

64. Finanzreport

2016 Absolute Return

Schwieriger Beginn eines schwierigen Jahres

Noch nie in der Geschichte gab es einen so negativen Start in das Aktienjahr. Anders als in 2008 sind die Gründe für den Einbruch vielschichtig und damit insgesamt nicht leicht zu bewerten. Die Finanzmärkte in China und die dortige konjunkturelle Entwicklung spielen ebenso eine Rolle wie der Einbruch der Rohstoffpreise, die Zinsanhebung durch die Fed und steigende Renditen von Unternehmensanleihen. Je für sich konnte der Aktienmarkt diese Probleme bewältigen. Noch im Oktober begann eine fulminante Rally die von Technologiewerten getragen wurde. Als dann am 5. Januar die Nachrichtenagentur Nikkei berichtete, dass Apple die Produktion des iPhone 6 um 30 Prozent kürzen werde, wurde dem Technologiesektor der Boden entzogen.

Weil die Probleme so vielschichtig sind und der Markt sich daran gewöhnt hat Risiken als Kaufgelegenheit zu sehen, florieren immer noch optimistische Konjunktur- und Aktienmarktprognosen, wenn auch der Tenor gedämpfter geworden ist. Wie ist das zu bewerten?

1. Standortbestimmung

Weil der Trend am deutschen und europäischen Aktienmarkt vom US-Markt bestimmt wird, möge hier die Kursentwicklung des Wilshire 5000 als Einstieg dienen. Der Wilshire 5000 umfasst 5000 Aktien und bildet damit den Gesamtmarkt besser ab als der S&P500, ohne wesentlich vom S&P500 abzuweichen.

WILSHIRE 5000 Januar 1996 bis Januar 2016



Grafik Bloomberg, eigene Ergänzung

Wir befinden uns im dritten Zyklus der ultraleichten Geldpolitik der Fed. Der erste war vom starken Wirtschaftswachstum in den OECD-Ländern, der zweite vom mäßigem Wachstum geprägt. Im aktuellen Zyklus war China die Lokomotive und das Wachstum in den westlichen Ländern mager.

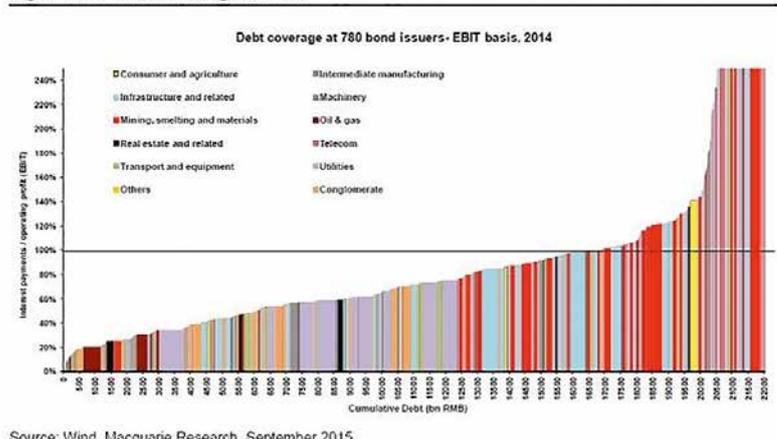
2. China

Die chinesische Wirtschaft ist gekennzeichnet von einer Kombination aus Überinvestition, sprich Fehlallokation von Ressourcen die keine oder eine negative Rendite abwerfen, und extrem hoher Verschuldung. Nach einer aktuellen Studie von Macquarie reicht das EBITDA eines Viertels der chinesischen Unternehmen nicht aus um den Zinsdienst zu decken. Das sind die Unternehmen oberhalb der 100%-Linie in der Grafik.

Um Verluste nicht ausweisen zu müssen leihen die Banken den betroffenen Unternehmen frisches Geld womit diese ihre Zinszahlungen bedienen. Man vergleiche dazu den Bloomberg-Bericht vom 20. November „China Has a \$1.2 Trillion Ponzi Finance Problem as Debt Piles Up“. Allerdings haben sich die Banken dabei ihr eigenes Problem, nämlich Problemkredite geschaffen, die nach verschiedenen Schätzungen bis zu 20 Prozent

Zinsendienst im Verhältnis zum operativen Gewinn Unternehmenssektoren 2014

Fig 1 EBIT-debt coverage in 2014

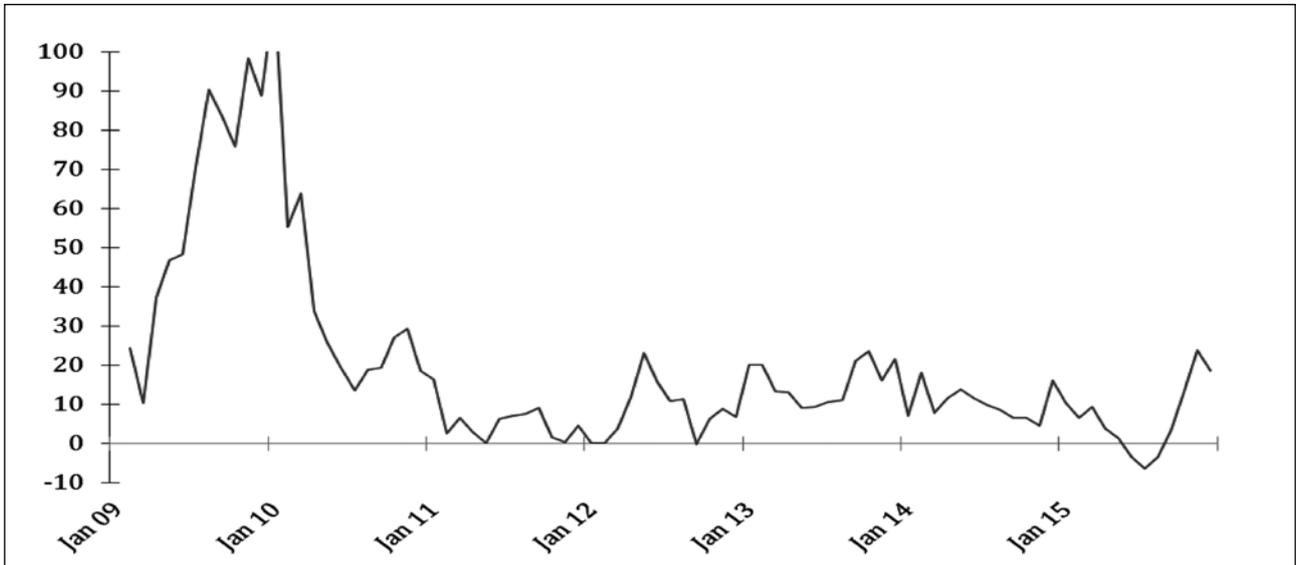


Source: Wind, Macquarie Research, September 2015

der gesamten Aktiva betragen. Der chinesische Bankensektor muss überdies ein explosionsartiges Wachstum bewältigen. Zwischen 2004 und 2015 haben sich die Aktiva der Banken von unter 5.000 Mrd. USD auf 35.000 Mrd. USD versiebenfacht, wie aus einer Analyse bei Zero Hedge hervorgeht. Es erstaunt also wenig, dass aus China eine Kapitalflucht eingesetzt hat, die mittlerweile die Größenordnung von 100 Mrd. USD im Monat erreicht hat. Die Bürger Chinas haben offenbar das Vertrauen in ihre Wirtschaft verloren und reagieren auf ihre Weise.

Der konjunkturelle Abschwung einerseits und die ausufernden Problemkredite andererseits erzeugen eine Abwärtsspirale, denn je schlechter die Wirtschaft läuft umso mehr Unternehmen bekommen Probleme mit dem Zinsendienst, umso weniger wird investiert usw. Diese Abwärtsspirale kann nur der Staat durchbrechen.

PKW-Verkäufe China Januar 2009 – Dezember 2015 % zu, Vorjahr



Tatsächlich sind die Autoverkäufe aufgrund von staatlichen Maßnahmen vom Herbst zuletzt wieder zweistellig gewachsen. Dennoch kann von einer konjunkturellen Wende insgesamt nicht die Rede sein. Bauinvestitionen schrumpfen weiterhin, wie die rückläufige Zementproduktion zeigt. Exporte schrumpfen ebenfalls und das Kreditwachstum war im vergangenen Jahr bis einschließlich November niedrig. Erst der Dezember hat ein stärkeres Wachstum gebracht. Nur wenn ein stärkeres Kreditwachstum für mindestens ein Quartal anhalten sollte, kann man auf eine konjunkturelle Besserung hoffen. Der Staat jedenfalls dämpft die Erwartungen an konjunkturstimulierende Maßnahmen.

3. Immerhin läuft die amerikanische Wirtschaft

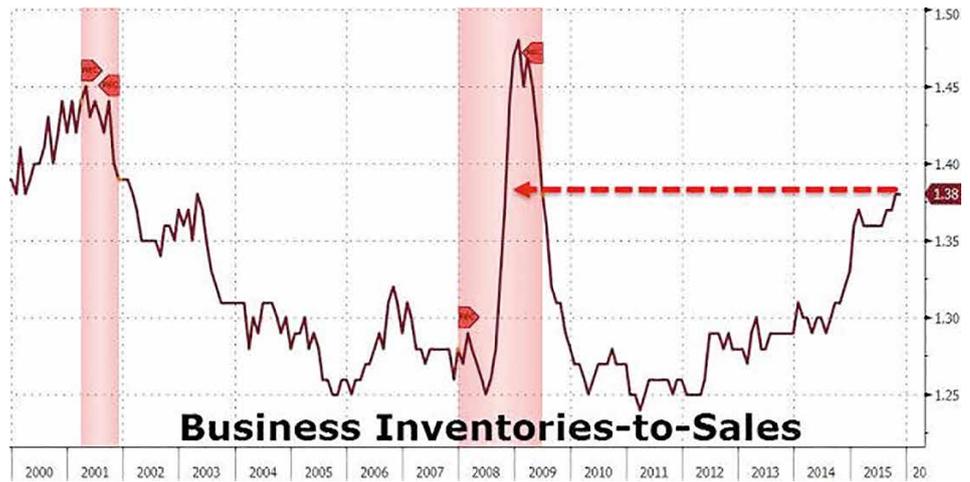
So die allgemeine Auffassung. Stimmt allerdings nicht mehr. Am Freitag hat JP Morgan seine Prognose für das annualisierte US-BIP-Wachstum im vierten Quartal auf 0,1 Prozent nach unten korrigiert. Es könnte noch weniger werden. Der Auftragseingang dauerhafter Güter schrumpft seit 15 Monaten gegenüber dem Vorjahr, sprich die Ausrüstungsinvestitionen laufen nicht und der Konsum wurde zuletzt nur von den PKW-Verkäufen getragen. Die Einzelhandelsumsätze ohne PKW steigen gerade noch mit einer Rate von 1 Prozent. Die Belastungen aus Obamacare und steigenden Mieten haben nämlich das frei verfügbare Einkommen der amerikanischen Haushalte trotz niedriger Energiepreise schrumpfen lassen.

US Einzelhandelsverkäufe ohne PKW Januar 2010 – Dezember 2015 % zum Vorjahr



Autoverkäufe sind 2015 noch auf Rekordniveau gestiegen weil mit Nullzinsen und Kreditlaufzeiten bis sechs Jahren auch noch die „sub-prime“ Käufer in den Markt gelockt wurden. Das Ende des Wachstums scheint damit aber erreicht zu sein, wie die steigenden Autohalden andeuten. Darüber hinaus erreichen die Vorratsbestände im gesamten US-Unternehmenssektor ein Niveau von dem ein Rezessionssignal ausgeht.

Vorratsbestände im Verhältnis zu Absatz US-Unternehmenssektor 2000-2015



Offizielle Rezessionsdatierung 2001 und 2008-2009.
Grafik: Zero Hedge

4. Was wissen die Märkte?

Die Antwort lautet: sehr viel, sie wollten aber bis vor kurzem einiges nicht wahrhaben. Seit dem Frühjahr 2015 fallen Bergbau- und Energieaktien und entwickeln sich die Aktien der Hersteller von Investitionsgütern und Basischemie deutlich schlechter als der Markt. Transportwerte gelten gemeinhin als Konjunkturindikator und der Dow-Jones Index der Transportwerte als Vorlaufindikator für den gesamten Aktienmarkt. Von seinem Höchstwert ist der Index um mehr als 20 Prozent gefallen. Das ist der stärkste Rückgang außerhalb von Rezessionszeiten seit dem Jahr 1917. Auch die Zins- und Anleihenmärkte signalisieren Abschwung. Der Kurs des Eurodollar-Dezember 2018 Terminkontraktes signalisierte vor einem halben Jahr noch erwartete Dreimonatszinsen in Höhe von 2,6 Prozent. Derzeit sind die erwarteten Dreimonatszinsen, die sich aus diesem Kontrakt ableiten lassen, gerade noch bei 1,6 Prozent, trotz Zinserhöhung durch die Fed. Die Renditen von Unternehmensanleihen, auch von Investmentgrade-Anleihen, steigen, während die Renditen von Staatsanleihen fallen, eine Kombination die immer dann auftritt, wenn der Markt den konjunkturellen Abschwung erwartet.

Dow Jones Index Transportwerte Januar 1996 – Januar 2016



Grafik: Bloomberg

Schon im Juni erlebten Halbleiterwerte nach ersten Enttäuschungen beim Absatz von Mobiltelefonen eine massive Korrektur. Diese Anzeichen verdichteten sich im Oktober als Credit Suisse und JP Morgan vor anstehenden Produktionskürzungen bei Apple warnten. Trotzdem begann im Oktober noch einmal eine Rally am Aktienmarkt unter Führung von Technologiewerten. Eine Meldung der Nachrichtenagentur Nikkei, dass bei Apple eine Produktionskürzung um 30 Prozent ansteht hat nun zu Jahresbeginn den Technologiewerten und dem Aktienmarkt insgesamt den Boden entzogen.

5. Ausblick

Wie das Beispiel von Japan zeigt ist die Kombination aus Überinvestition und Anhäufung von faulen Krediten nicht leicht zu bereinigen. Somit ist keine durchgreifende Besserung der wirtschaftlichen Entwicklung in China zu erwarten, während von den USA nun negative Impulse ausgehen. Die Zeichen für 2016 stehen auf weltwirtschaftlichen Abschwung. Die Fed hat mit ihrer Orientierung am konjunkturell nachlaufenden Arbeitsmarkt zur falschen Zeit die Zinsen angehoben. Ohne ein externes Ereignis kann sie nun nicht schnell und durchgreifend gegensteuern. Andernfalls würde sie ihr Gesicht total verlieren.

Ohnehin ist die Geldpolitik weltweit so extrem ausgerichtet, dass im Abschwung weiteres Potential zum Gegensteuern mehr als begrenzt ist. Japan und Euroland haben in den letzten Jahren über die Abwertung ihrer Währung vergeblich versucht die Wirtschaft anzukurbeln. Mit der beginnenden Abwertung des Yuan riskieren diese Manöver einen weltweiten Abwertungswettlauf den sich niemand wünschen kann.

Freilich ist von der Fed nach den massiven Kursrückschlägen eine verbale Intervention am Aktienmarkt und Intervention durch das „Plunge Protection Team“ zu erwarten, möglicherweise schon zu Beginn der kommenden Woche. Wo das beginnt und wie weit es führt, darüber kann man nur spekulieren.

6. Anmerkung

Der PTAM Absolute Return Fonds (WKN: A0M2JL) hat in 2015 eine Performance von +3,2 Prozent erzielt und war zu keiner Zeit im Minus. Der seit Herbst 2015 hohe Anteil defensiver Titel im Fonds war im Oktober und November ungünstig für die Performance. Seither wirkt er sich positiv aus. Die Performance seit Jahresbeginn per Ende dieser Woche ist +1,7 Prozent. Der Absicherungsgrad bei Aktien ist 100 Prozent.

16. Januar 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 „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)

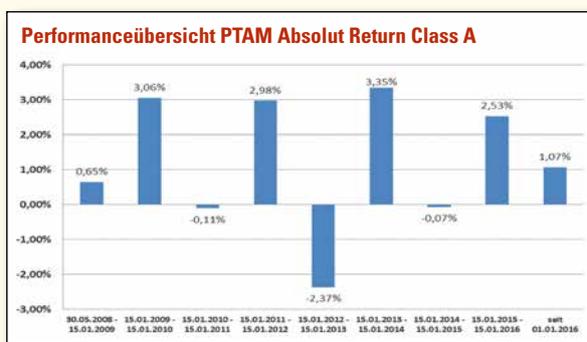
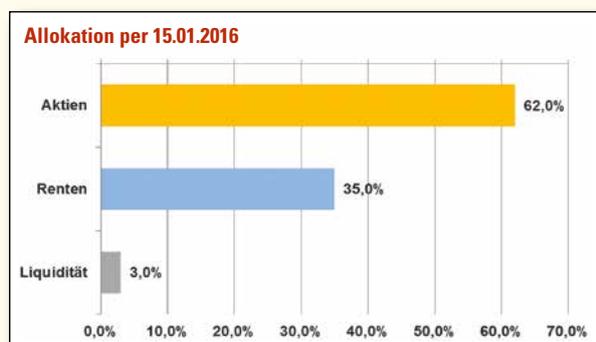
WKN: A0M2JL (A Tranche)

Fondsberater: Dr. Walter Naggl

Absicherungsquote Aktienexposure
per 15.01.2016 ca. 100 %

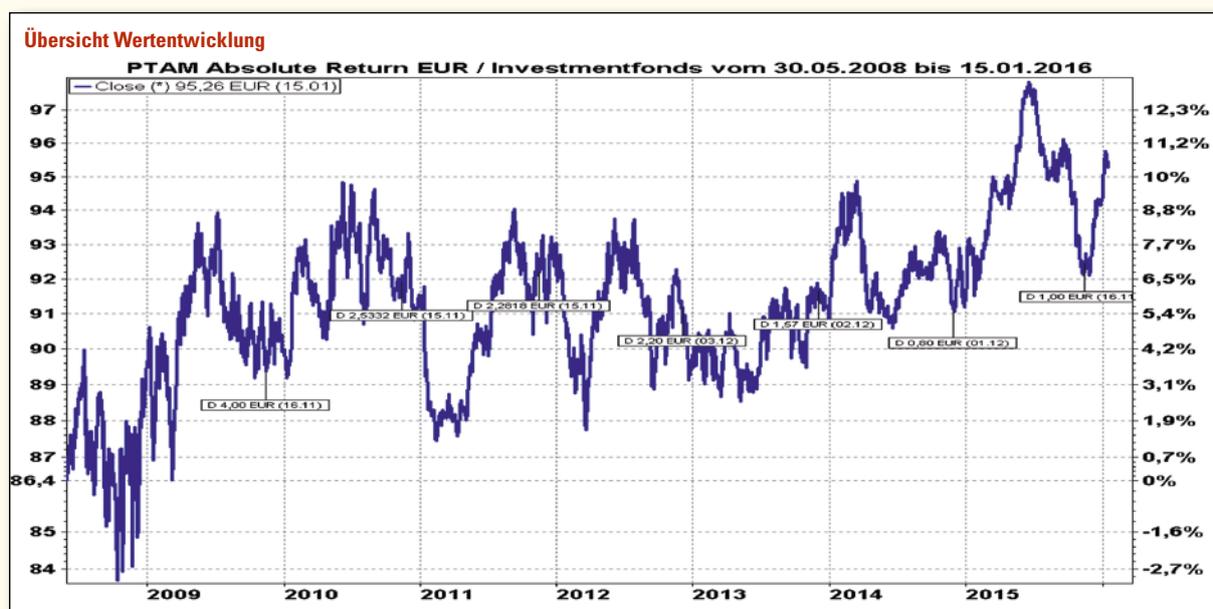
Absicherungsquote Rentenexposure
per 15.01.2016 ca. 100 %

- 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.

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: 15.01.2016

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.