

60. Finanzreport

2015 Absolute Return

Hundertfach Hebeln

Jeff Gundlach, Star-Hedgefondsmanager in den USA, erregte vergangene Woche Aufsehen mit der Bemerkung, er plane zweijährige Bundesanleihen short zu gehen, also zu verkaufen, und diese Short-Position hundertfach mit Kredit zu finanzieren. Auf diese Weise müsse sich doch eine Rendite von 20 Prozent erzielen lassen. Die Kurse von Bundesanleihen fielen darauf beschleunigt. Nun kann auch ein Jeff Gundlach, der neue amerikanische Anleihenkönig, alleine keine solche Wirkung erzielen. Aber seine Bemerkung fiel auf fruchtbaren Boden. Nach über einem Jahr Kursanstieg gibt es auf allen großen Anleihenmärkten der Welt Kursrückschläge. Und Gundlach steht nicht alleine. Bill Gross hat sich mit der Bemerkung gemeldet, Bundesanleihen seien eine einmalige Gelegenheit zum Verkaufen („short of a lifetime“). Der Leiter des norwegischen Staatsfonds gab bekannt, man tausche langlaufende Bundesanleihen in kurzlaufende. Die Nachfrage der Bundesbank, die arbeitstäglich für 600 Millionen Euro Bundesanleihen kauft, trifft auf Angebot aus Asien, weil asiatische staatliche Stellen Anleihen mit negativer Rendite nicht halten dürfen. Darüber hinaus gibt es weitere Verkäufe aus Asien. Die chinesische Zentralbank verringert ihre Bestände an Tbons.

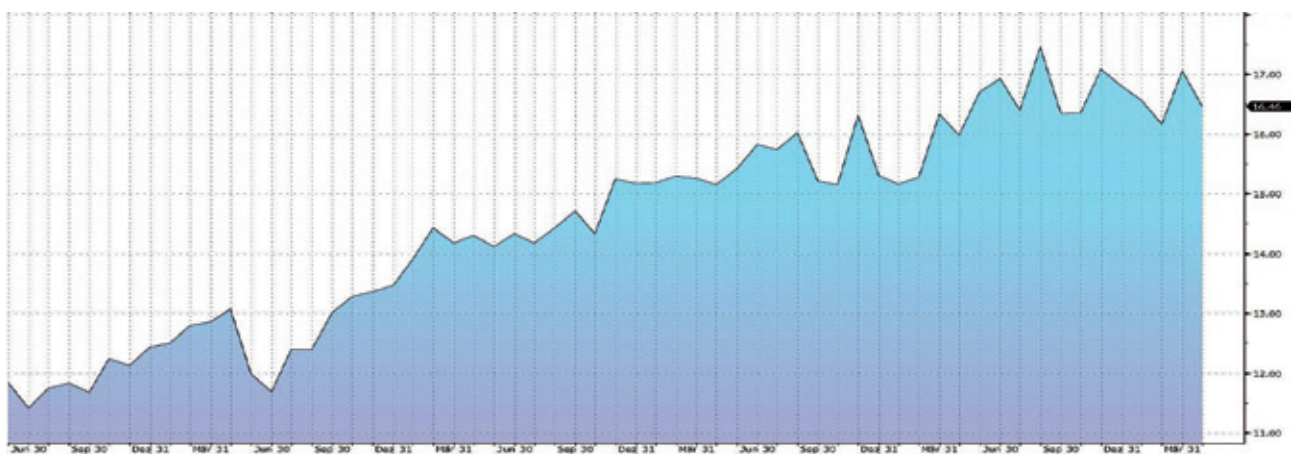
Die Wirkung von Gundlach wirft ein Schlaglicht auf die radikale Veränderung der Märkte seit der Finanzkrise. Um die Banken weniger anfällig zu machen, mussten diese sich aus der Teilnahme an den Märkten zurückziehen. Die Folge ist natürlich eine geringere Markttiefe, so dass Einzelereignisse umso größere Kursausschläge auslösen können, was regelmäßig auch auf den Aktienmärkten zu beobachten ist. Mit dem geringeren Gewicht der Banken stieg das Gewicht von Hedgefonds und Flash-Tradern (High Frequency Trader, die im Nanosekundenbereich Kursgebote stellen), umso mehr als diese sich gerne wie eine Herde nach ihren Gurus richten.

Wie stark der Herdentrieb der Flash-Trader ist zeigt sich an den Vorwürfen gegen den britischen Flash-Trader Sarao, der vor kurzem von seinem Elternhaus in das Gefängnis umziehen musste. Ihm wird vorgeworfen den Blitz-Crash am US-Aktienmarkt von 2010 verursacht zu haben. Wenn die Vorwürfe stimmen, dann gelang es Sarao die Positionierung der übrigen „Flash-Boys“ zu durchschauen und zu konterkarieren. Wie durchschlagend die Wirkung von High-Frequency-Tradern ist, belegte im März ein Interview mit Bart Chilton, ehemals für die Aufsicht der amerikanischen Rohstoffbörse CFTC zuständig. Chilton sagte, Geschwindigkeit sei sehr wohl ein stark kursbeeinflussender Faktor. Während man früher mit 20 Prozent des Umsatzes Kurse in die gewünschte Richtung bringen konnte, genügen bei den High-Frequency-Händlern 2 bis 3 Prozent.

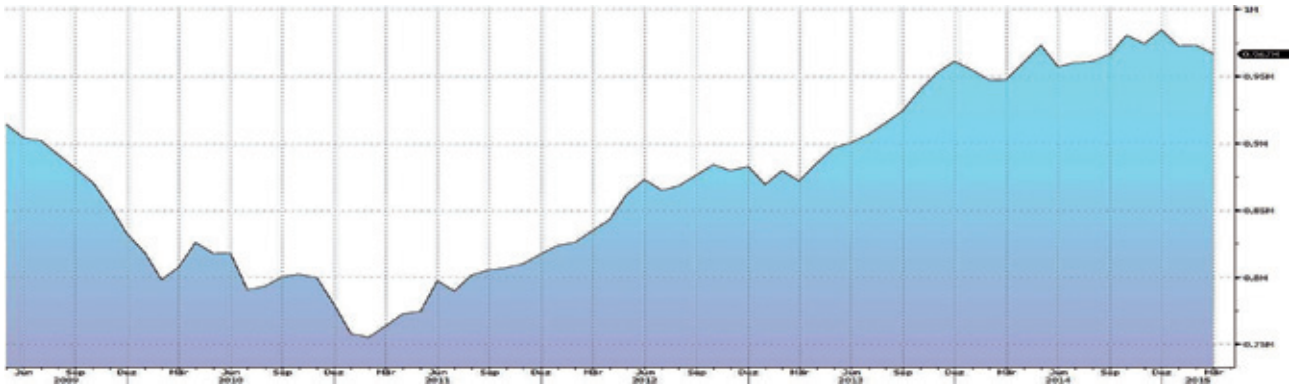
Die Märkte sind also für Störungen sehr anfällig geworden und darüber hinaus durch die Aktionen der Zentralbanken gegenüber fundamentalen Entwicklungen verzerrt. Vielleicht haben Anleihenmärkte mit dem fünfzehnmonatigen Kursanstieg bis Mitte April auch die weltweit schlechteren Konjunkturdaten voll berücksichtigt. Jedenfalls wird die amerikanische Konjunkturschwäche von Woche zu Woche immer offensichtlicher. Trotzdem steigen die Renditen in den USA, auch trotz der immer wachsweren Haltung der Fed.

Bei ihrer Offenmarktausschusssitzung diese Woche sprach die Fed von nachgebenden US-Investitionen und fallenden Exporten. Dementsprechend erwarten die Märkte eine Anhebung der Fed-Funds Zinsen nicht mehr im Juni sondern frühestens im September. So wie sich die amerikanische Konjunktur derzeit entwickelt, hätte sie auch von Stagnation sprechen können. PKW-Nachfrage und Bautätigkeit steigen nicht mehr, die Ausrüstungsinvestitionen ebenso wenig.

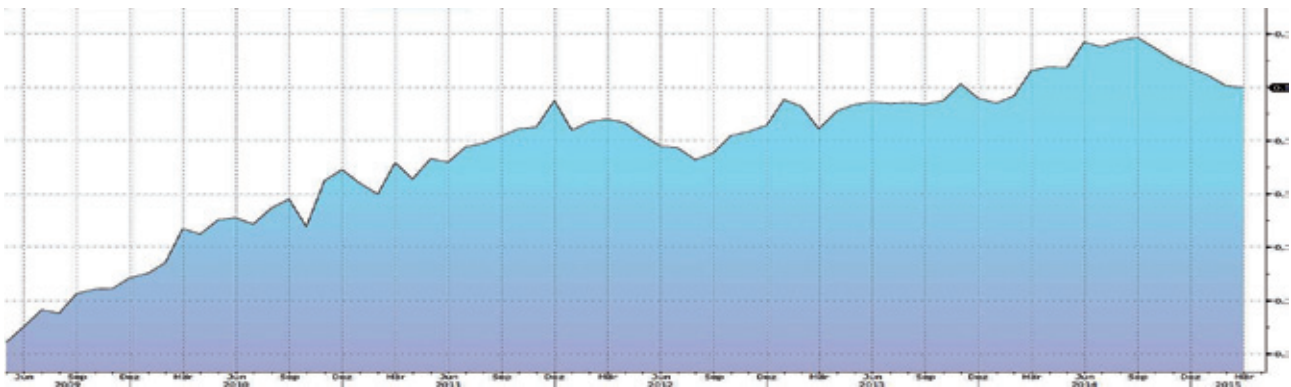
PKW-Verkäufe USA April 2010 – April 2015



Bauinvestitionen USA März 2010 – März 2015



Auftragseingang dauerhafte Investitionsgüter ohne Transport 03/2010 – 03/2015



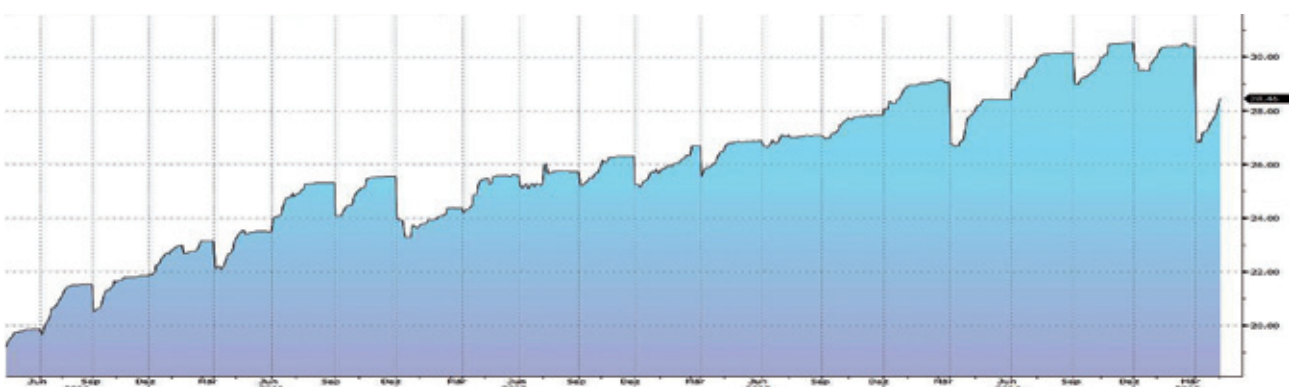
Grafiken: Bloomberg

Warum entwickelt sich der Arbeitsmarkt in den USA trotzdem noch relativ gut? Es liegt daran, dass Stellen vor allem im Niedriglohnsektor geschaffen werden und die Reallöhne extrem niedrig sind. Die vielen methodischen Änderungen an der Inflationsmessung in den USA verschleiern das wahre Ausmaß des Preisanstiegs und damit auch den wahren Rückgang der Reallöhne.

Aber auch die offizielle Inflationsrate der Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie ist nicht niedrig und zuletzt noch gestiegen, nämlich auf 1,8 Prozent. (Die Fed konzentriert sich allerdings auf den Deflator des Privaten Verbrauchs ohne Nahrungs-mittel und Energie und der ist bei 1,3 Prozent. Man verschafft sich so viel Spielraum wie nur geht). Trotzdem schielen die Fed und der Anleihenmarkt wohl nun auch auf die Inflationsentwicklung. Der Ölpreis steigt wieder und ein weiterer Anstieg könnte die Gesamtinflationsrate der Verbraucherpreise rasch steigen lassen. Mit hoher Wahrscheinlichkeit würde ein rascher Ölpreisanstieg die Inflationserwartungen weltweit dramatisch ändern und angesichts übergekaufter Rentenmärkte zu weiteren deutlichen Kursrückschlägen bei Anleihen führen. Die Anleihenfonds von rrm sind seit Ende Januar unverändert möglichst nahe an der Vollabsicherung.

Aktienmärkte sind durch die Aktionen der Zentralbanken nicht weniger verzerrt als Anleihenmärkte. Während Aktien in den USA bei Allzeithöchstständen sind, ist die Gewinnentwicklung längst negativ, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

S&P-500 Gewinne April 2010 – April 2015

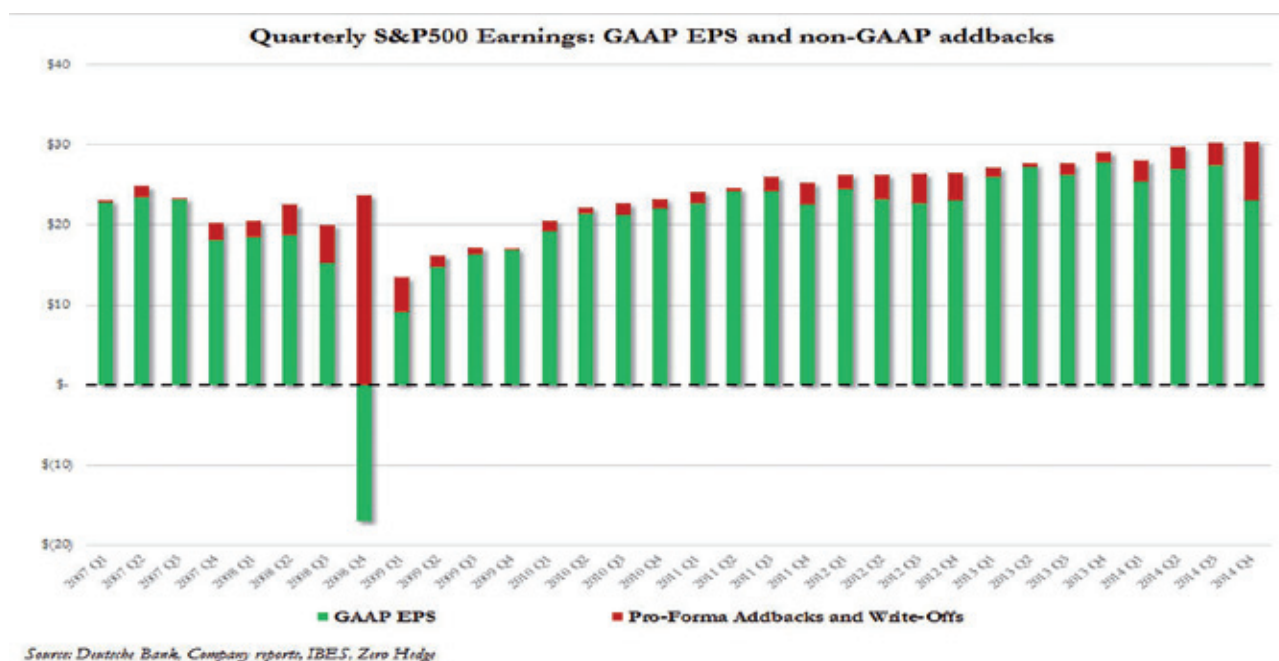


Grafik: Bloomberg

Die seltsame Stufenfunktion dieser Bloomberg-Grafik ergibt sich daraus, dass Bloomberg vor Beginn der Quartalsberichte für das jeweilige Berichtsquartal erst einmal die Gewinnschätzungen der Unternehmen einsetzt. Sobald die Gewinne veröffentlicht sind, treten diese an die Stelle der Schätzungen. Da die Schätzungen niedrig gehalten werden, damit es zu positiven Überraschungen kommt, steigt die dargestellte Kurve mit Beginn der Berichtssaison wieder an. Sie sollte noch etwa zwei Wochen lang ansteigen. Alte Höchstwerte dürften dabei aber nicht erreicht werden.

Die Daten ergeben sich aus den sogenannten operativen Gewinnen, das sind die Gewinnzahlen, die man regelmäßig der Presse entnehmen kann. Dabei werden Gewinne nach allgemein akzeptierten Maßstäben (nach GAAP, Generally Accepted Accounting Principles) um Einmaleinflüsse korrigiert. Was Einmaleinflüsse darstellen bestimmt das jeweilige Unternehmen nach eigenem Ermessen. Diese Korrekturen haben in den letzten Quartalen deutlich zugenommen. Anders ausgedrückt, die Gewinne nach GAAP fallen schon länger.

S&P Quartalsgewinne nach GAAP und Operative Gewinne Q1/2007 – Q4/2014



Der untere (grüne) Balken in der Grafik zeigt die Gewinne nach GAAP. Sie erreichten im vierten Quartal 2013 ihr Maximum und waren im vierten Quartal 2014 besonders stark rückläufig. Einmaleinflüsse werden von den Unternehmen zusammen stets als negativ angesehen, obwohl das theoretisch ein Widerspruch ist. Rechnet man sie heraus (ihr Ausmaß wird durch den oberen (roten) Balken dargestellt, so ergeben sich die operativen Gewinne. Man kann durchaus der Meinung sein, dass letztere geschönt sind.

Bei Wechselkursen können Zentralbanken fundamentale Bestimmungsgrößen nicht so leicht verzerren, jedenfalls dort nicht, wo sich zwei mächtige ihrer Art gegenüberstehen. Dementsprechend hat der Euro sich gegenüber dem Dollar durchaus an seine Bestimmungsgrößen gehalten. Die Erwartung und Ankündigung der aggressiven Politik der EZB ließ den Euro schwächer werden. Die zuletzt wieder weichere Haltung der Fed in Bezug auf eine Zinserhöhung in den USA schwächte den Dollar. Der nun wieder etwas festere Euro erklärt auch die jüngste Unterperformance europäischer Aktien gegenüber den amerikanischen, eine Entwicklung, die sich fortsetzen dürfte.

Auch wenn der Gewinnrend in den USA seinen Höhepunkt überschritten hat, im PTAM ABSOLUTE RETURN Fonds (siehe letzte Seite) sind zahlreiche amerikanische Aktien aus allen Sektoren vertreten, die einen positiven Gewinnrend aufweisen. Mit dem Auslaufen der derzeitigen Sektorrotation werden sie erneut einen positiven Beitrag zur Performance des Fonds bei Vollabsicherung des Gesamtmarktrisikos leisten.

Was Hebeln angeht müsste Gundlach übrigens gegenüber den Zentralbanken vor Neid erblassen. Laut Handelsblatt von heute beträgt das Eigenkapital der EZB 5,8 Mrd. Euro und die Bilanzsumme knapp 2000 Mrd. Die EZB ist rund 350-fach gehebelt.

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 GmbH und SwAM Swiss Asset Management AG

