



TITELTHEMA

DIVIDENDEN

ZENTRALBANKPOLITIK

Entwöhnung fällt dem Süchtigen schwer

KAGB

Die neue deutsche Regulierung hemmt Emissionstätigkeit

QUANT IDEE

Neues Modell zur Selektion von Staatsanleihen

*Außerdem
in dieser
Ausgabe*

- | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------------------|------------------------|--------------------------------|--|-----------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|----------------------|------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|------------------------|
| | | | | | | | | | | | |
| Stephen Thomber
(Threadneedle) | André Härtel
(Ferl) | Manu Vandenbulck
(ING I.M.) | Patrick Schultz
(Donner & Rouschel) | Erwin van Zuidam
(Delta Lloyd) | Jens Kummer
(MARS A.M.) | Asbjørn Trolle Hansen
(Nordea) | Eric Wiese
(HHVM) | Colin Finlayson
(Kames Capital) | Dietmar Böll
(Dr. Bauer Verm.) | Lázló Belgrado
(KBC) | Markus Schupp
(AGI) |

NEUES MODELL FÜR DIE SELEKTION VON STAATSANLEIHEN

Die unterschiedliche Entwicklung von Euro-Staatsanleihen seit dem Ausbruch der Finanzkrise verlangt nach neuen Modellen, die neben dem Zinsänderungsrisiko auch das Ausfallrisiko des Schuldners berücksichtigen. Spängler IQAM Invest hat ein wissenschaftlich fundiertes Modell entwickelt, das diese Vorgaben erfüllt. Seit Mitte 2013 ist es in der Praxis im Einsatz und liefert vielversprechende Ergebnisse.

VON PROF. DR. ENGELBERT J. DOCKNER UND PROF. DR. DR. H. C. JOSEF ZECHNER
(Wirtschaftsuniversität Wien und Mitglieder der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest)



Deutsche Anleihen werden als risikolos eingestuft, die Rendite sinkt seit mehr als 20 Jahren.

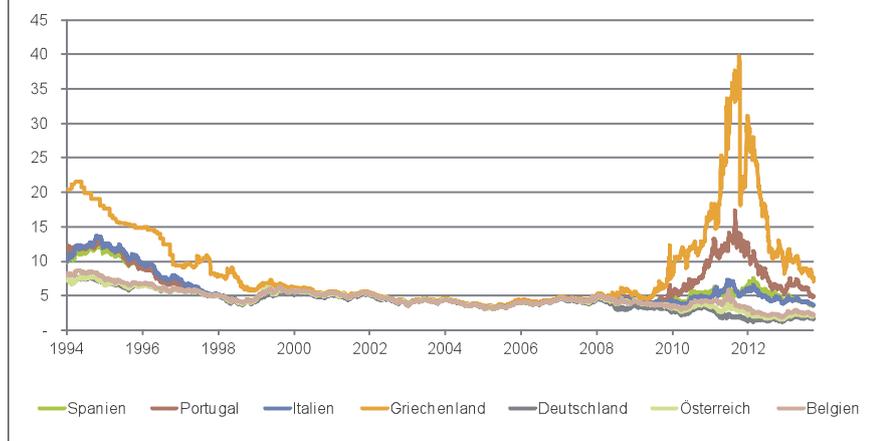
Euro-Staatsanleihen waren für Investoren zwischen 1997 und 2007 ein sehr interessantes Investment. Im Vergleich zu Aktien stellten sie einen sicheren Hafen dar, warfen aber dennoch attraktive Renditen ab. Beachtliche Kursgewinne ließen sich sowohl durch die Konvergenz der nationalen

Zinssätze im Rahmen der Einführung des Euros als auch durch ein generelles Absinken des Zinsniveaus erzielen.

Sukzessive Annäherung vor der Einführung des Euros

Vor der Einführung des Euros sind die

Renditen in Italien, Griechenland, Spanien und Portugal massiv gesunken und notierten in der Phase von 2002 bis 2008 de facto auf dem Niveau deutscher Bundesanleihen, wie Abbildung 1 verdeutlicht. Die Rendite deutscher Bundesanleihen sinkt seit mehr als 20 Jahren (siehe Abbildung 2).

**ABBILDUNG 1: STAATSANLEIHEN BENCHMARKS,
YIELDS, 10 JAHRE**


Quelle: Datastream, Stand: 28.02.2014

tiAmKOMPAKT

- ➔ Von 1999 bis 2013 erbrachten europäische Staatsanleihen im Schnitt eine jährliche Rendite von 4,78 Prozent.
- ➔ Deutsche Bundesanleihen werden als risikolos eingestuft, die Rendite sinkt seit mehr als 20 Jahren.
- ➔ Im Gegensatz dazu kletterten in anderen Euro-ländern die Renditen nach Ausbruch der Finanzkrise stark und verdeutlichen das Ausfallrisiko.
- ➔ Neue Modelle, die bereits in der Praxis im Einsatz sind, berücksichtigen neben dem Zinsänderungsrisiko auch das Kreditrisiko.

Beide Effekte zusammen machten Staatsanleihen im Euroraum zu einer attraktiven Anlageklasse, wie auch der Blick auf das Rendite-Risiko-Verhältnis zeigt. Im Zeitraum von 1999 bis 2013 weist der Total Return Index für europäische Staatsanleihen Merrill Lynch EMU Direct Government eine Rendite von 4,78 Prozent per annum bei einer annualisierten Volatilität von 3,99 Prozent auf. Das entspricht einer Sharpe Ratio von 0,53.

Starkes Auseinanderdriften während der Finanzkrise

Obwohl eine durchschnittliche Rendite europäischer Staatsanleihen in Höhe von 4,78 Prozent den Schluss zulässt, dass diese auch während der Finanzkrise eine beachtliche Performance zeigten, wurde die Anlageklasse seit dem Höhepunkt der Finanzkrise im Oktober 2008 stark erschüttert, was sich in dem Auseinanderklaffen der Renditen seit diesem Zeitpunkt deutlich manifestiert. So hätte man seit Anfang 2008 bis November 2013 mit spanischen, portugiesischen oder slowenischen Anleihen eine durchschnittlich negative jährliche Rendite realisiert. Abbildung 1 macht diese Entwicklung seit Beginn des vierten Quartals 2008 deutlich.

Nur die Erträge weniger Kernländer – allen voran Deutschland – setzten ihren

Abwärtstrend unbeirrt fort. Diese Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass seit der Krise deutsche Bundesanleihen von Investoren als risikolose Anlage eingestuft werden, wodurch eine „Flucht in Qualität“ entstand, welche die Anleihenpreise deutlich in die Höhe trieb und die Renditen drückte.

Die Renditeunterschiede basieren auf der Unsicherheit der Investoren, was die Ausfallrisiken diverser Euro-Staatsanleihen betrifft. Plötzlich hatten Anleger nicht mehr nur das Marktrisiko der Anleihen im Visier, sondern auch das Kredit- beziehungsweise das Aus-

fallrisiko. Die Folgen sind bekannt: heftige Turbulenzen am Markt für europäische Anleihen.

Inzwischen hat sich die Lage wieder beruhigt, doch Anleger stellen die berechtigte Frage, ob sie jetzt noch Euro-

**ABBILDUNG 2: STAATSANLEIHEN DEUTSCHLAND,
YIELDS 10 JAHRE**


Quelle: Datastream, Stand: 28.02.2014

Staatsanleihen kaufen sollten. Wer in der Kernzone investiert, kann weiterhin die Funktion des sicheren Hafens nutzen, muss sich aber mit einem sehr geringen Zinsniveau zufriedengeben.

Dagegen müssen riskante Staatsanleihen eine Rendite abwerfen, die über die risikolose Verzinsung hinausgeht. Denn ein Investor wird nur dann in solche Anleihen investieren, wenn er eine hinreichend hohe Risikoprämie als Kompensation für Zins- und Kreditrisiko erwarten kann. In Italien und Spanien liegt die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen derzeit bei etwa 3,5 Prozent. Im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen ist das durchaus attraktiv. Doch die Frage lautet: Kann man systematisch mit einer Kreditrisikoprämie rechnen?

Systematische Bewertung von Zins- und Kreditrisiko

Die Anlagen in Euro-Staatsanleihen werden durch Länderrisiken zweifellos komplexer. Manager von Euro-Staatsanleihen-Portfolios müssen seit der Finanzkrise neben dem Zinsrisiko auch systematisch das Kreditrisiko berücksichtigen. Um beide Komponenten mit einzubeziehen, hat Spängler IQAM Invest ein eigenes wissenschaftlich fundiertes Modell entwickelt, mit dem neben dem Zinsrisiko auch das Kreditrisiko der Euroländer systematisch erfasst wird.

Die Zinsrisikoprämie lässt sich über die deutsche Zinskurve ermitteln, die als risikolos betrachtet wird. Prognostiziert wird die Zinsrisikoprämie mittels der Kombination von einjährigen Forward Rates. Die Überschussrenditen im Vergleich zur deutschen Zinskurve sind die Kreditrisikoprämien. Sie werden in der Praxis anhand der einjährigen Forward Credit Default Swap Spreads (CDS) der einzelnen Länder prognostiziert. Da die Forward-CDS-Kurve die heutige Markterwartung des künftigen Ausfallrisikos eines Landes widerspiegelt, ist es möglich, damit tagesaktuell die Kreditrisikoprämie zu quantifizieren. Unser Modell ermöglicht somit für jedes Euroland eine Ertragsprognose, die

sich als Basis für eine Länderallokation heranziehen lässt.

Vielversprechende Ergebnisse der Modelle im Praxiseinsatz

Wir haben uns intensiv mit der Entwicklung und der empirischen Basis des Modells beschäftigt und setzen es seit Mitte 2013 in der Praxis ein – und zwar im Spängler IQAM Bond EUR FlexD. Die bisherigen Erfahrungen sind sehr vielversprechend. In der Praxis ermitteln wir die Risikoprämien auf Basis des vorgestellten Modells jeweils für das nächste Quartal. Sind die erwarteten Risikoprämien eines Eurolandes unter Berücksichtigung der Liquidität positiv, werden dessen Anleihen bei der Länderallokation berücksichtigt. Sind die Risikoprämien hingegen negativ, wird in deutsche Bundesanleihen investiert.

Die Gewichtung der Anleihen im Spängler IQAM Bond EUR FlexD richtet sich nach den Gewichtungen der Benchmark, des Barclays Euro Government All Maturities Index. Im Falle einer Prognose von positiven erwarteten Risikoprämien wird das entsprechende Land um maximal zehn Prozent stärker gewichtet als im Index, bei negativer erwarteter Risikoprämie wird es durch deutsche Anleihen substituiert. Dadurch ergeben sich Über- beziehungsweise Untergewichtungen in Relation zur Benchmark.

Stärken und Schwächen kennen und gezielt steuern

Das Ländermodell, in das wesentliche Faktoren aus den CDS-Märkten einfließen, funktioniert besonders gut, solange die Zinsdifferenzen unter den einzelnen Ländern relativ hoch sind. Sollten sie eines Tages wieder auf Vorkrisenniveau zurückkehren, wird der positive Beitrag von dieser Seite geringer als derzeit sein. Aufgrund der Möglichkeit, auch zu 100 Prozent in Deutschland zu investieren, kann sich das Modell ebenso in Phasen der Spread-Ausweitung besser als die Benchmark (Barclays Euro Government Bond Index) entwickeln. Es vermag also sowohl in

Phasen von Spread-Einengungen als auch von -Ausweitungen im Verhältnis zu Deutschland seine Benchmark zu schlagen, wenn es die Phasen vorab richtig erkennt, was es im Backtest und beim praktischen Einsatz seit dem vorigen Sommer bewiesen hat.

Das Zinsmodell ist in der Lage, ebenso in einem Umfeld steigender wie auch fallender Zinsen eine Outperformance gegenüber der Benchmark zu generieren, soweit die Bewegungen weitgehend durch Fundamentaldaten verursacht wurden. Eine kleine Schwäche tritt in extremen „Flight-to-Quality-Phasen“ auf, also im Falle unvorhersehbarer Marktrallyes, die durch panische Reaktionen an den Kapitalmärkten ausgelöst werden. In solchen Übertreibungsphasen erweist sich das Modell als etwas zu defensiv, vollzieht also nicht immer die extrem gute Performance des deutschen Rentenmarkts nach. Da wir diese Schwäche aber kennen, beschließen wir in unserem wöchentlichen Asset-Allocation-Meeting in solchen Krisenphasen manchmal, uns stärker am Zinsrisiko der Benchmark zu orientieren.



Autor: Prof. Dr. Engelbert J. Dockner
Wirtschaftsuniversität Wien und
Mitglied der Wissenschaftlichen
Leitung bei Spängler IQAM Invest



Autor: Prof. Dr. h. c. Josef Zechner
Wirtschaftsuniversität Wien und
Mitglied der Wissenschaftlichen
Leitung bei Spängler IQAM Invest