

46. Finanzreport 2012

Krise, Rettung, Krise, Rettung, Krise...

Hoffnungsrally vorbei. Während zu Jahresbeginn die Weltwirtschaft klar erkennbar im Abschwung war und somit auch erkennbar war, dass die Schuldenkrise sich verschärfen musste, wurden bis Mitte März Risikopapiere erst einmal von einer Rally nach oben getragen. Das Wachstum werde befriedigend sein, vor allem in den USA, und Europa werde sich „durchwursteln“, so lautete die Propaganda. Inzwischen sind die Hoffnungen, die da entfacht wurden, der Realität gewichen: Aus dem Euroraum, aber auch aus China und den USA, kommen schlechte Konjunkturdaten und die Eurokrise hat nun mittlerweile Spanien erfaßt. Drei Faktoren sind es, die zusammen dem Dax Verluste bescheren und den Bund-Future nach oben bringen: (1) Wiederaufflammen der Eurokrise. (2) Derzeit keine Rettungsbereitschaft der EZB. (3) Schlechtere Konjunktur weltweit.

1. Spanier haben schon gehandelt. Während Dax und Dow-Jones-Index im März ihrem Jahreshöchststand entgegen strebten, weil die Euro-Krise mit dem Griechenland-Rettungspaket vermeintlich entschärft war, wurden im selben Monat von spanischen Banken Einlagen in Höhe von 65 Mrd. Euro abgezogen, eine Kapitalflucht in bisher nicht gesehennem Umfang. Die Gelder wandern zu deutschen Banken, und erhöhen im gleichen Umfang die TARGET2-Forderungen der Bundesbank. Im Endeffekt trägt die Bundesbank bzw. der deutsche Staat Risiken, die spanische Bürger nicht tragen wollen, zum Freundschaftszinssatz von 1 Prozent, mit dem die TARGET-Salden verzinst werden. Warum dieses Mißtrauensvotum der Spanier gegen ihre eigenen Banken und den Bestand Spaniens im Euro?

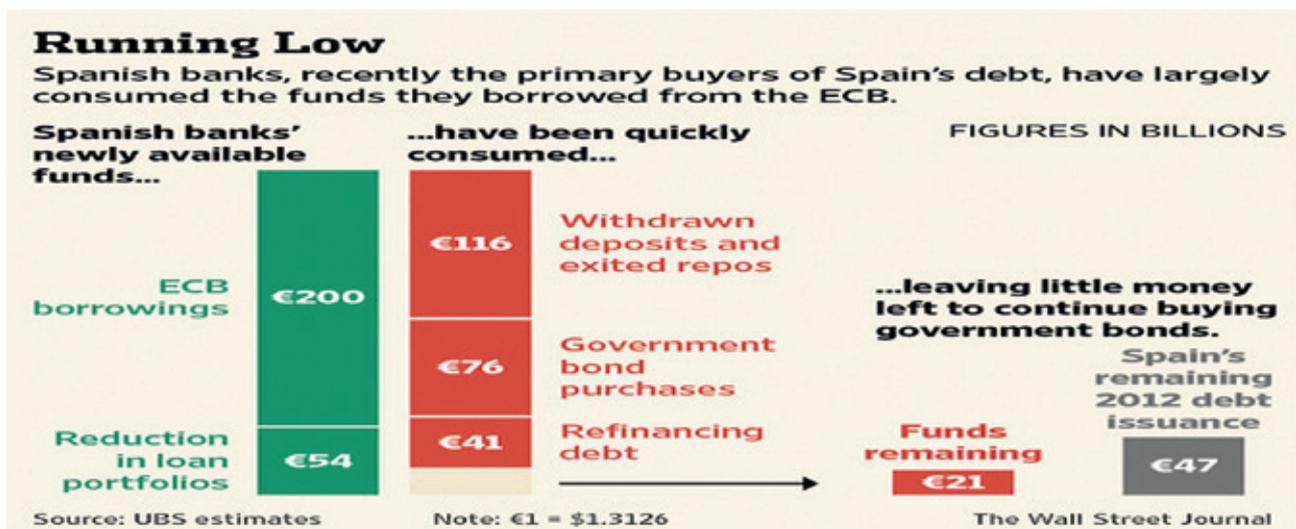
Die niedrigen Zinsen, welche die Einführung des Euro für Spanien brachte, entfachten dort einen weltrekordverdächtigen Bauboom. Der Anteil der Bautätigkeit stieg von dem ohnehin hohen langfristigen Durchschnitt von 15 Prozent der Wirtschaftsleistung bis auf 25 Prozent Mitte des letzten Jahrzehnts, um nun wieder knapp unter den langfristigen Durchschnitt zu fallen. Schätzungen zufolge kam es auf diese Weise zu einer Fehlallokation von Kapital in Höhe von 400 Mrd Euro oder 40% des spanischen BIP. Diese Zahl ist auch ein Maß für die letztlich uneintreibbaren Kredite der spanischen Banken. (Offiziell wurden die notleidenden Kredite der spanischen Banken im Februar auf 8,16 Prozent oder 144 Mrd Euro beziffert, nach 7,91 Prozent im Januar).

Der spanische Staat beziffert die Gelder zur Rettung seiner Banken derzeit auf 50 Mrd. Euro. Allerdings ist der spanische Staat selbst in Nöten. Da der Bauboom nicht durch interne Ersparnisse finanziert wurde, hat das Land eine hohe Auslandsverschuldung in Höhe von 90 Prozent des BIP. Zudem ist der private Sektor des Landes hoch verschuldet. Die Verschuldung der Unternehmen beträgt das zwölfwache des Cashflows. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist bei 90 Prozent des BIP. Spanien ist auch weiterhin auf ausländische Finanzierung angewiesen. Die Leistungsbilanz ist im Minus. Letztes Jahr betrug dieses Minus 45 Mrd. Euro. Ausländische private Geldgeber sind nur bei höheren Renditen bereit, Spanien Geld zu geben. Höhere Renditen werden das Land aber in Schwierigkeiten bringen.

In dieser Situation waren die Dreijahrestender der EZB vom November und Februar ein Segen. Spanische Banken griffen zu (ebenso wie italienische Banken) und legten das frische Geld wieder in heimischen Staatsanleihen an. So retteten die spanischen Banken ihren Staat, der sie wiederum selber rettet.

Allerdings ist von den frischen EZB-Geldern nun nicht mehr viel übrig, ebenso wenig wie bei den italienischen Banken. Zum einen, weil man beim Kauf von Staatsanleihen massiv zugegriffen hat. Italienische Banken bspw. stockten ihre Bestände an Staatsanleihen bereits nach dem ersten Dreijahrestender der EZB um 30 Prozent auf. Zum anderen verlieren die Banken durch die Kapitalflucht massiv an Einlagen. Da also spanische Banken nun nicht mehr als Käufer von heimischen Staatsanleihen auftreten, steigen die Renditen von Staatsanleihen wieder kräftig, mit Risiken für die Finanzierbarkeit der Staatsschulden.

Dies alles spielt sich in einem denkbar ungünstigen Umfeld ab: die Gesamtarbeitslosigkeit in Spanien beträgt 23 Prozent. Das Staatsdefizit im Januar und Februar zusammen war 20 Mrd. Euro, nach 13 Mrd. Euro im gleichen Zeitraum des Vorjahres.



Das Lohnniveau in Spanien ist zu hoch, als dass das Land über steigende Exporte seine Wirtschaft zu ausreichendem Wachstum bringen und seine Leistungsbilanz ausgleichen könnte. Da private Geldgeber eine hohe Risikoprämie fordern, wird das Land in Zukunft auf staatliche Geldgeber angewiesen sein, sprich „Rettung“. Spanien ist ein größerer Brocken als Griechenland, und da Portugal ohnehin in die gleiche Richtung geht wie Spanien, sind massive Turbulenzen für die Märkte vorgezeichnet. Die EZB wird sie vorerst nicht verhindern.

2. Kein frisches Geld von der EZB (vorerst). Im Prinzip könnte die EZB natürlich den nächsten Dreijahrestender auflegen und so wieder etwas Zeit kaufen. Allerdings liegt der letzte Tender gerade erst mal zwei Monate zurück und der nächste ist so schnell nicht durchsetzbar. Das haben Vertreter der EZB bei der IWF-Tagung am 20. April bekräftigt. Mario Draghi ließ erkennen, dass die EZB dem Drängen des IWF auf weitere Maßnahmen nicht nachgeben will: „None of the advice that the IMF is offering has been discussed by the Governing Council, in recent times at least“. Der belgische EZB-Gouverneur Luc Coene sagte: „We have done what we can do so far within our mandate and within the possibilities we have... The only thing we could do is overstretch ourselves and then we would even lose the credibility we have at that moment.“ Ähnlich äußerte sich auch Jens Weidmann.

3. Konjunkturdaten zeigen abwärts. Schulden sind umso weniger beherrschbar, je schlechter die Geschäfte gehen. In jüngster Zeit aber sind die Konjunktursignale deutlicher nach unten gerichtet, als das im Winter der Fall war, gerade auch in den USA. Anfang April wurden dort nur noch 120 tausend neu geschaffene Stellen gemeldet, die Neuzugänge an Arbeitslosen sind um einige zehntausend höher als noch im März und die Umfragedaten verschlechtern sich.

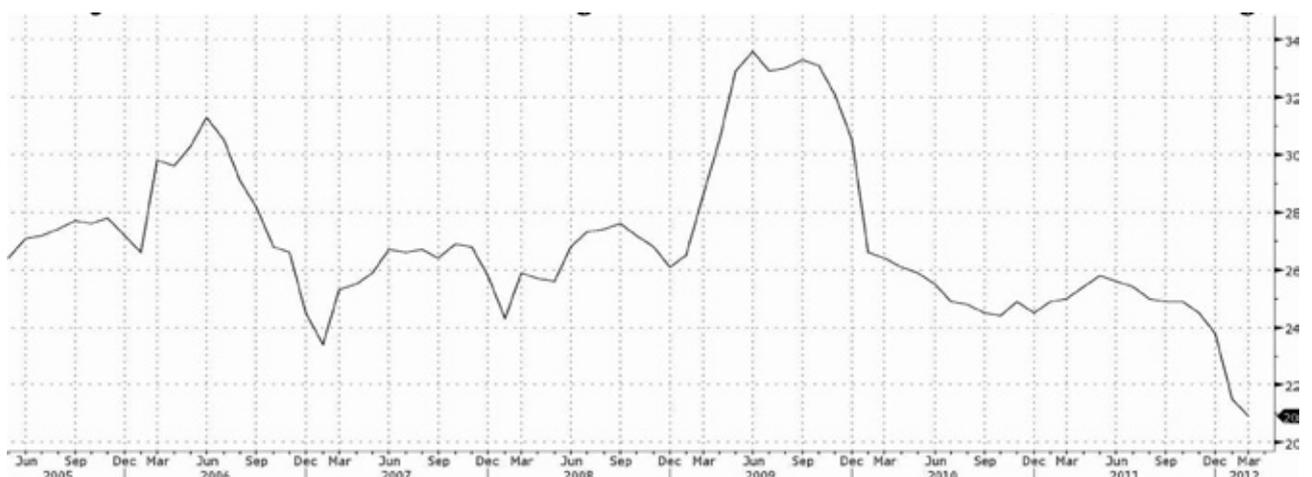
Citigroup-Index der konjunkturellen Überraschungen



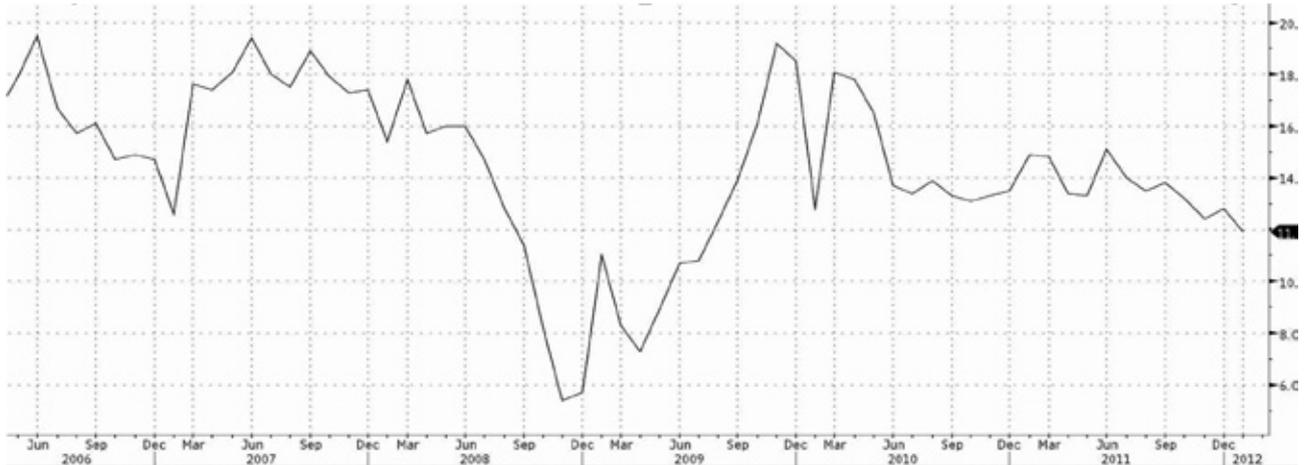
Ebenso wie letztes Jahr im Frühjahr häufen sich die negativen Überraschungen bei den Konjunkturdaten. Im Unterschied zu letztem Jahr sind nun die Exportaussichten für die USA ungünstiger. Das Wachstum in China gibt nach und Europa ist in der Rezession.

China erlebt gerade das Platzen einer gigantischen Blase am Immobilienmarkt. Die Umsätze bei privaten Wohnimmobilien waren im ersten Quartal mit zweistelligen Raten rückläufig und die Exporte, die zweite Säule der chinesischen Konjunktur, wachsen weniger stark. Dies schlägt sich bei den gesamten Anlageinvestitionen und im Wachstum der industriellen Produktion deutlich nieder.

Vorjahreswachstum der Anlageinvestitionen in China



Vorjahreswachstum der Industrieproduktion in China



Auch an Deutschland geht die weltwirtschaftliche Entwicklung nicht spurlos vorüber. Im März fiel der Auftragseingang im Maschinenbau um 16 Prozent gegenüber dem gleichen Vorjahresmonat. Auch der Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe insgesamt ist rückläufig.

Index Auftragseingang deutsches Verarbeitendes Gewerbe



4. Fazit Die weltweite Verschuldung ist heute höher als vor Beginn der Finanzkrise, wenn auch anders verteilt. Zusammen mit den Abschwungstendenzen bestehen damit hohe Risiken an den Finanzmärkten. Die verschiedensten Auslöser können einen plötzlichen Einbruch wie im August 2011 provozieren. Da die Welt, anders als im letzten Jahr, im Abschwung ist, wird ein solcher Einbruch vermutlich nicht bis August auf sich warten lassen.

5. Positionierung Der Fonds PTAM Absolute Return ist defensiv positioniert. Die defensive Positionierung bei Aktien, sowohl was die Aktienauswahl als auch die Absicherung angeht, hat seit Mitte März positiv zu Buche geschlagen. Der PTAM Absolute Return konnte innerhalb eines Monats um 3 Prozent zulegen, innerhalb von 12 Monaten um 3,5 Prozent. Gegenüber Jahresanfang besteht noch ein Minus von 1,5 Prozent. Da die Outperformance defensiver europäischer Aktien gegenüber zyklischen Aktien anhält, sollte auch der Aktienteil des Fonds weiterhin eine positive Performance liefern.

Der Anleihenteil ist in deutsche und finnische Staatsanleihen investiert. Bundesanleihen sind inzwischen unter dem Einfluß schwächerer Konjunkturdaten und aufgrund von Umschichtungen aus Peripherieanleihen sehr weit nach oben gelaufen, so dass die Kursentwicklung hier von Auf und Ab geprägt sein sollte. Kurzfristig sollen hier die erreichten Kursgewinne durch Verkauf von Terminkontrakten gesichert werden.

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 Strategieguppe 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 AG 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.

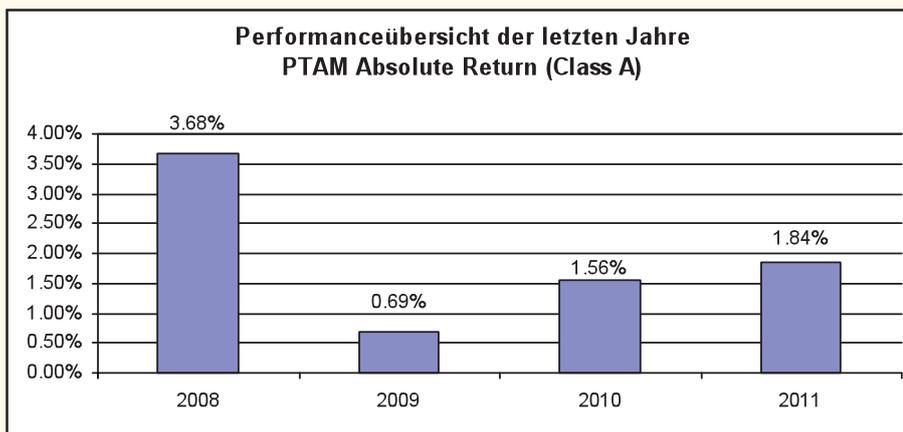
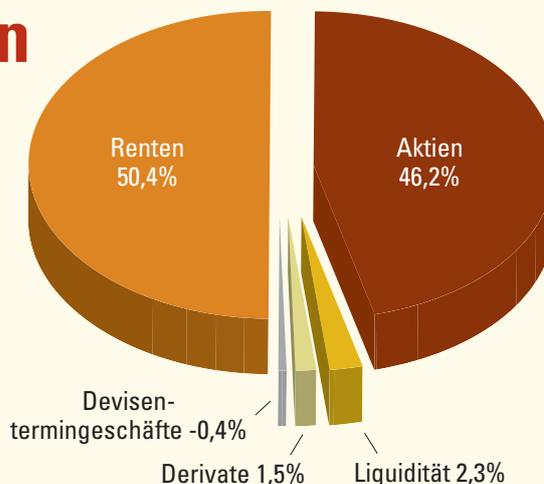
PTAM Absolute Return

WKN: A1JRP0 (B Tranche)

WKN: A0M2JL (A Tranche)

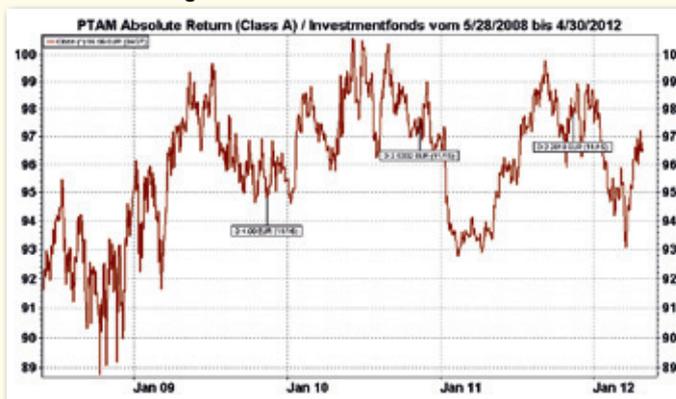
Fondsberater: Dr. Walter Naggl

- Seit Auflage jedes Jahr positive Performance
- Flexibler, vermögensverwaltender Mischfonds
- Investition in Aktien und Anleihen
- Konsequentes Risikomanagement
- Dynamische Absicherung der Aktien-, Renten- und Währungspositionen
- Absicherungsquote – Aktien zwischen 70 und 130 Prozent
- Geeignet für den sicherheitsorientierten Anleger



Das Ziel des PTAM Absolute Return ist stetiger Ertrag bei geringem Risiko. Anlageuniversum sind überwiegend europäische und US-Aktien, Staatsanleihen, Pfandbriefe und hochrangige Unternehmensanleihen. Der Investitionsprozess bei Anleihen basiert auf der Makroanalyse, der Spread Entwicklung zwischen Anleihen der Euroländer sowie zwischen Staatsanleihen, Pfandbriefen und Unternehmensanleihen, dem Laufzeitverkürzungseffekt, Charts und einem mathematischen Trendfolgemodell. Aus der Makroanalyse folgt die grundsätzliche Positionierung auf der Renditekurve bezogen auf die Laufzeit. Bei positiven mittel- bis langfristigen Kurserwartungen wird grundsätzlich eine lange Duration gewählt. Zur Absicherung kürzerfristiger Risiken in diesem Szenario wird die Duration fallweise durch Verkauf von Terminkontrakten verkürzt, wenn nötig, auch massiv verkürzt. Das Aktienmarktrisiko wird durch Investition in werthaltige Aktien nach dem Value-Ansatz erzielt. Die Aktienausswahl basiert auf der Analyse von Einzelwerten anhand von Unternehmenskennzahlen, Chartentwicklung und Sektoranalyse.

Wertentwicklung



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 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.