67. Finanzreport 2016

Absolute Return

Swiss Asset Management AG

PT Asset Management

DAS LIEBE GELD

Geld als Wertaufbewahrungsmittel

„Geld erfüllt mehrere Funktionen im Wirtschaftsalltag. Erstens ist es ein Tauschmittel. Zweitens dient es als Wertaufbewahrungsmittel" so Wikipedia. Bei Duwendag et. al, Geldtheorie und Geldpolitik, Köln, 1974, heißt es: „Als konstitutive Geldfunktionen werden heute übereinstimmend allgemeines Zahlungsmittel und Wertaufbewahrungsmittel genannt." Man beachte die Einschränkung „heute". In den siebziger Jahren, als dieses Buch entstand, war Geld als Wertaufbewahrungsmittel keine Selbstverständlichkeit. Die Inflation nach den beiden Weltkriegen war noch in frischer Erinnerung.

In dem Dorf, wo ich aufgewachsen bin, hieß es lange Zeit, der Franz will ein Grundstück verkaufen. Jetzt heißt es, der Franz verkauft nicht, denn „was soll er mit dem Geld machen?" Ja, was soll er machen? Er weiß es nicht und das Grundstück ist für ihn zum Wertaufbewahrungsmittel geworden. In den Ballungsgebieten ist der Immobilienmarkt aus demselben Grund leergefegt.

Geld und geldnahe Produkte haben heute bestenfalls nominal, d.h. ohne Berücksichtigung der Inflation, eine Nullrendite. Im schlechteren Fall ist die Rendite negativ. Auf Nachfrage am Schalter meiner Bank wurde mir versichert, dass ich als Privatkunde auf dem Girokonto keine Negativzinsen bezahlen müsse. Geschäftskunden hingegen wird heute vielfach bei Überschreiten eines Mindestbetrages ein negativer Zins berechnet. In diesem Fall ist Geld kein Wertaufbewahrungsmittel sondern ein Wertvernichtungsmittel.

Brexit heißt Brexit, ist aber noch kein Weltuntergang

Vor der Abstimmung in Großbritannien wurde für den Fall des Brexit die Katastrophe prophezeit. Ernst zu nehmende Leute wie Alan Greenspan haben bei Bekanntgabe des Ergebnisses den Brexit als die Spitze eines Eisbergs bezeichnet. Gemeint ist, es folgen seiner Meinung nach noch viele Probleme, wie Austritt von Griechenland aus dem Euro usw. Eine Woche nach dem Brexit sind Aktienmärkte wieder dort, wo sie vor der Abstimmung waren, wie der amerikanische Markt, oder haben einen großen Teil der Verluste wieder aufgeholt, wie die europäischen Börsen. Ein wichtiger Grund für dieses Verhalten der Börse sind fehlende Alternativen. Was soll man mit dem Geld machen? Also war der Verkaufsdruck schnell vorbei. Schnäppchenjäger und Fonds, die ihre hohen liquiden Mittel zum Quartalsende nicht ausweisen wollen (sog. *„window dressing"*) haben dann noch dazu beigetragen, den Markt wieder nach oben zu bringen.

Ein weiterer Grund für den fehlenden Verkaufsdruck ist die Anwendung des Rheinischen Grundgesetzes: *„et hätt noch emmer joot jejange"*. Dank der Interventionen der Zentralbanken hat es sich seit der Finanzkrise auch bei hohen Risiken immer gelohnt, Positionen durchzuhalten. Und die Zentralbanken haben auch dieses Mal nicht enttäuscht. Die Bank von England will hunderte Milliarden bereitstellen und die Zinserhöhungen der Fed sind nach allgemeiner Einschätzung für lange Zeit kein Thema mehr. Das reicht allemal für Kursgewinne.

Wird es vielleicht noch besser und der Brexit kommt gar nicht? Am Montag nach der Abstimmung formulierte Reuters zehn Szenarien wie es weiter gehen könnte. Darunter auch solche ohne Austritt Großbritanniens. Mit einer Lockerheit der Formulierung, die sonst nur die Österreicher beherrschen, trug der Artikel den Titel „Zehn Möglichkeiten den europäischen Liebhaber zu verlassen." Es kristallisiert sich aber immer mehr heraus, dass es beim Brexit bleibt. Favoriten für die Nachfolge von Cameron sind der Justizminister Michael Gove, ein engagierter Brexit-Befürworter, und die Innenministerin Theresa May, welche vor der Abstimmung für den Verbleib des Landes in der EU war. May hatte bei ihrer Kandidatur für die Nachfolge Camerons folgendes zu sagen: *„The campaign was fought, the vote was held, turnout was high, and the public gave their verdict."* M.a.W. sie hält sich an das Abstimmungsergebnis. Laut Bloomberg vom 1. Juli erteilt sie Versuchen einer Beibehaltung der EU-Mitgliedschaft durch die Hintertür oder Neuwahlen eine Absage. Brexit heißt Brexit.

Ist das Rheinische Grundgesetz in Gefahr? Großbritannien verliert als Standort, gewinnt aber an Wettbewerbsfähigkeit. Die Achillesferse der britischen Wirtschaft war immer der Immobilienmarkt, da Wohneigentum in Großbritannien weit verbreitet ist und fallende Immobilienpreise über den Vermögenseffekt auch den Konsum treffen. In London wird sich der überhitzte Immobilienmarkt voraussichtlich abkühlen. Im Rest des Landes gibt es keine Überhitzung bei anhaltend guter Nachfrage, so dass der Immobilieneffekt insgesamt verkraftbar erscheint.

Für die EU ist Großbritannien nach den USA der zweitgrößte Handelspartner. Die Störung im Handel, die Unsicherheit der künftigen Regelungen und die Abwertung des Pfundes wird einen dämpfenden wenn auch nicht durchschlagenden Effekt auf die hiesige Wirtschaft haben. Schwerwiegend dagegen sind die politischen Gräben die jetzt aufbrechen. Die Ermunterung von Seiten Junckers zur Abspaltung der Schotten von Großbritannien und die vehemente Absage an dieses Ansinnen durch die Spanier sind nur ein kleiner Vorgeschmack. Kommen zum Brexit noch weitere politische Risse hinzu so wird dies mit hoher Wahrscheinlichkeit auch die Konsum- und Investitionsneigung in der EU treffen.

Als Idee ist Warren Buffett tot

Warren Buffett steht für Investieren in werthaltige Aktien, auch Value-Investment genannt. Gemeint sind Aktien von Unternehmen, die über Marktanteilsgewinne und das allgemeine Wirtschaftswachstum ihren Gewinn steigern. Die Auswahl der entsprechenden Aktien ist das Ergebnis einer sorgfältigen Analyse. Dazu hat sich vor kurzem ein britischer Beobachter der Szene sinngemäß wie folgt geäußert: die Amerikaner vergöttern Warren Buffett, handeln aber ganz anders.

Im Jahr 2015 war der Kauf von Aktien, deren Kurs schon im Aufwärtstrend war, auch als Momentum-Strategie bezeichnet, in den USA die erfolgreichste Strategie, mit einem durchschnittlichen Gewinn von gut 30 Prozent. Die schlechteste Strategie war die Strategie „Traditional Value" mit einem durchschnittlichen Verlust von 20 Prozent. Vgl. Bloomberg vom 4. Januar „Too Much Momentum is Hazard for U.S. Stocks".

Die nachfolgende Grafik zeigt die Gewinnentwicklung der Unternehmen im S&P500-Index gemessen als Gewinne vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen. Diese erreichten Ende 2014 ihren Höchstwert und sind seither um 15 Prozent gefallen, ohne dass diese Verschlechterung einer maßgeblichen Bestimmungsgröße des Value-Ansatzes den amerikanischen Aktienmarkt sonderlich beeindruckt hätte.

EBITDA des S&P500-Index Juni 2011 – Juni 2016

Diese völlige Missachtung des Aktienmarktes für elementare Kurseinflüsse nach den Ideen von Warren Buffett setzt sich auf der Ebene der Einzelwerte fort. Ein mittelgroßes Unternehmen der amerikanischen Pharmabranche (17 Mrd. USD Markkapitalisierung) weist deutlich steigende Erlöse, Gewinne und Cash-Flow auf. Die Rendite des freien Cash-Flow, gemessen am Unternehmenswert, ist 19 (!) Prozent. Erlös, Gewinn und Cash-Flow sind im Aufwärtstrend. Das erwartete KGV für dieses Jahr laut Bloomberg ist 14,6, für kommendes Jahr 13,8, d.h. es wird eine Fortsetzung des Gewinnanstiegs prognostiziert. Ein Manko: die Preise von Generika, von denen die Erlöse auch abhängen, werden vermutlich in der zweiten Jahreshälfte fallen, wenn auch damit noch immer ein Gewinnanstieg einhergehen soll. Das wesentliche Manko: die Branche in der das Unternehmen tätig ist, wird vom Aktienmarkt in diesem Jahr verachtet. Die Aktie hat innerhalb eines Jahres 25 Prozent verloren.

Ein großes Ölunternehmen verdient 40 Prozent seiner Gewinne aus der Förderung von Öl, weitere 40 Prozent aus der Mineralölverarbeitung und 20 Prozent in der Petrochemie. Erlöse, Gewinn und Cash-Flow sind im ungebrochenen Abwärtstrend. Das erwartete KGV für dieses Jahr ist 35, für kommendes Jahr 22. Die Cash-Flow Rendite aus Betriebstätigkeit ist 6 Prozent, die Rendite des freien Cash-Flows gemessen am Unternehmenswert ist 0,6 Prozent. Die beiden Branchen Mineralölverarbeitung und Petrochemie in denen das Unternehmen auch tätig ist, sind dieses Jahr die großen Verlierer am Aktienmarkt. Die Aktie ist aber kursmäßig deutlich im Aufwärtstrend und hat innerhalb eines Jahres um 15 Prozent hinzugewonnen.

Rohstoffwerte stehen seit Mitte Februar hoch im Kurs am Aktienmarkt und eine Erklärung dafür ist das Verhalten von Hedge-Fonds, welche Aktieninvestments nach Computerprogrammen steuern, sog. Quantitative Hedge Fonds. Laut Bloomberg vom 27. Juni „Quant Funds Are Betting Mining Rally Has Further to Run", erhöhten diese ihr

Investment in Rohstoffwerte zuletzt auf einen Fünfjahres-Höchststand. Diese Computerprogramme orientieren sich an beginnenden Trends und verstärken sie und interessieren sich dabei sehr wenig für die Werthaltigkeit der Aktien, die sie gerade kaufen.

Die durchschlagende Wirkung des Programmhandels wird durch das passive Verhalten der Anleger gefördert. Indem die Anleger Positionen als Wertaufbewahrungsmittel begreifen und durch dick und dünn halten, sind die Risiken für die Strategien des computerisierten Handels gering.

Wie entstehen die Trends, welche von den Quants aufgegriffen und verstärkt werden? Durch plausible und emotional eingängige Themen, gerne auch Story genannt. Die Story muss die Bedingung erfüllen, so plausibel und emotional eingängig zu sein, dass sie die kurze Aufmerksamkeitsspanne des Fondsmanagers oder Händlers zwischen den Nachrichten am Bildschirm, eingehenden Telefonanrufen und E-Mails für sich nutzen kann. Tiefergehende Analysen scheinen bei einer guten Story nicht erforderlich zu sein.

Am Tiefpunkt des Aktienmarktes Mitte Februar diesen Jahres setzte zunächst ein Rückkauf von Rohstoffaktien ein, die aufgrund gefallener Metall- und Ölpreise arg im Minus lagen, d.h. es begann eine sogenannte Short-Covering Rally (Leer-Verkaufspositionen auf Aktien wurden aufgelöst). Zur gleichen Zeit kündigte China ein Konjunkturprogramm an und es begann dort eine wilde Spekulation auf steigende Rohstoffpreise. Die Story war, der größte Rohstoffkonsument der Welt startet ein Konjunkturprogramm.

Weitere Storys: In der ersten Junihälfte gewannen in Großbritannien EU-Gegner in Umfragen die Oberhand. Vom 7. bis zum 16. Juni verliert daraufhin der DAX rund 1000 Punkte. Nächste Story: Das Attentat auf die britische Labour-Abgeordnete treibt dem Lager der EU-Befürworter die Wähler zu und die Wettquoten der Buchmacher, die so oft richtig lagen, favorisieren die EU-Befürworter. Der DAX gewinnt darauf in der Woche bis zum Vorabend der Wahl 1000 Punkte. Ungeachtet der Tatsache, dass in den Umfragen EU-Befürworter und EU-Gegner Kopf an Kopf liegen.

Noch eine Story: Ende April reduzierte Apple seine Prognose für den iPhone-Absatz im zweiten Quartal auf 38 Millionen gegenüber 44 Millionen, die der Markt erwartet hatte, also 14 Prozent unter die Zielmarke. Das iPhone ist das wichtigste Produkt von Apple und Apple ist der gewichtigste Technologiekonzern der Welt. Der Aktienmarkt reagiert als ob nichts gewesen wäre. Erst als Tage später bekannt wurde, dass Carl Icahn, ein legendärer Investor an der Wall Street, Ende letzten Jahres seine sämtlichen Apple-Aktien verkauft hatte, war die Story perfekt. Die Aktien von Apple und von zahlreichen Zulieferfirmen brachen ein.

Ausblick

Die Kurse von Bundesanleihen sind mit dem Brexit noch weiter gestiegen, weil Deutschland innerhalb des Euro-Blocks als sicherer Hafen gilt. Als Dauerzustand ist das aktuelle Kurs- und Renditeniveau dagegen eher unwahrscheinlich. Deutschland ist nicht die Schweiz. Verpflichtungen gegenüber Euro-Partnern stehen uneinholbare Forderungen wie gegen Griechenland gegenüber. Die anstehenden Wahlen in Frankreich und dann in Deutschland können an der Idee des sicheren Hafens noch gehörig rütteln. Markttechnisch gesehen ist noch dem langen und extremen Kursanstieg seit dem Sommer letzten Jahres eine Kurskorrektur jederzeit möglich.

So ganz spurlos wie der Blick auf die Indexstände suggeriert, ist der Brexit nicht an den Aktienmärkten vorbeigegangen. Defensive Aktien haben sich in den letzten Tagen deutlich besser geschlagen als konjunkturabhängige, was im Kursaufschwung ungewöhnlich ist. Die Märkte wissen, dass die Weltwirtschaft auf wackligen Füßen steht und der Brexit kann die Lage nur verschlechtern. Man wird nun also schlechte konjunkturelle Nachrichten noch stärker gewichten, und sollte sich daraus eine gute Story ergeben, schnell mal wieder den DAX um 1000 Punkte nach unten schicken.

Der Programmhandel also wird weiter versuchen an unser Geld zu kommen. Dafür empfehlen sich die Fonds von PT Asset Management, etwa der „PTAM Absolute Return", in dem das Aktienengagement zu 100 Prozent abgesichert ist. Und wenn Sie, verehrter Leser, nun fragen, was der Fondsmanager und Verfasser dieser Zeilen seit letzten Jahr gemacht hat: Ja, Programmieren natürlich.

3. Juli 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 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 „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)

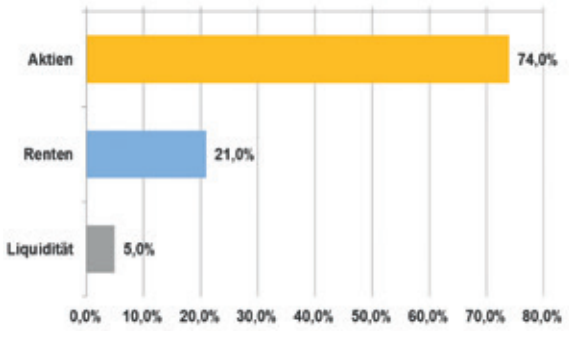
Fondsberater: Dr. Walter Naggl

Absicherungsquote Aktienexposure per 30.06.2016 ca. 100 %

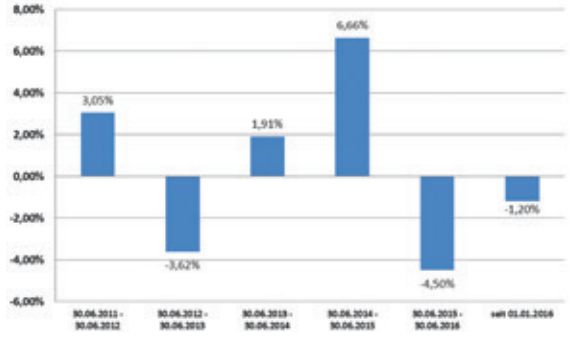
Absicherungsquote Rentenexposure per 30.06.2016 ca. 100 %

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

Allokation per 30.06.2016

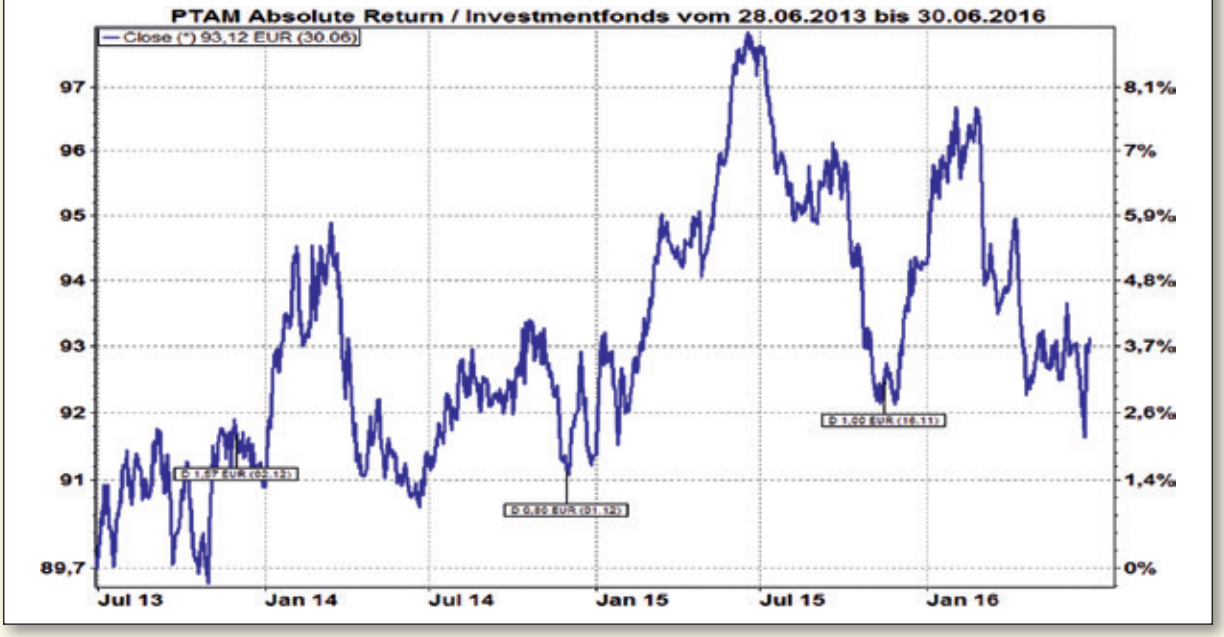


Performanceübersicht PTAM Absolut Return Class A



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 4,59% und über einen Zeitraum von 3 Jahren 4,60%. Die entspricht einer sehr moderaten Schwankungsbreite.

Übersicht Wertentwicklung



Stand: 30.06.2016

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.

PT Asset Management GmbH | Innere Heerstraße 4 | D-72555 Metzingen
Phone +49.7123.2040-3 | Fax +49.7123.2040-45 | E-Mail am@ptam.de | Internet www.ptam.de

SwAM Swiss Asset Management AG | Schwertstraße 4 | P.O. Box 1408 | CH-8200 Schaffhausen
Phone +41-41-612 28 28 | Fax +41-41-612 28 29 | E-Mail info@swam-ag.ch | Internet www.swam-ag.ch