

Bundesanleihen landen im Plus

Aussicht auf anhaltend lockere Geldpolitik treibt die Kurse an – Spaniens Bondrenditen sinken

Börsen-Zeitung, 21.10.2016
kjo Frankfurt – Die **Bundesanleihen** haben gestern auf die Aussicht einer fortgesetzten lockeren Geldpolitik seitens der Europäischen Zentralbank (EZB) – nach einigen Schwan-

Die EZB geht von anhaltend niedrigen Leitzinsen für längere Zeit und auch über die Zeit der Wertpapierkäufe hinaus aus. Die derzeitigen Wertpapierkäufe will die EZB bis Ende März 2017 oder nötigenfalls darüber hinaus fortsetzen.

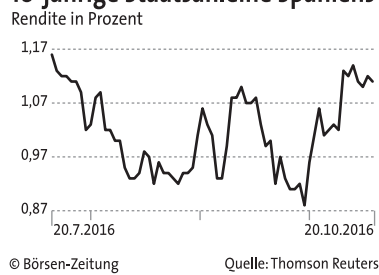
ANLEIHEN

Tapering kein Thema

kungen während der Pressekonferenz im Anschluss an die Zinssitzung – mit leichten Kurssteigerungen reagiert. Der Bund-Future mit Dezember-Fälligkeit lag im späten europäischen Handel bei 164,20% mit 38 Ticks im Plus. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe lag bei 0,01% nach 0,02% am Vortag. Das Tagestief lag bei -0,002%.

Im EZB-Rat wurden laut Draghi verschiedene Optionen diskutiert. Ein Tapering, also ein allmähliches Herunterfahren der Bondkäufe, gehörte laut Draghi allerdings nicht dazu. Jedoch hätten sich die Währungshüter kurz mit negativen Zinsen beschäftigt. Negativzinsen würden die Transmission der Geldpolitik nicht behindern. Im Dezember will der EZB-Chef dann mitteilen, was die eu-

10-jährige Staatsanleihe Spaniens



© Börsen-Zeitung Quelle: Thomson Reuters

ropäischen Währungshüter in den dann kommenden Monaten tun werden. Ein abruptes Ende der Wertpapierkäufe stufte er aber als unwahrscheinlich ein. Ein plötzlicher Stopp des Quantitative Easing komme niemandem in den Sinn.

Vor der EZB-Ratssitzung trat am Bondprimärmarkt **Spanien** auf. Ein 2019 fälliger Bond ging zur Rendite von -0,122% an die Anleger nach -0,098% bei der vorigen Auktion im September. Hierüber wurden 1,154 Mrd. Euro aufgenommen. Der zehnjährige Bond über 1,481 Mrd. Euro wurde zu einer Rendite von 1,043% bei den Investoren untergebracht nach 1,072% bei der Auktion Anfang dieses Monats.

Des Weiteren konnten die Investoren bei dem 50-jährigen Bond der Iberer zugreifen. Nach der Einführung des Bonds via Syndikat im Mai dieses Jahres war es das erste Mal, dass der Bond via Auktion offeriert wurde. Er ging zu einer Rendite von 2,688% weg. Das Volumen lag bei 1,126 Mrd. Euro.

Eurex lanciert Total-Return-Futures

Erste Kontrakte basieren auf dem Euro Stoxx 50

Börsen-Zeitung, 21.10.2016
k Frankfurt – Die Eurex lanciert einen neuen Future-Typ, mit dem sie auf regulatorische Veränderungen reagiert. Ab dem 2. Dezember bietet sie Total-Return-Futures an. Die ersten Kontrakte dieser Art werden auf dem Euro Stoxx 50 basieren. Die neuen Produkte ergänzen die bestehende Palette an Aktienindexprodukten und unterstützen den Markt bei der Erfüllung neuer Finanzmarktgesetze, so die Deutsche Börse. Basel III stelle Banken bereits heute vor erhöhte Kapitalanforderungen, wenn sie außerbörslich (OTC) Derivate transaktionen eingehen. Vom kommenden Jahr an gälten zusätzliche Standards. „Das neue Produkt kommt im Vorfeld der bilateralen Margin-Anforderungen an nicht zentral gelearnte Swaps auf den Markt, die wahrscheinlich Anfang 2017 in Kraft treten“, sagte Mehtap Dinc, Global Head of Derivatives Product Development bei Eurex.

Die neue Anforderung, für OTC-Derivatetransaktionen mehr Kapital vorzuhalten, werde wahrscheinlich die Struktur der Derivatemarkte verändern, weil sie den Trend hin zu Börsenderivaten unterstütze, auf den die Regulierer abzielten. Der Return der Total-Return-Futures sei mit dem von Total-Return-Swaps vergleichbar. Damit sei das Produkt ein Ersatz für die OTC-Instrumente. „Wir erwarten, dass Marktteilnehmer in den kommenden Monaten ihre OTC-Swap-Positionen zurückfahren und stattdessen Futures nutzen, um ihre Handels- und Absicherungsbedürfnisse zu erfüllen“, sagte Dinc. Nach Ansicht der Eurex spricht auch ihre Standardisierung für die Futures. Kontrakte, die einander ausgleichen, könnten beim Clearing gegeneinander aufgerechnet werden. Zudem wird die Verarbeitung der Geschäfte vereinfacht. Ferner mindere Eurex Clearing als zentrale Gegenpartei die Gegenpartei Risiken.

Draghi-Aussagen sorgen für leichte Abschlüge beim Euro

EZB hält an lockerer Geldpolitik fest

Börsen-Zeitung, 21.10.2016
kjo Frankfurt – Der Euro hat letzten Endes mit einer leichten Schwäche auf die jüngsten Aussagen von Mario Draghi, Chef der Europäischen Zentralbank (EZB), im Anschluss an

tuellen Niveau oder tiefer liegen werden. Der EZB-Rat erklärte auch, dass die monatlichen Wertpapierkäufe von 80 Mrd. Euro bis Ende März 2017 oder nötigenfalls darüber hinaus fortgesetzt werden. Ein Tapering der Anleihekäufe, also ein langsames Zurückfahren der Käufe, wurde bei der gestrigen Sitzung laut Draghi nicht diskutiert. Die Risiken sind laut Draghi aber immer noch abwärtsgerichtet. Er erwartet jedoch, dass die Inflation 2017 und 2018 steigen wird.

Der Konjunkturindex der Fed von Philadelphia trat in den Markthintergrund. Er ist im Oktober von 12,8 auf 9,7 Punkte gesunken, aber nicht so stark wie mit 5,3 Zählern erwartet wurde.

Ölpreis beendet seine Aufwärtsbewegung

Notierung der Sorte WTI verliert 2,1 Prozent

Börsen-Zeitung, 21.10.2016
k Frankfurt – Nach seinen zurückliegenden deutlichen Gewinnen hat der Ölpreis am Donnerstag seine Aufwärtsbewegung unterbrochen. Die Notierung der Sorte WTI, die am Vor-

tag von rückläufigen Vorratsdaten getrieben bis auf 51,93 Dollar und damit auf den höchsten Stand seit 15 Monaten geklettert war, lag am frühen Abend mit einem Verlust von 2,1% bei 50,50 Dollar. Begründet wurde die Tendenz mit Gewinnminderungen. Die Commerzbank rechnet mit wieder steigenden US-Vorräten.

Schon in dieser Woche sei mit einer Gegenbewegung bei den Importen zu rechnen, was zu einem erneuten Anstieg der Lagerbestände führen könnte. Zudem gelange das Öl, welches die USA nicht importierten, auf den Weltmarkt und sorge dort für ein Überangebot. Schließlich produziere die Opec trotz allen Geredes über Produktionskürzungen momentan auf einem Rekordniveau. Der Goldpreis kam nach seinem dreitägigen Anstieg zum Stillstand. Am Abend lag die Notierung des Edelmetalls mit einem Minus von 0,2% bei 1.267 Dollar. Auch die übrigen Edelmetalle gaben gestern nach. So verbilligte sich die Notierung der Silberwerte letztlich um 0,8% auf 17,53 Dollar.

MEINUNGEN ÜBER AKTIEN

UBS setzt Aperam auf Sell

Börsen-Zeitung, 21.10.2016
Die Aktie des Herstellers von rostfreiem Stahl Aperam ist der UBS zufolge nach dem zuletzt deutlichen Kursanstieg übersteuert, die Analysten stufen Aperam daher von „Neutral“ auf „Sell“ herab, bei einem leicht von 36 auf 37 (aktuell 41,37 Euro) angehobenen Kursziel. Die aktuelle Bewertung impliziere ein langfristiges Ebitda je Tonne Stahl von 301 US-Dollar, die Analysten rechnen aber nur mit 250 US-Dollar. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis

von 1,4 für 2017 sei zudem viel zu hoch. Für die für den 7. November erwarteten Quartalszahlen prognostiziert die Schweizer Bank ein Ebitda von 119 Mill. Euro, das entspreche den Konsensschätzungen. Zudem geht sie davon aus, dass Aperam trotz der zuletzt volatilen Nickelpreise ein gegenüber dem Vorquartal konstantes Ebitda im Schlussquartal 2016 in Aussicht stellen wird. Die Gewinnprognosen je Aktie werden für 2016 von 2,71 auf 2,50 reduziert, für 2017 bleiben sie bei 3,51 und für 2018 werden jetzt 3,98 statt 4,02 US-Dollar erwartet.

DEVISEN

die Zinssitzung der europäischen Währungshüter reagiert. Im späten europäischen Handel notierte die Gemeinschaftswährung mit 1,0922 Dollar (-0,5%).

Die EZB geht weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen für längere Zeit und weit über die Zeit ihrer Wertpapierkäufe hinaus auf dem ak-

ROHSTOFFE

tag von rückläufigen Vorratsdaten getrieben bis auf 51,93 Dollar und damit auf den höchsten Stand seit 15 Monaten geklettert war, lag am frühen Abend mit einem Verlust von 2,1% bei 50,50 Dollar. Begründet wurde die Tendenz mit Gewinnminderungen. Die Commerzbank rechnet mit wieder steigenden US-Vorräten.

GASTBEITRAG

Faktor-Investing und die Tücke der Daten

Börsen-Zeitung, 21.10.2016
Niedrige Zinsen, stagnierende Aktienkurse, zunehmende Illiquidität bei europäischen Staats- und Unternehmensanleihen sowie eine enttäuschende Performance bei Hedgefonds stellen institutionelle und private Anleger zunehmend vor Herausforderungen in der Kapitalanlage.

In Bezug auf die Zinsentwicklung ist zumindest auf absehbare Zukunft wahrscheinlich kein nachhaltiger Richtungswechsel zu erwarten, da die strukturellen Voraussetzungen in Form höheren Wachstums oder höherer Inflation in der Breite dafür nicht unbedingt absehbar sind. Eine alternde Bevölkerung, ein Überangebot an Sparkapital und die andauernde Krise der Währungsunion tragen ihren Anteil dazu bei. Unternehmensanleihen versprechen vielleicht noch einen leichten Aufschlag, es stellt sich aber auch hier die Frage, ob Rendite und Risiko noch in einem angemessenen Verhältnis stehen.

Aktien werden kontinuierlich als eine der Alternativen genannt. „Dividende ist der neue Zins“, so der Slo-

schung breit – die Renditeerwartungen lassen sich von den Managern nicht mehr so leicht erfüllen, und die zum Teil recht hohen Managementgebühren tragen ihr Übriges dazu bei. Real Asset-Investments wie Immobilien oder Infrastruktur sowie das Vordringen in Finanzierungsbereiche, die bis dato von Banken be-



Ulf Füllgraf
Geschäftsführer Alpha Centauri Investment Management Hamburg

setzt wurden, werden zunehmend als gute Alternative gesehen. Immobilien sind vor allem in den großen Städten bereits recht teuer – was zunächst nicht gegen eine Fortsetzung des Preistrends spricht. Teile des Preisanstiegs sind unter anderem demografischen und politischen Effekten sowie einer bereits weit fortgeschrittenen Urbanisierung geschuldet. Infrastruktur ist sicher wenig volatil, die Kursentwicklung von RWE und Eon – den ehemaligen „Witwen- und Waisenpapieren“ – sollte aber eine Mahnung sein, dass die für „Long Duration Assets“ notwendige Rechtssicherheit auch in Deutschland kurzfristigen politischen Zielen zum Opfer fallen kann.

Ins Wanken gekommen

Am Ende stellen die liquiden Anlagen – und dort vornehmlich die Rententeile – den Großteil aller institutionellen Investments dar. Vornehmlich dafür werden neue Ertragsquellen mit entsprechendem Diversifikationspotenzial zu annehmbaren Kosten gesucht.

Mit einer Studie für den Norwegischen Staatsfonds 2009 haben die drei Autoren Ang, Schaefer und Goetzman einen Startschuss für das gegeben, was mittlerweile über alle Assetklassen hinweg als „Liquid Alternatives“ und für Aktien im Spezial-

len als „Faktor-Investing“ oder „Smart Beta“ bekannt ist. In den USA, Großbritannien und Nordeuropa bereits weit verbreitet, kommt der Trend jetzt auch in Kerneuropa an. Mit diesen Neuerungen kommen auch einige „Paradigmen“ der Kapitalanlage ins Wanken, wie beispielsweise die Normalverteilungsannahme (Grundlage der Volatilität): Mehr Rendite ist nur gegen mehr Risiko zu haben oder Outperformance gegenüber einer Benchmark ist gleichbedeutend mit „Alpha“.

Kein Allheilmittel

Dieser und die noch folgenden Artikel beschäftigen sich mit den Grundlagen von Faktoren im Aktienbereich, zeigen Investment- und neue Anwendungsmöglichkeiten im Risikomanagement und bei der Mandatsvergabe auf. Als vorweggenommenes Fazit kann man einerseits sagen, dass auch diese Investments kein Allheilmittel sind und – vor allem auf der Risikoseite – ihre Tücken haben. Andererseits bieten sie aber durchaus Potenziale für mehr Ertrag, bessere Diversifikation und niedrigere Kosten.

Die theoretischen Grundlagen für Faktorinvestments bei Aktien und alternative Risikoprämien im Allgemeinen sind bereits seit mehr als 30 Jahren bekannt. Dafür stehen in der empirischen Kapitalmarktforschung Namen und Konzepte wie Banz (Size-

Prämie), Fama/French (Value- und Size-Prämien), Carhardt (Momentum-Prämie) und Roll/Ross (Arbitrage-Pricing-Theorie). Eine gute Zusammenfassung findet sich in einem Paper des EDHEC-Risk Institute. Die bis dahin auf dem Kapitalgutpreismodell (CAPM) beruhende Sichtweise, dass der Markt der einzige systematische Faktor ist – und alles andere „Alpha“ –, wurde abgelöst durch Mehrfaktorenmodelle.

Als erste Erkenntnis für Investoren ergibt sich daraus, dass der systematische Teil von Risiko und Ertrag einzelner Investments (etwa einer Aktie, eines Portfolios oder Fonds) nicht nur aus dem Markt (oder der Benchmark), sondern aus einer Vielzahl an verschiedenen systematischen Risiken besteht. Mit Hilfe moderner Risikomanagementsysteme kann man dies mittlerweile recht transparent machen (vgl. Grafik Daimler und Aktienportfolio).

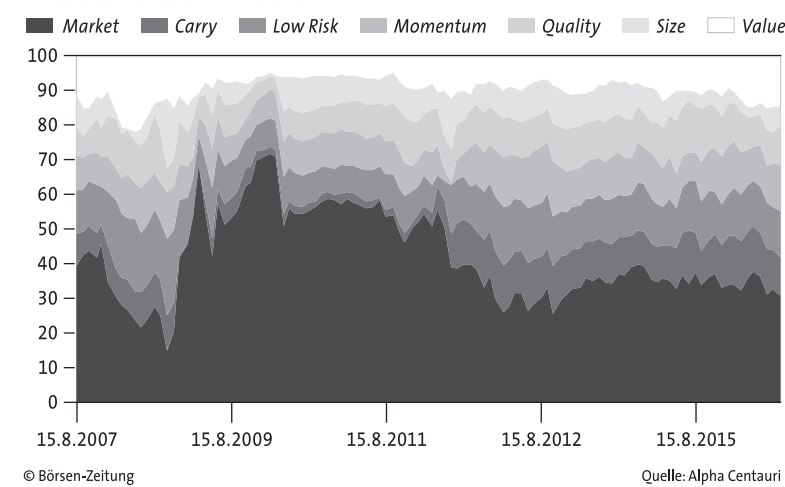
Unrealistische Basis

Über die letzten 20 Jahre wurden mehr als 300 dieser Faktoren mathematisch nachgewiesen. Harvey et al. bieten einen guten Überblick, beschreiben die Entwicklung als wahren „Factor-Zoo“ und sprechen sich in ihrem Papier für höhere Signifikanzhürden aus.

So berechtigt diese Forderungen auch sein mögen, die meisten der nachgewiesenen Faktoren leiden

Risikozusammensetzung Daimler

Anteile der Faktoren in Prozent



© Börsen-Zeitung Quelle: Alpha Centauri

aber nicht an der Mathematik, sondern an unrealistischen Daten, da 80% aller Unternehmensdaten nach der Erstveröffentlichung revidiert werden – die meisten Datenbanken jedoch lediglich den letzten revidierten Datensatz enthalten. Daneben bleiben in aller Regel Transaktionskosten in Form von Bid/Ask-Spreads, Leihkosten, Umsatzprovisionen und so weiter außen vor. Berücksichtigt man alle diese Komponenten, wären höhere statische Hürden nicht notwendig, weil die Anzahl der Faktoren auf ein Minimum schrumpfen würde. Zu welchen Abweichungen unterschiedliche Daten bei gleicher Methodologie führen, zeigt das Backtest-Beispiel (vgl. Grafik mit Backtest und Google-Daten).

Investoren sollten sich also darauf einstellen, dass Index- und Strategieangebote trotz gleicher Zielprämie, wie etwa Value oder Qualität, zukünftig im Ergebnis erheblich voneinander abweichen können, da die Faktorprämien oder -indizes auf einer unrealistischen Datenbasis entwickelt wurden. Das regelmäßig benutzte „lagging“ von Daten behebt dabei lediglich den Verfügbarkeitszeitpunkt von Daten, nicht aber deren unterschiedliche Ausprägung.

Ein weiterer wichtiger Aspekt dreht sich um die bekannten Tail-Risiken. Kapitalmarkttheorie und -praxis stellen auf (Preis-)Volatilität als

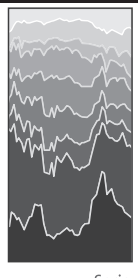
zentrales Maß für Risiko ab, und viele Investmentangebote heben die Absicherung gegen Tail-Risiken als zentrales Element hervor. Betrachtet man Risiko jedoch jenseits von Preisschwankung durch die ökonomische Sicht der Finanzierungs- und Optionstheorie, kommt man zu dem Ergebnis, dass Tail-Risiko das eigentliche Risiko ist, für dessen Übernahme mit Ertrag entschädigt wird.

Für eine Bank und eine Versicherung haben Kredit- und Versicherungsverträge den Charakter einer „Short Put“-Option – Zins und Prämie werden gegen Eingehen eines Totalausfallrisikos vereinnahmt. Warum sollte für einen Corporate-Bond als verbrieften und börsennotierten Kredit, Volatilität das zentrale Risikomaß sein? Hinzu kommt, dass die aus Volatilität abgeleiteten Risikomaße wie Value at Risk (VAR) und Conditional Value at Risk (CVAR) einfach aufskalieren (95% respektive 99%). Die Nutzung von eigenentwickelten Risikomaßen zeigt, dass zwar die Volatilität verschiedener Investments gleich ist, die Tail-Risiken aber sehr unterschiedlich sein können.

Mit diesem Artikel startet die Börsen-Zeitung eine Gastbeitragsreihe, in der Experten Themen rund um Faktor-Investing und Risikoprämien kommentieren.

FAKTOR-INVESTING

- Quality
- Carry
- Value
- Momentum
- Size
- Low Risk

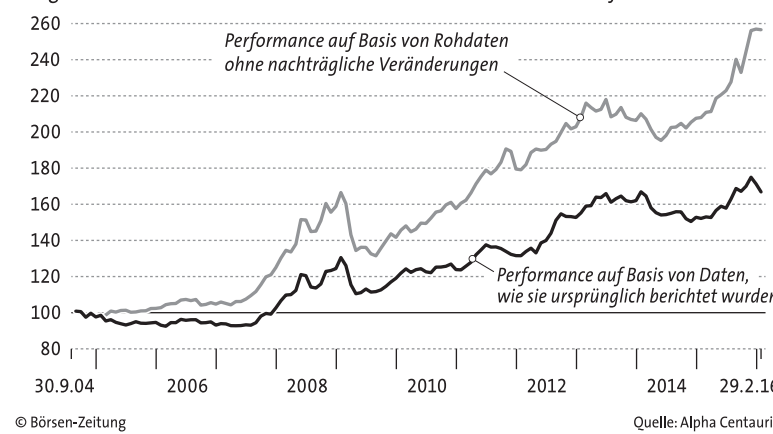


gan. Ihre Entwicklung war seit dem Ende der Technologie-Hausse Anfang des Jahrtausends aber recht schwach. Die für die meisten Investoren repräsentativen Indizes haben seit 2001 weniger als 2% jährliche Performance (Net Return) gebracht, wofür neben den Gewinneinbrüchen in den Rezessionen 2002/03 und 2008/09 der notwendige Abbau der Überbewertung vom Anfang des Jahrtausends verantwortlich war.

Hedgefonds galten lange Zeit als gute Alternative. Aber auch hier macht sich mittlerweile Enttäu-

Faktortest Carry

Long-Short-Performance der besten/schlechtesten Aktien nach Carry-Faktor in Prozent



© Börsen-Zeitung Quelle: Alpha Centauri