

65. Finanzreport

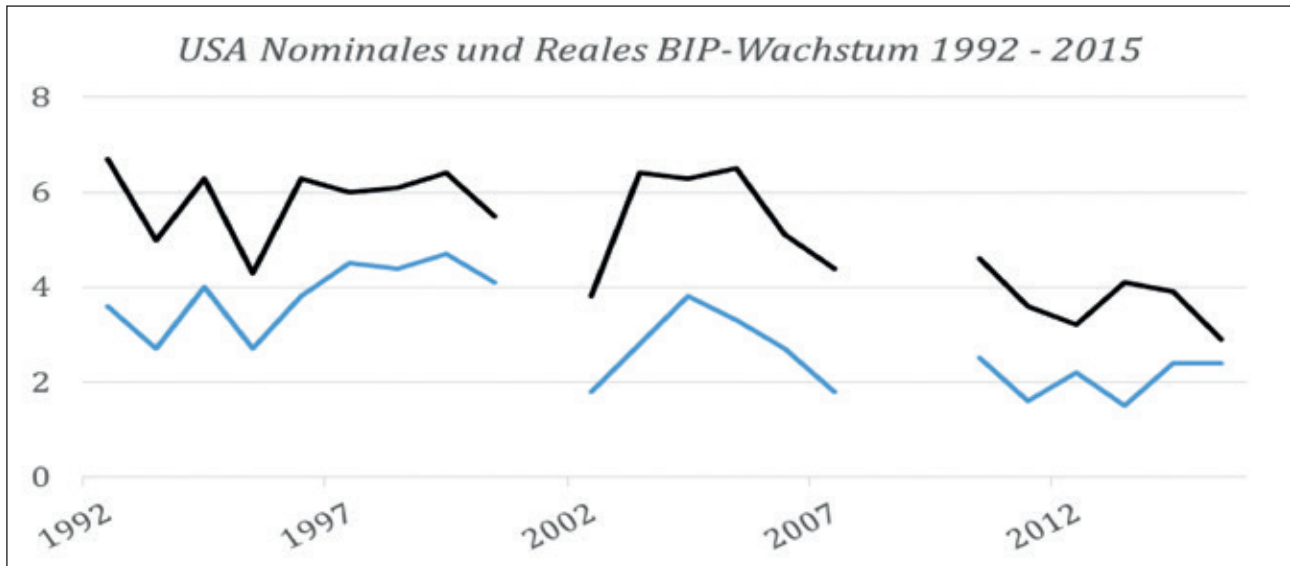
2016 Absolute Return

PTAM ABSOLUTE RETURN – ALPHA STRATEGIE IM NEUEN UMFELD

Das Neue Umfeld

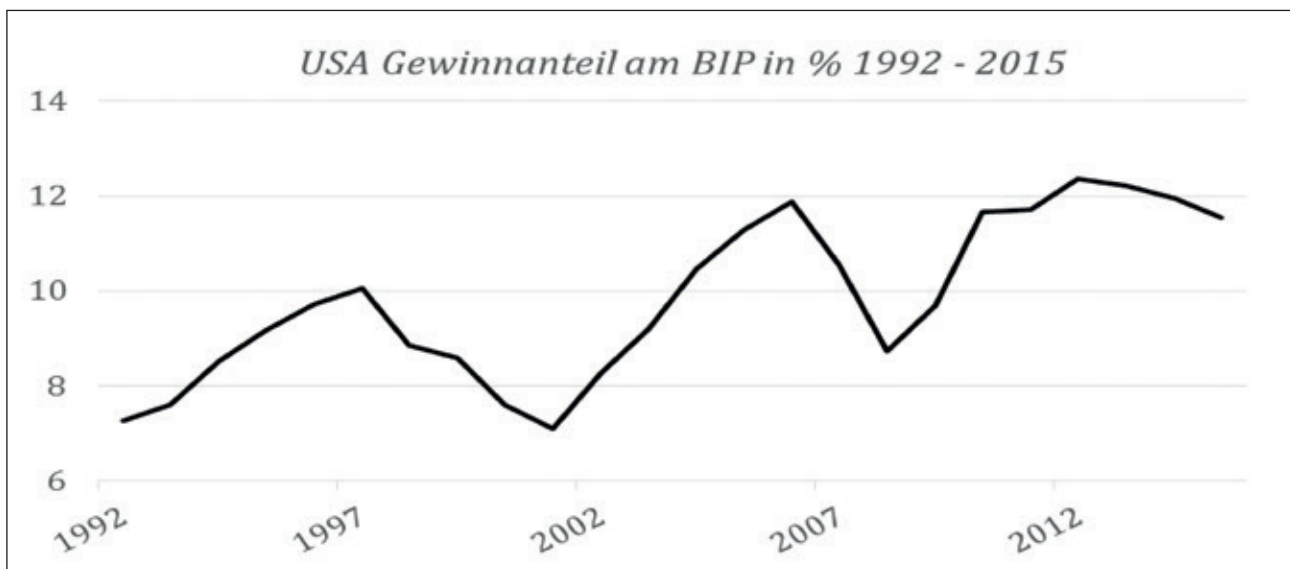
1. Das Neue Makro-Umfeld

Seit den neunziger Jahren fällt das Wachstum in jedem Aufschwung¹ immer schwächer aus, ungeachtet der seit Greenspan immer expansiveren Geldpolitik.



Bloomberg-Daten, eigene Grafik, Rezessionsjahre ausgelassen

Der Anteil der Unternehmensgewinne an der wirtschaftlichen Gesamtleistung ist von gut 7 Prozent Anfang der neunziger Jahre auf über 12 Prozent gestiegen und flacht sich nun auf diesem Niveau ab, beginnt vielleicht sogar einen Abwärtstrend.



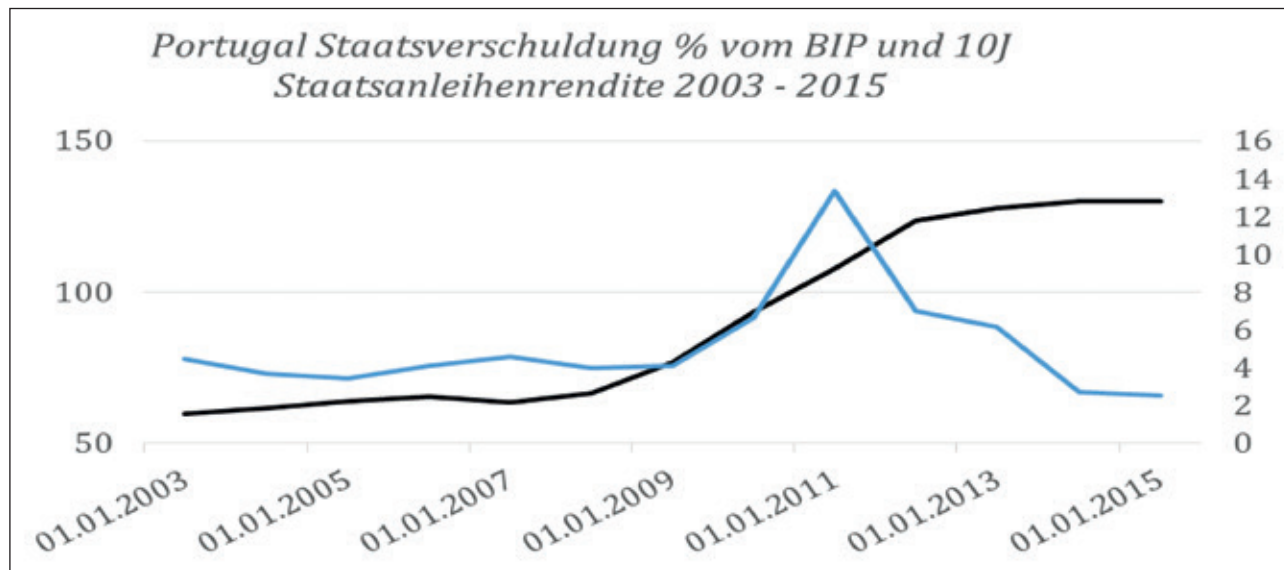
Bloomberg-Daten, eigene Berechnung und eigene Grafik

¹ Die allgemein anerkannten Rezessionsphasen nach der Datierung des National Bureau of Economic Research sind seit den neunziger Jahren Juli 1990 bis März 1991, März 2001 bis November 2001 und Dezember 2007 bis Juni 2009.

² EZB will ohne Limit Staatsanleihen kaufen. FAZ vom 6. September 2012.

2. Die Neue Geldpolitik

Zentralbanken haben den Regelmechanismus des Zinses, des wichtigsten Preises in einer Marktwirtschaft, außer Kraft gesetzt. Die Rendite zehnjähriger portugiesischer Staatsanleihen betrug Anfang 2016 2,5 Prozent bei einer Staatsverschuldung von 130 Prozent des BIP. Mit Beginn des ersten Draghi-Kaufprogramms für Staatsanleihen² im Jahr 2012 entwickelten sich Rendite und Staatsverschuldung gegenläufig.



Bloomberg-Daten, eigene Berechnung und eigene Grafik

Zentralbanken nehmen auf vielfältige Weise Einfluss auf die Kursentwicklung am Aktienmarkt. Die Bank von Japan stützt seit 2013 den Aktienmarkt durch Käufe von ETFs³. Die Käufe finden bevorzugt an Tagen statt, an denen der Markt schwach eröffnet.

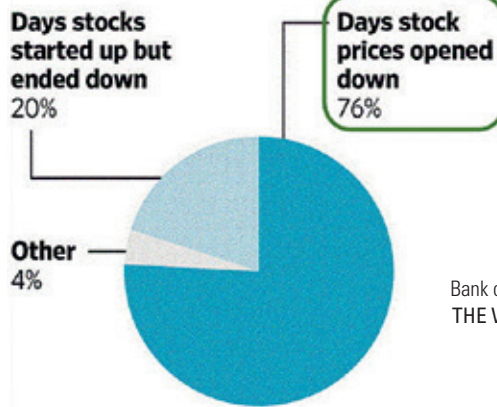
Die Anleihenkaufprogramme der Fed zielten weniger auf den Anleihenmarkt als auf Aktienmarkt. Bernanke wollte die Renditen am Anleihenmarkt drücken, mit dem Ziel, die Anleger auf der Suche nach Rendite in den Aktienmarkt zu zwingen. Dies geht aus Berichten des ersten Chefs dieser Kaufprogramme, Andrew Huszar, hervor, wonach Bernanke sich immer nur für die Auswirkungen auf den Aktienmarkt interessierte⁴.

Stärkere Rückschläge am Aktienmarkt wie im August und September 2015 lösten bei Fed-Mitgliedern regelmäßig Äußerungen über die Möglichkeit eines weiteren Anleihenkaufprogramms aus, die ihre Wirkung nicht verfehlten.

Allerdings fühlte sich die Fed zuletzt angesichts von Rückschlagsrisiken eines über-bordenden Aktienmarktes nicht ganz wohl. So warnte Bernanke die Anleger im Jahr 2014 davor, allzu große Risiken einzugehen („reach for yield“) und Yellen sprach im vergangenen Jahr von einer hohen Bewertung des Aktienmarktes.

A Helping Hand

The Bank of Japan has bought ETFs on 143 days since April 4, 2013, mainly when the stock market has been down



Sources:
Bank of Japan, Quick
THE WALL STREET
JOURNAL.

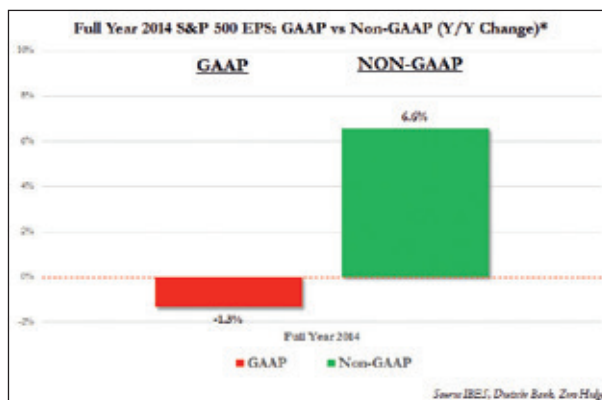
Grafik: Zero Hedge

3. Zwei einschneidende Änderungen der Bankenregulierung

Im Jahr 2009 befreite die Fed die Banken von der Pflicht der Marktbewertung ihrer Aktiva um den Ausweis massiver Verluste zu vermeiden. Banken haben damit viel Spielraum bei der Berechnung ihrer Quartalsgewinne. Auch die Unternehmen des nichtfinanziellen Sektors werden beim Ausweis des operativen Gewinns, also des Gewinns der von der Presse berichtet wird, immer kreativer. Wie die nachfolgende Grafik zeigt war der S&P500 Gewinn nach allgemein akzeptierten Rechnungslegungsvorschriften (GAAP) im Jahr 2014 im Minus, der operativ ausgewiesene Gewinn deutlich im Plus.

Der Bankensektor wurde allerdings mit einer Menge an teuren und gewinnschmälernden Regulierungsvorschriften belastet und seine Teilnahme am Aktienhandel stark eingeschränkt. Nach Schätzungen wurde die sogenannte „market maker“-Funktion der Banken um 85 Prozent eingeschränkt.

S&P500-Gewinn 2014 nach GAAP und Operativer Gewinn



Source: IBES, Deutsche Bank, Zero Hedge

Grafik: Zero Hedge

³ Zero Hedge vom 11.3. 2015 „Bank Of Japan Stepped In A Stunning 143 Times To Buy Stocks, Prevent Drop“

⁴ Vgl. „We went on a bond-buying spree that was supposed to help Main Street. Instead, it was a feast for Wall Street“, von Andrew Huszar, Wall Street Journal 11. November 2013.

4. Die Anleger werden immer passiver

Die Investoren am Aktienmarkt bevorzugen seit der Finanzkrise Indexfonds (ETFs) gegenüber der aktiven Einzeltitelauswahl. Das Volumen der ETFs mit denen der Gesamtmarkt wie der DAX oder S&P500 oder einzelne Branchen abgebildet werden ist von 770 Mrd. USD im Jahr 2008 auf knapp 3.000 Mrd. USD Ende 2015 gestiegen⁵.

5. Die Computer übernehmen

Nach Schätzungen werden inzwischen 75 Prozent des Aktienhandels nach Computerprogrammen abgewickelt nach Kriterien die wenig oder gar nichts mit der Bewertung der jeweiligen Aktien zu haben. Der Computerhandel tritt im Wesentlichen in zwei Ausprägungen auf:

In den USA sind die klassischen Mischfonds mit 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Anleihen sogenannten „Risk Parity Fonds“ gewichen, welche die volatileren und damit riskanteren Aktien bei gesunkener Volatilität am Aktienmarkt und niedriger Korrelation von Aktien- und Anleihenmarkt stärker gewichten und umgekehrt. In den langen Aufwärtstrends des Aktienmarktes nach Finanzkrise, vor allem in den Jahren 2013 und 2014, sank die Volatilität am Aktienmarkt, was einen höheren Aktienanteil der Risk Parity Fonds zur Folge hatte. Umgekehrt bauten diese Fonds nach dem Einbruch am Aktienmarkt und gestiegener Volatilität im August und September 2015 ihren Aktienanteil ab. Risk Parity Fonds wirken also klar trendverstärkend.

Noch größere Bedeutung als den Risk Parity Fonds kommt dem ultraschnellen Computerhandel zu mit dem die amerikanischen Aktienbörsen eine inzestuöse Verbindung eingegangen sind. Die Flash Boys, wie dieser Computerhandel auch genannt wird, bringen den Börsen Umsatz, bekommen von diesen Preisnachlässe eingeräumt und haben die Möglichkeit durch die Schnelligkeit der Ausführung oder annullierten Aufträgen, die nur dazu dienen Angebot oder Nachfrage vorzutäuschen („spoofing“), andere Marktteilnehmer zu übervorteilen und Preistrends zu erzeugen. Dies wird zudem erleichtert, weil zu den bislang dominierenden Aktienbörsen New York Stock Exchange und Nasdaq zahlreiche weitere hinzugekommen sind oder der Aktienhandel unter Ausschluss der Öffentlichkeit in sogenannten „dark pools“ stattfindet.

Auswirkungen des Neuen Umfelds

Der Investmentstil in der Art von Warren Buffett, nämlich Investieren in werthaltige Aktien von gut geführten Unternehmen, die über Marktanteils-gewinne und das allgemeine Wirtschaftswachstum ihren Gewinn steigern, ist arg benachteiligt und zurückgedrängt worden⁶. So war denn auch im Jahr 2015, einem Jahr in dem der amerikanische Aktienmarkt auf der Stelle trat, der Kauf von Aktien, die in den zurückliegenden 6 bis 12 Monaten am stärksten gestiegen waren (Momentum-Strategie), die erfolgreichste Strategie. Auch Hedge Fonds fällt es zunehmend schwer, den Aktienmarkt zu übertreffen. Sowohl in den letzten zwölf Monaten als auch in den letzten 24 Monaten haben sie etwas schlechter abgeschnitten als der S&P500⁷.

Performance verschiedener Investmentstile am US-Aktienmarkt im Jahr 2015



Grafik: Bloomberg

⁵ Vgl. FAZ vom 3.1.2016 „Anlagentrend ETF Böses Spiel mit guten Fonds“

⁶ Man fühlt sich eher an die Charakterisierung der Börse als Haifischbecken erinnert, wie in dem Film „Der große Bellheim“ von Dieter Wedel.

⁷ Gemessen am Wells Fargo Hedge Fund Total Return Index.

Vor allem drei Auswirkungen und Schwierigkeiten in Folge des Neuen Umfelds werden immer wieder genannt:

1. Zentralbanken dominieren

In einem Umfeld in dem wegen schwachem Wachstum kein Sektor eine führende Rolle für die Marktentwicklung nehmen kann und die Zentralbanken es darauf angelegt haben, den Gesamtmarkt nach oben zu bringen, sind Maßnahmen und Absichtserklärungen der Zentralbanken zum alles überragenden Faktor am Markt geworden. Der Einfluss der Konjunktorentwicklung und von Unternehmensdaten ist zweit- und drittrangig geworden. Allerdings regt sich zunehmend Widerstand gegen diese Art der Geldpolitik. Laut einem Bericht des Wall Street Journals forderten große Anleger beim Weltwirtschaftsforum in Davos Anfang diesen Jahres, dass die Zentralbanken aufhören sollen, die Märkte zu verzerren⁸. Von der Deutschen Bank kommt eine Analyse mit dem Titel „The Risks From Further ECB and BOJ Easing“.⁹

2. Massiver Anstieg der Schwankungen am Markt

Das Vordringen passiver Investmentvehikel, die fast zum Erliegen gekommene „market maker“-Funktion der Banken und der ultraschnelle Computerhandel haben zu einem enormen Anstieg der Volatilität am Markt geführt. Tagesschwankungen von 10 Prozent und mehr bei den Kursen einzelner Aktien sind an der Tagesordnung. Teilweise wird die Unsicherheit bei der Bewertung neuer Quartalsdaten genutzt um die Kurse kräftig nach unten zu ziehen, ohne ersichtlichen Grund. Nicht selten dienen diese massiven Schwankungen als Einstieg in einen neuen Trend.

3. Von Fundamentaldaten unabhängige manipulative Trends

Besonderes Kennzeichen des neuen Umfelds sind Trends in jede Richtung, die völlig losgelöst oder im Gegensatz zu Fundamentaldaten laufen können. Soweit es sich um Aufwärtstrends handelt wurden sie von den Zentralbanken bewusst in die Welt gesetzt, und Rückschläge abgefedert. Durch das passive Anlegerverhalten und die fast zum Erliegen gekommene „market maker“-Funktion der Banken werden Übertreibungen nach oben und nach unten nicht mehr verhindert. Hedge Fonds und die Flash Boys generieren und nutzen Trends zu ihrem Vorteil. So blieb der S&P500-Index nach dem Einbruch im September und der ersten Oktoberhälfte 2014 in der Erholungsphase für 29 Tage über seinem gleitenden 5-Tagesdurchschnitt, dem längsten Trend dieser Art in der amerikanischen Börsengeschichte, länger als der bisherige Rekord aus dem Jahr 1928¹⁰. Diese Art Trends dienen denen, die sie erzeugen, nicht unbedingt den übrigen Marktteilnehmern. Nevsky Capital, ein Hedge Fonds, der Ende letzten Jahres liquidiert wurde, nennt als einen der Gründe für die Liquidation solche Trends am Markt, die aus dem Nichts heraus entstehen können¹¹. Dass Nevsky Capital aufgibt ist deshalb bemerkenswert, weil dieser Hedge Fonds in den Jahren 2000 bis 2012 das Kapital seiner Anleger verzehnfacht hat.

S&P500 22. September bis 5. Dezember 2014



Grafik: Zero Hedge

Laut David Stockman, dem früheren Budgetdirektor von Präsident Reagan gibt es eine enge personelle Verflechtung von Investmentbanken und Hedge Fonds, die dahin gehend genutzt wird, dass Investmentbanken die Hedge Fonds mit dem billigen Geld der Fed versorgen sowie mit Tipps, was gerade angesagt ist. Trends, die daraus entstehen nutzen nur denen, die zu Beginn zu diesen privilegierten Informationen kommen, im Gegensatz etwa zu Trends aus allgemein verfügbaren Konjunkturdaten¹².

⁸ Investing in 2016: „The Only Winning Move Is Not to Play the Game“ From Davos, investors say the world's central banks need to step back and stop distorting markets. Vgl. WSJ vom 22.01.2016.

⁹ Vgl. Zero Hedge vom 06.02.2016 „A Wounded Deutsche Bank Lashes Out At Central Bankers: Stop Easing, You Are Crushing Us“

¹⁰ Vgl. Zero Hedge vom 01.12.2014 „The Longest Streak in Stock Market History is Over.“

¹¹ The unintended consequences of those new regulations introduced as a result of the GFC, which have largely removed the market making role of investment banks from global equity markets, has coincided with the recent massive increase in market share of both „dumb“ index funds and „black box“ algorithmic funds to create a situation where equity market volumes have fallen sharply and individual stock volatility has risen dramatically. An initially badly executed order can now inadvertently create a price trend (because there is no longer the cushion to price moves which was in the past provided by market maker inventories) that, as algorithmic funds feast on it, can create a market event even if the initial order was a simple innocent error. Truly – to mix metaphors – butterflies flapping their wings now regularly create hurricanes that stop out fundamentally driven investors who cannot remain solvent longer than the market can remain irrational. Vgl. Zero Hedge vom 05.01.2016 „Why 1.5 Billion Nevsky Capitals is Shutting Down“.

¹² Vgl. Zero Hedge vom 08.08.2013 „David Stockman on Hedge Funds, Prime Brokers, And The Whirligig of Wall Street Finance“ As David Stockman, Reagan's infamous Budget Director, writes in his bestseller, The Great Deformation: The Corruption Of Capitalism In America – „the last thing hedge funds do is hedge“. The hedge fund complex is „not so much a conventional industry as it is a giant moveable trade“. Wall Street trading desks frequently morph into independent hedge fund partnerships, and senior hedge funds often sire „cubs“ and then sons of cubs. The protean ability of this arrangement to spawn, fund, and replicate successful momentum trades cannot be overstated, and has „generated trillions of permanent momentum-chasing capital“.

ALPHA STRATEGIE im PTAM ABSOLUTE RETURN

Der PTAM Absolute Return ist ein gemischter Fonds mit maximal 75 Prozent Aktien, derzeit 66 Prozent und einem kleineren Teil Anleihen. Das Anlageuniversum sind hochliquide, nordamerikanische und europäische Aktien sowie europäische Staatsanleihen. Der Aktienteil wird mit einem Bündel von Terminkontrakten stets voll abgesichert. Anleihen werden fallweise abgesichert. Investiert wird in Aktien, die bei günstiger Bewertung ein nachhaltiges Gewinnwachstum aufweisen oder eine anhaltend hohe Dividendenrendite erzielen.

1. Vollabsicherung der Aktien

Die Vollabsicherung des Gesamtmarktrisikos berücksichtigt die besondere Rückschlagsgefahr bei Aktien, die aus dem niedrigen Wachstumstrend kommt, der zu Ende zu gehen scheint, der historisch hohen Gewinnquote, die sich abgeflacht hat und leicht rückläufig ist und der starken Abhängigkeit von den Zentralbanken. Verlieren die Märkte das Vertrauen in die Fähigkeit der Zentralbanken so wird sich ihr bisher positiver Einfluss auf die Kurse ins Gegenteil verkehren.

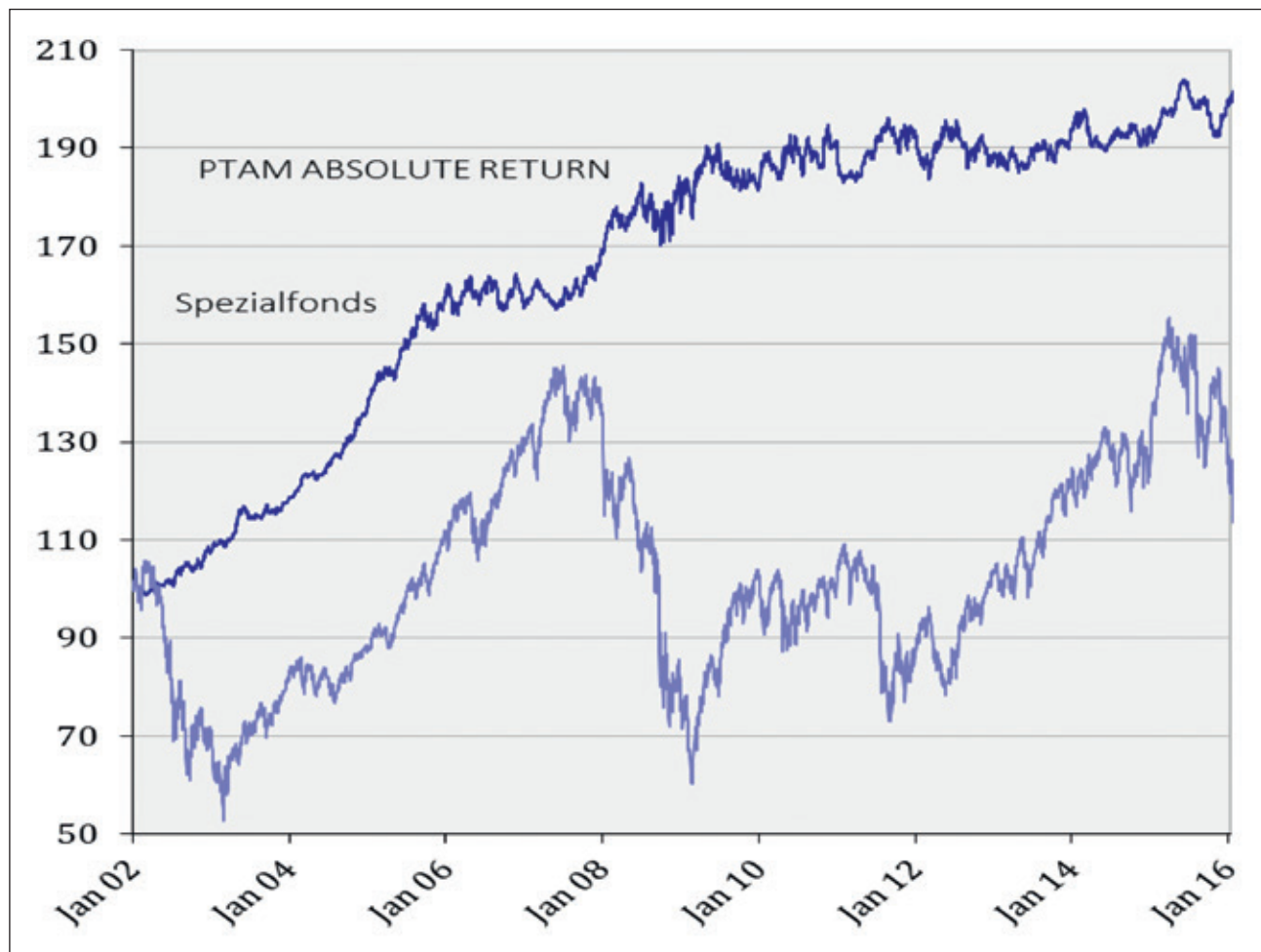
2. Diversifikation schützt gegen Volatilität und manipulative Trends

Der Fonds ist aktuell in 75 Aktien investiert, die sich auf 11 europäische und 18 amerikanische Sektoren verteilen. Die Bewältigung so großer Datenmengen erfordert einen hohen Ein- und Erarbeitungsaufwand, hier etwa zwei Jahre, eine klare Strukturierung der Einzelwerte und Sektoren und einen guten elektronischen „Watchlist“ sowie eigenes Research. Eigenes Research ist erforderlich um die zahlreichen oft gegenläufigen Analysen und manipulativen Trends beurteilen zu können. So wurde der Abwärtstrend beim Ölpreis und den Ölk Aktien immer wieder durch kurze scharfe Gegenbewegungen unterbrochen. Um beurteilen zu können, ob sich daraus ein nachhaltiger Trend entwickeln kann, ist es erforderlich alle Daten bereit zu halten.

Die breite Diversifikation und der tiefe Einstieg in die Daten ist das Besondere an diesem Ansatz seit zwei Jahren. Ansonsten wird unverändert in werthaltige Aktien bei voller Absicherung des Gesamtmarktrisikos investiert wie schon bei einem Vorgänger-Spezialfonds, der von 2002 bis 2013 bestand. Ziel ist an die Performance vor Entstehen des neuen Umfelds anzuschließen.

Performance Spezialfonds & PTAM ABSOLUTE RETURN gegen EuroStoxx50

Februar 2002 – 19. Februar 2016



Der PTAM ABSOLUTE RETURN hat in 2015 eine Performance von + 3,2 Prozent erzielt und war zu keiner Zeit im Minus. Die **Performance seit Jahresbeginn** per 19. Februar ist **plus 2 Prozent**. Der **Absicherungsgrad bei Aktien liegt bei 99 Prozent**.

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 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)

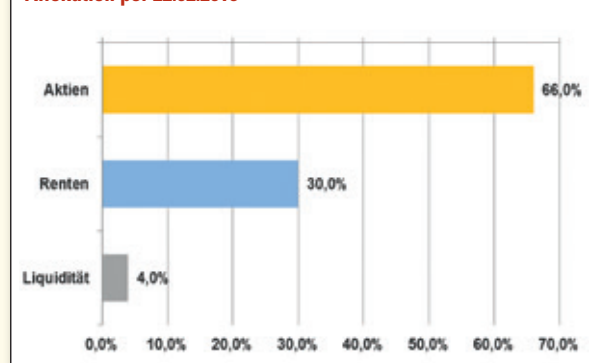
Fondsberater: Dr. Walter Naggl

Absicherungsquote Aktienexposure
per 22.02.2016 ca. 99 %

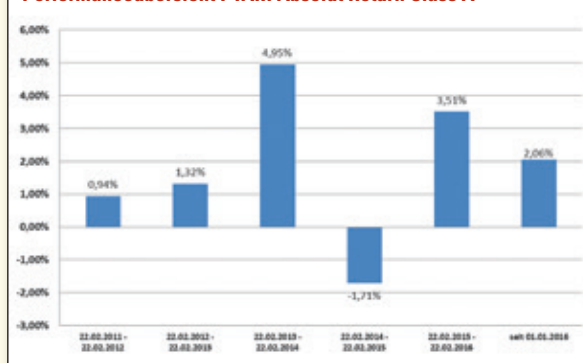
Absicherungsquote Rentenexposure
per 22.02.2016 ca. 99 %

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

Allokation per 22.02.2016



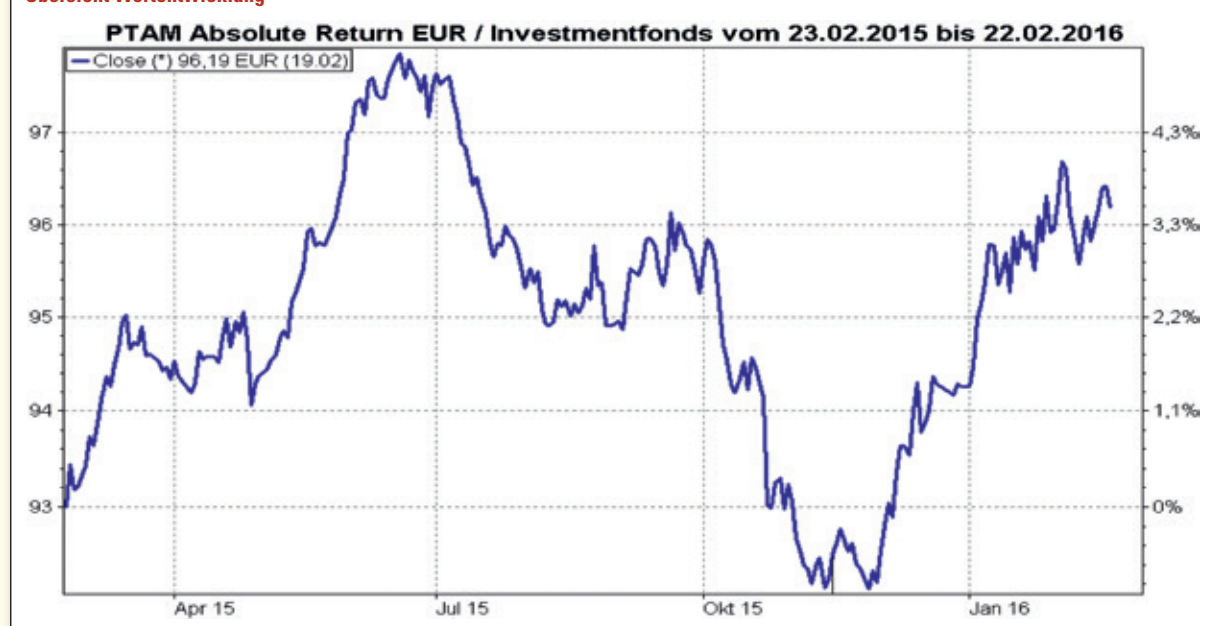
Performanceübersicht PTAM Absolut Return Class A



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 4,05 % und über einen Zeitraum von 3 Jahren 4,67 %.

Übersicht Wertentwicklung



Stand: 22.02.2016

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