

45. Finanzreport 2012

Warum ist der Nikkei nicht bei 100.000?

I. Märkte, Makroumfeld

1. Kauflaune Nach einem starken Januar, Ermüdungserscheinungen im Februar und einem Rückschlag Anfang März sind Aktien noch einmal massiv gestiegen, begleitet von Umschichtungen aus risikoarmen Anleihen. An den Märkten scheint es kein Risiko zu geben. Schlechte Nachrichten werden schnell verdaut, gute Nachrichten sind Zündstoff für Kursgewinne. Der Volatilitätsindex des S&P500, VIX, ein Maß für die Risikoeinschätzung des amerikanischen Aktienmarktes ist, bei 15, dem niedrigsten Stand seit 2007. Hochverzinsliche Anleihen rentieren 600 Basispunkte über Anleihen bester Güte, so wenig wie seit Jahren nicht. Zehnjährige italienische Staatsanleihen rentieren nur noch 280 Basispunkte über zehnjährigen Bundesanleihen, nach 500 Basispunkten Ende letzten Jahres. Die Erklärung für diese Marktentwicklung wird schnell gegeben: die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken zwingt die Anleger in immer risikoreichere Anlagen.

2. Halbwahrheit. Die Liquiditätsschwemme der Zentralbanken als Erklärung für die Kauflaune am Aktienmarkt ist indes nur die halbe Wahrheit. Wenn sie die alleinige Erklärung wäre, müsste der Kurs des Nikkei in den Stratosphären verschwunden sein. Die Bank von Japan hat gerade das x-te Kaufprogramm für Staatsanleihen aufgelegt. Umfang etwa die Höhe des diesjährigen Staatsdefizits und dieses beträgt rund 10 Prozent des BIP. Offensichtlich muss es weitere Gründe geben, warum gerade der amerikanische Aktienmarkt und die davon abhängigen Märkte so gestiegen sind und zwar: 1. Die Marktteilnehmer agieren unter einem falschen Modell des Risikos, der Dominotheorie und, 2. Propaganda verstellt den Blick für die tatsächliche Konjunktorentwicklung.

3. Risiken zuhauf in der realen Welt. Man muss nicht lange nachdenken, um sich der tatsächlich herrschenden Risiken bewusst zu werden. Die Euro-Krise ist mitnichten gelöst. Die beim griechischen Zwangsumtausch neu ausgegebenen Anleihen handeln auch schon auf dem Niveau von Papieren mit hohem Ausfallrisiko. Die im April in Griechenland stattfindenden Wahlen werden dieses Risiko verdeutlichen, darüber hinaus das Risiko, dass Griechenland seine Zusagen im Rahmen des Rettungspakets nicht einhalten kann oder will. Man muss sich nur klar machen, dass Griechenland keine funktionierende Wirtschaft besitzt (die Industrieproduktion ist in sechs Rezessionsjahren auf 65 Prozent der Leistung von 2005 geschrumpft), sondern von Staatsausgaben abhängig ist.

Francois Hollande will die Brüsseler Beschlüsse zum Stabilitätspakt neu verhandeln, wenn er die Wahl gewinnt, was ziemlich sicher ist. Für den Euro wird es schwierig, wenn Deutschland und Frankreich nicht mehr an einem Strang ziehen.

Portugal ist auf dem besten Weg, Griechenland nachzufolgen. Die Wirtschaft des Landes ist im Verlauf des Jahres 2011 immer stärker geschrumpft. Im vierten Quartal ging das BIP um 2,8 Prozent gegenüber dem gleichen Vorjahresquartal zurück. Offiziell beträgt die Staatsverschuldung 103 Prozent des BIP. Bezieht man ausgelagerte Schulden von Staatsunternehmen, privat finanzierte öffentliche Aufgaben und den Rekapitalisierungsbedarf der Banken ein, so erhöht sich die Quote auf 140 Prozent. Dank eines Bilanztricks (von der EU akzeptiert) lautete das Staatsdefizit im letzten Jahr 5,9 Prozent des BIP, ohne Trick wären es 7,8 Prozent gewesen. Das Ziel für dieses Jahr lautet nun 4,5 Prozent des BIP. Ein Ding der Unmöglichkeit, zumindest ohne neue Tricks.

Entscheidend ist jedoch, dass die Märkte an die Rückzahlungsfähigkeit des portugiesischen Staates nicht mehr glauben. Zehnjährige portugiesische Staatsanleihen notieren bei 50 Prozent ihres Nennwerts. An dieser Stelle kommt der freiwillige Zwangsumtausch griechischer Anleihen ins Spiel. Die Märkte wissen nun, was ihnen blüht. Die Neigung zum Kauf von Anleihen der Peripherieländer, speziell von Portugal, aber nicht nur, wird sinken. Sie wird rapide sinken, und damit der Kurs der entsprechenden Anleihen, sobald die derzeitige Risikovorliebe sich umkehrt.

4. Risikovorliebe basiert auf einem falschen Modell. Marktteilnehmer, ebenso wie Politiker, agieren nach einem falschen Modell der Finanzmarktrisiken, nämlich der Dominotheorie. Diese basiert wesentlich auf der Vorstellung, dass die Finanzkrise 2008 durch den Zusammenbruch von Lehman verursacht wurde. Im Umkehrschluss heißt das, dass die Finanzkrise hätte vermieden werden können, wäre Lehman nur gerettet worden. In dieser Sicht war die Krise nur ein bedauerlicher Einzelfall, der in Zukunft vermeidbar ist, solange nur alles gerettet wird, was sich zur Rettung anbietet. Deshalb die große Freude der Märkte über die zahlreichen Rettungsmaßnahmen und das geringe Risikobewusstsein.

Allerdings trifft die Dominotheorie auf die Finanzkrise gar nicht zu. Lehman war nicht ursächlich verantwortlich für den Zusammenbruch anderer Finanzinstitute im Sinne einer Ansteckung. Die Realität der Finanzkrise wird durch die Fußkrankentheorie beschrieben, wonach das Ausscheiden eines Fußkranken aus dem Rennen keinen Einfluss darauf hat, ob andere ausscheiden. Vielmehr gibt es eine gemeinsame Ursache, nämlich die jeweilige Fitness, die bei den Ausscheidenden nicht vorhanden ist.

Es genügt, sich die Ereignisse der Jahre 2007 bis 2008 in Erinnerung zu rufen, die Lehman vorausgingen oder nichts mit Lehman zu tun hatten, um zu sehen, dass die Dominotheorie falsch ist: im Sommer 2007 brachen zwei Hedge-Fonds von Bear Stearns zusammen. Im Frühjahr 2008 wurde Bear Stearns selbst aufgefangen. Danach fror der Markt für die Verauktionierung von Wertpapieren ein und die sogenannten Mono-line-Versicherer standen vor dem Kollaps. In der Woche vor dem Lehman-Zusammenbruch kamen Fannie Mae und Freddie Mac in die Obhut

des Staates und Merrill Lynch wurde durch Fusionierung mit Bank of America gerettet. Die gemeinsame Ursache hinter der Finanzkrise war Überschuldung im konjunkturellen Abschwung. Im Aufschwung kann man mit Überschuldung gut zurecht kommen, sogar überproportionale Gewinne erzielen. Im Abschwung ist sie oft tödlich.

5. Risikovorliebe basiert auf falschen Prognosen. Falsche Saisonbereinigung (fälschlich saisonale Interpretation des scharfen Konjunktüreintruchs im Winterhalbjahr 2008/2009 mit der Folge zu positiver saisonbereinigter Daten seither in den Winterhalbjahren in USA) sowie ein überaus milder zurückliegender Winter in den USA haben die amerikanischen Makrodaten in den letzten Monaten gemischt ausfallen lassen. Die übliche Propagandamaschine (man denke nur an die Prognose einer „weichen Landung“ Anfang 2008) hat daraus eine positive Stimmung gemacht. Mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit sind die USA jedoch auf dem Weg in die Rezession. Der Rest der Welt ist im Abschwung. Das amerikanische Economic Cycle Research Institute ECRI prognostiziert für die USA unbeirrt eine Rezession. Das ECRI verwendet die immer gleichen Variablen für die Rezessionsprognose und diese sprechen auch diesmal für eine Rezession. Dazu gehören insbesondere die Entwicklung der realen Einkommen und des realen privaten Verbrauches. Gegenüber dem jeweiligen Vormonat fiel das reale verfügbare Einkommen um 0,1 Prozent im November, stieg um 0,3 Prozent im Dezember und fiel wieder um 0,1 Prozent im Januar. Der reale private Verbrauch war in diesen Monaten jeweils unverändert. Der gestiegene Ölpreis wird die Kaufkraft der amerikanischen Verbraucher weiter schwächen. Die Beschäftigung hinkt dem Verbrauch um rund 5 Monate hinterher. Ein Blick in die Daten zeigt, dass vor einem Jahr die Beschäftigung in den USA im Winterhalbjahr ähnlich fest war wie jetzt, um dann wieder einzubrechen.

Da die Welt im Abschwung ist, leidet die amerikanische Wirtschaft unter einem zunehmend größeren Handelsbilanzdefizit. Dieses stieg im Januar sogar so stark an, dass die BIP-Wachstumsprognosen für das 1. Quartal 2012 auf 1,5 bis 1,8 Prozent gesenkt wurden.

Die Exporte Chinas stiegen im Januar/Februar diesen Jahres gerade noch um 9 Prozent gegen den gleichen Vorjahreszeitraum, nach rund 17 Prozent im zweiten Halbjahr 2011. Preis- und wechsellkursbereinigt ist das eine rote Null. Verkäufe von Wohnimmobilien gingen in den beiden Monaten um 25 Prozent gegen Vorjahr zurück. Die Auswirkungen des Abschwungs in China sind wie erwartet weltweit zu spüren. In Brasilien bspw. fiel die Industrieproduktion im Januar um 4,9 Prozent gegenüber dem gleichen Vorjahresmonat.

6. Fazit. Die weltweite Verschuldung ist heute höher als vor Beginn der Finanzkrise, wenn auch anders verteilt. Zusammen mit den Abschwungstendenzen bestehen damit hohe Risiken in den Finanzmärkten. Die verschiedensten Auslöser können einen plötzlichen Einbruch wie im August 2011 provozieren. Das fehlende Risikobewusstsein der Märkte bzw. falsche Risikomodell hat im Übrigen in 2011 kurz vor dem beginnenden Einbruch zu neuen Jahreshöchstständen bei S&P500 und Dax geführt.

II. Marktumfeld

7. Finanzielle Unterdrückung. Das Marktumfeld ist gekennzeichnet durch einen Zustand, den Carmen Reinhardt als finanzielle Unterdrückung (financial repression) bezeichnet. Gemeint ist ein Zustand, in dem Staaten durch allerlei regulative Maßnahmen die Renditen künstlich niedrig halten, etwa die Refinanzierungssätze der Zentralbanken, Obergrenzen für Einlagenzinsen, Bestimmungen zum Ankauf von Staatsanleihen, Kapitalverkehrskontrollen usw. Die Maßnahmen dienen der Finanzierung der übermäßigen Verschuldung des Staates. Privatanleger können auf diese Weise keine auskömmlichen Renditen auf ihre Ersparnisse erzielen, vielfach liegen die Renditen niedriger als die Inflationsrate. Bei einer Inflationsrate von 5 Prozent und einer durchschnittlichen Anleihenrendite von 2 Prozent bspw. kann der Staat auf Dauer seine Schuldenlast real vermindern. Diese Maßnahmen sind politisch leichter durchzusetzen als fiskalische Zwangsmaßnahmen oder Hyperinflation.

Zentralbanken weltweit werden nicht müde zu betonen, dass ihre Niedrigzinspolitik vorübergehender Natur ist. (Matthew Lynn weist in dem Zusammenhang darauf hin, dass die Einführung der Einkommensteuer in Großbritannien im Jahr 1842 als vorübergehende Maßnahme präsentiert wurde). Realistischerweise sollte man jedoch von einem Dauerzustand ausgehen. Zentralbanken können die Zinsen nicht anheben, ohne die Finanzierung des Staatshaushalts ihrer Länder zu gefährden.

III. Strategie

8. Marktschwankungen bieten Chancen nach oben wie nach unten. Nachdem der Preis des Geldes nun schon seit drei Jahren nahe Null ist, konnten sich die Märkte darauf einrichten, indem die Renditen generell nach unten getrieben wurden. Wo höhere Renditen winken, droht auch entsprechend höheres Risiko. Auf der Suche nach auskömmlichen Renditen kann man nun in Papiere mit höherem Risiko investieren, in der Erwartung, dass das Risiko nicht oder vorerst nicht wirksam wird. Die andere Möglichkeit ist, zu versuchen, sowohl an den Aufwärts- wie an den Abwärtsbewegungen der Märkte zu verdienen, weil langfristig niedrige Renditen gleichwohl unter starken Schwankungen zustande kommen.

Hier ist das Ziel, bei möglichst wenig Risiko, in Märkte zu investieren, die die besten Kurschancen haben und an Auf- ebenso wie an Abwärtsbewegungen der Märkte zu verdienen.

Bloomberg Welt-Aktienindex



Effas Index alle Staatsanleihen Deutschland



Quelle: Bloomberg

IV. Rückblick und Chancen

Die gemischten Fonds waren zu Beginn des Jahres defensiv positioniert, weil die Risiken aus dem weltweiten Abschwung und der übermäßigen Verschuldung allen Marktteilnehmern klar sein mussten.

Bisher schlug diese defensive Positionierung dagegen negativ zu Buche, weil zyklische Werte und speziell die Verlierer des Vorjahres die beste Performance erzielten. Die Übersicherung des Aktienteils trug daneben zur negativen Performance bei.

Die Wahrscheinlichkeit für einen Rückschlag wie im Sommer 2011 ist indes sehr hoch, weil in diesem Jahr auch China und Europa im Abschwung sind. In den kommenden drei Monaten wird sich aller Voraussicht nach zeigen, dass auch die USA im Abschwung sind, mit weiteren negativen Auswirkungen auf die Gewinnerwartungen und einem entsprechenden Stimmungsumschwung. Das Enttäuschungspotential an den Märkten angesichts der Aufschwungpropaganda in den USA ist hoch. Darüber hinaus hat im wichtigsten Aktienindex der Welt gerade so etwas wie ein Ausverkauf nach oben stattgefunden. Somit wird bis zum Sommer wohl die derzeitige Risikovorliebe in ihr Gegenteil umschlagen mit entsprechend positiven Auswirkungen auf den hier gepflegten Ansatz. Ich erwarte auch in diesem Jahr wie in allen Jahren eine positive Performance.

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 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

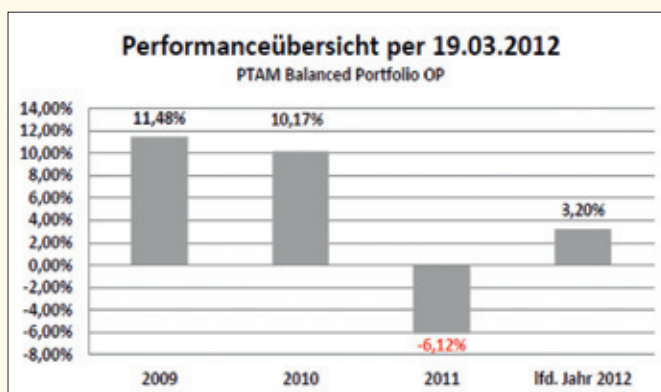
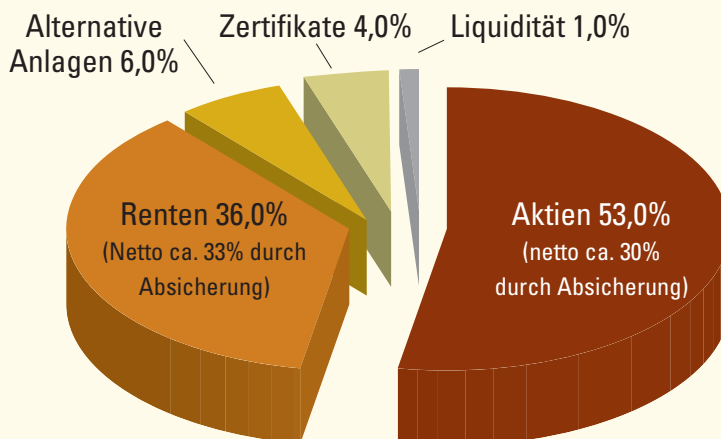
Substanz erhalten – Werte schaffen

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



Werteentwicklung

Das Anlageuniversum des PTAM Balanced Portfolio OP umfasst das gesamte Spektrum von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren weltweit.

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 Unvollständigkeits 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.