

69. Finanzreport 2016 Absolute Return

DEFLATION ODER DOCH INFLATION?

A. Korrekturbedarf

Anleihen weltweit erlebten im ersten Halbjahr eine massive Rally, nachdem Draghi im März von Vollgas auf Turbo umgeschaltet hatte. Das Kaufprogramm der EZB war von 60 auf 80 Mrd. Euro aufgestockt worden. Eine Diskussion um Hubschraubergeld nach dem Referendum in Großbritannien beflügelte die Kurse zusätzlich. Danach bestand Korrekturbedarf. Die Kurse erreichten im Laufe des Sommers ihren Höchststand. Als im September die erwartete Zinserhöhung der Fed ausblieb, fielen die Kurse im Lauf des Oktobers. Die Wahl von Donald Trump zum neuen Präsidenten der USA hat eine zweite Abwärtswelle ausgelöst.



B. Mehr Inflation dulden

Anstelle die Zinsen zu erhöhen, signalisierte Yellen im September, dass sie es begrüßen würde, wenn die amerikanische Wirtschaft „heiß laufen“ würde und dass ein Überschießen der Inflationszielmarke von 2 Prozent durchaus in ihrem Sinne wäre. Derlei Bemerkungen sind bei Höchstkursen von Anleihen natürlich geeignet bei den Anlegern Nervosität hervorzurufen, und so bröckelten die Kurse im Verlauf des Oktobers.

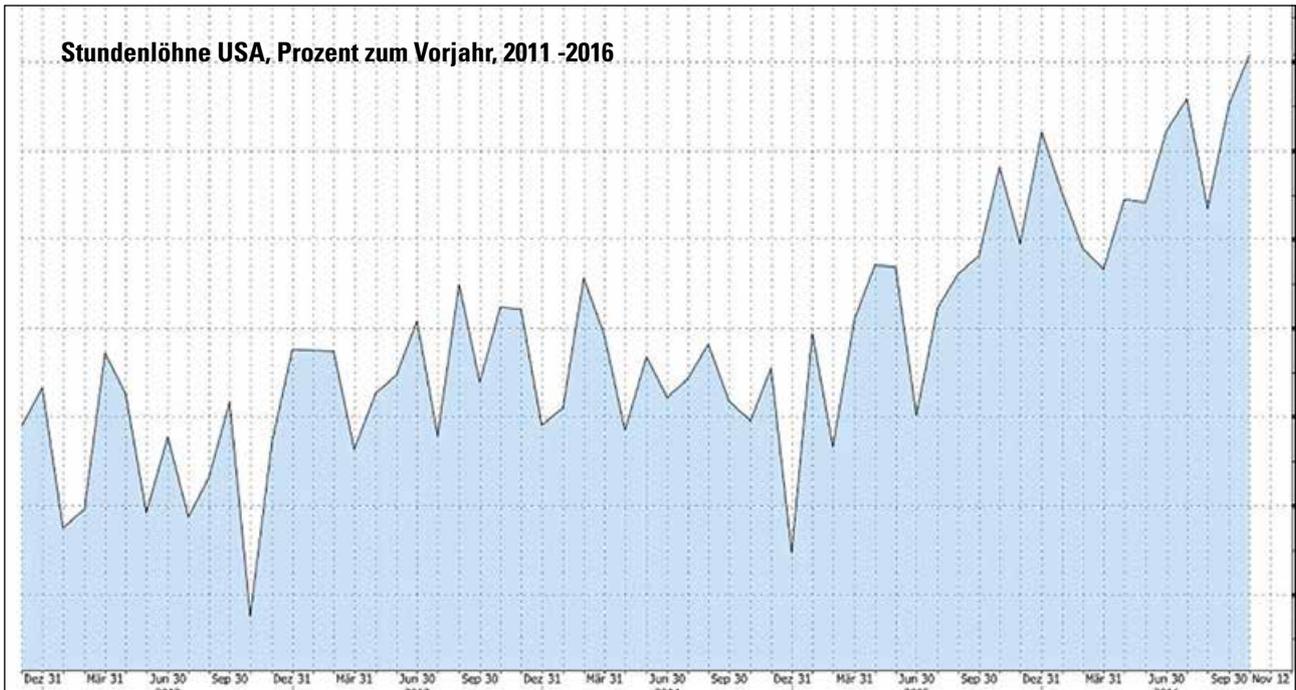
C. Der Ruf nach expansiver Fiskalpolitik wird lauter

In den westlichen Ländern war die Konjunkturerholung nach der Finanzkrise nur schwach ausgeprägt und ist vor allem den breiten Massen nicht zu Gute gekommen. Die Zweifel an der ultra-expansiven Geldpolitik wuchsen. Dänemark erlebt seit Mitte 2012 negative Zinsen und damit länger als jedes andere Land und doch ist dort die Inflation seit der Weltwirtschaftskrise nicht so niedrig gewesen wie jetzt und sind die Investitionen nicht angesprungen („Depression-Era Danish Prices Coincide With Record Negative Rates“, vgl. Bloomberg vom 11. Oktober 2016). Der Ruf nach einer expansiveren Fiskalpolitik liegt in der Luft und Donald Trump hat ihn gehört und politisch umgesetzt.

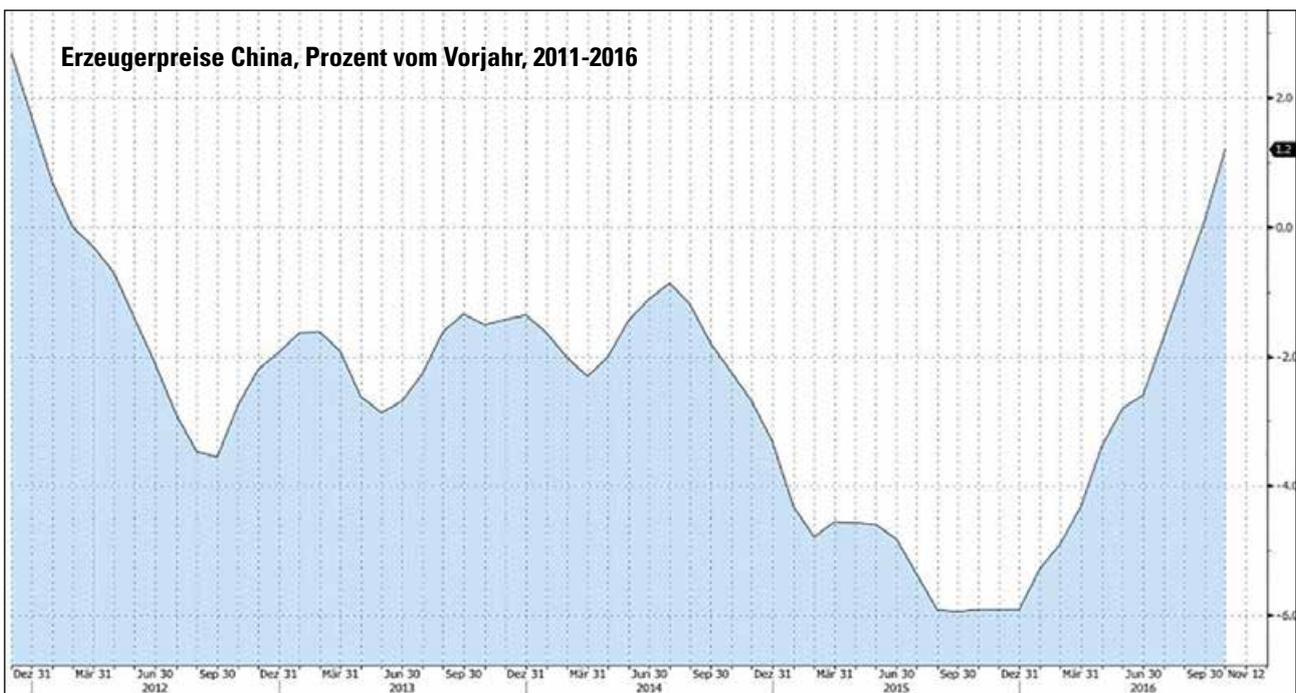
Nimmt man nun eine längerfristige Perspektive ein, also solche von Jahren, so ist dieser Trend durchaus geeignet, Anleger die in Anleihen investiert sind, nervös zu machen. Die Welt schwimmt in Geld und Schulden und die Bereitschaft zu einer expansiven Fiskalpolitik wächst. Das kann auf Dauer schwierig werden, vor allem für langlaufende Anleihen.

D. Etwas mehr Inflation in USA, Ende der Deflation in China

Der Anstieg der Stundenlöhne in den USA ist in einen flachen Aufwärtstrend übergegangen. Die aktuelle Rate ist 2,8 Prozent. Das ist per se nicht alarmierend, nur halt ein Mosaikstein in einem Bild das sich gerade entwickelt. Die Gesamtinfla-



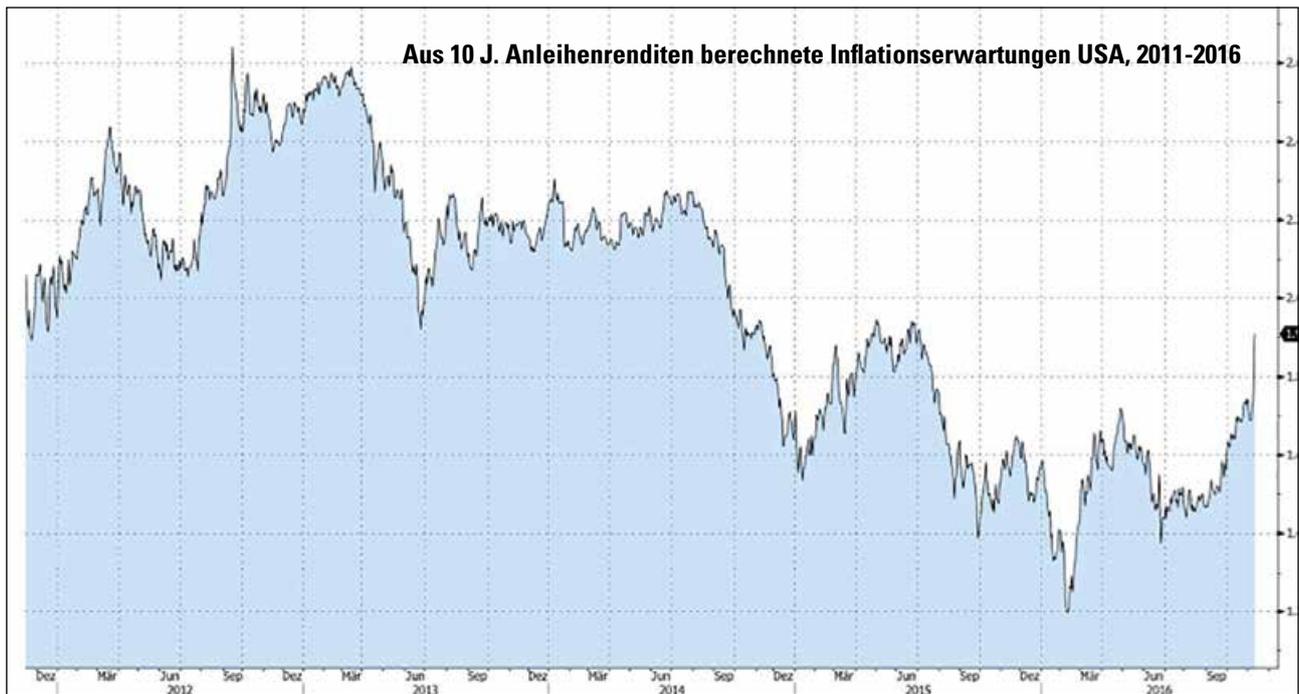
tionsrate der Verbraucherpreise ist aktuell 1,5 Prozent, die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel ist 2,2 Prozent. Die Fed sagt, sie hat ihr Inflationsziel von 2 Prozent noch nicht ganz erreicht und bezieht sich dabei auf einen Index, der typischerweise niedriger liegt, als die oben zitierte Kernrate der Inflation in Höhe von 2,2 Prozent.



Nachdem die Erzeugerpreise in China über Jahre gefallen waren und damit über chinesische Importe dazu beigetragen haben, die Inflation in den westlichen Ländern niedrig zu halten, steigen nun dort die Preise. Noch zu Jahresbeginn war der Preisrückgang bei 6 Prozent, zuletzt war ein Anstieg von 1,2 Prozent zu verzeichnen.

E. Inflationserwartungen nehmen zu

Nichts ist so sehr geeignet die Gemüter zu bewegen als die normative Kraft des Faktischen, und so hat der allmähliche Anstieg der Inflation in den USA nun auch höhere Inflationsprognosen hervorgerufen. Das Economic Cycle Research Institute prophezeit, dass die Marke von 3 Prozent Inflation innerhalb eines halben Jahres erreicht wird. („Gundlach Says ‘Look Out’ for Exploding Deficits in 2018-2020“, vgl. Bloomberg vom 26. Oktober 2016). Die aus der Renditedifferenz von klassischen und von inflationsgeschützten Anleihen berechneten Inflationserwartungen sind im Aufwärtstrend, aktuell 1,9 Prozent.



F. Fed erhöht nun doch im Dezember und danach noch mehr

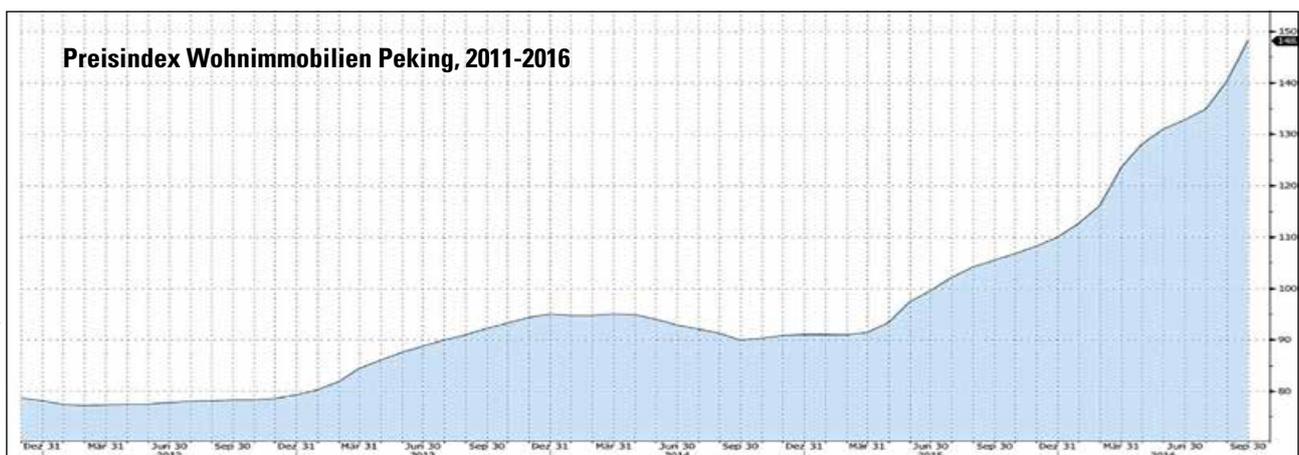
Aus der aktuellen Gemengelage heraus, nämlich zuletzt weiter gestiegene Lohninflation, expansivere Fiskalpolitik und der Bereitschaft zahlreicher Fed-Gouverneure zur Zinserhöhung, wird nun allgemein für Dezember ein Zinsschritt der Fed erwartet. Einflussreiche Marktteilnehmer wie PIMCO erwarten auch, dass die Fed in 2017 weniger zögerlich sein wird als in diesem Jahr und dass weitere Zinserhöhungen folgen werden.

G. Szenario 1: Kapital sichern und Abwarten

Gelingt es die chinesische Wirtschaft auf dem gegenwärtigen Wachstumsniveau zu stabilisieren, dann dürfte sich die Abwärtsbewegung der Kurse am Anleihenmarkt erosionsartig fortsetzen. Das Tempo wird sich verlangsamen und es wird Gegenbewegungen geben, aber am Abwärtstrend wird sich nichts ändern. Die oben angeführten Kräfte werden tendenzmäßig weiter negativ auf Anleihen wirken.

H. Szenario 2: Noch Sichern, dann wieder Investieren und danach wieder Sichern

In China hat sich eine spekulative Blase am Immobilienmarkt und inzwischen auch bei Rohstoffen aufgebaut, die am besten mit den Worten eines US-Hedgefondsmanagers beschrieben wird, nämlich Dubai mal tausend, in Anspielung auf den Crash dort vor fünf Jahren. Nirgendwo auf der Welt sind Immobilien teurer als in Shenzen. Innerhalb von nur fünf Jahren haben sich die Preise dort verdreifacht. In den meisten Großstädten sind die Preise in diesem Jahr um 30 bis 40 Prozent gestiegen. In Peking beträgt der Anstieg von Anfang 2015 bis jetzt 50 Prozent.



Die Dauer spekulativer Blasen ist kaum zu prognostizieren. Allerdings gibt es Gründe die derzeitige Entwicklung besonders genau zu beobachten. Die chinesische Regierung versucht seit September verstärkt, die Spekulation einzudämmen und es zeigen sich nun auch Ergebnisse: im Oktober fielen die Umsätze am Immobilienmarkt in Peking um 40 Prozent im Vergleich zum selben Vorjahresmonat, in kleineren Städten halbierten sie sich („China's Moves to Cool Property-Price Surge May Be Working“, vgl. Bloomberg vom 6. November).

Platzt die spekulative Blase am chinesischen Immobilienmarkt so schwächt das die Wirtschaft dort ganz massiv und ebenso die Weltwirtschaft. Es kommt dann zu kräftigen konjunkturstimulierenden Maßnahmen weltweit. Anleihekurse korrigieren unter diesem Szenario zunächst in derselben Größenordnung wie 2015 um dann wieder zu steigen. Langfristig, d.h. auf mehrere Jahre gesehen, bedeutet das unter den Bedingungen der Geldschwemme, dass sich Inflation entwickelt und die Anleihekurse infolgedessen langfristig fallen. Der Verfasser hält dieses Szenario für das wahrscheinlichere.

12. November 2016

Walter Naggl

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 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 „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

» Für den chancenorientierten Anleger

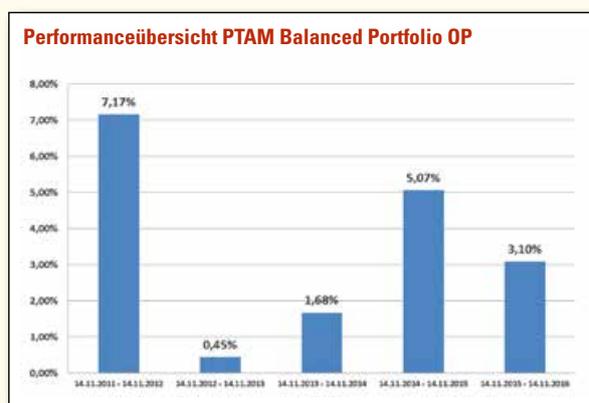
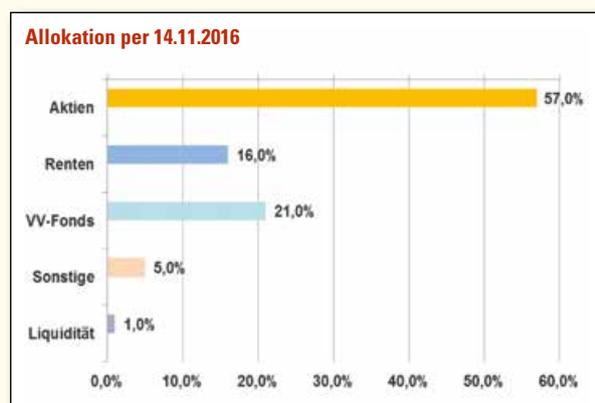
PTAM Balanced Portfolio

WKN: 987725

Fondsberater: PT Asset Management GmbH – Martin Eininger/ Steffen Müller

- » Vermögensverwaltender Mischfonds mit breiter Diversifikation
- » Investition in ETF's, Einzelwerte und Alternativeanlagen
- » Flexible Aktienquoten (Aktives Markthedging)

Die Performance auf 1 Jahr beträgt 3,10% und über einen Zeitraum von 3 Jahren 10,15%.



» Für den sicherheitsorientierten Anleger

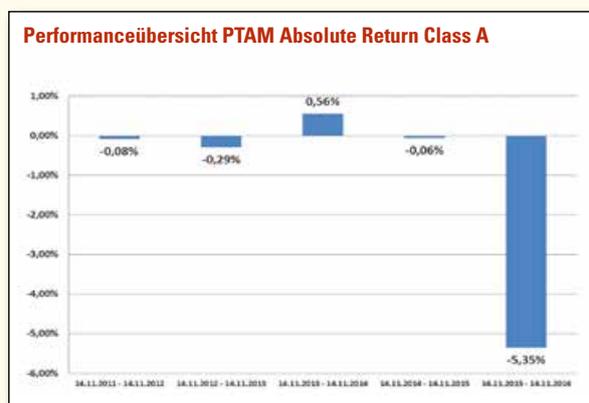
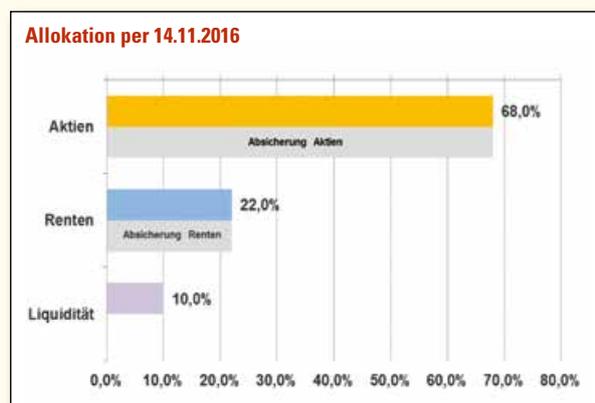
PTAM Absolute Return

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

Fondsberater: Dr. Walter Naggl

- » Flexibler, vermögensverwaltender Mischfonds
- » Investition in Aktien und Anleihen
- » Absicherungsquote Aktien – Aktien zwischen 70 und 130 Prozent

Die Volatilität auf 1 Jahr beträgt 4,31 % und über einen Zeitraum von 3 Jahren 4,44%. Dies entspricht einer sehr moderaten Schwankungsbreite.



Stand: 14.11.2016

Haftungsausschluss: Diese Druckschrift enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Etwaige Unrichtig- oder Unvollständigheiten 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.