52. Finanzreport 2013

Absolute Return

Swiss Asset Management AG

PT Asset Management GmbH
VERMÖGENSVERWALTUNG

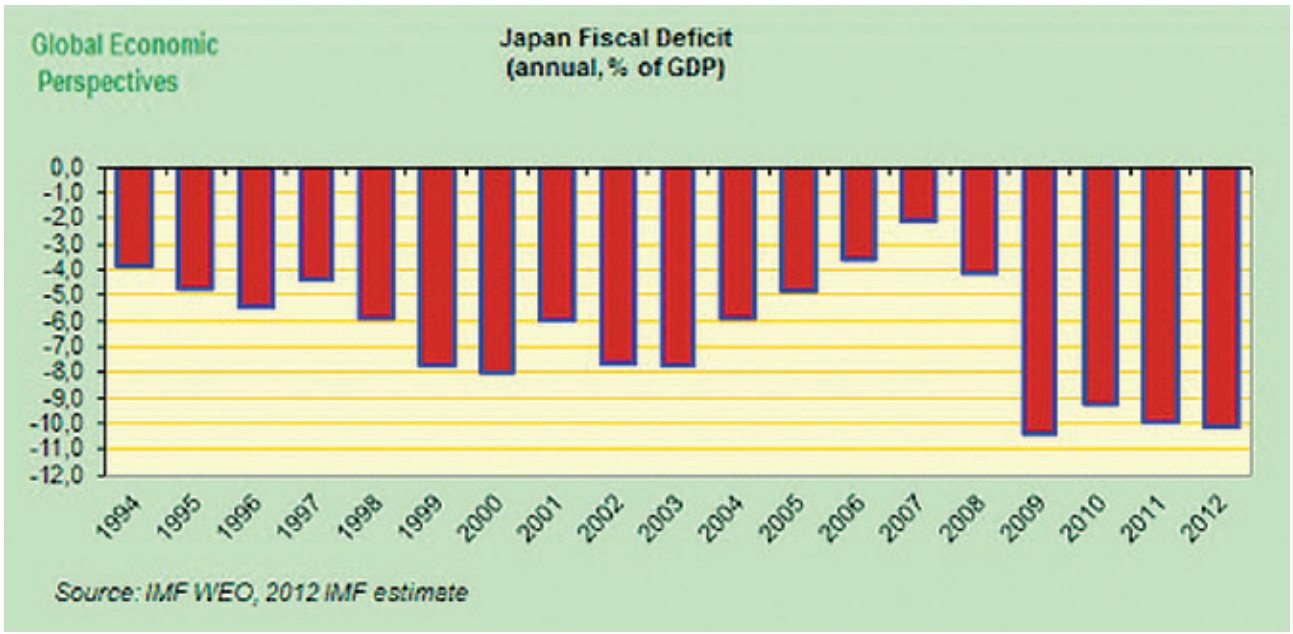
Harakiri und die Mutter aller Carry-Trades

Der Japanische Premier Shinzo Abe

Nach einem taten- und erfolglosen Jahr als japanischer Premier von 2006 bis 2007 geht Shinzo Abe seit seiner Wiederwahl im Dezember 2012 in die Vollen. Strukturreformen, eine expansive Fiskalpolitik und die expansivste Geldpolitik aller Zeiten sollen die japanische Wirtschaft auf Vordermann bringen.

Der japanische Staatshaushalt ist seit der Finanzkrise mit mehr als 10 Prozent des BIP im Defizit. Steuereinnahmen machen nur die Hälfte des Staatshaushalts aus oder anders ausgedrückt, die andere Hälfte der Staatsausgaben werden mit Schulden finanziert. Ob sich das noch steigern lässt, sei dahingestellt. Darüber hinaus soll schon im nächsten Jahr die Umsatzsteuer von 5 auf 8 Prozent steigen und im Jahr danach auf 10 Prozent, unter der Einschränkung, dass das Wirtschaftswachstum das erlaubt.

Staatsdefizit Japan 1994 - 2012



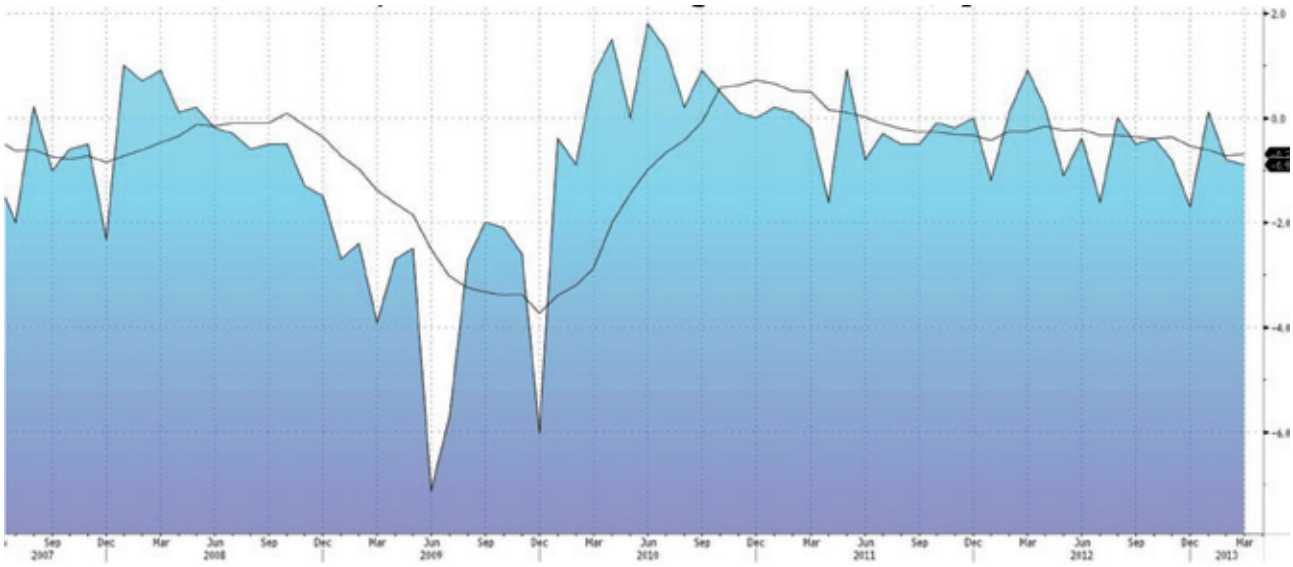
Wenn das Fiskalprogramm schon voller Widersprüche ist, so lässt sich die angekündigte Geldpolitik, durchgeführt vom neu ernannten Chef der japanischen Zentralbank, Kuroda, nur als abenteuerlich bezeichnen. Dieser kopiert das Bondkaufprogramm von Bernanke und multipliziert es mit dem Faktor Drei. George Soros hat vor den Risiken dieser Politik gewarnt und Jens Weidmann wünscht den Japanern „viel Glück" bei ihrem Experiment.

Kuroda will mit Anleihenkäufen von monatlich 7 Billionen Yen (umgerechnet rund 70 Mrd. USD) Zentralbankgeld in Händen der Banken innerhalb von zwei Jahren verdoppeln und auf diese Weise die Deflation überwunden und eine Inflationsrate von zwei Prozent erzeugen. Stellen sich dann Inflationserwartungen ein, so sollen die Japaner ihr Geld ausgeben, statt zu sparen. Zusammen mit einer Abwertung der Währung soll das zu Wirtschaftswachstum führen. Soweit die Theorie, die in erster Linie auf den Ideen des Amerikaners Krugman basiert. Da die japanische Wirtschaftsleistung etwa ein Drittel der amerikanischen beträgt, die japanische Zentralbank nun aber nahezu so viele Anleihen kauft wie die Fed, kann man von einem „Bernanke hoch Drei" sprechen. Während die Erfolgsaussichten dieser Politik gering sind, sind die Risiken gigantisch.

Die USA haben durch diverse Anleihenkaufprogramme seit 2009 das Zentralbankgeld in Händen der Banken von 800 Mrd. USD auf 3400 Mrd. gesteigert. Die Inflation ist heute niedriger als 2009. Japan erlebt seit 20 Jahren Deflation und damit sind Deflationserwartungen fest eingeprägt und lassen sich nicht so leicht ändern.

Der Trend der Lohnentwicklung, angedeutet durch die glatte Linie in der Graphik, liegt derzeit bei minus 0,7 Prozent pro Jahr. Während der Finanzkrise fielen die Löhne bis zu 7 Prozent gegenüber dem gleichen Vorjahresmonat. Sollte sich nun tatsächlich in Japan Inflation einstellen, dann müssten die Löhne schneller und stärker steigen als die Inflationsrate um Wachstum zu erzeugen. Das setzt

%-Vorjahres-Veränderung der Löhne in Japan



schnell und kräftig wachsenden Konsum und Exporte voraus. Da Japan aber mit stark steigen Einfuhrpreisen konfrontiert ist, werden die Unternehmen rationalisieren und Lohnsteigerungen kaum zulassen. Exporte reagieren nur langsam auf Wechselkursänderungen (mit Verzögerungen bis zu einigen Jahren) und zudem schwächelt die Weltwirtschaft und es verschlechtern sich die politischen Beziehungen Japans zu China, dem größten Handelspartner. Man sollte sich vom japanischen Außenhandel nicht allzu viel für das Wirtschaftswachstum erwarten. Tatsächlich war der Außenhandelssaldo des Landes im April besonders stark im Minus.

Die Risiken der Kuroda-Politik wirken schon. Auf den ersten Blick mag man glauben, dass ein so gigantisches Anleihen-Kaufprogramm wie Kuroda es durchführt, die Kurse der japanischen Anleihen nur nach oben bringen kann. Tatsächlich kam es seit der Ankündigung dieses Programms Anfang April zu einem massiven Einbruch. Wie das? Die Anleihenkäufe Kuroda's sind nur wenig größer als die Neuemissionen des Staates, die umgerechnet rund 60 Mrd. USD pro Monat betragen. Bleibt ein Nettosaldo von 10 Mrd. USD aus den Käufen Kuroda's. Im Umlauf befinden sich japanische Staatsanleihen in Höhe von 10.000 Mrd. USD. Wenn in einem beliebigen Monat die Besitzer von 1 Prozent dieses gewaltigen Berges an Anleihen kalte Füße bekommen weil sie an steigende Inflation glauben, führt das zu einem Angebot im Gegenwert von 100 Mrd. USD. Die Kurse fallen, bzw. die Renditen steigen. Tatsächlich sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen von rund 0,4 Prozent Anfang April auf 0,8 Prozent gestiegen.

Über die Jahre haben fallende Renditen japanischer Staatsanleihen den Effekt der zunehmenden Staatsverschuldung (jetzt 245 Prozent des BIP) in Bezug auf den Zinsendienst ausgeglichen. In den letzten beiden Jahren ist er aber trotz niedriger Zinsen kräftig gestiegen, auf nunmehr 30 Prozent der Steuereinnahmen. Die rückläufigen Renditen wurden zuletzt von dem stark steigenden Schuldenberg überkompensiert. Und nun steigen die Renditen auf Staatsanleihen aufgrund der Kuroda-Politik. Der Zinsendienst auf Staatsanleihen muss dadurch noch viel größer werden. Steuereinnahmen fallen im Trend seit zehn Jahren. Das kann nicht gut enden. Es ist Harakiri.

Die super-expansive Geldpolitik Kuroda's hatte Abwertungserwartungen für den Yen erzeugt und damit eine Situation herbeigeführt, die man getrost als Mutter aller carry-trades bezeichnen kann (carry-trade bedeutet die Aufnahme eines Kredites in einer Niedrigzinswährung und Anlegen der Mittel in einer Hochzinswährung). Was gibt es Schöneres, als sich in einer Niedrigzinswährung zu verschulden, die auch noch verlässlich abwertet? Die Kreditaufnahme mit anschließendem Verkauf vom Yen beschleunigten die Abwertung des Yen zusätzlich. Angelegt wurde das Geld in italienischen, spanischen und australischen Anleihen, in Müllanleihen und Aktien. Die Aktienhausse schaltete dadurch in der zweiten Aprilhälfte in den Turbo-Gang. Ende April haussierten alle Finanzwerte, Tbonds und Bundesanleihen inklusive.

Carry-Trader müssen schnell sein und sie sind schnell. Kehrt sich der Abwertungstrend der Mittelherkunfts-Währung in einen Aufwertungstrend um, so wird die Rückzahlung teuer und das Geschäft wird schnell umgedreht. Genau das haben wir in den letzten Tagen und Wochen gesehen. Die Kurse von Staatsanleihen erreichten Anfang Mai ihre Höchstwerte und sind seitdem rückläufig. Der Aufwertungstrend bei Aktien ist seit der zweiten Maihälfte gestoppt und Hochzinsanleihen nehmen Kursrückschläge hin.

Damit sind Japan und die Kursentwicklung des Yen neben den USA und China in die Mitte der Finanzmärkte gerückt. Vermutlich ist der Abwertungstrend des Yen vorerst zu Ende. Die Handelspartner Japans sehen die Abwertung des Yen mit Unbehagen und beginnen darauf zu reagieren. Korea hat die Zinsen gesenkt und beschwert sich bei Japan. Der amerikanische Finanzminister Lew sagte, dass Japan zwar seine Wachstumsprobleme angehen müsse aber dabei keinen Abwertungswettlauf beginnen dürfe.

Nicht immer ist die Entwicklung des Yen auch eine autonome Größe mit der Folge von carry-trades. Die weitere Entwicklung des Yen kann durchaus auch Ergebnis der Risikoneigung der carry-trader sein, nachdem diese zuletzt Verluste hinnehmen mussten und ihre Risikobereitschaft damit gefallen ist. In diesem Fall führt die fallende Risikobereitschaft der carry-trader zu Rückkäufen von Yen und der Yen-Kurs wird durch die Risikoneigung bestimmt. Dies dürfte die aktuelle Situation wiederspiegeln.

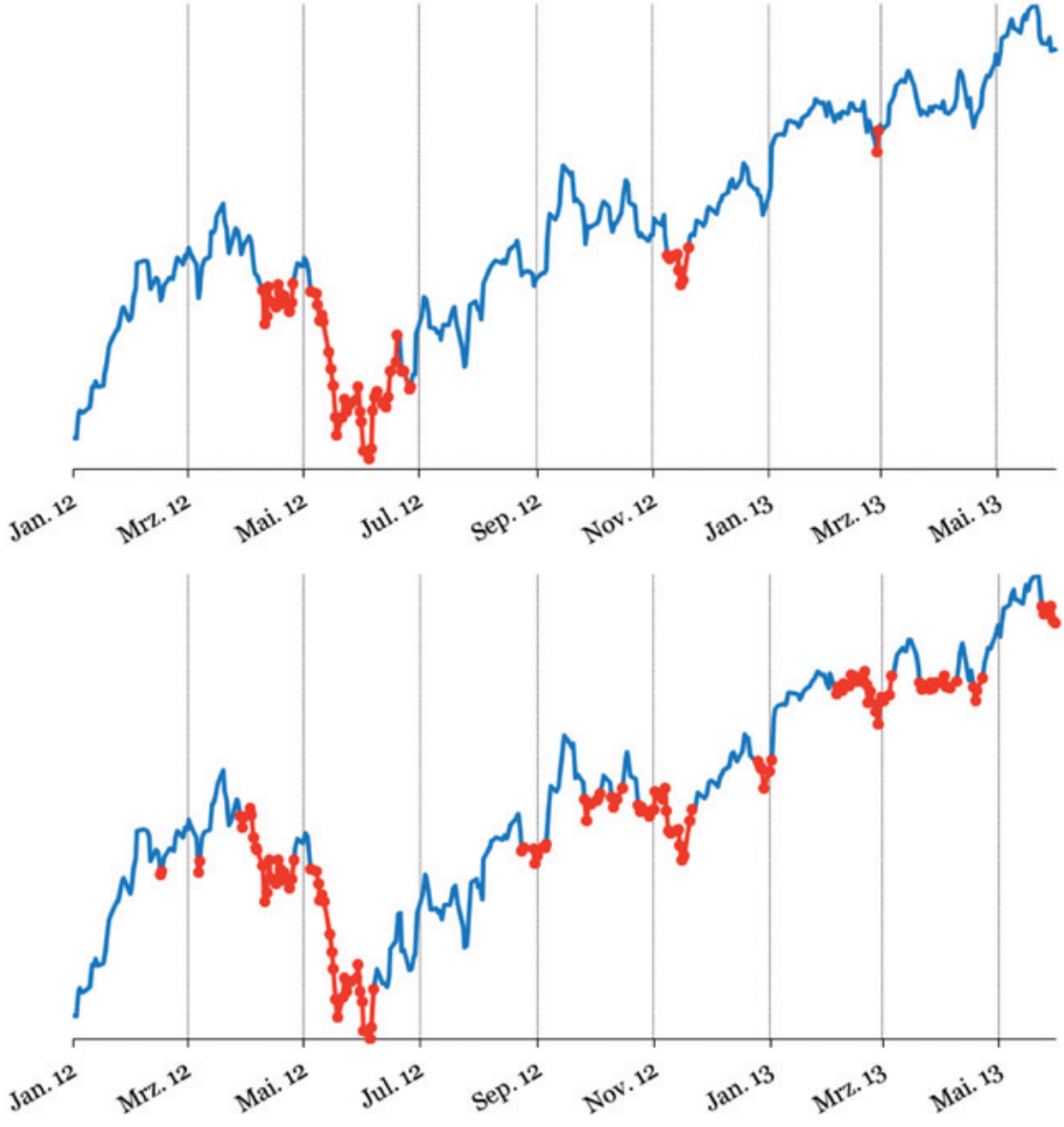
Für die weitere Zukunft aber gilt es die Entwicklung in Japan genau zu beobachten. Stellen sich aufgrund ungünstiger Nachrichten infolge der Harakiri-Politik erneut Abwertungserwartungen für die japanische Währung ein und treffen diese auf eine positive Risiko-

bereitschaft der carry-trader, so ist mit einer Wiederholung der Hausse der letzten Monaten zu rechnen. Bei negativer Risikoneigung werden aber nur die Kurse risikoarmer Papiere steigen.

Nachdem deutsche und US-Staatsanleihen ihre carry-trade Rally schon vergleichsweise früh und stark korrigiert haben, dürfte es bei Bunds und TBonds allmählich zur Kurserholung kommen. Dies umso mehr, als die europäische Wirtschaft in einer tiefen Rezession steckt und die amerikanische Konjunktur sich abschwächt. Es herrscht viel Optimismus für die USA. Die Wirklichkeit sieht aber anders aus. Die Umsätze der Unternehmen im S&P500 sind im ersten Quartal gerade noch um 0,7 Prozent gegenüber demselben Quartal des Vorjahres gewachsen. Preisbereinigt ist das ein Minus. Diese Zahl ist ein besserer Indikator für die Stärke der Wirtschaft als BIP-Daten, die hundertmal durch den Zahlenwolf gedreht wurden.

Die realen verfügbaren Einkommen in den USA sind im März um 1,1 Prozent gegen den gleichen Vorjahresmonat gewachsen. Etwas schwächer war das Umsatzwachstum von McDonalds, der größten amerikanischen Frittenbude, nämlich 0,7 Prozent im April. Die Umsätze von WalMart, dem größten amerikanischen Einzelhändler, waren in den drei Monaten Februar, März, April 2013 um 1,4 Prozent rückläufig zum Vorjahr. Bauausgaben in den USA sind saisonbereinigt seit vier Monaten rückläufig und Terminkontrakte auf Bauholz sind seit März um 30 Prozent eingebrochen. Die Umsätze von Caterpillar (Bau- und Erdbewegungsmaschinen) waren im April weltweit um 9 Prozent gegen denselben Vorjahresmonat gefallen, in den USA um 18 Prozent. Die Aktie hat sich aber gut gehalten. Es gibt anscheinend nichts, was dem Aktienmarkt etwas anhaben kann. Deshalb wird hier auf eine Prognose für Aktien verzichtet. Es besteht ein Kaufsignal für Aktien aus dem Trendmodell und ein Verkaufsignal aus dem Tradingmodell. Die Absicherung ist 100 Prozent.

Signale auf den Aktienmarkt USA



Dr. Walter Naggl

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 Strategiegruppe 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 Auslandssales.
1999	Bondmarkt-Analyst

Berufserfahrung Selbständigkeit

seit 2000	selbständige Beratung im Portfoliomanagement mit dem Markennamen rrm, Resarch 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.

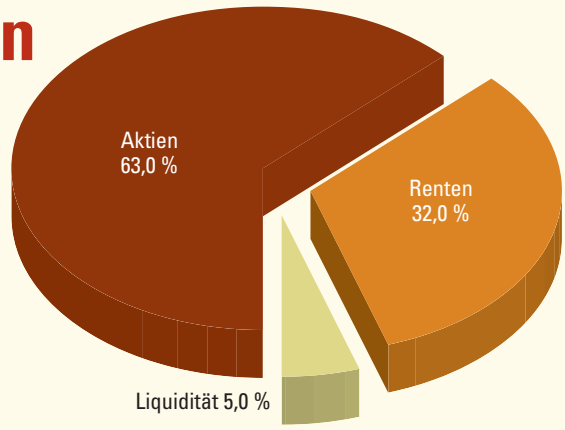
Ziel des Fonds ist es, in jeder Marktphase positive Erträge zu erzielen.

PTAM Absolute Return

WKN: A1JRP0 (B Tranche)
WKN: A0M2JL (A Tranche)

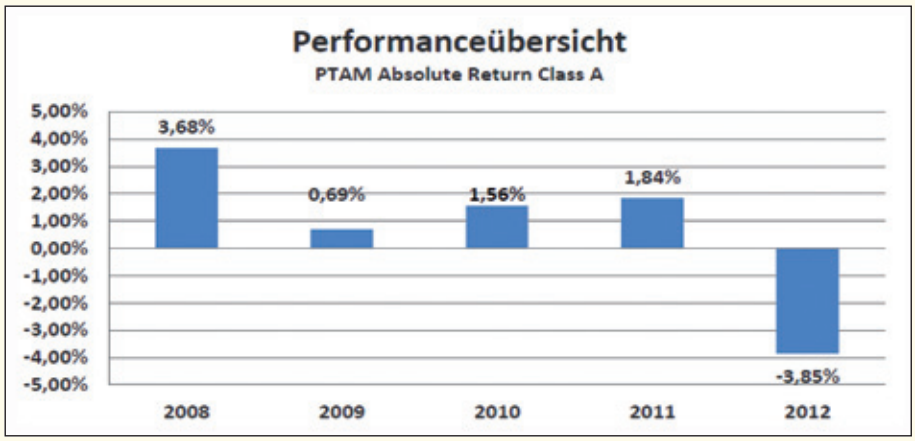
Fondsberater: Dr. Walter Naggl

- 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 03.06.2013 ca. 100 %

Absicherungsquote Renten per 03.06.2013 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 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.

PT Asset Management GmbH | Innere Heerstraße 4 | D-72555 Metzingen
Phone +49.7123.2040-3 | Fax +49.7123.2040-45 | E-Mail am@ptam.de | Internet www.ptam.de

SwAM Swiss Asset Management AG | Schwertstraße 4 | P.O. Box 1408 | CH-8200 Schaffhausen
Phone +41-41-612 28 28 | Fax +41-41-612 28 29 | E-Mail info@swam-ag.ch | Internet www.swam-ag.ch