

Faktor Investing in Emerging Markets

Thomas Steinberger

November 2017

Agenda

1. Passives versus Faktor Investing
2. Faktoren als „Nährstoffe“ für das Portfolio
3. Do's und Don'ts im Faktor Investing
4. Faktor Investing in Emerging Markets
5. Zusammenfassung



1. Passives versus Faktor Investing

Massive Verlagerungen von aktiven hin zu passiven Investmentstrategien



Klassische Definition:

Eine Strategie, die die relativen Marktgewichte eines breiten Anlageuniversums repliziert (das „Marktportfolio“), z. B. der Vanguard 500 Index Fund.

Verwaltetes Vermögen passiver Aktien-Indexfonds 2000-2016 in Milliarden US-Dollar.

Quelle: Investment Company Institute Fact Book; BlackRock Global ETP Landscape Report Dezember 2016.

Passives Investieren: Wichtige Vorteile für Investoren

V

✓ Diversifikationsvorteile

r

t

✓ Große Underperformance unwahrscheinlich

i

l

✓ Geringe Kosten



„Dunkle Seiten“ des passiven Investierens: Brauchbarkeit für Anleger

Welches ist das korrekte passive „Ankerportfolio“?

S&P 500? Russell 2000? MSCI World? MSCI AC?
Und für einen Multi-Asset-Fonds oder -Investor?

Passive Fonds sind per definitionem

übergewichtet in überbewerteten Werten,
untergewichtet in unterbewerteten Werten.



Viele Investoren wollen oder dürfen bestimmte Werte nicht halten

z. B. aufgrund eines Ethikfilters, etc.

Passive Indexreplikation entspricht einem Ein-Faktor-Modell

→ „Marktfaktor“

Sinnvoll nur in einer sehr vereinfachten Welt!

Von der Ein-Faktor- zur Multi-Faktor Welt

Alte Welt

= eine Ein-Faktor-Welt

Investoren berücksichtigen lediglich einen **einzelnen**

Ertragstreiber: Markttrendite

Veranlagungen, die **sensibel** auf Markttrenditen **reagieren**, verdienen hohe Risikoprämien (= **Markt-Beta**).



Neue Welt

= eine Multi-Faktor Welt

Investoren betrachten

weitere Ertragstreiber:

Wie stark reagiert ein Asset auf

(1) Rezessionen

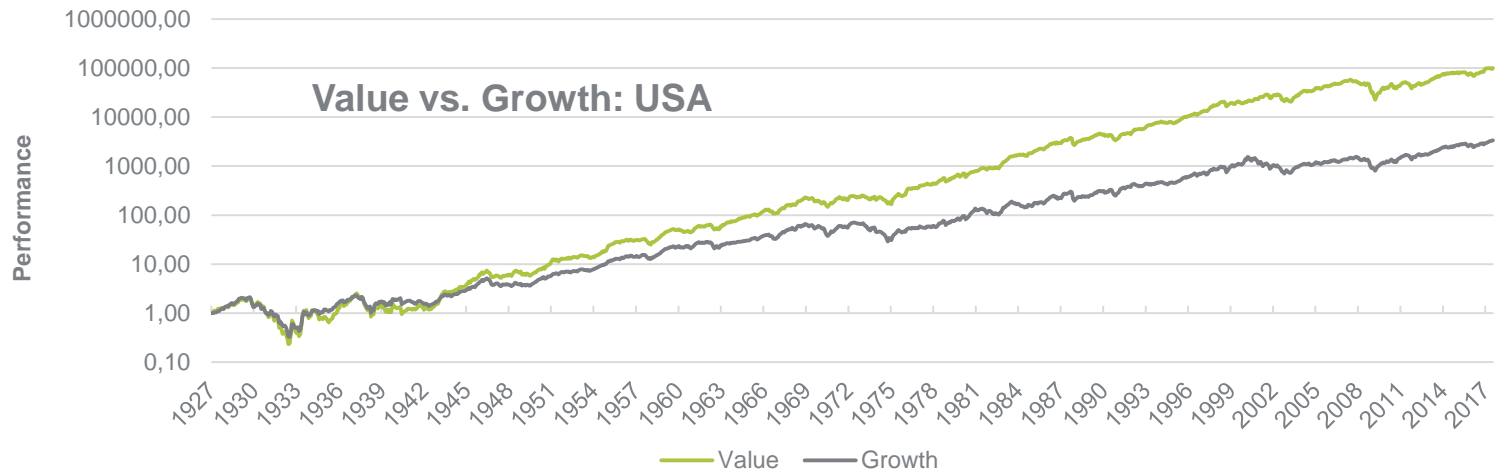
(2) steigende Marktvolatilität

(3) sinkende Marktliquidität, etc.

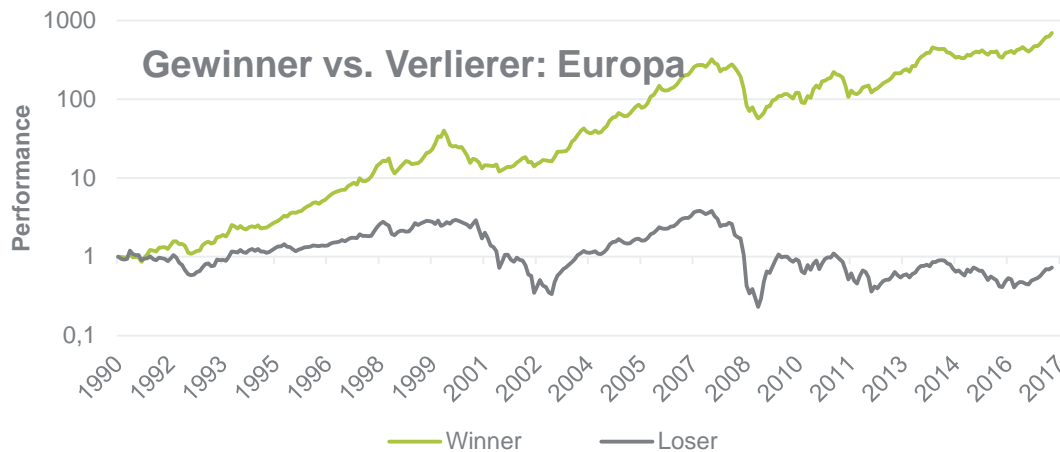
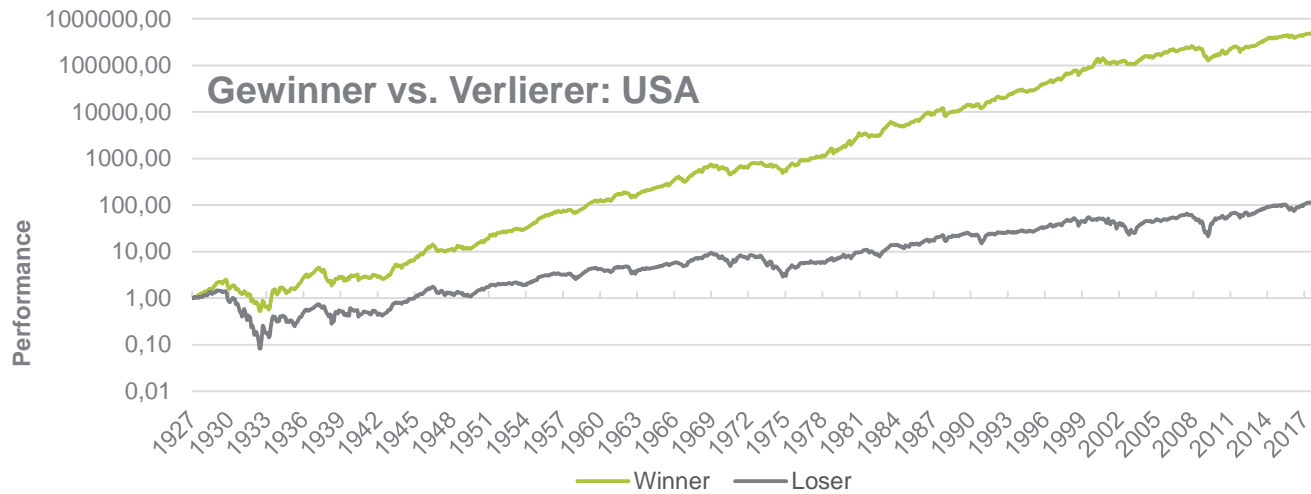
Es ist nicht für jeden Investor **optimal, das gleiche** „passive“ **Marktportfolio** zu halten!

→ Akademische Literatur zeigt, dass **nicht nur ein Faktor** die Risikoprämien treibt.

Faktorerträge historisch betrachtet: Value



Faktorerträge historisch betrachtet: Momentum



2. Faktoren als „Nährstoffe“ für das Portfolio

Faktorerträge als Risikoprämien



▪ Beispiel

- ▶ Small Caps scheinen in Zeiten des Wirtschaftsabschwungs besonders gefährdet
- ▶ Erträge aus dem Size-Faktor entschädigen für dieses Risiko
- ▶ Andere Faktoren weisen in extremen Marktphasen die höchsten Verluste auf
 - siehe Schneider, Wagner, Zechner, 2017: Low Risk Anomalies?

(Manche) Faktoren performen in extremen Marktphasen besonders schlecht

Marktertrag

Faktorerträge und Verhaltensmuster



Prospect-Theorie

könnte Momentum erzeugen – wenn Investoren es vermeiden, „Verlierer“ zu verkaufen, ...

Übertriebene Extrapolation der Vergangenheit

Value, Momentum, ...

Begrenzte Aufmerksamkeit

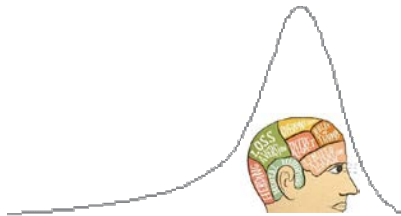
Growth-Aktien sind häufig „Glamour-Werte“ im Vergleich zu Value-Aktien

Prospect-Theorie + begrenzte Aufmerksamkeit

→ graduelle Reaktion auf Nachrichten

Und die Moral von der Geschichte' ...

Wahrscheinlich stecken
sowohl **rationale**
als auch **Verhaltensmuster**
hinter Faktorserträgen.



In beiden Welten sollten
rationale, langfristig orientierte
Investoren versuchen,
Faktor-Prämien zu generieren!



Faktoren sind Nährstoffe für das Portfolio

Nährstoffe	Mann	Frau	Kind	Nahrungsmittel-Beispiele
Wasser	3,7 l/Tag	2,7 l/Tag	1,7 l/Tag	
Kohlehydrate	130 g/Tag	130 g/Tag	130 g/Tag	Brot, Bohnen, Kartoffeln, Reis
Proteine	56 g/Tag	46 g/Tag	19 g/Tag	Käse, Milch, Fisch, Sojabohnen
Ballaststoffe	38 g/Tag	25 g/Tag	25 g/Tag	Erbsen, Weizen, Reis
Fette	20-35% des Kalorienbedarfs	20-35% des Kalorienbedarfs	20-35% des Kalorienbedarfs	Fetter Fisch, Erdnüsse, tierisches Fett

Quelle: Food and Nutrition Board, National Academies, 2005

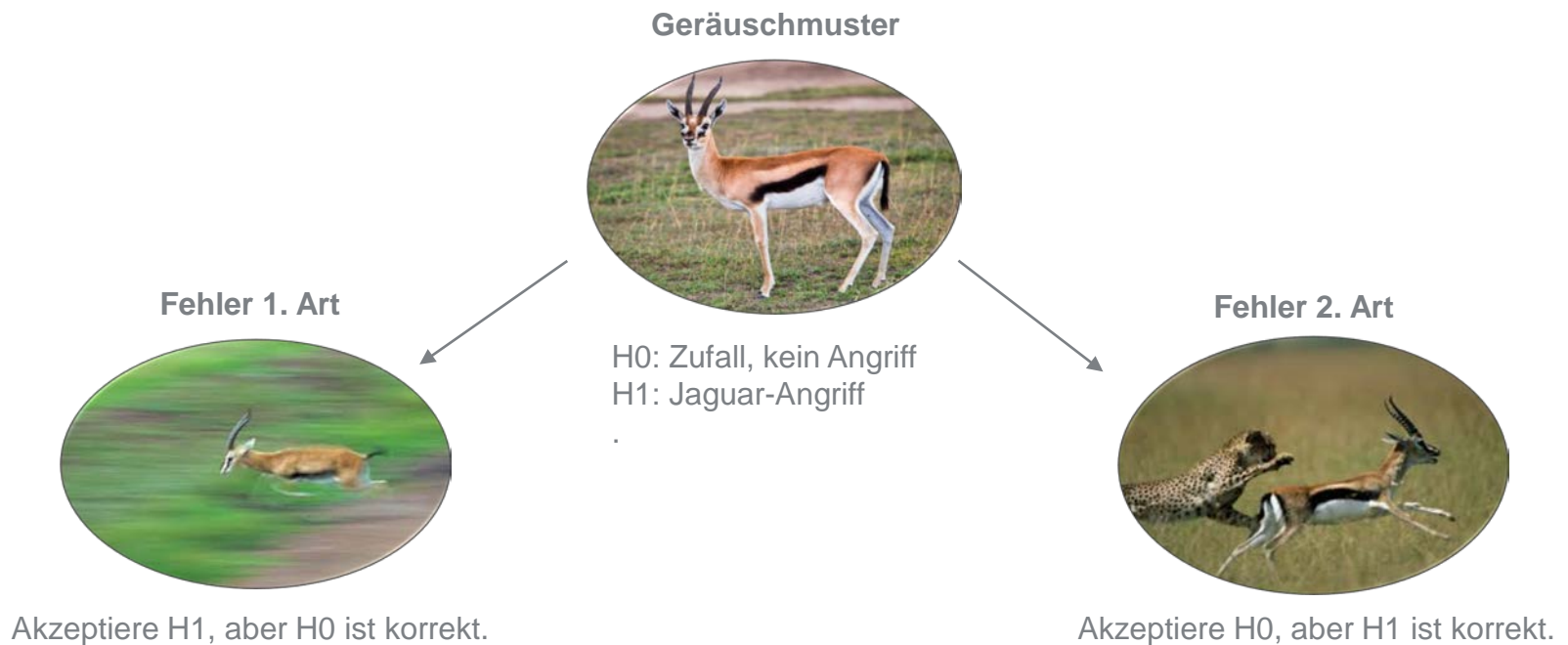
- Nahrungsmittel bieten unterschiedlichen Zugang zu diesen Nährstoffen.
- Nahrungsmittel = Wertpapiere: Wie Erbsen, Weizen oder Reis unterschiedliche Mengen an Ballaststoffen liefern, enthalten unterschiedliche Aktien unterschiedliche Mengen an Faktoren, wie beispielsweise „Value“.
- Mann/Frau/Kind = Anleger: Für unterschiedliche Anleger empfiehlt sich ein unterschiedlicher Faktoren-Mix, abhängig von Risikoprofil, Anlagehorizont und Verbindlichkeiten.

Faktoren als „Nährstoffe“: siehe Andrew Ang, Asset Management, Oxford University Press, 2014.

3. Do's und Don'ts im Faktor Investing

Identifikation von Faktoren (1)

- **Die große Gefahr: Identifikation von Scheinfaktoren**
aufgrund der zuvor genannten Probleme (Datamining, ...)
- Wir tendieren dazu, dort **Muster zu sehen, wo** in Wirklichkeit **keine sind!**
→ Möglicherweise ist dies **evolutionär bedingt ...**



Identifikation von Faktoren (2)

- **Disziplinierte Herangehensweise**

- ▶ Minimierte Gefahr des Dataminings
- ▶ Wissenschaftlich überprüfte Ergebnisse als Basis
- ▶ Out-of-Sample Belege
- ▶ etc.

- **Ökonomische Plausibilität**

- ▶ Muss immer berücksichtigt werden!

- **Fehlermöglichkeit einkalkulieren**

- ▶ Immanent in der Wissenschaft (Karl Popper's Prinzip der Falsifikation)



Funktioniert Faktor Investing für alle Assetklassen?

- Faktor Investing wurde **für Aktienmärkte entwickelt**
- **Aktuelle Befunde** legen nahe, dass es auch für andere Assetklassen funktioniert

- ▶ Unternehmensanleihen

(siehe z. B. Chordia, Goyal, Nozawa, Subrahmanyam, and Tong, 2017;
Houweling and Zundert, 2016)



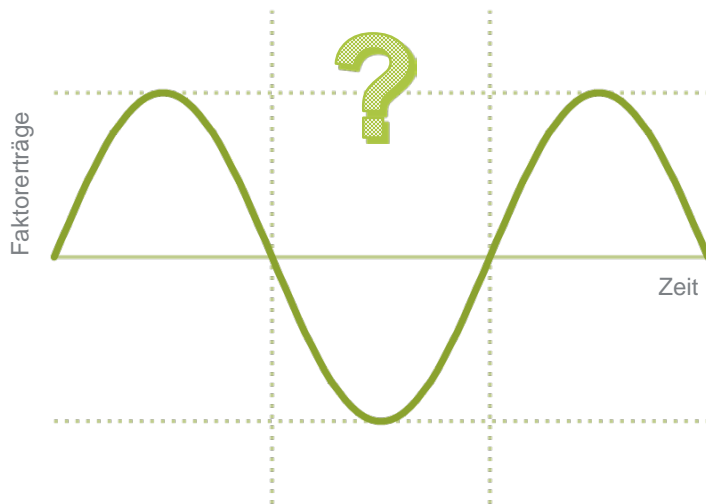
Juni 2016: **Prof. Goyal** bei einer Präsentation des Spängler IQAM Research Center.

- ▶ Rohstoffe

(z. B. Gorton, Hayashi, Rowenhorst, 2013;
Asness, Moskowitz, Pedersen, 2013)



Sollten Faktor-Positionen im Zeitverlauf verändert werden?



- Zunehmende Hinweise, dass Faktor-Performance im Zeitverlauf variiert
- Die Anlegerstimmung scheint bestimmte Faktorerträge zu „prognostizieren“
(z. B. Stambaugh, Yu, and Yuan, 2015; Stambough and Yuan, 2016)
- Hohe Stimmungswerte führen zu geringeren Erträgen des Value-Faktors
- Momentum-Erträge scheinen mit dem Wirtschaftszyklus in Zusammenhang zu stehen
(e.g. Daniel and Moskowitz, 2016)
- Wachsender Konsens, dass Faktorerträge in gewissem Ausmaß vorhergesagt werden können.

Können Faktor-Prämien mittels einer passiven Investmentstrategie erzielt werden?

Nein, weil

1. die Menge eines „Nährstoffes“ in einem Wertpapier oder einer Assetklasse im Zeitverlauf **fluktuiert**
→ die Portfolio-Zusammensetzung ändert sich dynamisch
2. sich die Art, wie man einen Faktor am besten **erfasst**, im Zeitverlauf ändern kann
→ muss also laufend evaluiert werden
3. **Faktorerträge** sich im Zeitverlauf zu verändern scheinen
→ die optimale Faktorgewichtung muss also über die Zeit angepasst werden



4. Faktor Investing in Emerging Markets

Kein Faktor Investing ohne aktive Strategie!

Daher fokussieren wir uns auf ...

- ... systematische Identifikation
- ... aktive Selektion
- ... konstante Überprüfung
und
- ... dynamische Kombination

von Faktoren, die ...

- ... wissenschaftlich fundiert
- ... robust
und
- ... langfristig Erfolg versprechend sind



Breites Set an Faktoren bei Spängler IQAM Invest

	Value	Sentiment	Quality	Makro
Aktien	Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Dividendenrendite, Aktienrückkäufe	Spängler IQAM Sentiment Index, Momentum	Leverage, konstantes Gewinnwachstum, stabile Profitabilität	BIP-Wachstum, Leistungsbilanz
Staatsanleihen	Kurvensteilheit, Zinsdifferential	Spängler IQAM Sentiment Index, Momentum, CDS-Spreads	Rating	Inflation, Outputgap, real-effektiver Wechselkurs, Leistungsbilanz
Corporates	Kurs-/Buchwert-Verhältnis	Spängler IQAM Sentiment Index, Momentum	Rating, Leverage, konstantes Gewinnwachstum, stabile Profitabilität	real-effektiver Wechselkurs, Konsumentenvertrauen, Frühindikatoren
Rohstoffe	Backwardation	Spängler IQAM Sentiment Index, Momentum, Aktienperformance		Privater US-Konsum, Bestellungen langlebiger Wirtschaftsgüter USA

→ Die Übersicht wird bei Vorliegen neuer Erkenntnisse, die dem Spängler IQAM Qualitätsanspruch genügen, angepasst und je nach Fondsmodell maßgeschneidert umgesetzt.

Beispiel aus dem Bereich Emerging Markets Staatsanleihen in Lokalwährung

Potentielle Einflussfaktoren

- BIP
- Credit Default Swap
- Geldmengenwachstum
- Industrieproduktion
- Inflation
- Leistungsbilanzdefizit
- Neuverschuldung
- Realer Wechselkurs
- Rohstoffpreise
- Sentiment-Indikatoren
- Terms of Trade
- Verschuldungsgrad
- Zinsdifferential
- ...

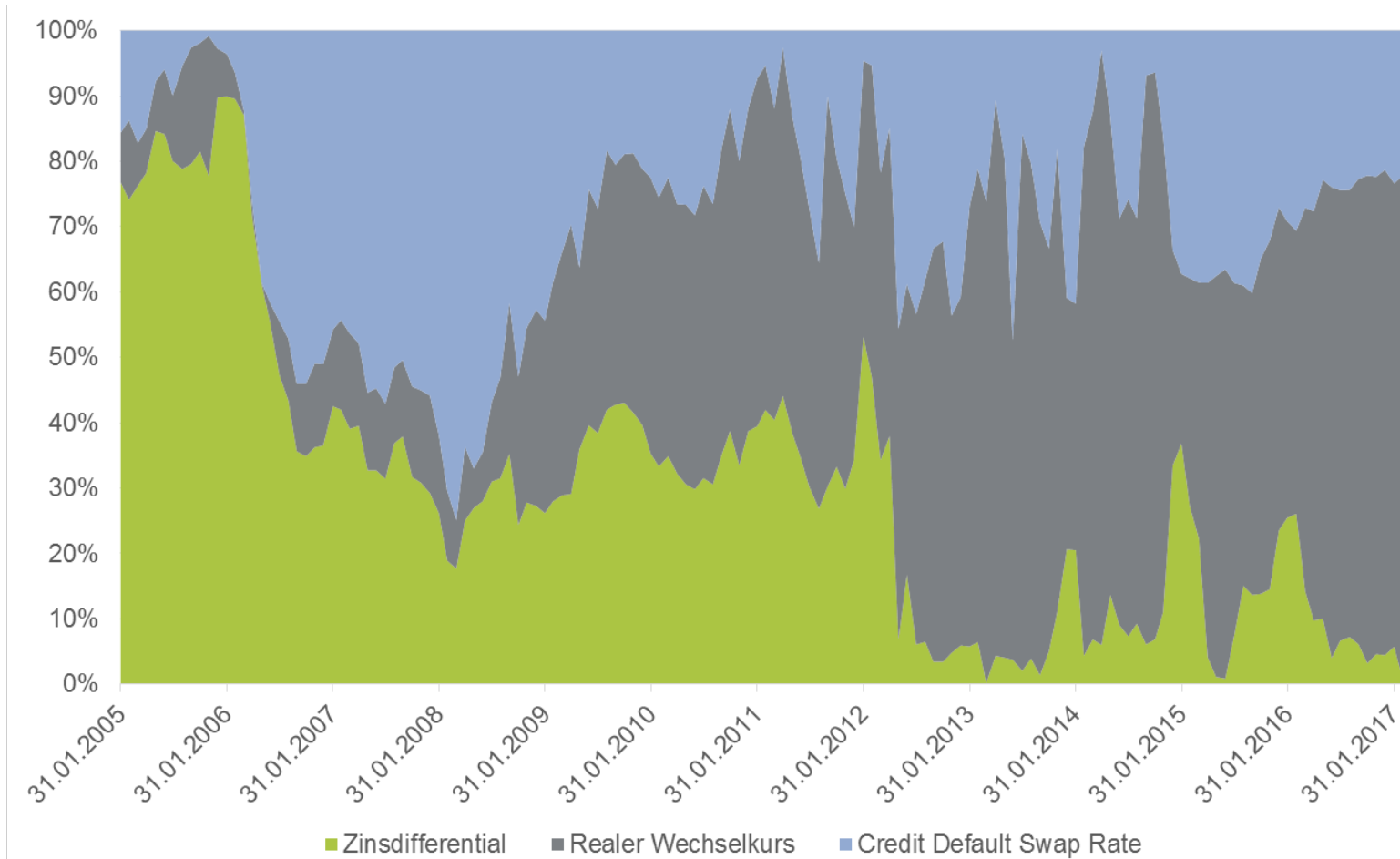
Ökono- metrische Analysen

**Akademische Studien und eigene
Analysen identifizieren 3 Faktoren
als langfristig stabile
Performancetreiber**

Erfolgsfaktoren

- Zinsdifferential
- Realer Wechselkurs
- Credit Default Swap

Gewichtung der Faktoren passt sich dem Marktumfeld dynamisch an



Stand: November 2017

Quelle: Bloomberg, Datstream, eigene Berechnungen

Spängler IQAM Bond LC Emerging Markets

Wissenschaftlicher und ökonomischer Hintergrund der drei Erfolgsfaktoren



**Zins-
differential**

**1-Monats-Forward-Wechselkurs
dividiert durch Spotwechselkurs**

Zinsdifferential wird meist nicht zur Gänze durch Währungsabwertung ausgeglichen (Hansen & Hodrick, 1980)



**Realer
Wechselkurs**

**Differenz zwischen aktuellem Wert
und 6-Jahres-Durchschnitt**

Niedrige reale Wechselkurse signalisieren Aufwertungspotenzial (Jordà & Taylor, 2012 oder Dahlquist & Penasse, 2016)



**Credit
Default
Swap**

**Differenz zwischen aktuellem
Wert und 6-Jahres-Durchschnitt**

Risikoeinschätzung der Marktteilnehmer spiegelt sich rasch in veränderten CDS-Spreads wider (Dockner, Mayer & Zechner, 2013)

Gemeinsam ergeben diese Erfolgsfaktoren eine erfolgreiche Faktorstrategie für Emerging Markets Staatsanleihen

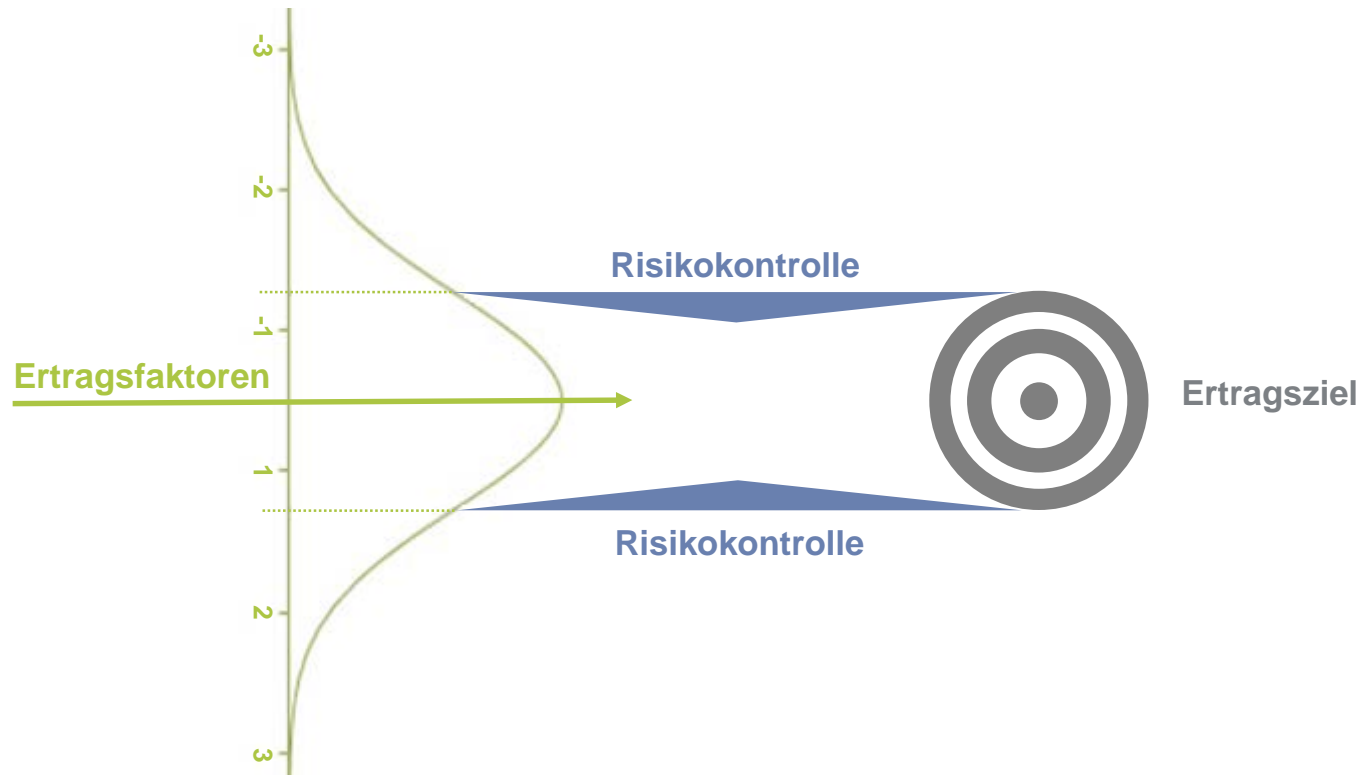


Stand: November 2017

Quelle: Bloomberg, Datstream, eigene Berechnungen

5. Zusammenfassung

Kompromisslose Ausrichtung auf die Ziele unserer Kunden für höchstmögliche Sicherheit in der Zielerreichung



- Die Ziele unserer Kunden erreichen wir durch risikokontrollierte Anwendung sorgfältig ausgewählter Ertragsfaktoren
- Konsistente Anwendung über die Assetklassen und in der Asset Allocation

Die Ziele unserer Kunden erreichen wir durch risiko-kontrollierte Anwendung sorgfältig ausgewählter Ertragsfaktoren



Kompromisslose Ausrichtung auf die Ziele unserer Kunden:

Unsere Kunden und ihre Ziele stehen im Mittelpunkt unseres Tuns. Wir denken und handeln risiko-kontrolliert, damit unsere Kunden ihre Anlageziele mit höchstmöglicher Sicherheit erreichen.



Fundierte Qualität im Asset-Management:

Unser Asset-Management beruht auf wissenschaftlich fundierten, praktisch erprobten Erkenntnissen. Dabei erfolgen die Auswahl der Ertragsfaktoren und deren risiko-kontrollierter Einsatz ganz systematisch nach den definierten Regeln der Spängler IQAM-Methodik.



Langfristige Ausrichtung der Anlagestrategien:

Die Spängler IQAM-Methodik basiert auf nachvollziehbaren, fundamentalen, ökonomischen Zusammenhängen, Daten und Fakten. Wir erheben nicht den Anspruch, kurzfristige Bewegungen des Marktes zu prognostizieren. Unsere Strategien sind daher auf die mittel- bis langfristigen Anlagehorizonte unserer Kunden ausgerichtet.



Gläsern und transparent:

Wir legen offen was wir tun und wie wir es tun. All das kommunizieren wir aktiv an unsere Kunden. Dadurch ist der gesamte Veranlagungsprozess klar nachvollziehbar.



Unabhängig im Denken und Handeln:

Durch unsere Eigentümerstruktur sind wir frei von Konzerninteressen und unabhängig im Denken und Handeln. Wir kaufen keine Emissionen von Gesellschaftern und betreiben auch keinen Handel über unsere Gesellschafter. Dadurch vermeiden wir Interessenskonflikte.

6. Anhang

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.