

# 66. Finanzreport 2016 Absolute Return

## Zentralbanken gegen Fundamentaldaten

Die Verschärfung der extremen Geldpolitik der EZB und die abwiegelnde Haltung der Fed unter Yellen haben die Aktien aus einem tiefen Tal rasch wieder nach oben gebracht. Yellen sagt den Märkten genau was diese hören wollten titelte El Erian in einer Analyse diese Woche. Am 11. Februar, dem Tag des tiefsten Einbruchs der Aktien, telefonierte sie mit dem englischen Notenbankgouverneur, am Tag danach mit Draghi. Was sie dabei sagte werden wir nicht erfahren.

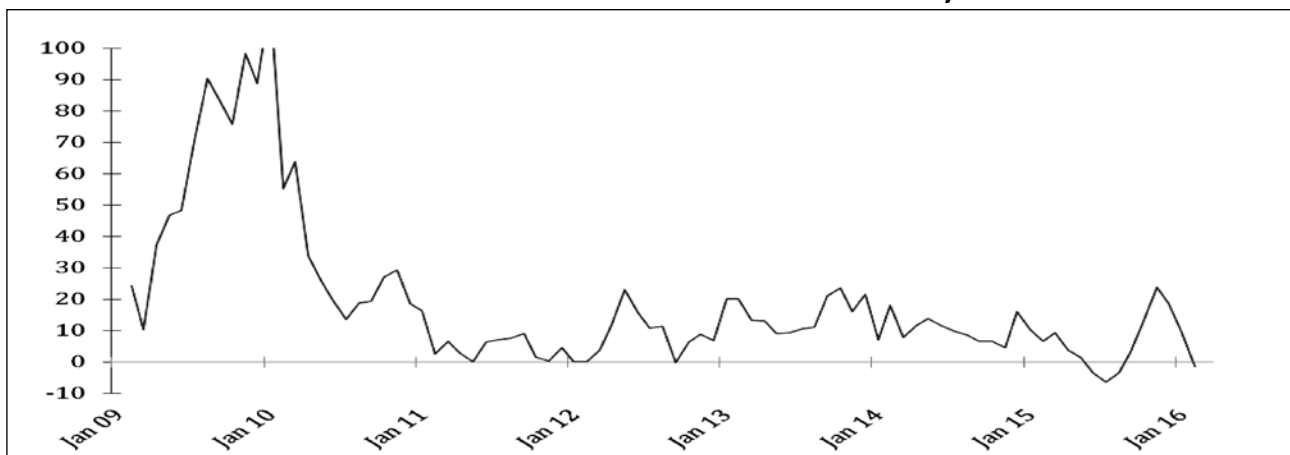
Der rasante Anstieg der Aktien vollzog sich ohne irgendwelche Zeichen einer Besserung der gesamt- oder einzelwirtschaftlichen Daten. Im Gegenteil, die Gewinnsituation der Unternehmen hat sich verschlechtert, wie im Folgenden noch gezeigt wird.

Die allmähliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage weltweit spiegelt sich in der öffentlichen Wahrnehmung nicht wider. „Neue Daten aus Amerika, der Währungsunion und China deuten darauf hin, dass die Weltuntergangs-Prognosen wieder falsch sind.“ schreibt eine bekannte deutsche Zeitung und begründet dies mit einer leichten Besserung bei gewissen Umfragen. Falsch daran ist die Argumentation im Wesentlichen mit ganz speziellen Daten. Richtig daran ist, dass keine Weltuntergangsstimmung aufkommt, wie 2008. Während damals das Interbankengeschäft einfroren und die Realwirtschaft eine Vollbremsung erlebte, vollzieht sich der weltwirtschaftliche Abschwung diesmal nur allmählich. 2008 waren alle wirtschaftlichen Daten zugleich schlecht und natürlich und zu Recht kam Weltuntergangsstimmung auf. Im derzeitigen langsamen Abschwung mischen sich gute und schlechte Daten, nur überwiegend letztere immer mehr.

Der Purchasing Manager Index China ist von 49,0 für Februar auf 50,2 im März gestiegen, sein Pendant in den USA von 49,5 auf 51,8. Es gibt aber andere, gewichtigere Daten. Eine Analyse der chinesischen Wirtschaft nach der Beige Book-Methode kommt zu einem vernichtenden Ergebnis: *„Collectively, our data show that firms first stopped borrowing, then cut spending, and now are becoming allergic to hiring“* (China Beige Book report von CBB International. Bloomberg vom 28. März).

Anreize zur Stimulierung der Autonachfrage haben in China nur kurz gefruchtet. Nach-dem der Autoabsatz Ende 2015 zweistellig gestiegen war ist schon wieder ein leichter Rückgang zu verzeichnen. Der Immobilienmarkt stagniert aufgrund der Überbauung der vergangenen Jahre mit Ausnahme von Top-Ballungsgebieten, wie Peking, Schanghai oder Shenzhen, wo die Immobilienblase nun im Zeitraffer abläuft. In Schanghai sind die Preise innerhalb eines Jahres um 20 Prozent gestiegen, in Shenzhen haben sie sich in 2015 verdoppelt. Diese Spekulation bringt aber keinen konjunkturellen Aufschwung. Vielmehr leidet das Land unter der Kombination aus gigantischen Überkapazitäten und gigantischen faulen Krediten, welche typischerweise im Japan-Szenario endet.

**China Autoverkäufe Februar 2009 – Februar 2016 % zum Vorjahr**



**Shenzhen Wohnimmobilienpreise  
Ende 2010 bis Anfang 2016**



Den wirtschaftlichen Abschwung Chinas spürt neben den rohstoffproduzierenden Ländern am meisten der Nachbar Japan. Die jüngsten Daten aus diesem Lande sprechen für sich. Die Einzelhandelsumsätze fielen im Februar um 2,3 Prozent gegen Januar, nachdem sie im Januar schon um 0,4 Prozent gegen den Vormonat geschrumpft waren. Es handelt sich dabei um saisonbereinigte Daten. Diese spiegeln also keine Saisoneffekte wider.

**Japan Einzelhandelsumsatz % gegen Vormonat Februar 2011 bis Februar 2016**

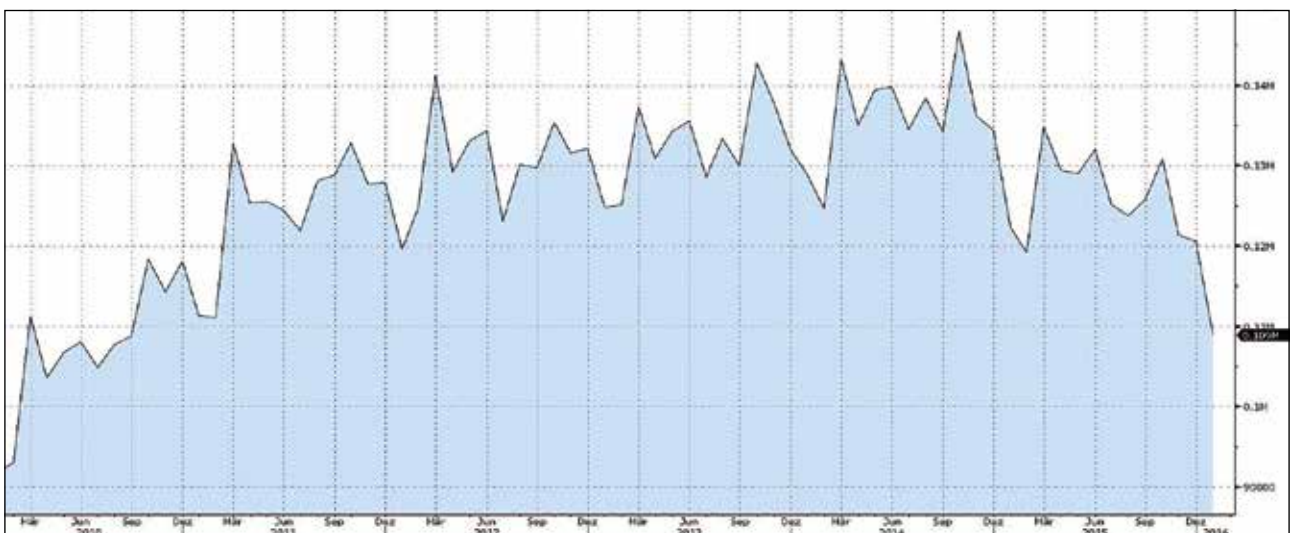


Grafik: Bloomberg

Schwache Nachfrage aus dem Ausland führte im Februar gleichzeitig zu einer fallenden Industrieproduktion (der Rückgang war durch einen Produktionsstillstand bei Toyota überzeichnet, war aber auch das Ergebnis schwacher Exporte. Vgl. Bloomberg „Japan's Industrial Output falls as Weak Exports Sap Demand vom 30. März). Anzumerken wäre noch, dass die japanische Wirtschaft schon im letzten Quartal 2015 geschrumpft ist.

Auch ein Land, das sich aufgrund der Größe seiner Wirtschaft lange Zeit keine Gedanken über die Weltkonjunktur machen musste, spürt den weltweiten Abschwung.

**US-Ausfuhren Januar 2010 – Januar 2016**



Grafik: Bloomberg

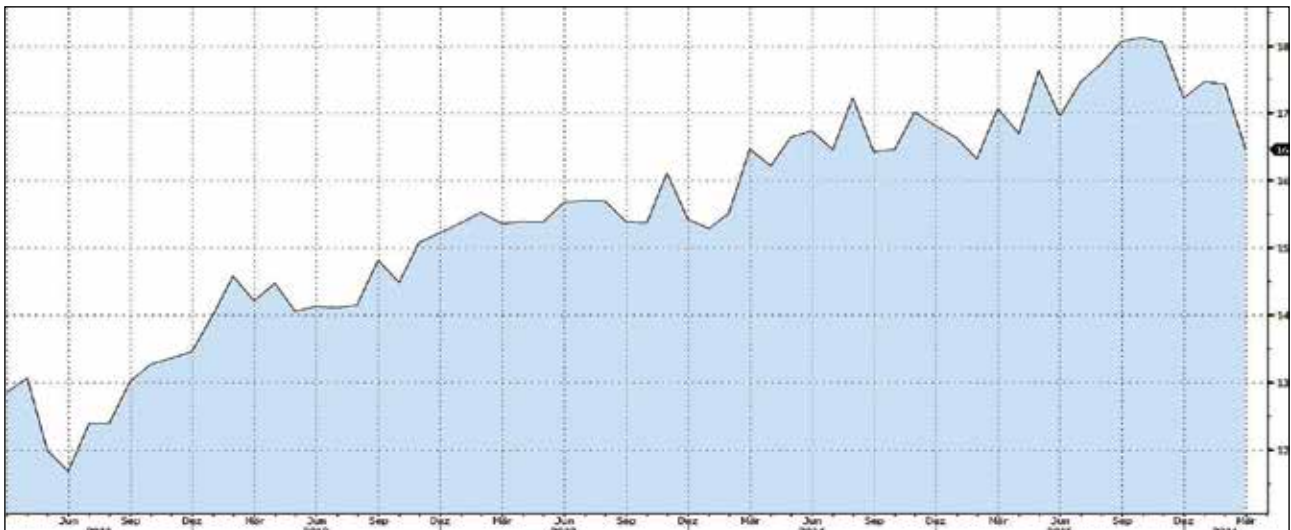
Während die Investitionstätigkeit stagniert (gemessen am Auftragseingang dauerhafter Güter), ist die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern, ein wichtiger Treiber der Konjunktur, nun rückläufig. Sieht nicht gut aus möchte man meinen, wird dem Leser aber nicht unbedingt die Schweißperlen auf die Stirn treiben. Die Gewinnentwicklung in den USA, die vielfach als der beste konjunkturelle Frühindikator angesehen wird, könnte aber zumindest ein gewisses Stirnrunzeln verursachen. Die Unternehmensgewinne aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung waren im vierten Quartal 2015 um 11,5 Prozent gegenüber dem gleichen Vorjahresquartal gefallen. Das ist der stärkste Rückgang seit der Finanzkrise. Es handelt sich dabei nicht um eine Besonderheit der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. Die Unternehmensdaten zeigen in die gleiche Richtung.

**US-Auftragseingang dauerhafter Güter ohne Transport Feb. 2011 –Feb. 2016**



Grafik: Bloomberg

**PKW-Verkäufe USA März 2011 bis März 2016**



Grafik: Bloomberg

**US-Unternehmensgewinne % zum Vorjahr 2000-2015**



Grafik: Bloomberg

### Gewinnrevision von US-Unternehmen per 30. März 2016

(Bloomberg) -- The following U.S. companies provided their earnings per share financial outlooks today:

	March 30	Q4/15	Q1/16	2015	2016	Total
-----Cumulative-----						
Total:	9	375	281	2,436	685	3,962
Up:	1	59	44	497	128	19%
Down	3	168	134	718	230	34%
Neutral	5	136	100	1,071	267	42%
Ex-Item	0	12	3	150	60	5%

Tabella: Bloomberg

Von neun Unternehmen, die am 30. März ihre eigenen Gewinne prognostizierten, erhöhten davon eines die Gewinnprognosen und drei senkten sie. Im ersten Quartal 2016 erhöhten 44 Unternehmen ihre Gewinnprognosen und 134 senkten sie. Das ist ein Verhältnis von 1 zu 3. Im Jahr 2015 war das Verhältnis noch 1 zu 1,4 gewesen (497 zu 718).

### % Kursentwicklung US-Unternehmen vom 11. Februar bis 1. April (Spalte NDEF)

Aktienindex		SPX Index		1) Setup		Rangfolge der Mitglied		
Ansi...	Mitglieder	Gruppen	Per.	Ndef.	02/11/16	-	04/01/16	2) Gesamttertrag
3) Movers		4) Alle						
Mitglieder (504)	Ticker		Letzter Kurs	Ndef. ↑	YTD	-4Q	-3Q	
S&P 500 INDEX	SPX		2072.78	13.32%	1.41%	-0.23%	-6.94%	
Alle Mitglieder								
11) CHESAPEAKE ENERGY CORP	CHK	UN	3.83	115.17%	-14.89%	-20.65%	-34.38%	
12) FREEPORT-MCMORAN INC	FCX	UN	9.89	102.25%	46.09%	-1.47%	-47.46%	
13) WYNN RESORTS LTD	WYNN	UW	94.74	59.74%	36.93%	-21.27%	-45.90%	
14) COLUMBIA PIPELINE GROUP	CPGX	UN	25.08	57.84%	25.40%	-8.72%	-36.22%	
15) ADT CORP/THE	ADT	UN	41.32	56.69%	25.29%	-18.73%	-10.34%	
16) MURPHY OIL CORP	MUR	UN	24.26	51.91%	8.06%	-10.10%	-41.18%	
17) MARATHON OIL CORP	MRO	UN	10.56	50.64%	-16.12%	2.42%	-41.27%	
18) HEWLETT PACKARD ENTERPRIS	HPE	UN	18.40	48.92%	21.05%	--	--	
19) QORVO INC	QORVO	UW	50.82	47.18%	-0.16%	0.72%	-43.88%	
20) ONEOK INC	OKE	UN	28.73	46.43%	16.50%	-17.13%	-17.19%	
21) URBAN OUTFITTERS INC	URBN	UW	34.29	43.47%	50.73%	-23.33%	-16.06%	
22) NVIDIA CORP	NVDA	UW	36.15	43.41%	9.68%	-3.45%	23.09%	
23) WHIRLPOOL CORP	WHR	UN	183.31	42.14%	24.81%	-13.94%	-14.44%	
24) WEYERHAEUSER CO	WY	UN	31.15	41.80%	3.90%	-4.12%	-12.22%	
25) PVH CORP	PVH	UN	99.39	41.13%	34.95%	8.15%	-11.48%	
26) NAVIENT CORP	NAVI	UW	11.65	40.58%	1.75%	-9.68%	-37.47%	
27) UNITED RENTALS INC	URI	UN	60.81	40.31%	-16.17%	-3.88%	-31.47%	
28) SKYWORKS SOLUTIONS INC	SWKS	UW	78.18	39.98%	1.76%	6.05%	-18.88%	
29) AFFILIATED MANAGERS GROUP	AMG	UN	163.89	39.13%	2.59%	1.78%	-21.78%	
30) STAPLES INC	SPLS	UW	11.18	38.22%	18.06%	-5.30%	-22.66%	
31) APACHE CORP	APA	UN	47.50	38.16%	6.81%	-4.13%	-31.71%	

Tabella: Bloomberg

Die Aktienrally der letzten sechs Wochen hat also nichts mit einer Verbesserung der Fundamentaldaten zu tun, weder auf gesamtwirtschaftlicher noch auf einzelwirtschaftlicher Ebene. Es ist eine reine Short-Eindeckungsrally, ausgelöst und beeinflusst von den Zentralbanken. Die Tabelle auf der vorhergehenden Seite zeigt in der ersten Spalte die prozentuale Kursentwicklung einzelner Aktien vom 11. Februar 2016 bis zum 1. April (Spalte NDEF) und die Entwicklung vor vier und vor drei Quartalen. Typischerweise haben solche Aktien in den letzten sechs Wochen einen starken Anstieg erlebt, die vorher sehr stark gefallen waren, viele davon Rohstoffaktien.

Wie sehr es sich beim Kursanstieg der letzten Wochen um eine Short-Eindeckungsrally gehandelt hat zeigen auch Daten der US-Rohstoffbörse in Chicago. Seit Mitte Februar wurden so viele spekulative Short-Positionen auf Rohöl eingedeckt wie noch nie zuvor, spekulative Long-Positionen wurden nicht erhöht. Nichts deutet also auf eine erwartete fundamentale Verbesserung bei Rohöl hin.

Nun sind Short-Eindeckungsrallys nichts Besonderes. Das Besondere an dem was sich jetzt vollzieht sind das Ausmaß und die explosive Geschwindigkeit dieser Rallys sowie die Tatsache, dass sie völlig losgelöst oder auch gegen die Fundamentaldaten laufen. Als Erklärung für den Wirkungsmechanismus dienen typischerweise Hedge Fonds, die auf der Suche nach Rendite Trends erzeugen. Die tieferliegende Erklärung aber ist, dass die Zentralbanken eine nachhaltige negative Reaktion der Aktienmärkte auf negative Daten nicht zulassen. Damit wird die Orientierung am jeweiligen Trend die sinnvollste Strategie.

Typischerweise laufen die Short-Eindeckungsrallys dieses neuen Typs nach rund sechs Wochen aus oder verlieren stark an Kraft. Es mehren sich die Zeichen, dass der positive Kurstrend bei Rohstoffwerten und anderen zyklischen Werten kippt und dass defensive Titel, wie solche aus dem Gesundheitswesen sich allmählich wieder erholen. Gerade im Gesundheits- sowie im Technologiesektor sind noch vergleichsweise viele Werte zu finden, deren Gewinn nachhaltig wächst. Langfristig werden sich zumindest auf der Ebene der Einzelwerte die fundamentalen Bestimmungsgrößen durchsetzen. Der PTAM ABSOLUTE RETURN (siehe letzte Seite) ist in solche Aktien investiert. Die Performance des Fonds im laufenden Jahr per Ende dieser Woche ist eine schwarze Null. Die Performance der reinen Anleihenfonds ist 2,5 Prozent.

2. April 2016

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)

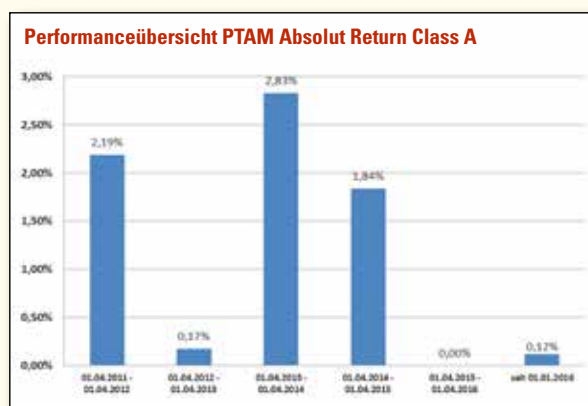
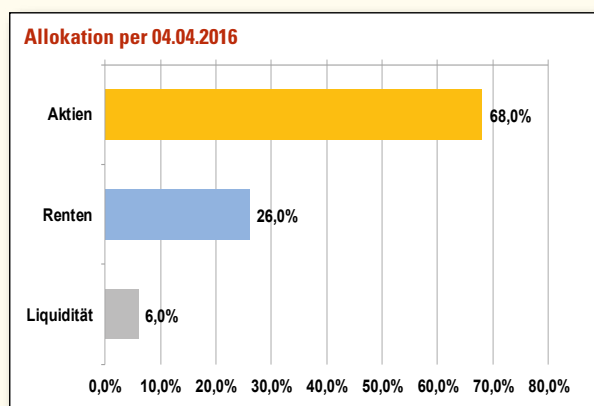
WKN: A0M2JL (A Tranche)

Fondsberater: Dr. Walter Naggl

Absicherungsquote Aktienexposure  
per 04.04.2016 ca. 102 %

Absicherungsquote Rentenexposure  
per 04.04.2016 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.

Die Volatilität auf 1 Jahr beträgt 4,18 % und über einen Zeitraum von 3 Jahren 4,63 %.



Stand: 04.04.2016

**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.