

61. Finanzreport 2015 Absolute Return

Finger Weg

Mitte April diesen Jahres war die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf 0,075 Prozent gefallen, den tiefsten Wert der jemals verzeichnet wurde. In der Fachwelt herrschte große Einigkeit, dass der Zinskollaps sich fortsetzen würde und erst bei minus 0,2 Prozent Halt machen würde. Das ist die Grenze, bis zu der die EZB Anleihen kaufen will. Wie wir heute wissen kam es anders. Nicht die Renditen der Anleihen kollabierten, sondern die Kurse. Wer Mitte April die zehnjährige Bundesanleihe erwarb kann per heute auf einen Verlust von 7,6 Prozent zurückschauen.

Konnte sich die Fachwelt so irren? Die Argumente, die für den Renditeverfall vorgebracht wurden waren nahezu zwingend. Die EZB wird bis September nächsten Jahres monatlich für 60 Mrd. Euro Staatsanleihen kaufen. Das ist im Jahresdurchschnitt mehr als die Eurostaaten zusammen netto an neuen Anleihen emittieren. Zudem sprach die Macht der Tatsachen für die allgemein erwarteten negativen Renditen zehnjähriger Bundesanleihen. Seit die EZB im März 2014 zum ersten Mal Andeutungen zu einem Anleihenkaufprogramm gemacht hatte waren die Renditen nahezu unaufhörlich gefallen.

Einen theoretischen Schönheitsfehler hatte allerdings das Argument für den weiteren Zinsrückgang: es kommt für die Zinsentwicklung gar nicht so sehr darauf an, ob die EZB im Jahr mehr Anleihen kaufen will als die Eurostaaten zusammen emittieren. Der Saldo daraus ist sehr viel kleiner als das was die Anleger weltweit an Anleihen der Eurostaaten und an vergleichbaren Anleihen im Bestand haben. Am Markt bildet sich die Rendite so, dass die Anleger bereit sind diesen riesigen Bestand zu halten.

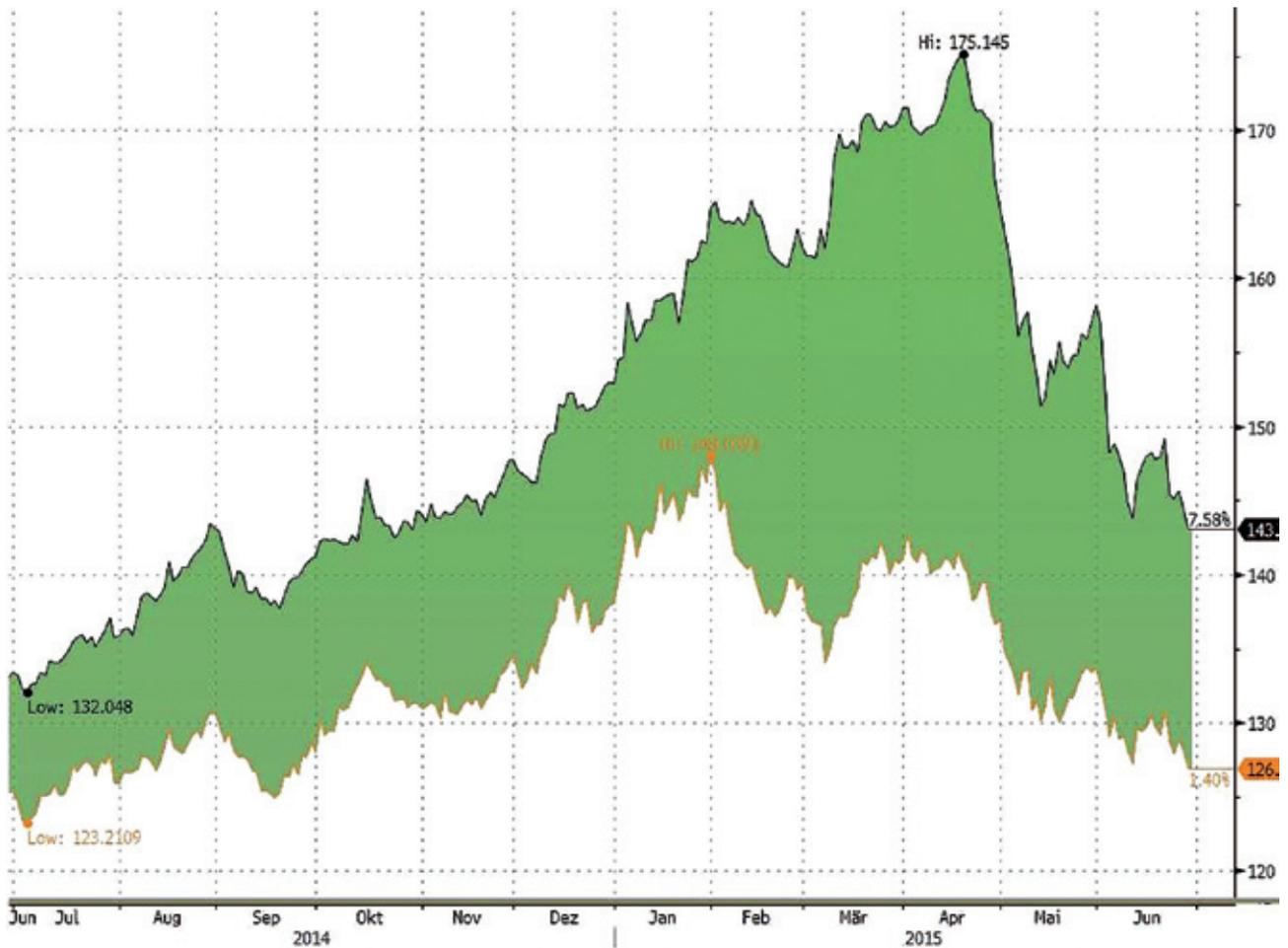
Damit kommen wir zur praktischen Frage. Sind die aktuellen Renditen am Anleihenmarkt Einstiegsrenditen? War vielleicht der Zinsanstieg und Kursverfall von Ende April bis heute eine Abweichung im Trend, so dass sich nun Kaufkurse gebildet haben? Sichere Aussagen dazu sind naturgemäß nicht möglich und es gibt Argumente pro und contra. Ich will hier lediglich ein gewichtiges Kontraargument anführen.

Der Trend an den Anleihenmärkten in Europa wird in hohem Maß von der Entwicklung am amerikanischen Markt bestimmt. Sondereinflüsse in dem einen oder anderen Gebiet können zu Abweichungen führen aber früher oder später stellt sich nahezu immer die gleiche Tendenz ein. Dies zeigt sich zum Beispiel an der nachfolgenden Bloomberg-Grafik, welche die Kursentwicklung eines zwanzigjährigen amerikanischen Tbons (untere Linie) der Kursentwicklung einer zwanzigjährigen Bundesanleihe (obere Linie) gegenüberstellt. Bis zum Januar 2015 erreichen beide Linien zeitgleich ihre jeweiligen lokalen Hoch- und Tiefpunkte. In den Monaten Februar, März und April entwickelt die Bundesanleihe wohl unter dem Einfluss des Draghi-Kaufprogramms ein Eigenleben. Sie steigt im Kurs weiter bis Mitte April. Erst danach geht sie wie die amerikanische Anleihe in einen Abwärtstrend über.

Die Schwankungen um diesen Trend sind sehr aussagekräftig. Die lokalen Höchst- und Tiefstwerte, die sich dabei bilden sind so, dass im Zeitablauf tiefere Tiefs und tiefere Hochs aufeinander folgen. Das spricht für eine Fortsetzung des Abwärtstrend. Lediglich das letzte Tief zum aktuellen Zeitpunkt ist nur wenig tiefer als das lokale Tief gegen Mitte Juni.

Aus fundamentaler Sicht ist anzumerken, dass die Kurswende bei Tbons zu einer Zeit stattgefunden hat, als die amerikanische Wirtschaft mit deutlich schlechter als erwarteten Konjunkturdaten aufwartete. Das BIP im ersten Quartal in den USA war gegenüber dem vierten Quartal 2014 leicht rückläufig. Normalerweise führen schlechter als erwartete Konjunkturdaten zu einem Renditerückgang und nicht zu einem Anstieg. Bewegt sich ein Markt gegen die fundamentalen Daten so ist das immer ein starkes Warnzeichen, dass mit diesem Markt etwas nicht stimmt und

Kurs 20-jähriger TBond und Rendite 20j. Bundesanleihe Juni 2014 bis Juni 2015



Grafik: Bloomberg

mahnt zur Vorsicht. Zuletzt gab es in den USA teilweise auch wieder etwas bessere Konjunkturdaten, auf die der Anleihenmarkt wie erwartet reagiert hat, nämlich mit Kursschwäche.

Aus der Sicht dieser Analyse bleibt (auch für den deutschen Anleihenmarkt) erst einmal ein Ende der kursmäßigen Abwärtsbewegung abzuwarten, so sie denn kommt, sowie die weiteren US-Konjunkturdaten und die Marktreaktion darauf.

An dieser Stelle kommt typischerweise das Argument, wenn man nicht in Anleihen investieren soll, dann eben in Aktien. Zwingend ist das allerdings nicht, denn so wie bis vor kurzem Anleihen- und Aktienkurse gestiegen sind, können auch beide fallen. Wer sich für Aktien ausspricht sollte darüber hinaus weitere Argumente anbringen. Ich will mit Hinweis auf die Konjunktur hierzulande den Blick lediglich auf die Frage der Sektorauswahl lenken (defensiv wie etwa Telekom oder zyklisch wie etwa Auto) sowie auf den Einstiegszeitpunkt, das Timing.

Die deutsche Industriekonjunktur ist derzeit nicht so gut wie allgemein behauptet. Die Behauptung der EZB-Politiker, die europäische Konjunktur bessere sich als Reaktion auf ihr Kaufprogramm bewegt sich zwischen lächerlich und absurd. Jeder Student der Volkswirtschaftslehre weiß, dass die Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik Jahre betragen und nicht Monate. Wenig spricht auch für die Behauptung, die Verschlechterung des ifo-Geschäftsklimas im Juni sei eine Folge des Griechenland-Konfliktes. Die Beurteilung der Auftragsbestände in der Umfrage des ifo-Instituts erreichte nämlich ihren besten Wert in 2015 schon im März und ist seitdem drei Monate in Folge gefallen. Dies dürfte

eine direkte Folge der konjunkturellen Entwicklung in China sein, von der insbesondere die deutsche Autoindustrie sehr stark abhängig geworden ist. So hat Porsche seinen China-Absatz seit 2010 verdreifacht. Laut Bloomberg erwirtschaften die deutschen Luxusmarken inzwischen 50 Prozent ihrer Gewinne in China. Der Automarkt in China läuft aber nun deutlich schlechter, was auch die deutschen Hersteller zu spüren bekommen. Laut einer Bloomberg Meldung vom 20. April senkt BMW bspw. die Preise einiger Modelle in China und plant Produktionskürzungen.

Von einem Freund bin ich auf ein frappierendes Timing-Modell für den Aktienmarkt hingewiesen worden, nämlich den DAXplus Seasonal Strategy. Hierbei handelt es sich um einen Aktienindex, der von der Deutschen Börse in Zusammenarbeit mit ABN Amro entwickelt und seit Juni 2005 täglich veröffentlicht wird. Der Index basiert auf der Kursentwicklung der Aktien im DAX-Index vom 1. Oktober jeden Jahres bis zum 30. Juli. In den Monaten August und September wird der Index konstant gehalten. Er bildet somit eine Strategie ab, bei der man nur in den 10 Monaten Oktober bis Juli in den DAX investiert ist. Der Index hat einen Basiswert von 1000 bezogen auf den 30. Dezember 1987 und von rund 20000 bei seiner Einführung im Sommer 2005. Der DAX selber war im selben Zeitraum von 1000 auf 4500 Indexpunkte gestiegen. Man hatte also in der Rückrechnung eine Regel gefunden, welche die Performance des DAX um mehr als das Vierfache übertraf. Das ist zunächst nicht so bemerkenswert, denn in der Rückrechnung lassen sich immer Regeln finden, welche die Marktentwicklung schlagen.

Bemerkenswert ist, dass der DAXplus Seasonal Strategy auch in den zehn Jahren seiner praktischen Anwendung besser war als der DAX selber. Der Indexstand zum 27. Juni 2015 ist 49390, ein Anstieg von 170 Prozent gegenüber 2005. Der DAX selber ist in diesem Zeitraum um 155 Prozent gestiegen. Allerdings verlief die Entwicklung auch nicht ganz schmerzlos. Von einem vorübergehenden Höchstwert im Jahr 2007 verlor der Index in der Finanzkrise die Hälfte.

Fazit: der DAXplus Seasonal Strategy hat in seiner praktischen Anwendung ein 10 Prozent (170 Prozent gegen 155 Prozent) besseres Ergebnis geliefert als der DAX selber. Er bestätigt damit die Regel, dass die Sommermonate im Allgemeinen keine guten Ergebnisse liefern. Wenn also nicht starke Argumente für ein Aktieninvestment sprechen, kann man sein Geld im Sommer ruhig auch Urlaub machen lassen. Ansonsten kann man auch in den PTAM ABSOLUTE RETURN investieren. Hier ist das Gesamtmarktrisiko stets voll abgesichert. Der Fonds verdient seine Performance durch die Investition in wachstumsstarke und dividendenstarke Titel. Die Performance im laufenden Jahr ist 6 Prozent in einer stetigen Entwicklung, unabhängig vom Auf- und Ab des Aktienmarktes.

27. Juni 2015

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: A1JRP0 (B Tranche)

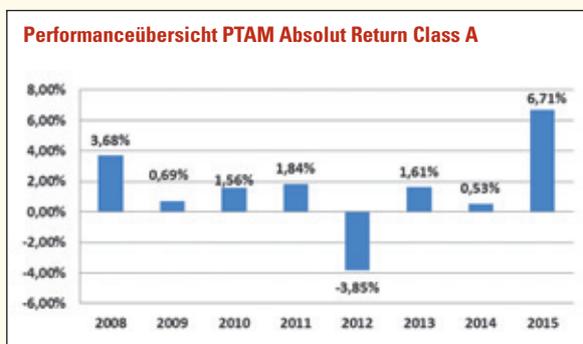
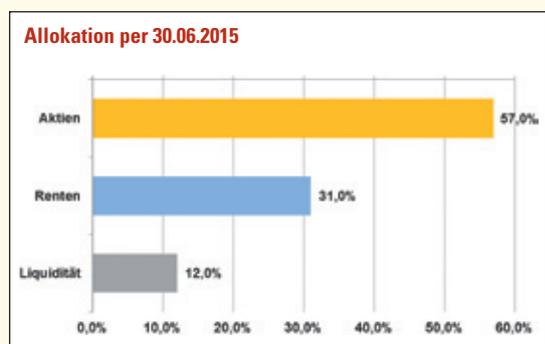
WKN: A0M2JL (A Tranche)

Fondsmanager: Dr. Walter Naggl

Absicherungsquote Aktienexposure
per 30.06.2015 ca. 105 %

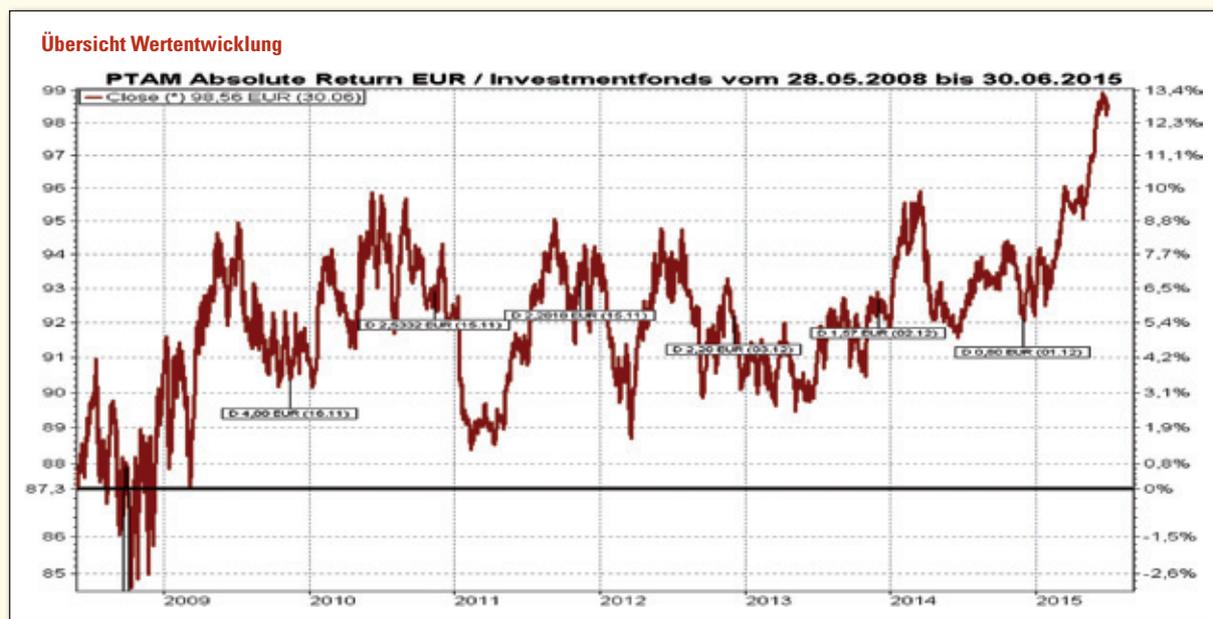
Absicherungsquote Rentenexposure
per 30.06.2015 – ca. 100 %

- 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.

Das Aktienmarktrisiko wird durch den Verkauf von Terminkontrakten meist vollständig abgesichert. Die Absicherung variiert je nach Markteinschätzung zwischen **70 %** und **130 %** des Aktienvermögens im Fonds. Das Rentenvermögen hat eine mittel- bis langfristige Laufzeitenstruktur. Zur Absicherung kurzerfristiger Risiken wird die Duration fallweise durch den Verkauf von Terminkontrakten verkürzt.



Stand: 27.06.2015

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.