

BERICHT ÜBER DIE VERANLAGUNG  
DER **NOE FONDS** IM GESCHÄFTSJAHR 2013/2014

1. November 2013 bis 31. Oktober 2014

**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>13</b>
<b>6. PRÜFBERICHT .....</b>	<b>16</b>
<b>7. WIRTSCHAFTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN .....</b>	<b>18</b>
<b>8. ENTWICKLUNG DER KAPITALMÄRKTE .....</b>	<b>34</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 2014 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.

**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 31.10.2014 waren in Summe 21 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 werden.

**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, des Hauptfondsmanagers und der Verwaltungsgesellschaft 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. Die Mitglieder des Beirates werden von der Landesregierung nominiert.

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.

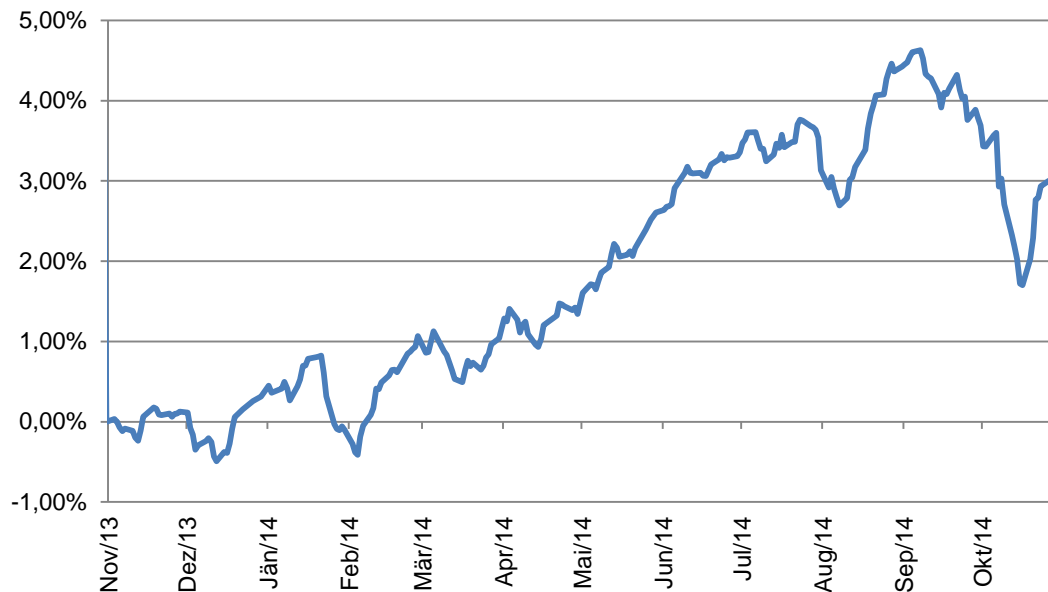
Auf Basis der Beschlüsse des Landtages von Niederösterreich vom 20. März 2014 wurde im ersten Halbjahr 2014 ein Review der strategischen Asset Allokation vorgenommen, bei dem in enger Abstimmung mit dem strategischen Investmentberater und dem Beirat die neuen Zielvorgaben des Landes Niederösterreich mit der aktuellen Ertrags-Risikostruktur des Portfolios, der globalen Marktsituation und den mittel- bis langfristigen Markterwartungen abgeglichen wurden. Als Ergebnis der Empfehlungen von Russell Investments und den Beratungen im Beirat hat der Aufsichtsrat im Juni 2014 (mit Wirkung 1. Juli 2014) 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 2013/2014 wurde ein Veranlagungsertrag von EUR 92,5 Mio. erwirtschaftet. Dies entspricht einem Ertrag von +3,6% p.a. nach Kosten. Der Gesamtwert (bewertet zu aktuellen Marktwerten) der NOE Fonds per 31.10.2014, inklusive aller Auszahlungen an das Land Niederösterreich, liegt bei EUR 5.414,2 Mio.

**Performanceentwicklung der NOE Fonds für das Geschäftsjahr 2013/2014**



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

**Durchschnittliche Entwicklung der letzten 3 Jahre.** Die NOE Fonds konnten in den letzten 3 Geschäftsjahren eine Wertsteigerung von insgesamt EUR 417,9 Mio. erzielen. Dies entspricht einer durchschnittlichen Performance von +4,6% pro Jahr nach Abzug der Kosten. Der durchschnittliche Veranlagungsertrag seit Beginn der Veranlagung liegt bei +2,5% pro Jahr nach Kosten.

<b>Alle Werte in EURO per Ultimo:</b>		31.10.2014	31.10.2013	31.10.2012
Stand der Veranlagung NOE	EUR	2.789.700.000	3.151.400.000	3.305.000.000
Auszahlungen *	EUR	2.624.500.000	2.170.300.000	1.885.400.000
<b>Summe</b>	<b>EUR</b>	<b>5.414.200.000</b>	<b>5.321.700.000</b>	<b>5.190.400.000</b>
Einzahlungen	EUR	4.387.300.000	4.387.300.000	4.387.300.000
<b>Delta</b>	<b>EUR</b>	<b>1.026.900.000</b>	<b>934.400.000</b>	<b>803.100.000</b>
<b>Performance lfd. Geschäftsjahr</b>		<b>3,6%</b>	<b>4,3%</b>	<b>6,0%</b>

Alle Zahlen gerundet.

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

Quelle: MASTERINVEST, fibeg



**Die risikoadjustierte Performance der NOE Fonds.** Im Berichtszeitraum erwirtschaftete das Portfolio konsolidiert (Land NOE I - IV Fonds) einen Ertrag von +3,6% p.a. bei einer Volatilität (Risikokennzahl) von 2,6%<sup>1</sup> p.a. Das ergibt eine Sharpe Ratio von 1,8<sup>1</sup> (risikoadjustiertes Ergebnis).

**Die Volatilität.** 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 (William F. Sharpe, 1966).**<sup>2</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.

**Ergebnisinterpretation:** „Eine Sharpe Ratio größer null bedeutet, dass der Fonds eine Überschussrendite zu einer risikolosen Geldmarktveranlagung erzielen konnte. Ist die Sharpe Ratio negativ, hat der Fonds die risikolose Geldmarktverzinsung nicht erreicht“.<sup>2</sup> Liegt der Wert über 1 wurde das eingegangene Risiko durch den Ertrag überkompensiert und gilt in der Finanzbranche als „sehr gutes Ergebnis“.

**Die NOE Fonds im internationalen Marktvergleich.** Im Vergleich zu einer internationalen Peer Group (in Deutschland registrierte Fonds, globale defensive Veranlagung in EUR) befindet sich das Portfolio im 3-Jahresvergleich mit +4,6% p.a.<sup>1</sup> im guten 2. Quartil. Der 3 Jahres-Median der Peer Group liegt bei +4,4% p.a.<sup>1</sup>.

**Auszahlungen an das Land NOE während des Geschäftsjahres.** Mit dem Budgetbeschluss 2013 hat der Landtag von Niederösterreich festgelegt, dass im Jahr 2013 eine Kapitalrückführung an das Land Niederösterreich in Höhe von rd. EUR 338 Mio. durchgeführt werden soll.

In Umsetzung dieses Beschlusses wurden dem Land Niederösterreich am 14. November 2013 EUR 338 Mio. als Rückzahlung von Genussrechtskapital überwiesen. Weiters erhielt das Land Niederösterreich am 17. Dezember 2013 Genussrechtszinsen in Höhe von EUR 116,2 Mio. In Summe wurden somit während Geschäftsjahres 2013/2014 EUR 454,2 Mio. an das Land Niederösterreich ausbezahlt.

Mit dem Budgetbeschluss 2014 hat der NÖ Landtag festgelegt, dass im Jahr 2014 eine weitere Kapitalrückführung an das Land NÖ in Höhe von EUR 152,7 Mio. durchgeführt werden soll. Diese wird im Dezember 2014 (Geschäftsjahr 2014/2015) erfolgen.

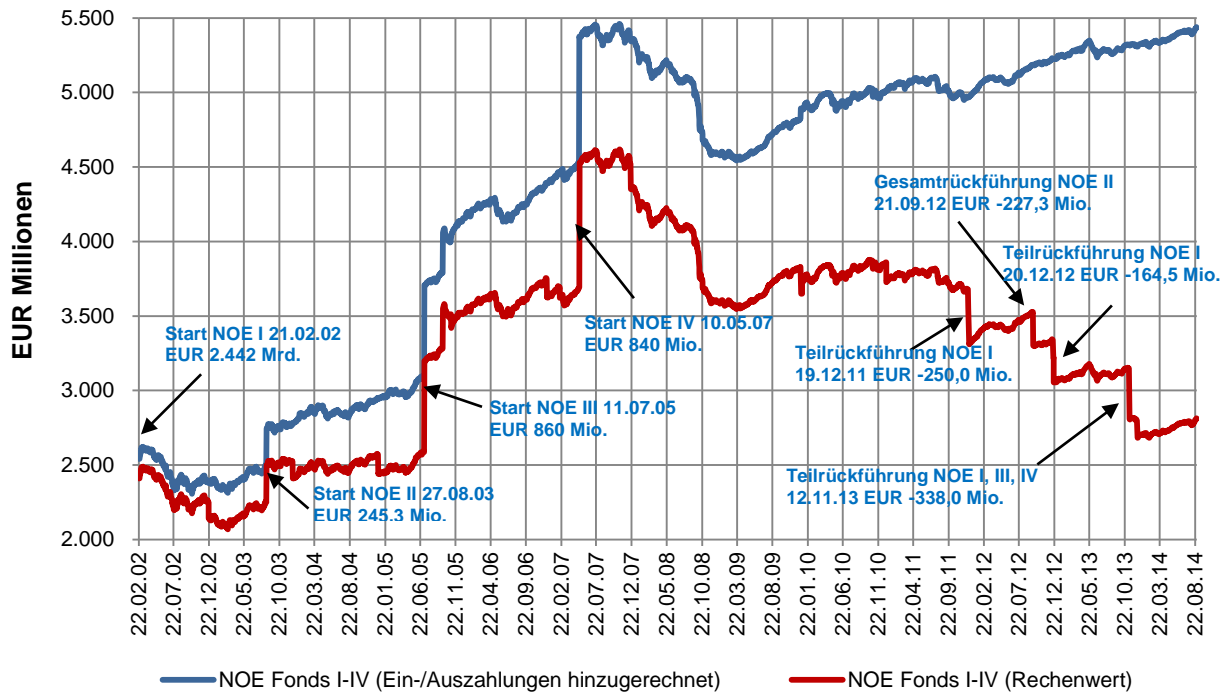
---

<sup>1</sup> Quelle FIBEG, LGT; Berechnung: Rollierendes Zeitfenster über 36 Mo, durchschnittl. risikofreier Zinssatz p.a.: 0.05%

<sup>2</sup> Siehe Literatur v. William F. Sharpe.

## Entwicklung NOE Fonds seit Beginn (in EUR Mio.)

Entwicklung NOE Fonds (NAV sowie NAV mit Ein- und Auszahlungen hinzugerechnet)



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

Quelle: MASTERINVEST, fibeg

## 4. Portfoliostruktur

**Globalere Ausrichtung.** Die Allokation der NOE Fonds wurde in den letzten Jahren sukzessive globaler ausgerichtet. Diese Veränderung betrifft im Wesentlichen die Anlageklassen Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Aktien.

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

**Kurze Laufzeiten und Liquidität.** Darunter fallen kurzlaufende Unternehmensanleihen, Festgelder bei Banken, Kontoguthaben und Absicherungspositionen. In Summe beträgt der Anteil 18,3%. Dieser Bestand ist notwendig, um die geplanten Auszahlungen an das Land im Dezember 2014 zu gewährleisten.

**Staatsanleihen.** Der Anteil von Staatsanleihen beträgt 8,6%, wobei der Schwerpunkt bei internationalen Staatsanleihen liegt.

**Unternehmensanleihen.** Der Anteil an Unternehmensanleihen beträgt in Summe 16,1%, wobei der Schwerpunkt bei international ausgerichteten Unternehmen liegt. In der Berichtsperiode wurde der Anteil, insbesondere Finanzanleihen, stark reduziert.

**Sonstige Anleihen.** Darunter fallen Emerging Markets (EM), High Yield Bonds (HY) & Loans sowie Strukturierte Anleihen. In Summe beträgt der Anteil dieser Anleihen 23,4%. In allen Bereichen wurde die Allokation während der Berichtsperiode erhöht.

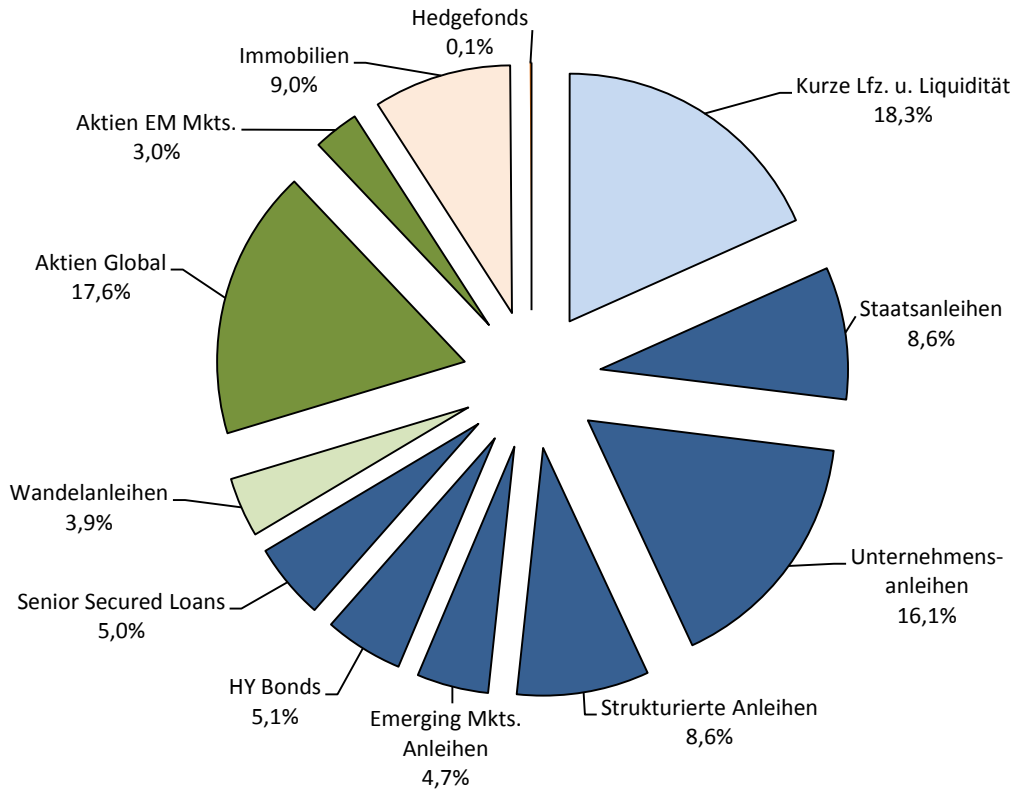
**Immobilien.** Das Investment in Immobilien beträgt 9,0% des Veranlagungsvolumens. Es handelt sich hierbei um Veranlagungen in institutionelle Immobilienfonds, die vornehmlich in Büroimmobilien, Gewerbeimmobilien sowie Einkaufszentren in zentralen städtischen Lagen investieren.

**Alternative Investments.** Der Anteil an alternativen Investments beträgt 0,1% und wurde im Berichtszeitraum deutlich um 2,4% reduziert. Es handelt sich hier um kleine Restbestände aus Dachhedgefonds, welche abgebaut werden. Neue Veranlagungen in Hedgefonds und Rohstoffe werden gemäß den neuen Veranlagungsrichtlinien nicht mehr getätigt.

**Aktien (inkl. Wandelanleihen).** Der relative Anteil bei Aktien inklusive Wandelanleihen beträgt 24,5% und hat sich im Geschäftsjahr im Bereich MSCI World, Emerging Markets und Wandelanleihen erhöht.

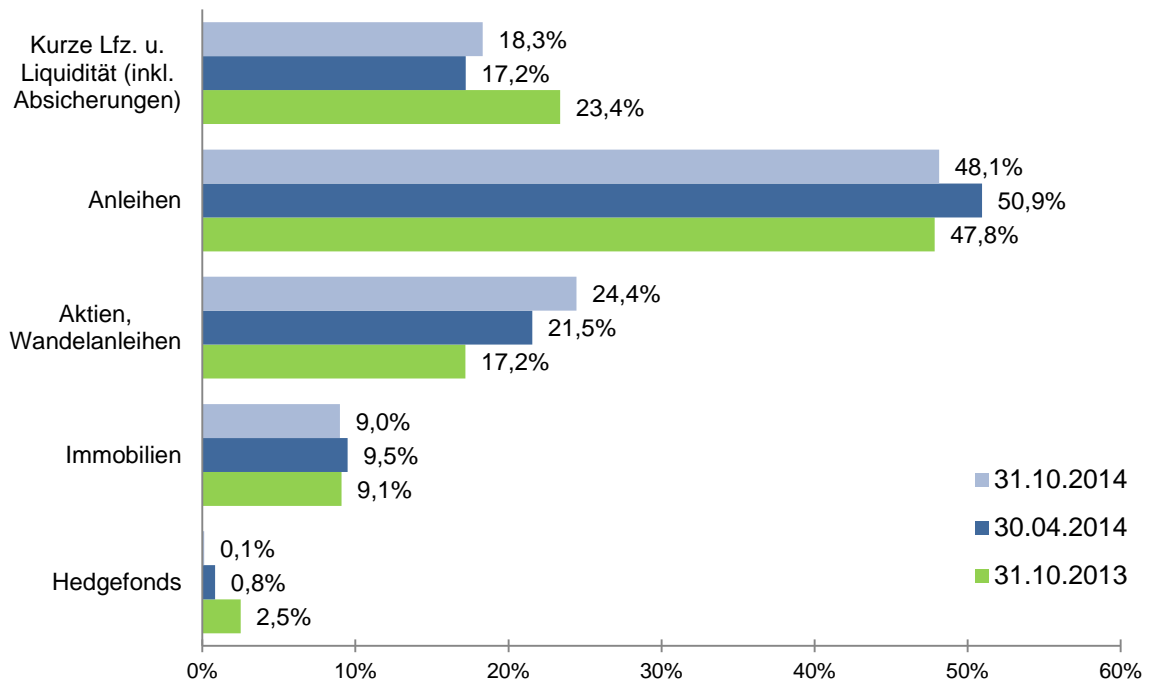
## Gewichtung der einzelnen Anlageklassen zum 31. Oktober 2014

NOE Fonds I, III und IV konsolidiert



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

## Portfolio-Veränderung der NOE Fonds innerhalb des Geschäftsjahres 2013/2014



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.** Der 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 95%, Haltedauer 5 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 95 von 100 Fällen (=Konfidenzniveau 95%) innerhalb eines Beobachtungszeitraums von 5 Tagen (=Haltedauer 5 Tage) statistisch nicht überschritten wird. Zur Messung der Risiken verwendet der Risikomanager als System "UBS-Delta".

**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 Kontrahentenrisikos, Konzentrationsrisiko und Länderrisiko.

Zur Ermittlung des Ausfalls- und Kontrahentenrisikos 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 Frühwarn-Ampelsystem überwacht. Ziel der Risikosteuerung ist es, die Unterschreitung einer vorher definierten Wertuntergrenze zu vermeiden. Die Wahrscheinlichkeit der Unterschreitung (kurz: Shortfall-Wahrscheinlichkeit) wird laufend beobachtet.

**Risikokennzahlen.** Der herausfordernden Marktsituation im abgelaufenen Fondsgeschäftsjahr wurde vor allem dadurch Rechnung getragen, dass die Veranlagung weiterhin risikobewusst gesteuert wurde. Die leichte Ausweitung des Aktienanteils spiegelt die im letzten Jahr zurückgegangene Volatilität, und somit ein geringeres Risiko, am Aktienmarkt wider. Das Zinsänderungsrisiko hat sich durch die Verlängerung der Duration, die aber weiterhin relativ kurz ist, leicht erhöht. Hauptursache für die

Verlängerung war die Auszahlung an das Land NÖ und damit die Reduktion der Festgeldbestände. Auch die Veränderung des Durchschnittsratings ist im Wesentlichen auf diese Tatsache zurückzuführen. Das FX-Risiko ist nahezu unverändert.

#### Risikokennzahlen per 31.10.2014

Kennzahlen der Veranlagung Land NOE	31.10.2014	31.10.2013
Duration (inkl. Geldmarkt und Absicherungen ) in Jahren	3,5	2,3
Mittlere Restlaufzeit der Anleihen in Jahren	8,1	7,2
Offen Fremdwährungsposition in der Veranlagung	12,5%	12,2%
Durchschnittsrating der Anleihen inkl. Geldmarkt	BBB+	A-
Anteil der Anleihen ohne Rating (bezogen auf die Gesamtveranlagung)	2,1%	2,0%

Quelle: MASTERINVEST, fibeg

Die Duration (inkl. Geldmarktveranlagungen und Zins-Absicherungen) ist mit 3,5 Jahren weiterhin relativ kurz, wodurch das Portfolio nur in geringerem Ausmaß dem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt ist. Die offene Fremdwährungsposition beträgt 12,5% 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 110,7 Mio. auf. Die prognostizierte Volatilität des Portfolios beträgt 6,0%. Die Berechnung des Marktrisikos auf Basis einer Value-at-Risk-Analyse mit Konfidenzniveau 95% bei einer Haltedauer von 5 Tagen weist einen Wert von EUR 39,1 Mio. auf.

## 6. Prüfbericht

Die Einhaltung der vom NÖ Landtag am 2. Juli 2009 beschlossenen Veranlagungsbestimmungen sowie der am 20. März 2014 beschlossenen und mit 1. Juli 2014 wirksamen *Richtlinie für die Veranlagung und das Risikomanagement für das der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragene Vermögen* werden 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 31.10.2014

Veranlagungsbestimmungen	Anlageklasse	Allokation per 31.10.2014 in %	Max. Allokation in % lt. VL RL
<b>Asset Allokation</b>			
II / C. / 1. und 2.	Forderungswertpapiere	66%	100%
II / C. / 3.	Beteiligungswertpapiere und diesen gleichwertige Finanzinstrumente	25%	40%
II / C. / 5.	Immobilien	9%	20%
<b>Anleihen</b>			
II / C. / 2.	Investmentgrade (inkl. proxy ratings)	42%	100%
II / C. / 2.a.	High Yield + Wertpapiere ohne Rating	13%	20%
<b>sonstige Bestimmungen</b>			
II / C. / 8.	Nicht an geregelten Märkten notierende WP	8%	20%
II / C. / 9.	Währungsrisiko (non USD < 5% pro Währung)	13%	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 2013 bis 31. Oktober 2014 hat folgendes zusammenfassendes Ergebnis gebracht:

Zitat aus dem Prüfbericht 2014:

*„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 2013 bis 31. Oktober 2014 mit dem vom Landtagsbeschluss vom 2. Juli 2009 festgelegten Veranlagungsvorschriften beziehungsweise den neuen Veranlagungsvorschriften vom 20. März 2014 überein“.*

## 7. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Das Jahr 2014 begann mit einer kurzfristigen Eintrübung der Stimmung. Schlechtere Konjunkturdaten aus den USA warfen Fragen bezüglich der Nachhaltigkeit der Erholung der US Konjunktur auf, wobei sehr schlechte Wetterbedingungen und ein sehr strenger Winter primär für den kurzfristigen konjunkturellen Rückgang verantwortlich gemacht werden können. Emerging Markets kamen ebenfalls unter Druck. Sowohl Aktien als auch Anleihen kämpften gegen sich verschlechternde Wirtschaftsdaten aus China und geopolitische Spannungen, verursacht durch den Ausbruch des Ukraine Konfliktes.

Bessere Wachstumsaussichten in den USA und die Entscheidung der US Notenbank die angekündigte Straffung der Geldpolitik sehr vorsichtig umzusetzen, prägten das Marktumfeld im abgelaufenen Geschäftsjahr. Die Märkte erholten sich wieder von der „Tapering“ Ankündigung seitens der Fed im Frühjahr 2013, die eine schrittweise Beendigung der Anleihekäufe seitens der US Notenbank im Verlaufe der Berichtsperiode zur Folge hatte.

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

BIP real (% p.a.)					Inflation (% p.a.)					Arbeitslosenquote (%)				
	2012	2013	2014f*	2015f*		2012	2013	2014f*	2015f*		2012	2013	2014f*	2015f*
<b>USA</b>	2,8	1,9	2,2	3,0	<b>USA</b>	2,1	1,5	1,8	2,0	<b>USA</b>	8,1	7,4	6,2	5,6
<b>Eurozone</b>	-0,7	-0,4	0,8	1,2	<b>Eurozone</b>	2,5	1,4	0,5	1,0	<b>Eurozone</b>	11,4	12,1	11,6	11,3
Deutschland	0,7	0,5	1,5	1,6	Deutschland	2,1	1,6	1,0	1,5	Deutschland	6,8	6,9	6,7	6,6
Frankreich	0,0	0,3	0,4	0,9	Frankreich	2,2	1,0	0,7	1,0	Frankreich	10,2	10,9	10,3	10,3
Italien	-2,5	-1,9	-0,2	0,7	Italien	3,3	1,3	0,2	0,6	Italien	10,7	12,2	12,5	12,3
Spanien	-1,6	-1,3	1,3	1,8	Spanien	2,4	1,5	0,0	0,6	Spanien	25,1	26,5	24,8	23,5
<b>Japan</b>	1,5	1,7	1,0	1,2	<b>Japan</b>	0,0	0,4	2,8	1,8	<b>Japan</b>	4,4	3,6	4,3	4,3
<b>China</b>	7,7	7,7	7,4	7,0	<b>China</b>	2,7	2,6	2,2	2,6	<b>China</b>	4,1	4,1	4,1	4,2
Budgetsaldo (% BIP)					Staatsverschuldung (% BIP)					Leistungsbilanzsaldo (% BIP)				
	2012	2013	2014f*	2015f*		2012	2013	2014f*	2015f*		2012	2013	2014f*	2015f*
<b>USA</b>	-8,3	-5,8	-4,7	-3,9	<b>USA</b>	102,7	106,0	107,3	107,0	<b>USA</b>	-2,7	-2,4	-2,4	-2,4
<b>Eurozone</b>	-3,7	-3,1	-2,5	-2,1	<b>Eurozone</b>	93,0	95,7	96,1	95,3	<b>Eurozone</b>	1,4	2,2	2,4	2,4
Deutschland	0,1	-0,4	-0,1	0,0	Deutschland	81,9	80,4	78,1	75,2	Deutschland	7,0	7,0	7,2	6,8
Frankreich	-4,9	-4,0	-3,5	-2,8	Frankreich	90,2	93,5	94,8	94,8	Frankreich	-2,2	-1,8	-1,5	-1,4
Italien	-2,9	-3,2	-2,1	-1,8	Italien	127,0	132,3	133,1	131,8	Italien	-0,4	0,8	1,5	1,5
Spanien	-10,9	-6,7	-5,8	-5,0	Spanien	85,9	93,7	99,1	102,5	Spanien	-1,1	1,0	0,4	0,8
<b>Japan</b>	-10,1	-9,5	-6,8	-5,7	<b>Japan</b>	238,0	243,5	242,4	242,4	<b>Japan</b>	1,0	1,2	1,7	1,9
<b>China</b>	-2,2	-2,5	-2,1	-1,5	<b>China</b>	26,1	22,9	20,9	19,3	<b>China</b>	2,3	2,5	2,7	3,0

Quelle: Bloomberg, IWF

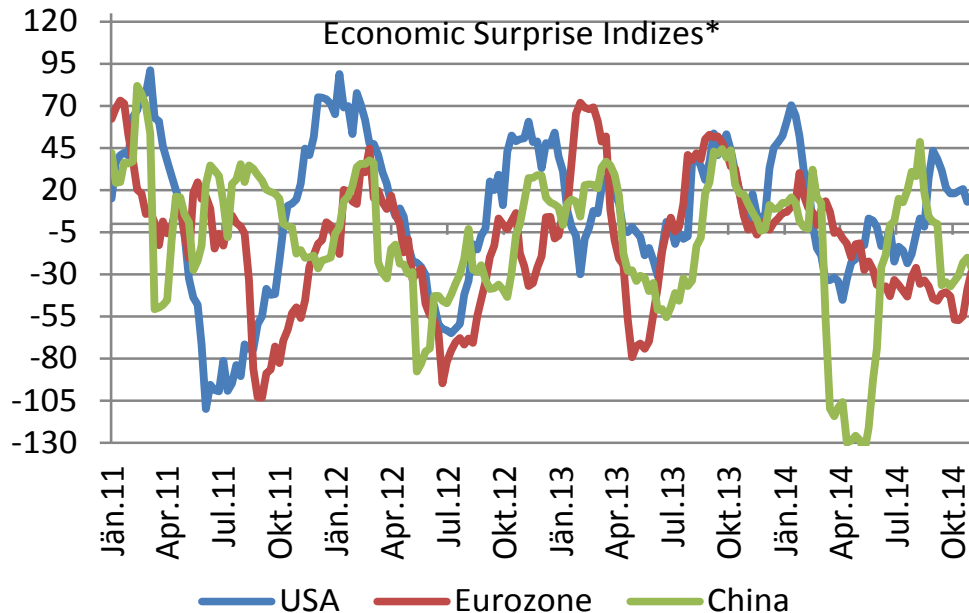
Die Wirtschaftsindikatoren haben im globalen Vergleich in der jüngsten Vergangenheit eher negativ enttäuscht. Die Dynamik der ersten Jahreshälfte 2014 hat nachgelassen. Die Überkapazitäten im Unternehmenssektor werden für weitere Reduktionen bei den Beschäftigten sorgen. Diese Tendenz ist durchaus als globale Entwicklung einzustufen, die auch bereits deutliche Effekte in wichtigen Schwellenländermärkten wie China zeigen.

## 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 – Konsensprognosen

BIP real (% p.a.)	2012	2013	2014f*	2015f*
USA	2,8	1,9	2,2	3,0
Eurozone	-0,7	-0,4	0,8	1,2
UK	0,1	1,8	3,0	2,6
Japan	1,5	1,7	0,9	1,0
China	7,7	7,7	7,4	7,0
Global	2,2	2,1	2,5	2,9
G10	1,4	1,1	1,7	2,2

Quelle: Bloomberg, f\* = Konsensussschätzung

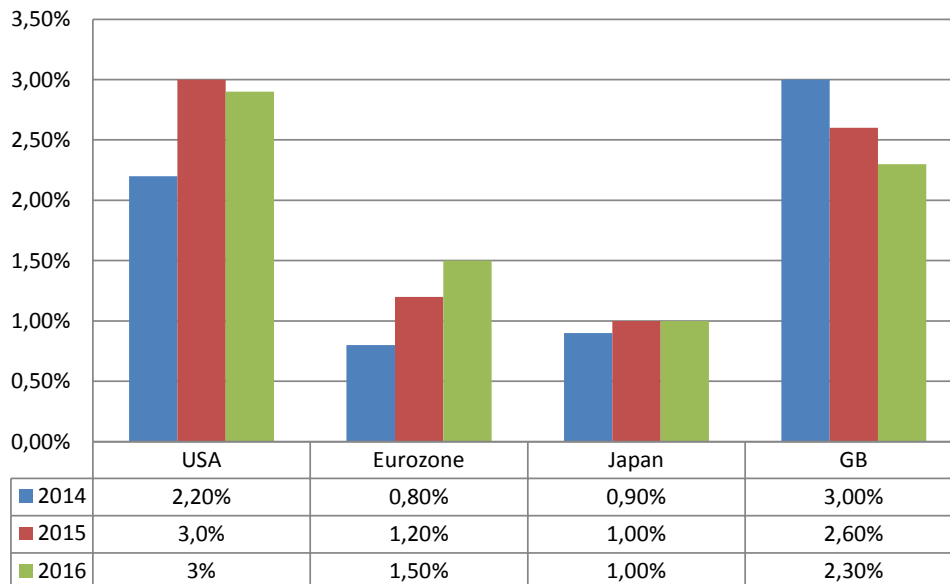
## USA weiterhin auf Erholungskurs, globales Wachstum moderat

Die Wirtschaft in den USA befindet sich weiter auf Erholungskurs, wenngleich das Tempo der Erholung im historischen Vergleich moderater ausfällt. Im 3. Quartal 2014 konnte die USA ein reales BIP Wachstum von +3,5% erzielen. Die politischen Unsicherheiten sind durch die Unstimmigkeiten zwischen Kongress und dem Präsidenten stetig steigend. Investitionsprogramme werden gekürzt und somit sinken die staatlichen Ausgaben als Stütze für weiteres Wirtschaftswachstum. Hinzu belastet ein stärkerer US Dollar Kurs die Wettbewerbsfähigkeit der US Wirtschaft im Export. 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 mehr als 10% der Investitionen der US Wirtschaft und mehr als 40% der Marktkapitalisierung 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 mittlerweile rückläufig. Wenngleich die Arbeitslosigkeit stark rückläufig ist, so ist die Qualität der Jobs die geschaffen werden oft als unterdurchschnittlich zu bezeichnen, da zumeist in Teilzeitjobs ein Wachstum festzustellen ist. In Summe ergibt sich für das Wirtschaftswachstum ein positives, aber nicht euphorisches Stimmungsbild. Das BIP Wachstum sollte sich jedoch weiterhin zwischen 2,0% und 3,0% bewegen.

### Wachstumsprognosen – BIP (% p.a.)

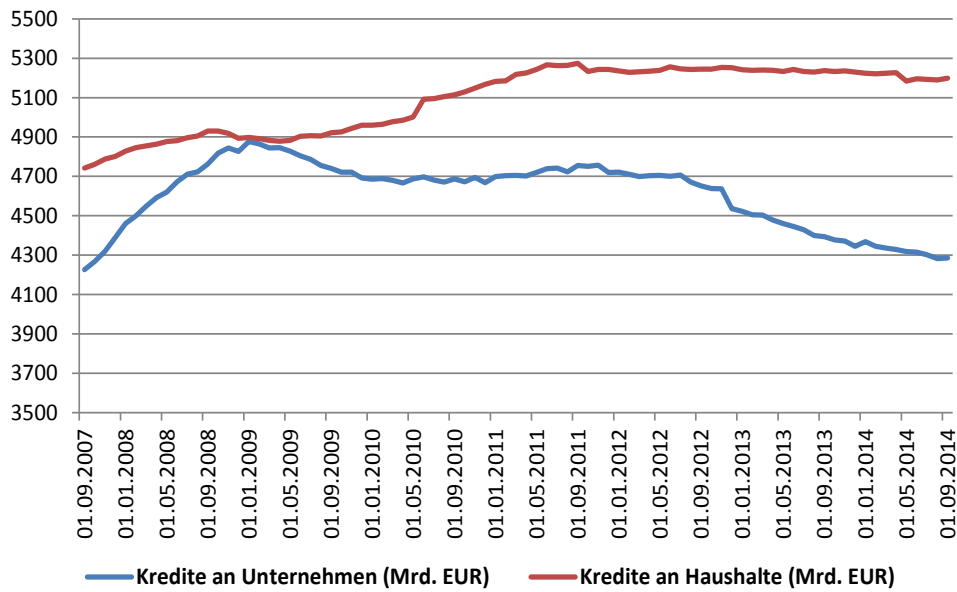


Quelle: Bloomberg

### Eurozone ohne Wachstum

Die Eurozone kämpft weiterhin mit den Folgen der fehlenden Investitionstätigkeit und der fehlenden Bereitschaft für politische und wirtschaftliche Reformen. Die zunehmend rigideren Auflagen, speziell für Banken, ermöglichen keine Ausweitung der für Investitionen erforderlichen Kredite. Großunternehmen haben im derzeitigen Niedrigzinsumfeld keinerlei Schwierigkeiten sich am Kapitalmarkt zu refinanzieren, jedoch sind kleine und mittelständische Unternehmen, die keinen Zugang zum Kapitalmarkt finden, immer stärker unter Druck. Für den Arbeitsmarkt bedeutet das weiterhin eine sehr angespannte Situation in den meisten Ländern der Eurozone.

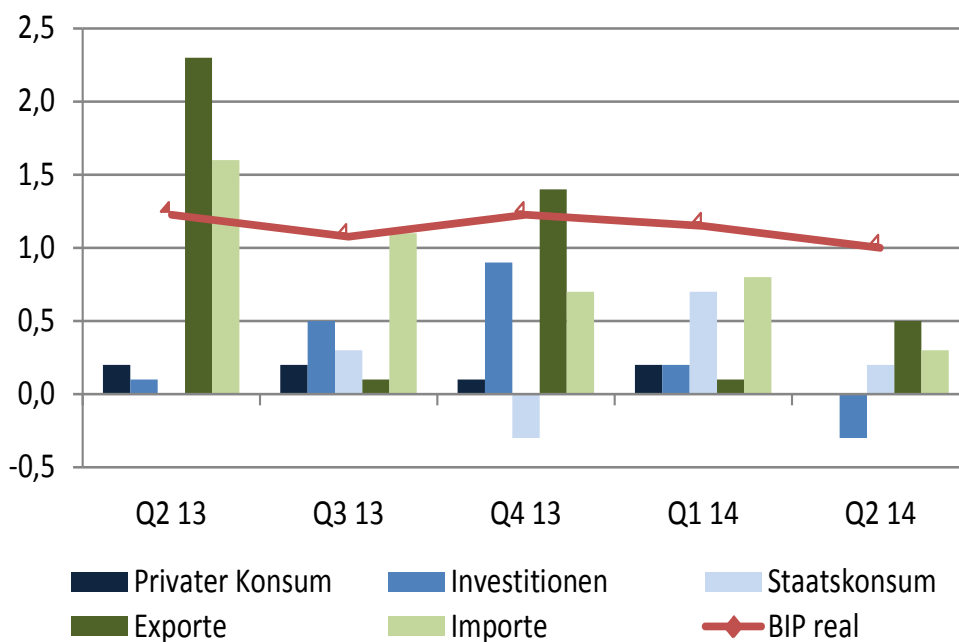
### Europa: weiterhin rückläufige Unternehmenskredite



Quelle: Bloomberg

Fehlende Investitionen gekoppelt mit strengeren Auflagen für den Finanzsektor und hohe Arbeitslosenraten sind aktuell ein sehr ungünstiges Umfeld für eine Erholung der Wirtschaft. Sogar Deutschland kämpft mit einem Einbruch der Auftragslage, wenngleich die Handelsüberschüsse in der Größenordnung von 6% des BIP noch sehr beachtlich ausfallen. Der Ausbruch der Ukraine Krise und die Sanktionen gegen Russland haben auf die Auftragslage der deutschen Wirtschaft negative Konsequenzen.

### EU Wachstumsraten nach Sektoren (in %pro Quartal)



Quelle: Bloomberg

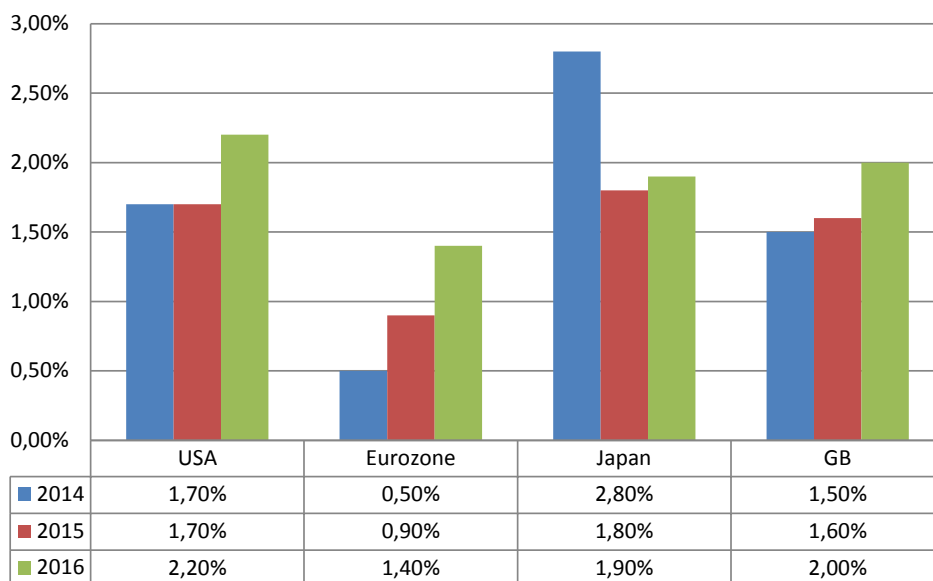
Die EZB hat bereits angekündigt, dass sie weitere Schritte gegen die angespannte Lage durchführen wird, um das Kreditwachstum anzukurbeln, jedoch bleibt abzuwarten, wie Zukäufe von Finanztitel die Realwirtschaft und Investitionen positiv beeinflussen sollen.

Der schwächere EURO hat einen positiven Effekt auf die Wettbewerbsfähigkeit der EURO Mitgliedsländer im Export.

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 mittlerweile bei 0,05% angelangt ist.

Deflation bleibt das primäre Risiko in der Eurozone, zumal der bisherige Motor der europäischen Wirtschaft – Deutschland – sich auch bereits mit sich verschlechternden Daten konfrontiert sieht.

#### Inflationsprognosen – Konsensusprognosen (% p.a.)



Quelle: Bloomberg

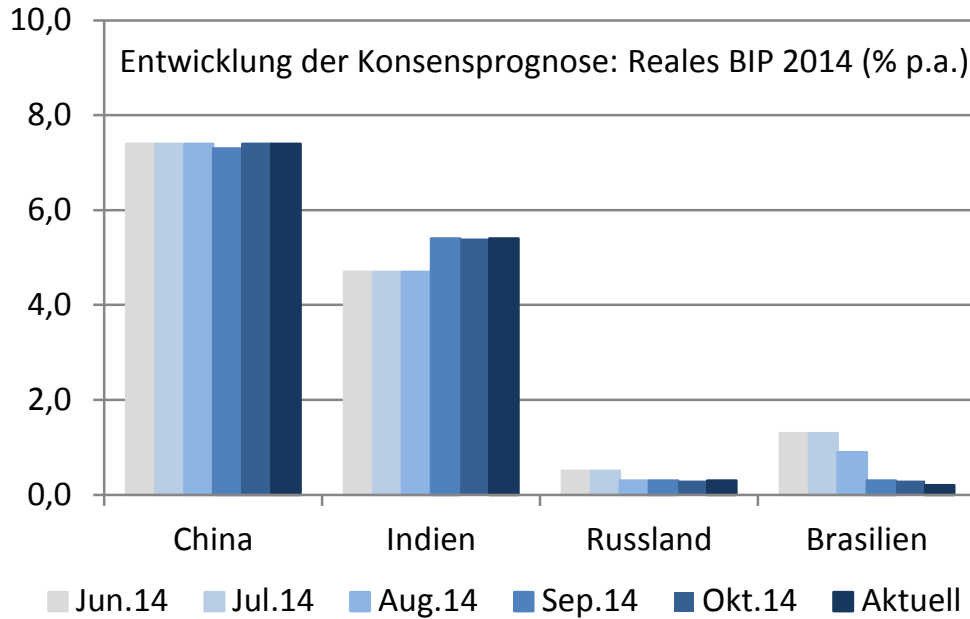
In der europäischen Peripherie haben sich positive Tendenzen in Spanien bereits wieder verlangsamt, Italien kämpft nach wie vor gegen die vorherrschende Rezession.

Im Gegensatz dazu stabilisiert sich Großbritannien weiterhin, wenngleich sich das Wachstum im 3. Quartal verlangsamt hat. Der Arbeitsmarkt kann sich ebenso erholen, wie auch die Auftragslage der Unternehmen. Inflation bleibt mit 1,5% nach wie vor unter der Zielmarke der Bank of England von 2%.

## Emerging Markets leiden unter Verlangsamung des Wachstums

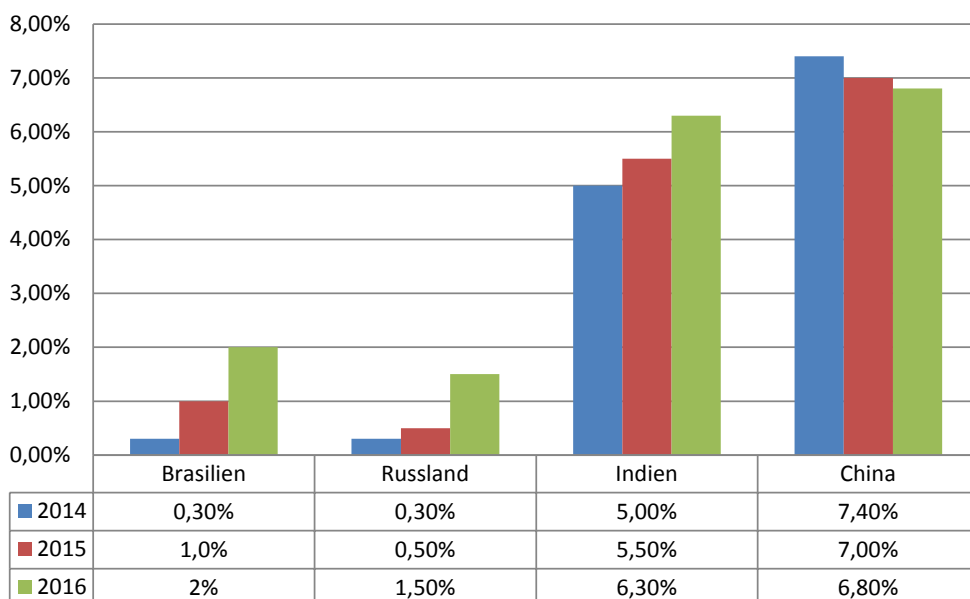
Insgesamt leiden die Emerging Markets unter einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Das rapide Kreditwachstum der letzten Jahre resultiert zwangsläufig in gekürzte Ausgaben der Haushalte und Unternehmen bedingt durch zu hohe Verschuldungsquoten.

### Emerging Markets



Quelle: Bloomberg

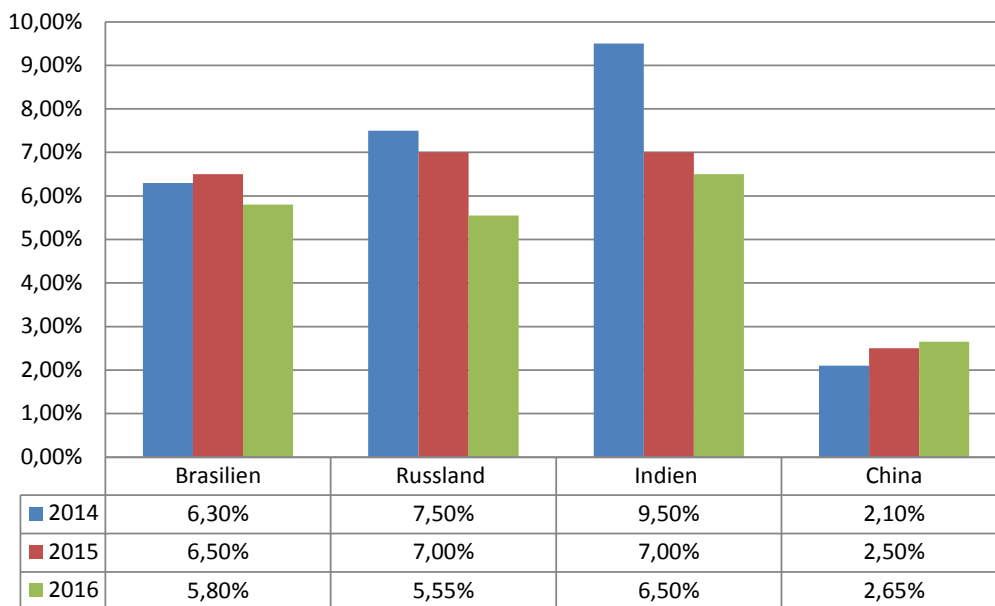
### Emerging Markets BIP Prognosen (% p.a.)



Quelle: Bloomberg

Einige Länder wie Südkorea, Chile, Polen und Ungarn konnten die Geldpolitik lockern. Länder wie Brasilien oder Türkei hingegen leiden unter einer sehr hohen Auslandsverschuldung und zunehmender Kapitalflucht. In diesem Umfeld mussten diese Länder die Zinsen anheben und ausländische Vermögenswerte veräußern, um der zunehmenden Abwertung der jeweiligen Landeswährungen entgegenzuwirken.

### Emerging Markets Inflationsprognosen (% p.a.)



Quelle: Bloomberg

Trotz der sehr hohen Auslandsreserven Chinas hat die Geldpolitik des Landes nach wie vor eher restriktive Maßnahmen in Kraft. Die Angst der Regierung vor einer Überhitzung speziell im Immobiliensektor liefert wenig Spielraum für eine Lockerung der Geld- und Zinspolitik. Auch in China liegt der Fokus in der Reduktion der Verschuldungsquoten, die immer mehr zu einem signifikanten Hindernis für weiteres Wachstum werden. Wenngleich eine Reduktion des Wirtschaftswachstums auf unter 7% als unmittelbare Folge droht, so will die Regierung die Politik der Eindämmung weiterer Schulden fortführen.

Lateinamerika zeigt in den wesentlichen Volkswirtschaften Mexiko, Brasilien, Chile und Argentinien ein sehr unterschiedliches Bild. Mexiko und Chile profitieren überdurchschnittlich von der Wirtschaftserholung in den USA.

Brasilien leidet unter den mangelnden Reformen seitens der Regierung und der anhaltenden Schwäche der Erdölpreise. Argentinien kämpft mit den Folgen der Staatspleite von 2001. US Hedgefonds klagten erfolgreich Argentinien auf Schadenersatz und Rückzahlungen der nach amerikanischem Recht begebenen Anleihen. Die unmittelbare Folge waren langwierige, jedoch erfolglose Verhandlungen. Als Resultat ist Argentinien der Zugang für Neuemissionen am Kapitalmarkt zunehmend erschwert worden.



Seit Ausbruch des Ukraine Konfliktes und der politischen und wirtschaftlichen Sanktionen gegenüber Russland hat der russische Aktienmarkt und vor allem die russische Währung (Rubel) erheblich an Wert verloren. Der Rubel hat über 20% gegenüber dem Euro seit Ausbruch der Krise verloren.

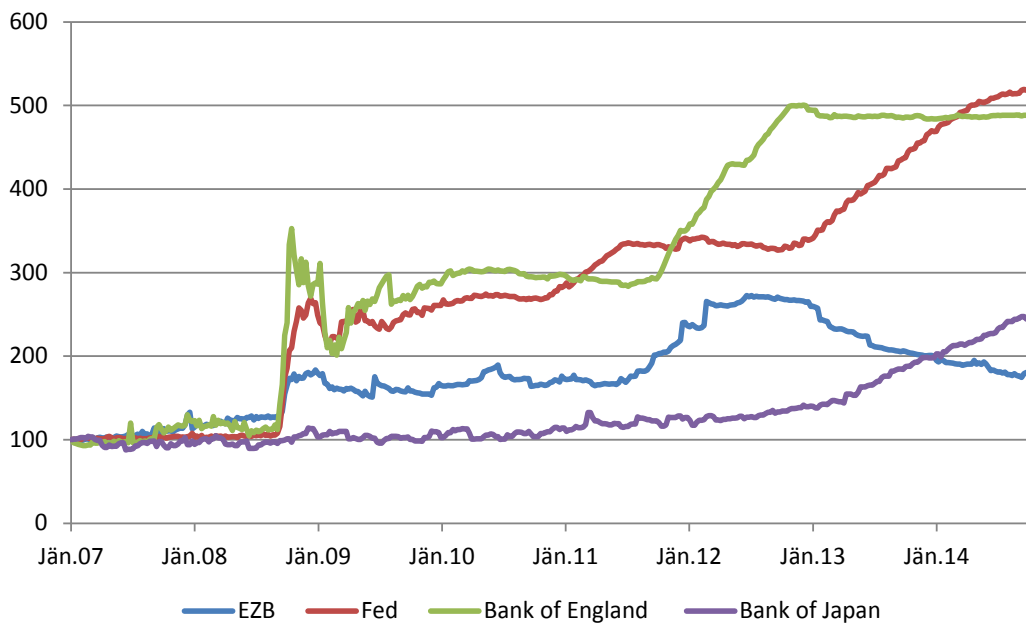
## Kein Ende der lockeren Geldpolitik in Sicht.

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.

In der Eurozone steigt der Druck, noch zusätzliche Hilfsmaßnahmen zur Stützung der Konjunktur einzusetzen. Die Zukäufe von Wertpapieren ist bereits beschlossene Sache.

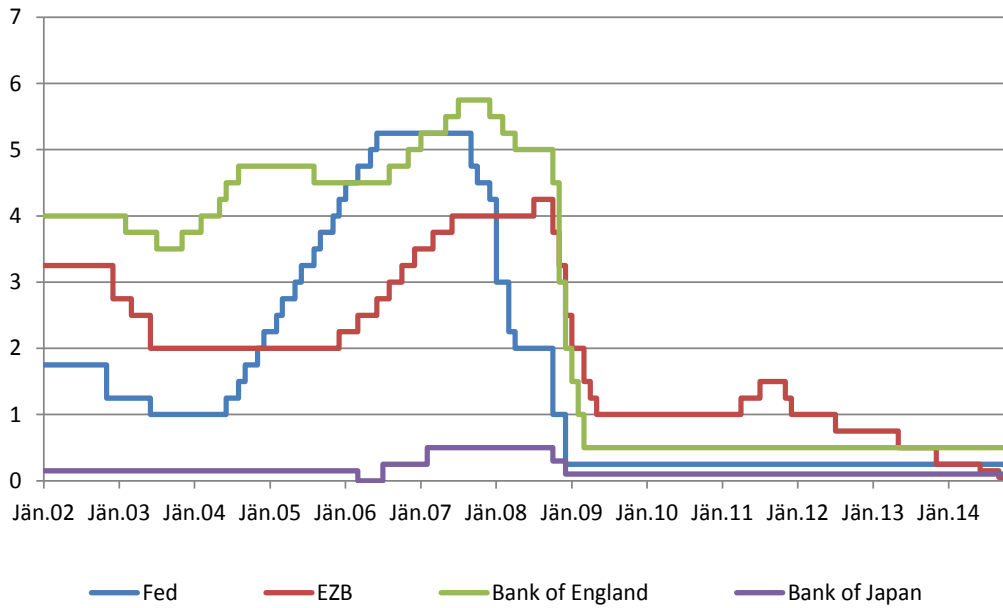
### Expansive Politik der Notenbanken im Vergleich

Ausweitung der Zentralbankbilanzen (in Prozent)



Quelle: Bloomberg

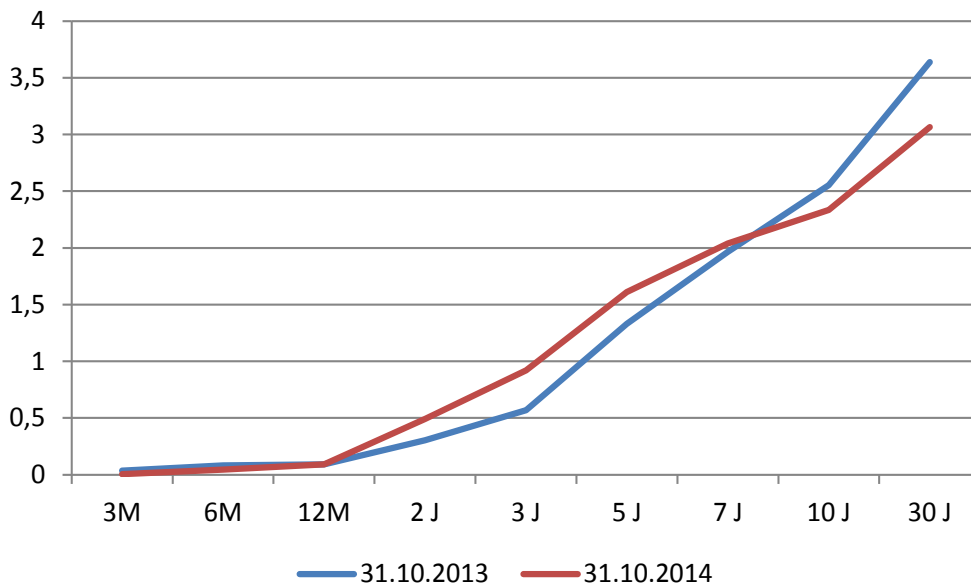
### Notenbank Leitzinsen im langfristigen Vergleich (in %)



Quelle: Bloomberg

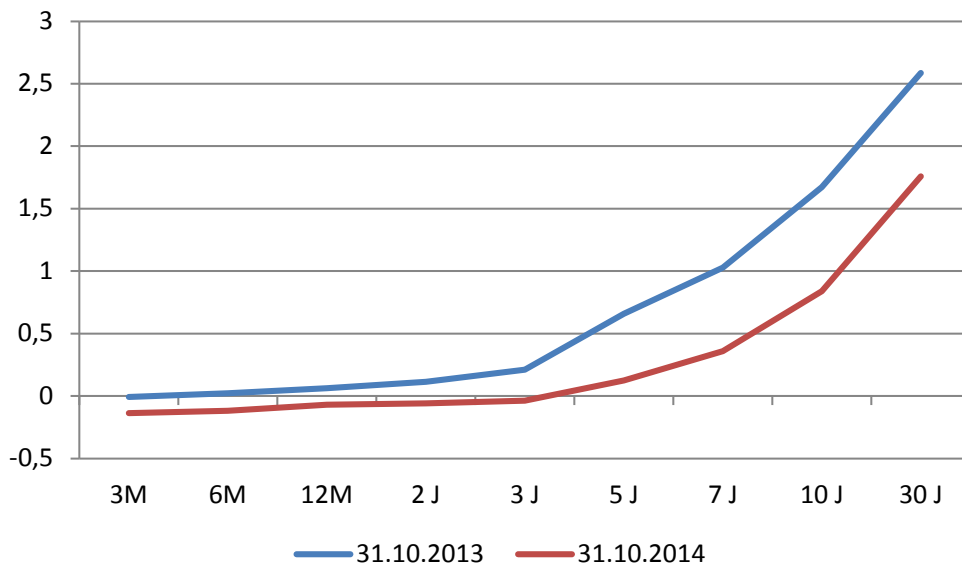
Der außergewöhnliche Einfluss der Zentralbanken auf die weltweiten Finanzmärkte zeigte sich am deutlichsten an den Anleihemärkten, denn die Zinsstrukturkurven reagieren besonders sensibel auf Änderungen der Erwartungshaltungen der Geldpolitik. Während das kurze Ende durch die niedrigen Leitzinssätze weitgehend verankert ist, reagieren die mittelfristigen Renditen auf die Forward Guidance der Notenbanken.

### US Zinskurve im Verlauf des Geschäftsjahres



Quelle: Bloomberg

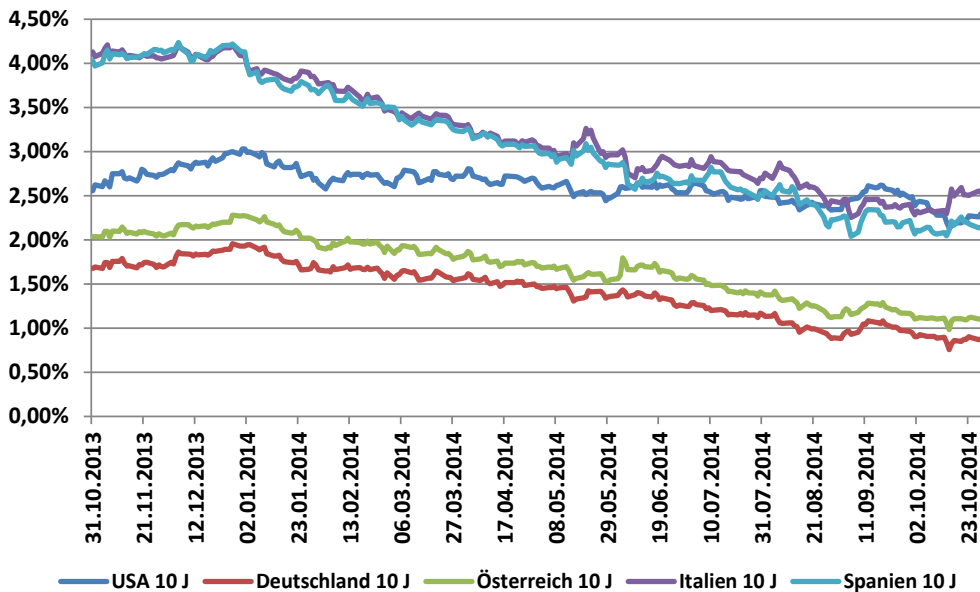
## EURO Zinskurve im Verlauf des Geschäftsjahres



Quelle: Bloomberg

## Renditen in der Eurozone fallen auf Tiefststände

Renditen von Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Bloomberg

Staatliche Schuldner der Euro Peripherie profitierten erheblich von der Unterstützung seitens der EZB, die noch zusätzliche geldpolitische Lockerungen in Aussicht stellte. Die Renditeaufschläge der Peripherie Schuldner versus deutsche Bundesanleihen erreichten neue Tiefststände. Italienische Anleihen handeln auf vergleichbaren Renditeniveaus wie US Anleihen. Renditen deutscher Bundesanleihen wurden ebenfalls auf Renditeniveaus von unter 1% gekauft und handelten mit Geschäftsjahresende bei 0,84% bei 10-jährigen Laufzeiten. Griechenland nutzte die günstigen Finanzierungsbedingungen und legte im April 2014 eine 5 jährige Anleihe auf, die überzeichnet war. Mit der ersten Emission seit

der Umschuldung in 2010 konnten mit dieser Emission 3 Mrd. € zu weniger als 5% Zinsen am Kapitalmarkt aufgenommen werden. Ebenso setzte Portugal im April 2014 in seiner ersten regulären Schuldtitelauktion seitdem es im Mai 2011 EU Unterstützung erhalten hatte, 10 jährige Anleihen zu 3,57% ab. Irland trat gegen Ende 2013 aus dem EU Hilfsprogramm aus.

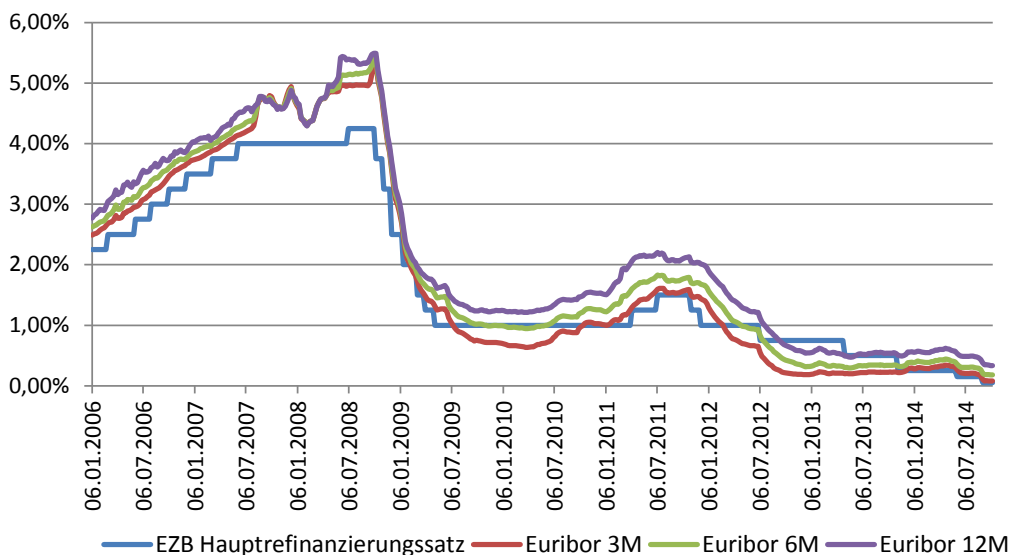
Von der massiven Ausweitung der Zentralbankliquidität geht noch keine langfristige Inflationsgefahr aus, da ein Großteil der zusätzlich geschaffenen Zentralbankliquidität bislang nicht in Form von Krediten in die Realwirtschaft gelangt. Dies ergibt sich einerseits daraus, dass die Kreditnachfrage aufgrund der schlechten Wirtschaftslage derzeit gedämpft ausfällt, andererseits haben die Geschäftsbanken ihre Kreditvergabe aufgrund des unsicheren Wirtschaftsausblicks und verschärfter Regulierungen (Basel 3) stark beschränkt.

## Europäische Zentralbank (EZB)

Die EZB senkt im Kampf gegen eine drohende Deflation ihren Leitzins mit September 2014 auf das neue Rekordtief von 0,05 Prozent. Der Schlüsselsatz für die Versorgung des Bankensystems mit Zentralbankgeld lag seit Juni bei 0,15 Prozent.

### EZB-Überschussliquidität drückt Geldmarktzinsen zum Nullpunkt

EZB-Leitzins und Euro-Geldmarktsätze



Quelle: Bloomberg

EZB-Chef Draghi hat immer wieder betont, dass noch ausreichende Mittel und Instrumente zur Verfügung stehen, um die Märkte zusätzlich mit Liquidität zu versorgen. Gegen Ende der Berichtsperiode preschte Draghi vor und kündigte eine Ausweitung der EZB Bilanz auf den Stand von Anfang 2012 an. Mit dem Ziel einer Bilanzausweitung um 1.000 Milliarden Euro hat Draghi hohe Erwartungen geweckt, und steht nun unter

hohem Druck nötigenfalls noch zusätzliche Maßnahmen nachzulegen, um entsprechend viel Geld in die Märkte zu leiten, was die Inflation anheben soll. Viele Beobachter halten es mit den bisherigen Maßnahmen - Kauf von Covered Bonds und ABS Kreditverbriefungen sowie Langfriskredite an Banken - kaum für möglich, die Bilanz um eine Billion Euro auszuweiten. Es wird schlichtweg unmöglich sein, die angepeilte Bilanzausweitung in diesem Ausmaß zu erreichen, weil die betroffenen Marktsegmente nicht groß genug sind.

Zum Ende des Geschäftsjahres notierte der Euro bei der Marke von 1,25 zum USD. Die sehr niedrige Inflation und ein mögliches Abrutschen in eine Deflation im Euroraum bleibt eine der wesentlichsten Herausforderungen für die EZB. Die Ankurbelung der Nachfrage erweist sich als besonders schwierig, speziell zu einem Zeitpunkt, wo Banken dazu angehalten sind, erhöhte Eigenkapitalvorschriften zu erfüllen. Stark sinkende Rohstoffpreise könnten ebenso deflationäre Tendenzen verstärken.

Die von Deutschland präferierte Sparpolitik stellt die Peripherieländer und insbesondere Frankreich vor große Herausforderungen, die mittel- bis langfristig die Erholung dieser Volkswirtschaften in Frage stellen.

## Europäische Banken-AQR (Asset Quality Review)

Die Aufsicht über die systemrelevanten Banken der Eurozone wird mit November 2014 von der EZB übernommen. Die Banken, die ab jetzt der direkten Aufsicht der EZB unterliegen, wurden zur Vorbereitung einem Stresstest unterzogen (AQR).

Im Rahmen des Stresstests wurden 130 Banken aus 19 Ländern mit Aktiva von 22 Billionen EUR geprüft, was 81,6% der gesamten Bankaktiva im Euroraum entspricht. Hierzu wurden im ersten Schritt die Qualität der Aktiva zum Stichtag 31.12.2013 geprüft und nach einheitlichen Methoden und harmonisierten Definitionen neu bewertet. Dieser Schritt führt dazu, dass bei zahlreichen Banken die Aktiva (bzw. deren Sicherheiten) aus EZB Sicht anders bewertet werden.

Im zweiten Schritt wurde die Eigenmittelausstattung für zwei Szenarien überprüft. Das Basisszenario sieht vor, dass Banken eine Eigenkapitalquote von 8% hartem Kernkapital („Core Tier 1 Capital Ratio“) erreichen müssen. Im Stressszenario ist dagegen mindestens eine Quote von 5,5% erforderlich, um den EZB Test zu bestehen. Als Stress wurde eine deutliche Konjunkturuntrübung simuliert, bedingt durch einen möglichen BIP Rückgang in der Eurozone. Die damit verbundenen negativen Konsequenzen für Banken, wie Kreditausfälle, fallende Anleihenkurse und die daraus folgenden erforderlichen Abschreibungen erlauben eine Aussage über die Bilanzqualität der untersuchten Banken. Mit dem Stresstest wird die Widerstandsfähigkeit der Banken bei einer schwächeren Konjunkturlage getestet.

Im Ergebnis zeigt sich, dass 25 Banken eine Kapitallücke aufweisen. Einige Banken haben bereits im Vorfeld auf die Anforderungen reagiert und zusätzliches Eigenkapital

aufgebaut. Es sind noch Kapitallücken von 9,5 Mrd. EUR bei 13 Banken zu schließen. Die Maßnahmen der Notenbanken hatten große Auswirkungen auf die Refinanzierung der Banken. Im Juni 2014 hatte die EZB neue langfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) und die vollständige Zuteilung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (MROs) bekanntgegeben, was die kurz- und mittelfristigen Refinanzierungskosten der Euroraum-Banken niedrig halten dürfte.

Das europäische Bankensystem ist noch immer im internationalen Vergleich eher schwach und scheint kurzfristig außerstande, wesentlich mehr Kredite zu vergeben. Obwohl die Bilanzen in den letzten drei Jahren um fast 4 Billionen Euro geschrumpft sind, sind die europäischen Banken mit einer aggregierten Bilanzsumme von mehr als dem Dreifachen des BIP (Eurozone) noch immer die größten der Welt. In vielen Ländern ist der Bankensektor noch immer sehr kleinteilig und ineffizient. Auch gibt es oft Zweifel an der Kapitalqualität. Die Aufsichtsbehörden dürften den Druck daher aufrechterhalten.

Am 1. Januar 2015 tritt die europäische Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (BRRD) in Kraft. Die EZB kann dann frühzeitig intervenieren, wenn bestimmte Schwellenwerte unterschritten werden. Sie kann beispielsweise einen kommissarischen Administrator an die Spitze der Bank stellen, das Institut zwingen, einen Umschuldungsplan auszuhandeln oder die Abwicklung in die Wege leiten.

Weiters werden international, systemrelevante Banken in Zukunft auf ihr „Total Loss Absorbing Capital“ (TLAC) achten müssen, eine neue Kennzahl des Financial Stability Boards für die Kapitaladäquanz von Banken. Erwogen wird, ein TLAC von mindestens 16% der risikogewichteten Aktiva (RWA) zu verlangen. Dies wäre dann doppelt so viel wie die CET1-Anforderung (Common Equity Tier 1) nach Basel III.

Unterdessen sucht man in Europa weiter nach Möglichkeiten, den Druck vom Bankensektor zu nehmen, damit Banken den unter mangelndem Kreditzugang leidenden (süd-) europäischen kleinen und mittleren Unternehmen wieder Geld leihen. So ist bekannt, dass die europäische Investitionsbank EIB über einen Sonderfonds nachdenkt, um im Rahmen eines neuen EU-Programms die Investitionen zu fördern. Die EIB könnte so ihr AAA-Rating behalten und beispielsweise gemeinsam mit Peripherieländerbanken Juniortranchen garantieren. So könnte man sich das Ausfallrisiko teilen und für bessere Kreditratings von Investitions- und Infrastrukturprojekten sorgen.

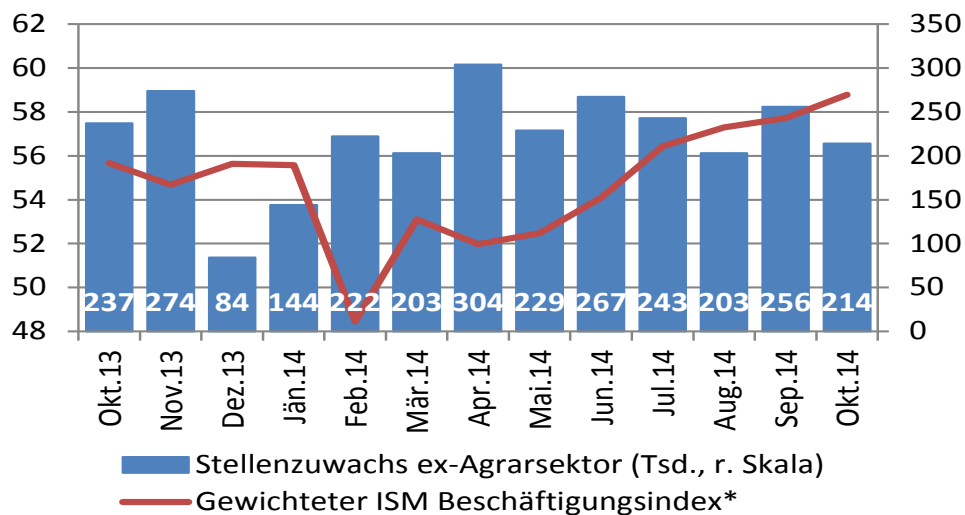
Die EU prüft eine Reihe von Möglichkeiten, die Risikotragfähigkeit der Banken zu verbessern und den Kreditmarkt zu beleben. Dazu zählen Finanzmarktreformen, um neue Finanzierungsquellen zu erschließen, Verbriefungen attraktiver zu machen, Kreditgarantien (in Zusammenarbeit mit staatlichen und privaten Einrichtungen) stärker zu etablieren und die Abwicklung notleidender Kredite zu beschleunigen.

## Federal Reserve Bank (FED)

Janet Yellen hat mit Februar 2014 den Vorsitz der US Notenbank übernommen. Inhaltlich sind keine wesentlichen Änderungen zur Politik des Vorgängers Ben Bernanke erkennbar. Zu Beginn der Amtsübernahme machte Yellen bereits klar, dass ein zu schnelles Vorgehen bezüglich der Zinswende zu einem Hemmschuh für die vollständige Erholung der Wirtschaft werden könnte.

Die Ressourcen am Arbeitsmarkt sind laut Yellen bei weitem noch nicht ausgeschöpft. Die Arbeitslosenquote fiel kontinuierlich auf zuletzt 5,9%. Allerdings betrachtet Yellen eine ganze Reihe verschiedener Jobdaten.

**US Arbeitsmarkt im Vergleich**



Quelle: Bloomberg

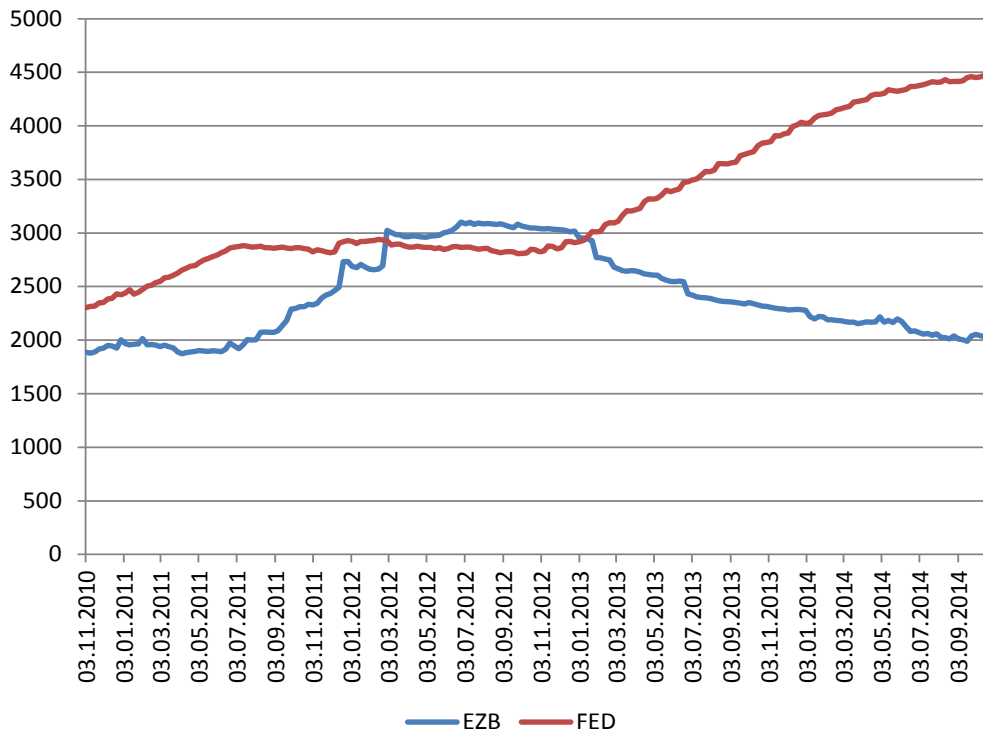
Die Inflationsrate ist derzeit rückläufig und liegt mit 1,7% unter dem Zielwert der US Notenbank. Somit sank in dieser Hinsicht der Druck unmittelbar eine Zinswende konkret zu planen. Die Erwartungen bezüglich der künftigen Leitzinsanhebungen hat die Fed auf Ende 2015 verschoben. Auch die Wachstumserwartungen für 2015 wurden seitens der Fed nach unten revidiert. Wurde bisher ein Wirtschaftswachstum von 3,1% für 2015 prognostiziert, so wurde die Prognose auf 2,8% gesenkt. Diesbezüglich bleibt noch Zeit bis eine unmittelbare Abkehr von der Niedrigzinspolitik tatsächlich auch erfolgen wird.

Nichtsdestotrotz wurde das „Tapering“ seitens der Fed mit Oktober 2014 beendet. Die Fed hatte im Herbst 2012 damit begonnen langfristige Staatsanleihen und Immobilienkredite im Wert von zunächst 85 Mrd. USD monatlich zu kaufen. Zuletzt waren es noch 15 Mrd. USD monatlich. Über mehrere Programme zum Anleihenkauf hat die Fed seit Mitte 2008 im Kampf gegen die Folgen der Finanzkrise 3.500 Milliarden USD aufgewendet. Im Dezember 2013 begann die Notenbank mit dem Ausstieg aus diesen Zukäufen.

Viel wesentlicher ist die wiederholte Zusicherung die Zinsen für „beträchtliche Zeit“ unverändert zu belassen.

### Liquiditätsausweitung der FED versus EZB

Bilanzsumme der Notenbanken in Landeswährung (in Mrd.)



Quelle: Bloomberg

## Bank of Japan

Die konsequente Umsetzung der von Premierminister Abe als Abenomics titulierten Maßnahmen zur Belebung der japanischen Wirtschaft sind sehr eng verknüpft mit der bestehenden Notenbankpolitik. Die neue expansive Notenbankpolitik unter Kuroda wird einen Zufluss für den japanischen Kapitalmarkt von insgesamt 1.400 Milliarden USD bis Ende 2014 beinhalten (Beginn März 2013), größtenteils durch den Ankauf von Staatsanleihen, börsengehandelter Indexfonds und Immobilienfonds. Dadurch soll eine Abwertung des Yen herbeigeführt werden und Inflation (künstlich) erzeugt werden. Japan, eine nach wie vor sehr auf Exporte beruhende Wirtschaft, reagiert damit unter anderem auf die expansive Geldpolitik der Fed.



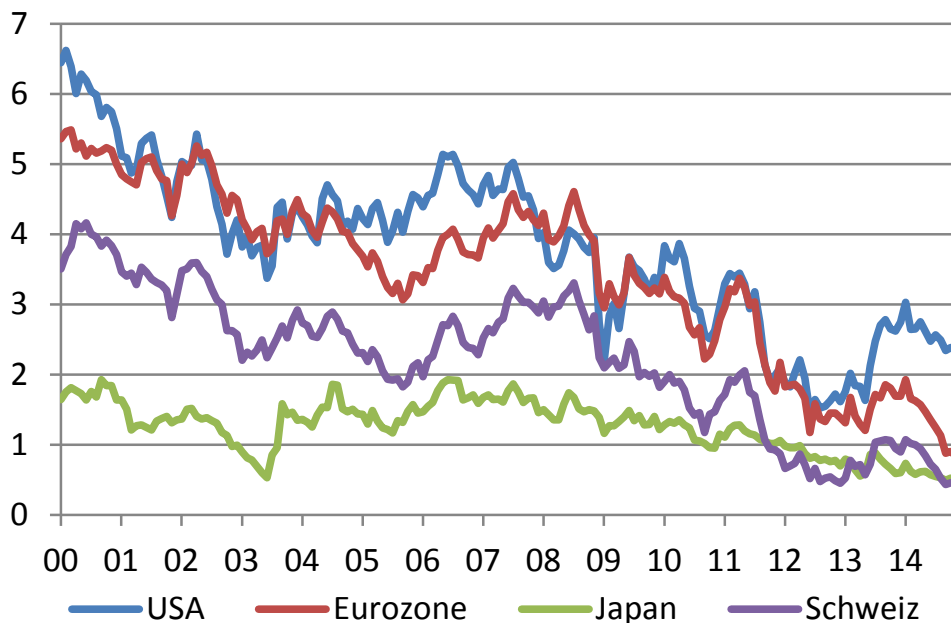
## Bank of England

Nach der sehr positiven Wirtschaftsentwicklung im ersten Halbjahr 2014 scheint die englische Wirtschaft ein wenig an Dynamik einzubüßen. Die Maßnahmen zur Eindämmung des Kreditwachstums haben bereits erste Wirkungen am Immobilienmarkt gezeigt. Die Bank of England geht nach wie vor davon aus, dass der inflationäre Druck gering bleiben wird, bedingt durch sehr moderate Lohnsteigerungen, trotz der gesunkenen Arbeitslosigkeit. Laut eigenen Schätzungen sollte die Inflation weiter bei 1,5% verbleiben, unter der Zielmarke von 2%. Derzeit wird eine Zinsanhebung von 25 Basispunkten im ersten Quartal 2015 erwartet.

## 8. Entwicklung der Kapitalmärkte

Die Geldpolitik wurde im Laufe des Geschäftsjahres 2013/14 in den entwickelten Ländern nicht verändert. Die Beibehaltung der expansiven Notenbankpolitik führte wiederholt zu positiven Ergebnissen bei risikoreicheren Anlageklassen. Unternehmensanleihen mit guter Bonität blieben hinter den Ergebnissen der Vorjahre. Die Staatsanleihen profitierten von den gestiegenen politischen Risiken, enttäuschenden Wirtschaftsdaten, und die Duration war auf Grund der Zweifel bezüglich einer raschen Erholung in Europa und den Aussagen der Fed sich noch mit Zinsanhebungen gedulden zu wollen, einer der Schlüsseltreiber für diese Anlageklasse. Sowohl aktuelle Daten als auch Frühindikatoren wiesen zuletzt eine uneinheitliche Tendenz auf. Die starken Zugewinne der Aktien führen auch zu weniger attraktiven Bewertungen in dieser Anlageklasse.

**Renditen Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit (in %)**

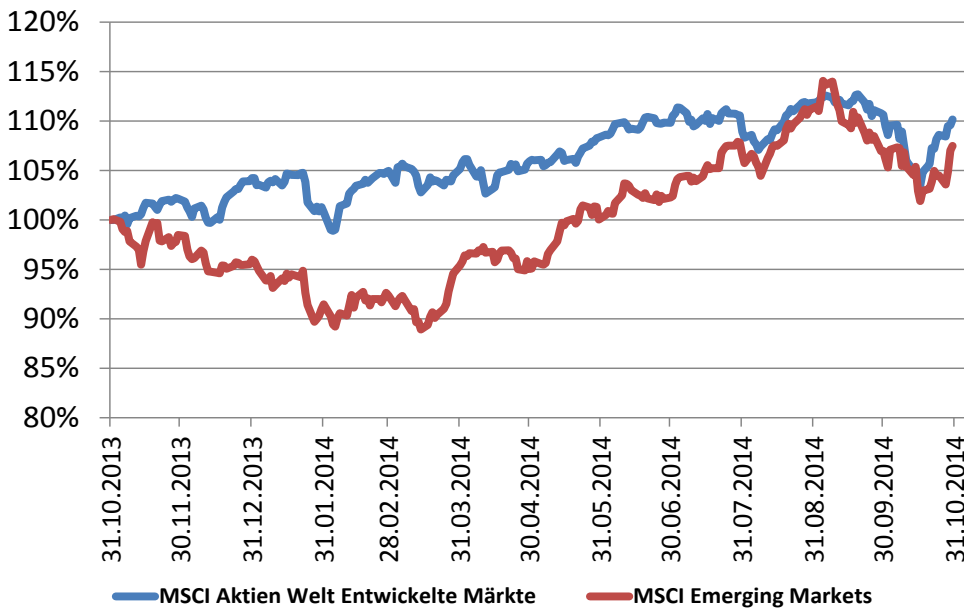


Quelle: Bloomberg

Entwickelte Märkte konnten die Wertentwicklung der Schwellenländer übertreffen. Die gesamtwirtschaftliche Situation in wichtigen Märkten Brasilien und China bleibt angespannt. Die chinesische Konjunktur leidet dementsprechend unter den Maßnahmen der Zentralregierung die Wachstumsraten auf einen moderaten Pfad zu stellen. Die Kreditvergabe und die Immobilienpreise werden zunehmend von der Regierung als kritisch eingestuft, somit wird auch hier eine rückläufige Tendenz zu beobachten sein. Einer der wesentlichen Faktoren war der Ausbruch der Ukraine Krise und die darauffolgenden Sanktionen seitens der USA und der EU gegen Russland. Obwohl immer wieder beteuert wird, dass sich Russland jederzeit am Verhandlungswege dieser Sanktionen entledigen könne, so bleiben die Bemühungen diesbezüglich mehr als

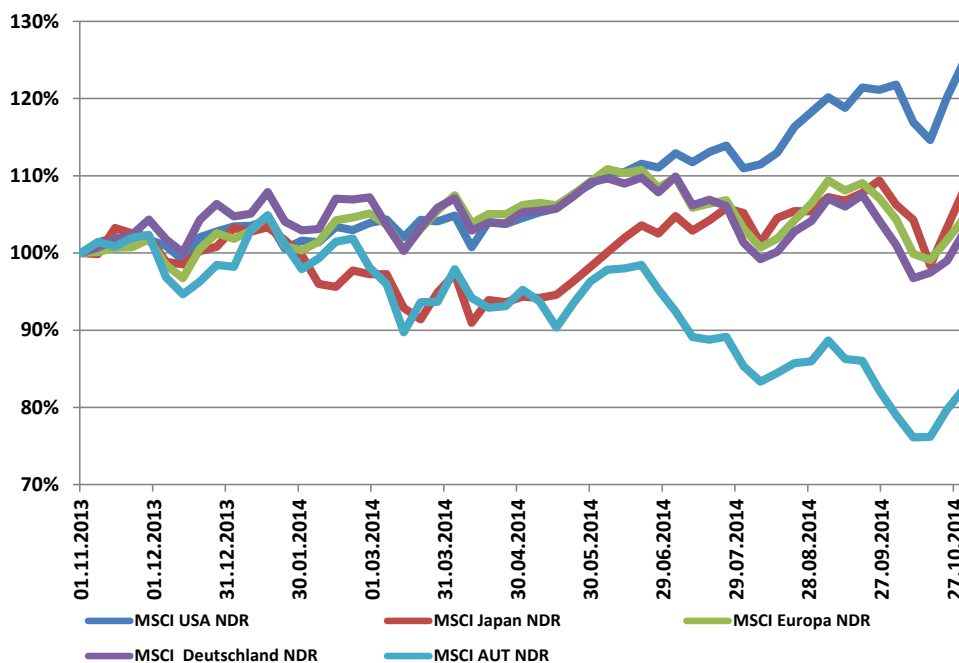
überschaubar. Russland leidet unter dem extremen Wertverfall der Währung, und die Wachstumsperspektiven schwinden mit den sinkenden Ölpreisen noch schneller als bisher. Somit steuert Russland auf eine Hyperinflation mit Null Wachstum. In diesem Umfeld zusätzliche Zugeständnisse einzufordern, scheint wenig zielführend. Für einige Länder der EU, speziell im deutschsprachigen Raum entfällt ein sehr wesentlicher Markt für Exporte. Den negativen Effekt sieht man in sich laufend verschlechternde Industrienaufträge und Auslastung der Produktion.

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



Quelle: Bloomberg

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



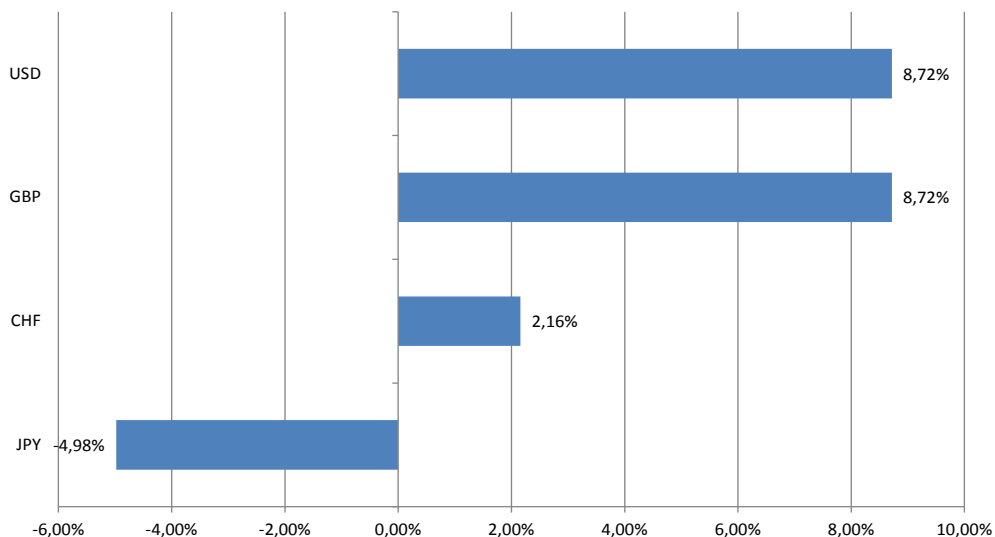
Quelle: Bloomberg (NDR = Net of Dividends Re-invested)

In den USA zeigt sich ein zwiespältiges Bild. Einerseits verzeichnet der US-Immobilienmarkt weiterhin eine deutliche Erholung seit Ausbruch der Finanzkrise, der Dienstleistungssektor entwickelt sich nach wie vor robust und Einzelhandelsumsätze sind hoch. Andererseits ist die Lage im verarbeitenden Gewerbe derzeit schwach.

Positiv hervorzuheben sind japanische Aktien. Die angekündigten sehr expansiven Schritte seitens der Notenbank haben bisher in diesem Jahr nur für moderate Zugewinne bei japanischen Aktien gesorgt. Versorger und nicht zyklische Konsumtitel konnten am meisten profitieren, da Unternehmen aus diesen Sektoren bevorzugt vom Kaufprogramm der Notenbank und der Pensionskassen profitieren.

Die Volatilität (Wertschwankungsbreite) bei US Aktien bleibt mit aktuell 14% deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt der letzten 5 Jahre, die bei 24% liegt. Ein ähnliches Szenario bietet sich auch bei europäischen und japanischen Aktien.

#### Währungsentwicklung vs. Euro im Geschäftsjahr 2013/2014

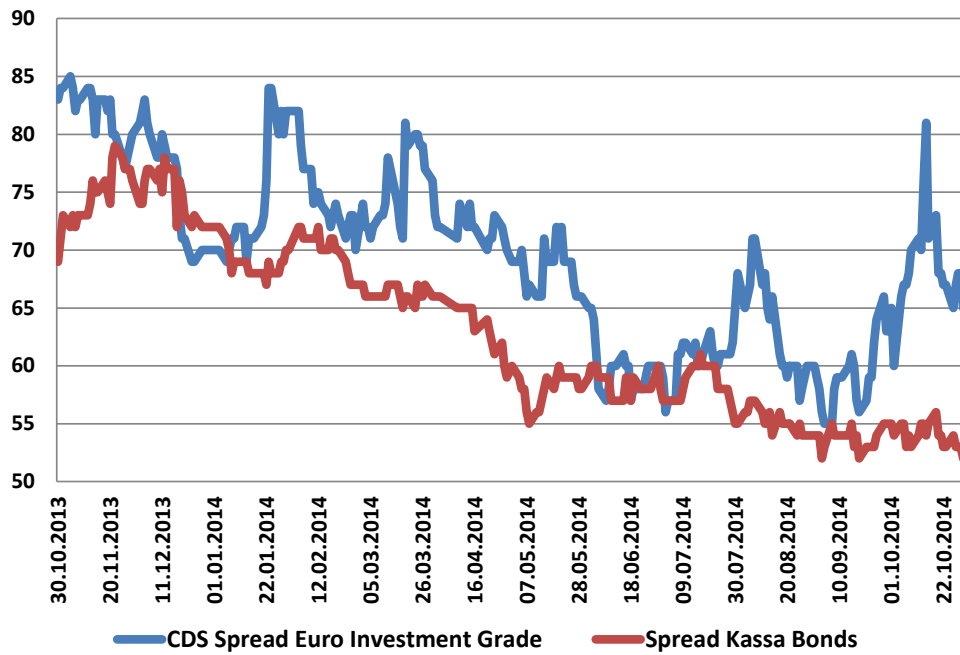


Quelle: Bloomberg

Bei den globalen Währungen zeigen sich im vergangenen Geschäftsjahr zwei wesentliche Tendenzen. Der Euro verliert (mit Ausnahme JPY) zu allen anderen Leitwährungen. Diese Entwicklung ist primär getragen durch die wiederholte Verschlechterung des konjunkturellen Umfeldes in der EU und der bereits sehr ausgeprägten Zinsdifferenziale (Transatlantik Spread) zwischen US und Euro Raum. Ähnlich verhält es sich mit dem britischen Pfund. Die Erwartung des Marktes läuft dahingehend, dass auch in Großbritannien bald Zinsanhebungen wegen der robusteren konjunkturellen Entwicklung anstehen.

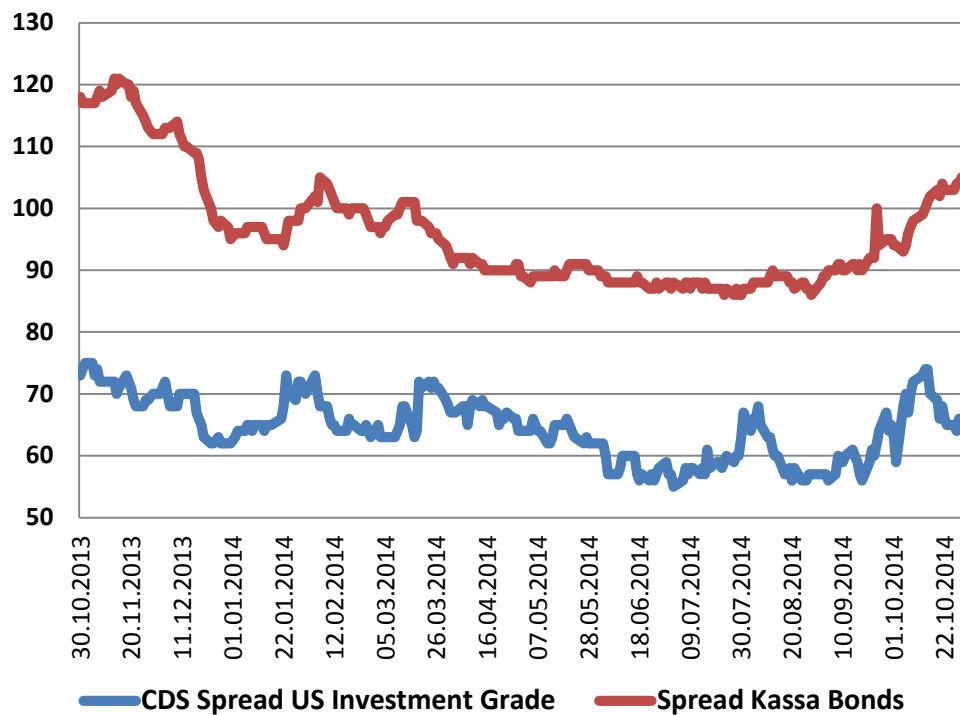
Der japanische Yen verliert gegenüber allen Leitwährungen am deutlichsten auf Grund der Lockerungsmaßnahmen seitens der Notenbank. Der Grundstein für eine Erholung wurde in Japan gelegt. Die notwendigen politischen Reformen erfolgen zögerlicher als vom Markt antizipiert.

**Risikoaufschlag (Spread) Euro Unternehmensanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)**



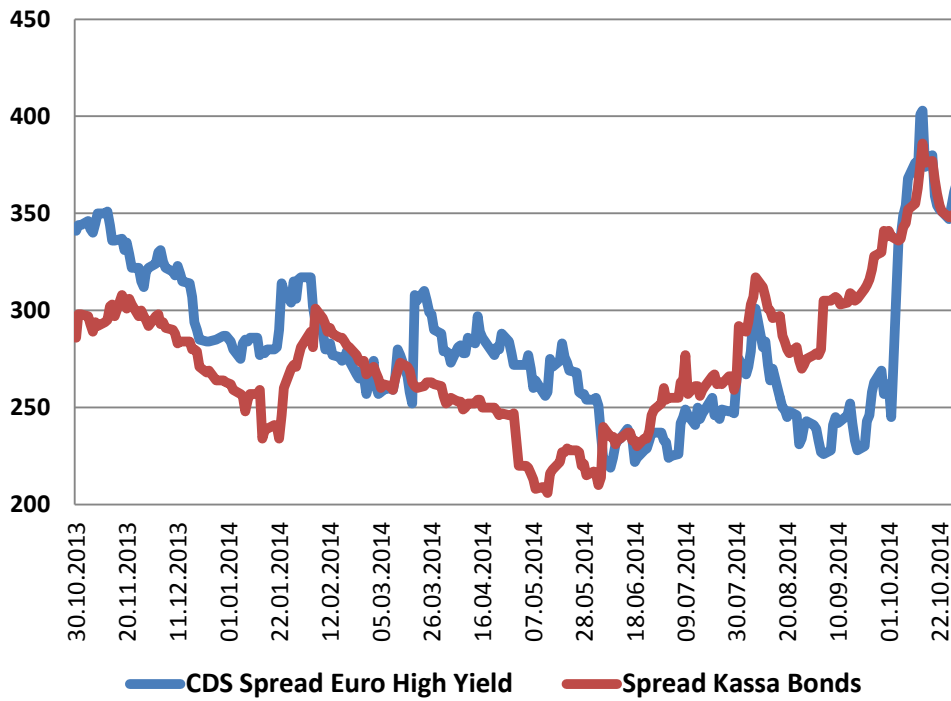
Quelle: Bloomberg

**Risikoaufschlag (Spread) US Unternehmensanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)**



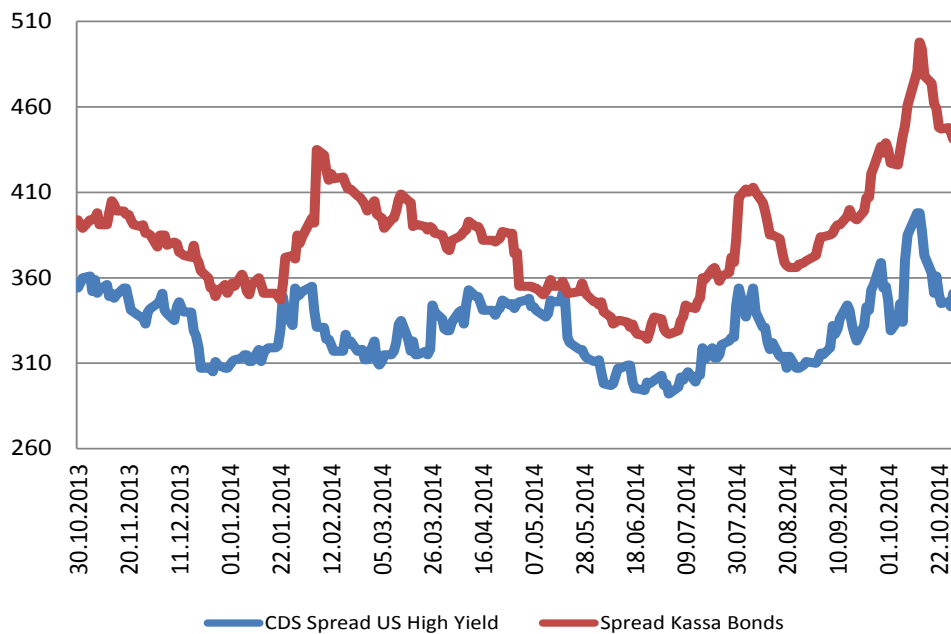
Quelle: Bloomberg

**Risikoaufschlag (Spread) Euro Hochzinsanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)**



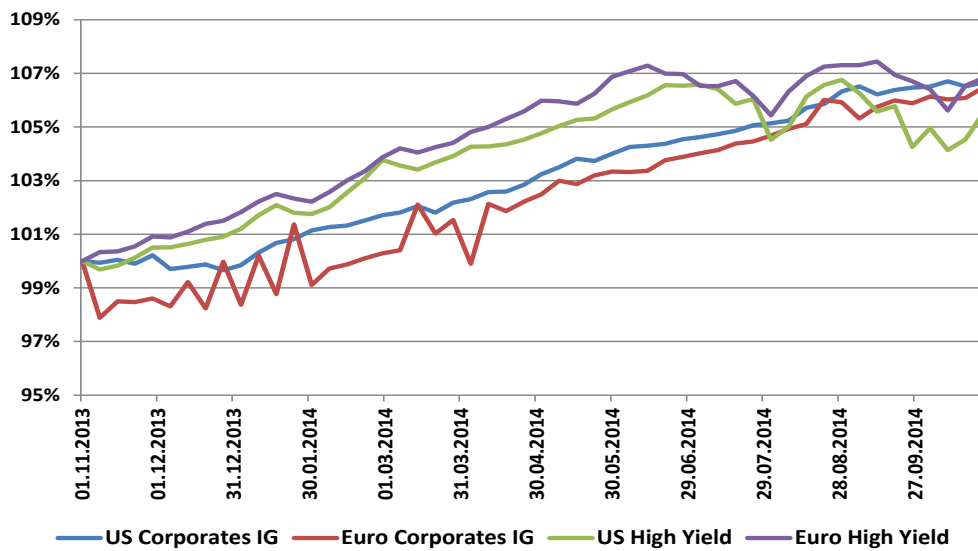
Quelle: Bloomberg

**Risikoaufschlag (Spread) US Hochzinsanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)**



Quelle: Bloomberg

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



Quelle: Bloomberg

Die gute Performance der Unternehmensanleihen ist auf den Umstand zurückzuführen, dass sich die Bilanzkennzahlen der Unternehmen weiter verbessern. Dies wirkt auf die Investoren angesichts des sehr niedrigen Zinsumfeldes noch zusätzlich als Kaufargument, weil dadurch Ausfallraten signifikant gesunken sind. Aus diesen Gründen suchte immer mehr Geld von Investoren überrenditen in Nischensegmenten der Anleihenmärkte (Emerging Markets Lokal- und Hartwährung). Illiquidität wurde wiederum als attraktiv gepreist betrachtet und führte zu einer positiven Entwicklung bei Segmenten wie CLO und MBS.

---

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

Gegenständliche Unterlage wurde von der Land Niederösterreich Finanz- und Beteiligungsmanagement GmbH (fibeg) ausschließlich für Informationszwecke an 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

Internetadresse: 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