

1 Finanzreport 2012

Bester Start seit Jahrzehnten

1. Bester Januar für den DAX seit 1988. Der DAX erzielte in diesem Januar eine Performance von 7.5 Prozent. Das ist das beste Januar-Ergebnis seit Berechnung dieses Indexes im Jahr 1988. Der S&P500 und der Stoxx600 verzeichneten den besten Januar seit 1998. Als Gründe für diese fulminante Performance werden unter anderem das Dreijahres-Repogeschäft der EZB genannt, womit den Banken die benötigte Liquidität zugeführt wurde, nachdem sie von privater Liquiditätszufuhr abgeschnitten waren. Bob Doll, der stets bullische Chefstrategie von Blackrock, erklärt die Kursentwicklung in seiner Jahresprognose folgendermaßen: in den USA beschleunigt sich das Wirtschaftswachstum wieder und ermöglicht damit einen weiteren leichten Zuwachs der Gewinne im laufenden Jahr. Da Aktien niedrig bewertet sind, kommt es darüber hinaus zu einem etwas höheren KGV. Europa wird sich weiter „durchwursteln“ (muddle through) und China wird mit 40 Prozent wesentlich zum Weltwachstum beitragen.

Diese Argumentation ist in wesentlichen Punkten falsch. Aber der Markt hat Blackrock recht gegeben. Möglicherweise ist Blackrock auch der Markt.

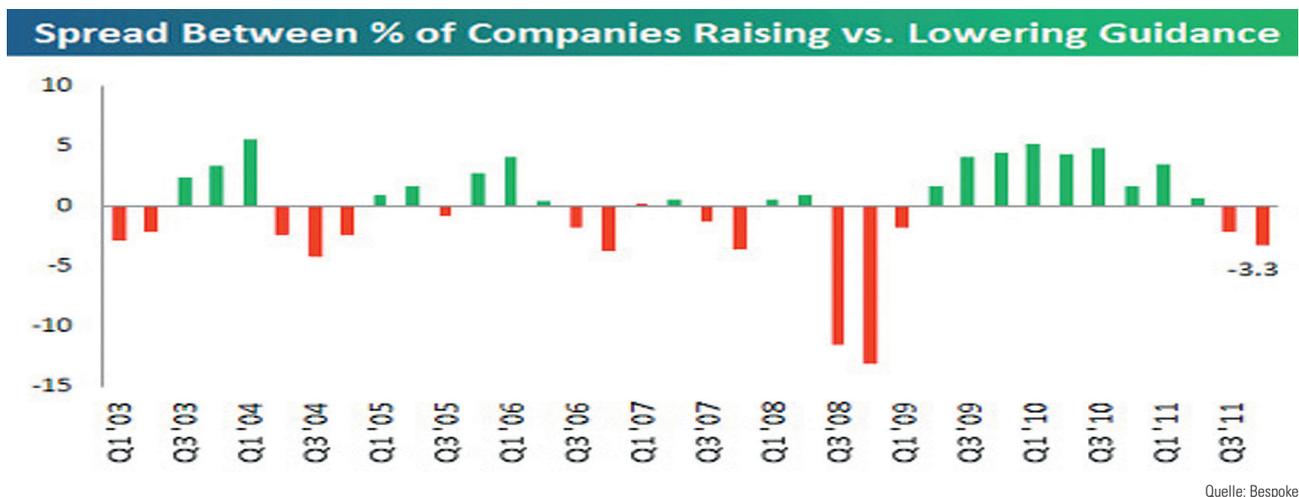
2. Die meisten Enttäuschungen seit 2008. Mehr als 70 Prozent der S&P500-Unternehmen haben in den letzten Jahren die Gewinnprognosen der Analysten übertreffen können. (Hinweis: diese Erfolgsquote basiert auch auf einer entsprechenden Steuerung der Analystenprognosen durch die Unternehmen selber). In der aktuellen Berichtssaison für das 4. Quartal sind es nur 60 Prozent. Der Vorjahreszuwachs bei den S&P500-Gewinnen des 4. Quartals wurde im Oktober noch mit 14 Prozent prognostiziert. Bis zu Beginn der Berichtssaison wurde diese Prognose auf 6 Prozent zurückgenommen. Nachdem nun die Hälfte der Unternehmen berichtet hat, wird gerade noch ein Vorjahreszuwachs von 2,7 Prozent erwartet. (Die Bloomberg-Funktion BBEA9 liefert die aktuellen Werte).

Analystenprognosen Zuwachs S&P-Gewinn



Damit ist der S&P-Gewinn des vierten Quartals 2011 um 6 Prozent niedriger als im dritten Quartal und um 5 Prozent niedriger als im zweiten Quartal. Die Unternehmensgewinne sind also im Fallen begriffen. Nichts anderes sagt auch der Ausblick, den die Unternehmen selbst geben. Immer mehr Unternehmen senken den Ausblick.

Anteil von Unternehmen die Ausblick erhöhen abzüglich solcher, die den Ausblick senken

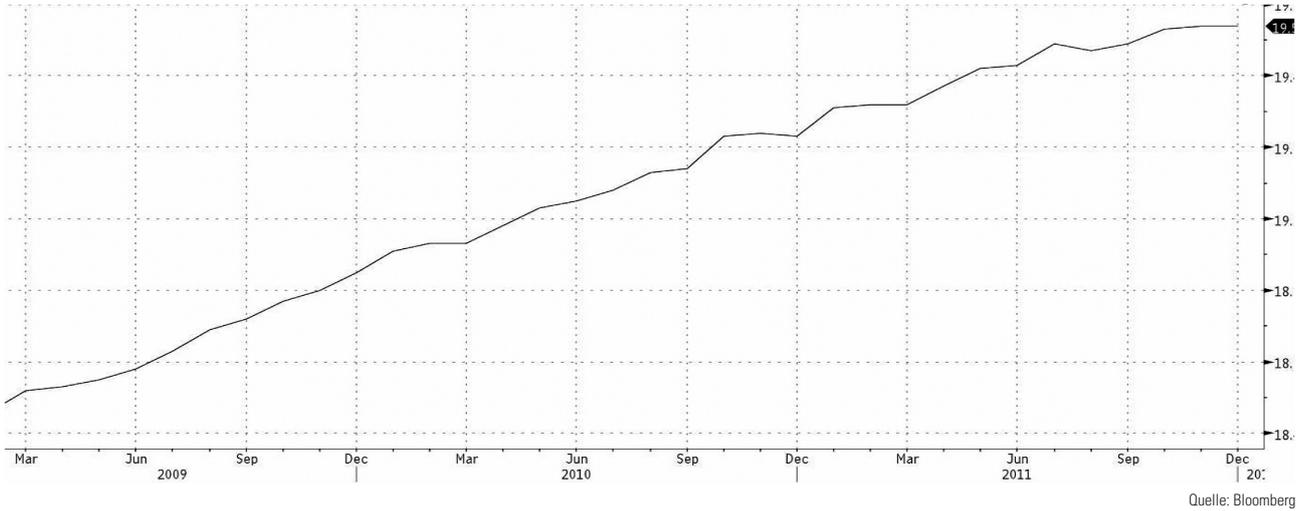


In Europa sieht die Lage noch etwas schlechter aus. Nur 41 Prozent der Unternehmen im Stoxx600 konnten in der laufenden Berichtssaison die Analystenprognosen schlagen. Dies ist der niedrigste Wert seit Beginn der Berechnung durch Bloomberg im Jahr 2006. Zum Vergleich. In der Vergangenheit gelang es durchschnittlich 61 Prozent der Unternehmen, die Prognosen zu schlagen. („Worst Earnings Since 2006 Fail to Dent Rally in European Stocks“, Bloomberg, 1. Februar). Fazit: die Gewinnentwicklung weist nach unten und die Unternehmen sagen selbst, dass dieser Trend sich fortsetzen wird. Die Gewinnentwicklung entspricht der weltwirtschaftlichen Abschwächung.

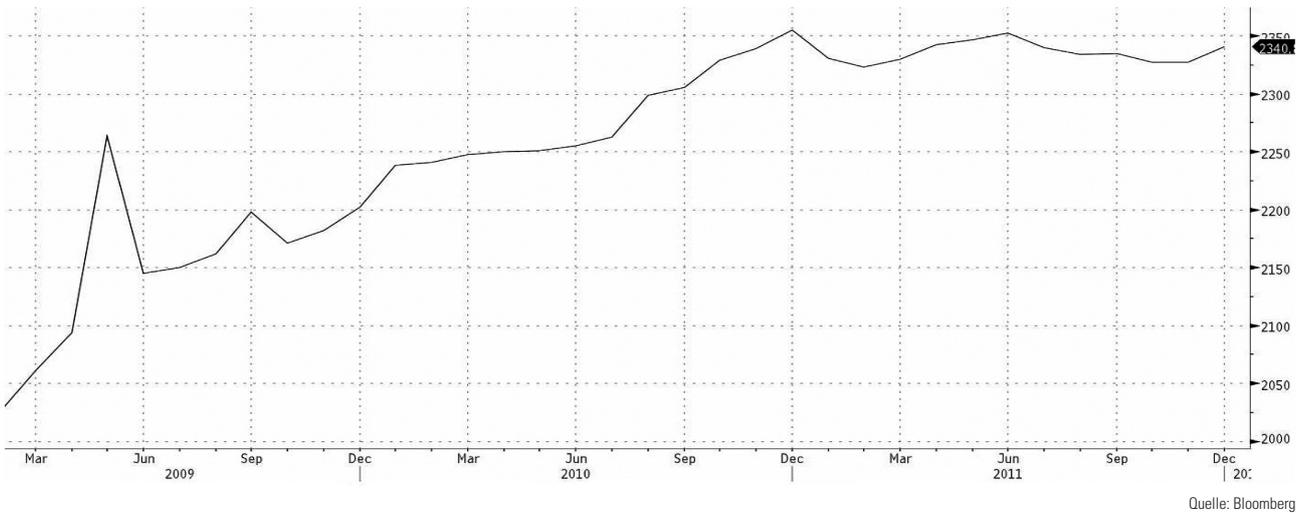
3. Woher soll's kommen? Die Lohnentwicklung in den USA hinkt der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung mit einer starken Verzögerung von etwa zwei Jahren hinterher. Dementsprechend flacht sich die Kurve der Stundenlöhne im privaten Sektor allmählich ab. Die Löhne und Gehälter der Beschäftigten des Bundesstaates wurden eingefroren. Der amerikanische Kongreß hat gerade beschlossen, dass diese Löhne und Gehälter auch in den kommenden 12 Monaten nicht steigen sollen.

Der Anstieg der verfügbaren Einkommen der amerikanischen Haushalte seit dem Tiefpunkt der Krise zu Beginn des Jahres 2009 geht zu 40 Prozent auf eine massive Ausweitung der Transferleistungen des Staates zurück, wie Zahlungen an Arbeitslose und dergleichen. Im Zuge der Suche nach Möglichkeiten zur Kürzung der ausufernden Defizite des amerikanischen Staates steigen die Transferleistungen nun aber nicht mehr.

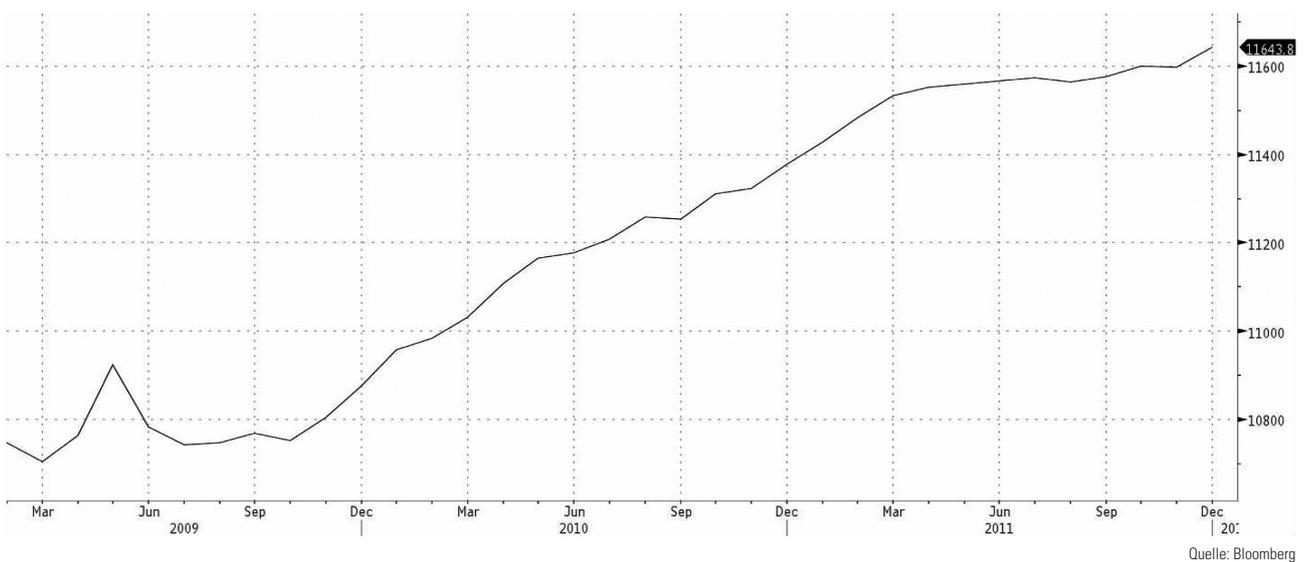
Stundenlohn in der amerikanischen Privatwirtschaft



Empfangene Transfers amerikanischer Haushalte

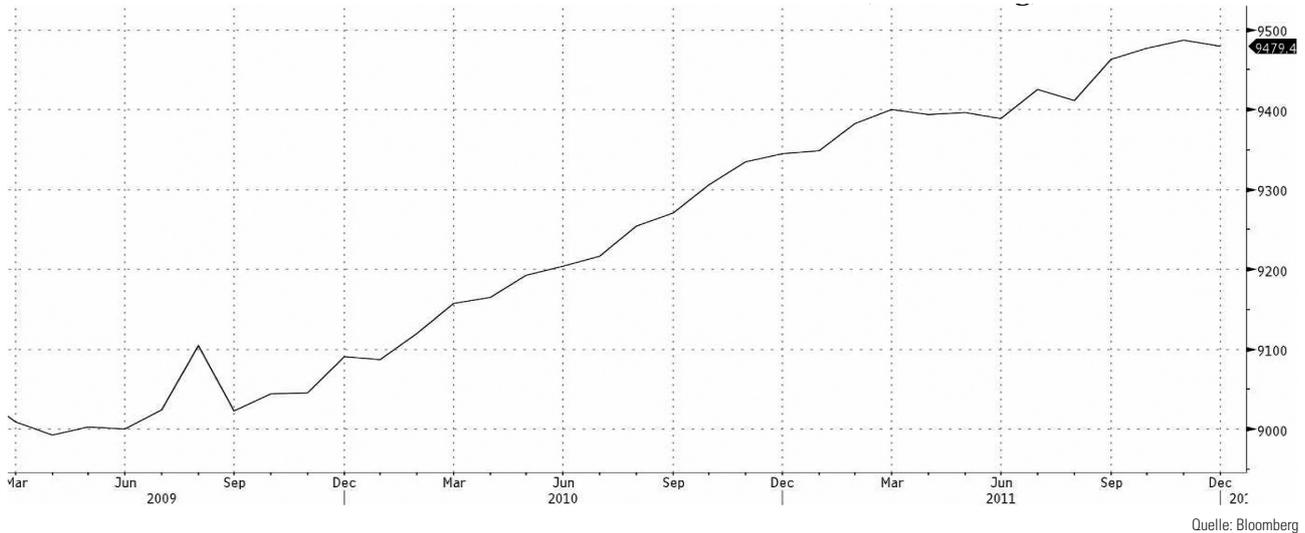


Nominale verfügbare Einkommen US-Haushalte



Wegen schwacher Lohnentwicklung und stagnierenden Transferleistungen sind auch die verfügbaren nominalen Einkommen der US-Haushalte seit März 2011 kaum noch gestiegen. Inflationbereinigt waren die verfügbaren Einkommen im Dezember 2011 nicht höher als ein Jahr davor. Was in der letzten Grafik auf der vorhergehenden Seite wie der Beginn eines neuen Aufwärtstrends im Dezember für die verfügbaren Einkommen aussieht, ist mit Vorsicht zu genießen. Der Anstieg im Dezember 2011 ist Ausfluß der Arbeitsmarktdaten für diesen Monat, der mit offensichtlichen Fehlern gespickt war. Das Wall Street Journal sah sich veranlaßt, über klare Fehler bei der Saisonbereinigung zu berichten. Der Stellenzuwachs von rund 200 tausend löst sich fast in Luft auf, wenn man die Werte für alle „states“ addiert. Alle Bundesstaaten zusammen kommen laut Statistik im Dezember auf einen Zuwachs von 24 tausend Beschäftigten. Sollten aber tatsächlich die Einkommen im Dezember letzten Jahres um 0,5 Prozent gegen Vormonat gestiegen sein, wie das Arbeitsministerium derzeit berechnet, dann wurden die Amerikaner in diesem Monat von einer plötzlichen Sparwut erfaßt. Der private Verbrauch war nämlich gegen den Vormonat nominal unverändert und preisbereinigt ging er um 0,1 Prozent zurück.

Realer privater Verbrauch USA

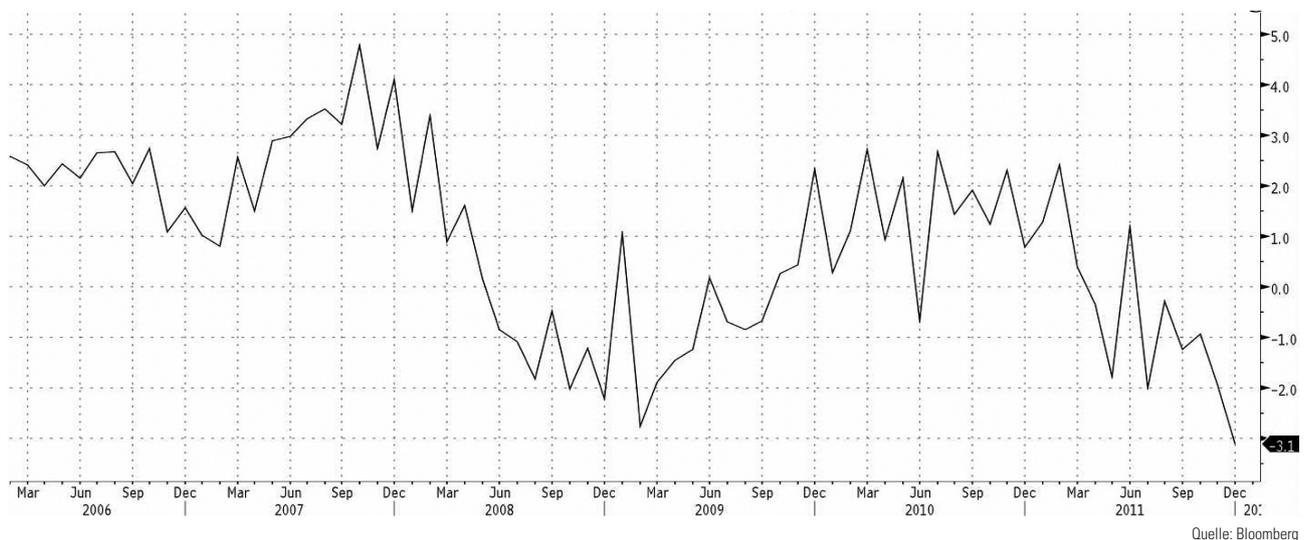


Entsprechend der Einkommensentwicklung stagnierte der private Verbrauch in den USA von März bis August 2011. Im September kam es auf Kosten der Ersparnisse noch einmal zu einem Anstieg, seitdem herrscht im wesentlichen wieder Stagnation.

Fazit: für den amerikanischen Privaten Verbrauch, der 70 Prozent der Gesamtnachfrage ausmacht, ist im wesentlichen Stagnation vorhersehbar. Der US-Außenhandel leistete im vierten Quartal einen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum, entsprechend der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Auch hier ist kein neuer Trend erkennbar. Dasselbe gilt für die Staatsausgaben, die ebenfalls einen negativen Beitrag leisteten. Die reale Endnachfrage im vierten Quartal stieg nur um annualisiert 1 Prozent gegen Vorquartal. Von dem berichteten BIP-Wachstum in Höhe von 2,8 Prozent gingen 1,8 Prozentpunkte in den Vorratsaufbau. Vereinfacht gesagt gilt: massive Steuersenkungen und gewaltige Erhöhungen der Staatsausgaben, insbesondere der Transfers, haben die amerikanische Wirtschaft nach 2009 zumindest auf einem schwachen Wachstumskurs gehalten. Derzeit werden die staatlichen Leistungen aufgrund der Schuldenentwicklung und politischen Konstellation nicht mehr ausgeweitet. Im nächsten Jahr werden sie drastisch gekürzt (Wahl vorbei, Gesetz zur Defizitkürzung tritt in Kraft).

4. Spanien und Italien in der Rezession, aber Frankreich? Das spanische BIP ist im dritten Quartal nicht gewachsen und im vierten Quartal um 0,3 Prozent (nicht annualisiert, wie üblich für europäische Daten) gegen Vorquartal gefallen. Die Industrieproduktion fiel im November um 7 Prozent gegen den gleichen Vorjahresmonat und Spanien kürzt die Staatsausgaben massiv, um seine Defizitziele zu erreichen. Kein Zweifel, Spanien ist in der Rezession. Für Italien liegen noch keine BIP-Daten für das vierte Quartal vor, jedoch eine Schätzung des Arbeitgeberverbandes Confindustra. Diese lautet auf ein Schrumpfen von 0,7 Prozent im Vergleich zum dritten Quartal.

Reale Verbrauchsausgaben Frankreich, % zum Vorjahr



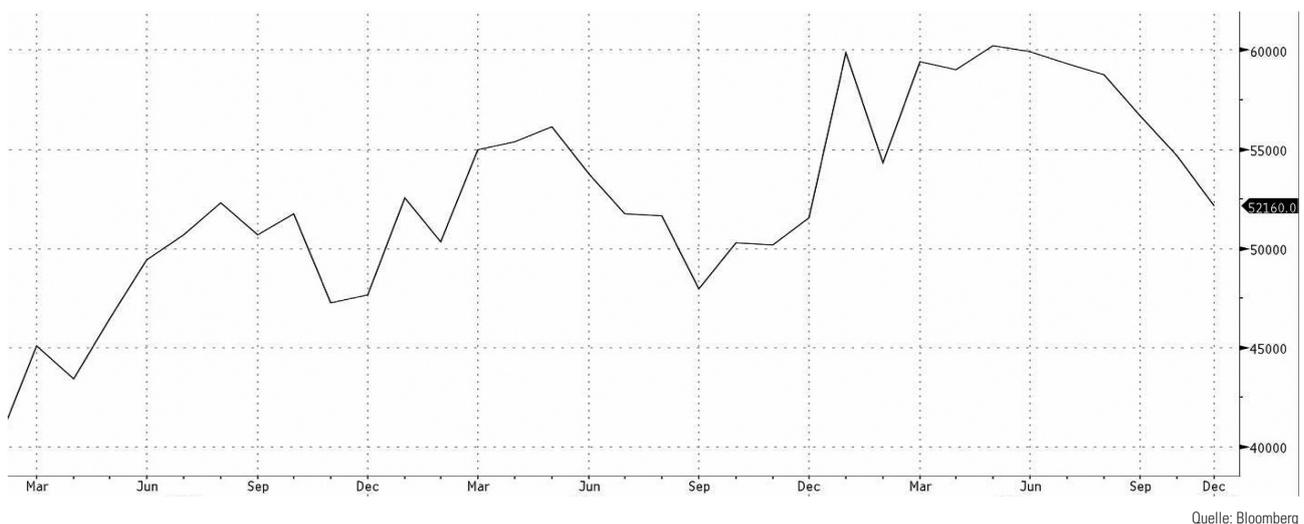
Der private Verbrauch in Frankreich hat von jeher von allerlei Zuwendungen der privaten Haushalte von Seiten des Staates profitiert. Nun soll aber auch Frankreich sparen und das Ergebnis zeigt sich in den Daten für den Konsum in Frankreich, der zum Jahresende hin immer stärker rückläufig war. Im Dezember fiel er um 3 Prozent gegen den gleichen Vorjahresmonat.

Die vom staatlichen statistischen Institut INSEE erhobenen Umfragen sehen ähnlich schlecht aus. Auch Frankreich kann sich den weltweiten Abschwungstendenzen nicht entziehen.

5. Dubai mal 1000. Schon vor Jahren wurde vor dem Ende der spekulativen Blase bei chinesischen Immobilien gewarnt und diese Blase als „Dubai mal 1000“ bezeichnet. Der Bauboom ging trotzdem weiter, auch lange nachdem die chinesische Regierung diese Blase durch Verordnungen, Zins- und Mindestreserveerhöhungen einzudämmen versuchte. Die Bauträger orientierten sich an der Erfahrung aus dem Jahr 2008, als der Bauboom schon einmal gebremst wurde und infolge der Finanzkrise kurz danach wieder grünes Licht gegeben wurde. Das heißt, die Bauträger haben trotz der Bremsmanöver munter Land erworben und weitergebaut. Nach Schätzungen von SocGen China reichen ihre Landvorräte zum Bau von 100 Millionen Wohnungen, bei einem Wohnungsleerstand von 15 bis 60 Millionen Wohnungen, je nach Schätzung. Dementsprechend fallen nun die Preise für Wohnungen vielfach um 20 bis 40 Prozent. Die Umsätze gingen zum Jahresende um die Hälfte und mehr zurück. Trotzdem hat der chinesische Premierminister Wen gerade noch einmal verkündet, dass man die Preise für Wohnungen weiter nach unten bringen will, da Wohnungen gemessen an den Einkommen unerschwinglich sind.

Der plötzliche Preisdruck durch die Bauträger und die massive Einschränkung ihrer Bautätigkeit spiegelt sich in den nachgelagerten Industrien wieder. Stahlpreise fielen schon im Oktober innerhalb von Wochen um 30 Prozent. Die Stahlerzeugung war im Dezember letzten Jahres praktisch unverändert gegen denselben Vorjahresmonat, nachdem der Zuwachs im ersten Halbjahr zwischen 10 und 15 Prozent betragen hatte. Die Zementherzeugung wuchs im Dezember noch mit 3 Prozent, nach ebenfalls zweistelligen Zuwachsraten im ersten Halbjahr.

Rohstahlerzeugung China, nicht saisonbereinigt



Die chinesische Wohnbautätigkeit ohne nachgelagerte Industrien macht etwa 10 Prozent der Wirtschaftsleistung aus und ist in den letzten Jahren um rund 30 Prozent gewachsen. Nimmt man an, dass sie auf dem extrem hohen Niveau des Vorjahres verharrt, so würde das chinesische BIP-Wachstum um 3 Prozentpunkte verringert, also im laufenden Jahr 6 Prozent betragen, statt 9 Prozent wie in 2011.

6. Beträchtliche Folgewirkungen. Die spekulative Blase am chinesischen Immobilienmarkt ist eigenkapitalfinanziert. Die Folgen sind somit andere als in den USA, trotzdem aber nicht zu verachten. In China selber werden die Kommunen ihre Infrastrukturprojekte einschränken müssen, weil sie diese vielfach durch Verkauf von Land an die Bauträger finanziert haben. Diese Folgewirkungen werden im Laufe dieses Jahres einsetzen und stärker werden und weltweit spürbar sein. China war eben gerade seit der Finanzkrise der Motor der Weltwirtschaft. Auch Zinssenkungen in China, wenn sie denn kommen, können daran wenig ändern, weil erst die Exzesse der Vergangenheit abgetragen werden müssen.

7. Wo bleibt der weltweite Abschwung? Obere konjunkturelle Wendepunkte sind typischerweise flach, d.h. sie entwickeln sich langsam und können auch von Gegenbewegungen unterbrochen sein. Fehlerhafte Daten (Saisonbereinigung in den USA) und Wahrnehmungsprobleme (Überbetonung schwacher Daten im Sommer 2011, Nichtwahrnehmung derzeit) erwecken den Eindruck, als ginge es schon wieder aufwärts. Unternehmensmeldungen und konjunkturelle Daten weltweit zeigen aber doch überwiegend nach unten. Die Kausalität ist darüber hinaus eindeutig: Ende der Immobilienblase in China, Ende des Ankurbelns in USA und Defizitkürzungen in weiten Teilen Europas verstärken sich gegenseitig. Somit sind im weiteren Jahresverlauf zunehmend schlechtere Gewinn- und Makrodaten zu erwarten.

8. Selektive Wahrnehmung. Die Märkte konzentrieren sich gerne auf ein oder wenige Themen, um dann bei einem Themenwechsel die Betonung auf Entwicklungen zu verlagern, die gar nicht so neu sind. Derzeit lautet das Thema „besser als erwartete Konjunkturdaten“, auch wenn diese insgesamt gar nicht so gut sind. Aktien steigen, während gleichzeitig die Gewinne fallen, was sehr selten und nicht dauerhaft zu beobachten ist. Somit ist zu erwarten, dass die im Gegensatz zu den Fundamentaldaten massive Rally bei Aktien ähnlich enden wird wie im Sommer 2011. Das heißt speziell, dass die Märkte nach ihrer Hinwendung zu zyklisch Werten nun defensive Aktien wieder entdecken werden. Parallel dazu wird bei Anleihen das Pendel wieder zugunsten defensiver Papiere ausschlagen.

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 Auslandsales.
- 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 AG und SwAM Swiss Asset Management AG

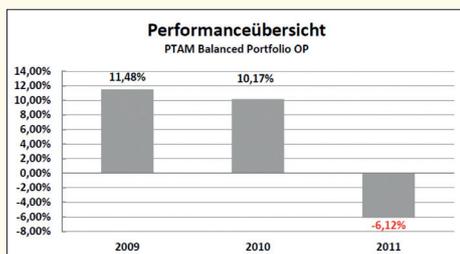
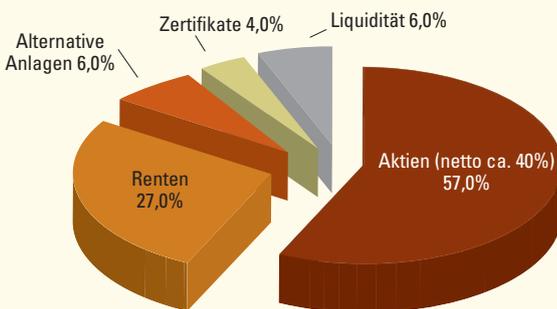
Einer der besten vermögensverwaltenden Fonds

Substanz erhalten – Werte schaffen

PTAM Balanced Portfolio OP (WKN: 987725)

Fondsmanager: PT Asset Management AG, München und Metzingen

- Flexibler, vermögensverwaltender Mischfonds
- Investition in Aktien, Anleihen und alternativen Anlagen
- Konsequentes Risikomanagement
- Dynamische Absicherung der Aktien- und Währungspositionen
- Absicherungsquote – Aktien ca. 29 %



Wertentwicklung



Das Anlageuniversum des PTAM Balanced Portfolio OP umfasst das gesamte Spektrum von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren weltweit sowie Geldmarkt. Zur weiteren Portfoliodiversifikation werden strukturierte Wertpapiere und alternative Investmentideen beigemischt. Besonderer Wert wird dabei auf Transparenz und Handelbarkeit der Werte gelegt.

Der PTAM Balanced Portfolio OP strebt eine absolute Performance an, wobei der mittelfristige Kapitalerhalt über ein aktives Fondsmanagement ohne Beschränkungen hinsichtlich Anlageklassen, Sektoren und Länder im Vordergrund steht. Eine dynamische Absicherung der Aktien und Währungen wird regelmäßig vorgenommen.

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 AG 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.