ▶ **Ausnahme:** Inflationsgeschützte Anleihen
- ▶ Der ursprüngliche Ertragsverlust wird außer bei festverzinslichen Anleihen über die Zeit zumindest teilweise kompensiert

■ Erwartete Inflation

- ▶ **Wirkt sich am Finanzmarkt unmittelbar aus**, meist in der Form, dass die nominellen Zinsen steigen
- ▶ **Anleihe-Investoren** erleiden **temporär Kursverluste und oft auch einen realen Ertragsverlust**



Wie können sich Anleiheinvestoren vor den Effekten eines unerwarteten Inflationsanstiegs schützen?

1. Investition in explizit **inflationsgeschützte Anleihen**

- ▶ aktuell mit negativem realem Ertrag

2. Diversifikation in andere **Währungen**

- ▶ mit Akzeptanz zusätzlichen Währungsrisikos (nach der starken Abwertung des Euro kein zu vernachlässigendes Risiko)

3. Reallokation in reale **Assetklassen** wie Aktien, Rohstoffe oder Immobilien

- ▶ mit Akzeptanz zusätzlicher Bewertungsrisiken

ABER GRUNDSÄTZLICHE FRAGE:

Sollen Investoren auf unerwartete Inflation überhaupt reagieren? In rationalen Märkten sind solche Überraschungen nicht systematisch und heben sich über die Zeit auf.

2. Spannungsfeld Markterwartung und Notenbankpolitik

Die erwartete Inflation ist eine wesentliche Determinante der Zinskurvenform und -dynamik

- Diesen Zusammenhang zwischen langfristigen (Anleihe)Zinsen und erwarteten kurzfristigen (Geldmarkt)Zinsen postuliert die Erwartungshypothese:

Anleihezins = Durchschnitt erwarteter Geldmarktzinsen + Risikoprämie

- Die Notenbank zielt auf einen aus geldpolitischer Perspektive erwünschten erwarteten Realzins ab:

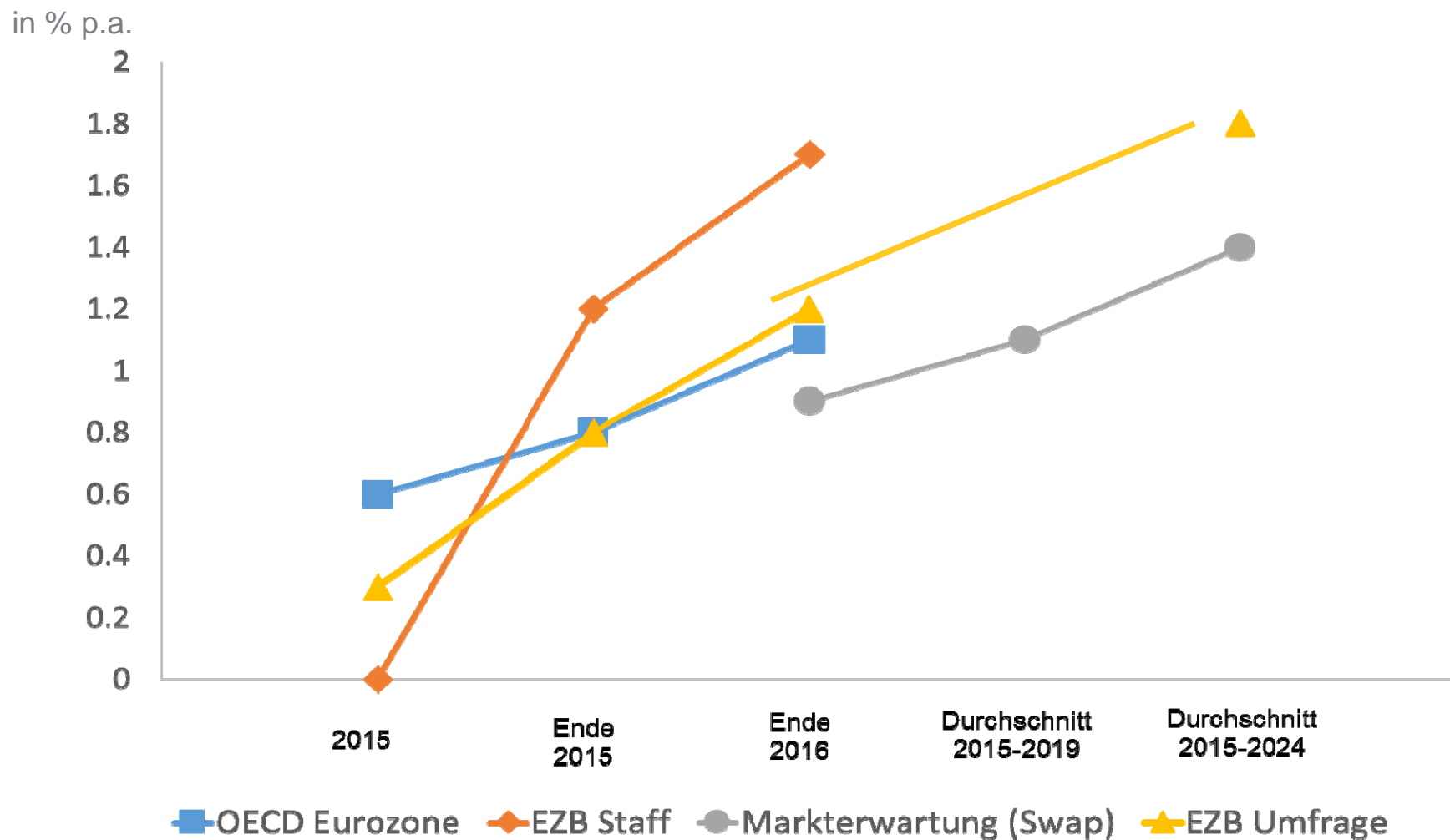
Realzinsziel der Notenbank = Geldmarktzins - erwartete Inflation

Positionierung auf der Zinskurve entscheidet über Inflationsauswirkung auf den Veranlagungsertrag

- Je höher die Duration des Anleihenportfolios, umso höher der Verlust bei einem gegebenen Anstieg der erwarteten Inflation bei unveränderter Notenbankpolitik
- **Zusatzrisiko:** Ab einem bestimmten Niveau der Inflationserwartungen revidiert die Notenbank ihr Realzinsziel nach oben, um die Inflationserwartungen wieder zu senken



Aktuelle Inflationserwartungen für die Eurozone



Welcher reale Ertrag ist von einer Staatsanleihenveranlagung derzeit also zu erwarten?



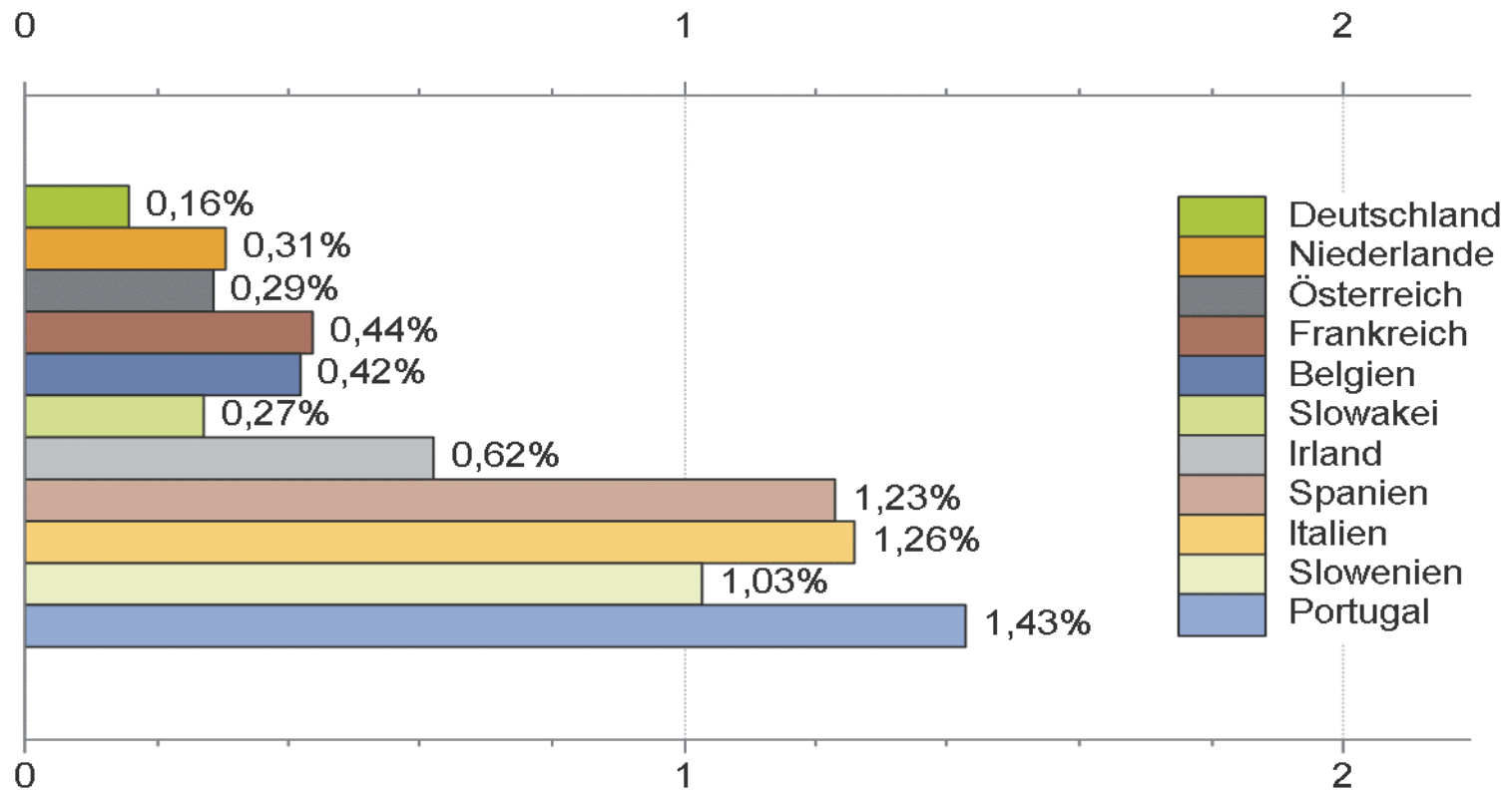
Stand: 10.04.2015

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Darüber hinaus limitiert das QE-Programm der EZB nun auch Ertragspotenzial risikoreicherer Emittenten

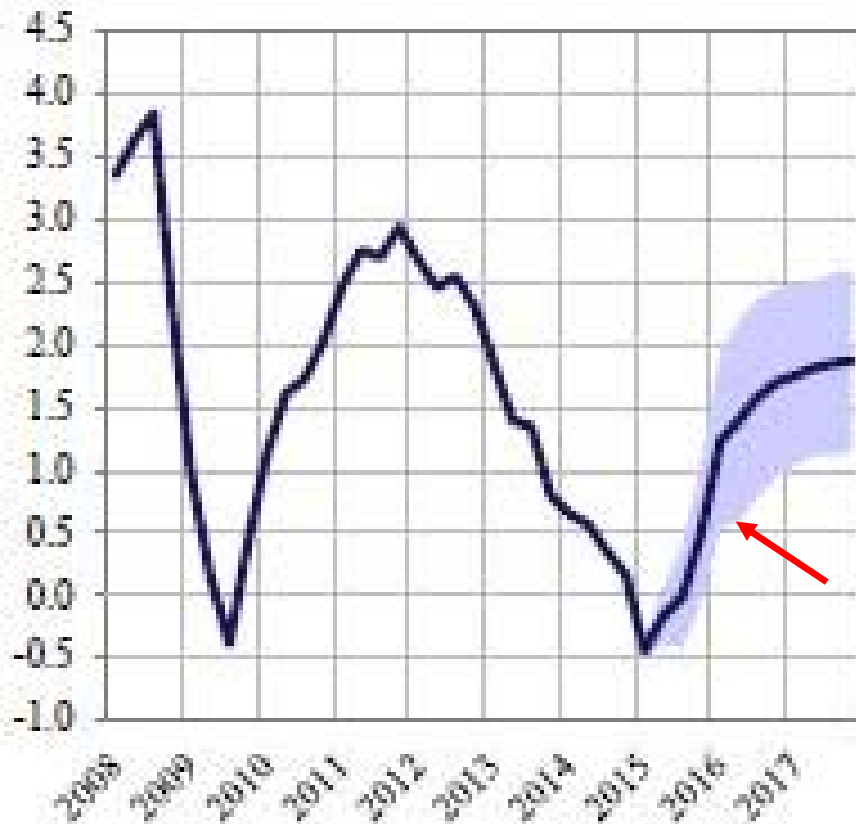
EURO-LÄNDER STAATSANLEIHERENDITEN

10 Jahre BM-Bond



Stand: 10.4.2014
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Aktuelle Inflationserwartung des Marktes liegt an unterer Grenze der EZB-Prognoseregion

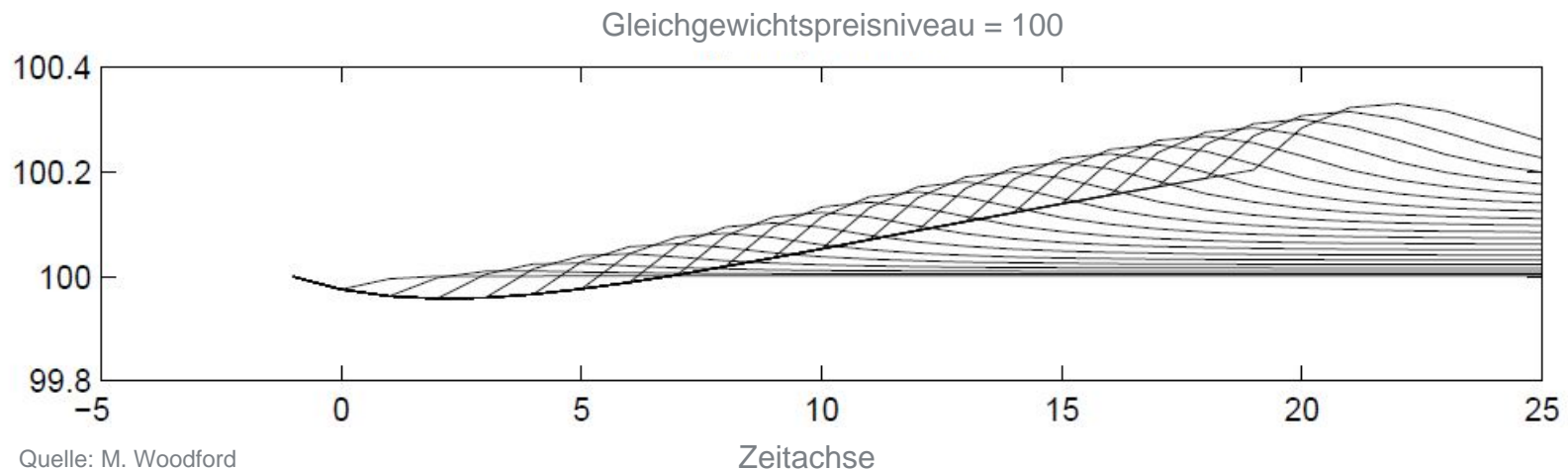


- EZB selbst sieht **erhebliche Unsicherheit** in Bezug auf diese Inflationsentwicklung
- Markt **preist Japan-Szenario** mit längerfristig niedrigem Wachstum und hohem Deflationsrisiko **relativ stark ein**
- Gelingt es der Eurozone, eine **ähnliche Entwicklung wie die USA** zu vollziehen, wären **2% Inflation mit Ende 2016** durchaus realistisch

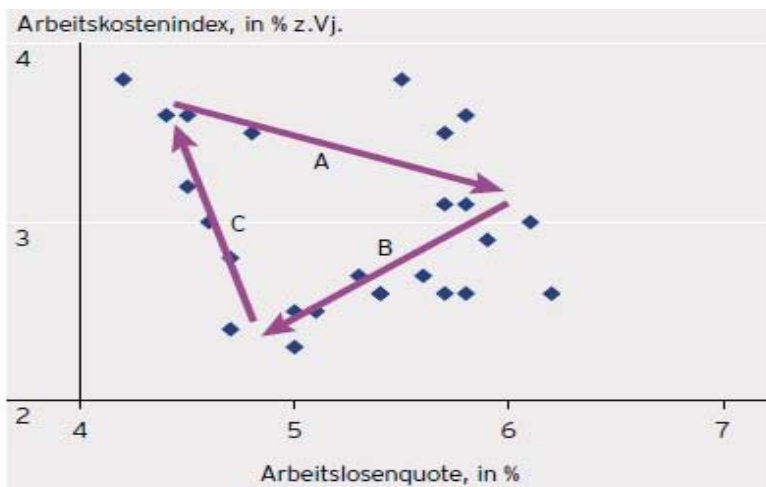
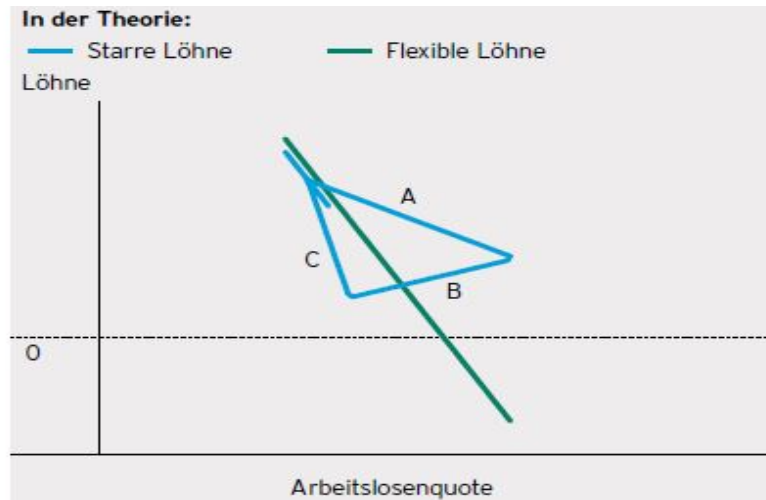
Quelle: EZB

Zusatzrisiko: Temporäre Anhebung des EZB-Inflationsziels wäre für Geldpolitik optimal – aber für Investoren schädlich

- Nach ihrem Statut strebt die EZB ein **mittelfristiges Inflationsziel** von **knapp unter 2%** pro Jahr an
- **Optimale dynamische Anpassung** dieses mittelfristigen Inflationszieles entlang des Wirtschaftszyklus wird **aktuell diskutiert**
- Innerhalb eines **neo-keynesianischen Wirtschaftsmodells** sollte **kurzfristig ein höheres Inflationsziel** angestrebt werden, um die Entschuldung voranzutreiben



Zusatzrisiko USA: Dynamik entlang der Phillips-Kurve lässt einen Anstieg der Inflationsrate bei gutem Konjunkturverlauf erwarten

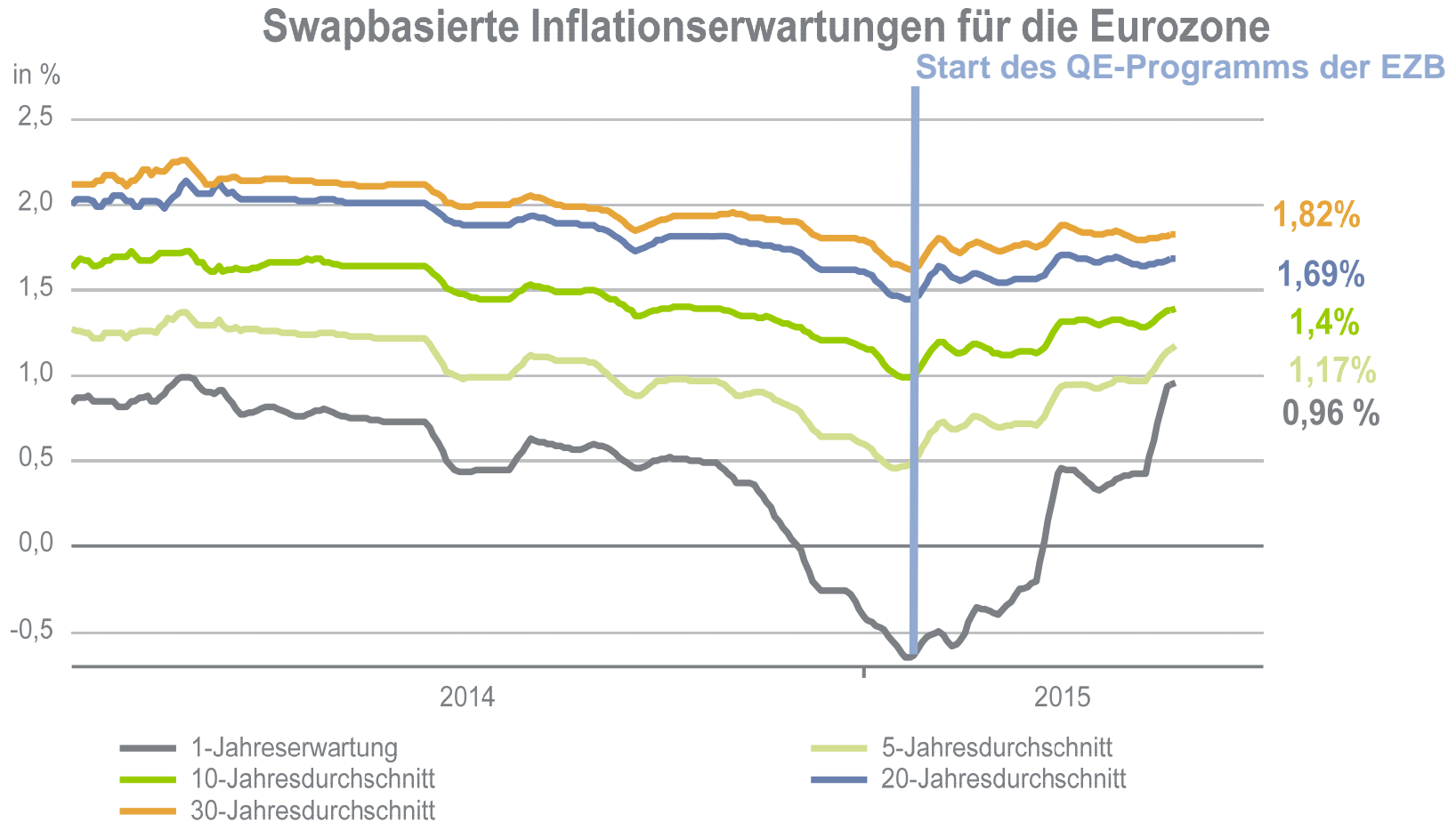


- Das Standardmodell für die Dynamik von Preisen und Löhnen im Konjunkturzyklus unterscheidet 3 Phasen (A, B und C)
- Während in den Phasen A und B nach einem Rezessionsschock die Lohn- und Preisinflation eine negative Tendenz zeigt, steigt sie in Phase C relativ stark an
- In den USA könnte diese Phase bald erreicht sein, und somit werden auf den USD-Zinsmärkten erste Zinsanstiege zu beobachten sein

Quelle: Bureau of Labor Statistics

3. Langfristige Inflationserwartungen und -risiken

Aktuelle Inflationsswaps preisen wieder ein erwartetes langfristiges Inflationsniveau in etwa beim EZB-Ziel ein



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Stand: 14.04.2015

Durchschnittliche Inflation über ca. 800 Jahre liegt bei rund 2%

- Inflationsdaten für Großbritannien (ab 1211), Niederlande (ab 1451) und Frankreich (1432-1787 und ab 1842) ergeben zusammenfassend folgende Tabelle

Land	Arithmetischer Mittelwert	Anzahl der Beobachtungsjahre
FR	2.45	501
NL	1.42	506
UK	1.63	750
Gesamt	1.79	1811

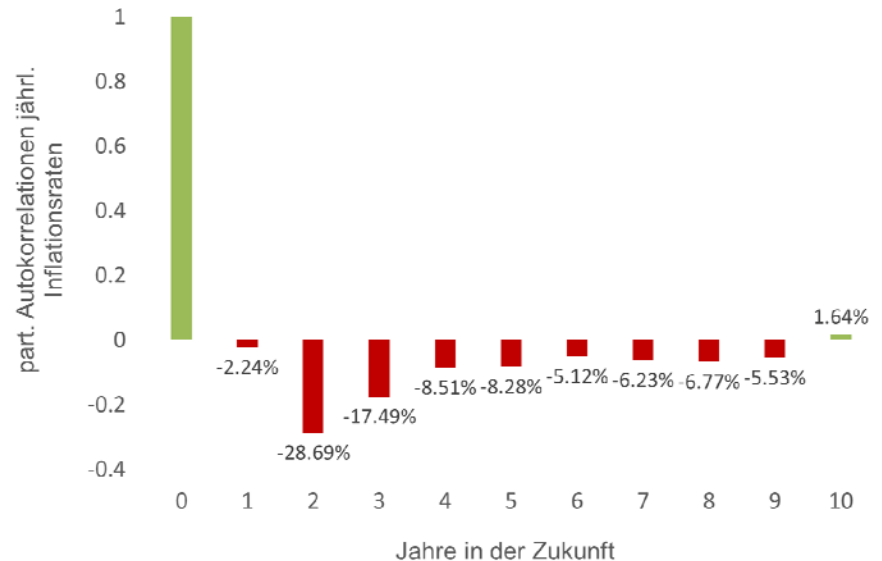
- Die Daten zeigen jedoch auch einen klaren Strukturbruch in etwa zur Mitte des 19. Jahrhunderts

Quelle: Global Financial Data, eigene Berechnungen

Bis zum 19. Jahrhundert hohe kurzfristige Inflationsvolatilität bei gleichzeitig langfristig relativ stabilem Preisniveau

- **Bis zur Einführung des Papiergeldes** und dem Beginn der Industrialisierung waren **Inflationsraten in der kurzen Frist sehr volatil**, das Preisniveau blieb jedoch langfristig relativ stabil
- **Jahre mit hoher Inflation wurden rasch und oft in hohem Ausmaß** durch Jahre mit deutlich negativen Inflationsraten **kompensiert**

Land	Arithmetischer Mittelwert	Anzahl der Beobachtungsjahre
FR	0.85	361
NL	1.11	399
UK	1.26	605
Gesamt	1.11	1365

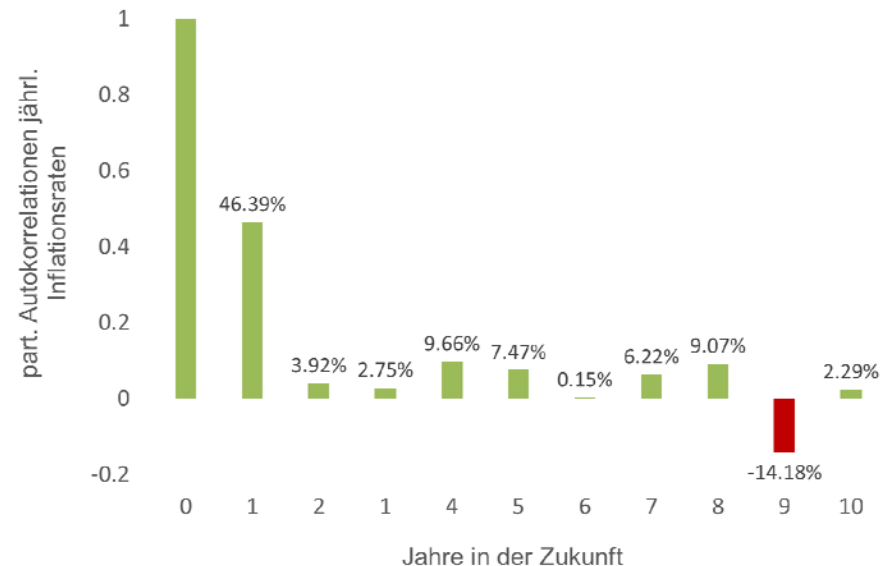


Quelle: Global Financial Data, eigene Berechnungen

Seit 1850 sind die Inflationsraten im Durchschnitt deutlich höher und positiv korreliert

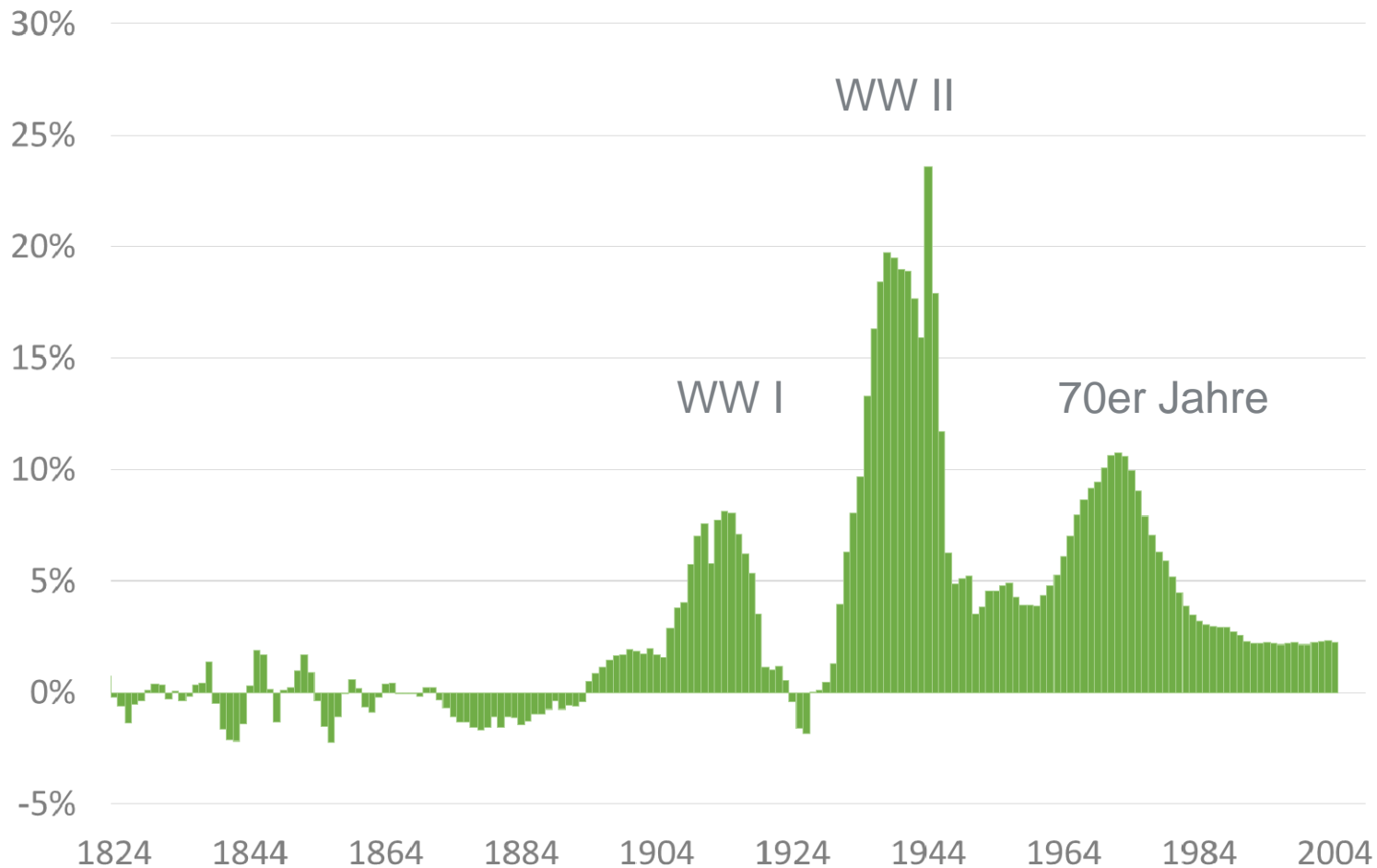
- **Seit 1850 sind jährliche Inflationsraten positiv korreliert** und es gibt kaum noch längerdauernde Deflationsperioden
- In einigen kontinentaleuropäischen Ländern haben sich sogar **Phasen extremer Hyperinflation** ereignet (Beispiel: Österreich und Deutschland 1922/23,....)

Land	Arithmetischer Mittelwert	Anzahl der Beobachtungsjahre
FR	6.57	140
NL	2.18	161
UK	3.19	145
Gesamt	3.89	446



Quelle: Global Financial Data, eigene Berechnungen

Die durchschnittlichen 10-Jahres-Inflationsraten seit 1850 zeigen einen signifikanten Anteil der Perioden mit persistent hoher Inflation



Quelle: Global Financial Data, eigene Berechnungen

Seit 1850 kann man zwei Hauptursachen für persistente Inflationsanstiege unterscheiden

1. **Angebotsschocks** wie Kriege oder die plötzliche Verknappung von schwer substituierbaren Rohstoffen wie Nahrungsmittel oder Energie

Frage für Investoren: Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit für externe Ereignisse wie Kriegshandlungen und Rohstoffverknappung, die für die Notenbank nicht kontrollierbare Inflation auslösen könnten?

2. **Zu expansive Wirtschaftspolitik**, die durch zu hohe Staatsverschuldung oder zu stark steigendes Kreditvolumen die Wirtschaft überhitzen lässt

Frage für Investoren: Wie glaubwürdig strebt die Notenbank ihr offizielles Inflationsziel an und wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit eines Konflikts zwischen der Notenbank und der für die Fiskalpolitik verantwortlichen Regierung?



Einschätzung Spängler IQAM Invest

1. **Geopolitische Risiken** sind in den letzten Jahren **eindeutig gestiegen**

- ▶ Aufstieg Chinas zur Weltwirtschaftsmacht – Verlust beherrschender Stellung der USA
- ▶ Europa- und US-feindliche Kräfte aus dem islamischen Raum können nun freier operieren und versuchen Zugang zu modernen Waffen zu erhalten
- ▶ Der russische Staat ist nach der postkommunistischen Krise wieder wirtschaftlich und militärisch gestärkt und macht seinen Einfluss auf die umliegenden Staaten geltend

2. **Die EZB hat** 2015 mit der Auflage des QE-Programms gezeigt, dass sie ausreichende **Entschlusskraft und Unabhängigkeit** besitzt, **um das offizielle Inflationsziel zu verteidigen** und umzusetzen

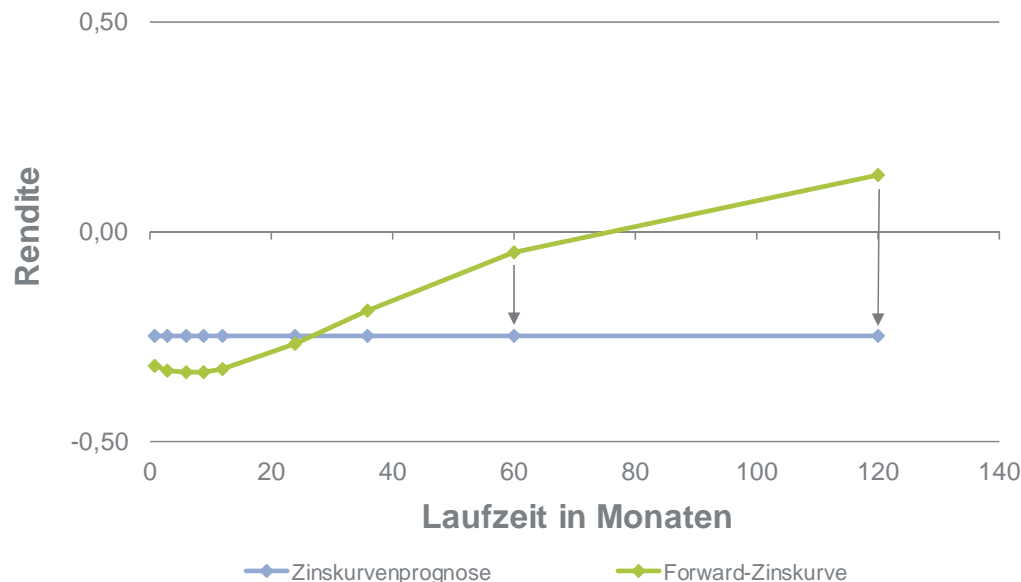
- ▶ Mit dem Fiskalpakt der EU ist ein Rahmenwerk geschaffen worden, das durch Budgetdefizite getriebene Inflation praktisch ausschließt



4. Empfehlungen: Aktive Durationssteuerung und Diversifikation der Asset Allocation

Aktive Durationssteuerung über Derivate bietet potenziell Schutz vor Inflationsrisiko

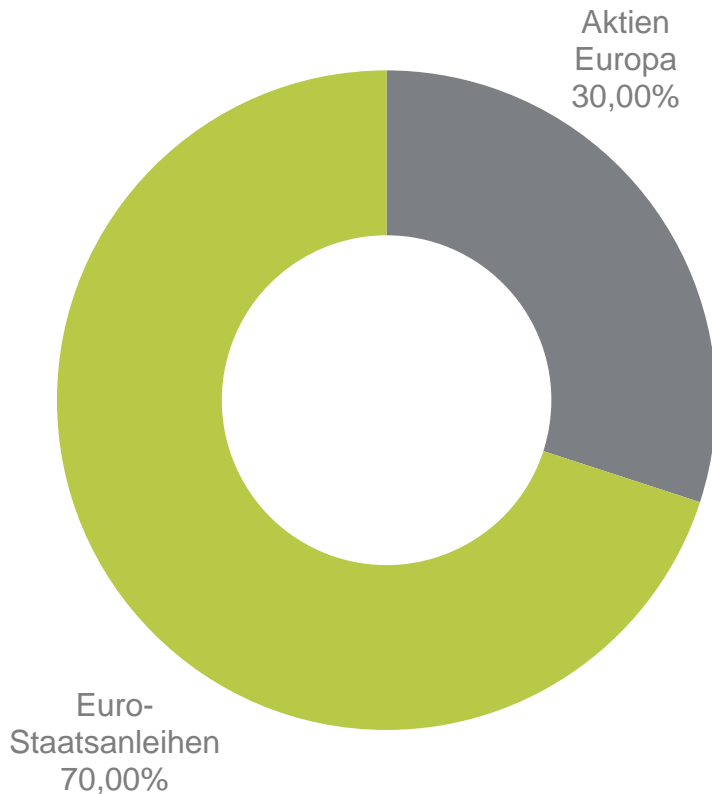
- Beispiel: Spängler IQAM Invest Zinskurvenprognose
 1. Über makroökonomische Indikatoren und Momentum werden Höhe, Steigung und Krümmung und damit die **gesamte Zinskurve** prognostiziert
 2. Optimale Laufzeit wird anhand eines **risikoadjustierten Ertragsmaßes** bestimmt



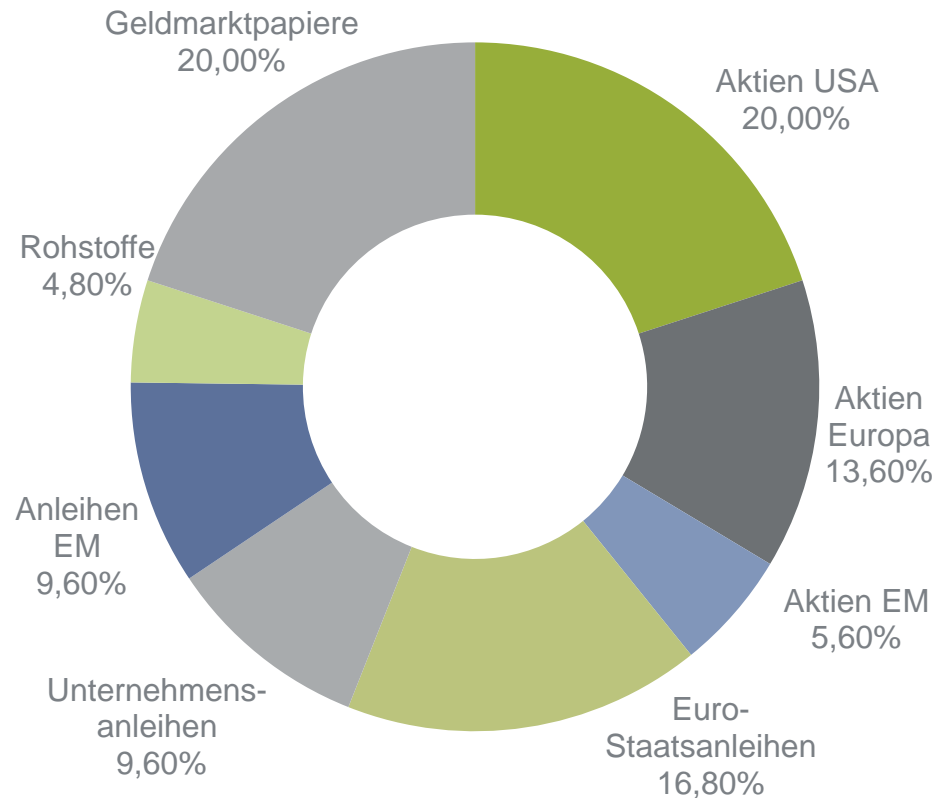
Risikoadjustierter erwarteter Ertrag der Restlaufzeiten bestimmt Positionierung

Stand: 13.04.2015
Quelle: Spängler IQAM Invest

Erhöhter Inflationsschutz auch über Diversifikation der Asset Allocation möglich



INFLATIONSSCHUTZ GERING



INFLATIONSSCHUTZ HOCH



Resümee

- Die **aktuell eingepreiste Inflation** liegt **am unteren Ende der Bandbreite** der Notenbankprognose
- Eine **langfristige Inflationserwartung von 2 Prozent** erscheint historisch und institutionell gut verankert
- Aktuelle nominelle **Zinssätze lassen negative reale Anleiherträge erwarten**
- **Empfehlung für Investoren:**
 - ▶ Produkte mit aktiver Steuerung des Zinsrisikos
 - ▶ Breite Diversifizierung des Portfolios



Wichtige Informationen

- Die Zeichnung von Anteilen an Fonds kann nur auf Basis der Wesentlichen Anlegerinformationen (= Kundeninformationsdokument bzw. KID) sowie des Prospekts des jeweiligen Fonds getätigt werden. Die aktuell gültige Fassung dieser Dokumente ist bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Soweit bei den genannten Fonds nicht explizit anders angegeben, ist die Spängler IQAM Invest GmbH mit Sitz in der Franz-Josef-Straße 22, A-5020 Salzburg, die Verwaltungsgesellschaft dieser Fonds, bei der die genannten Dokumente in deutscher Sprache aufliegen. Bei bestehender Zulassung zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland sind diese Dokumente auch bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank GmbH, München, erhältlich.

- Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien
- Diese Präsentation wurde ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zu Informationszwecken erstellt. Jede Form der Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts durch bzw. an nicht vorgesehene Adressaten ist unzulässig. Die Präsentation wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu erteilen.
- Die Daten, auf die sich die Präsentation stützt, wurden aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen. Die Daten wurden aber nicht von einer unabhängigen Stelle verifiziert, sodass für die Vollständigkeit und Richtigkeit derselben nicht garantiert werden kann, obwohl die Daten für zutreffend und nicht irreführend gehalten werden.
- Die enthaltenen Angaben dienen ausschließlich der Information und stellen kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und enthalten auch keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Diese Präsentation ist keine Finanzanalyse und unterliegt daher weder den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen noch dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.
- Die in der Präsentation dargebrachten 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.
- Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Finanzinstruments zu. Bei der Performanceberechnung wurden allfällige beim Kauf, Halten oder Verkauf eines Finanzprodukts erhobenen Gebühren und Kosten nicht berücksichtigt. Der Wert eines Finanzinstruments ist Schwankungen unterworfen und kann sowohl steigen als auch fallen. Bei Finanzinstrumenten, die auf Fremdwährung lauten, können Veränderungen der Währung eine negative Auswirkung auf die Rendite haben.
- Die geäußerten Meinungen geben die derzeit aktuelle Einschätzung wieder, die sich auch ohne vorherige Bekanntmachung ändern kann.
- Diese Präsentation wurde nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, etwaige Fehler und Irrtümer bleiben vorbehalten.