

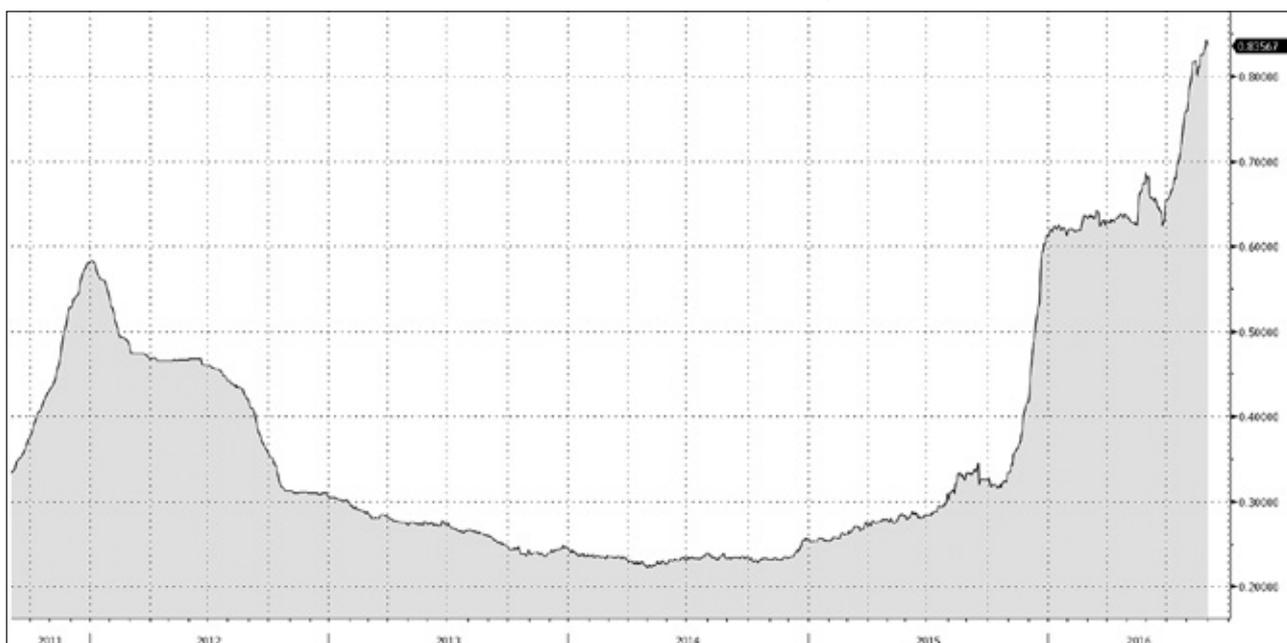
# 68. Finanzreport 2016 Absolute Return

# ZEITENWENDE

## Nicht alle Zinsen fallen

Zinsen fallen weltweit oder bleiben im extrem niedrigen bis negativen Bereich. Mit einer großen Ausnahme: USD-Geldmarktsätze steigen deutlich. USD-Dreimonatsgeld im Interbankenhandel ist im Verlauf eines Jahres von 0,3 Prozent auf 0,8 Prozent gestiegen und damit auf dem höchsten Stand der letzten fünf Jahre, wie aus der Grafik ersichtlich.

USD-Dreimonats-LIBOR September 2011 – September 2016



Grafik: Bloomberg

Der Anstieg der Geldmarktsätze auf dem wichtigsten Markt der Welt hat sich bisher bei den langen Renditen nur geringfügig niedergeschlagen. Zehnjährige TBonds rentieren bei 1,6 Prozent, nur wenig mehr als beim Jahrestiefstand der im Juli mit 1,4 Prozent erreicht wurde. Die Einführung negativer Zinsen durch die Bank von Japan, die Ausweitung des Kaufprogramms der EZB, sowie die Diskussion um eine weitere Verschärfung der Geldpolitik nach dem Brexit haben die Entwicklung der Anleihenrenditen im bisherigen Jahresverlauf dominiert.

## Kommt Hubschraubergeld?

In Bälde werden wir von der EZB und der Bank von Japan Neues zu deren Geldpolitik hören. Nachdem der für den Fall des Brexit von den Autoritäten prophezeite Weltuntergang bisher ausgeblieben ist, hat sich auch die Diskussion um eine neue Runde der Geldpolitik beruhigt. Die EZB werde ihr Ankaufprogramm um ein halbes Jahr verlängern, prophezeit nun eine amerikanische Großbank. Die Bank von Japan werde mit dem Ankauf von kommunalen Anleihen deren Investitionen fördern, erwartet eine andere Bank. Sollte die Bank von Japan solche Anleihen direkt von den Kommunen kaufen, wäre das der kleine Einstieg in das Hubschraubergeld. Darunter versteht man die direkte Finanzierung staatlicher Ausgabenprogramme oder von Steuersenkungen durch die Zentralbank. Das Bild vom Hubschraubergeld passt in etwa auf eine Politik bei welcher der Staat die Steuern für alle um den gleichen Betrag senkt oder allen Bürgern den gleichen Betrag auf das Konto überweist und die Zentralbank dies durch den direkten Kauf von Staatsanleihen finanziert.

Man kann durchaus der Meinung sein, dass es inhaltlich keinen großen Unterschied macht, ob Geschäftsbanken Staatsanleihen nur deshalb übernehmen, um sie gleich danach der Zentralbank zu verkaufen, oder ob die Zentralbank die Anleihen direkt vom Staat übernimmt. Letzteres ist als direkte Staatsfinanzierung für die EZB und die Bank von Japan nach deren Statuten nicht erlaubt und äquivalent mit Hubschraubergeld. Doch wie wir inzwischen wissen, sind Begriffe dehnbar, wenn es um die Durchsetzung politischer Ziele geht. Daumenschrauben für die Sparer nennt man jetzt „geldpolitische Lockerung“ und zwei Prozent Inflation nennt man „Preisstabilität“. Halten wir uns also nicht mit Begriffen auf, schauen

wir lieber wohin der Kern der Diskussion, auch im Zusammenhang mit Hubschraubergeld, geht. Es bahnt sich nämlich eine Zeitenwende in der Diskussion um wirtschaftspolitische Instrumente an.

## Die Zeitenwende

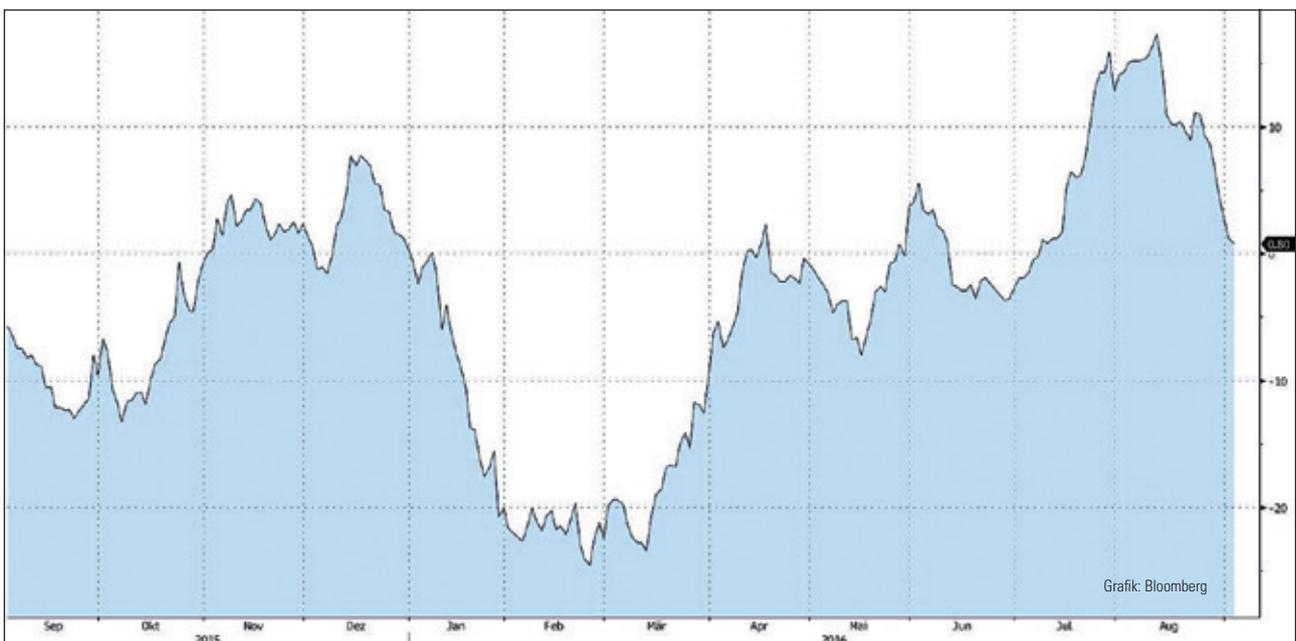
Während bisher die Kaufprogramme der Zentralbanken damit gerechtfertigt wurden, dass man negative gesamtwirtschaftliche Impulse aus der Konsolidierung der Staatsfinanzen, wegen fehlenden Reformen, usw. ausgleichen müsse, setzt sich zunehmend die Meinung durch, dass die Geldpolitik das Ziel der Stabilisierung nicht schaffen kann oder alleine nicht schaffen kann. Mit anderen Worten: wir brauchen mehr Staatsausgaben. Als Beispiele seien hier genannt: „Titans of Bond Trading Say Ignore Fiscal Stimulus at Your Peril. Calls For Stimulus Spur Renewed Bets on Inflation Gains“ (vgl. Bloomberg News vom 29. August) oder “China’s Zhu Says Monetary Policy Ineffective, Fiscal Aid Needed“ (vgl. Bloomberg vom 2. September). Zhu ist der chinesische Vize-Finanzminister.

Noch sind diese Meinungen nicht Konsens, aber sie sind auf dem Weg dahin, denn es ist offensichtlich: die extreme Geldpolitik der Notenbanken kann zwar die Assetpreise inflationieren, wirkt sich aber sonst kaum auf die Wirtschaft aus. Die Verdopplung und Verdreifachung der Anstrengungen der Bank von Japan seit dreieinhalb Jahren schlägt sich weder im Wachstum noch in der Inflation nieder. Staatsausgaben sind dagegen Teil der Gesamtnachfrage und schon definitionsgemäß nachfragewirksam, so dass kurzfristig damit die Gesamtnachfrage immer gesteigert bzw. die Wirtschaft in schwachen Zeiten stabilisiert werden kann. (Nach Meinung des Autors dieser Zeilen bleibt es aber bei der kurzfristigen Wirkung. In modernen Volkswirtschaften kann auf diese Weise nur ein Strohfeuer und kein selbsttragender Aufschwung in Gang gesetzt werden). In dem Maß wie die Tendenzen zu einer expansiveren Fiskalpolitik sich in der Diskussion und dann in der Praxis durchsetzen, werden auch Inflationserwartungen und am Ende die Inflation wieder zunehmen.

## Fazit

Das Anleihenkaufprogramm der EZB ist gigantisch. Macht sie in gleichem Tempo weiter, so wird sie in sieben Jahren alle finnischen Staatsanleihen, in acht Jahren alle holländischen und in neun Jahren alle deutschen Staatsanleihen besitzen. Sie ist und bleibt auch noch für mindestens ein Jahr der dominierende Faktor am Markt. Die Renditen von Euro-Staatsanleihen werden noch auf lange Zeit sehr niedrig bleiben. Das schließt aber eine vorübergehende Korrektur der massiven Kursgewinne seit letztem Sommer nicht aus. So ist die Bundesanleihe mit Laufzeit bis 2037 von ihrem Höchstkurs Ende Juli um drei Prozent zurückgekommen. Dies kann sich auch auf die nicht ganz so langen Anleihen auswirken. Über die Korrelation mit US-Anleihen und die steigenden kurzfristigen USD-Zinsen kann diese Entwicklung vorangetrieben werden. Größere Kursverluste sind vorerst jedoch nicht zu erwarten.

**Citibank-Index Globale Konjunkturdaten 09/2015 – 09/2016**



In dem Maße wie sich die Meinung und Bereitschaft für expansivere Staatsausgaben durchsetzen, werden Inflationserwartungen steigen. Für diesen Prozess sind mehrere Jahre anzusetzen und er muss sich nicht linear vollziehen. So kann es zunächst zu einer weltwirtschaftlichen Abkühlung kommen, welche die Bereitschaft für eine expansivere Fiskalpolitik schlagartig fördern würde. Dies würde bedeuten, dass die Renditen von Staatsanleihen erst unten bleiben oder noch ein wenig fallen, um danach kräftig zu steigen.

Politische Ereignisse können sich noch massiv auf die Renditen von Staatsanleihen auswirken. Scheitert Renzi mit seinem Referendum und gewinnt die 5-Sterne Bewegung in Italien, so kann es zunächst zur Flucht in deutsche Staatsanleihen und danach zur Flucht aus deutschen Staatsanleihen kommen.

4. September 2016

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 „Abteilungsleiter“ 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

# Sicherheit ist Trumpf! Für den sicherheitsorientierten Anleger.

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

## PTAM Absolute Return

WKN: A1JRPO (B Tranche)

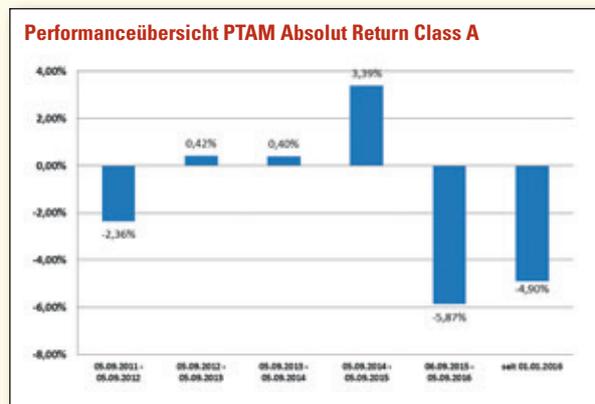
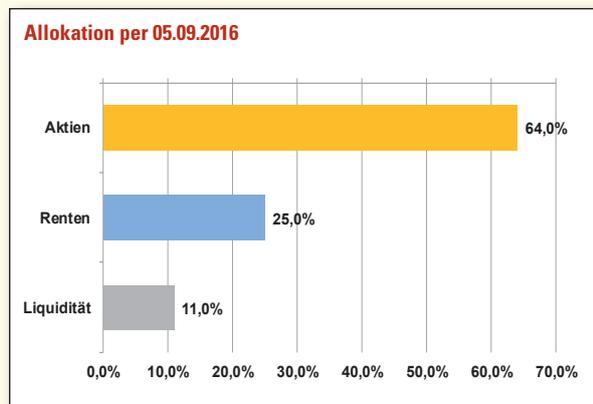
WKN: A0M2JL (A Tranche)

Fondsberater: Dr. Walter Naggl

Absicherungsquote Aktienexposure  
per 05.09.2016 ca. 100 %

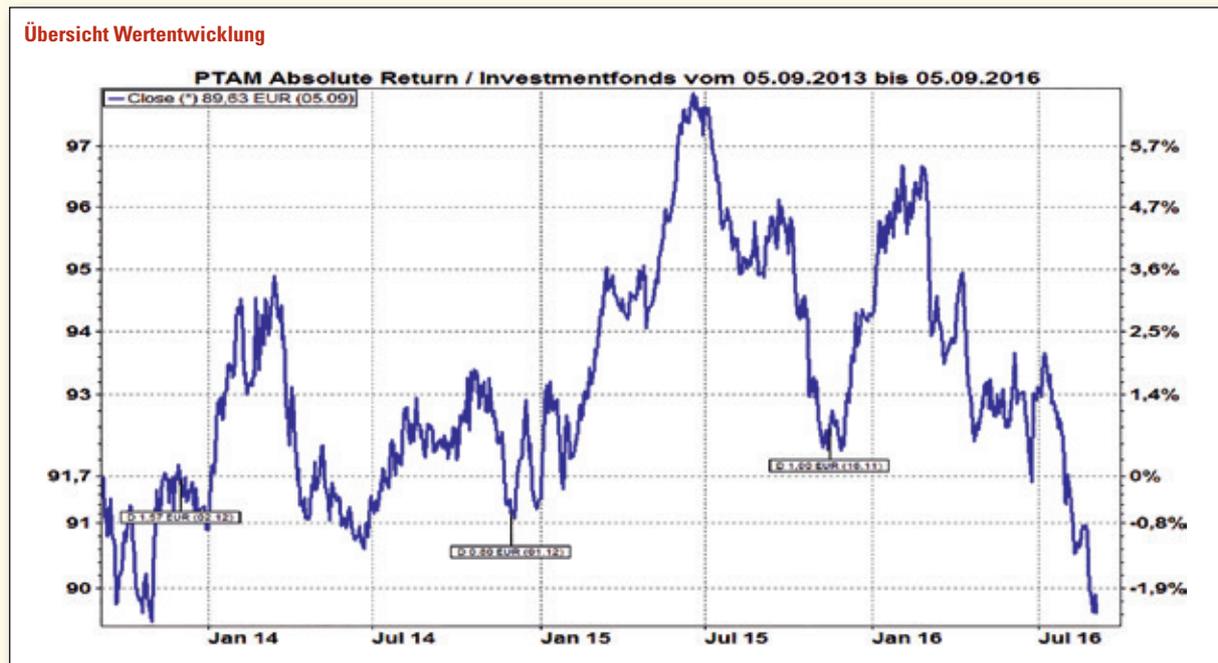
Absicherungsquote Rentenexposure  
per 05.09.2016 ca. 100 %

- Flexibler, vermögensverwaltender Mischfonds
- Investition in Aktien und Anleihen
- Absicherungsquote – Aktien zwischen 70 und 130 Prozent
- Dynamische Absicherung der Aktien-, Renten- und Währungspositionen
- geringe Wertschwankungen



Das Ziel des PTAM Absolute Return ist ein stetiger Ertrag bei geringem Risiko. Anlageuniversum sind überwiegend europäische und US-Aktien, Staatsanleihen, Pfandbriefe und hochrangige Unternehmensanleihen.

Die Volatilität auf 1 Jahr beträgt 4,66 % und über einen Zeitraum von 3 Jahren 4,56 %. Dies entspricht einer sehr moderaten Schwankungsbreite.



Stand: 05.09.2016

**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.