

50. Finanzreport 2013 Absolute Return

Ueber-Bullish

In den einschlägigen amerikanischen Medien findet sich in letzter Zeit häufig der Begriff „ueber-bullish“ zur Charakterisierung der derzeitigen Lage an den Märkten. Während dieser Charakterisierung wenig hinzu zu fügen ist, stellt sich die Schlussfolgerung daraus doch anders dar, als das früher der Fall war. Übergekaufte Märkte bleiben hartnäckig übergekauft. Zwar gibt es noch Rückschläge, wie der Sommer 2011 gezeigt hat, aber Rückschläge entwickeln sich nicht mehr so zwangsläufig aus übergekauft-Situationen, wie das einmal der Fall war.

Die generelle und generell richtige Begründung für dieses veränderte Marktverhalten ist die weltweite Geldschwemme durch die expansive Politik der Notenbanken. Es wird noch gestritten ob die hohen Ströme (Käufe, wie etwa die Anleihenkäufe der Fed von derzeit 85 Mrd. Dollar im Monat) oder die hohen Bestände (derzeit rund 3.000 Mrd. Dollar Anleihen auf den Büchern der Fed), der Grund für das derzeitige Marktverhalten sind. Diese Diskussion ist bei weitem nicht nur akademisch, wie der Blick auf den Sommer 2011 zeigt. Damals waren nämlich die Käufe der Fed zwischendurch ausgesetzt.

Aus den Protokollen der letzten Fed-Sitzung vom 11. Dezember geht hervor, dass das Lager der Fed geteilt ist, in solche, welche die Anleihenkäufe noch in diesem Jahr beenden wollen, und jene, welche sie über das Jahr hinaus fortführen wollen. Dies ist eine Entwicklung, die es im Auge zu behalten gilt, die aber unmittelbar keine Konsequenzen hat, weil selbst ein halbes Jahr heutzutage an den Finanzmärkten in weiter Ferne liegt.

Somit stellt sich die Frage, wie mit einer Situation umzugehen ist, in der die Märkte von den Zentralbanken immer mehr in Risiko gezwungen werden und das Risiko angesichts übergekaufter Märkte sehr hoch ist, andererseits die Gelegenheit zum günstigen Einstieg nicht kommen will. Was die Anleihenmärkte, speziell die AAA-Kategorie angeht, ist meines Erachtens nach wie vor die weltweite Konjunktur entscheidend für die weitere Marktentwicklung. Selbst als die Fed im Frühsommer 2010 und im Frühsommer 2011 ihre Anleihenkäufe zwischendurch beendete, hinterließ dies keine Spuren bei den Kursen von TBonds und Bundesanleihen. Im Gegenteil, schlechtere Konjunkturerwartungen führten damals sogar zu einer Rally. Dieser Zusammenhang gilt auch weiterhin, denn schlechte Konjunktur heißt noch größere Dauer der Fed-Nullzinspolitik und damit über die erwartete Zinsstrukturkurve Druck auf die Renditen lang laufender Papiere. Somit wird hier noch kurz auf die Konjunkturlage einzugehen sein.

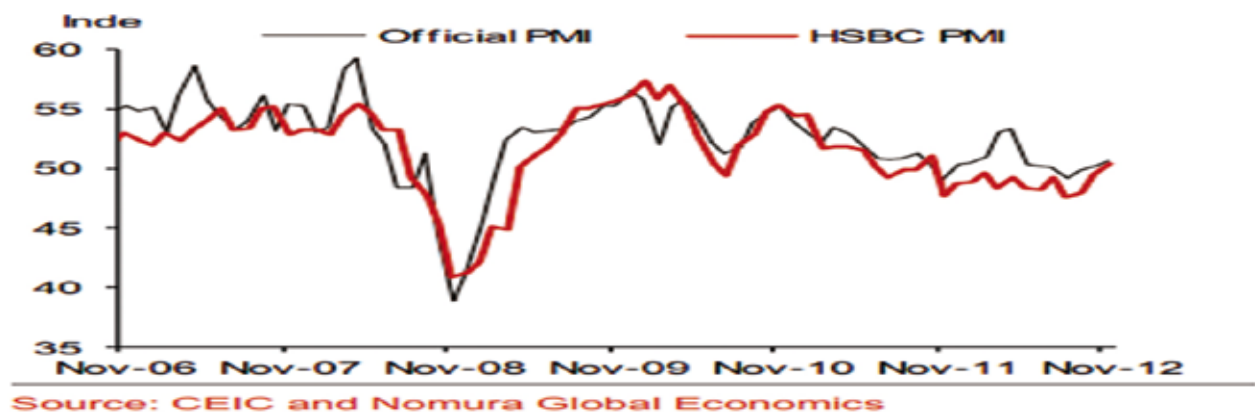
Bei Aktien stellt sich die Lage anders dar. Schlechte Fundamentaldaten können dem Aktienmarkt derzeit nichts anhaben. Selbst ein schlechter Ausblick oder schlechte Ergebnisse der führenden amerikanischen Unternehmen bewirken nichts. Mit den schlechten US-Außenhandelszahlen von Oktober und November ist die Konsensprognose für das amerikanische BIP-Wachstum im vierten Quartal jetzt auf weniger als 1 % gefallen. Jeffrey Immelt, der Chef von General Electric sprach Mitte Dezember davon, dass die Geschäfte sich im vierten Quartal definitiv verschlechtern haben. Dies hat alles keinen Einfluss auf den Aktienmarkt und soll es auch nicht haben. Schließlich will die Fed mit ihrem Ziel hoher Aktienkurse Einfluss auf die Stimmung nehmen, weil man glaubt, dass gute Stimmung (die von Keynes so genannten „animal spirits“) die Konjunktur beflügelt. Ich kenne volkswirtschaftliche Untersuchungen, die diese Vorstellung zurückweisen. Der Unternehmer orientiert sich an der realen Nachfrage nach seinen Produkten. An den Märkten funktioniert das jedoch. Eine aktuelle Umfrage unter großen Portfoliomanagern ergab, dass die Konjunkturerwartungen so gut sind, wie seit eineinhalb Jahren nicht.

Was ist also in einer Situation zu tun, in der übergekaufte Märkte einfach übergekauft bleiben und sich wenig um Fundamentales scheren? Bei Aktien zunächst eine reine Alpha-Strategie. Dementsprechend wurde in den Aktienfonds die Absicherung auf 100 oder nahe 100 % gestellt. Eine erfolgreiche Alpha-Strategie bedeutet derzeit solche Aktien zu finden, die einerseits günstig oder vernünftig bewertet sind und dabei nachhaltiges Umsatz- und speziell Gewinnwachstum aufweisen. Das heißt, es wird in Werte investiert, die in den letzten Jahren kräftig gewachsen sind und die nach den vorliegenden Markteinschätzungen und eigener Analyse der Konjunkturerwartung mindestens 2013 und 2014 wachsen können. Der Leser möge mir verzeihen, dass ich keine Beispiele nenne, weil es mir nicht möglich ist ihn bei neuer Information und einer Änderung meiner Einschätzung rasch zu unterrichten, während in den Fonds sofort reagiert werden kann. Da die Märkte nun aber doch massiv gelaufen sind, werden auch Aktien abgebaut, die extrem stark gestiegen sind, wie etwa die Coloplast oder AB Foods.

Was die Gesamtmarktentwicklung angeht sollen bei Aktien und Anleihen in Zukunft mathematische Timing Modelle stärker eingesetzt werden. Zu diesem Zweck wurde bei Aktien wie bei Renten je ein Modell für den langfristigen Trend und für kurzfristige Wendepunkte fertig gestellt.

Wie erwähnt, ist der Sinn und Zweck von Aktienmärkten, die jede schlechte Nachricht links liegen lassen, gerade der, dass der Eindruck entsteht, mit der Wirtschaft stehe alles zum Besten. Deshalb hier einige ergänzende Bemerkungen. Es stimmt, dass sich das Wachstum in China seit dem Herbst wieder etwas beschleunigt hat. Man kann dies an der nachfolgenden Graphik ablesen, welche die Entwicklung des offiziellen und des HSBC-Purchasing Manager Index für das Land darstellt. Gemessen an vielen Einzeldaten, wie PKW-Verkäufe, Nachfrage nach Ölprodukten, Eisenbahnfrachtkilometer, Stahlerzeugung usw. wuchs die chinesische Wirtschaft im zweiten und dritten Quartal 2012 überhaupt nicht. Steigende Kreditvergabe ab dem dritten Quartal hat inzwischen bei den genannten

Größen wieder zu einem Wachstum zwischen 5 und 10 % geführt. Diese Zahlen sind weit entfernt von den 20 bis 30 %, die 2009 bis 2011 zu beobachten waren. Bankkredite fallen auch schon wieder. Mäßige Konjunkturstimulierung ist im Übrigen auch erklärtes Ziel der chinesischen Führung.



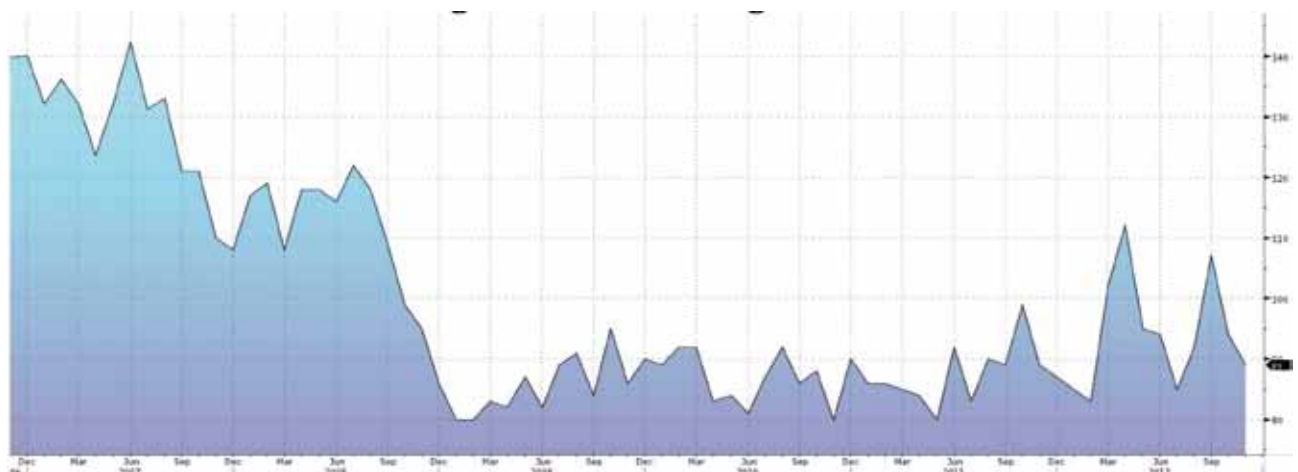
Die Konjunkturlage in Europa insgesamt ist katastrophal mit wenig Aussicht auf Besserung. Der spanische Immobilienmarkt ist weit von einer Bereinigung entfernt, so dass es dort noch auf Jahre nicht zu Wachstum kommen wird. Die französische Wirtschaft verliert immer mehr an Wettbewerbsfähigkeit und damit Wachstumschancen. Die Zeitschrift Fortune veröffentlichte vor kurzem einen Artikel mit dem Titel „France is in free fall“. So machten die französischen Exporte 1999 noch 7 % der Weltexporte aus, zuletzt waren es 3 %, ein Rückgang der auch nicht allein auf den Aufstieg Asiens zurückgeführt werden kann. 2005 war die französische Handelsbilanz noch mit 0,5 % des BIP im Plus. Letztes Jahr wurde ein Minus von 2,7 % registriert. Die neue französische Regierung tut alles um die Lage zu verschlechtern. Aber auch in Deutschland läuft nicht alles rund. Gemessen an den Zahlen zur Industrieproduktion wird das BIP im vierten Quartal ein deutliches Minus zeigen.

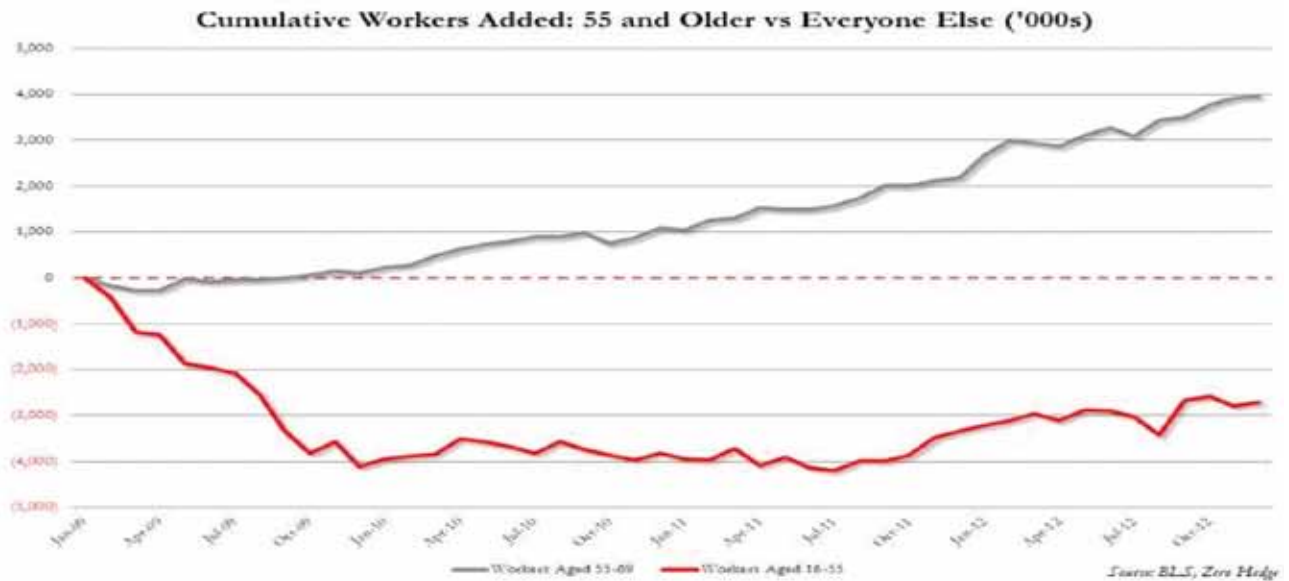
Die US-Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal 2012 mit einer Rate von gut 1 %. Für das dritte Quartal bleiben nach Abzug der Vorratsinvestitionen und der einmalig hohen Verteidigungsausgaben im Vorfeld der Wahlen ebenfalls rund 1 % und die Prognosen für das vierte Quartal lauten auf unter 1 %. Die steigenden Steuern auf Einkommen über 400.000 Dollar sowie die Rücknahme der Lohnsteuersenkung, die am 1. Januar beschlossen wurde, haben Entzugseffekte von rund 1 % des BIP. Für Anfang März stehen Ausgabenkürzungen von bis zu 0,7 % des BIP im Raum. Entsprechend schlecht sind die Wachstumschancen in diesem Jahr.

Es ist viel von der Erholung im amerikanischen Wohnimmobilienmarkt die Rede. Die Aktivitäten in diesem Bereich sind allerdings minimal. Sie machen gerade mal 0,9 % des BIP aus. Die Entwicklung der gesamten Bauaktivitäten (Wohn- und Gewerbeimmobilien und Infrastrukturbau) zeigt in der nachfolgenden Graphik der Dodge Index der gesamten Bauaktivitäten.

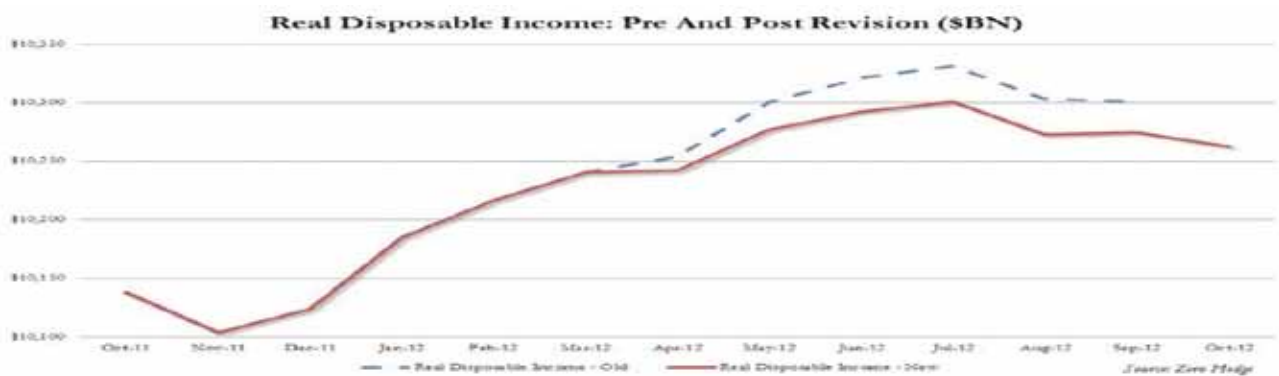
Auch die Arbeitsmarktdaten geben wenig Anlass zur Euphorie. Seit der Finanzkrise gingen in der Altersgruppe 16 bis 55 Jahre 2,7 Millionen Stellen verloren. 4 Millionen Stellen wurden in der Altersgruppe über 55 Jahre geschaffen.

Dodge Index Bautätigkeit USA





Eine Revision der Daten zeigt, dass die realen Einkommen in den USA nach dem Sommer wieder gefallen sind. Zwar werden die Werte für November und Dezember wieder stärker ausfallen, allerdings nur wegen vorgezogener Lohnzahlungen aufgrund der Steuererhöhungen in 2013.



Fazit: die weltweite Konjunktur wird sich in diesem Jahr tendenziell eher verschlechtern, denn verbessern. Somit werden die Renditen von AAA-Anleihen (unter Schwankungen) niedrig bleiben. Im Laufzeitbereich 9 bis 10 Jahre kann damit unter Berücksichtigung des Laufzeitverkürzungseffekt eine Rendite von rund 3 % erzielt werden. Schwankungen am Rentenmarkt ergeben sich in erster Linie aus der negativen Korrelation mit dem Aktienmarkt. Dieser ist übergekauft. Daraus folgt zwar noch kein Rückschlag. Schlechte Konjunkturdaten deuten aber auf eine Wiederholung des negativen Umsatzausblicks wie in der letzten Berichtssaison hin. Möglicherweise führt dies zu einer Marktentwicklung wie in der ersten Novemberhälfte, nicht zuletzt weil die Gespräche über das Schuldenlimit in den USA mit besonderer Härte geführt werden dürften. Aufgrund des unsicheren Umfelds wird bei Aktien vorerst eine reine Alpha-Strategie gefahren.

Berufserfahrung Universität

- 1975–76 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschafts- und Organisationswissenschaften, Bundeswehruniversität München.
- 1976–91 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Ökonometrie sowie am Lehrstuhl für Statistik, Universität München.
- 1980 Promotion zum Thema „Konjunkturmodell auf der Basis von Ifo-Daten“.
- 1991 Habilitation zum Thema „Effizienz des Devisenmarktes“. Bis 2001 Vorlesungen an der Universität München zu den Themen Ökonometrie, Konjunktur, Zinsen und Wechselkurse.

Berufserfahrung Hypo-Bank und Hypo-Vereinsbank

- 1992 Aufbau des internationalen Bondresearch. Entwicklung und Herausgabe einer Quartalsbroschüre zur Analyse internationaler Rentenmärkte.
- 1993 Leiter Quantgruppe des Research. Analyse und Prognose internationaler Rentenmärkte. In der Quantgruppe wurden unter anderem technische Anlagestrategien für das Portfoliomanagement der Bank entwickelt.
- 1994–95 Aufbau und Leitung der Strategieguppe des Portfoliomanagement der Bank mit den Aufgaben, Prognosevorgaben für das Portfoliomanagement zu erarbeiten und Marktanalysen für Kunden des Portfoliomanagement zu erstellen. Integration hochqualifizierter Mitarbeiter aus London und dem universitären Bereich in die Gruppe.
- 1995 Beförderung zum „Abteilungsdirektor“ der Hypo-Bank.
- 1996–98 Fachposition im Unternehmensbereich Geld-, Devisen und Wertpapiergeschäft der Hypo-Bank, später Hypo-Vereinsbank. Analyse und Prognose der fundamentalen Rahmenbedingungen der Aktien-, Anleihen- und Devisenmärkte. Beratung der Kunden des Auslandsales.
- 1999 Bondmarkt-Analyst

Berufserfahrung Selbständigkeit

- seit 2000 selbständige Beratung im Portfoliomanagement mit dem Markennamen rrm, Research und Risikomanagement.
- seit 2000 Beratung bei der Steuerung des BFG-Publikumsfonds „Trend-System Renten“ unter Zuhilfenahme eines mathematischen Modells der Rentenmärkte.
- seit 2001 Beratung der BFG, spätere SEB, bei der Steuerung von 5 Anleihen-Spezialfonds unter Zuhilfenahme eines mathematischen Modells der Rentenmärkte.
- seit 2002 Beratung von Versicherungen in München bei der Steuerung von drei gemischten Fonds.
- seit 2000 Erstellung von wöchentlichen Marktanalysen, seit 2006 monatlich. Bis 2004 wurden die Marktanalysen gegen Entgelt weitergegeben. Seit 2005 werden sie den Kunden unentgeltlich zu Informationszwecken überlassen.
- seit 2009 Kooperation mit der PT Asset Management AG und SwAM Swiss Asset Management AG

Sicherheit ist Trumpf! Für den sicherheitsorientierten Anleger.

Ziel des Fonds ist es, in jeder Marktphase positive Erträge zu erzielen.

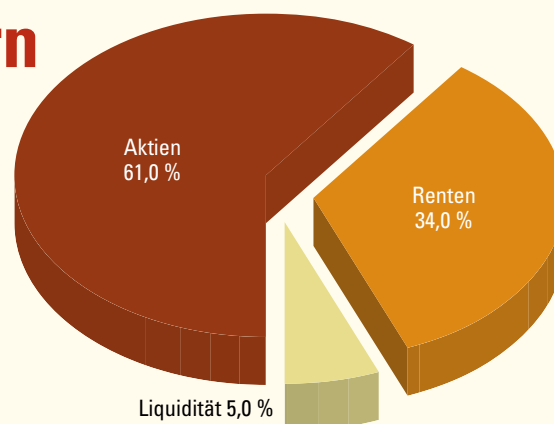
PTAM Absolute Return

WKN: A1JRP0 (B Tranche)

WKN: A0M2JL (A Tranche)

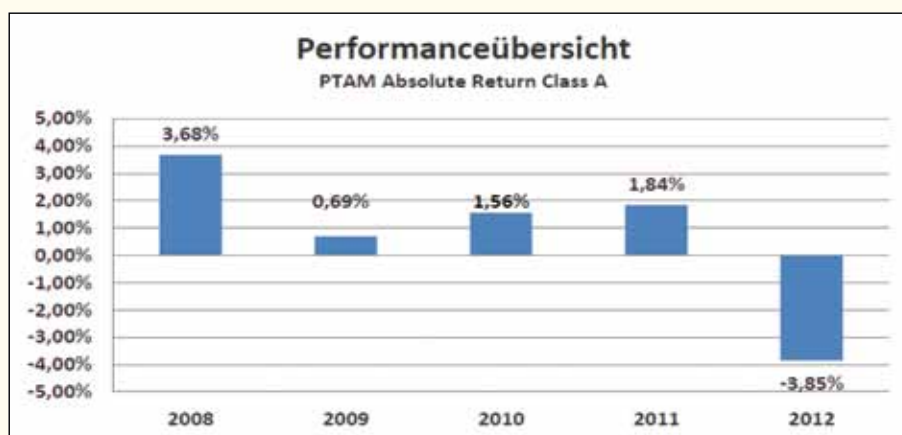
Fondsberater: Dr. Walter Naggl

- Stetiger Ertrag bei geringem Risiko
- Flexibler, vermögensverwaltender Mischfonds
- Investition in Aktien und Anleihen
- Dynamische Absicherung der Aktien-, Renten- und Währungspositionen
- Absicherungsquote – Aktien zwischen 70 und 130 Prozent
- Geeignet für den sicherheitsorientierten Anleger



Absicherungsquote Aktien
per 14.01.2013 ca. 100 %

Absicherungsquote Renten
per 14.01.2013 ca. 0 %



Das Ziel des PTAM Absolute Return ist stetiger Ertrag bei geringem Risiko. Anlageuniversum sind überwiegend europäische und US-Aktien, Staatsanleihen, Pfandbriefe und hochrangige Unternehmensanleihen. Der Investitionsprozess bei Anleihen basiert auf der Makroanalyse, der Spread Entwicklung zwischen Anleihen der Euroländer sowie zwischen Staatsanleihen, Pfandbriefen und Unternehmensanleihen, dem Laufzeitverkürzungseffekt, Charts und einem mathematischen Trendfolgemodell. Aus der Makroanalyse folgt die grundsätzliche Positionierung auf der Renditekurve bezogen auf die Laufzeit. Bei positiven mittel- bis langfristigen Kurserwartungen wird grundsätzlich eine lange Duration gewählt. Zur Absicherung kürzerfristiger Risiken in diesem Szenario wird die Duration fallweise durch Verkauf von Terminkontrakten verkürzt, wenn nötig, auch massiv verkürzt. Das Aktienmarktrisiko wird durch Investition in werthaltige Aktien nach dem Value-Ansatz erzielt. Die Aktienauswahl basiert auf der Analyse von Einzelwerten anhand von Unternehmenskennzahlen, Chartentwicklung und Sektoranalyse.

Wertentwicklung



Haftungsausschluss: Diese Druckschrift enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Etwaige Unrichtig- oder Unvollständigkeiten dieser Information begründen keine Haftung, weder für unmittelbare noch für mittelbare Schäden. Insbesondere haftet nicht die PT Asset Management AG oder die SwAM Swiss Asset Management AG für die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen. Diese Broschüre darf nicht als Aufforderung zum Kauf eines Fondsanteils verstanden werden. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei der Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kursverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Massgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen.