

# INVEST!



DAS MAGAZIN VON IQAM INVEST.

NR. 4 / 2022

## **Faktor Timing in Krisenzeiten**

Welche Timing-Signale  
sind besonders robust?

## **Das Dilemma der Notenbanken**

Woher kommt die Inflation?

## **Gepaartes Wissen schafft Vermögen**

Eine junge wachsende  
Erfolgsgeschichte

# **USA suchen Verbündete**

**Laura von Daniels im Interview**



04

Interview

### USA suchen Verbündete Interview mit Laura von Daniels

Die USA versuchen mit Technologieabkommen mit Europa und den ASEAN-Staaten ihre Weltmacht zu verteidigen. Spannende Einblicke gibt Dr. Laura von Daniels, Forschungsgruppenleiterin Amerika bei der Stiftung Wissenschaft und Politik.

08

Märkte

### Faktor Timing in Krisenzeiten Kombination von Faktor-Momentum und Faktor-Volatilität hat großes Potenzial

Pandemien und Kriege hatten historisch substantielle Auswirkungen auf die Finanzmärkte und auch die aktuellen Krisen beeinflussen die Struktur der Wertpapierisikoprämien. In solchen Zeiten ist richtiges Faktorexposure eines Portfolios von großer Bedeutung. Neue Forschung zeigt, dass Faktor Timing-Signale in Krisenzeiten besonders robust funktionieren.

14

Asset Management & Research

### Inflation und ihre Auswirkungen auf Kapitalmärkte Das Dilemma der Notenbanken

Während die Inflationswerte Anfang 2021 noch unter 2 % lagen, betragen sie Ende Juni 2022 bereits um die 10 %, ein neuer Höchstwert im Vergleich zu den letzten 40 Jahren. Worin liegt der Grund für diesen rasanten Anstieg?

18

Produkte

### Gepaartes Wissen schafft Vermögen Deka und IQAM Invest – eine junge wachsende Erfolgsgeschichte

Seit bald zwei Jahren gehen IQAM Invest und Deka Hand in Hand und das hat beiden Seiten viele neue Möglichkeiten eröffnet. IQAM Invest vertreibt seit Sommer 2021 in Österreich die Deka Climate Change ETFs und in diesem Jahr folgte die Auflage des ersten gemeinsamen Fonds. Eine junge wachsende Erfolgsgeschichte.

Impressum

Medieninhaber und Herausgeber: IQAM Invest GmbH, Franz-Josef-Straße 22, 5020 Salzburg  
Druck: Druckerei Janetschek GmbH, Brunfeldstraße 2, 3860 Heidenreichstein  
Redaktion: Mag. Veronika Flandera, CPM, Univ.-Prof. Dr. Michael Halling, Dr. Ulrich Neugebauer, Dr. Thomas Steinberger  
Bildnachweise: S. 3 www.studiohugerat, S. 4-7 © Peter Himself, S. 8, 19 © Shutterstock  
Die Angaben nach § 25 MedienG (Offenlegung) finden Sie auf [www.iqam.com/impressum](http://www.iqam.com/impressum)

# News

Alles Wichtige im Überblick

## Beeinflusst die Fonds-Größe die Performance?

Verleihung des IQAM Best Paper Prize

Im Rahmen der 49. Jahrestagung der European Finance Association (EFA) wurde heuer bereits zum zwölften Mal in Folge der IQAM Best Paper Prize für herausragende wissenschaftliche Arbeiten verliehen. Der Preis wurde an die beiden Autoren Jonathan Reuter (Boston College and NBER) und Eric Zitzewitz (Dartmouth College, CESifo und NBER) für ihre Arbeit „How Much Does Size Erode Mutual Fund Performance? A Regression Discontinuity Approach“ verliehen. Die Preisträger fanden heraus, dass Ratings die Fondsgröße erheblich erhöhen, aber die Größe des Fonds eine vernachlässigbare Auswirkung auf die Performance hat.

Die Tagung der European Finance Association fand dieses Jahr in Barcelona statt. Mehr als 500 Teilnehmer nahmen an der Konferenz teil, darunter neben renommierten Wissenschaftlern aus aller Welt auch viele Praktiker. 38 Wissenschaftler der renommiertesten Universitäten in Europa, den USA und Asien saßen in der Jury und haben für den IQAM Best Paper Prize die beste Arbeit unter allen im abgelaufenen Jahr in der Zeitschrift der European Finance Association „Review of Finance“ veröffentlichten Arbeiten ausgewählt.

## Investitionsbedingter Gewinnfreibetrag 2022

Steuerbegünstigt veranlagen mit Fonds

Jetzt ist es wieder soweit: Einerseits haben Sie die Möglichkeit mit Investmentfonds steuerbegünstigt zu veranlagen, und andererseits Ihr Geld gewinnbringend anzulegen. Möchten Sie diese Gewinnmitnahme noch für das Jahr 2022 steuerlich geltend machen, muss die Verbuchung auf Ihrem Depot bis 30.12.2022 erfolgen. Eine Veranlagung ist in folgenden Fonds möglich:

- **IQAM Balanced Aktiv**  
Für all jene Investoren, die bewusst bis max. 35 % in Aktien veranlagen wollen.
- **IQAM SRI SparTrust M und IQAM ShortTerm EUR**  
Für all jene Investoren, die nicht in Aktien veranlagen wollen.



v.l.n.r. Dr. Thomas Steinberger (CIO und Geschäftsführer, IQAM Invest), Univ.-Prof. Dr. Dr.h.c. Josef Zechner (Wissenschaftliche Leitung, IQAM Research Center), Prof. Dr. Dr.h.c. Lars P. Feld (Direktor, Walter Eucken Institut), Dr. Ulrich Neugebauer (Vorsitzender des Aufsichtsrats, IQAM Invest), Holger Wern (Sprecher der Geschäftsführung, IQAM Invest) und Thomas Leicher (Mitglied des Aufsichtsrats, IQAM Invest)

## Corona-Krise, Ukraine-Krieg, Stagflation

Lars P. Feld und Josef Zechner am Podium

Zahlreiche Institutionelle Investoren folgten im Oktober der Working Lunch-Einladung von IQAM Invest in das Park Hyatt Vienna zum Thema „Corona-Krise, Ukraine-Krieg, Stagflation“. Selten haben sich verschiedene Krisen so stark überschritten, wie es aktuell der Fall ist.

„Bloße expansive Fiskalpolitik feuert die Inflation zusätzlich an. Während die Geldpolitik mit einer restriktiven Geldpolitik die Inflation bekämpfen muss, kann die Fiskalpolitik nur die aktuellen Härten für Unternehmen und private Haushalte abfedern. Die entstandenen Wohlstandsverluste lassen sich hingegen nicht vollständig und nicht für alle kompensieren“, so Prof. Dr. Dr.h.c. Lars P. Feld, im Rahmen seines Vortrags beim Working Lunch.

„Pandemien und Kriege hatten historisch substantielle Auswirkungen auf die Finanzmärkte und auch die aktuellen Krisen beeinflussen die Struktur der Wertpapierisikoprämien. In solchen Zeiten ist richtiges Faktorexposure eines Portfolios von großer Bedeutung. Neue Forschung zeigt, dass Faktor Timing-Signale in Krisenzeiten besonders robust funktionieren“, sagt Univ.-Prof. Dr. Dr.h.c. Josef Zechner.

## Call the Manager

Einladung zur Online-Frühstücksreihe

Bald gibt es wieder die beliebte Online-Frühstücksreihe:

- **Freitag, 25.11.2022, 9:00-9:30 Uhr**  
IQAM Optionsprämienstrategie Protect. Liquidität sinnvoll anlegen. – Aşty Al-Jaaf, Portfolio Manager, Quantitative Alternative Strategien, Deka Investment
- **Freitag, 2.12.2022, 9:00-9:30 Uhr**  
Marktausblick 2023 – Dr. Thomas Steinberger, CIO und Geschäftsführer, IQAM Invest

# USA suchen Verbündete

**Wir sehen derzeit wirtschaftliche Blockbildungen, meint Dr. Laura von Daniels, Forschungsgruppenleiterin Amerika bei der Stiftung Wissenschaft und Politik. Mit Technologiebündnissen versuchen die USA mit Staaten, die ihre Werte teilen, stärker zu kooperieren und sich von anderen zu entflechten. Eine klimafreundlichere Energiepolitik werde man sich ohne China aber nur schwer leisten können.**



### Frau von Daniels, wie würden Sie die aktuelle Wirtschaftslage der USA beurteilen?

Sie ist immer noch verhältnismäßig gut, trotz großer Herausforderungen, wie die wachsende Inflation. Es gab in diesem Jahr auch positive Signale. Zum Beispiel hat sich die Konsumneigung im Sommer spürbar erholt, nachdem sie auf einem rekordniedrigen Stand angekommen war. Und bisher haben wir eine recht niedrige Arbeitslosenquote. Aber bei der Inflation rechnen wir inzwischen mit über acht Prozent für dieses Jahr. Die sollte sich zwar mittel- bis langfristig wieder auf einem deutlich niedrigeren Niveau einpendeln. Dennoch führte für die Zentralbank Fed kein Weg mehr an einer erheblichen Anhebung der Zinsen, auf über 4 Prozent bis Jahresende, vorbei. Damit steigt das Risiko einer Rezession.



### Hat die Fed zu spät interveniert?

Die Abwägung, wie viele Zinsschritte, wie viel Steigerungen, das ist die schwierigste Aufgabe, die man sich vorstellen kann und ob man die Inflations- oder Rezessionsgefahr in Kauf nimmt. Die Debatte unter ÖkonomInnen ist ja eigentlich nicht ob, sondern wie gravierend die Rezession ausfallen wird und wie lange sie anhält nach dieser langen Phase der wirtschaftlichen Expansion und überhitzten US-Wirtschaft. Von der Tiefe der Rezession in den USA hängen auch wir hier in Europa ab.

### Wie passt das zusammen, die Rezession und andererseits das gute Konsumklima in den USA?

Durch die Pandemie-bedingte eingeschränkte Aktivität und Reisefähigkeit und zusätzlich auch durch staatliche Transfers haben die US-BürgerInnen viel ansparen können. Die Maßnahmen zur Stabilisierung der Energiepreise haben die Leute entlastet. Die US-Binnenkonjunktur könnte sich aber verschlechtern, nachdem die staatliche Unterstützung für viele Haushalte ausläuft.

### Hat die Inflation in den USA nicht eine andere Qualität, weil hier die Lohn-Preis-Spirale wirkt?

Die US-Wirtschaft ist anders organisiert als in Deutschland, wo sich Politik, Gewerkschaften und Arbeitgeber an einen Tisch

setzen, um gemeinsam darüber nachzudenken, wie man das verhindern kann. Die politischen Durchgriffsmöglichkeiten eines US-Präsidenten sind an der Stelle schwächer. Doch auch bei den US-ÖkonomInnen ist eine Lohn-Preis-Spirale, wie man sie schon einmal in den 70er Jahren erlebt hat, nicht die vorherrschende Sorge. Der Arbeitskräftemangel scheint sich etwas zu entschärfen. Wenn nicht die Inflationserwartungen erneut stark anziehen, sollten auch die Löhne nicht mehr so stark steigen wie in der ersten Jahreshälfte.

### Da sehen Sie auch grünes Licht, nachdem das US-Klimapaket jetzt doch durchgegangen ist?

Immerhin ist es gelungen, in einem sehr polarisierten politischen System ein Gesetz auf den Weg zu bringen, das sich positiv auf das Erreichen der Klimaziele auswirken könnte. Gleichzeitig hat aber der US Supreme Court, also das höchste Gericht, im Juni mit einer weichenstellenden Entscheidung die Arbeitsfähigkeit der amerikanischen Umweltbehörde massiv eingeschränkt. Selbst wenn der US-Präsident bestimmte Klimaschutzmaßnahmen ergreifen will – und er ist ja schon weit abgerückt von seinen ursprünglichen Wahlkampfplänen aus dem Jahr 2020 – sind ihm da politisch ganz klar Steine in den Weg gelegt worden.<sup>1</sup> Was wichtig sein wird in der Klimafrage ist die Kooperation mit China in zentralen Bereichen, wie etwa der Reduzierung von Methan. Ob man bei der Transformation zu mehr erneuerbarer Energie weiter mit China zusammenarbeiten kann, hat letztlich auch Auswirkungen auf die Frage der Inflation. China produziert im Solarbereich kostengünstige Module. Es ist sehr schwer vorstellbar, wie die Transformation ohne enorme Kostensteigerungen passieren soll. Andererseits ist eine Kooperation bei einer Eskalation im Taiwan-Konflikt schwer vorstellbar.

### Haben die USA und China mit ihren gewaltigen Handelsbilanzen da ein Interesse an einer Eskalation? Bei Russland, das gerade drei Prozent zum Welt-BIP beiträgt, ist das schon anders.

Das ist ein wichtiger Punkt. Wir sollten nicht die USA-China-Beziehung mit der zu Russland gleichsetzen. Schauen wir uns die Russland-Sanktionen an. Die US- und auch die europäischen Sanktionen gegenüber Russland haben der russischen Wirtschaft massiv geschadet. Und sie haben nicht dazu geführt, dass China sich eindeutig dafür entschieden hätte, Russland zu unterstützen. Das tut China rhetorisch, da ist gar kein Zweifel daran. Aber wenn man die reinen Zahlen anschaut, gibt es bisher keine Anhaltspunkte dafür, dass die Chinesen die Sanktionen signifikant unterlaufen. Das klingt jetzt vielleicht wenig, das ist aber schon ein großer Erfolg. Die USA sitzen, vor allem wegen der Dollar-Dominanz, weiter am längeren Hebel.

<sup>1</sup> Der mehrheitlich republikanisch besetzte US Supreme Court entzog der US-Umweltbehörde EPA ihre umfassenden Befugnisse die Treibhausgasemissionen zu begrenzen. Das Ziel von Präsident Joe Biden ist, die Treibhausgasemissionen der Nation bis 2030 zu halbieren und bis 2035 einen emissionsfreien Stromsektor zu schaffen.

### Wie hat sich eigentlich die Politik von Trump „America First“ unter Joe Biden geändert? Seit 2016 gehen die Handelsströme zurück.

Ich finde es überzogen, von Deglobalisierung zu sprechen. Das ist weder in unserem noch im US-Interesse und außerdem auch nicht realistisch, dass es eine komplette Entflechtung der Weltwirtschaft gibt. Unser ganzes Wirtschaftsmodell beruht darauf, dass die Märkte offen sind. Allerdings müssen wir auch anerkennen, dass sicherheitspolitische Faktoren eine immer größere Rolle spielen im Handel und auch bei den Investitionen. Die Amerikaner haben dafür einen Begriff: Friend Shoring, was nichts anderes heißt, als dass man Handels- und Investitionspläne umstrukturiert, dass man mit Staaten, mit denen wir Werte teilen, handelt oder maßgeblich wirtschaftliche Beziehungen unterhält, hier weitere Verbündete sucht und sich von Autokraten-Staaten entflechtet. Das kann allerdings nicht zu 100 Prozent passieren. Die US- und auch die europäische Wirtschaft würden sehr schnell an ihre Grenzen stoßen.

## „Was wichtig sein wird in der Klimafrage ist die Kooperation mit China.“

### Wie sollte sich Europa in der Sandwich-Position zwischen USA und China verhalten?

Aus US-Perspektive ist klar, dass wir sowohl Bündnispartner als auch wichtiger Handels- und Investitionspartner sind und dass man natürlich von den Europäern hören möchte, dass wir vor allem dort, wo es auch um unsere eigene Sicherheit geht, vernünftiger handeln, als wir das in der Vergangenheit getan haben und eben sicherheitspolitische Faktoren mitbedenken. Sehr relevant sind hier die Direktinvestitionen in Europa. Wie sich etwa Deutschland bei der 5G-Technologie verhält. Ob Berlin es auch als Bedrohung versteht, wenn ein nichtdemokratisches, außenpolitisch zunehmend aggressives Land wie China in der westlichen Spitzentechnologie und Telekommunikation mitmischet.

### Wo sehen die USA Indien und die anderen pazifischen Länder? Buhlen sie auch hier um neue Bündnispartner?

Man versucht in ähnlicher Weise wie mit der EU im Rahmen des „Trade and Technologie Council (TTC)“ auch mit asiatischen Staaten technologisch zu kooperieren, wenn auch etwas lockerer, da hier eine Marktöffnung auf innenpolitischen Widerstand stoßen würde. Der TTC wurde auf Initiative der EU-Kommission im Juni 2021 eingerichtet, um eine engere Koordination der beiden Wirtschaftsblöcke in Fragen des Handels, der Investitionen und der Regulierung von Technologie zu ermöglichen. Mit den asiatischen Staaten wollen die USA mithilfe des Indo-Pacific Economic Framework (IPEF) kooperieren. Wir haben sicherlich eine Art von Blockbildung, das muss man anerkennen. Aber mein Eindruck

ist, dass derzeit weder die USA noch die chinesische Seite ein Interesse daran hat, zu eskalieren. Beide haben große innenpolitische Herausforderungen vor sich. In den USA ist es die Inflation, in China sind es Corona-bedingte Lockdowns und Probleme im Immobilienmarkt.



### Wo liegen aktuell die Risiken für die Finanzmärkte?

Das größte Risiko, das ich derzeit sehe, ist kurzfristiger Natur: die Entwicklung der Energiepreise und die Auswirkungen auf die Unternehmen und den Zusammenhalt der Gesellschaft in ganz Europa. Das langfristige Risiko, das ich sehe, ist, dass wir diese Aufgabe der Klimaschutzfinanzierung verschlafen. Wie viele Flut- oder Dürre-Katastrophen brauchen wir noch, um zu begreifen, dass wir etwas tun müssen? Ich glaube, die Finanzmärkte haben das Problem verstanden, aber sie warten auf noch klarere politische Signale. Regierungen und die Europäische Kommission müssen die Transformation im Energiebereich und weitere „grüne Projekte“ strukturiert fördern. Das Ganze ist eine Aufgabe von Politik, Wirtschaft und vor allen Dingen auch für die Finanzmärkte. Denn die haben die Spielräume. Die Liquidität ist vorhanden, die will ja irgendwo hin. Hier wäre das Risiko das Nichthandeln.

### DR. LAURA VON DANIELS

promovierte an der Freien Universität Berlin in Politikwissenschaft. Zu ihren wichtigsten akademischen Stationen zählt die Mitarbeit in einem Forschungsprojekt zu Schuldenkrisen in Schwellenländern an der Hertie School of Governance in Berlin. Es folgten Stationen als Gast-Doktorandin an der Princeton University und Research Fellow an der Harvard University. 2012 nahm sie eine Gastprofessur an der Central European University in Budapest an, die mittlerweile in Wien sitzt. Seit 2015 arbeitet Laura von Daniels für die Stiftung für Wissenschaft und Politik in Berlin, wo sie seit 2019 die Forschungsgruppe Amerika leitet. Sie beschäftigt sich zurzeit mit dem USA-China-Konflikt, der politischen und wirtschaftlichen Lage in den USA und deren Auswirkungen auf die transatlantischen Beziehungen.

Bildnachweise: © Peter Himsel

# Faktor Timing in Krisenzeiten

## Kombination von Faktor-Momentum und Faktor-Volatilität hat großes Potenzial

Seit dem Beginn der „modernen Portfoliotheorie“ in den 60er Jahren mit Markowitz und Sharpe wurden sowohl in der Wissenschaft als auch in der Praxis des Portfoliomanagements große Fortschritte erzielt. Die wohl wichtigste Weiterentwicklung kann unter dem breiten Begriff „Faktor Investing“ zusammengefasst werden. Das zentrale Ergebnis: Die zu erwartenden Portfoliorenditen hängen nicht nur vom Marktbeta ab, wie es das Capital Asset Pricing Model (CAPM) impliziert, sondern von einer Reihe von Faktorbetas bzw. Wertpapiercharakteristika. Solche Wertpapiercharakteristika inkludieren die Rendite, welche die Aktie in den vergangenen Monaten erzielt hat (Momentum), bestimmte Profitabilitäts- und Resilienz Kennzahlen des Unternehmens (Quality) und ihr Bewertungsniveau (Value).

Während die langfristigen Zusammenhänge zwischen Renditen und diesen Wertpapiercharakteristika gut dokumentiert sind, konzentriert sich die aktuelle Forschung auf die Frage, inwieweit diese Zusammenhänge zeitvariierend sind, also ob manche Faktorprämien in bestimmten Markt- bzw. Konjunkturphasen höher oder niedriger sind. Es gibt viele Hinweise dafür, dass das der Fall ist. So dauerte zum Beispiel die längste Drawdownphase des Value-Faktors von 2007 bis 2020, also ca. 13 Jahre! Die Frage ist daher, ob die Über- bzw. Untergewichtung von Aktien mit bestimmten Charakteristika zeitvariierend, also mit unterschiedlicher Intensität erfolgen soll. Gibt es Timing-Signale, die darauf hindeuten, welche der verschiedenen Faktoren in einer Marktphase mehr bzw. weniger attraktiv sind?

### Makrovariable als Timing-Signale?

Aus ökonomischer Sicht ist es naheliegend zu vermuten, dass Faktorprämien mit Makrovariablen zusammenhängen. In der Tat wurde dokumentiert, dass z. B. die Faktoren Momentum und Value in makroökonomischen Erholungs- und Expansionsphasen ertragsstärker sind, während das für den Faktor Quality eher in Abschwungphasen zutrifft.

Um diese Zusammenhänge für das Portfoliomanagement profitabel nutzen zu können, müsste man allerdings den Konjunkturverlauf prognostizieren. Das heißt, man müsste die Dynamik des Konjunkturzyklus antizipieren und prognostizieren, wann eine Erholungsphase in eine Rezession umschlagen wird bzw. wann die Wirtschaft aus einer Rezession herauskommen wird. Diese Prognosen werden dadurch erschwert, dass Makrodaten meist nur mit Verzögerungen verfügbar sind. Sie werden meist erst am Ende des jeweiligen Quartals veröffentlicht, für das sie berechnet werden. Dies kann vor allem dann zum Problem werden, wenn

der Konjunkturzyklus von Katastrophen getrieben ist, wie es derzeit der Fall ist. Dann kommt es zu sehr heftigen und raschen makroökonomischen Auswirkungen, die aber erst mit einiger Zeitverzögerung in den Daten beobachtet werden können. So zeigte sich die auf Covid-19 folgende Rezession in den Makrodaten erst mit zeitlicher Verzögerung, während die Risikoprämien in den Wertpapiermärkten bereits unmittelbar nach Pandemiebeginn im Februar und März 2020 stark reagierten.

In der Forschung wurde auf Basis langer Zeitreihen untersucht, ob es Zusammenhänge gibt zwischen Makrovariablen wie der Dynamik des BIP-Wachstums, der Veränderung der Inflation oder der Veränderung der realen Zinssätze und zukünftigen Faktorerträgen. Hierbei zeigt sich generell, dass zwar Wachstumsmomentum und Konjunkturzyklusvariable tatsächlich ein Timing-Alpha generieren, dass diese Zusammenhänge jedoch Out-of-Sample statistisch nicht robust sind.

### Faktor Timing-Signale in Theorie und Praxis

Mittlerweile gibt es eine Vielzahl von Arbeiten, die andere Timing-Signale untersuchen, welche nicht die vorhin erwähnten Nachteile haben. Die Literatur zum Thema Faktor Investing hat also nicht nur einen „Faktor Zoo“, mit einer Vielzahl von Faktoren hervorgebracht, sondern mittlerweile auch einen „Faktor Timing-Zoo“, also eine Vielzahl an möglichen Signalen, die für eine

Dynamisierung des Faktor Investing verwendet werden können. In einer neuen Untersuchung, gemeinsam mit Andreas Neuhierl, Otto Randl und Christoph Reschenhofer, erheben wir zunächst, welche Faktor Timing-Signale in der Forschung untersucht wurden und teilen sie in sechs Kategorien ein: Momentum, Volatilität, Bewertungsspanne, Charakteristikspanne, Reversal und Issuer-purchaser Spread, die in Folge kurz erklärt werden.

#### Momentum

Unterschiedliche Studien haben untersucht, inwieweit vergangene Faktorrenditen ein positives Timing-Signal darstellen. Hierbei wurden unterschiedliche historische Zeitfenster für die Berechnung der vergangenen Faktorrenditen herangezogen, die dann häufig mit der Volatilität der Renditen skaliert werden. Je nach verwendetem Zeitfenster und Skalierung ergeben sich daher unterschiedliche Momentum Timing-Signale.

#### Volatilität

Mehrere Autoren finden, dass die Volatilität vergangener Faktorrenditen mit der zukünftigen Ertrags-Risikorelation eines Faktors zusammenhängt. Zusätzlich wurden auch optionsimplizite, also zukunftsgerichtete Markt-VIX und Markt-Skew Informationen als Timing-Signale untersucht.

#### Bewertungsspanne

Faktorstrategien basieren immer auf einer Übergewichtung bestimmter Aktien und Untergewichtung anderer. Die Spanne zwischen den Bewertungsniveaus (z. B. gemessen über Buch-zu-Marktwertverhältnis) der Übergewichteten und jener der untergewichteten Aktien schwankt im Zeitablauf. Sind die Übergewichteten Aktien relativ zu den untergewichteten günstig bewertet, so kann dies als positives Timing-Signal für diesen Faktor interpretiert werden.

#### Charakteristikspanne

Ebenso schwankt die Spanne zwischen den Ausprägungen eines Charakteristikums der über- und untergewichteten Aktien. Betrachten wir z. B. eine Qualitätsstrategie, so

wird in manchen Marktphasen der Unterschied zwischen den Profitabilitätsausprägungen der Übergewichteten Aktien und jenen der untergewichteten Aktien eher gering sein. In anderen Marktphasen wird dieser Unterschied groß sein, was als positives Timing-Signal interpretiert werden kann.

#### Reversal

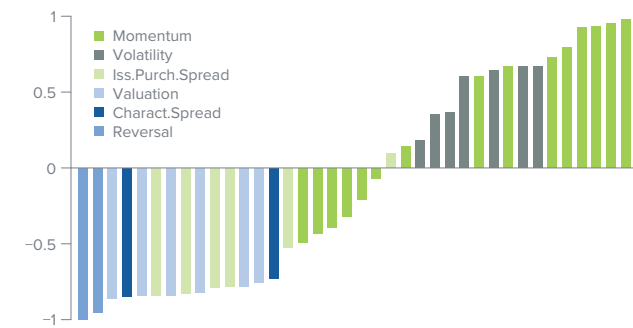
Während vieles darauf hindeutet, dass hohe vergangene Renditen über relativ kurze Horizonte von bis zu einem Jahr auf hohe zukünftige Renditen schließen lassen, ist das Gegenteil für historische Renditen über lange vergangene Zeitfenster (5 bis 10 Jahre) der Fall. In diesem Fall spricht man von „Reversal“, da hohe vergangene Renditen über so lange, historische Zeitfenster mit eher niedrigeren zukünftigen Ertragschancen zusammenhängen.

#### Issuer-purchaser Spread

Es ist gut dokumentiert, dass immer dann, wenn Unternehmen mit bestimmten Charakteristika dazu tendieren Aktien zu emittieren, Unternehmen mit ähnlichen Charakteristika in den darauffolgenden Perioden eher schlecht performen. Genau das Gegenteil ist bei Aktienrückkäufen der Fall. Wenn also z. B. Value-Firmen eher eigene Aktien zurückkaufen und Wachstumsfirmen eher Aktien emittieren, so sind die Renditen von Value-Unternehmen in den Folgeperioden eher überdurchschnittlich im Vergleich zu Wachstumsaktien. Daher sind die Emissions- bzw. Rückkaufentscheidungen von Unternehmen in den verschiedenen Faktorportfolios potenzielle Faktor Timing-Signale.

In der erwähnten Studie untersuchen wir, inwieweit diese verschiedenen Timing-Signale tatsächlich zu einem Mehrwert für Investoren führen. Wir betrachten hierbei ein breites Spektrum von insgesamt 318 in der Literatur dokumentierter Aktienfaktoren. Abbildung 1 fasst einige Ergebnisse zusammen.

Anteil an statistisch signifikanten positiven Renditeunterschieden zwischen getimten und nicht getimten Faktoren, minus dem entsprechenden Anteil an statistisch signifikanten negativen Performanceunterschieden.



Entsprechende Resultate für Sharpe Ratios

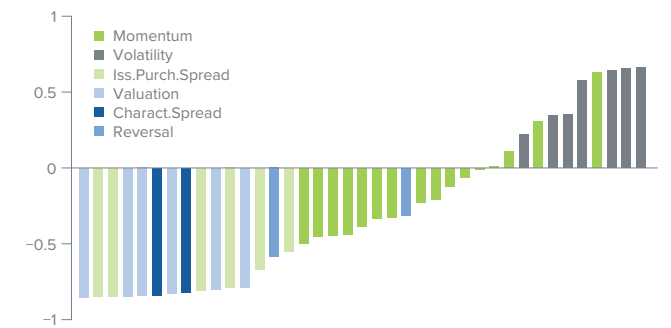


Abbildung 1. 39 Timing-Signale, angewendet auf 318 Faktoren. Quelle: Andreas Neuhierl, Christoph Reschenhofer und Josef Zechner, Timing the Factor Zoo, Working Paper 2022.

Wie im linken Panel der Abbildung 1 ersichtlich ist, führen die verschiedenen Varianten der Faktor Momentum-Signale zu den konsistentesten Renditeverbesserungen. Das rechte Panel der Abbildung 1 zeigt jedoch, dass die meisten Faktor Timing-Signale überwiegend nicht zu verbesserten Sharpe Ratios führen. Die Ertragsverbesserungen aufgrund des Faktor Timings, die im linken Panel dokumentiert sind, gehen also häufig mit einer Risikoerhöhung einher. Nur die Volatilitätssignale und drei der alternativen Momentum-Signale stellen hier Ausnahmen dar, da sie überwiegend zu statistisch signifikant verbesserten Sharpe Ratios führen.

Die Bedeutung von Volatilitäts Timing-Signalen wird auch in einer unserer weiteren aktuellen Studien unterstrichen (Christoph Reschenhofer und Josef Zechner, Volatility Managed Multi-Factor Portfolios, 2022). In dieser Untersuchung zeigen wir, dass der Einsatz der Volatilität der vergangenen Faktorrenditen als Timing-Signal im Rahmen eines Multifaktorportfolios zu einer klaren Verbesserung des Ertrags-Risikoverhältnisses führt. Die Ergebnisse zeigen, dass die Faktoren „Markt“, „Value“ und „Momentum“ nach unterdurchschnittlich volatilen Faktorrenditen jeweils Übergewichtet werden sollten. Dies ist auch der Fall, wenn die optionsimplizite Marktvolatilität, also der VIX, als Timing-Signal verwendet wird.

### Vola-Timing in normalen Zeiten versus Krisenzeiten

Seit dem Beginn der Covid-19-Pandemie durchleben wir Zeiten mit veränderten Risikokennzahlen. So liegt der CBOE VIX Index seit März 2020 meist über dem langfristigen Durchschnitt (siehe Abbildung 2a).



Abbildung 2a. CBOE VIX Index im Zeitablauf. Quellen: Bloomberg, IQAM Invest

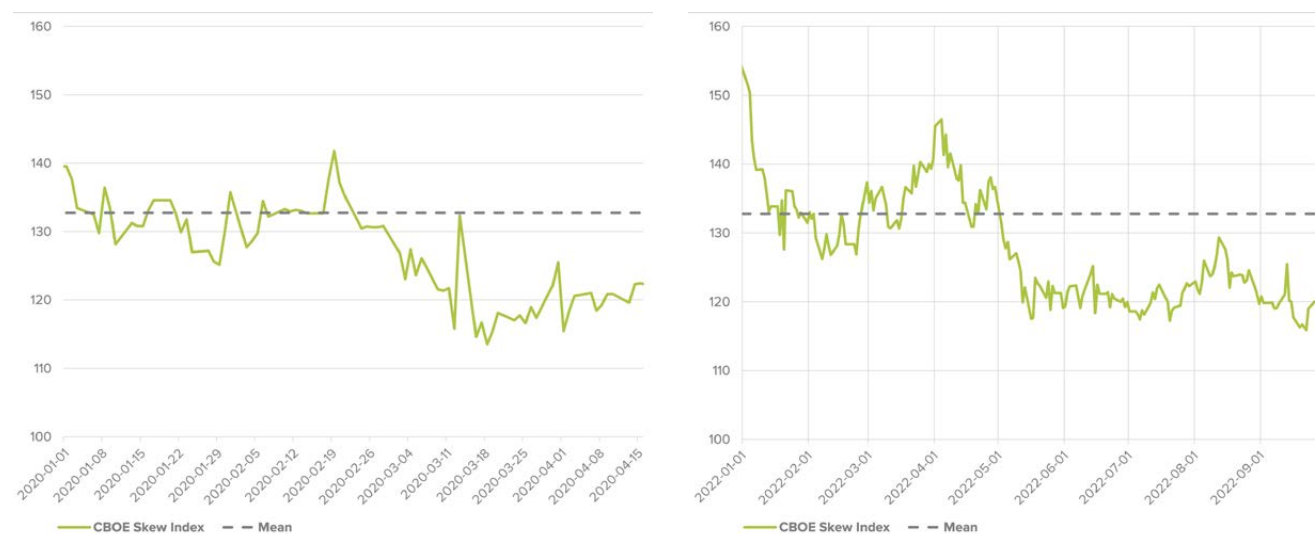


Abbildung 2b. CBOE Skew Index im Zeitablauf: Covid-19 und Ukrainekrieg. Quellen: Bloomberg, IQAM Invest.

Interessant ist auch die Dynamik des CBOE Skew Index, der in der Regel zwischen 100 und 150 liegt. Ein höherer Wert dieses Index zeigt hierbei ein erhöhtes Tailrisiko an, also eine höhere Wahrscheinlichkeit eines „Schwarzer Schwan Ereignisses“. Hierbei zeigt sich, dass dieser Index am unmittelbaren Beginn einer neuen Krise anschwillt und danach rasch abnimmt. So ist aus Abbildung 2b ersichtlich, dass der Skew Index nach den anfänglichen Covid-19 Drawdowns im März und April 2020 bzw. nach

den Marktverlusten im Nachfeld des russischen Angriffs auf die Ukraine abfällt. Unsere Untersuchungen zeigen, dass in solchen Risikoszenarien mit erhöhtem VIX-Niveau und bereits reduziertem Skew Index Faktor Timing besonders vielversprechend ist. Die durch Vola-Signale realisierbaren Faktor Timing-Alphas in Zeiten mit überdurchschnittlichem VIX und unterdurchschnittlichem Skew liegen teilweise um mehr als 40 % über jenen, als in Zeiten mit unterdurchschnittlichem VIX realisierbar sind.

### Faktor Timing bei IQAM Invest

Aufbauend auf diesen Forschungsergebnissen kommen die Faktor Timing-Signale **Faktor-Momentum** und **Faktor-Volatilität** bei IQAM Invest bereits real zum Einsatz. Im Scoringansatz der Quality Equity Mandate werden zunächst vom Aktienuniversum bestimmte Unternehmen über Filter (Nichterfüllung von Umweltstandards, zu hohe Verschuldung) ausgeschieden. Danach werden alle verbleibenden Titel nach den Faktorcharakteristika Quality, Value und Sentiment einem Scoring unterzogen. Die Gewichtung dieser drei Faktoren bei der Berechnung des Gesamtscores erfolgt dynamisch über das vergangene Momentum des jeweiligen Faktors sowie über die Volatilität der vergangenen Faktorrenditen.

Abbildung 3 zeigt die Gewichtungen der Faktoren seit Beginn der Covid-19-Krise für das US-Portfolio. Wie aus der Abbildung ersichtlich ist, impliziert das Timing-Modell ab dem Frühjahr 2021 eine stärkere Gewichtung des Valuefaktors. Seit März dieses Jahres indiziert das Timing-Modell sogar eine 100 %-Gewichtung des Valuefaktors. Tatsächlich lag die Performance des IQAM Value Buckets im Jahr 2022 auch robust über jener der MSCI Benchmarks (siehe Abbildung 4).

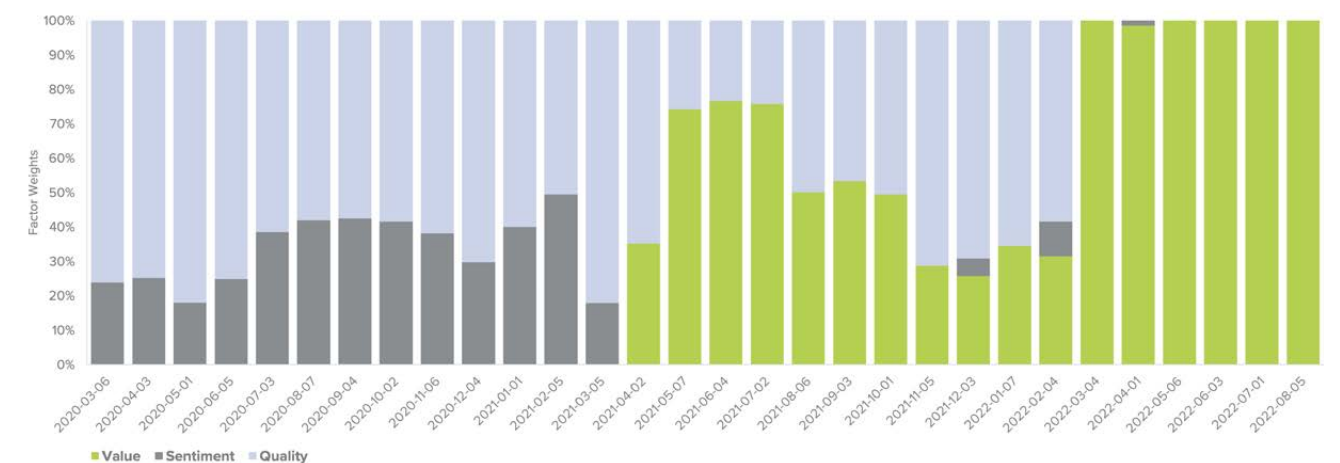


Abbildung 3. Dynamische Faktorgewichtung auf Basis des IQAM Faktor Timing-Modells basierend auf Faktor-Momentum und Faktor-Volatilität. Quelle: IQAM Invest



Abbildung 4. Performance des IQAM Value Bucket USA versus MSCI USA Benchmark. Quelle: IQAM Invest

**UNIV.-PROF. DR. DR.H.C. JOSEF ZECHNER**  
 Wissenschaftliche Leitung des IQAM Research Centers und Professor of Finance, Institute for Finance, Banking and Insurance, WU Wirtschaftsuniversität Wien

# Inflation und ihre Auswirkungen auf Kapitalmärkte

## Das Dilemma der Notenbanken

Eines der zentralen Themen im Moment ist die hohe Inflation. Um den Rahmen für diesen Artikel zu bilden, zeigt Abbildung 1 die Entwicklung der Inflation in den USA, dem Euroraum bzw. in OECD-Ländern zwischen Jänner 1971 und Juni 2022. Der aktuelle Anstieg ist sehr steil. Während die Inflationswerte Anfang 2021 noch unter 2 % waren, betragen sie Ende Juni 2022 bereits um die 10 %, ein neuer Höchstwert im Vergleich zu den letzten 40 Jahren. Sehr ähnliche Inflationsdynamiken sind für alle geographischen Regionen zu beobachten. Das bedeutet, dass die aktuelle Situation ein globales und nicht ein lokales, auf einzelne Länder begrenztes, Phänomen ist.

### Woher kommt die Inflation?

Abbildung 1 zeigt auch eindeutig, dass der Krieg in der Ukraine nicht ursächlich für den Anstieg der Inflation verantwortlich gemacht werden sollte, denn bereits im Februar 2022, unmittelbar vor Ausbruch des Krieges, betrug die Inflation 5,9 % im Euroraum, 7,9 % in den USA und 7,8 % innerhalb der OECD-Länder. Es muss auch festgehalten werden, dass der Krieg den Anstieg

der Inflation, zumindest bis Ende Juni 2022, nicht merklich beschleunigt hat. Natürlich ist zu erwarten, dass ein weiterhin anhaltender Konflikt die Inflation, vor allem in Europa und hauptsächlich aufgrund steigender Gas- bzw. Energiepreise, weiter beschleunigen wird bzw. ein Entgegenwirken der Notenbanken erschweren wird.

Aber was sind nun die spezifischen Gründe für diesen rasanten Anstieg der Inflation? Salopp formuliert steigen Preise, wenn die Nachfrage das Angebot an Gütern und Dienstleistungen übersteigt. Die Federal Reserve Bank in San Francisco hat diesbezüglich für die USA eine interessante Analyse durchgeführt.<sup>1</sup> Diese Analyse schätzt, dass grob gesprochen 50 % des Inflationsanstiegs in den USA auf Angebotsverzerrungen (Lieferengpässe, Arbeitskräftemangel etc.) zurückzuführen sind. Ein Drittel des Anstiegs kann anhand Veränderungen der Nachfrage erklärt werden. Der Rest ist nicht eindeutig zuordenbar.

<sup>1</sup> Shapiro, Adam Hale, How much do supply and demand drive inflation?, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, June 2022.



Abbildung 1. Inflation, gemessen als jährliche Veränderungen von Konsumgütern in Prozent, im Euroraum, innerhalb der OECD-Länder und in den USA von Jänner 1971 bis Juni 2022. Quelle: <https://blog.rangvid.com/2022/08/28/why-is-inflation-so-high/> bzw. OECD

### Nachfrageeffekte trotz Pandemie

Das Ergebnis, dass ein Ansteigen der Nachfrage einen substanziellen Teil des aktuellen Inflationsanstiegs erklärt, ist vor allem unter dem Gesichtspunkt der Covid-19-Pandemie und der damit einhergehenden Rezession im Jahr 2020 eher überraschend. Verschiedene akademische Kommentatoren sprechen diesen Punkt an<sup>2</sup> und betonen dabei die potenziell negative Rolle der äußerst expansiven Geldmarkt- und vor allem auch Steuerpolitik in Europa und in den USA.

Rezessionen sind Perioden mit negativem Wachstum der realen Wirtschaftsleistung eines Landes. Normalerweise kommt es in solchen Perioden auch zu einer Reduktion des real verfügbaren Einkommens und dementsprechend zu einem Einbruch der Nachfrage. In der Finanzkrise 2008, beispielsweise, fiel das Bruttoinlandsprodukt der USA um ungefähr 2,5 % und Einkommen stagnierten. In der kurzen, aber heftigen Rezession im Jahr 2020 fiel das BIP der USA sogar um fast 4 %. Die realen Einkommen jedoch stiegen um fast 6 %, ein Wert, der auch in Expansionsperioden kaum zu beobachten ist.

### Die Rolle der Notenbanken

Ähnlich außergewöhnlich war auch die Geldmarktpolitik der Notenbanken. In einem zuvor nicht gesehenen Ausmaß wurden die Kapitalmärkte mit Liquidität förmlich überflutet. Beispielsweise wurden Milliarden investiert, um Anleihenmärkte in vielen Ländern zu unterstützen. Natürlich stellte die Pandemie sowohl Notenbanken als auch Regierungen und jeden einzelnen von uns vor neue und komplexe Herausforderungen. Jedoch muss hinterfragt werden, ob diese unterstützenden Maßnahmen nicht zu lange angewendet wurden und ob sie nicht bei den ersten Anzeichen einer ansteigenden Inflation beendet oder zumindest angepasst hätten werden müssen.

Eine der zentralen Aufgaben von Notenbanken ist das Inflationsmanagement. Hierbei muss noch einmal auf die Unterscheidung in nachfragegetriebene und angebotsgetriebene Inflation verwiesen werden. Diese Unterscheidung ist wesentlich, denn Notenbanken können beispielweise über ihre Zinspolitik die Nachfrage, aber nicht das Angebot beeinflussen. Das zuvor präsentierte Ergebnis, dass die aktuelle Inflation zu einem großen Anteil angebotsgetrieben sein könnte, impliziert somit, dass die mögliche Einflussnahme durch Notenbanken beschränkt ist und dass Maßnahmen der Notenbanken Hand in Hand mit Entschärfungen der Friktionen auf der Angebotsseite gehen müssen.

<sup>2</sup> Siehe verschiedene Einträge in den Blogs von Prof. Jesper Rangvid (<https://blog.rangvid.com/>) und Prof. John Cochrane (<https://johncochrane.blogspot.com/>).

Eine in diesem Zusammenhang relevante Diskussion, die im Moment intensiv geführt wird, betrifft die Geschwindigkeit, mit der Notenbanken die Leitzinssätze erhöhen bzw. erhöhen sollten. Viele Kommentatoren fordern ein aggressiveres Anheben der Zinsen von der Fed bzw. der EZB. Betrachtet man die Vorgehensweise der Fed im historischen Vergleich, dann erscheint die aktuelle Strategie tatsächlich als außergewöhnlich langsam und passiv. In vergangenen Episoden mit steigender Inflation wurden die Leitzinsen in den USA immer zumindest eins-zu-eins, wenn nicht sogar aggressiver, angehoben. Natürlich beinhaltet ein solches Vorgehen auch das Risiko, die Wirtschaft noch zusätzlich zur vorherrschenden Inflation zu belasten.

### Aktien als Hedge gegen Inflationsrisiken

Für Investoren von Bedeutung sind vor allem die Auswirkungen der Inflation auf Kapitalmärkte und im Speziellen auf erwartete Renditen von Aktien. Obwohl es diesbezüglich eine umfassende akademische Literatur gibt, die sowohl theoretisch als auch empirisch diese Auswirkungen analysiert, muss betont werden, dass die Ergebnisse alles andere als eindeutig sind.

Eine zentrale Frage ist, ob Inflationsschocks zukünftige aggregierte Aktienmarktrenditen erfolgreich vorhersagen können. Intuitiv würde man meinen, dass der Zusammenhang zwischen realisierter Inflation und Aktienmarktrenditen positiv sein sollte, da Aktienkurse Ansprüche auf reale Vermögenswerte darstellen. Historisch betrachtet scheint das jedoch eher nicht der Fall gewesen zu sein. Vor allem vor der Jahrtausendwende fielen Perioden mit hoher Inflation eher mit Perioden fallender Aktienkurse zusammen. Darüber hinaus ist die empirische Evidenz, dass Änderungen der realisierten Inflation tatsächlich dazu verwendet werden können, Marktrenditen zu prognostizieren, sehr begrenzt.<sup>3</sup>

Diesbezüglich ist es auch interessant zu analysieren, ob Aktienmärkte ein Inflationsrisiko einpreisen. Anders gesagt, ob Aktien mit einem hohen Exposure gegenüber Inflationsveränderungen, also einem hohen Inflationsbeta<sup>4</sup>, höhere oder niedrigere erwartete Renditen als Aktien mit einem niedrigen Inflationsbeta aufweisen. Zahlreiche akademische Studien haben diese Frage untersucht und eine schwach negative Inflationsrisikoprämie gefunden, die jedoch oft statistisch nicht verlässlich von null zu unterscheiden ist.

<sup>3</sup> Dangl, T., Halling, M., Predictive Regressions with Time-Varying Coefficients, Journal of Financial Economics, 106, 2012.

<sup>4</sup> Ähnlich zum klassischen Marktbeta eines Unternehmens, welches die Sensitivität des Aktienkurses des Unternehmens von Marktschwankungen erfasst, misst ein Inflationsbeta inwiefern Renditen einer Aktie mit Veränderungen der realisierten Inflation korrelieren.



Eine negative Risikoprämie bedeutet, dass jene Aktien, die ein hohes Inflationsbeta aufweisen, im Durchschnitt niedrigere erwartete Renditen erwirtschaften als jene Unternehmen mit niedrigen Inflationsbetas. Ökonomisch bedeutet das, dass Situationen mit hoher realisierter Inflation Krisensituationen darstellen, in denen Investoren einen zusätzlichen Euro im Vergleich zu normalen Zeiten besonders wertschätzen. Aktien mit einem hohen Inflationsbeta stellen Finanzinvestitionen dar, die genau in solchen Situationen positive Renditen erwirtschaften und daher in diesen Situationen eine Versicherung darstellen. Die niedrigeren erwarteten Renditen dieser Aktien in normalen Zeiten repräsentieren entsprechend die Versicherungskosten.

Eine interessante Studie, die in diesem Zusammenhang erwähnt werden muss, stellt Boons et al. (2020)<sup>5</sup> dar. Die Autoren argumentieren, dass der Zusammenhang zwischen realisierter Inflation und Aktienmärkten über die Zeit variiert und nicht konstant ist. Die Autoren zeigen, dass diese Zeitvariation so ausgeprägt ist, dass sich rund um die Jahrtausendwende sogar das Vorzeichen der Inflationsrisikoprämie von, wie zuvor besprochen, negativ auf positiv geändert hat. Eine positive Prämie bedeutet, dass Aktien mit einem hohen Inflationsbeta besonders riskant sind, ähnlich wie Aktien mit einem hohen Marktbeta, und höhere erwartete Renditen erwirtschaften sollten.

Aber wodurch kann diese ausgeprägte Zeitvariation erklärt werden. Die Antwort auf diese Frage bleiben die Autoren im Detail schuldig. Sie zeigen aber, dass sich auch der Zusammenhang zwischen realisierten Inflationsschocks und zukünftigem Konsumwachstum über die Zeit verändert hat. Während dieser Zusammenhang vor der Jahrtausendwende negativ war, konsistent mit der Interpretation, dass Perioden mit hoher Inflation Krisensituationen sind, ist er in den letzten 20 Jahren teilweise positiv. Das bedeutet, dass in diesem Zeitraum Perioden mit hoher Inflation tendenziell gute Zeiten mit hohem Konsumwachstum vorhergesagt haben.

### Realisierte Inflation versus Inflationserwartungen

Die Diskussion bis jetzt konzentrierte sich ausschließlich auf realisierte Inflation. Kapitalmärkte müssen aber in die Zukunft gerichtet sein. Daher wollen wir in den kommenden Absätzen auch auf aktuelle Inflationserwartungen bzw. den Zusammenhang zwischen Inflationserwartungen und erwarteten Renditen im Detail eingehen. Traditionell wurden bzw. werden Inflationserwartungen mit Hilfe von Umfragen erhoben. Alternativ dazu besteht seit einigen Jahren auch die Möglichkeit Inflationserwartungen aus den Preisen von Finanzprodukten, deren Cashflows direkt an zukünftige Inflationsrealisierungen geknüpft sind, abzuleiten.

Die Break-even-Inflation beispielsweise wird als die Yield-Differenz zwischen einer traditionellen, also nominalen, Staatsanleihe

und einer inflationsgeschützten Staatsanleihe mit derselben Laufzeit berechnet. Ähnlich funktionieren auch Inflationsswaps. Dabei vereinbaren zwei Vertragspartner zu Beginn der Laufzeit eine fixe Swap-Rate zusammen mit einer Nominalen. Am Ende der Laufzeit wird diese fixe Rate mit der durchschnittlichen realisierten Inflation während der Laufzeit des Swaps verglichen und eine entsprechende Differenz zwischen den Vertragspartnern ausgetauscht. Auf diesem Markt können Spot Transaktionen getätigt werden, darüber hinaus gibt es aber auch einen sehr liquiden Forward Markt. Abbildung 2 beispielsweise zeigt für den Euroraum die Entwicklung solcher Forward-Swap-Raten für den Zeitraum Jänner 2018 bis Ende Juni 2022. Die Linie 2y2y (5y5y) bildet die Swap-Raten eines Swaps mit einer Laufzeit von 2 (5) Jahren, der in 2 (5) Jahren zu laufen beginnt, ab.

Vor dem Ausbruch der Pandemie waren diese Inflationserwartungen deutlich niedriger als die Zielinflation der EZB von 2 %. Zu Beginn der Pandemie sind diese Erwartungen noch einmal als Konsequenz der mit der Pandemie verbundenen Unsicherheit deutlich eingebrochen. Sobald aber absehbar wurde, dass Staaten sowohl mittels steuer- als auch geldpolitischer Maßnahmen kräftig entgegensteuern werden, hat sich der Trend umgekehrt und auch die Inflationserwartungen kletterten bis zu einem Maximum von über 2,5 % Anfang 2022. Positiverweise ist das Niveau dieser Inflationserwartungen um ein Vielfaches niedriger als aktuelle Inflationswerte, und auch der steigende Trend scheint gebrochen zu sein, denn in den vergangenen Monaten sind die Werte wieder auf knapp über 2 % gefallen.

### Träges Fremdkapital und träge Cashflows

Die Analyse der Inflationserwartungen zeigt, dass diese, gerade



Abbildung 2. Forward Inflationswap Raten für den Euroraum. 2y2y (5y5y) misst die Raten für Swaps mit einer Laufzeit von 2 (5) Jahren, die 2 (5) Jahre ab dem Beobachtungszeitpunkt eingegangen werden.

Quelle: <https://blog.rangvid.com/2022/06/19/expected-inflation-in-the-euro-area/>

auch aktuell, substanziiell von Inflationsrealisierungen abweichen können. Dementsprechend ist die zuvor präsentierte Analyse der Zusammenhänge zwischen realisierten Inflationsänderungen und erwarteten Eigenkapitalrenditen wenig aussagekräftig, um den Einfluss von Variation in Inflationserwartungen auf erwartete Renditen zu beschreiben.

Eine aktuelle Studie, die sich dieser Frage widmet, ist Bhamra et al (2022)<sup>6</sup>. Historische Daten zeigen, dass in Perioden mit sehr hohen Inflationserwartungen sowohl Konkurswahrscheinlichkeiten von Unternehmen als auch Marktpreise von Aktien zurückgehen (siehe Abbildung 3). Die Autoren präsentieren eine Erklärung für diese auf den ersten Blick widersprüchlichen Ergebnisse, die auf zwei Friktionen beruht. Auf der einen Seite nehmen Unternehmen Fremdkapital zu nominalen Couponraten auf und diese Couponraten werden nur langsam an höhere Inflationserwartungen angepasst. Dadurch fallen die realen Kosten des Fremdkapitals und damit auch die Ausfallwahrscheinlichkeit der Unternehmen. Auf der anderen Seite sind jedoch auch Preise von Produkten und Dienstleistungen und somit die Unternehmenscashflows träge und hinken den Inflationserwartungen

<sup>6</sup> Bhamra, Harjoat S., Dorion, Christian, Jeanneret, Alexandre, and Michael Weber, High Inflation: Low Default Risk AND Low Equity Valuations, Review of Financial Studies forthcoming, 2022.

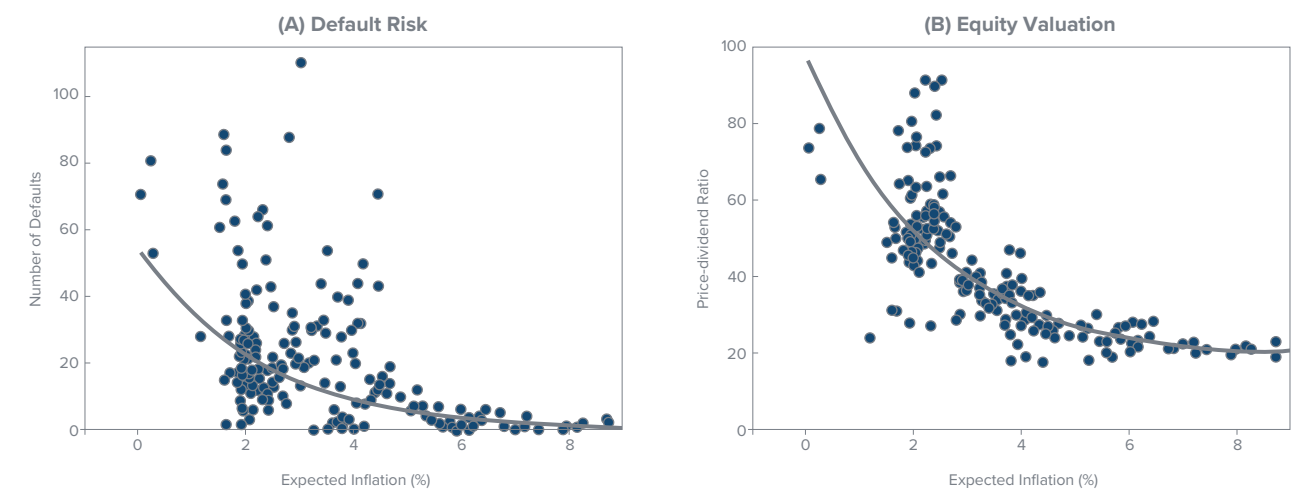


Abbildung 3. Anzahl der Konkurse US-amerikanischer Unternehmen pro Quartal (A) und die Preis-Dividenden-Ratio für die USA (B) im Verhältnis zu Inflationserwartungen. Der Datenzeitraum umfasst das 2. Quartal 1970 bis zum 4. Quartal 2019. Quelle: Bhamra, Dorion, Jeanneret und Weber, 2021

hinterher. Dieser Effekt führt zu einer Abwertung des Eigenkapitals. Die Autoren leiten diese ökonomischen Mechanismen in einem umfangreichen und komplexen Theoriemodell her und bestätigen sie mit empirischen Ergebnissen.

### Fazit

Zusammenfassend muss festgehalten werden, dass sich ein Aspekt kontinuierlich durch die Diskussionen rund um das Inflationsgeschehen zieht, nämlich die Variation der zugrundeliegenden ökonomischen Mechanismen über die Zeit. Sowohl die Gründe für den Anstieg der Inflation als auch die entsprechenden Antworten der Zentralbanken beziehungsweise die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte scheinen sich in den vergangenen 50 Jahren teils substanziiell verändert zu haben. Diese Zeitvariation erhöht die Unsicherheit, der Investoren in Zeiten hoher Inflation ausgesetzt sind, noch einmal in einem beträchtlichen Ausmaß. Daher ist es umso wichtiger bei diesem Thema nahe am Puls der aktuellen akademischen Forschung zu sein.

**UNIV.-PROF. DDR. MICHAEL HALLING**  
Wissenschaftliche Leitung des IQAM Research Centers und Professor, Department of Finance, Universität Luxemburg

<sup>5</sup> Boons, Martijn, Duarte, Fernando, de Roon, Frans A., and Marta Szymanowska, "Time-varying inflation risk and stock returns", Journal of Financial Economics, 136, 2020.

# Gepaartes Wissen schafft Vermögen

## Deka und IQAM Invest – eine junge wachsende Erfolgsgeschichte

Seit bald zwei Jahren gehen IQAM Invest und Deka Hand in Hand. Die neue Eigentümerstruktur von IQAM Invest als 100 %-Tochter der DekaBank Deutsche Girozentrale hat sich bewährt und beiden Seiten viele neue Möglichkeiten eröffnet. Gemeinsam lassen wir mit dem für quantitatives Asset Management zuständigen Team der Deka unsere Expertise in innovative Produkte fließen: Dadurch können wir unseren Kundinnen und Kunden maßgeschneiderte und individuelle Investmentlösungen nach neuesten wissenschaftlichen Erkenntnissen anbieten. Die Kompetenz im Bereich quantitativer Produktlösungen wird auch weiterhin kontinuierlich ausgebaut. IQAM Research kann somit auf noch mehr Kapazitäten und Innovationskraft zugreifen.

### Unsere kerngesunde Mutter

Die Deka ist eine Anstalt des öffentlichen Rechts im Besitz der deutschen Sparkassen und bildet zusammen mit ihren in- und ausländischen Tochtergesellschaften die Deka-Gruppe. Die Deka-Gruppe wiederum verfügt per 30.06.2022 über eine Bilanzsumme von rund 102 Milliarden Euro, ein Emittentenrating von „A“ (Standard & Poor's) sowie „Aa2“ (Moody's) und verwaltet Kundenvermögen in Höhe von rund 367 Milliarden Euro. Das Geschäftsmodell der Deka ist sehr erfolgreich und ihre Geschäftsausrichtung ist von einem umsichtigen und aktiven Risikomanagement geprägt.

Wir als österreichische Verwaltungsgesellschaft sind damit eingebettet in eine stabile, finanzstarke Unternehmensgruppe. Gleichzeitig sind wir als Fonds-Manufaktur wendig genug, um die Wünsche unserer Kundinnen und Kunden rasch und

lösungsorientiert umzusetzen. Unsere Kernkompetenz und langjährige Erfahrung liegt in der Verwaltung von Publikums- und maßgeschneiderten Spezialfonds sowie im Risikomanagement.

### Erweiterung der Produktpalette

IQAM Invest und Deka haben im letzten Jahr den ersten gemeinsamen Meilenstein gesetzt: Seit Sommer 2021 vertreibt IQAM Invest in Österreich die Deka Climate Change ETFs. Im Fokus der Fonds steht ein breit diversifiziertes Portfolio, das Unternehmen deutlich höher gewichtet, die zukunftsorientierte Technologien im Bereich Klimaschutz entwickeln. Im laufenden Jahr folgte der nächste Schritt: Mit dem IQAM Optionsprämien-Strategie Protect haben wir ein erstes gemeinsames Produkt aufgelegt, um institutionellen Investoren eine Lösung für ihre strategische Liquiditätsreserve zu bieten. Deka Investment managt den Fonds und IQAM Invest agiert als Kapitalverwaltungsgesellschaft. Mittlerweile hat der Fonds bereits ein Volumen von rund 50 Millionen Euro.

Die Erfolgsstory geht weiter. Wir freuen uns schon, wenn wir Ihnen viele weitere gemeinsame, maßgeschneiderte Produkte anbieten können und damit die Basis für Ihre Erfolge legen. Wir freuen uns auf die nächsten gemeinsamen Jahre und auf weiterhin gute Zusammenarbeit!

#### Wichtige Informationen zur Marketingmitteilung

Für den IQAM Balanced Aktiv gilt:  
**Der Fonds kann überwiegend in liquide Vermögenswerte investieren, die keine Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente im Sinne des Investmentfondsgesetzes sind, nämlich in Anteile an anderen Investmentfonds, in Sichteinlagen und kündbare Einlagen sowie in Derivate.**

Für IQAM SRI SparTrust M gilt:  
**Gemäß den von der Finanzmarktaufsicht genehmigten Fondsbestimmungen dürfen Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente, die von der Republik Österreich begeben oder garantiert werden, zu mehr als 35 vH des Fondsvermögens erworben werden, sofern die Veranlagung in zumindest sechs verschiedenen Emissionen erfolgt, wobei die Veranlagung in ein- und derselben Emission 30 vH des Fondsvermögens nicht überschreiten darf.**

Für den IQAM Optionsprämienstrategie Protect gilt:  
**Der Fonds kann überwiegend in liquide Vermögenswerte investieren, die keine Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente im Sinne des Investmentfondsgesetzes sind, nämlich in Sichteinlagen und kündbare Einlagen sowie Derivate.**

Für den Deka MSCI Germany Climate Change ESG UCITS ETF, Deka MSCI EMU Climate Change ESG UCITS ETF, Deka MSCI Europe Climate Change ESG UCITS ETF, Deka MSCI USA Climate Change ESG UCITS ETF, Deka MSCI Japan Climate Change ESG UCITS ETF und Deka MSCI World Climate Change ESG UCITS ETF gilt:

Die Fonds werden von MSCI weder gefördert, unterstützt noch beworben. MSCI übernimmt keine Haftung für jegliche Fonds oder Indizes, die diesen Fonds zugrunde liegen. Der Verkaufsprospekt enthält eine detailliertere Beschreibung der eingeschränkten Beziehung zwischen MSCI und der Deka Investment GmbH und jeglichen zugehörigen Fonds. Durch die Abbildung eines ganzen Index weisen ETFs eine breite Risikostreuung auf. Gleichwohl sind auch ETFs mit einem gewissen Anlagerisiko behaftet. Anleger sollten sich bei der Zeichnung und Kauf von Fondsanteilen bewusst sein, dass bei negativer Indexentwicklung die Rückzahlung unter dem Wert des eingesetzten Kapitals liegen kann. Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Deka Investmentfonds (ETFs der Deka Investment GmbH) sind die jeweiligen Wesentlichen Anlegerinformationen, die jeweiligen Verkaufsprospekte und die jeweiligen Berichte, die Sie in deutscher Sprache bei der Deka Investment GmbH, Lyoner Straße 13, 60528 Frankfurt am Main und unter [www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de) erhalten.

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. 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. 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](http://www.iqam.com/impressum)

## 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

**office@iqam.com**  
**www.iqam.com**

# Deka Climate Change ETFs

Hand in Hand gegen den  
Klimawandel:  
Hochdiversifiziert und  
nachhaltig anlegen

**IQAM INVEST**