

BERICHT ÜBER DIE VERANLAGUNG  
DER **NOE FONDS** IM GESCHÄFTSJAHR 2014/2015

1. November 2014 bis 31. Oktober 2015

**GENERATIONEN  
FONDS**



# Inhalt

<b>1. BESCHLUSSGRUNDLAGEN DES NÖ LANDTAGES.....</b>	<b>3</b>
<b>2. STRUKTUR DER VERANLAGUNG .....</b>	<b>5</b>
<b>3. ENTWICKLUNG DER VERANLAGUNG .....</b>	<b>8</b>
<b>4. PORTFOLIOSTRUKTUR.....</b>	<b>11</b>
<b>5. RISIKOMANAGEMENT .....</b>	<b>14</b>
<b>6. PRÜFBERICHT .....</b>	<b>17</b>
<b>7. WIRTSCHAFTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN .....</b>	<b>19</b>
<b>8. ENTWICKLUNG DER KAPITALMÄRKTE.....</b>	<b>35</b>

# 1. Beschlussgrundlagen des NÖ Landtages

**Beschlüsse des NÖ Landtages.** Am 20. März 2014 hat der Landtag von Niederösterreich das Gesetz über die risikoaverse Finanzgebarung (NÖ GRFG) beschlossen, welches der Sicherstellung einer risikoaversen Ausrichtung der Finanzgebarung des Landes sowie der dem Land Niederösterreich zuzurechnenden Rechtsträger dient. Im NÖ GRFG wurde festgelegt, dass für die Verwaltung des vom Land Niederösterreich der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragenen Vermögens die jeweils vom Landtag beschlossenen Richtlinien und die darin festgelegten Berichtspflichten gelten.

Ebenfalls am 20. März 2014 hat der Landtag beschlossen, die Veranlagungsbestimmungen aus 2009 durch die *Richtlinie für die Veranlagung und das Risikomanagement für das der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragene Vermögen* zu ersetzen.

Die bereits in den bisherigen Beschlüssen des Landtages von Niederösterreich enthaltenen Grundsätze, insbesondere der Langfristigkeit sowie der breiten Diversifizierung der Veranlagung, wurden ebenso beibehalten wie die Auflage, dass die Einhaltung der *Richtlinie für die Veranlagung und das Risikomanagement* jährlich von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer zu überprüfen ist. Der Prüfbericht sowie ein Bericht über die Veranlagung ist spätestens bis 10. Jänner des Folgejahres der Finanzabteilung des Amtes der NÖ Landesregierung sowie dem Beirat und dem Aufsichtsrat der Land Niederösterreich Finanz- und Beteiligungsmanagement GmbH vorzulegen.

In der *Richtlinie für die Veranlagung und das Risikomanagement* wurde das am 22. Juli 2013 in Kraft getretene Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG) berücksichtigt. Sie enthält neben Regelungen für die Aufbau- und Ablauforganisation insbesondere Grundsätze für die Veranlagung und das Risikomanagement. Neben einer Begrenzung des Fremdwährungsrisikos und des Einsatzes von Derivaten wurde die Möglichkeit zur Veranlagung in Hedgefonds sowie in Rohstoffinvestments ausgeschlossen.

Die *Richtlinie für die Veranlagung und das Risikomanagement* ist mit 1. Juni 2014 in Kraft getreten und sieht vor, dass jene Vermögenswerte, die in der Richtlinie keine Deckung mehr finden, bis spätestens 31.12.2016 abzubauen sind, sofern dies aufgrund des Volumens oder der Art der betroffenen Vertragsbeziehungen den Grundsätzen der Sparsamkeit, Wirtschaftlichkeit und Zweckmäßigkeit entspricht und das damit verbundene Risiko vertretbar ist. Auf neue Veranlagungen sind die Bestimmungen dieser Richtlinie ohne Übergangsfrist sofort anzuwenden.

Weiters hat der Landtag von Niederösterreich beschlossen, die von der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG begebenen und vom Land Niederösterreich gezeichneten Genussrechte einem neu zu gründenden Landesfonds mit der Bezeichnung „Generationenfonds“ zuzuordnen. Der Generationenfonds ist ein eigener Rechenkreis des Landes, dessen Erträge definierten Ausgaben im sozialen Bereich zweckgewidmet sind. Der Kapitalstock des Generationenfonds soll für künftige Generationen erhalten bleiben.

**Bericht an den NÖ Landtag.** Mit dem vorliegenden Veranlagungsbericht wird dem Landtag von Niederösterreich über das Ende Oktober 2015 abgeschlossene Fondsgeschäftsjahr der NOE Fonds berichtet. Zusätzlich wird der Prüfbericht der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young über die Einhaltung der Landtagsvorgaben beigelegt.

## 2. Struktur der Veranlagung

**Risikoaverse Ausrichtung der Veranlagung.** Die vom Landtag von Niederösterreich beschlossene *Richtlinie für die Veranlagung und das Risikomanagement für das der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragene Vermögen* legt in Abschnitt I. Grundsätze für die Veranlagung und das Risikomanagement fest und enthält in den Besonderen Veranlagungsbestimmungen des II. Abschnitts

- A) Regelungen für die Aufbau- und Ablauforganisation,
- B) Regelungen für das Risikomanagement sowie
- C) Veranlagungsvorschriften.

Die Einhaltung dieser Vorgaben soll gewährleisten, dass die Zielsetzung der Veranlagung, nämlich die Schaffung maastrichtrelevanter Zusatzerträge für das Land Niederösterreich, erfolgreich umgesetzt werden kann. Das langfristige Ertragsziel der Veranlagung wurde mit einer durchschnittlichen jährlichen Rendite in Höhe der jeweiligen Sekundärmarktrendite (SMR) "Emittenten Gesamt" zuzüglich eines Aufschlages von 150 bis 250 Basispunkten festgelegt, wobei mittelfristig (5 Jahre) unter Hinzurechnung der Ausschüttung Kapitalerhalt anzustreben ist. Durch das Bundesgesetz betreffend die Ermittlung der Umlaufgewichteten Durchschnittsrendite für Bundesanleihen (BGBl. I Nr. 4/2015) wurde die Sekundärmarktrendite mit 1. April 2015 durch die Umlaufgewichtete Durchschnittsrendite für Bundesanleihen (UDRB) abgelöst. Auch die zur Berechnung der Mindestauszahlung in den Genussrechten verankerte Sekundärmarktrendite "Emittenten Gesamt" wurde durch die UDRB ersetzt.

**Spezialfonds, unabhängig bewertet.** Das übertragene Vermögen wird von der MASTERINVEST Kapitalanlage GmbH, einer unabhängigen, von der österreichischen Finanzmarktaufsicht konzessionierten Verwaltungsgesellschaft (kurz VWG) im Rahmen von Investmentfonds (Spezialfonds in der Form von „Andere Sondervermögen“) entsprechend den Bestimmungen des Investmentfondsgesetzes 2011 (InvFG 2011) sowie des Alternativen Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG) verwaltet. Auf Basis der laufenden Bewertung der in den NOE Fonds enthaltenen Assets nach dem Marktwertprinzip wird täglich ein NAV (Net Asset Value) berechnet. Als Verwahrstelle (Depotbank) wurde die Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank Aktiengesellschaft bestellt.

Die Spezialfonds bestehen aus verschiedenen Fondssegmenten bzw. investieren wiederum in Investmentfonds, für die jeweils ein eigener, auf die jeweilige Anlageklasse spezialisierter Asset Manager bestellt ist (Multi-Manager-Ansatz). Die Managerauswahl und die laufende Überprüfung erfolgt nach einem definierten Asset Manager Selektionsprozess.

Die Größe der Mandate/Investmentfonds ist abhängig von der Markttiefe der jeweiligen Assetklasse, vom Risikograd der Assetklasse und von der Managerperformance. Zum 31.10.2015 waren in Summe 18 verschiedene nationale und internationale Asset Manager mandatiert.

**Kostenbewusste Veranlagungsgebarung.** In Abhängigkeit von der jeweiligen Markteffizienz in den verschiedenen Assetklassen wird laufend zwischen aktiven und passiven Investitionsstrategien abgewogen. Es gilt, einen vernünftigen Kompromiss zwischen dem Marktrisiko (passiv) und aktiv gesuchten Marktrisiken im Rahmen eines Multi-Manager-Ansatzes zu finden. Darüber hinaus sind die mandatierten Manager vertraglich verpflichtet, das Prinzip der „Best Execution“ umzusetzen, d.h. im Interesse der NOE Fonds bei einem Geschäft die jeweils günstigste Ausführung zu gewährleisten.

**Überwachung und Prüfung der Richtlinien auf Einhaltung.** Für sämtliche Veranlagungssegmente gibt es strikte Investmentrichtlinien, deren Einhaltung neben der fibeg auch von mehreren voneinander unabhängigen Stellen (Asset Manager, Verwaltungsgesellschaft, Verwahrstelle, Wirtschaftsprüfer) laufend überwacht und geprüft wird.

**Fokus auf Risikomanagement.** Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat dazu geführt, dass das Augenmerk auf das Risikomanagement und die Liquidität des Portfolios verstärkt wurde. In dem strategischen Asset Allokationsprozess wurde ein taktischer Asset Allokationsprozess sowie eine systematische Risikosteuerung implementiert. Für den Fall eines exogenen Marktschocks ist eine Notfallsteuerung vorgesehen, um die Reaktionsgeschwindigkeit im Portfolio zu erhöhen. Mit der laufenden Portfoliosteuerung der NOE Fonds ist ein Hauptfondsmanager beauftragt, dem ein regelmäßig tagender Anlageausschuss beratend zur Seite gestellt ist. Der Anlageausschuss setzt sich aus Vertretern der fibeg, der Verwaltungsgesellschaft, des Hauptfondsmanagers und des unabhängigen Investmentberaters zusammen.

**Risikomanagement getrennt von Asset Management.** Es gilt der Grundsatz der Funktionstrennung zwischen Asset Management und Risikomanagement. Im Risikomanagement der fibeg kommt unter Berücksichtigung der Gesamtrisikosituation ein fünfstufiger Risikomanagementprozess zur Anwendung: Risikoidentifikation, Risikomessung, Risikobegrenzung (Limitvergabe), Risikoüberwachung (Limitkontrolle), Berichtswesen und Validierung. Die wichtigsten Eckpunkte des Risikomanagementsystems sind im Kapitel Risikomanagement des vorliegenden Berichts beschrieben.

**Langfristige Ausrichtung der Veranlagung.** Die Geschäftsführung der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG wird - insbesondere im Hinblick auf ausgewogene Ertrags- und Risikorelationen - seit Beginn der Veranlagung bei der regelmäßigen Festlegung der strategischen Asset Allokation (kurz SAA) von Russell Investments, einem internationalen Investmentberater, sowie dem Beirat beraten.

Im Jänner 2015 wurde Russell Investments auch zum Berater für die Festlegung der taktischen Asset Allokation (kurz TAA) sowie zum ständigen Mitglied im Anlageausschuss bestellt. Die Mitglieder des Beirates werden von der Alleingeschafterin Land Niederösterreich bestellt.

Im Rahmen der SAA werden, entsprechend der langfristigen Ausrichtung der Veranlagung, für alle Kapitalanlagen (Assetklassen) prozentuelle Bandbreiten definiert, innerhalb derer die taktische Positionierung des Portfolios erfolgt.

Auf Basis der Beschlüsse des Landtages von Niederösterreich vom 20. März 2014 wurde 2015 ein Review der strategischen Asset Allokation vorgenommen, bei dem in enger Abstimmung mit dem strategischen Investmentberater und dem Beirat die Zielvorgaben des Landes Niederösterreich mit der aktuellen Ertrags-Risikostruktur des Portfolios, der globalen Marktsituation und den mittel- bis langfristigen Markterwartungen abgeglichen wurden. Entsprechend den Ergebnissen der Empfehlungen von Russell Investments und den Beratungen im Beirat hat der Aufsichtsrat mit Wirkung ab 1. November 2015 eine neue strategische Asset Allokation genehmigt.

**Veranlagungsentscheidungen.** Sämtliche Veranlagungsentscheidungen erfolgen im Rahmen der in den einzelnen Assetklassen genehmigten Bandbreiten und vorgegebenen Risikolimits. Es gilt der Grundsatz, dass alle Assetklassen und konkret ausgewählten Anlageprodukte mit ihrem inhärenten Risiko verstanden, systematisch erfasst und bewertet werden können.

### 3. Entwicklung der Veranlagung

**Veranlagungsertrag.** Im Geschäftsjahr 2014/2015 wurde ein Veranlagungsertrag von EUR 58,0 Mio. nach Kosten erwirtschaftet. Dies entspricht einem Ertrag von +2,5% p.a.. Der Gesamtwert (bewertet zu aktuellen Marktwerten) der NOE Fonds per 31.10.2015, inklusive aller Auszahlungen an das Land Niederösterreich, liegt bei EUR 5.472,2 Mio.

#### Performanceentwicklung der NOE Fonds für das Geschäftsjahr 2014/2015



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

**Durchschnittliche Entwicklung der letzten 5 Jahre.** Die NOE Fonds konnten in den letzten 5 Geschäftsjahren eine Wertsteigerung von insgesamt EUR 500,8 Mio. erzielen. Dies entspricht einer durchschnittlichen Performance von +3,4% pro Jahr nach Abzug der Kosten. Der durchschnittliche Veranlagungsertrag seit Beginn der Veranlagung liegt bei +2,4% pro Jahr nach Kosten.

Alle Werte in TS-EURO per Ultimo	31.10.2015	31.10.2014	31.10.2013	31.10.2012	31.10.2011	31.10.2010
Stand der Veranlagung NOE	2.609,4	2.789,7	3.151,4	3.305,0	3.709,1	3.817,3
Auszahlungen *	2.862,8	2.624,5	2.170,3	1.885,4	1.287,2	1.154,1
<b>Summe</b>	<b>5.472,2</b>	<b>5.414,2</b>	<b>5.321,7</b>	<b>5.190,4</b>	<b>4.996,3</b>	<b>4.971,4</b>
Einzahlungen	4.387,3	4.387,3	4.387,3	4.387,3	4.387,3	4.387,3
<b>Delta</b>	<b>1.084,9</b>	<b>1.026,9</b>	<b>934,4</b>	<b>803,1</b>	<b>609,0</b>	<b>584,1</b>
<b>Performance lfd. Geschäftsjahr</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>0,7%</b>	<b>3,8%</b>

Alle Zahlen auf 100.000 gerundet.

\* Sämtliche Auszahlungen an das Land Niederösterreich inkl. vereinnahmter Garantieprämien.

Quelle: MASTERINVEST, fibeg



**Ertragsziel seitens des NÖ Landtags.** Nachfolgende Tabelle zeigt die Performance der NOE Fonds im Vergleich zu der im Jahr 2014 formulierten Erwartungshaltung des NÖ Landtages. Im Durchschnitt mehrerer Jahre soll eine annualisierte Performance von 1,5% bis 2,5% über der „Sekundärmarktrendite Emittenten Gesamt“\* angestrebt werden.

	Ertragsziel**	NOE Fonds***
Durchschnitt 1 Jahr	2,0% bis 3,0%	2,5% pro Jahr
Durchschnitt 3 Jahre	2,3% bis 3,3%	3,4% pro Jahr
Durchschnitt 5 Jahre	2,9% bis 3,9%	3,4% pro Jahr

\*Die Sekundärmarktrendite (SMR) wurde mit 1. April 2015 durch den gesetzlichen Nachfolgeindex UDRB (Umlaufgewichtete Durchschnittsrendite für Bundesanleihen) abgelöst.

\*\*Quelle OeNB Statistik: Sekundärmarktrendite Emittenten Gesamt (bis 30.03.2015) bzw. Umlaufgewichtete Durchschnittsrendite für Bundesanleihen (ab 01.04.2015) plus 150 bis 250 Basispunkte

\*\*\*Quelle Masterinvest: Ergebnisse der NOE Fonds per 10/15 nach Abzug der Fondsverwaltungskosten

**Die NOE Fonds im internationalen Marktvergleich.** Im Vergleich zu einer internationalen Peer Group (in Deutschland, Schweiz und Österreich registrierte Fonds, globale defensive Veranlagung in EUR) befindet sich das Portfolio sowohl im 1-Jahresvergleich, im 3-Jahresvergleich als auch im 5-Jahresvergleich im guten 2. Quartil.

**Die risikoadjustierte Performance der NOE Fonds.** Der Erfolg einer Veranlagung bestimmt sich durch die erzielten Erträge in einer bestimmten Periode in Relation zum Risikogehalt einer Veranlagung in der gleichen Periode.

Die international anerkannte Kennzahl für die Messung und den Vergleich eines Veranlagungserfolges ist die sogenannte Sharpe Ratio<sup>1</sup> als Verhältnis der Überrendite (Performance abzüglich risikofreier Zinssatz) zum eingesetzten Risiko, gemessen an der Volatilität<sup>2</sup> der Erträge.

Im Berichtszeitraum erwirtschaftete das Portfolio einen Ertrag von +2,5% p.a. bei einer Volatilität (Risikokennzahl) von 3,1% p.a.. Das ergibt eine gute Sharpe Ratio von 0,76 (risikoadjustiertes Ergebnis) für das Geschäftsjahr 2014/2015. Im Durchschnitt der letzten 3 Jahre liegt die Sharpe Ratio bei sehr guten 1,27 und im Durchschnitt der letzten 5 Jahren bei sehr guten 1,15.

<sup>1</sup> Die Sharpe Ratio geht auf den Nobelpreisträger William F. Sharpe (1966) zurück und setzt den Ertrag im Verhältnis zum eingesetzten Risiko (risikoadjustiertes Ergebnis). Dadurch erhält man die Überrendite zu einer sicheren Geldanlage (risikofreien Zinssatz) pro Risikoeinheit. Für die Sharpe Ratio gilt, je höher der Wert, desto besser. Werte größer 0,5 sind gute Ergebnisse. Liegt der Wert über 1 wurde das eingegangene Risiko durch den Ertrag überkompensiert und gilt in der Finanzbranche als „sehr gutes Ergebnis“.

<sup>2</sup> Die Volatilität ist das Maß für die Schwankungsbreite von Finanzmarktparametern wie Aktienkursen und Zinsen und dient dadurch als anerkannte Risikokennzahl. Es gilt, je kleiner der Wert, desto risikoaverser ist die Veranlagung.

### Sharpe Ratio der NOE Fonds im Zeitverlauf

Stichtag	31.10.2015	Volatilität	Performance	rf. Zinssatz	Überrendite	Sharpe Ratio
-12M:	31.10.2014	3,12%	2,5%	0,09%	2,37%	0,76
-36M:	31.10.2012	2,49%	3,4%	0,25%	3,17%	1,27
-60M:	31.10.2010	2,35%	3,4%	0,68%	2,70%	1,15

Volatilität: Annualisierte Volatilität auf Basis der Wertveränderungen des Net Asset Value (NAV) auf täglicher Basis

Risikofreier Zinssatz: Mittelwert des risikolosen Zinssatzes – 6 Monats-EURIBOR – für den jeweiligen Zeitraum

**Auszahlungen an das Land NOE während des Geschäftsjahres.** Mit dem Budgetbeschluss 2014 hat der Landtag von Niederösterreich festgelegt, dass im Jahr 2014 eine Kapitalrückführung an das Land Niederösterreich in Höhe von rd. EUR 152,7 Mio. durchgeführt werden soll.

In Umsetzung dieses Beschlusses wurden dem Land Niederösterreich am 15. Dezember 2014 EUR 152,7 Mio. als Rückzahlung von Genussrechtskapital überwiesen. Weiters erhielt das Land Niederösterreich im Dezember 2014 Genussrechtszinsen in Höhe von EUR 85,6 Mio. In Summe wurden somit während des Geschäftsjahres 2014/2015 EUR 238,3 Mio. an das Land Niederösterreich ausbezahlt.

Mit dem Budgetbeschluss 2015 hat der NÖ Landtag festgelegt, dass im Jahr 2015 eine weitere Kapitalrückführung an das Land NÖ in Höhe von EUR 107,7 Mio. durchgeführt werden soll. Diese wird im Dezember 2015 (Geschäftsjahr 2015/2016) erfolgen.

## 4. Portfoliostruktur

**Globalere Ausrichtung.** Die globale Allokation der NOE Fonds wurde in den letzten Jahren beibehalten.

**Weiterhin kurze Duration.** Bei Anleihen wurde aufgrund des sehr niedrigen Zinsniveaus auf eine relativ kurze Duration geachtet. Dadurch wird für einen allfälligen Zinsanstieg (USA) Vorsorge getroffen.

**Kurze Laufzeiten und Liquidität.** Darunter fallen kurzlaufende Unternehmensanleihen, Festgelder bei Banken, Kontoguthaben und Absicherungspositionen. In Summe beträgt der Anteil 23,6%. Dieser Bestand ist zum Teil notwendig, um die geplanten Auszahlungen an das Land im Dezember 2015 zu gewährleisten. Aufgrund der erhöhten Volatilität der Märkte wurden speziell in den letzten Monaten die Cash-Bestände aus Risikoüberlegungen zusätzlich erhöht.

**Staatsanleihen.** Der Anteil von Staatsanleihen beträgt 9,6%, wobei der Schwerpunkt bei internationalen Staatsanleihen liegt.

**Unternehmensanleihen.** Der Anteil an Unternehmensanleihen beträgt in Summe 17,3%, wobei der Schwerpunkt bei international ausgerichteten Unternehmen liegt. In der Berichtsperiode wurde der Anteil konstant gehalten.

**Sonstige Anleihen.** Darunter fallen Schwellenländeranleihen (Emerging Markets), Hochzinsanleihen (High Yield Bonds) & Besicherte Kredite (Senior Secured Loans) sowie Strukturierte Anleihen. In Summe beträgt der Anteil dieser Anleihen 23,9%. Im Bereich der Schwellenländeranleihen wurde der Anteil reduziert und im Bereich der besicherten Kredite und Strukturierten Anleihen wurde der Anteil leicht aufgestockt. Die Allokation in Hochzinsanleihen wurde während der Berichtsperiode konstant gehalten.

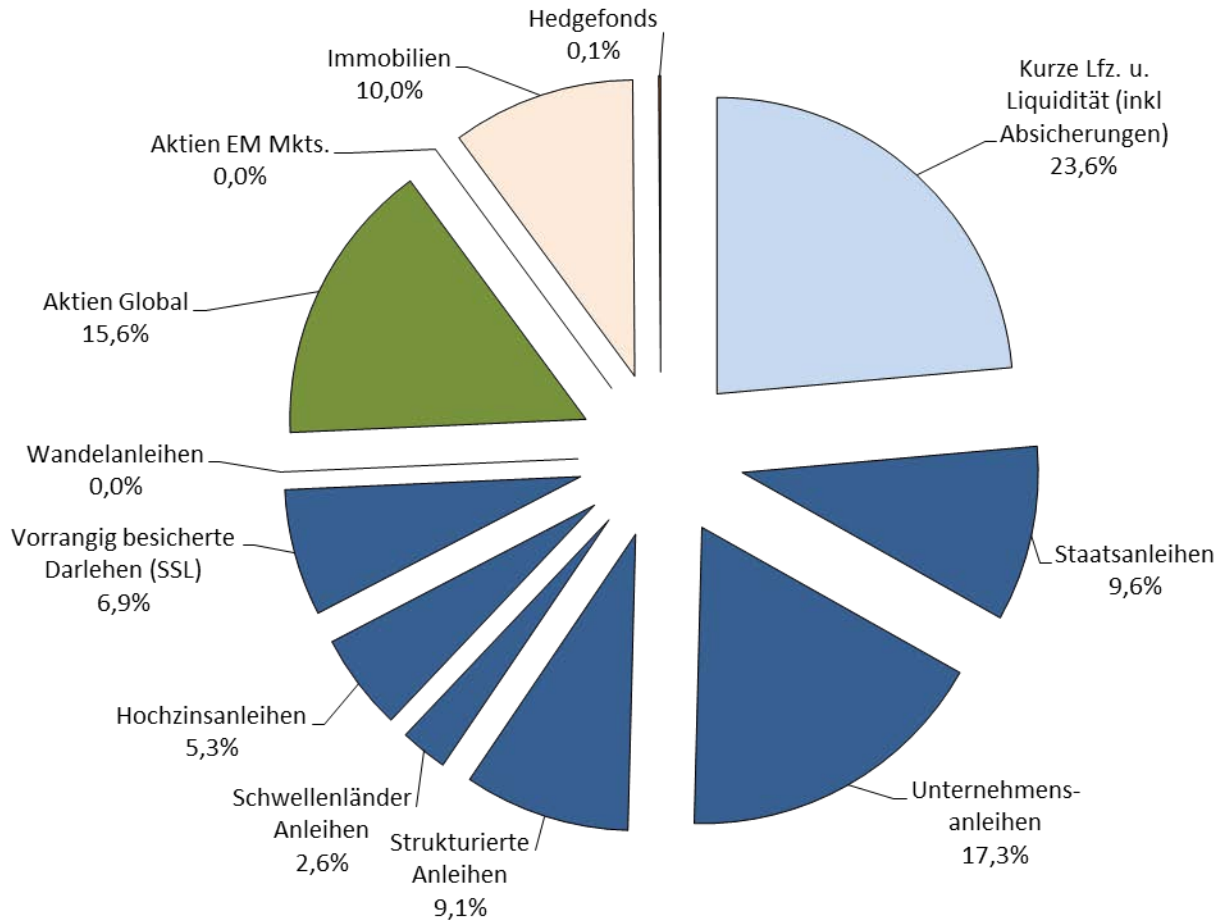
**Immobilien.** Das Investment in Immobilien beträgt 10,0% des Veranlagungsvolumens. Es handelt sich hierbei um Veranlagungen in institutionelle Immobilienfonds, die vornehmlich in Büroimmobilien, Gewerbeimmobilien sowie Einkaufsflächen in zentralen städtischen Lagen investieren. Die Allokation wurde während der Berichtsperiode konstant gehalten.

**Alternative Investments.** Der Anteil an alternativen Investments beträgt 0,1% und wurde im Berichtszeitraum leicht reduziert. Es handelt sich hier um kleine Restbestände aus Dachhedgefonds, welche sukzessive komplett abgebaut werden. Neue Veranlagungen in Hedgefonds und Rohstoffe werden gemäß den neuen Veranlagungsrichtlinien nicht mehr getätigt.

**Aktien (inkl. Wandelanleihen).** Der relative Anteil beträgt 15,6% und wurde im Bereich Globale Entwickelte Märkte (MSCI World) leicht reduziert. Die Allokation in Schwellenländeraktien (Emerging Markets Aktien) wurde aus taktischen Überlegungen im 1. Halbjahr 2015 zur Gänze abgebaut. Die Wandelanleihen wurden aufgrund der Neuausrichtung der Strategischen Asset Allokation zugunsten von Aktien ebenfalls zur Gänze verkauft.

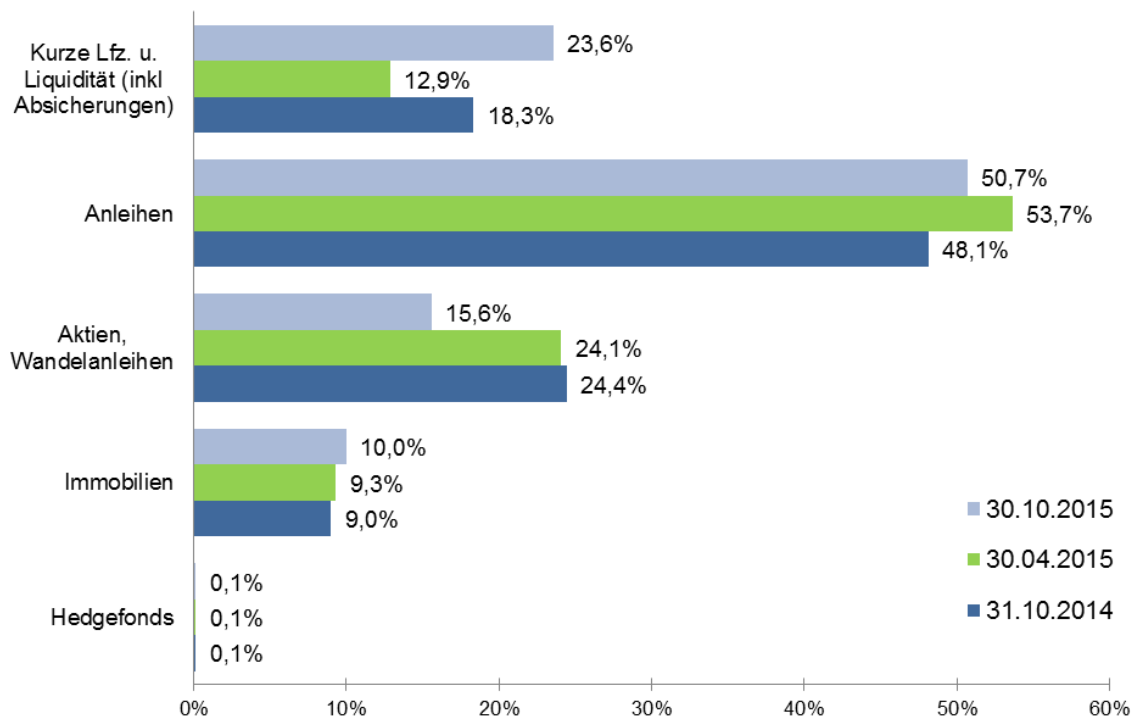
### Gewichtung der einzelnen Anlageklassen zum 31. Oktober 2015

NOE Fonds I, III und IV konsolidiert



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

## Portfolio-Veränderung der NOE Fonds innerhalb des Geschäftsjahres 2014/2015



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

## 5. Risikomanagement

Ausgehend von den strategischen Veranlagungszielen, die sich aus den vom NÖ Landtag beschlossenen Grundsätzen ableiten, erfolgt die Umsetzung aller wesentlichen Geschäftsaktivitäten unter risikostrategischen Gesichtspunkten und unter besonderer Beachtung der Einhaltung eines festgelegten Risikobudgets.

Die fibeg ist besonders bestrebt, ein gesundes Verhältnis von Risikobudget zu den tatsächlich eingegangenen Risiken zu gewährleisten. Um dies zu erreichen, ist die Aufgabe des Risikomanagements die Identifikation, Messung und Steuerung der Risiken. Zur Steuerung des Risikos stehen einerseits fibeg-interne Risikoanalysen sowie ein externes Risikosteuerungsmodell zur Verfügung.

**Risikoidentifikation.** Folgende Risiken werden spezifisch identifiziert:

- **Kreditrisiko:**
  - Ausfalls- und Kontrahentenrisiko
  - Konzentrationsrisiko
  - Länderrisiko
- **Marktrisiko:**
  - Zinsänderungsrisiko
  - Fremdwährungsrisiko
  - Spreadänderungsrisiko
  - Aktienrisiko
  - Immobilienrisiko
  - Risiko der Alternativen Investments

**Risikomessung für das Gesamtportfolio auf Basis Value-at-Risk.** Ein extern mandatierter Risikomanager liefert eine Value-at-Risk-Berechnung (kurz: VaR-Berechnung) über das gesamte Portfolio. Im Rahmen der VaR-Berechnung erfolgt eine Zerlegung und Analyse der Risiken nach Risikofaktoren sowie nach Assetklassen, wobei Diversifikationseffekte aufgrund einer Korrelationsmatrix berücksichtigt werden. Der VaR (Konfidenzniveau 99%, Haltedauer 10 Tage) stellt ein State-of-the-Art Instrument zur Risikoquantifizierung dar. Es handelt sich dabei um eine statistische Messmethode auf Basis der Wertschwankung der Vergangenheit (=Volatilität), welche auf die Standardnormalverteilungsfunktion angewendet wird. Der so ermittelte Wert stellt den maximalen Verlust dar, der in 99 von 100 Fällen (=Konfidenzniveau 99%) innerhalb eines Beobachtungszeitraums von 10 Tagen (=Haltedauer 10 Tage) statistisch nicht überschritten wird. Zur Messung der Risiken verwendet der Risikomanager als System "RiskMetrics". Zur exakten Aussteuerung der Risiken werden die jeweiligen Assetklassen drei Kategorien zugeordnet. In Kategorie R werden jene Assetklassen abgebildet deren Risiken hauptsächlich durch die Risikoarten Zins und Spread definiert sind. In Kategorie A

werden jene Assetklassen abgebildet deren Risiken hauptsächlich durch die Risikoart Aktien definiert sind. In Kategorie S werden jene Assetklassen abgebildet, die nicht den Kategorien R und A zugeordnet werden können. Den jeweiligen Kategorien wird ausgehend vom inhärenten VaR der Kategorie ein Teil des Risikobudgets zugewiesen und somit wird erreicht, dass die jeweiligen Kategorien effizient ausgesteuert werden können. Das Gesamtrisikobudget für alle Kategorien wird mit 6,5% festgelegt.

**Kreditrisiko-Management.** Kreditrisiko ist die Gefahr von finanziellen Verlusten die entstehen, wenn ein Vertragspartner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt. Die Risikobetrachtung fokussiert sich dabei auf folgende Arten des Kreditrisikos: Ausfalls- und Kontrahentenrisiko, Konzentrationsrisiko und Länderrisiko.

Zur Ermittlung des Ausfalls- und Kontrahentenrisiko wird auf Basis der Ausfallswahrscheinlichkeit ein zu erwartender Verlust für die Gesamtposition ermittelt. Das Konzentrationsrisiko stellt eine Differenzierung bei der Betrachtung der Portfoliodiversifikation dar. Das Länderrisiko stellt ein politisches Transferrisiko dar. Die Kreditexposures werden dabei im jeweiligen Sitzland ausgewiesen.

**Marktrisiko-Management.** Zum Zweck der effizienten Messung und Überwachung des Zinsrisikos verfügt die fibeg über ein Analyseinstrumentarium (Zins-Gap-Struktur je Branche und Fonds, Sensitivitätsanalyse, Durationsanalyse, Zins-Var-Analyse), das die Prognose und gezielte Steuerung des Zinsänderungsrisikos ermöglicht.

Das Fremdwährungsrisiko, d.h. das Risiko der Wertänderung des NAV aufgrund von Fremdwährungsschwankungen, wird auf Gesamtebene sowie je Branche und Fonds ermittelt und überwacht. Die Veranlagungsbestimmungen des Landtages sehen eine maximale Grenze für das Fremdwährungsexposure von 20% vor, wobei non-USD-Fremdwährungen mit maximal je 5% begrenzt sind.

Das Spreadänderungsrisiko (Risiko der Veränderung des Zinsaufschlages) wird auf Gesamtebene sowie je Branche und Fonds ermittelt und überwacht. Die Analyse zeigt dabei die Auswirkungen einer Ausweitung der Risikoaufschläge auf den Marktwert der Anleihen.

Die Messung des Risikos aufgrund von Investitionen in Aktien, Immobilien und Alternative Investments erfolgt auf Basis Value-at-Risk.

**Risikoüberwachung/Risikosteuerung.** Die Risikoüberwachung erfolgt durch den Risikomanager, der die Risikosteuerung entsprechend einem Ampelsystem für jede einzelne Kategorie überwacht. Ziel der Risikosteuerung ist es, die Unterschreitung einer vorher definierten Wertuntergrenze zu vermeiden. Die Steuerung der Risiken und die Vermeidung der Unterschreitung der auf Basis des jeweiligen Risikobudgets der Kategorie vorher definierten Wertuntergrenze erfolgt derivativ oder über den Verkauf von Vermögenswerten.

**Risikokennzahlen.** Die herausfordernde Marktsituation im abgelaufenen Fondsgeschäftsjahr führte zu einem verstärkten Einsatz der risikotechnischen Steuerungsmittel mit dem Ziel, die Veranlagung weiterhin äußerst risikobewusst auszurichten. Aufgrund der gestiegenen Volatilität im 2. Halbjahr des abgelaufenen Geschäftsjahres wurde die Aktienquote reduziert. Auch das Zinsänderungsrisiko hat sich durch die Verkürzung der Duration leicht reduziert. Das Durchschnittsrating hat sich gegenüber dem Vorjahresstichtag leicht verbessert. Das Fremdwährungsrisiko hat sich aufgrund des Abbaus der Aktien in Emerging Markets sowie der Reduktion der Anleihen in Emerging Markets deutlich verringert.

### Risikokennzahlen per 31.10.2015

Kennzahlen der NOE Fonds	31.10.2015	31.10.2014
Duration (inkl. Geldmarkt und Absicherungen ) in Jahren	3,1	3,5
Mittlere Restlaufzeit der Anleihen in Jahren	8,1	8,1
Offen Fremdwährungsposition in der Veranlagung	7,1%	12,5%
Durchschnittsrating der Anleihen inkl. Geldmarkt	A-	BBB+
Anteil der Anleihen ohne Rating (bezogen auf die Gesamtveranlagung)	1,9%	2,1%

Quelle: MASTERINVEST, fibeg

Die Duration (inkl. Geldmarktveranlagungen und Zins-Absicherungen) ist mit 3,1 Jahren relativ kurz, wodurch das Portfolio nur in begrenztem Ausmaß dem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt ist. Die offene Fremdwährungsposition beträgt 7,1% des Portfolios. Die Grenzen für non-USD-Fremdwährungen (max. 5% je Währung) wurden ebenfalls eingehalten. Der Rest des Portfolios ist in EUR denominiert bzw. wird über Devisentermingeschäfte hinsichtlich Fremdwährungskursschwankungen abgesichert.

Das Marktrisiko des Portfolios auf Basis einer Value-at-Risk-Analyse mit Konfidenzniveau 99% bei einer Haltedauer von 20 Tagen weist einen Wert von EUR 82,4 Mio. auf. Die prognostizierte Volatilität des Portfolios beträgt 4,8%. Die Berechnung des Marktrisikos auf Basis einer Value-at-Risk-Analyse mit Konfidenzniveau 99% bei einer Haltedauer von 10 Tagen weist einen Wert von EUR 58,3 Mio. auf.



## 6. Prüfbericht

Die Einhaltung der vom NÖ Landtag am 20. März 2014 beschlossenen *Richtlinie für die Veranlagung und das Risikomanagement für das der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragene Vermögen (VRL)* wird jährlich von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer überprüft und das Prüfergebnis den Organen der Gesellschaft und dem Landtag von Niederösterreich vorgelegt.

**Übersichtstabelle zu den Veranlagungsbestimmungen der NOE Fonds per 31.10.2015**

Veranlagungs- bestimmungen	Anlageklasse	Allokation per 31.10.2015 in %	Max. Allokation in % lt. VRL
<b>Asset Allokation</b>			
II / C. / 1. und 2.	Forderungswertpapiere	74%	100%
II / C. / 3.	Beteiligungswertpapiere und diesen gleichwertige Finanzinstrumente	16%	40%
II / C. / 5.	Immobilien	10%	20%
<b>Anleihen</b>			
II / C. / 2.	Investmentgrade (inkl. proxy ratings)	45%	100%
II / C. / 2.a.	High Yield + Wertpapiere ohne Rating	14%	20%
<b>sonstige Bestimmungen</b>			
II / C. / 8.	Nicht an geregelten Märkten notierende WP	9%	20%
II / C. / 9.	Währungsrisiko (non USD < 5% pro Währung)	7%	20%
II / C. / 10.	Derivategrenze	0%	10%
II / C. / 11.	Veranlagung in Hedgefonds, Rohstoffe und exotische Derivate	0,1% *	0%

Forderungswertpapiere: Staatsanleihen, Finanzanleihen, Unternehmensanleihen und sonstige Anleihen, Geldmarktpapiere, Festgelder

Beteiligungswertpapiere: Aktien, Wandelanleihen

Immobilien: institutionelle Immobilienfonds

\* II / C. / 13. Vermögenswerte, die in der Richtlinie keine Deckung mehr finden, sind grundsätzlich bis spätestens 31.12.2016 abzubauen.

Der Prüfbericht der Ernst & Young Wirtschaftsprüfungsgesellschaft m.b.H. über die Einhaltung der Veranlagungsbestimmungen für das der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragene Finanzanlagevermögen für das Geschäftsjahr vom 1. November 2014 bis 31. Oktober 2015 hat folgendes zusammenfassendes Ergebnis gebracht:

**Zitat aus dem Prüfbericht 2015:**

*„Aufgrund der bei unserer Prüfung gewonnenen Erkenntnisse stimmt die Veranlagung des der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragenen Finanzanlagevermögens für den Berichtszeitraum vom 1. November 2014 bis 31. Oktober 2015 mit den vom Landtagsbeschluss vom 20. März 2014 festgelegten Veranlagungsvorschriften überein“.*

## 7. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Das Jahr 2014 endete volatil, wenngleich die globalen Konjunktursorgen für die Aktienmarktentwicklung kein wesentliches Hindernis darstellten, da sehr schwache Rohstoffpreise die Hoffnung auf positive Effekte für die Weltwirtschaft nährten. Die US Notenbank beendete das „Quantitative Easing“ (QE) Programm, aber andere Notenbanken (EZB, Bank of Japan) setzten die expansive Geldpolitik fort.

Die Eurozone war mit überraschend negativen gesamtwirtschaftlichen Daten konfrontiert. Speziell die Daten aus Deutschland waren im ersten Quartal des Jahres deutlich negativer als erwartet (Auftragseingänge der deutschen Industrie verzeichneten signifikante Abschlüge).

Die OPEC konnte sich auf keine Produktionseinschränkungen einigen, was zu zusätzlichen Ölpreiskorrekturen führte. Der japanische Aktienmarkt konnte weiterhin von der sehr lockeren Geldpolitik profitieren, wie auch vom Resultat der vorzeitig erfolgten Wahlen, die mit einem deutlichen Sieg für Premierminister Shinzo Abe endeten. Die Schwellenländermärkte verzeichneten sehr unterschiedliche Ergebnisse.

Russland verzeichnete wegen des schwachen Ölpreises deutliche Verluste an den Kapital- und Währungsmärkten, wohingegen China mit einer überraschenden Zinssenkung für sehr positive Impulse an den Aktienmärkten sorgte.

Die Wirtschaftsindikatoren haben im globalen Vergleich die Divergenz zwischen USA und anderen OECD-Ländern verdeutlicht.

### Gesamtwirtschaftlicher Überblick (Bloomberg: Konsensus der Analysten)

BIP real (% p.a.)					Inflation (% p.a.)				Arbeitslosenquote (%)					
	2013	2014	2015f*	2016f*		2013	2014	2015f*	2016f*		2013	2014	2015f*	2016f*
<b>USA</b>	1,5	2,4	2,5	2,6	<b>USA</b>	1,5	1,6	0,2	1,9	<b>USA</b>	7,4	6,2	5,3	4,9
<b>Eurozone</b>	-0,3	0,9	1,5	1,6	<b>Eurozone</b>	1,3	0,4	0,1	1,1	<b>Eurozone</b>	12,0	11,6	11,0	10,6
Deutschland	0,3	1,6	1,6	1,8	Deutschland	1,6	0,8	0,2	1,4	Deutschland	6,9	6,7	6,4	6,4
Frankreich	0,7	0,2	1,1	1,4	Frankreich	1,0	0,6	0,2	1,0	Frankreich	10,3	10,3	10,3	10,1
Italien	-1,7	-0,4	0,8	1,2	Italien	1,3	0,2	0,2	1,0	Italien	12,2	12,7	12,2	11,8
Spanien	-1,7	1,4	3,1	2,7	Spanien	1,5	-0,2	-0,4	0,8	Spanien	26,1	24,5	22,3	20,5
<b>Japan</b>	1,6	-0,1	0,7	1,2	<b>Japan</b>	0,4	2,7	0,8	1,0	<b>Japan</b>	4,0	3,6	3,5	3,5
<b>China</b>	7,7	7,3	6,9	6,5	<b>China</b>	2,6	2,0	1,6	2,0	<b>China</b>	4,1	4,1	4,1	4,2
Budgetsaldo (% BIP)					Staatsverschuldung (% BIP)				Leistungsbilanzsaldo (% BIP)					
	2013	2014	2015f*	2016f*		2013	2014	2015f*	2016f*		2013	2014	2015f*	2016f*
<b>USA</b>	-4,7	-4,1	-3,8	-3,6	<b>USA</b>	104,8	104,8	104,9	106,0	<b>USA</b>	-2,3	-2,3	-2,5	-2,6
<b>Eurozone</b>	-2,9	-2,7	-2,3	-1,7	<b>Eurozone</b>	93,4	94,0	93,5	92,4	<b>Eurozone</b>	2,0	2,4	2,7	2,5
Deutschland	0,1	0,3	0,5	0,3	Deutschland	77,0	74,6	70,8	68,2	Deutschland	6,9	7,4	8,1	7,6
Frankreich	-4,1	-4,0	-3,8	-3,4	Frankreich	92,3	95,6	97,1	98,0	Frankreich	-0,8	-0,9	-0,5	-0,6
Italien	-3,0	-3,0	-2,7	-2,0	Italien	128,5	132,1	133,1	132,3	Italien	0,9	2,0	2,2	2,2
Spanien	-6,8	-5,8	-4,4	-3,2	Spanien	92,1	97,7	98,6	98,8	Spanien	1,5	1,0	1,1	1,0
<b>Japan</b>	-8,5	-7,3	-5,9	-4,6	<b>Japan</b>	242,6	246,2	245,9	247,8	<b>Japan</b>	0,8	0,5	3,0	3,0
<b>China</b>	-1,1	-1,2	-1,9	-2,3	<b>China</b>	39,4	41,1	43,2	46,0	<b>China</b>	1,6	2,1	3,1	2,8

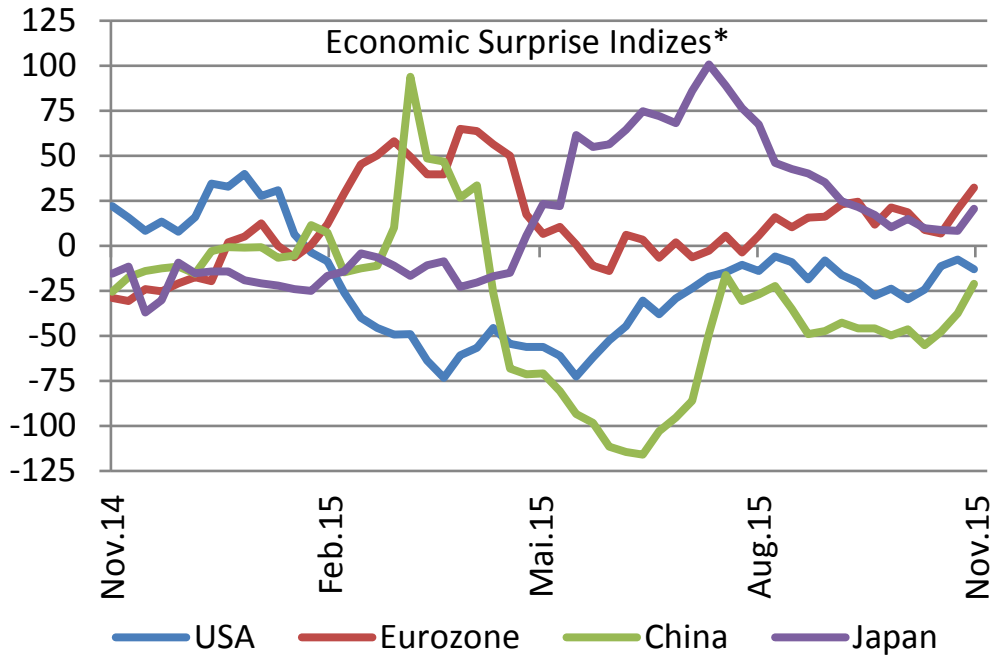
Quelle: Bloomberg, IWF

## Wirtschaftsindikatoren im globalen Vergleich

\*Citigroup Economic Surprise Indices (Daten im Vergleich zu Konsensuserwartungen)

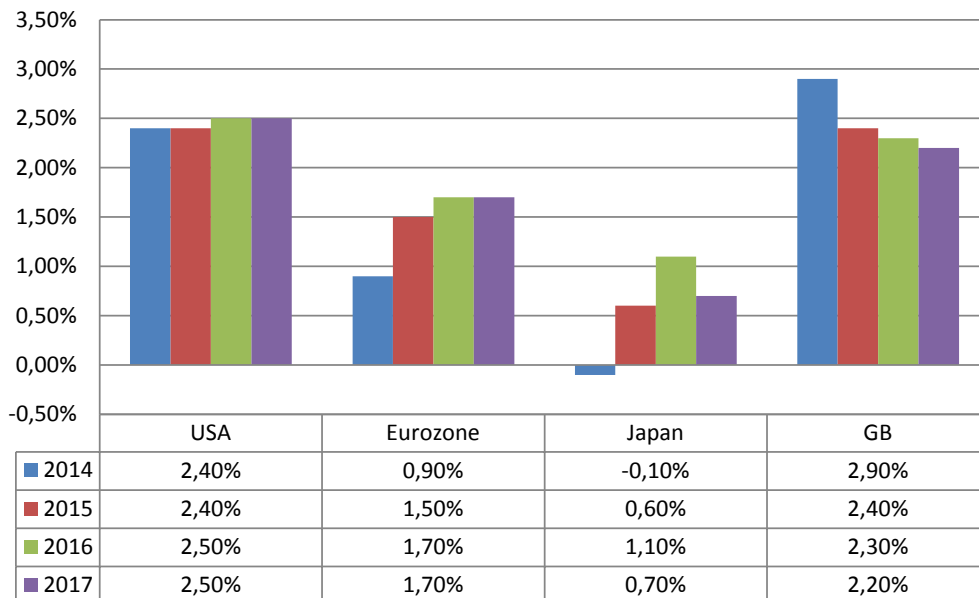
Index < 0 = Konjunkturdaten liegen unter den Erwartungen

Index > 0 = Konjunkturdaten liegen über den Erwartungen



Quelle: Bloomberg

## Wachstumsprognosen entwickelte Märkte (BIP real % p.a.)



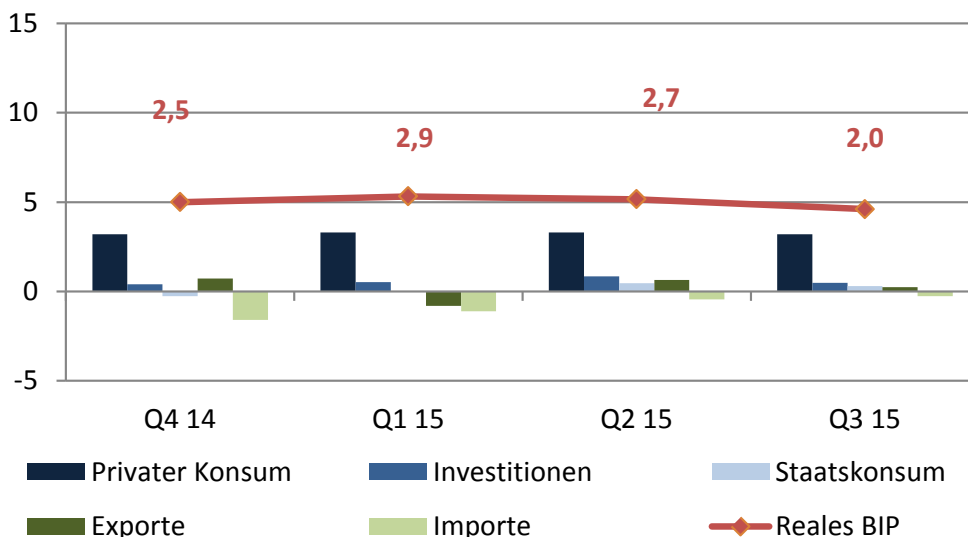
Quelle: Bloomberg

## USA weiterhin auf Erholungskurs, globales Wachstum moderat

Die Wirtschaft in den USA befindet sich weiter auf Erholungskurs. Im 3. Quartal 2015 konnte die USA ein reales BIP Wachstum von 2% erzielen. Hingegen belastet ein stärkerer US Dollar Kurs (14% Aufwertung gegenüber dem EURO in den letzten 12 Monaten) die Wettbewerbsfähigkeit der US Wirtschaft. Der Rückgang der Öl- und Energiepreise wirkt einerseits für die Wirtschaft stützend, jedoch bleibt der Zugewinn durch reduzierte Investitionen im Energiesektor überschaubar. Der Energiesektor repräsentiert trotz der signifikanten Korrektur und Kursrückgänge nach wie vor 7% der Gewichtung im S&P 500 Index.

Der Immobilienmarkt in den USA hat sich weiterhin positiv entwickelt, jedoch sind durch die starken Preissteigerungen die Anträge für kreditfinanzierte private Immobilienkäufe rückläufig. Wenngleich die Arbeitslosigkeit neue Tiefststände mit 5,1% im heurigen Jahr erreichte, so ist die Qualität der geschaffenen Arbeitsplätze oft als unterdurchschnittlich zu bezeichnen, da ein Wachstum vorwiegend in Teilzeitjobs festzustellen ist. In Summe ergibt sich für das Wirtschaftswachstum ein positives, aber keineswegs euphorisches Stimmungsbild. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen bleibt auf eher niedrigem Niveau. Es wird viel mehr in Übernahmen (Mergers & Acquisition) und Dividendenzahlungen zur Kurspflege der Aktiennotierung investiert, als in die Entwicklung neuer Produkte und dem Ausbau der Produktion. Somit bestätigt sich das Bild einer moderaten Erholung, die sich noch weiter fortsetzen kann. Das reale BIP Wachstum in den USA sollte sich daher zwischen 2,0% und 3,0% bewegen.

Wachstumsbeitrag USA – BIP (pro Quartal / annualisiert)



Quelle: Bloomberg

## Eurozone entwickelt sich trotz politischer Turbulenzen stabil

Die Eurozone hat durch die angekündigte Ausweitung des Quantitative Easing (monatliche Anleihekäufe in Höhe von 60 Mrd. EUR bis September 2016) seitens der EZB eine sehr positive Marktreaktion in den ersten Monaten des Jahres erfahren. Die europäischen Kapitalmärkte konnten sowohl bei den Anleihen als auch bei den Aktien signifikante Zugewinne erzielen.

Die niedrige Inflation in der Eurozone, die im Februar 2015 sogar auf -0,3% gesunken war, bzw. die Angst vor einer Deflation hat die EZB zu den Anleihenkäufen bewogen. Durch die fallenden Ölpreise wurde diese desinflationäre Tendenz noch zusätzlich begünstigt. Die daraus resultierende Abschwächung des Euro gegenüber allen anderen Leitwährungen stützt den Export in der Eurozone und führte auch dazu, dass die Schweizer Notenbank die Kosten für die Währungsanbindung an den Euro nicht mehr länger tragen wollte und somit den Wechselkurs Euro/CHF nicht mehr bei 1,20 stützte.

Das Britische Pfund verzeichnete ebenso eine Aufwertung von 9% versus Euro im Jahr 2015. Die Erwartungshaltung, dass die britische Notenbank die Zinsen im laufenden Jahr anheben wird, hat sich nicht erfüllt. Nichts desto trotz hat sich die Währungsschwäche des Euro gegenüber allen anderen Leitwährungen sehr signifikant ausgeweitet.

Die japanische Notenbank verfolgt eine sehr ähnliche Politik wie die EZB, nämlich durch Ausweitung der Liquidität die Schwächung der eigenen Währung als Stütze für stärkeres Exportwachstum herbeizuführen und durch die importierte Inflation der derzeit vorherrschenden Deflation entgegenzuwirken.

### EU Übersicht:

BIP real (% p.a.)					Inflation (% p.a.)				Arbeitslosenquote (%)					
	2013	2014	2015f*	2016f*		2013	2014	2015f*	2016f*		2013	2014	2015f*	2016f*
Deutschland	0,7	0,4	1,6	1,8	Deutschland	2,1	1,6	0,2	1,4	Deutschland	6,8	6,9	6,4	6,4
Frankreich	0,7	0,2	1,1	1,4	Frankreich	1,0	0,6	0,2	1,0	Frankreich	10,3	10,3	10,3	10,1
Österreich	0,1	0,4	0,8	1,5	Österreich	2,0	1,6	1,0	1,7	Österreich	5,4	5,6	5,8	5,7
Italien	-1,7	-0,4	0,8	1,2	Italien	1,3	0,2	0,2	1,0	Italien	12,2	12,7	12,2	11,8
Spanien	-1,2	1,4	3,1	2,7	Spanien	1,5	-0,2	-0,4	0,8	Spanien	26,1	24,5	22,3	20,5
Budgetsaldo (% BIP)					Staatsverschuldung (% BIP)				Leistungsbilanzsaldo (% BIP)					
	2013	2014	2015f*	2016f*		2013	2014	2015f*	2016f*		2013	2014	2015f*	2016f*
Deutschland	0,1	0,0	0,5	0,4	Deutschland	76,9	74,2	71,9	68,9	Deutschland	7,5	7,5	8,1	7,6
Frankreich	-5,3	-4,4	-3,8	-3,5	Frankreich	92,2	95,3	97,1	98,2	Frankreich	-1,4	-1,0	-0,5	-0,6
Österreich	-1,3	-2,4	-1,9	-1,8	Österreich	81,2	86,8	86,4	84,5	Österreich	2,6	2,4	2,4	2,4
Italien	-3,8	-3,0	-2,7	-2,2	Italien	127,9	131,9	133,0	131,9	Italien	0,9	1,9	2,2	2,2
Spanien	-6,8	-5,8	-4,5	-3,4	Spanien	92,1	98,3	101,5	102,5	Spanien	1,4	0,8	1,1	1,0

Quelle: Bloomberg

## Griechenland: Chronologie der wesentlichen Ereignisse

Im 2. und 3. Quartal 2015 dominierte wieder einmal Griechenland die Märkte. Ein möglicher Austritt Griechenlands aus der Eurozone war das bestimmende Thema nachdem die Hilfszahlungen seitens der EU per 30. Juni mangels notwendiger Reformen der griechischen Regierung unter dem Schlagwort „Grexit“ endeten. Sehr bedauerlich war der Vertrauensbruch zwischen der Syriza Regierung und der EU. Es erfolgte zwar noch ein Referendum mit dem Ausgang, dass keine Ausweitung der Sparpolitik von der griechischen Bevölkerung erwünscht war, jedoch war das alles nur eine gezielte Taktik der Syriza Regierung, um ihre Verhandlungsposition gegenüber EU und dem IWF zu stärken. Schlussendlich musste die griechische Regierung unter Zug- und Zeitzwang einer politischen Kompromisslösung zustimmen, um nicht tatsächlich aus der Eurozone austreten zu müssen.

Auf 223 Milliarden Euro summieren sich die bisherigen Zahlungen aus den Rettungspaketen an Griechenland. Das Geld floss teils in Form direkter Kredite der Euro-Staaten, teils über den Rettungsschirm EFSF und teils über den Internationalen Währungsfonds (kurz IWF).

Griechenland war das erste hoch verschuldete Land, für das die europäischen Partner ein Rettungspaket schnürten. Später folgten ein zweites Rettungspaket und ein Schuldenschnitt.

Das erste Rettungspaket für Griechenland aus dem Frühjahr 2010 umfasste Zusagen über 110 Milliarden Euro. Es handelte sich um bilaterale Kredite der Euro-Staaten und des IWF. Ein Euro-Rettungsschirm fehlte damals noch. Von den gewährten Hilfen flossen allerdings nur 73 Milliarden Euro tatsächlich nach Athen. Die noch nicht ausbezahlten Kredite der Euro-Staaten wurden 2012 auf das zweite Hilfsprogramm übertragen.

### Rettungspaket I für Griechenland (2010-2013)

Geldgeber	Zusagen	Ausgezahlt	Übertrag 2.Programm
Euro-Staaten	80,0 Mrd. Euro*	52,9 Mrd. Euro	24,4 Mrd. Euro
IWF	30,0 Mrd. Euro	20,1 Mrd. Euro	9,9 Mrd. Euro
GESAMT	110,0 Mrd. Euro	73,0 Mrd. Euro	34,3 Mrd. Euro

Quelle: EU-Kommission

\* Von den ursprünglichen 80 Milliarden Euro standen letztlich nur 77,3 Milliarden Euro zur Verfügung, da sich die Slowakei von Anfang an nicht an den Zahlungen beteiligte und Portugal und Irland als Geldgeber ausschieden, da sie selbst Hilfspakete in Anspruch genommen hatten.

Das zweite Rettungspaket für Griechenland aus dem Jahr 2012 umfasste Hilfen des EFSF und des IWF in Höhe von insgesamt 163,7 Milliarden Euro - einschließlich 24,4 Milliarden Euro noch nicht ausgezahlter Kreditzusagen aus dem ersten Programm. Nach monatelangen Verhandlungen mit Griechenland gaben die Euro-Finanzminister im Dezember 2012 eine erste Tranche von 34,3 Milliarden Euro frei. Seither folgten weitere Überweisungen. Allerdings war die weitere Auszahlung ausstehender Tranchen stets

daran gebunden, dass die griechische Regierung die vereinbarten Maßnahmen umsetzte. Die Verhandlungen über die Auszahlung der letzten noch fehlenden Tranche wurden im Dezember 2014 ausgesetzt. Ursprünglich sollten die letzten noch ausstehenden 1,8 Milliarden Euro an EFSF-Geldern Ende 2014 nach Athen fließen. Wegen der ausstehenden Einigung bei der letzten Tranche stimmten die Euro-Staaten aber zu, die Frist bis Ende Februar 2015 zu verlängern. Eine weitere Verlängerung von bis zu vier Monaten wurde im Februar 2015 zwischen der Eurogruppe und der neuen griechischen Regierung ausgehandelt. Allerdings wurde auch in den folgenden Monaten keine Einigung über eine Reformliste erzielt, deren Umsetzung den Weg zur Auszahlung der letzten Tranche des Rettungspakets ebnen sollte. Am 30. Juni 2015 endete das Programm.

### **Überbrückungskredit vor dem dritten Rettungspaket.**

Im Juli 2015 einigten sich die Euro-Staaten mit Griechenland auf Bedingungen für die Aufnahme von Verhandlungen über ein drittes Hilfsprogramm, das über den dauerhaften Euro-Rettungsschirm ESM laufen soll. Damit die Regierung in Athen während der Verhandlungen und bis zum geplanten Inkrafttreten des Programms seine Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem IWF und der EZB erfüllen konnte, wurde dem Land ein Überbrückungskredit gewährt. Die Regierung in Athen erhielt im Juli 2015 insgesamt 7,16 Milliarden Euro aus einem alten, seit Jahren nicht mehr genutzten EU-Rettungsschirm, dem EFSM. Dieses Geld muss nach spätestens drei Monaten zurückgezahlt werden - und zwar soll dies mit Hilfe der Mittel aus dem dritten Rettungsprogramm geschehen, sobald dieses in Kraft ist.

Der EFSM wird aus dem EU-Haushalt finanziert und damit von allen 28 EU-Staaten getragen. Um die EU-Staaten, die nicht der Eurozone angehören, vor finanziellen Risiken durch einen möglichen Zahlungsausfall zu schützen, wurden neuen Regeln für den EFSM eingeführt. Falls Griechenland den Überbrückungskredit nicht zurückzahlen würde, müssten die anderen Euro-Staaten den Verlust auffangen.



## Emerging Markets leiden unter Verlangsamung des Wachstums

Insgesamt leiden die Emerging Markets (Schwellenländer) unter einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Das rapide Kreditwachstum - speziell in China - ist als besorgniserregend zu werten. Die Verschuldung des chinesischen Staates, der Unternehmen und der Privathaushalte hat sich in den letzten Jahren vervielfacht. Sehr deutlich wird diese Tendenz, wenn man diese Entwicklung seit 2007 genauer betrachtet. Im Jahr 2007 betrug die Verschuldung insgesamt 121% vom BIP. Davon entfielen 23% auf Staatsschulden, 7% auf Unternehmen ex Finanz, 83% auf den Finanzsektor und die restlichen 8% auf private Haushalte. Ende 2014 ergab sich folgende Verteilung: Die Gesamtverschuldung von China betrug 282% vom BIP, davon entfielen 55% auf Staatsschulden, 65% auf Unternehmen ex Finanz, 125% auf den Finanzsektor und 38% auf private Haushalte. Solange die Schulden schneller wachsen als die Wirtschaftsleistung, bleiben die Wachstumsaussichten moderat. Die Qualität der Investitionstätigkeit wird ebenso in Frage gestellt wie auch die Effizienz. Sogar gemessen an anderen Schwellenländern, die eine Investitionsquote von 30% des BIPs ausweisen, ist die chinesische Quote von 50% - gemessen am BIP - überdurchschnittlich hoch.

Um die gesamtwirtschaftliche Verlangsamung in China näher zu beleuchten, wird das Wachstum nach den Beiträgen des Arbeitseinsatzes und der Arbeitsproduktivität aufgeschlüsselt. Es zeigt sich, dass der Arbeitseinsatz, gemessen an der Zahl der Beschäftigten in der Gesamtwirtschaft, wegen seiner schwachen Aufwärtstendenz seit jeher nur wenig zur Zunahme der Wirtschaftsleistung beigesteuert hat. Der Hauptbeitrag ist dem Wachstum der Arbeitsproduktivität zuzuschreiben, wobei diese in den letzten Jahren spürbar nachgelassen hat.

Zum Teil scheint der schwächere Anstieg der Arbeitsproduktivität einem nachlassenden Strukturwandel geschuldet zu sein. Ein wichtiger Antriebsfaktor des gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstums in China ist die Migration von Arbeitskräften aus dem ländlichen Agrarsektor in die Städte. Dort gehen sie einer Tätigkeit im Industrie- oder Dienstleistungsbereich nach, in denen die Produktivität deutlich höher ist. Dieser Prozess scheint sich in der jüngeren Zeit verlangsamt zu haben. So ist nach offizieller Schätzung die Zahl der Wanderarbeiter im Durchschnitt der letzten vier Jahre nur um 2% gestiegen, verglichen mit einem Zuwachs von 4% im Zeitraum 2004 bis 2010. Ein Grund für diese Entwicklung dürfte sein, dass die ländliche Arbeitskräftereserve mittlerweile weitgehend absorbiert ist.

Ein wesentlicher Grund für das nachlassende Produktivitätswachstum, speziell in der chinesischen Industrie, könnte mit ausländischen Direktinvestitionen in Verbindung stehen. Direktinvestitionen sind für die Aufholprozesse in Schwellenländern hauptsächlich deshalb von Bedeutung, da sie mit einem Transfer von ausländischer Technologie und Know-how einhergehen. Der Zustrom an ausländischen Direktinvestitionen in das verarbeitende Gewerbe in China hat zuletzt deutlich nachgelassen. Entsprechend dürften die damit verbundenen Produktivitätsgewinne niedriger ausgefallen sein. Als wesentlicher Grund für das geringere Auslandsengagement wird weithin gesehen, dass die Lohnkosten in China in den vergangenen Jahren aufgrund der erwähnten strukturellen Ver-

engung am Arbeitsmarkt massiv zugenommen haben. Dadurch hat China als Produktionsstandort im Vergleich zu anderen Schwellenländern, aber auch manchen fortgeschrittenen Volkswirtschaften an Attraktivität eingebüßt.

Neben China haben auch Länder wie Brasilien und Russland, bedingt durch den starken Preisrückgang bei den Rohstoffen, mit negativen Konsequenzen nicht nur für die Staatshaushalte, sondern auch für die Unternehmen zu kämpfen. Sehr viele Unternehmen aus dem Rohstoff und Energiesektor müssen einen Großteil der laufenden Erträge für die Bedienung der Schulden aufwenden und somit stocken die Investitionen, was wiederum negative Konsequenzen für die Exportquote in die Schwellenländer hat. Zum Beispiel erwirtschaftet Deutschland ca. 11% des BIPs mit Exporten in die Schwellenländer (primär China).

Die sehr starke Korrektur der lokalen chinesischen Börse im 2. Halbjahr 2015 beschleunigte die globale Risikoaversion. Länder wie Russland und Brasilien, die sehr starke Einbußen bezüglich der Erlöse aus dem Rohstoffsektor zu verzeichnen haben, sind noch zusätzlich mit vielen politischen Problemen konfrontiert. Russland kämpft mit den politischen Folgen der Ukrainekrise und Brasilien mit einer Vertrauenskrise bezogen auf Staatspräsidentin Dilma Rousseff und den möglichen Folgen eines Korruptionsskandals.

Neben der Schwäche der preislichen Wettbewerbsfähigkeit dürften verschiedene strukturelle Faktoren das Wachstum in den Rohstoffexportländern zurückhalten. Zum Teil bestehen diese Probleme schon seit längerem und sind durch den Rohstoffboom lediglich überdeckt worden. Dazu gehören etwa im Falle Brasiliens und anderer lateinamerikanischer Staaten Defizite in der Infrastruktur sowie eine hohe Steuer- und Abgabenbelastung.

In Südafrika und anderen Volkswirtschaften des afrikanischen Kontinents sind ein niedriges Qualifikationsniveau der Arbeitnehmer sowie ein Mangel an innerer Sicherheit wesentliche Hindernisse für ein kräftigeres Wachstum.

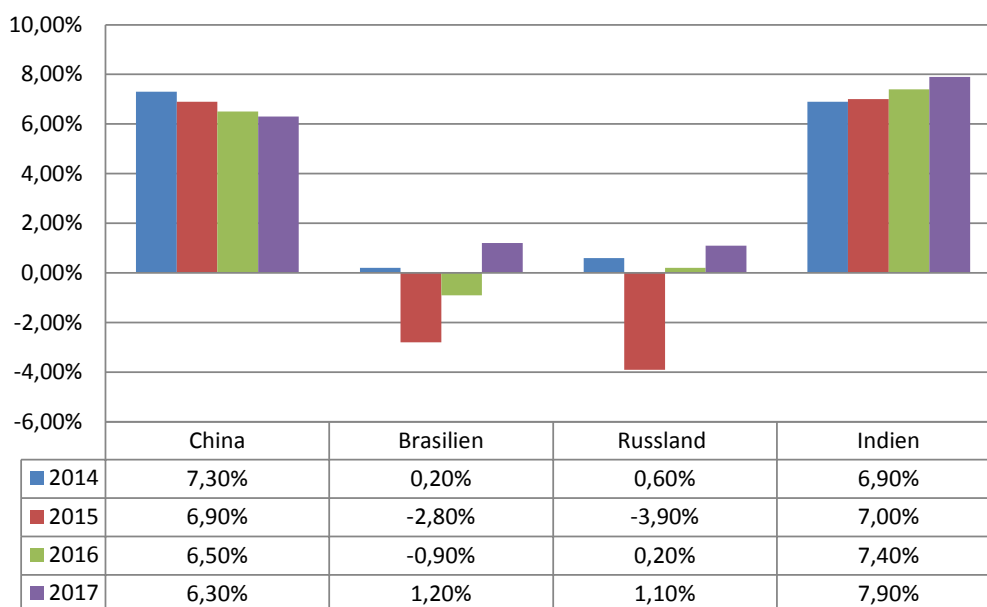
In Russland sowie verschiedenen zentralasiatischen Energieexportländern scheinen eine hohe politische Unsicherheit und weit verbreitete Korruption das Vertrauen privater Investoren zu untergraben. Hinzu kommen noch die Probleme für Länder mit hoher Fremdwährungsverschuldung. Diese werden durch die Abschlüge der lokalen Währungen der Schwellenländer noch verschärft.

## Emerging Markets Währungen vs. Euro

	Aktuell*	-1W	-1M	-1J	YTD
PLN - Polnischer Zloty	4,243	1,0%	0,1%	-0,4%	1,1%
HUF - Ungarischer Forint	313,62	-0,6%	-0,5%	-1,5%	0,9%
RUB - Russischer Rubel	69,361	3,8%	6,8%	-21,7%	6,0%
TRY - Türkische Lira	3,112	3,2%	7,9%	-10,4%	-9,2%
BRL - Brasilianischer Real	4,215	1,9%	4,6%	-26,0%	-23,7%
ZAR - Südafr. Rand	15,201	-0,6%	1,4%	-9,1%	-7,9%
KRW - Koreanischer Won	1248,4	0,2%	5,7%	7,3%	6,2%
SGD - Singapur Dollar	1,536	0,5%	4,6%	4,9%	4,4%

Quelle: Bloomberg

## Wachstumsprognosen Schwellenländer Märkte (BIP real % p.a.)

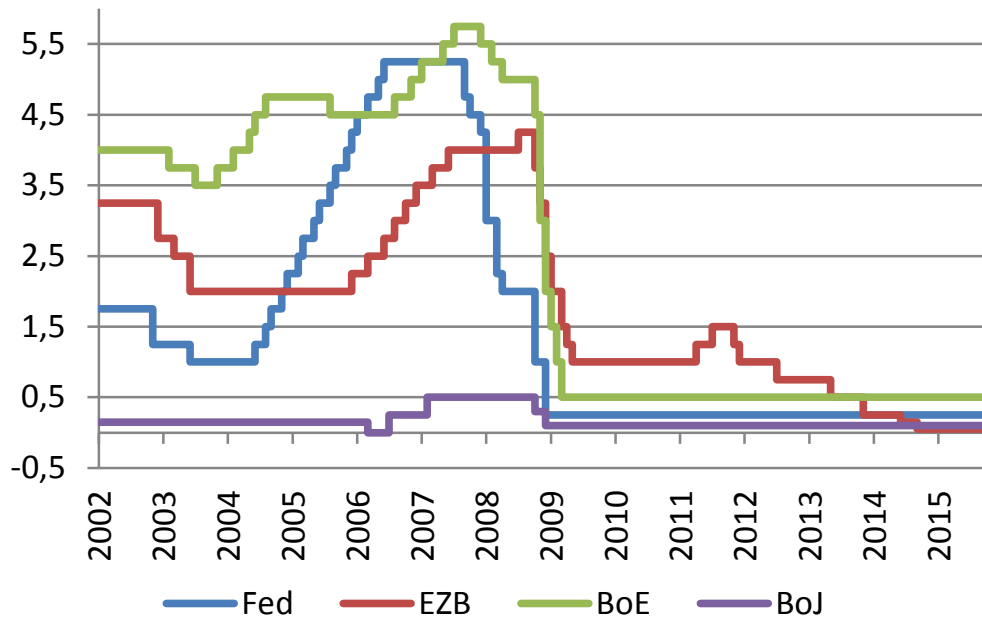


Quelle: Bloomberg

## Ende der lockeren Geldpolitik in den USA und Großbritannien

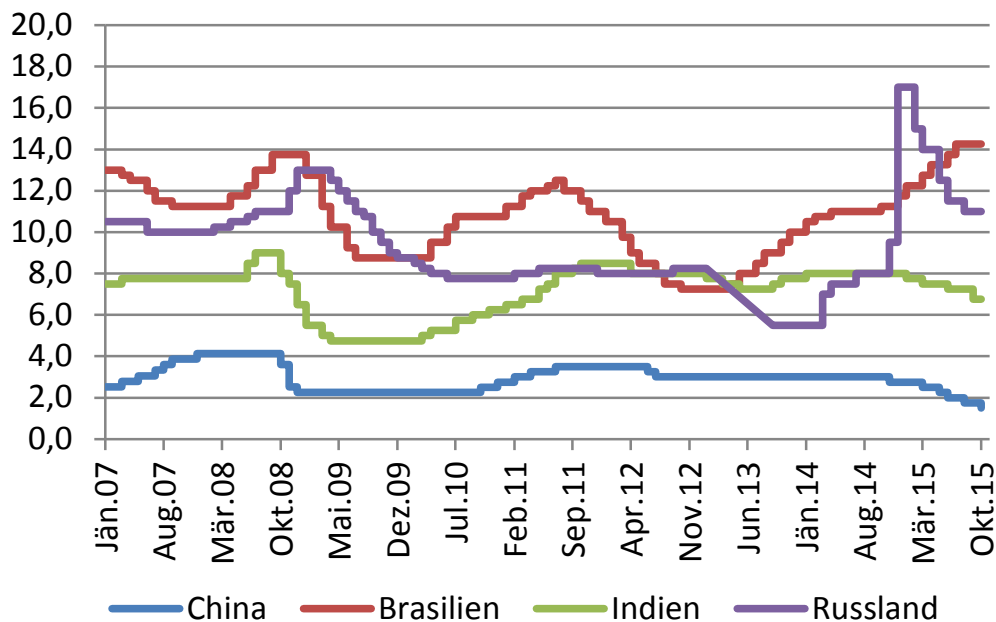
Weltweit stehen die Zeichen bei den wichtigsten Zentralbanken weiter in Richtung Beibehaltung der geldpolitischen Lockerung, wobei sich die Notenbanken in unterschiedlichen Zyklen befinden. Während die FED und die Bank of England vorsichtig beginnen die Liquidität zu straffen, haben die EZB und die Bank of Japan jüngst weitere Liquiditätsausweitungen bekannt gegeben.

**Notenbank Leitzinsen im langfristigen Vergleich (in %)**



Quelle: Bloomberg

**Notenbank Leitzinsen (Emerging Markets) im langfristigen Vergleich (in %)**



Quelle: Bloomberg

Die Notenbanken der Schwellenländer hatten sehr divergierende Herausforderungen zu meistern. Russland hat nach den signifikanten Zinsanhebungen im Zuge der Ukraine Krise und den verhängten Sanktionen die Zinspolitik ändern müssen. Kapitalflucht, mangelnde Investitionen und Ölpreisverfall hatten sehr negative Effekte und führten Russland in eine Rezession.

China hat ebenso die Zinsen mehrfach auf aktuell unter 2% gesenkt, da immer offensichtlicher wird, dass die offiziell verlautbarten Wirtschaftsdaten mit großer Skepsis betrachtet werden müssen.

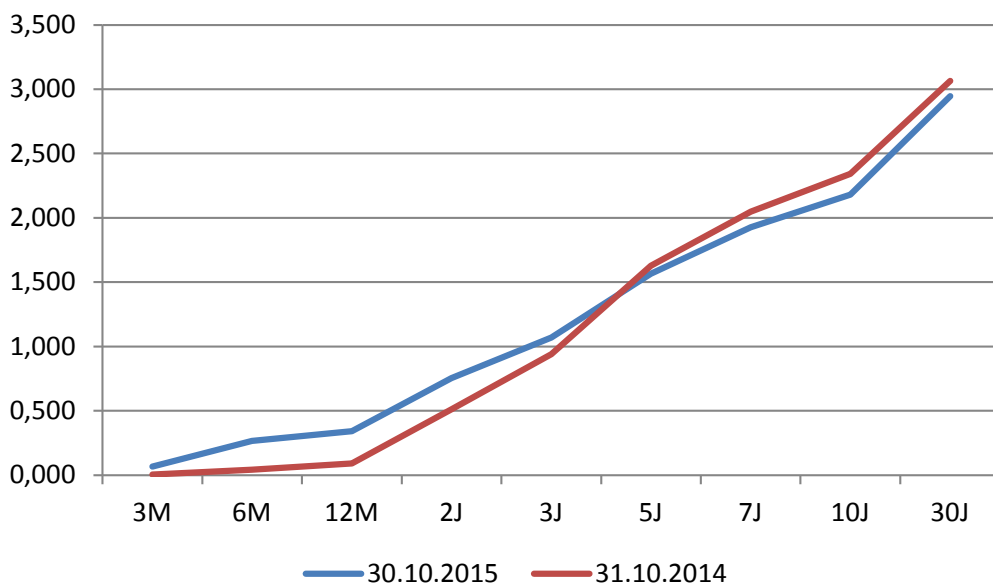
Brasilien kämpft aufgrund der Rohstoffpreisschwäche ebenso mit den negativen Folgen einer Rezession. Um die Währung vom weiteren Verfall abzuhalten und die importierte Inflation einzudämmen wurden die Geldmarktzinsen auf aktuell 14% angehoben.

Indien hat wegen der in Asien vorherrschenden (China induzierten) Abwertungsspirale ebenfalls damit begonnen, die Zinsen zu senken.

Der außergewöhnliche Einfluss der Zentralbanken auf die weltweiten Finanzmärkte zeigte sich am deutlichsten an den Anleihemärkten, denn die Zinsstrukturkurven reagieren besonders sensibel auf Änderungen der Erwartungshaltungen der Geldpolitik.

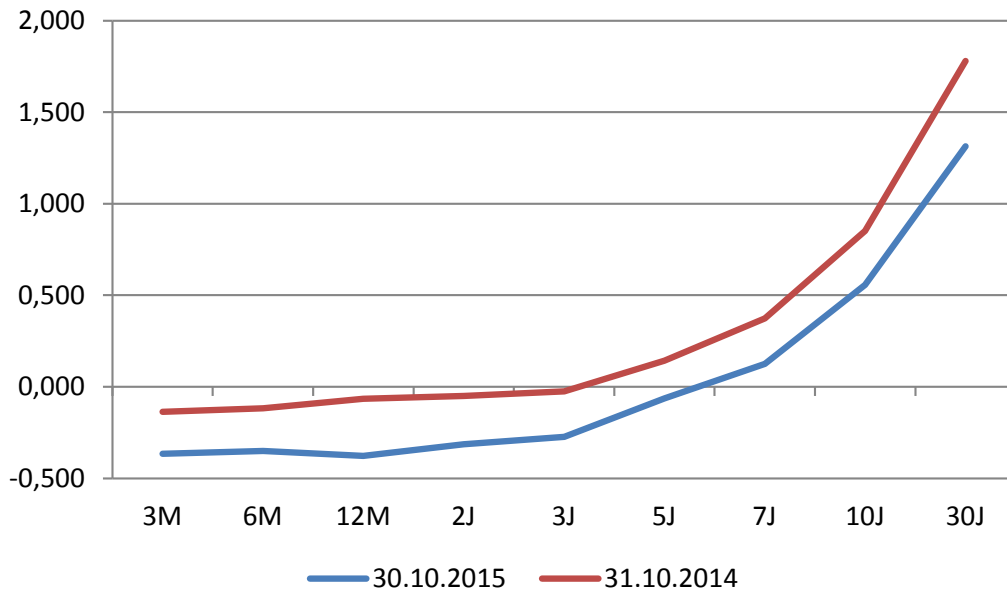
Während das kurze Ende durch die niedrigen Leitzinssätze weitgehend verankert ist, reagieren die mittelfristigen Renditen auf den kommunizierten Ausblick seitens der Notenbanken.

### US Zinskurve im Verlauf des Geschäftsjahres



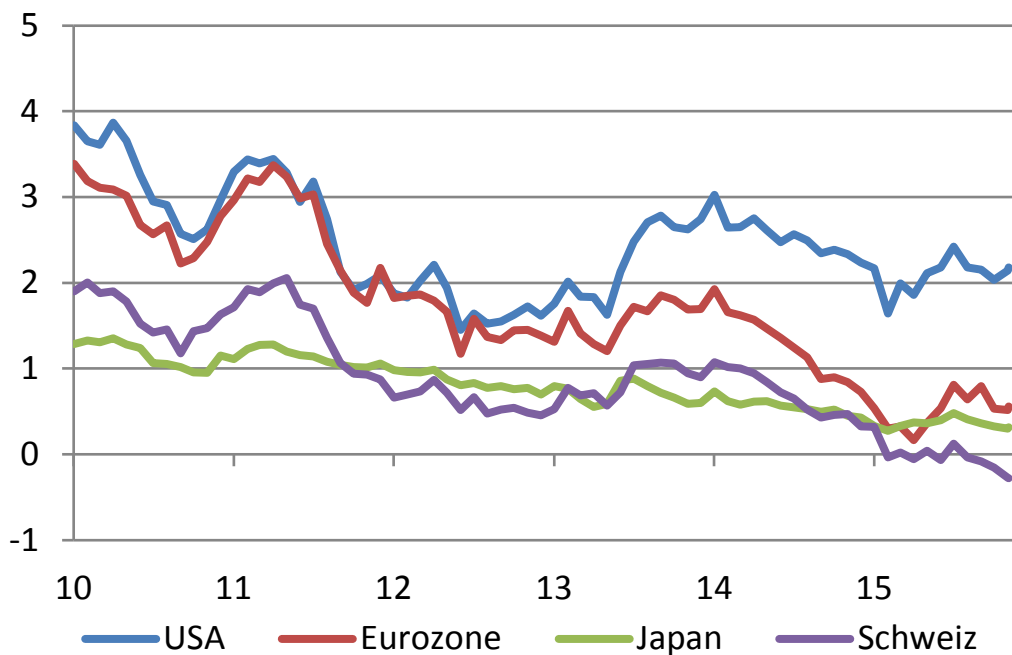
Quelle: Bloomberg

### EURO Zinskurve im Verlauf des Geschäftsjahres



Quelle: Bloomberg

### Renditen von Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Bloomberg

Deutsche Bundesanleihen wurden auf Renditeniveaus von unter 0,10% gekauft, handelten jedoch mit Geschäftsjahresende bei 0,54% bei 10-jährigen Laufzeiten. Bei 5-jährigen Laufzeiten liegen die Staatsanleihenrenditen im negativen Bereich. Die Volatilität bei Staatsanleihen war nach Ausbruch der Griechenlandkrise stark ansteigend.

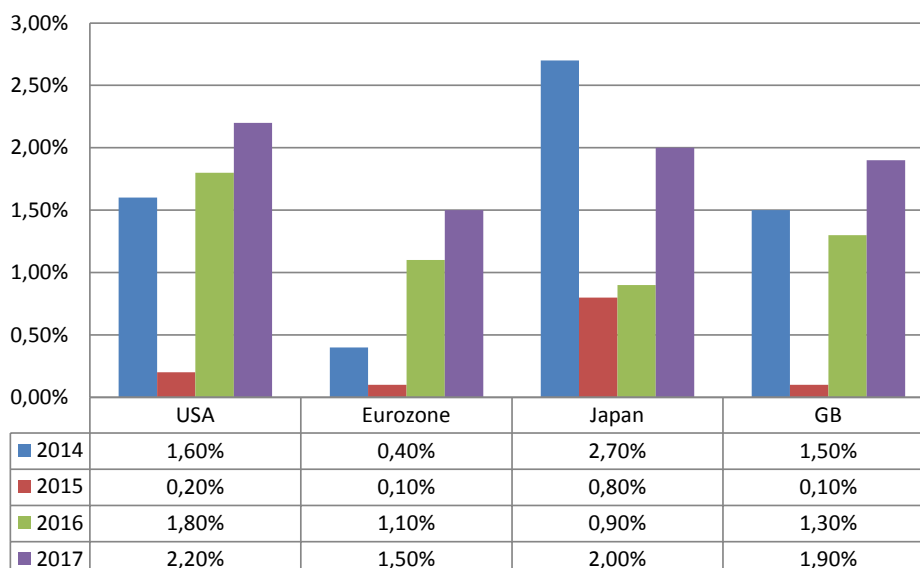
## Europäische Zentralbank (EZB)

Von der massiven Ausweitung der Zentralbankliquidität geht noch keine langfristige „Inflationsgefahr“ aus, da ein Großteil der zusätzlich geschaffenen Zentralbankliquidität nicht in der Realwirtschaft ankommt. Dies ergibt sich einerseits daraus, dass die Kreditnachfrage aufgrund der Wirtschaftslage derzeit gedämpft ausfällt, andererseits haben die Geschäftsbanken ihre Kreditvergabe aufgrund des unsicheren Wirtschaftsausblicks und verschärfter Regulierungen (Basel 3) weiter eingeschränkt.

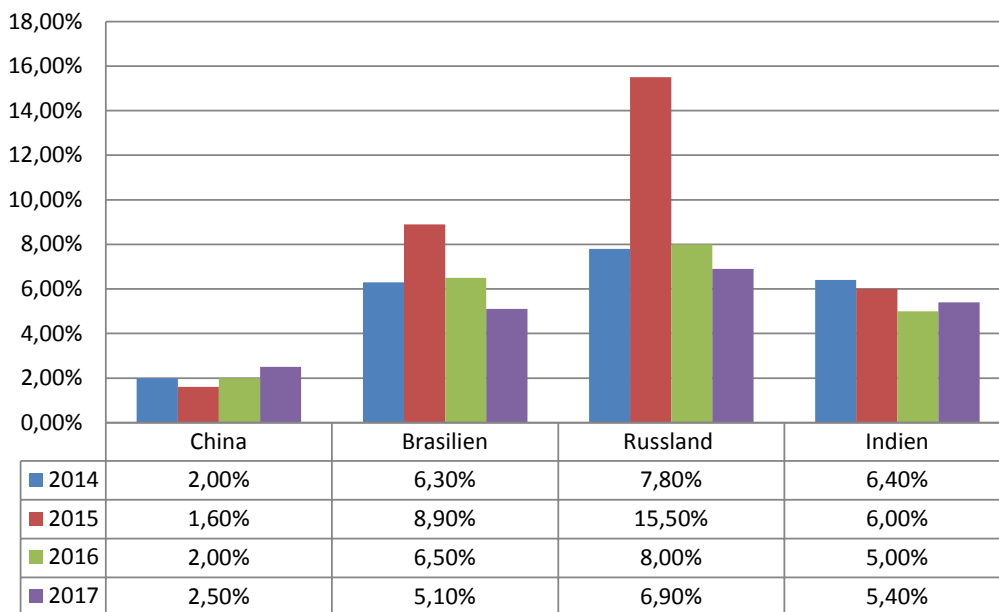
Die EZB hat bereits angekündigt, dass sie weitere Schritte gegen die angespannte Lage durchführen wird, um das Kreditwachstum anzukurbeln. Es bleibt jedoch abzuwarten wie effizient diese Hilfestellung für die Realwirtschaft tatsächlich wirken wird. Der schwächere EURO hat einen positiven Effekt auf die Wettbewerbsfähigkeit im Export. Speziell Spanien (begünstigt durch Basiseffekte) kann auf eine deutliche Verbesserung seiner Wirtschaftsdaten verweisen.

Die Inflation innerhalb der Eurozone bleibt nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau und liegt derzeit deutlich unterhalb der Zielmarke der EZB von 2%. Die Arbeitslosigkeit in der Eurozone bleibt mit 11,6% nach wie vor auf sehr hohem Niveau. Diese Daten würden an sich reichen um eine weitere Lockerung der Geldpolitik in Aussicht zu stellen, jedoch sind die Optionen der Notenbank eher beschränkt, da der Leitzins bereits bei sehr niedrigen 0,05% liegt. Deflation bleibt das primäre Risiko in der Eurozone, zumal der Rückgang der Rohstoffpreise diese Tendenz noch weiterhin verstärken könnte.

### Inflationserwartung entwickelte Märkte (% p.a.)



## Inflationserwartung Schwellenländer (% p.a.)



## Amerikanische Zentralbank - Federal Reserve Bank (FED)

Eine Anhebung der Zinsen durch die Fed würde das Ende einer über Jahre hinweg andauernden lockeren Geldpolitik der US-Notenbank bedeuten. Die Federal Reserve hatte die Zinsen Ende 2008 auf das Rekordtief von null bis 0,25 Prozent gesenkt, um die von der Finanzkrise betroffene Wirtschaft wieder in Fahrt zu bringen.

Die Mitglieder des Offenmarktausschusses der US-Notenbank Federal Reserve machen sich weiter große Sorgen um die anhaltend niedrige Inflation in den Vereinigten Staaten. Das war der Grund, warum sie sich bei ihrer Sitzung am 16. und 17. September überraschenderweise gegen eine Erhöhung der Leitzinsen entschieden, wie aus dem veröffentlichten Protokoll der Zusammenkunft hervorgeht.

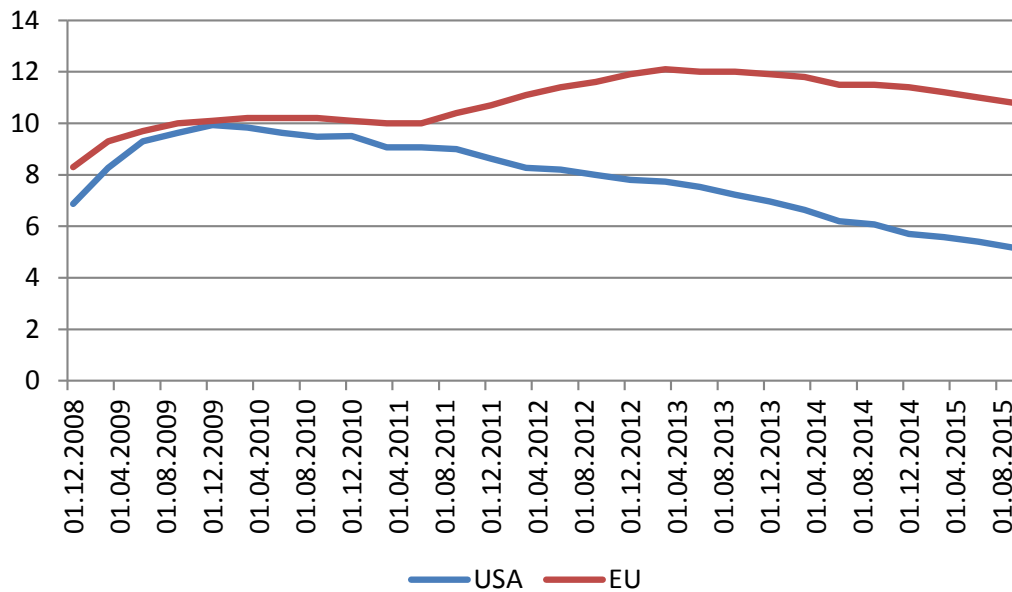
Die Fed verfolgt zwei Ziele: einen robusten Arbeitsmarkt und eine stabile Inflation. Bei der Teuerung werden 2 Prozent angepeilt. In der jüngsten Sitzung, bei der eigentlich mit der ersten Zinserhöhung seit fast einer Dekade gerechnet worden war, stellten die Fed-Vertreter fest, sie seien ihrem Ziel der "Vollbeschäftigung" nahe gekommen, sie waren aber bezüglich der Inflation noch nicht überzeugt. Das Protokoll signalisiert, dass eine Erhöhung der Zinsen nun davon abhängen wird, ob die Notenbanker zuversichtlicher werden, dass die Inflation nicht weiterhin ihr Ziel verfehlt.

Viele Mitglieder sagten, dass die Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt die Kriterien der Fed für eine Normalisierung der Geldpolitik erfüllt hat, oder bald erfüllen wird, so das Protokoll. Einige signalisierten aber, dass ihre Zuversicht sich nicht erhöht habe, dass die Inflation nach und nach auf 2 Prozent steigen wird. Die Fed geht in ihren Prognosen davon aus, dass die Teuerung ihr Ziel von 2 Prozent selbst bis Ende 2018 nicht erreicht.



Seit Monaten signalisieren die Fed-Mitglieder nun, dass sie vor Jahresende die Zinsen erhöhen wollen. Anfang des Jahres dachten noch viele, dass es im Juni so weit sein könnte, aber die wirtschaftliche Verlangsamung im ersten Quartal machte der Fed einen Strich durch die Rechnung. Dann stand eine Zinsanhebung im September im Fokus, damit wurde es auch nichts. Nun steht der Dezember 2015 im Fokus der Erwartungen.

### Vergleich Entwicklung Arbeitslosenrate USA / EU (in %)



Quelle: Bloomberg

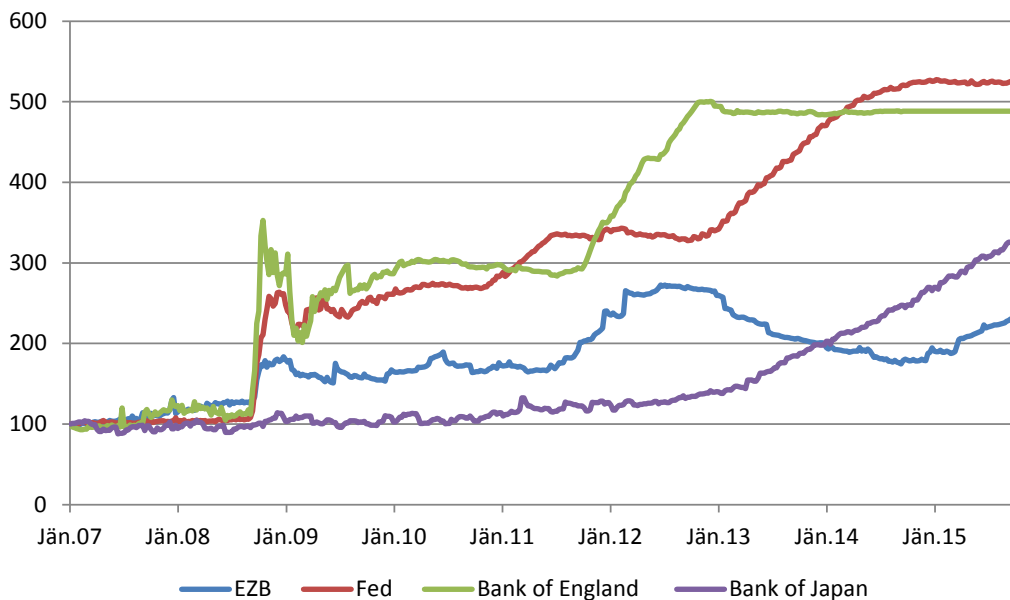
## Bank of Japan

Die expansive Notenbankpolitik unter Kuroda erzielte einen Zufluss für den japanischen Kapitalmarkt größtenteils durch den Ankauf von Staatsanleihen, börsengehandelter Indexfonds und Immobilienfonds. Dadurch soll eine Abwertung des Yen weiter fortgesetzt werden können und Inflation (künstlich) erzeugt werden. Japan, eine nach wie vor sehr auf Exporten beruhende Wirtschaft, muss die Wettbewerbsfähigkeit primär über eine schwache Währung stützen und sich gegen eine Ausweitung der Deflation stemmen.

## Bank of England

Nach der sehr positiven Wirtschaftsentwicklung im ersten Halbjahr 2015 scheint die englische Wirtschaft nach wie vor auf einem robusten Pfad, wenngleich man festhalten muss, dass die Inflation derzeit unter 0% liegt. Die Bank of England geht nach wie vor davon aus, dass der inflationäre Druck gering bleiben wird, jedoch befinden sich die Lohnsteigerungen seit einem Jahr konstant über der Inflation. Laut eigenen Schätzungen sollte die Inflation weiter weit unter der Zielmarke von 2% verbleiben. Derzeit wird eine Zinsanhebung immer mehr in Frage gestellt, da ähnlich wie in den USA abzuwarten ist, ob die globale Konjunkturschwäche weiter anhalten wird.

### Expansive Politik der Notenbanken im Vergleich



Ausweitung der Zentralbankbilanzen (in Prozent)

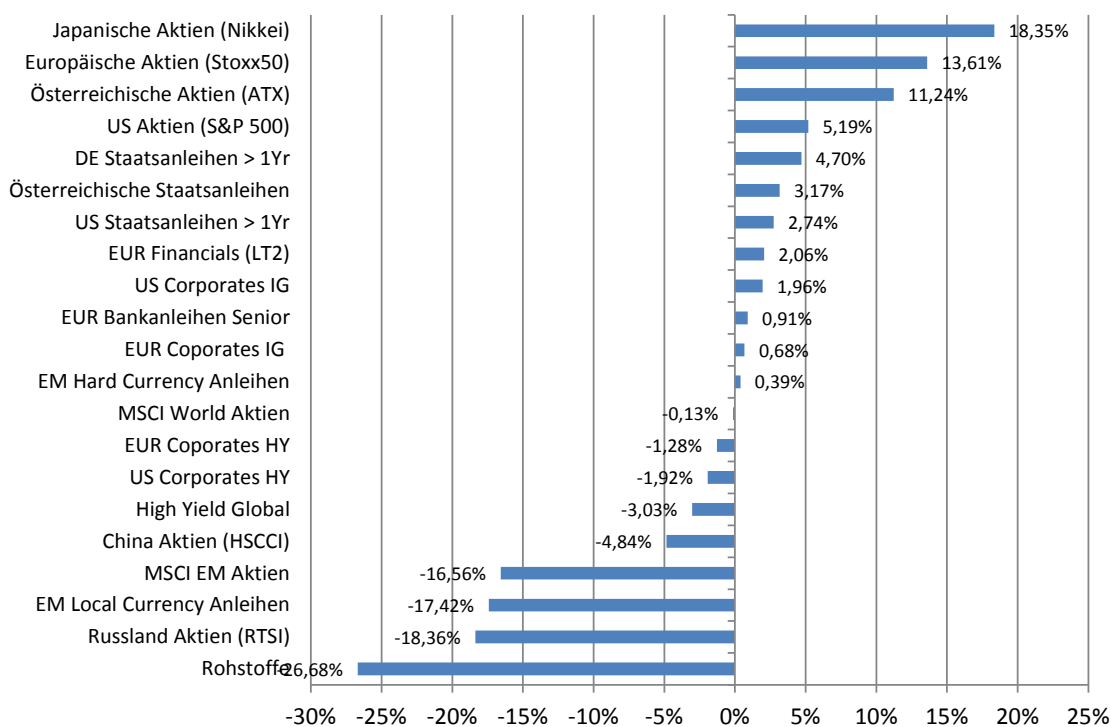
Quelle: Bloomberg

## 8. Entwicklung der Kapitalmärkte

Die Geldpolitik wurde im Laufe des Geschäftsjahres 2014/15 in den entwickelten Ländern nicht verändert. Die Beibehaltung der expansiven Notenbankpolitik führte wiederholt zu positiven Ergebnissen bei risikoreicheren Anlageklassen, wenngleich die Wertschwankungen deutlich zugenommen haben.

Unternehmensanleihen mit guter Bonität blieben hinter den Ergebnissen der Vorjahre, weil einerseits die Risikoaufschläge im Energiesektor negative Auswirkungen hatten und die politischen Krisen (Russland, Griechenland) ebenso das Marktumfeld für alle Anleihen negativ beeinflussten.

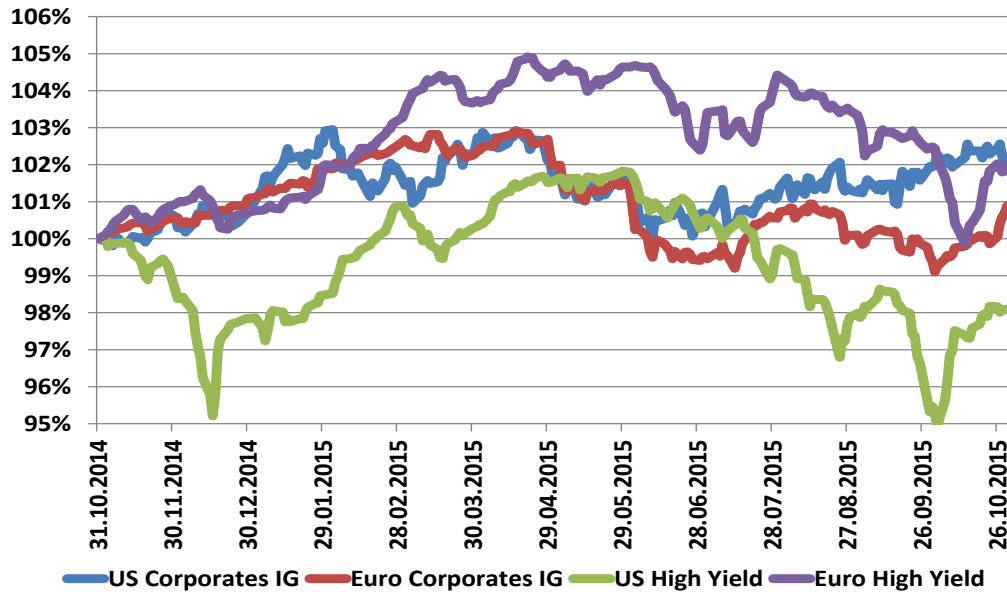
### Entwicklung der Assetklassen in Lokalwährung im Geschäftsjahr



Quelle: Bloomberg

Die Staatsanleihen profitierten von den Zukäufen seitens der EZB. Enttäuschende Wirtschaftsdaten und die Duration waren auf Grund der Zweifel bezüglich einer raschen Erholung in Europa zumindest in der ersten Jahreshälfte sehr positive Werttreiber. Mit der Verschärfung der Griechenlandkrise endete das positive Umfeld für europäische und globale Anleihen abrupt. Staatsanleihen und Unternehmensanleihen (aller Bonitätsstufen) wurden negativ betroffen. Hinzu kamen noch die Wachstumssorgen bezüglich Weltwirtschaft und China sowie der anhaltende Ölpreisverfall. Insgesamt haben sowohl Staatsanleihen als auch Unternehmensanleihen überdurchschnittlich hohe Wertschwankungen verzeichnen müssen.

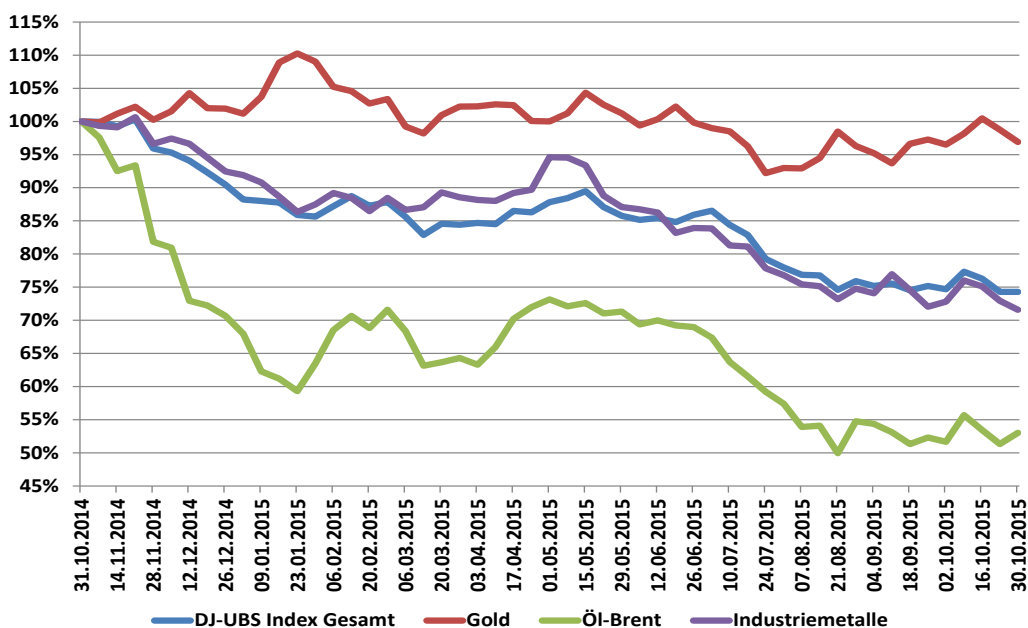
### Entwicklung Unternehmensanleihen im Vergleich (Performance in Lokalwährung, in %)



Quelle: Bloomberg

Die sehr volatile Performance der Unternehmensanleihen ist auf den Umstand der sich verschlechternden Daten bezuglich der globalen Wirtschaftsentwicklung zuruckzufuhren, welcher auf die Investoren angesichts der sehr niedrigen Risikoaufschläge (Spreads) noch zusätzlich als Verkaufsargument wirkte. Die Probleme im Energie- und Rohstoffsektor verstärkten diese negative Tendenz. Aus diesen Grunden stieg die Volatilität in allen Anleihesektoren, aber insbesondere bei US Hochzinsanleihen. Dies wurde vor allem durch die Energietitel (Shale Gas) verursacht, da wegen der sehr niedrigen Roholpreise mit vermehrten Ausfällen zu rechnen sein wird.

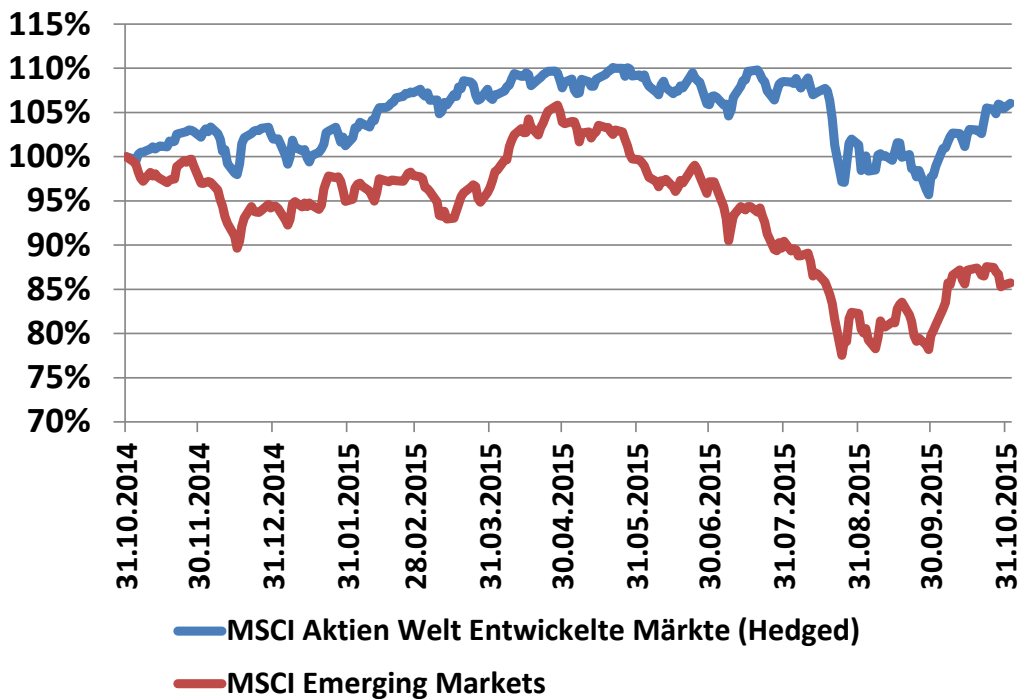
### Rohstoffmärkte im Vergleich (in USD, in %)



Quelle: Bloomberg

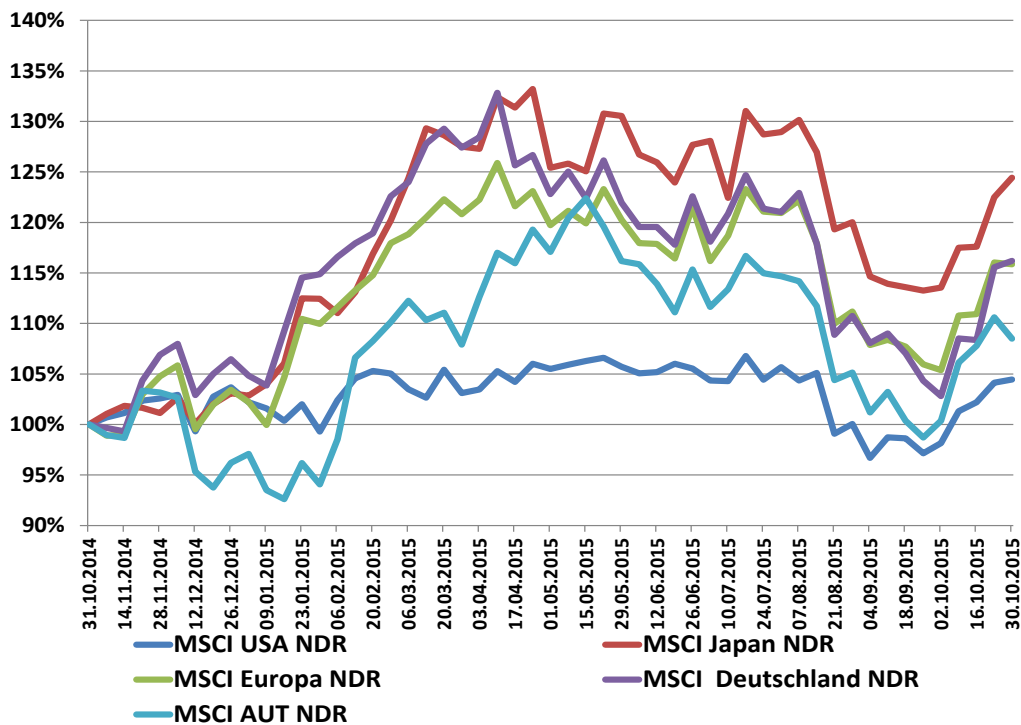
Entwickelte Märkte konnten die Wertentwicklung der Schwellenländer wiederholt übertreffen (seit 5 Jahren). Die gesamtwirtschaftliche Situation in wichtigen Märkten wie Brasilien und China bleibt angespannt. Die chinesische Konjunktur leidet unter den Maßnahmen der Zentralregierung, die Wachstumsraten auf einen moderaten Pfad zu stellen. Da die Kreditvergabe und die Immobilienpreise weiterhin von der Regierung als kritisch eingestuft werden, wird hier auch künftig eine rückläufige Tendenz zu beobachten sein. Chinas Wachstumssorgen, gekoppelt mit sinkenden Rohstoffpreisen, waren die Basis für die signifikante Outperformance (20% im Geschäftsjahr) der Aktienmärkte der entwickelten Länder vs. Schwellenländermärkte. Man muss jedoch festhalten, dass die sehr signifikanten Korrekturen in den Schwellenländern zu niedrigen Bewertungen führen. Punktuell kann man auch auf Übertreibungen der Marktreaktion verweisen, jedoch hat sich die Disparität der Aussichten zwischen den einzelnen Ländern wesentlich erhöht. So haben beispielsweise Rohstoffexporteure wie Brasilien, Russland und Südafrika mit ganz anderen strukturellen Herausforderungen zu kämpfen als asiatische Rohstoffimporteure.

#### Aktienmärkte im Vergleich (Performance in EUR , in %)



Quelle: Bloomberg

## Entwicklung der Aktienmärkte im Vergleich (Performance in Lokalwährung, in %)



Quelle: Bloomberg (NDR = Net of Dividends Re-invested)

In den USA zeigt sich ein zwiespältiges Bild. Der US Immobilienmarkt verzeichnet weiterhin Zugewinne der Preisniveaus, der Dienstleistungssektor entwickelt sich nach wie vor robust und Einzelhandelsumsätze sind hoch. Andererseits ist die Lage im verarbeitenden Gewerbe eher schwach. Die Auftragslage für den Exportsektor ist durch die USD Stärke rückläufig.

Japan konnte, ähnlich wie im Vorjahr, von der expansiven Fiskalpolitik und Notenbankpolitik profitieren. Ähnlich wie bei den globalen Aktienmärkten war in den Sommermonaten ein signifikanter Anstieg der Wertschwankungsbreite festzustellen.

Die Volatilität (Wertschwankungsbreite) bei US Aktien bleibt mit aktuell 15% unter dem langfristigen Durchschnitt. Jedoch war speziell im September ein signifikanter Anstieg der Volatilität auf über 40% zu verzeichnen. Der Grund war die nicht erfolgte Zinsanhebung seitens der Fed und die anhaltenden Konjunktursorgen in den Schwellenländern (China, Brasilien, Russland), die auch als Begründung für die nicht erfolgte Zinsanhebung seitens der US Notenbank dienen. Die Quartalsergebnisse der Unternehmen waren in den USA und Europa durchwegs positiv. Einzige negative Ausnahme war der Energiesektor.

## Währungsentwicklung vs. Euro im Geschäftsjahr 2014/2015

	Aktuell*	-1W	-1M	-1J	YTD
<b>USD - US Dollar</b>	1,097	0,7%	2,2%	13,7%	10,2%
<b>JPY - Japanischer Yen</b>	132,62	0,4%	1,4%	7,3%	9,2%
<b>GBP - Britisches Pfund</b>	0,712	1,5%	3,7%	9,8%	9,1%
<b>CHF - Schweizer Franken</b>	1,086	0,3%	0,4%	11,0%	10,8%
<b>AUD - Australischer Dollar</b>	1,528	0,5%	4,4%	-5,9%	-3,2%
<b>CAD - Kanadischer Dollar</b>	1,439	1,9%	2,6%	-1,4%	-2,3%
<b>SEK - Schwedische Krone</b>	9,384	0,1%	-0,1%	-1,2%	0,6%
<b>NOK - Norwegische Krone</b>	9,342	0,0%	0,5%	-9,2%	-3,5%

Quelle: Bloomberg

Bei den globalen Währungen zeigten sich im vergangenen Geschäftsjahr zwei wesentliche Tendenzen. Der Euro verliert gegenüber den anderen Leitwährungen. Diese Entwicklung ist primär getragen durch die antizipierte länger anhaltende Niedrigzinspolitik seitens der EZB und der bereits sehr ausgeprägten Zinsdifferenziale (Transatlantik Spread) zwischen US und Euro Raum. Ähnlich verhält es sich mit dem britischen Pfund, wo ebenfalls aufgrund der robusteren konjunkturellen Entwicklung mit Zinsanhebungen gerechnet wird.

Der japanische Yen verliert gegenüber allen Leitwährungen (Ausnahme Euro) auf Grund der Lockerungsmaßnahmen seitens der Notenbank. Die notwendigen politischen Reformen erfolgen zögerlicher als vom Markt antizipiert.

---

### ***Impressum/Disclaimer***

Gegenständliche Unterlage wurde von der Land Niederösterreich Finanz- und Beteiligungsmanagement GmbH (fibeg) ausschließlich für Informationszwecke an den Beirat und Aufsichtsrat sowie den NÖ Landtag erstellt und zielt nicht darauf ab, Empfehlungen zum Erwerb, Halten oder Verkauf bestimmter Finanzinstrumente zu geben. Bei allfälligen Angaben über zukünftige Wertentwicklungen ist zu beachten, dass jede Prognose auf Schätzungen und bestimmten Annahmen beruht und die tatsächliche Entwicklung in der Zukunft offen ist. Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

---

### ***Medieninhaber/Herausgeber/Redaktion***

Land Niederösterreich Finanz- und Beteiligungsmanagement GmbH

Landhausplatz 1, A-3109 St. Pölten

Zweigniederlassung Wien, Wipplingerstraße 1, A-1010 Wien

E-mail: [office@fibeg.at](mailto:office@fibeg.at)

Internetadresse: [www.fibeg.at](http://www.fibeg.at)

Firmensitz: in politischer Gemeinde St. Pölten

Firmenbuchgericht: Landesgericht St. Pölten

Firmenbuchnummer: FN 216099 v

Geschäftsanschrift: Landhausplatz 1, A-3109 St. Pölten

Rechtsform: Gesellschaft mit beschränkter Haftung

UID-Nummer: ATU55890307