

# 51. Finanzreport

2013 Absolute Return

## Kein Ausgang – No Exit

*Die Chancen sind sehr klein, dass die USA einen kräftigen Aufschwung erleben, welcher der Fed einen Ausstieg aus dem gegenwärtigen Bondkaufprogramm ermöglichen würde. Je länger die Fed-Käufe anhalten, umso größer werden die Risiken aus dem gigantischen Anschwellen der Fed-Bilanz und umso unglaubwürdiger wird die Position der Fed, dass man jederzeit aus diesem Programm aussteigen könne. Unglaublich wird die Fed auch, falls es mit der amerikanischen Wirtschaft bergab geht, weil sich QE dann als wirkungslos herausstellt. Verlieren die Märkte aber Vertrauen in die Fed, so bedeutet das, dass risikoarme Papiere, wie kurzlaufende TBonds, Bundesanleihen oder Gold gewinnen und Risikopapiere verlieren. Attraktiver werden Bundesanleihen nun auch weil politische Spannungen im Euro-Block zunehmen, gegen die auch die EZB machtlos ist. Am Ende der Analyse werden beispielhaft für Anleihen die Ergebnisse eines neuen mathematischen Timing-Modells vorgestellt.*

Im Februar unternahm die Fed einen ersten Versuch, die Marktreaktion auf ein mögliches Ende ihrer Anleihenkäufe von derzeit 85 Mrd. Dollar im Monat zu testen. In den Auszügen zur vorangegangenen Fed-Sitzung hieß es das viele Teilnehmer ihr Unbehagen über mögliche Kosten und Risiken dieses Kaufprogramms äußerten. Einige Teilnehmer sprachen sich für ein Auslaufen der Käufe bis Mitte dieses Jahres aus, manche für ein Auslaufen zum Jahresende. Die Formulierung blieb bewusst vage. Der Aktienmarkt verlor daraufhin einige Prozent. Danach sprach sich Bernanke für eine Fortsetzung der Käufe aus, bis die Arbeitslosenquote auf mindestens 6,5 Prozent gesunken sei, was der offiziellen Linie entspricht. Aktien stiegen wieder.

Bernanke neigt zur Verharmlosung der Risiken seiner Politik die bei unveränderter Fortsetzung die Bilanz der Fed bis Ende 2013 auf 4000 Mrd. Dollar aufblähen wird. Noch im letzten Jahr meinte er, die Fed könne die Anleihen auf ihren Büchern ja jederzeit wieder verkaufen. In der kürzlich erfolgten Anhörung vor dem Kongress ist er allerdings von dieser Linie abgewichen, da sie zu unglaubwürdig ist. Den Ausstieg aus dieser Politik stellt er sich jetzt so vor, dass die Fed ihre Käufe beendet und die Bilanz durch Abreifung (Fälligwerden) ihrer Anleihen abschmelzen lässt. Das bedeutet: es fehlte dann ein Käufer von Anleihen in der Größenordnung des monatlichen Staatsdefizits der USA und müsste durch entsprechende private Nachfrage oder Nachfrage aus dem Ausland ersetzt werden. Mehr noch: in dem Maß wie Papiere bei der Fed fällig werden, muss der Schuldner, das ist überwiegend der amerikanische Staat, neue Papiere emittieren, die ebenfalls nicht von der Fed aufgenommen werden. Stanley Druckenmiller, der mit einer durchschnittlichen Performance von 30 % p.a. über zwanzig Jahre wohl erfolgreichste amerikanische Fondsmanager, fragt rhetorisch: was glauben Sie, was Leute wie ich dann tun werden? Die Antwort lautet, T-Bonds verkaufen so viel nur geht. Das heißt, ein Ende der Fed-Käufe wird voraussichtlich die Renditen in den USA massiv nach oben schnellen lassen und entsprechend den Aktienmarkt in Mitleidenschaft ziehen. Außer in einer tiefen Krise kann die Fed ihre Käufe also gar nicht beenden und in einer tiefen Krise wird sie sie nicht beenden wollen. Bernanke's Politik kann man mit einem Fahrer vergleichen, der voll aufs Gas tritt. Leider hat das Auto in dem er sitzt keine Bremsen. Wie das endet kann man sich in Didi Hallervordens Film „Der Experte“ ansehen.

Der Vollständigkeit halber sei hier erwähnt, dass es ein Ausstiegsszenario mit einer sehr kleinen Eintrittswahrscheinlichkeit gibt, nämlich das Zusammentreffen vieler günstiger Entwicklungen: ein so kräftiges Wirtschaftswachstum, dass ihm stark steigende Renditen nichts anhaben können und das die amerikanischen Steuereinnahmen trotz der sehr niedrigen Steuersätze so stark steigen lässt, dass das Defizit dahin schmilzt.

Die Meinungen über die derzeitige und zu erwartende Lage der Wirtschaft und damit der Gewinne gehen wie immer auseinander. Das amerikanische „Economic Cycle Research Institute“ vertritt die Meinung, dass die USA seit letztem Sommer eine Rezession erleben. Andere vertreten eine positive Meinung. Bill Gross erwartet nun für das zweite Halbjahr ein BIP-Wachstum in der Größenordnung von 3 %. Die Prognose und selbst die Diagnose der konjunkturellen Entwicklung ist nicht einfach. So vertrat Bernanke noch im August 2008 die Ansicht der amerikanische Immobilienmarkt werde sich bald wieder erholen und das Wirtschaftswachstum sich beschleunigen. Im September begann die Rezession.

Es wird immer offensichtlicher, dass der Aktienmarkt von der Fed nach oben gebracht wird, vielleicht nur von der Fed. Aber es gibt neben ungünstigen Daten für den Markt auch immer wieder günstige, welche als Rechtfertigung für den Kursanstieg herangezogen werden. Sollte sich aber das Wachstum in den USA weiter abschwächen (das mittlere vierteljährliche Wachstum annualisiert gegen Vorquartal in den letzten drei Quartalen war 1,5 %) und die Wirtschaft in die Rezession abgleiten, was meines Erachtens die wahrscheinlichste Entwicklung ist, so fehlt der Aktienmarktrally die Rechtfertigung durch Fundamentaldaten. Rezession in den USA impliziert auch ein Scheitern der Fed-Politik, die darin besteht, über ein Aufblähen des Aktienmarkts durch den Vermögenseffekt die Wirtschaft anzukurbeln. Das hieße einen Vertrauensverlust in die Institution, die maßgeblich für den derzeitigen Kursanstieg steht. Vertrauensverlust in die wichtigsten staatlichen Institutionen bedeutet aber immer fallende Aktienkurse und Flucht in Papiere mit geringem Risiko, zum Beispiel Bundesanleihen.

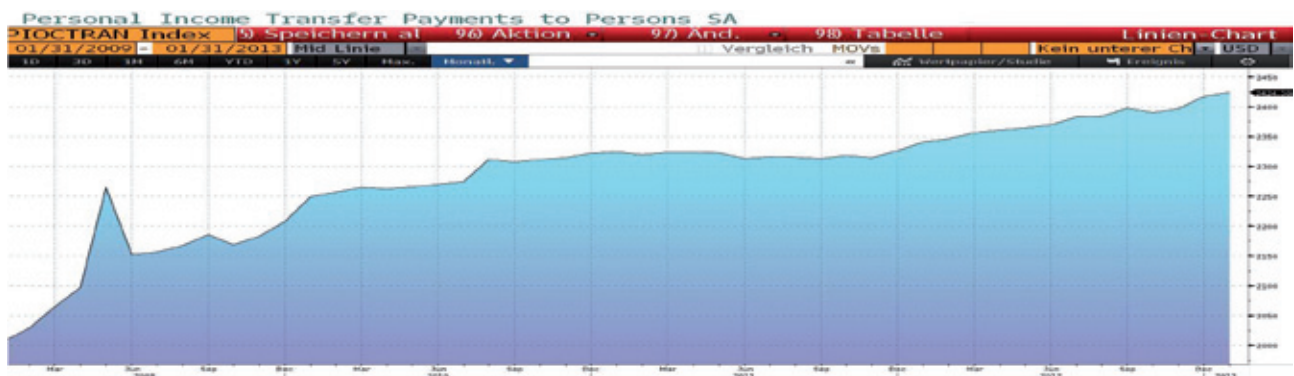
In den 15 Jahren von 1993 bis 2007 erzielten die USA noch ein mittleres BIP-Wachstum von 3 Prozent begünstigt durch niedrige Ölpreise und ein hohes Bevölkerungswachstum. Der scharfe Anstieg des Ölpreises ab 2005 und das Platzen der Blase am amerikanischen Immobilienmarkt führten zur schweren Rezession 2008 und 2009. Seit zwei Jahren bewegt sich der Ölpreis am Weltmarkt in einem Band zwischen 100 und 120 USD und wirkt damit als Wachstumsbremse. Benzinpreise in den USA sind am Allzeithoch. Der wachstumshemmende Effekt daraus kann durch den Rückgang der Preise für Erdgas nur gemildert, aber nicht umgekehrt werden.

## Brent Öl in USD 1993 bis 2013



Bis zur Finanzkrise war das Bevölkerungswachstum in den USA etwa 1 Prozent p.a. und ist nun durch niedrigere Geburtenraten auf 0,2 Prozent p.a. gefallen. Wichtige Parameter für ein so kräftiges Wachstum wie vor der Finanzkrise haben sich also entscheidend verschlechtert.

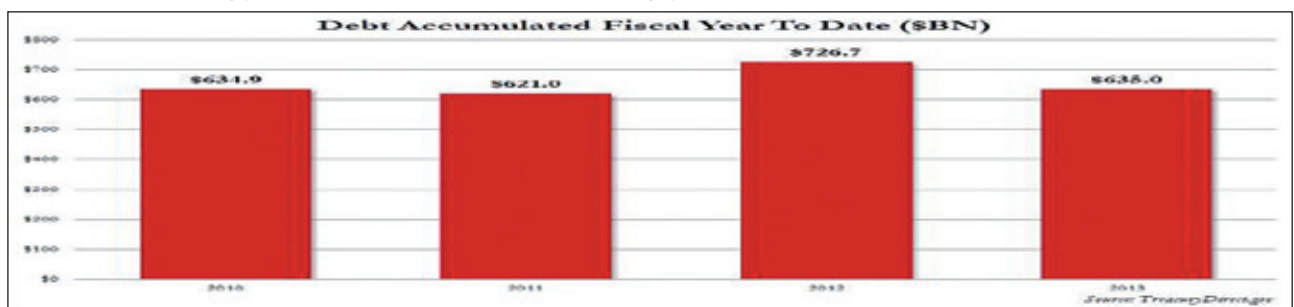
## US Transferszahlungen 2009 - 2013



Transferzahlungen nahmen in den USA im Folge der Finanzkrise massiv zu, waren 2011 wenig verändert und stiegen 2012 wahlbedingt noch einmal um 100 Mrd. USD an. Im Ergebnis gelang den USA in den letzten drei Quartalen 2012 ein mittleres BIP-Wachstum von 1,5 Prozent.

Nun soll also gespart werden. Steuern für Einkommen über 400.000 USD sowie die Lohnsteuer sind am 1. Januar gestiegen und seit 1. März gilt die automatische Ausgabenkürzung von 85 Mrd. USD oder gut 0,5 Prozent des BIP.

## US-Neuverschuldung jeweils von Oktober bis März des Folgejahres



Wie die Grafik zeigt, ist die Neuverschuldung in den zurückliegenden fünf Monaten seit Oktober 2012 nur niedriger als im entsprechenden Vorjahreszeitraum, als sie besonders hoch war. Die wachstumshemmenden Maßnahmen aus Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen beginnen also erst noch zu greifen.

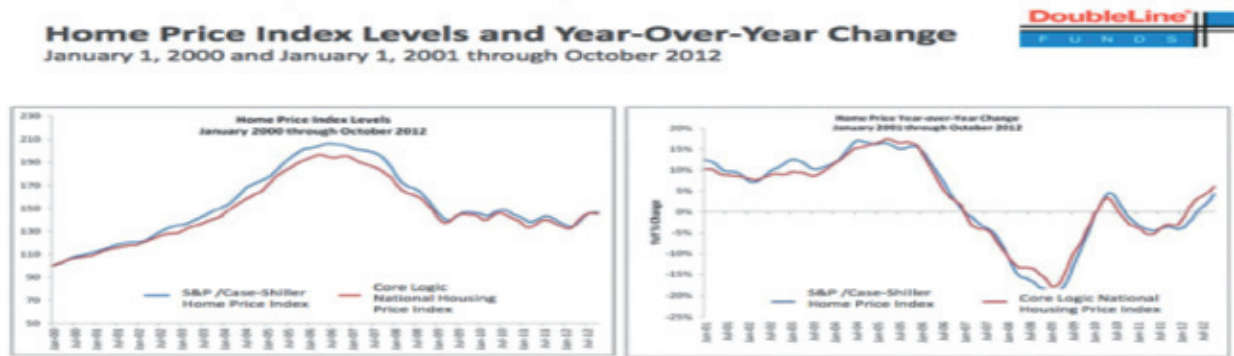
Positiv auf das Wirtschaftswachstum wirkt sich die Erholung der Preise für Wohnimmobilien aus. Dieser Effekt relativiert sich jedoch schnell, wenn man bedenkt, dass die Zuwachsraten (rechte Grafik) nur relativ geringen Niveauänderungen (linke Grafik) entsprechen.

In der Summe sprechen also die Rahmenbedingungen für eine Verlangsamung des Wachstums in den USA, möglicherweise sogar für eine Rezession. Aber zeigen die jüngsten Daten da nicht in eine andere Richtung?

Für Februar wurde aus der Unternehmenserhebung ein Zuwachs von 240.000 Stellen und ein Anstieg der Einzelhandelsumsätze um 1,1 Prozent gegen Januar gemeldet. Das sieht gut aus. Wie in den letzten Jahren sind allerdings im Winterhalbjahr die Zuwächse größer geworden, vermutlich wegen fehlerhafter Saisonbereinigung. Man darf auf die kommenden Monate gespannt sein. Man sollte auch

## Niveau und Vorjahresänderung Preisindex für US-Wohnimmobilien

Quelle: Bloomberg Financial Services, Case-Shiller



hinter die Kulissen schauen. Die amtliche Arbeitskräfteerhebung bei den Haushalten ergab für Februar einen Verlust an Vollzeitstellen, der nur durch einen größeren Zuwachs an Teilzeitstellen überkompensiert wurde. Eine Erhebung von Gallup kommt zu einem vergleichbaren Ergebnis, nämlich dass im Februar gegenüber demselben Vorjahresmonat per Saldo Vollzeitstellen verloren gingen.

PKW-Käufe haben aufgrund des Ersatzbedarfs in den letzten Jahren viel zu den Einzelhandelsumsätzen beigetragen. Stolz meldet die amerikanische Industrie, dass man trotz der Steuerhöhungen in diesem Jahr einen Absatz auf dem nun wieder hohen Niveau von knapp 15,5 Millionen erwartet. Seit November sind wir allerdings da schon angelangt, so dass sich nach diesen Schätzungen im Jahresverlauf kein Wachstum ergeben wird.

Die realen Stundenlöhne sind im Januar um 0,1 Prozent gegen denselben Vorjahresmonat gewachsen. Die realen verfügbaren Einkommen waren unverändert. So verwundert es nicht, dass Wal Mart seine Februar-Umsätze als katastrophal bezeichnete und McDonalds im Februar sehr schwache Umsätze hatte. Fazit ist, dass auch die jüngsten US-Daten durchaus im Einklang mit der These eines sich abschwächenden Wachstums stehen.

## US PKW Verkäufe saisonbereinigt und annualisiert, in Millionen



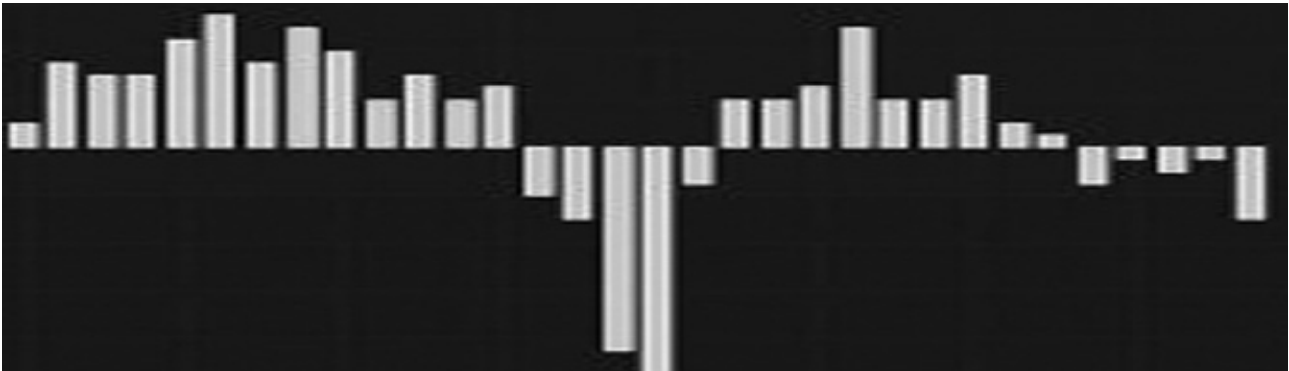
In China hat sich der Preisauftrieb gemessen am Preisindex der Lebenshaltung wieder beschleunigt. Die Inflationsrate ist im Februar auf 3,2 Prozent gestiegen. Auch die Immobilienpreise steigen wieder schneller, so dass nun die Bekämpfung der Inflation Priorität hat, obwohl das Wirtschaftswachstum wieder nachgibt. Die jüngsten Purchasing Managers Daten waren schwächer, Einzelhandelsumsätze sind im Januar und Februar zusammen mit 12 Prozent gewachsen, nach 15 Prozent in der zweiten Jahreshälfte 2012 usw. Die nachfolgende Graphik der Stahlpreise ist ein gutes Maß für die konjunkturelle Entwicklung. Man erkennt den Beginn der Erholung im Spätsommer 2012 und die nun einsetzende Abschwächung. Auch die Kupferpreise sprechen die gleiche Sprache.

## Preis für Walzstahl, Yuan/Tonne



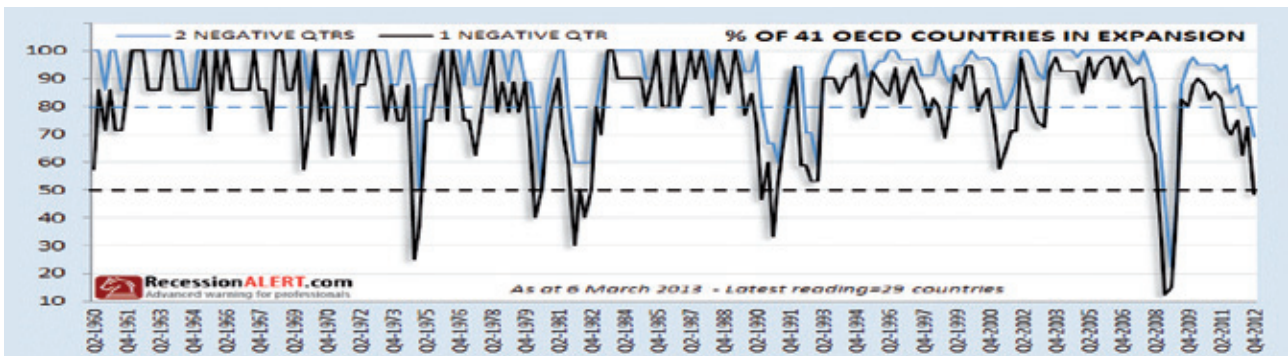
In Euroland herrscht Rezession, was nicht näher erläutert werden muss. Jüngste Daten haben sich noch verschlechtert. In Frankreich beispielsweise ist die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im Januar um 4,5 Prozent gegen denselben Vorjahresmonat geschrumpft, nach 3 % im Dezember. Sehr düster ist die Lage in Italien. Das BIP schrumpfte 2012 um 2,4 Prozent. 360.000 Kleinunternehmen machten dicht. Bei 65 % der italienischen Haushalte reichen Lohn und Gehalt nicht bis zum Monatsende.

#### Euro-Block BIP saisonbereinigte Veränderung zum Vorquartal 2005-2012



Die weltweite konjunkturelle Entwicklung schließlich spiegelt sich in nachfolgender Grafik.

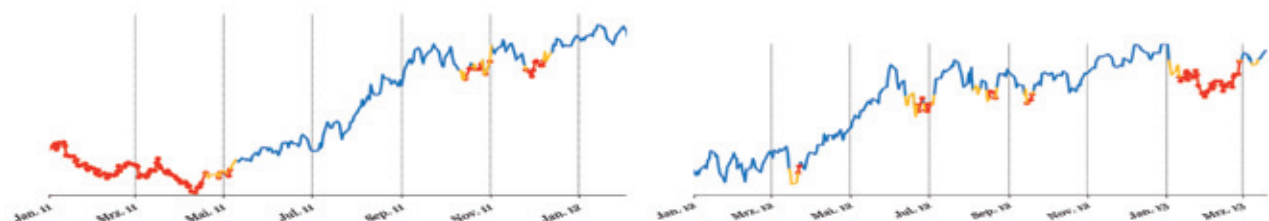
#### Anteil der 41 OECD Länder in der Expansionsphase Q2 1960 – Q4 2012



Fazit: die Chancen sind sehr klein, dass die USA einen kräftigen Aufschwung erleben, welcher der Fed einen Ausstieg aus dem gegenwärtigen massiven Bondkaufprogramm ermöglichen würde. Je länger die Fed-Käufe anhalten, umso größer werden die Risiken aus dem gigantischen Anschwellen der Fed-Bilanz und umso unglaublicher wird die Position der Fed, dass man jederzeit aus diesem Programm aussteigen könne. Unglaublich wird die Fed auch, falls es mit der amerikanischen Wirtschaft bergab geht, weil sich QE dann als wirkungslos herausstellt. Verlieren die Märkte aber Vertrauen in die Fed, so bedeutet das, dass risikoarme Papiere, wie kurz laufende TBonds, Bundesanleihen oder Gold gewinnen und Risikopapiere verlieren. Attraktiver werden Bundesanleihen nun auch weil politische Spannungen im Euro-Block zunehmen, gegen die auch die EZB machtlos ist.

Vorerst kann sich die Rally am Aktienmarkt noch etwas fortsetzen oder der Aktienmarkt das hohe Niveau halten. Der Marktumbruch ist eine Timing-Frage und diese wird am besten mit Timing-Modellen beantwortet. Aufbauend auf mehr als zwanzigjähriger Erfahrung mit solchen Modellen wurde in zwei Jahren ein äußerst leistungsfähiges System für Anleihen, Aktien und Währungen geschaffen, das nun in die laufende Arbeit integriert und hier sukzessive dargestellt wird. Die folgenden Graphiken zeigen die Signale für den „Effas Index deutsche Staatsanleihen 5 bis 7 Jahre“ für zwei aufeinanderfolgende Jahre. Generiert werden Kauf- und Verkaufssignale sowie ein Warnsignal für den Übergang aus beiden. Wie man erkennt, reagiert das Modell sehr schnell, lässt aber auch Raum für das Durchhalten von Trends und kann damit gut in das Portfoliomanagement integriert werden.

#### Effas Index deutsche Staatsanleihen 5 bis 7 Jahre



# Sicherheit ist Trumpf! Für den sicherheitsorientierten Anleger.

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

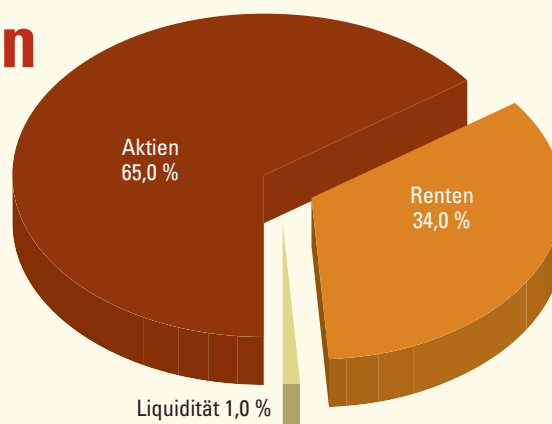
## PTAM Absolute Return

WKN: A1JRP0 (B Tranche)

WKN: A0M2JL (A Tranche)

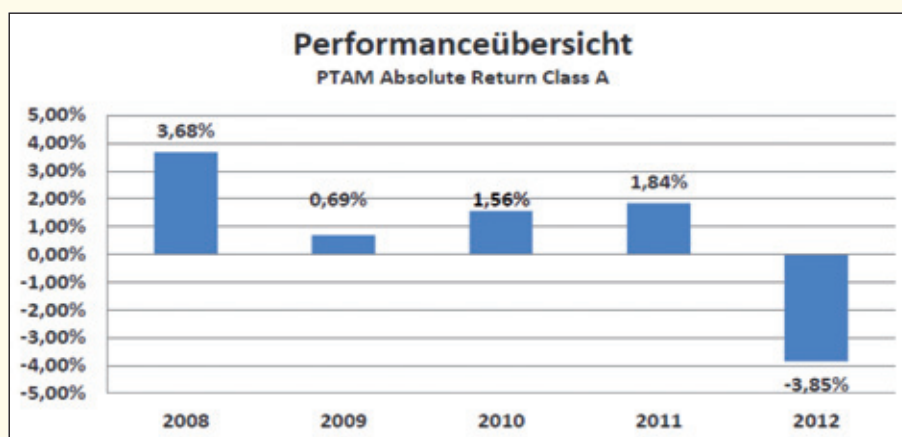
Fondsberater: Dr. Walter Naggl

- 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 18.03.2013 ca. 110 %

Absicherungsquote Renten  
per 18.03.2013 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 Unvollständigkeits dieser Information begründen keine Haftung, weder für unmittelbare noch für mittelbare Schäden. Insbesondere haftet nicht die PT Asset Management GmbH 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.