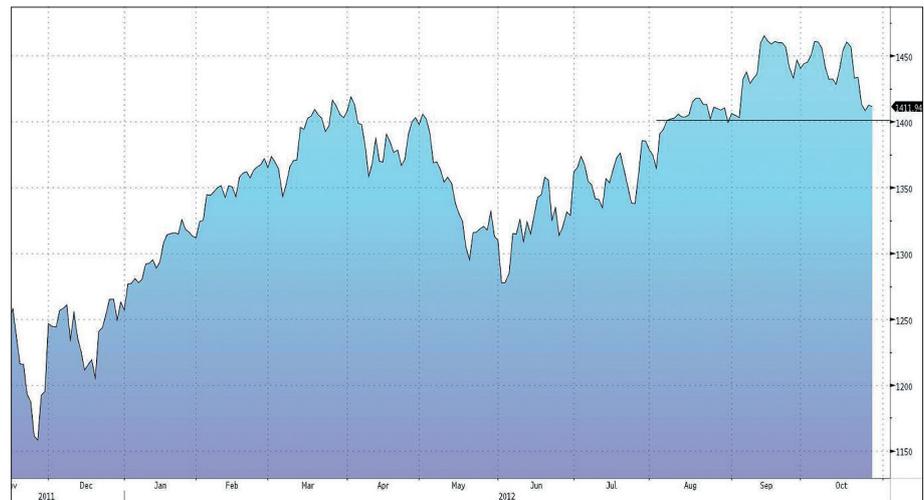


49. Finanzreport 2012 Absolute Return

Noch hält der Markt

In den letzten beiden Wochen brachte die Berichtssaison massiv schlechte Nachrichten bei den Unternehmensergebnissen, speziell im Hinblick auf die Umsätze im dritten Quartal, gepaart mit einer Verschlechterung des Ausblicks. Dem Aktienmarkt konnte das nur wenig anhaben. Zwar wurde im Tagesverlauf bspw. die Linie 1400 beim S&P500-Index mehrmals unterschritten, auf Schlusskursbasis hielt sie jedoch. Der DAX zeigte sich sogar noch weniger beeindruckt von den Daten. Diese Fähigkeit des Aktienmarktes, schlechte Nachrichten zu ignorieren, haben wir gerade seit Juni immer wieder erlebt. Jedoch gibt es gewichtige

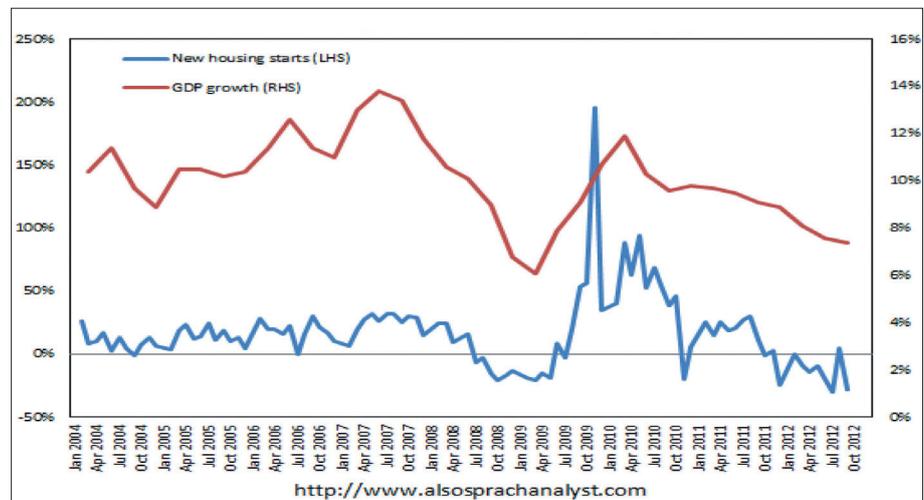
S&P500-Index – November 2011 bis 26. Oktober 2012



Gründe, warum damit nun Schluss sein könnte: 1. Der fundamentale Rahmen im Sinne von Makrodaten und Unternehmensdaten verschlechtert sich weltweit zusehends ohne nennenswerte Möglichkeit zum Gegensteuern. 2. Diese Verschlechterung ist in den Konsensprognosen nicht berücksichtigt und 3. Daten wurden vor den US-Wahlen geschönt und Probleme auf die Zeit nach den Wahlen verschoben.

1. Fundamentaldaten verschlechtern sich weltweit. Der Trend zu immer schlechteren Makrodaten weltweit hält an und wird nun von Unternehmensseite bestätigt. Nicht jede einzelne Zahl ist dabei schlechter als die vorhergehende. Dies wäre nur bei einem ganz abrupten und massiven Einbruch der Fall, wie etwa 2008. Aber die Daten verschlechtern sich überwiegend und das heißt, dass es konjunkturell abwärts geht. Einzelne Daten sind in der Tat auch mal wieder besser. So kam der Rückgang der Immobilienpreise in China im Verlauf des Sommers zum Stillstand und die Verkäufe von Immobilien stiegen im dritten Quartal wieder an, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte gegenüber dem Vorjahr gefallen waren. Allerdings waren sie im September und Oktober, soweit für Oktober Daten vorliegen, schon wieder rückläufig. Baubeginne und Landverkäufe blieben ohnehin auch im Sommer im negativen Bereich.

New Housing Starts: Residential (Area, yoy)



Dass das Wachstum in China sich weiter abschwächt, und zwar wesentlich mehr als die offiziellen BIP-Zahlen suggerieren, dafür sprechen einzelne Datenreihen, die weniger Manipulationen als die BIP-Zahlen unterliegen und dabei Rückschlüsse zulassen: PKW-Verkäufe in China stiegen im dritten Quartal noch mit einer Rate von 6 % gegen Vorjahr, waren aber im September im Minus. Die Rohstahlerzeugung wuchs in Q3 mit einer Rate von 2 % und die Stromerzeugung war ähnlich niedrig. Die Nachfrage nach Diesel war unverändert und die Eisenbahnfrachtkilometer waren im Minus, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

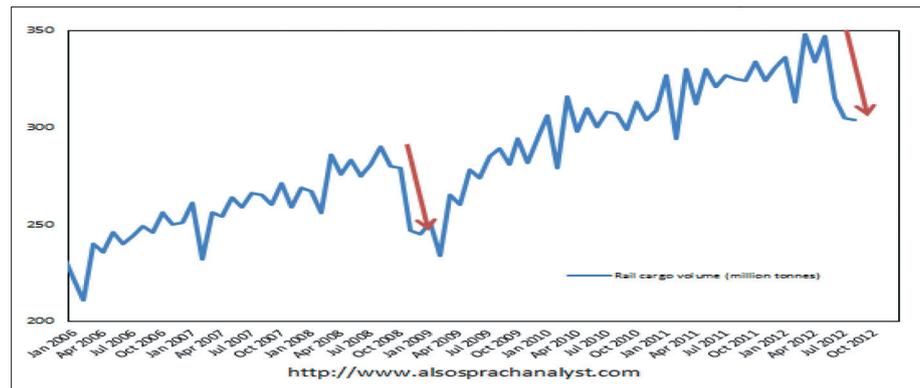
Der Markt richtet seine Hoffnungen nun offenbar auf den kurz bevorstehenden Machtwechsel in China. Im Anschluss daran werde man entschlossen die Konjunktur ankurbeln. Die jetzige Führung hat dieser Idee immer wieder deutlich widersprochen und dabei wird es aller Voraussicht nach bleiben. Der Grund ist, dass China noch mit den finanziellen Folgen des letzten Konjunkturprogramms zu kämpfen hat.

Nach der landläufigen Vorstellung sind die Finanzen des chinesischen Staates stabil und erlauben jederzeit ein neues Konjunkturprogramm. Diese Vorstellung ist nur bedingt richtig. Die Schätzungen für die chinesische Staatsverschuldung gehen weit auseinander – von 60 % des BIP bis zu 180 %. Darauf kommt es aber gar nicht so sehr an. Der chinesische Staat wird seine Banken auch in der jetzigen Lage rekaptalisieren können, soweit notwendig.

Banken sind für die Finanzierung der staatseigenen Betriebe zuständig. Der Privatsektor, der 60 % des BIP erwirtschaftet und 80 % der urbanen Erwerbspersonen beschäftigt, und die Kommunen, haben sich seit der Finanzkrise überwiegend auf dem grauen (nichtregulierten) Kapitalmarkt finanziert. Die Kommunen haben mit Zweckgesellschaften Infrastrukturprojekte finanziert, die sich nicht tragen. Die privaten Un-

ternehmen haben vielfach zweistellige Kreditzinsen akzeptiert, die sie nicht erwirtschaften können und dabei teilweise Sicherheiten vorgetäuscht, die sie nicht haben. Ein Drittel der chinesischen Unternehmen hat einen negativen Cash-Flow. Hier stecken die Probleme und behindern das Wachstum. FAZIT: das Wachstum in China lässt nach und die Möglichkeit zum Gegensteuern ist beschränkt.

Rail cargo volume (million tonnes)



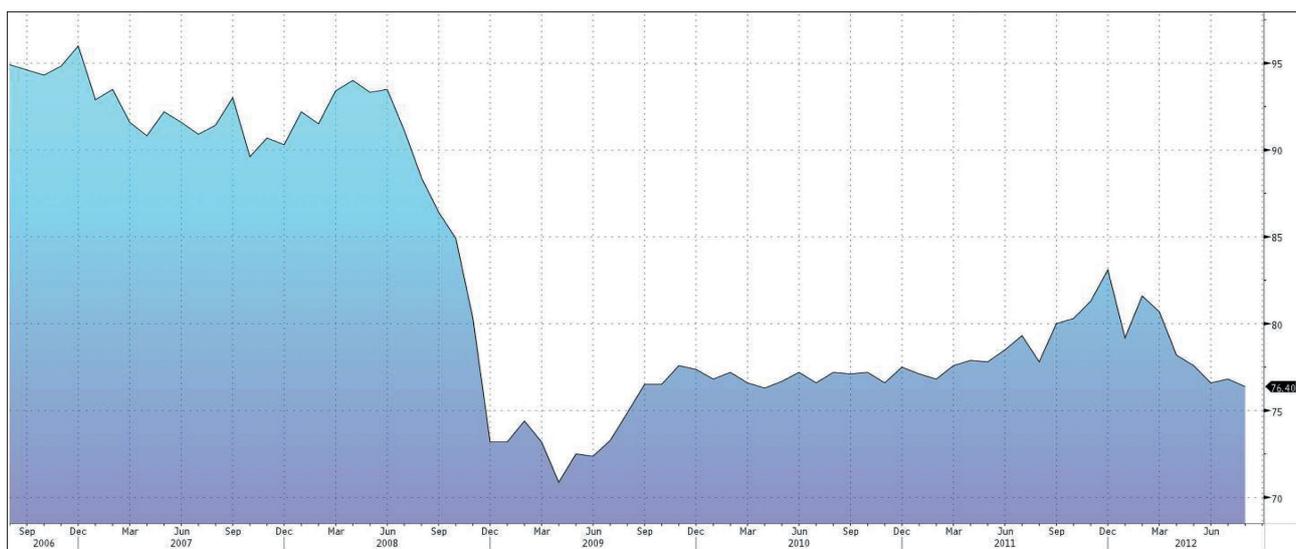
In den USA kommen zwischendurch immer wieder positive Überraschungen bei den Konjunkturdaten, jedoch

sehen solche Zahlen vielfach besser aus als sie tatsächlich sind oder gehen auf bewusste Einflussnahme des Staates vor den Wahlen zurück. Tatsächlich besser sind die Baubeginne. Jedoch ist der Wohnungsbau mit einem Anteil von 0,9 % des amerikanischen BIP sehr gering. Die Einzelhandelsumsätze für September bspw. überraschten mit einem Plus von 1,1 % gegen den Vormonat, nachdem sie im August schon ebenso stark gewachsen waren. (Im zweiten Quartal dagegen war jede Vormonatsveränderung negativ gewesen). Hier dürften massive Probleme mit der Saisonbereinigung für die positive Überraschung gesorgt haben. Der Zuwachs der Einzelhandelsumsätze im September gegen den gleichen Vorjahresmonat war mit nur 3 % der niedrigste überhaupt in diesem Jahr. (Hinweis: diese Zahl schließt den Preisanstieg mit ein).

Die erste Schätzung der BIP-Daten für das dritte Quartal in den USA überraschte mit einem (annualisierten) Anstieg von 2 % gegenüber dem Vorquartal. 0,7-Prozentpunkte des Wachstums im dritten Quartal gehen allerdings auf einen massiven Anstieg der Verteidigungsausgaben zurück. Diese waren in den Vorquartalen jeweils wenig verändert und sollen nun ja gekürzt werden. Die Administration in den USA lässt auch sonst nichts unversucht, die Lage vor den Wahlen gut aussehen zu lassen. So hat das Verteidigungsministerium Lieferantenbetriebe angewiesen vor den Wahlen keine Entlassungen vorzunehmen. Die europäischen Freunde hat man gebeten, Probleme wie Griechenland nach den Wahlen zu behandeln. Und tatsächlich, die Troika kommt und kommt zu keinem Schluss, wie Griechenland zu beurteilen sei.

Viele Zahlen sprechen für ein weiter nachgebendes Wachstum in den USA: Stundenlöhne wachsen nur noch mit einer Rate von 1,3 % gegen Vorjahr, so wenig wie seit Jahrzehnten nicht. Der Auftragseingang dauerhafter Güter ist deutlich rückläufig. Ausfuhren und Einfuhren sind in den letzten beiden Monaten real geschrumpft (gegen den Vormonat). Federal Express und UPS prognostizieren für das kommende Jahr kein Wachstum beim Umsatz. Dem entspricht, dass die Güterbeförderung auf LKW seit Jahresbeginn rückläufig ist.

US-LKW-Frachtmeilen. Daten der American Trucking Association

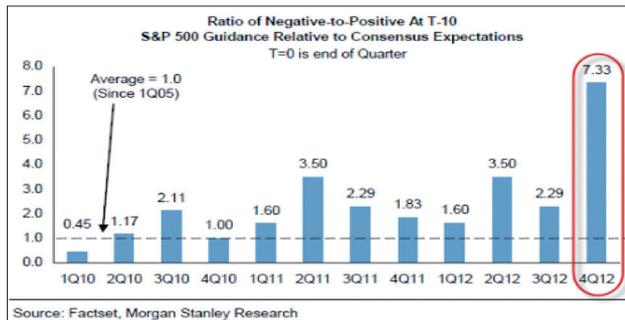


Weltweite Daten passen ebenfalls ins Bild. Laut der holländischen Wirtschaftsplanungsbehörde betrug das Wachstum des Welthandels im 2. Quartal diesen Jahres nur noch 2,6 Prozent. Der langjährige Durchschnitt dagegen liegt bei 6 %. Monatsdaten liegen bis August vor und sie sind weiter rückläufig.

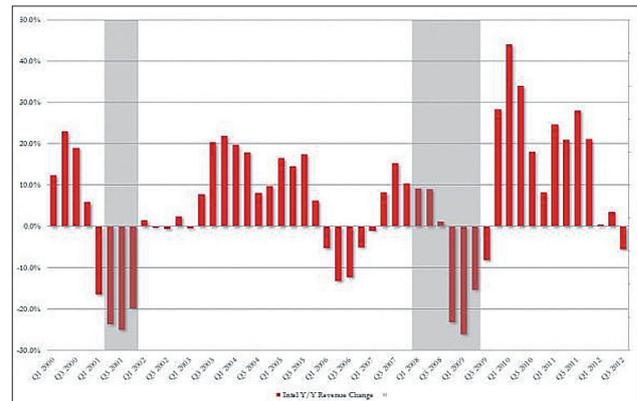
Die wirtschaftliche Lage in Europa muss nicht viel kommentiert werden. In der vergangenen Woche fiel der französische Konjunkturklimaindex um 5 Punkte auf 85. Das ist so niedrig wie zuletzt im Oktober 2008, also mitten in der Finanzkrise. Der ifo-Geschäftsklimaindex fällt ebenfalls Monat für Monat.

Die gerade bekannt gewordenen Unternehmensdaten bestätigen dieses Bild. Nahezu jedes führende amerikanische Unternehmen hat in der laufenden Berichtssaison beim Umsatz enttäuscht und einen schlechteren Ausblick gegeben (7,3 mal so oft negativer wie positiver Ausblick).

4Q12 Negative Guidance is the Highest Since 1Q07



Intel Y/Y Revenue Change %



Das Umsatzwachstum bei McDonalds betrug im Durchschnitt der letzten drei Monate noch 1,9 % gegenüber Vorjahr, halb so viel wie in drei Monaten davor. IBM sagte, die Nachfrage sei besonders im September gefallen. Die Zahlen von Intel können der nachfolgenden Grafik entnommen werden. Grau schraffierte Zeiträume sind Rezessionsperioden.

2. Prima Klima (noch). Schlechte Daten sind bei den Analysten und offenbar beim Markt noch nicht angekommen. Analysten schätzen für das vierte Quartal immer noch ein Gewinnwachstum von 8 % gegen Vorjahr bei den Unternehmen im S&P500 Index sowie in dem kommenden beiden Jahren jeweils ein Wachstum von gut 10 %. Es sollte aber nicht überraschen, dass der Markt der Entwicklung hinterherläuft, denn das passiert immer wieder. Zuletzt im Vorfeld der Finanzkrise, die mehr als deutlich aus den Daten ablesbar war.

3. Aufgeschoben ist nicht aufgehoben. Mindestens zwei alte Bekannte werden nun die Märkte wieder testen, Griechenland und die amerikanische Staatsverschuldung. Griechenland wurde lange unter den Teppich gekehrt, aber nun spitzt sich die Verschuldung des Landes zu. Die griechische Regierung schätzt die Staatsverschuldung per Ende 2013 neuerdings auf 179 % des BIP. Der IWF darf sich an der Griechenlandhilfe aber nur dann weiter beteiligen, wenn griechische Finanzen langfristig tragbar sind. Als Kriterium dafür nennt man eine Verschuldungsprognose von 120 % des BIP per 2020. Das Erreichen dieser Marke ist aber bei der jetzigen Verschuldung nicht realistisch, weshalb der IWF von seinen Troika-Partnern einen Schuldennachlass zugunsten Griechenlands fordert. Diese können oder wollen das nicht. Dass dieses Thema virulent bleiben wird, kann man daran erkennen, dass Finanzminister Schäuble heute neue Kredite für Griechenland vorschlägt, mit denen das Land Staatsanleihen zurückkaufen soll. Es ist gerade zwei Wochen her, dass Schäuble diese Idee von sich gewiesen hat.

Der amerikanische Kongress muss nach der Wahl die „fiskalische Klippe“ entschärfen und gleichzeitig den Schuldendeckel anheben. Goldman Sachs erwartet, dass mindestens die Lohnsteuersenkung von vor zwei Jahren zurückgenommen wird und gewisse Steuererhöhungen in Kraft treten, was zusammen zu einem Entzugseffekt von 1,5 % des BIP ab Januar 2013 führen wird. Ferner muss man sich auf die Anhebung des Schuldendeckels einigen, der bei \$ 16400 Mrd. liegt. Die aktuelle Verschuldung des amerikanischen Staates beträgt \$ 16197 Mrd. (Kann unter <http://www.treasurydirect.gov/NP/BPDLogin?application=np> nachgesehen werden). Da der amerikanische Staat im Schnitt \$ 100 Mrd. neue Schulden pro Monat macht, wird der Schuldendeckel Ende dieses Jahres erreicht. Es braucht wenig Phantasie um sich vorzustellen, dass die Diskussionen nach Ende des Wahlkampfes zu diesen Themen sich eher schwieriger als im Sommer 2011 gestalten werden. Rezessionsängste und die offensichtliche Unfähigkeit der Politiker, eine gemeinsame Basis zu finden, haben den Markt damals gehörig durchgeschüttelt.

4. Schlussfolgerung. Deutsche und finnische Staatsanleihen bleiben Kerninvestment auf der Anleienseite. Durch den Laufzeitverkürzungseffekt bspw. kann bei gleichbleibender Steilheit der Kurve eine zehnjährige finnische Anleihe auf zwölf Monate eine Rendite von 3,4 % erwirtschaften. Obwohl die Renditen deutscher und finnischer Staatsanleihen niedrig sind, kann es hier in nächster Zeit zu einem weiteren Rückgang bzw. Anstieg der Kurse kommen, da die Märkte bald stärker zu risikoarmen Papieren übergehen dürften.

Auf der Aktienseite wurden Goldminen weiter ausgebaut (American Barrick und Newmont) und Biotechnologie neu aufgenommen. Biotechnologieaktien haben über ein Jahrzehnt konsolidiert und der Sektor ist einer der ganz wenigen, der nun nachhaltig die Gewinne steigert und outperformt. Weitere erwähnenswerte Einzelwerte, die aufgestockt wurden, sind Porsche und Mylan. Die 120%-Absicherung des physischen Engagements soll vorerst aufrecht erhalten bleiben.

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.

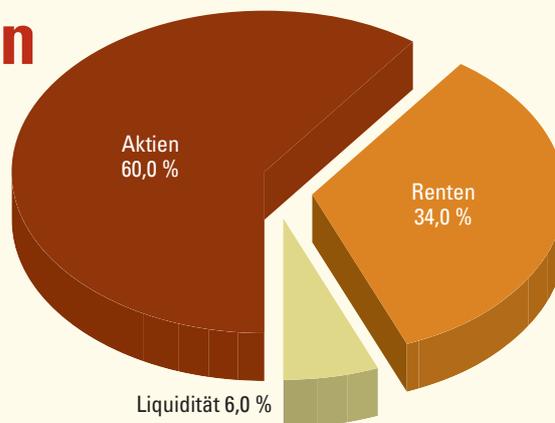
PTAM Absolute Return

WKN: A1JRP0 (B Tranche)

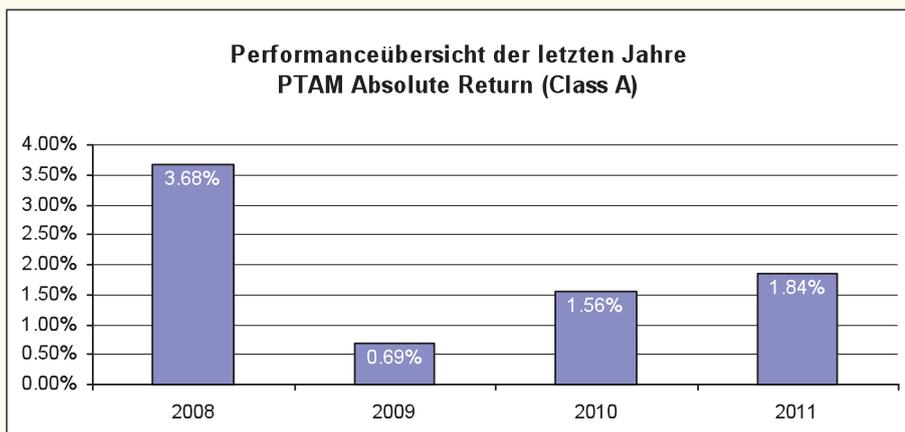
WKN: A0M2JL (A Tranche)

Fondsberater: Dr. Walter Naggl

- Seit Auflage jedes Jahr positive Performance
- Flexibler, vermögensverwaltender Mischfonds
- Investition in Aktien und Anleihen
- Konsequentes Risikomanagement
- Dynamische Absicherung der Aktien-, Renten- und Währungspositionen
- Absicherungsquote – Aktien zwischen 70 und 130 Prozent
- Geeignet für den sicherheitsorientierten Anleger



Absicherungsquote Aktien per 26.10.2012 ca. 125 %
Absicherungsquote Renten per 26.10.2012 ca. 50 %



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 Aktienausswahl 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 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.