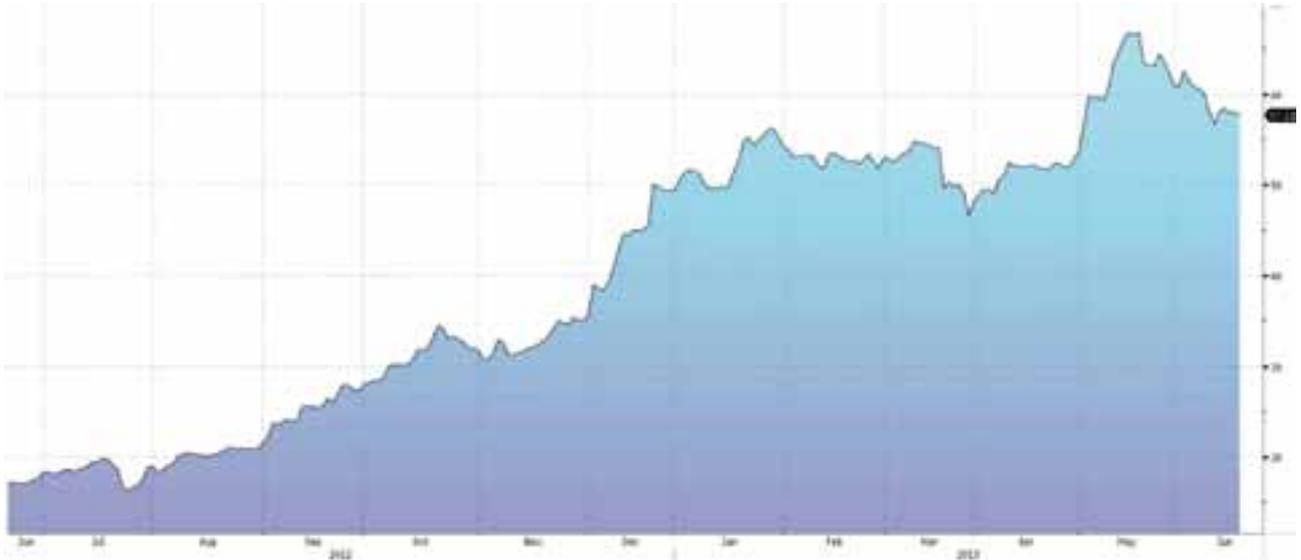


53. Finanzreport 2013 Absolute Return

Kursänderung bei der Fed und bei den Märkten auch

Mit ihrer extremen Niedrigzinspolitik und Anleihekaufprogrammen (auch QE genannt) hat die Fed die Renditen aller Wertpapiere nach unten gebracht. Auf der Suche nach Rendite zwang sie die Anleger zum Kauf immer risikoreicherer Papiere und brachte damit auch deren Renditen nach unten.

2 % Griechenland Februar 2023



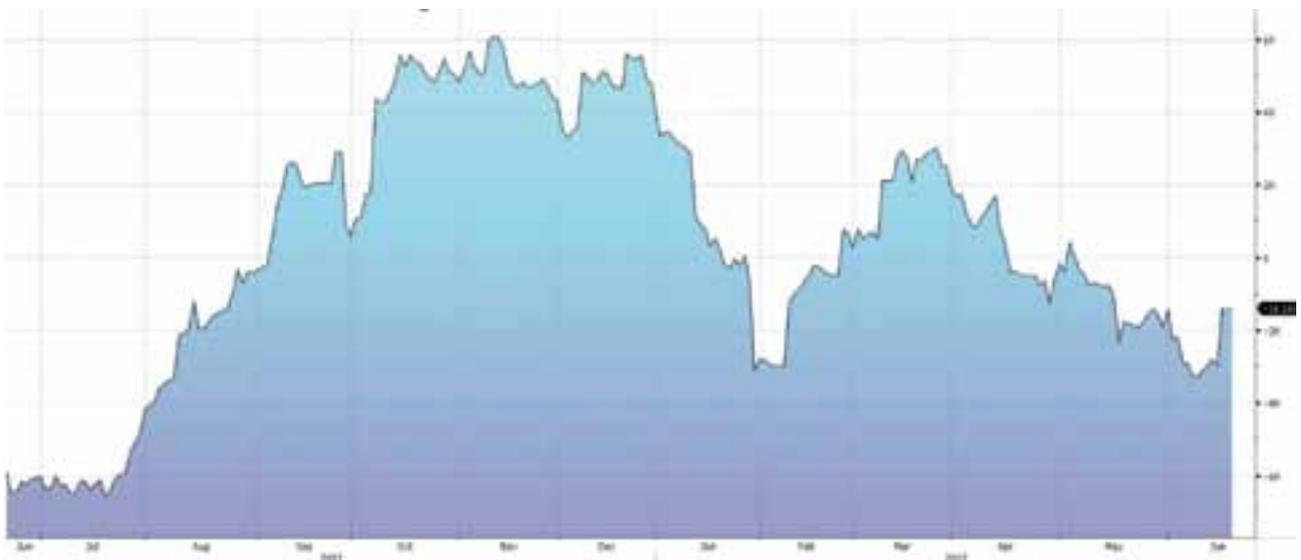
Grafik: Bloomberg

So stieg die hier abgebildete zehnjährige griechische Staatsanleihe von 15 im Juni 2012 auf 67 im Mai dieses Jahres. Die Rendite sank auf 8 Prozent. Inzwischen gab der Kurs um 10 Punkte oder 15 Prozent nach.

In den letzten Monaten kam es mit Hinweis auf spekulative Übertreibungen zu immer stärkerer Kritik am Anleihenkaufprogramm der Fed. Bill Gross gehört zu den Kritikern ebenso wie die BIZ in Basel oder der IWF. Alan Greenspan, der immer noch einflussreiche frühere Chef der Fed, fordert eine rasche Reduzierung der Anleihenkäufe. Entscheidend dürfte vielleicht die Stimme von Jack Lew, dem neuen amerikanischen Finanzminister und engen Vertrauten von Obama gewesen sein, der ebenfalls vor spekulativen Übertreibungen warnte. Denn wie diese Woche zu erfahren war, wird Bernanke von Obama nicht zur Wiederwahl nominiert werden. Obama sagte in einem Fernsehinterview, dass Bernanke schon länger Fed-Chef gewesen sei, als dieser selber wollte *und auch sollte*. Der Nachsatz hat es in sich, klingt nach Entlassung und ist ein massiver Schuss vor den Bug der Fed. Somit wird die Fed im Januar einen neuen Vorsitzenden haben.

Bisher hat die Fed ihre extreme Geldpolitik und speziell die QE-Programme immer mit dem Hinweis verteidigt, dass man daraus einen An Schub für die amerikanische Wirtschaft erwarte und Kosten nicht erkennbar seien. Wie zieht man sich gesichtswahrend aus der Affaire, wenn man mit Hinweis auf spekulative Übertreibungen und den daraus resultierenden Risiken zum Zurückrudern gedrängt wird? Die gestrige Pressekonferenz von Bernanke hat es gezeigt.

Citigroup Index der Abweichungen volkswirtschaftlicher Daten von den Prognosen Juni 2012 – Juni 2013



Grafik: Bloomberg

Die Fed *beschloss keine* Reduzierung ihres Kaufprogramms. Gleichzeitig wurden die Konjunkturprognosen für die kommenden zwei Jahre kräftig angehoben und verkündet, man werde bei entsprechender tatsächlicher Entwicklung den Umfang der Anleihenkäufe noch in diesem Jahr reduzieren und die Käufe Mitte 2014 ganz beenden. Damit geht man implizit auf die Forderung der Kritiker ein, weil man das angestrebte Ziel ja vermeintlich bald erreicht haben wird.

Ein guter Trick. Die Anhebung der Prognosen hat nur wenig mit der Wirklichkeit zu tun. Seit der letzten Fed-Konjunkturprognose im März fiel bspw. der Purchasing Managers Index auf 49, den niedrigsten Stand seit 2009, waren die Konsumausgaben im April (letzte verfügbare Daten) gegen März um 0,2 Prozent gefallen, fielen die Baugenehmigungen im April mit 17 Prozent und holten im Mai nur 7 Prozent von diesem Rückschlag auf. Stundenlöhne bereinigt um Inflation steigen derzeit gerade mal um 0,5 Prozent im Jahresvergleich weil Stellen zum weit überwiegenden Teil im Niedriglohnssektor geschaffen werden und die realen verfügbaren Einkommen haben im Jahresvergleich nur mit einer Rate von 1 Prozent zugenommen. Wie der seit Jahresbeginn fallende Trend des oben abgebildeten Index von Citigroup zeigt, kam es in diesem Jahr überwiegend zu Enttäuschungen bei den Konjunkturdaten, mit einer gewissen Erholung von Mitte Februar bis Mitte März und seitdem wieder zunehmend Rückschläge.

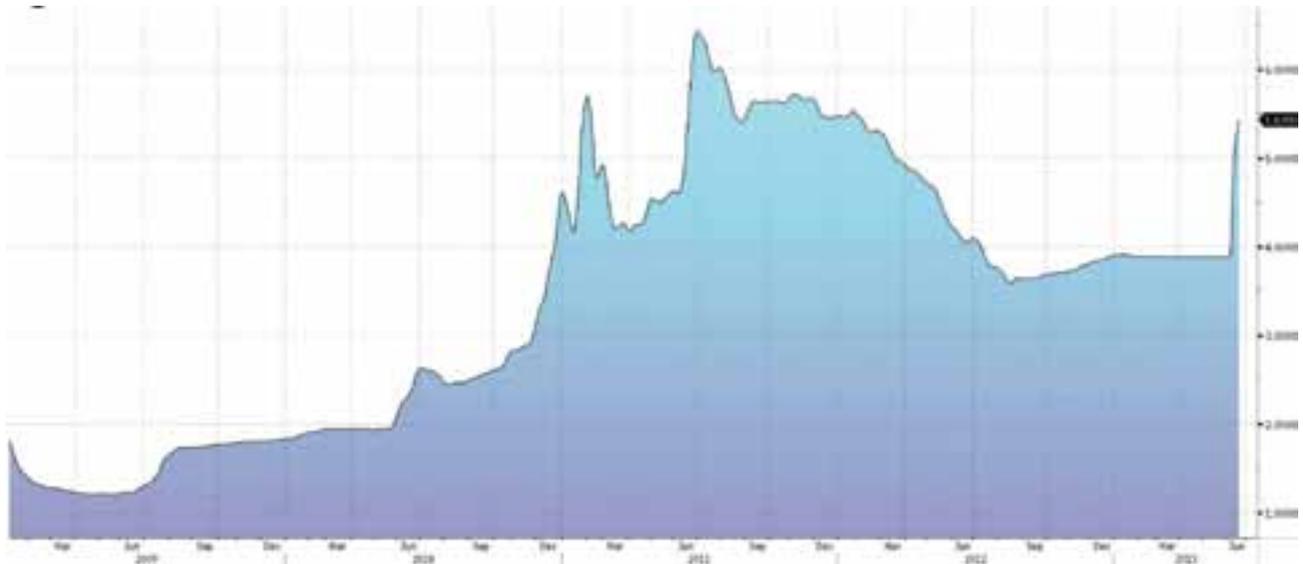
Die Fed kann bei ihrem Trick folgende Rechnung aufmachen: Kommt es zu einer positiven Konjunktur, ist man gesichtswahrend aus dem Schneider. Verschlechtert sich die Konjunktur, kann man sie Schönreden. Wird sie so schlecht, dass man sie nicht Schönreden kann, dann wird es keine Kritik wegen spekulativer Übertreibungen geben.

Die Bewertung der Kursänderung der Fed durch den Verfasser dieser Zeilen für die weitere Marktentwicklung basiert auf der Prognose einer Fortsetzung der schwachen Weltkonjunktur oder weiteren Abschwächung und schließt ein Erstarken aus. Dies ergibt sich aus der obigen Diskussion der US-Konjunktur sowie der Entwicklung in China.

Der Motor der Weltwirtschaft der letzten Jahre, nämlich China, ist ins Stottern gekommen. Überraschend wurde vor kurzem bei den chinesischen Ein- und Ausfuhr Stagnation im Vorjahresvergleich bekanntgegeben. Die verschiedenen Purchasing Manager Daten für China fallen zunehmend schwächer aus. Der HSBC Purchasing Managers Index für Juni beispielsweise fiel gegenüber Mai um 1 Punkt auf 48,3. Hintergrund des nachgebenden Wachstums ist die Tatsache, dass die chinesische Wirtschaft immer stärker durch nicht regulierte Finanzprodukte finanziert wird. Im ersten Quartal war der Anteil dieses Schattenbanksystems bei 60 Prozent der Gesamtfinanzierung. Beispielsweise werden zahlreiche Projekte mit sogenannten „Wealth Management Products“ finanziert, nämlich gebündelte Kredite auf Investitionen teils zweifelhafter Natur, die fatal an die „Collateralised Debt Obligations“ (CDOs) erinnern, die zur amerikanischen Finanzkrise führten.

Um die Risiken aus dem Schattenbanksystem und der spekulativen Blase bei Immobilien zurückzudrängen, tritt die chinesische Zentralbank derzeit massiv auf die Bremse. Zwar ist kein Zusammenbruch des chinesischen Finanzsystems zu erwarten. Die Zentralbank wird von der Bremse gehen, der Staat wird retten. Wohl aber weiter nachgebendes Wachstum, wenn die derzeitigen hoch spekulativen Finanzierungsquellen austrocknen. Somit ist die Auswirkung der Neuausrichtung der Fed auf die Märkte vor dem Hintergrund einer schwachen oder noch schwächeren Weltkonjunktur zu bewerten.

Tagesgeld im chinesischen Interbankenhandel, Februar 2009 – Juni 2013



Grafik: Bloomberg

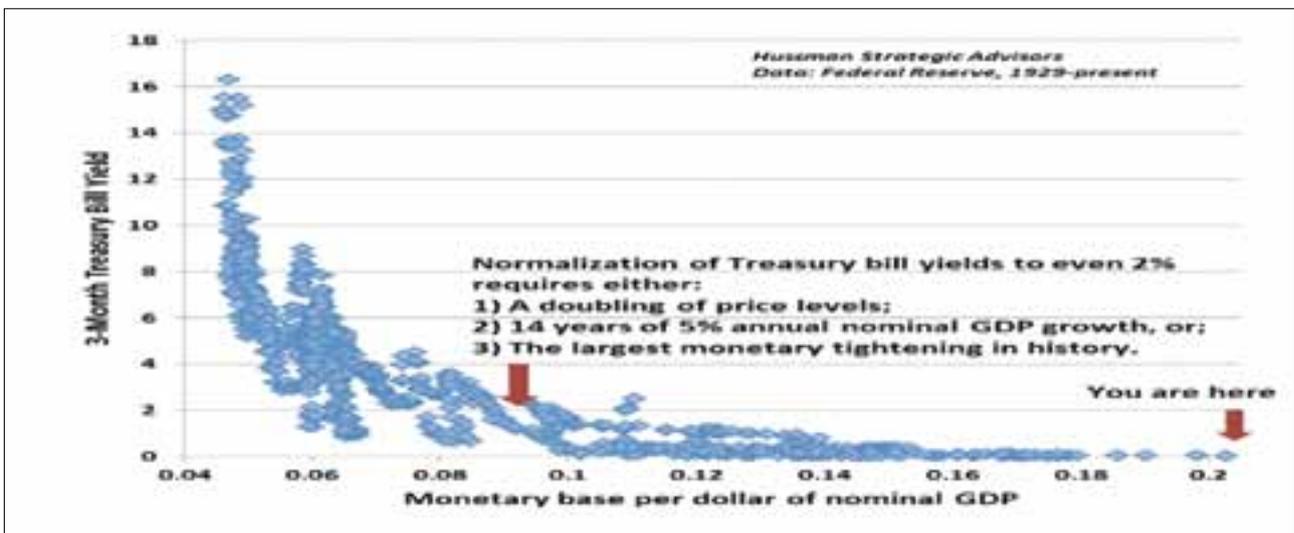
Die Auswirkungen des prognostizierten Auslaufens von QE sind per se negativ für Aktien und risikoreiche Anlagen im Allgemeinen. Aktienkurse waren im Sommer 2010 und Sommer 2011 als jeweils QE1 und QE2 beendet waren, rückläufig. Die Ankündigung neuer Kaufprogramme führte danach zu erneuten Rallies am Aktienmarkt. Vermutlich wird regelmäßig ein Teil der Gelder, die durch den Verkauf von Anleihen an die Fed frei werden, in Aktien angelegt. Möglicherweise signalisieren die Kaufprogramme dem Aktienmarkt auch, dass die Fed auf seiner Seite ist. Ein Auslaufen der Kaufprogramme ist damit negativ für den Aktienmarkt. Das muss nicht heißen, dass es unmittelbar zu einem Einbruch kommt. Die positive/spekulative Stimmung am Aktienmarkt kann noch eine Weile erhalten bleiben. Schlechte Daten, wie derzeit aus China, oder ein schlechter Unternehmensausblick, wie die zehnpromtente Umsatzrücknahme von Apple in der letzten Berichtssaison, werden aber in Zukunft vom Markt nicht mehr ignoriert werden. Das bedeutet: risikoreiche Papiere haben ihren Zenith überschritten und werden sich in Zukunft stärker an den Fundamentaldaten orientieren, die sich überwiegend verschlechtern. Sollte sich die Situation am chinesischen Finanzmarkt weiter zuspitzen, so werden risikoreichere Anlagen kräftige Rückschläge erleben.

Risikoarme Anlagen, dazu gehören bspw. deutsche und finnische Staatsanleihen, profitieren grundsätzlich davon, dass die Fed bekräftigt hat, die kurzfristigen Zinsen noch lange nicht anheben zu wollen, voraussichtlich erst 2015 und jedenfalls lange nach dem Auslaufen des Kaufprogramms. Sie leiden aber unter der Fed-Prognose einer stärker werdenden US-Wirtschaft. Entscheidend für risikoarme Anleihen wird sein, wie sich die kurzfristigen Zinsen entwickeln und erwartet werden, unabhängig von Kaufprogrammen oder nicht. Das hat sich zum Beispiel im Sommer 2010 und 2011 gezeigt, als schlechtere Konjunkturdaten die Anleihenrenditen trotz auslaufender QEs nach unten brachten. Nach dem hier prognostizierten Szenario werden die Anleihenrenditen wieder fallen. Allerdings werden die Märkte wegen des Junktims zwischen Wachstum und Geldpolitik nun jede Konjunkturzahl argwöhnisch beobachten, mit der Folge von deutlichen Kursschwankungen am Rentenmarkt.

Unabhängig von der Konjunktorentwicklung kann die Fed allerdings auch in zwei Jahren die kurzfristigen Zinsen gar nicht anheben. Ihre Prognose einer voraussichtlichen Anhebung in 2015 ist nur Feigenblatt für ihre behauptete Handlungsfähigkeit. Die amerikanischen Banken schwimmen aufgrund der Fed-Kaufprogramme in Geld, derzeit sind es gut 3000 Mrd. Dollar. Da die Fed ihre Kaufprogramme zwar auslaufen aber nicht umkehren will, wird die Geldschwemme erhalten bleiben. Was reichlich vorhanden ist, ist billig. In Wirklichkeit könnten die Zinsen am Geldmarkt nur steigen, falls die Fed durch Umkehrung ihrer Kaufprogramme die Geldschwemme rückgängig machen würde. Bernanke hat das aber für die kommenden Jahre explizit ausgeschlossen. Fazit: die kurzfristigen Zinsen werden noch auf Jahre, über 2015 hinaus, nicht steigen und damit auch die Renditen am Anleihenmarkt unten halten.

Die Grafik von Hussman zeigt empirisch den Zusammenhang zwischen Zentralbankgeld in Händen der Banken (Geldbasis) und Geldmarktsätzen. Die Geldbasis müsste sich mindestens um 25 Prozent verringern, um einen Anstieg der Geldmarktsätze zu ermöglichen.

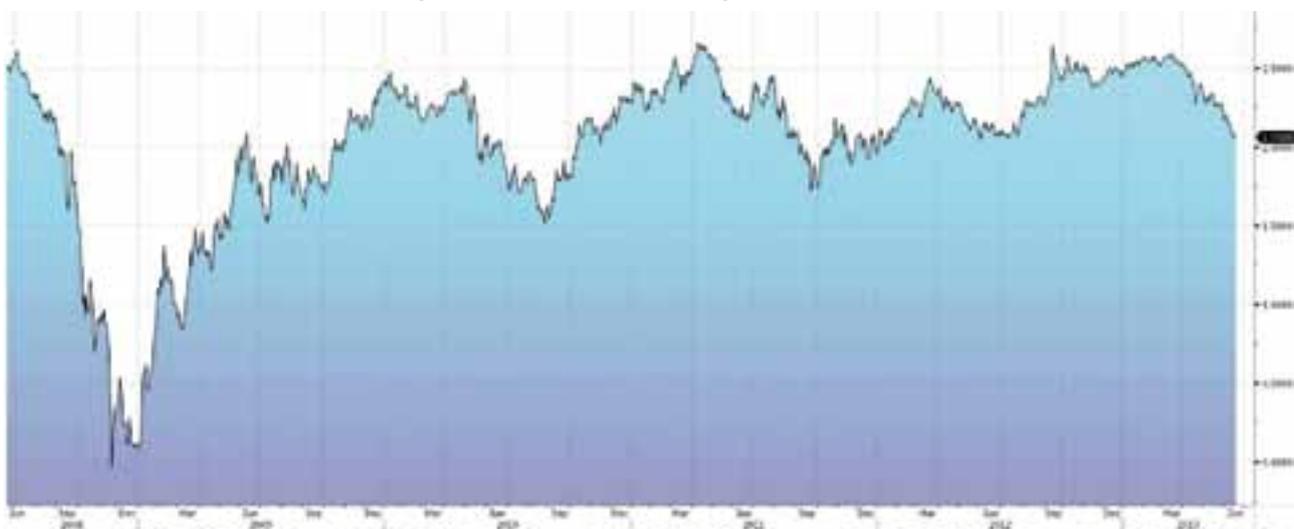
Geldbasis (Zentralbankgeld bei Banken) X-Achse und kurzfristige Zinsen Y-Achse



Grafik: Hussman

Fallende Inflationserwartungen, die nicht zuletzt der sich verschlechternden Konjunktur geschuldet sind, sprechen darüber hinaus auch dafür, dass Anleihenrenditen wieder fallen werden.

Aus inflationsindexierten Anleihen abgeleitete Inflationserwartungen 2008-2013



Grafik: Bloomberg

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 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.

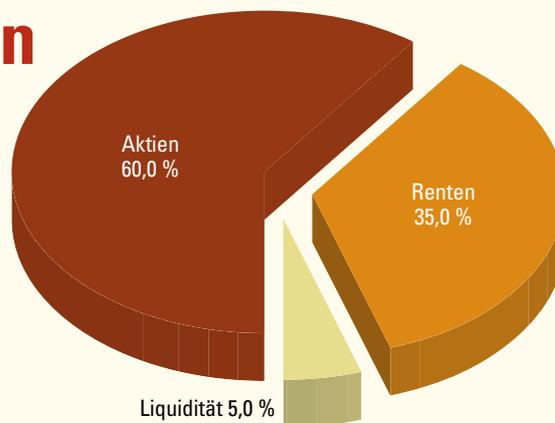
PTAM Absolute Return

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



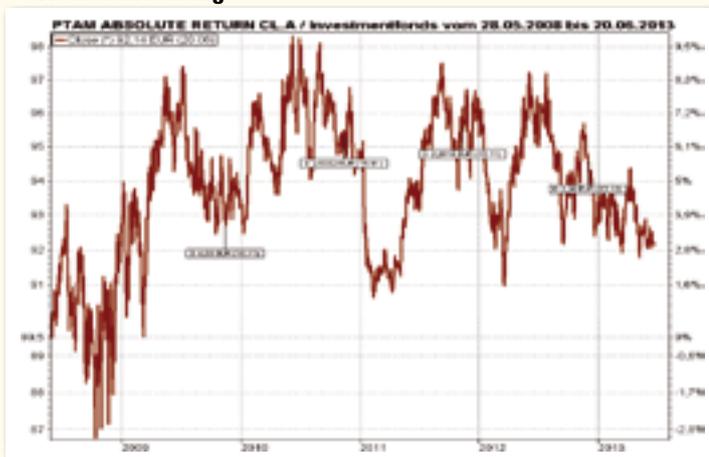
Absicherungsquote Aktien per 20.06.2013 ca. 110 %

Absicherungsquote Renten per 20.06.2013 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 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.