

**Stand**  
Ausgabe



**Punkt**  
III. Quartal 2016

Ihr unabhängiger Finanzmarktkompass für erfolgreiche Kapitalanlage

## STANDORTBESTIMMUNG

### **To Brexit or Not to Brexit – that is now the question!**

Die internationalen Aktien- / Devisenmärkte reagierten überrascht auf den Ausgang der Volksabstimmung im Vereinigten Königreich (UK). Die Stimmung der Anleger war im Vorfeld völlig sorgenfrei, auch – und nicht unwesentlich - beeinflusst durch die nunmehr 7-jährige Konditionierung der Anleger durch Maßnahmen (QE / Nullzinspolitik etc.) und Kommentare der großen Zentralbanken.

Es spricht einiges dafür, dass der europäische Aktienmarkt kurzfristig eine Überreaktion gezeigt hat und es daher in den nächsten Tagen und Wochen zu einer Stabilisierung kommen könnte. Allerdings sollte diese Stabilisierung nicht mit Entwarnung gleichgesetzt werden, denn die mittel- und langfristigen Folgen der UK-Abstimmung sind keineswegs klar oder eindeutig. Neben den nun beginnenden Diskussionen über die Richtung und Zukunft der EU, steht im zweiten Halbjahr 2016 die US-Präsidentschaftswahl an. In der Periode bis zum 8. November und danach sollte man sich auf heftige Bewegungen an den Finanzmärkten einstellen.

Anfang Juli beginnt die Berichtssaison der Unternehmen. Wir erwarten im Durchschnitt aller Firmen eine eher stagnierende Gewinnentwicklung und einen verhaltenen Ausblick für das Gesamtjahr 2016, der aufgrund der unsicheren politischen Lage in der EU geprägt sein sollte. Wie schon in den vorherigen Ausgaben angesprochen, ist z. B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 Index zur Zeit auf einem mehrjährigen Höchststand (Basis: GAAP / KGV ca. 24 – mehrjähriger Durchschnitt bei 16 – 17) – entweder steigen die Unternehmensgewinne markant oder die Aktienindices gleichen sich an.

## AUSBLICK WÄHRUNGEN / EDELMETALLE

Auch im vergangenen Quartal hat der EUR/USD seine, nunmehr 15 Monate andauernde Handelsspanne zwischen 1,05 und 1,15 gehalten. Schwächere US-Konjunkturdaten und zögernde FED sorgten für eine geringere Zinsdifferenz zwischen EUR und USD, die dem USD nicht mehr den nötigen Auftrieb verleihen konnte. Ein hoher Leistungsbilanzüberschuss der EUR-Zone und periodisch wiederkehrende Risikoaversion an den Aktienmärkten sorgten für stete EUR Nachfrage an den Devisenmärkten.

Im Zuge der „Brexit“ Abstimmung kam der EUR allerdings wieder verstärkt unter Abgabedruck, da ein potentielles „Redenominationsrisiko“ (= auseinanderbrechen der

EUR-Zone) wieder in das Bewusstsein der Anleger gerückt ist. Hier bleibt abzuwarten, wie sich die im Fluss befindliche politische Lage in Europa in den nächsten Wochen und Monaten entwickelt. Ein deutlich stärkerer USD ist durchaus vorstellbar. Die technische Analyse hat noch Zielmarken unter Parität, die noch „abgearbeitet“ werden müssen.

Das GBP schnitt im II. Quartal in der Rangfolge der Papierwährungen am schlechtesten ab. Die bereits in der Vergangenheit von uns angesprochenen schwachen Fundamentaldaten aus Britannien (hohes Leistungsbilanzdefizit etc.), verstärkt durch den Schock des Abstimmungsergebnisses, ließen das GBP gegenüber allen Währungen regelrecht einbrechen (minus 15% ggü. USD innerhalb von nur 8 Stunden). Über die nächsten Monate erwarten wir ein weiter nachgebendes Pfund Sterling mit Potenzial bis EUR/GBP 0,90 bis 0,95.

#### UNSERE EMPFEHLUNG: PAM-WERTINVEST (WKN A1WZ35)

Auch wir waren letztlich von dem „Brexit“ – Votum überrascht, wenngleich wir in den Tagen vor der Abstimmung nicht der ungezügelten Kauflaune des Marktes gefolgt sind. Aus unserer Sicht waren die Anleger extrem entspannt und das Medien – Echo viel zu einseitig im „Bremain“ – Camp angesiedelt (“Buy the rumor / Sell the fact“). Diese Skepsis hat sich im Nachhinein als richtig erwiesen und der Fonds konnte die Turbulenzen der letzten Juni Tage recht gut überstehen. In den kommenden Wochen erwarten wir zwar eine deutlich geringere Volatilität, allerdings keine Entwarnung an den internationalen Finanzmärkten.

**Im abgelaufenen Quartal konnte der PAM-Wertinvest mit +1,03% p. eine positive Wertentwicklung erzielen und liegt unter den vergleichbaren Mischfonds in Deutschland ganz vorn.**

#### SCHWERPUNKTE FÜR ANLAGEN

##### **Rentenmärkte**

Bundesanleihen waren als „sicherer Hafen“ in den letzten Wochen stark nachgefragt, so dass selbst die Rendite für 10-jährige Restlaufzeit negativ gehandelt wurde. Allerdings würde es uns nicht überraschen, wenn der „Brexit“ eher zu einer Belastung für Bundespapiere wird. Ein „mehr Europa“ (Vergemeinschaftung der Schulden) sowie eine langsam zunehmende Tendenz hin zum Protektionismus und lokalem Handel begünstigt inflationäre Entwicklungen, die auch seitens der EZB gewollt sind. Hier muss man die Entwicklung eng im Auge behalten und schon jetzt eine Teilposition in inflationsgeschützten Anleihen aufbauen. Der Basiseffekt in der offiziellen Inflationsrate aufgrund höherer Energiepreise wird zum Herbst hin diese Tendenz eher bestätigen und verfestigen.

##### **Aktienmärkte**

Unverändert favorisieren wir selektive Engagements in den Bereichen Wasserwirtschaft, Agrar- und Ernährung, Aquakultur, Infrastrukturbetreiber. Diese sollten sich auch in den nächsten Monaten relativ besser als der Gesamtmarkt entwickeln. Nachdem sich der Preis für Rohöl in den letzten Monaten stabilisiert hat und wichtige (technische) Zielmarken im Bereich von USD 50 pro Barrel erreicht wurden, erwarten wir in den nächsten Monaten eine Preisspanne zwischen USD 40 und 50 pro Barrel. Diese Preiskonsolidierung dürfte sich auch auf die Aktienkurse der Energieunternehmen auswirken, daher sind wir eher zurückhaltend mit neuen

Aktieninvestments in diesem Segment. Die Erholung der Industrie-/ Agrar-Rohstoffpreise in den letzten Monaten hat die Aktienmärkte Lateinamerikas, allen voran Brasilien, zu einem neuen Aufschwung verholfen. Hier sehen wir unverändert Potential für eine andauernde Erholung der Aktienkurse.

## STICHWORT: EURO-ZAHLUNGSVERKEHR / TARGET 2 SALDEN

In den Medien wird periodisch, zumeist in Zeiten von erhöhtem „Stress“ an den Finanzmärkten, über den TARGET2 Forderungssaldo in den Büchern der Deutsche Bundesbank berichtet, die Konsequenzen und Hintergründe dieser Forderung allerdings meistens relativiert.

Nachfolgend möchten wir die Funktionsweise des EURO-Zahlungsverkehrs kurz beschreiben (gekürzter Textauszug aus der offiziellen Beschreibung mit unseren Anmerkungen):

### TARGET2-Saldo

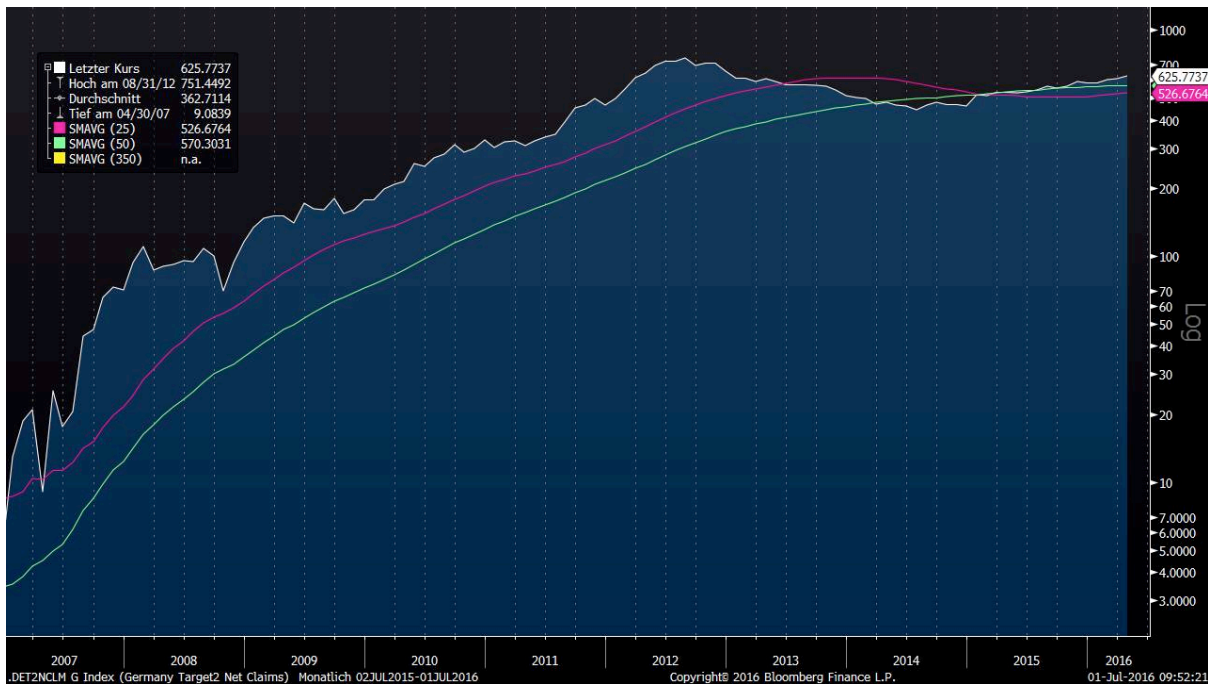
TARGET2 ist ein Zahlungsverkehrssystem, über das nationale und grenzüberschreitende Zahlungen in Zentralbankgeld schnell und endgültig abgewickelt werden. Über TARGET2 fließen pro Tag im Durchschnitt rund 350.000 Zahlungen im Wert von rund 2 ½ Billionen Euro. (...) Diesen Transaktionen können ganz unterschiedliche Geschäfte zugrunde liegen. Denkbar sind unter anderem die Zahlung einer Warenlieferung, der Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, die Gewährung oder Rückzahlung eines fälligen Darlehens, die Geldanlage bei einer Bank und vieles mehr.

Fließen beispielsweise einer über die Bundesbank an TARGET2 teilnehmenden Bank Gelder aus dem Ausland zu, führt dies bei der Bundesbank zu Verbindlichkeiten gegenüber dieser Bank (etwa durch Gutschrift des Betrages auf deren Girokonto). Im Gegenzug entsteht eine Forderung der Bundesbank in gleicher Höhe gegenüber der sendenden nationalen Zentralbank. Diese wiederum belastet das Konto der sendenden Geschäftsbank. Dies erfordert ein ausreichendes Guthaben an Zentralbankgeld der sendenden Bank. Zentralbankguthaben werden primär durch die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bereitgestellt.

Die bei den nationalen Zentralbanken entstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten (...) gleichensich normalerweise nicht vollständig aus. Am Ende des Geschäftstages verbleibende Forderungen und Verbindlichkeiten aller an TARGET2 teilnehmenden nationalen Zentralbanken werden (...) an die EZB übertragen und dort saldiert. Die so entstehenden TARGET2-(Netto)-Salden sind demnach das Ergebnis der grenzüberschreitenden Verteilung von Zentralbankgeld innerhalb der dezentralen Struktur des Eurosystems.

Der TARGET2-Saldo in der Bundesbankbilanz geht also im Wesentlichen auf grenzüberschreitende Transaktionen zurück. (...) Er wird einerseits von den Geschäften der Kreditinstitute am Geld- und Kapitalmarkt beeinflusst, beruht andererseits aber auch auf Transaktionen des Nicht-Banken-Sektors, der Zahlungen über das Bankensystem leistet.

Der nachfolgende Chart zeigt eindrucksvoll, wie sich der TARGET2-Forderungssaldo der Bundesbank seit dem Jahr 2007 (Beginn der Finanzkrise) entwickelt hat. Dieser erreicht per 05/2016 nun wieder ca. 655 Mrd. EURO und deutet auf eine unverändert angespannte Lage in der EURO-Zone hin.



Deutsche Exportüberschüsse ggü. Resteuropa, fehlende private (Finanz-) Investitionen (Bankenbonität?) im südlichen Europa gepaart mit Kapitalflucht nötigen die Eurosystem Zentralbanken der Länder mit Zahlungsbilanz-Überschüssen, allen voran die Bundesbank, diese Forderungen zu „dulden“ und zu finanzieren. Am Ende haftet der Steuerzahler!

Mit freundlichen Grüßen

Hans-Georg Kuhlmann

Michael P. Bornemann

**Privates Anlage Management GmbH & Co.**

Jungfernstieg 44

D- 20354 Hamburg

Ruf: 040/ 35 53 02 0

E-Mail: [pam@pamanagement.de](mailto:pam@pamanagement.de)

Webseite: [www.pamanagement.de](http://www.pamanagement.de)

Disclaimer:

Die genannten Informationen sind weder als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf irgendwelcher Wertpapiere oder verwandter Finanzinstrumente zu verstehen. Alle Angaben dienen ausschließlich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Sie berücksichtigen weder die spezifischen oder künftigen Anlageziele noch steuerliche oder finanzielle Lage der individuellen Bedürfnisse des einzelnen Anlegers. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Entwicklungen. Verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere Faktoren können dazu führen, dass sich zukunftsgerichtete Aussagen von den tatsächlichen Entwicklungen unterscheiden. Wir können keine Gewähr für die Richtigkeit der gemachten Angaben übernehmen.