

47. Finanzreport 2012

Welt im Abschwung

Wenn die Geschäfte schlecht laufen, drücken Schulden umso mehr. Dies gilt für Staaten ebenso wie für private Unternehmen. Alle großen Volkswirtschaften zeigen jetzt ganz klare Zeichen des Abschwungs in immer größerem Tempo.

Über die letzten dreißig Jahre hat die Welt Schulden aufgehäuft, wie selten zuvor. Die Gesamtverschuldung der USA, also Staat und private Schuldner zusammen, ist mit 360 Prozent der volkswirtschaftlichen Leistung sogar noch höher als zu Beginn der Weltwirtschaftskrise 1929. Dahinter steht ein falsch verstandener Keynesianismus, nämlich der Versuch *zu jeder Zeit* die Wirtschaft mit neuen Schulden anzukurbeln zu wollen und das Sparen immer zurückzustellen. Vor solchen falschen Vorstellungen sind auch Professoren nicht gefeit, die sich „Weise“ nennen lassen.

Im Ergebnis haben heute alle großen entwickelten Volkswirtschaften eine erdrückende Schuldenlast. Japan mit einer öffentlichen Verschuldung von 230 Prozent der Wirtschaftsleistung ist ein besonders krasses Beispiel. Sie ist das Ergebnis von mehr als einem Dutzend Konjunkturprogrammen seit den neunziger Jahren, mit denen Japan den Ratschlägen aus Übersee zur Konjunkturanhebung gefolgt ist. Zur Vermeidung des finanziellen Kollaps plant Japan nun eine Verdoppelung der Mehrwertsteuer von 5 auf 10 Prozent bis zum Jahr 2015.

Im Abschwung steigen die staatlichen Sozialleistungen und fallen die Steuereinnahmen. Das Haushaltsdefizit nimmt stark zu. Meist fallen in dieser Situation die Renditen auf Staatsanleihen, weil Inflationserwartungen fallen, die private Nachfrage nach Krediten zurückgeht und die Zentralbank die kurzfristigen Zinsen senkt. Nicht aber, wenn die Staatsverschuldung ein Ausmaß erreicht hat, bei dem die Gläubiger Zweifel über die Zahlungsfähigkeit des betroffenen Staates bekommen. In diesem Fall steigen die Renditen auf solche Staatsanleihen und ein Teufelskreis kommt in Gang: die steigenden Renditen bedeuten eine noch größere Schuldenlast, was wiederum die Zweifel an der Zahlungsfähigkeit des betroffenen Staates verstärkt.

Der Teufelskreis kann auf zwei Weisen durchbrochen werden: durch eine Abwertung der Währung, wodurch Wachstum generiert wird, die Steuereinnahmen wieder steigen usw. oder durch eine Unterstützung von außerhalb. Das ist der Weg, den man derzeit in Europa einschlägt. Er kann nur erfolgreich sein, wenn die betroffenen Länder ohne Abwertung wettbewerbsfähig werden können, was bezweifelt werden kann. Ohne Wettbewerbsfähigkeit bedürfen die Länder in Schwierigkeiten auf Dauer Hilfszahlungen, die jedes Geberland überfordern werden. Der Leser mag hier den Rest ergänzen.

In dem geschilderten Umfeld drücken Krisen die Aktienkurse nach unten und bringen die Kurse von Bundesanleihen nach oben. „Rettungen“, oder neuerdings die Erwartung, Hoffnung oder Gerüchte über anstehende „Rettungen“ bewirken das Gegenteil.

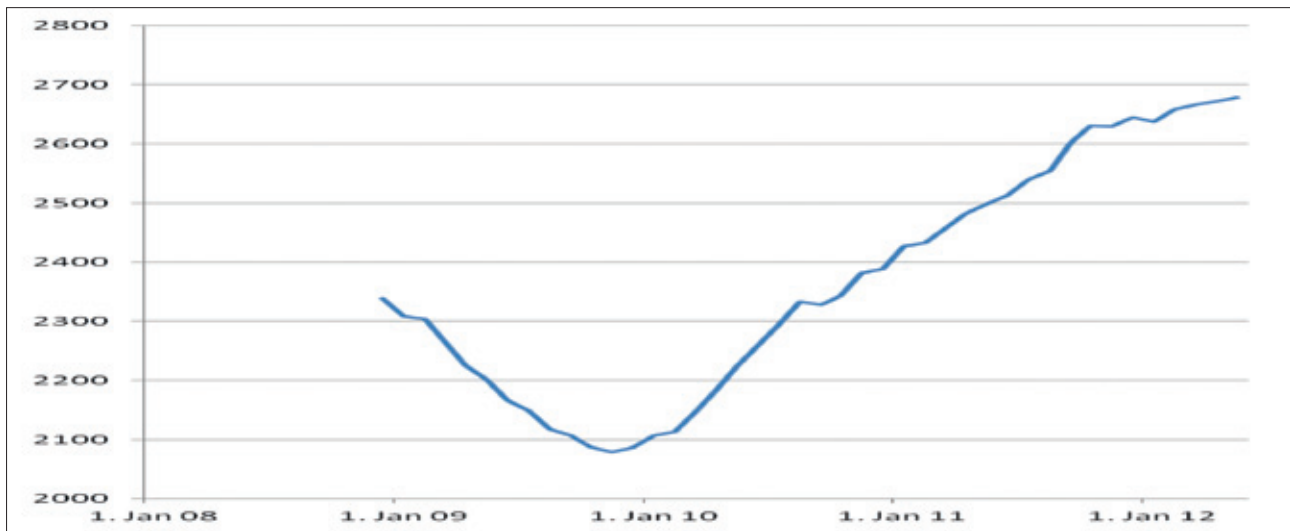
Die Zuspitzung der Eurokrise um Spanien und schlechte Konjunkturdaten haben in den ersten drei Maiwochen den Dax um 20 Prozent nach unten gebracht und den Bund-Terminkontrakt auf ein Allzeithoch. Seitdem hat sich der Aktienmarkt erholt und Bundesanleihen haben verloren. Hoffnungen und Erwartungen vor dem G20-Gipfel in Mexiko und der Fed-Sitzung am 19. und 20. Juni haben zuletzt die Marktentwicklung dominiert. Die Märkte haben den Eindruck erweckt, als habe sich die Lage stabilisiert. Genau das Gegenteil ist der Fall: Konjunkturdaten weltweit haben sich gerade in den letzten vier Wochen massiv verschlechtert und das „Retten“ ist damit noch viel schwieriger geworden. Ziel dieser Analyse ist, genau dies aufzuzeigen, weil der zunehmende konjunkturelle Einbruch den unverrückbaren Rahmen für die weitere Entwicklung bedeutet, kurzfristiges Rettungsgeplänkel der Märkte hin oder her.

1. China vor Einbruch bei den Investitionen. Investitionen machen in China unglaubliche 50 Prozent des BIP aus, der private Verbrauch nur ein Drittel. In den westlichen Industrieländern ist der Anteil des privaten Verbrauchs doppelt so hoch. China hat den privaten Verbrauch zurückgedrängt, um durch einen hohen Anteil der Investitionen schnelles Wachstum zu generieren und war dabei in den letzten Jahrzehnten erfolgreich.

Ein hoher Anteil von Investitionen macht die Wirtschaft besonders anfällig für konjunkturelle Schwankungen. Dies konnte in China aber lange Zeit nicht beobachtet werden, vermutlich auch weil die Daten systematisch geschönt werden. Nun aber zeichnet sich ganz deutlich ein massiver Einbruch bei den Investitionen, speziell den Bauinvestitionen ab, nicht zuletzt als Folge der Ankurbelung der chinesischen Wirtschaft nach der Finanzkrise 2008. Damals hatte China ein Konjunkturprogramm in Höhe von 4.000 Mrd. Yuan aufgelegt und das Kreditvolumen um 16.000 Mrd. Yuan aufgebläht. Ein großer Teil der Gelder ging in eine spekulative Blase bei Wohnimmobilien und in überdimensionierte kommunale Infrastrukturprojekte. Die Blase am Immobilienmarkt platzt genau jetzt. Im April gingen in China die Baugenehmigungen für Wohnungen um 14 Prozent gegen Vorjahr zurück, Genehmigungen für gewerbliche Objekte um 18 Prozent. Noch bewirkt der Rückgang bei den Genehmigungen nur eine Verlangsamung der Bautätigkeit, weil Fertigstellungen weiterlaufen, aber der Einbruch ist vorprogrammiert. Zementherstellung, Stahl- oder Aluminiumproduktion bspw. wachsen noch mit einer Rate von 5 Prozent gegen Vorjahr, nach zweistelligen Zuwachsraten in den letzten Jahren, aber auch hier wird sich bald ein Minus einstellen. Ähnlich ist die Situation im Außenhandel von einer Verlangsamung des Wachstums gekennzeichnet.

Die folgende Grafik zeigt beispielhaft, wie sich die Wirtschaftstätigkeit in vielen Sektoren des Landes verlangsamt.

Containerumschlag in Schanghai, tausend TEU



Während noch letztes Jahr das Vorjahres-BIP-Wachstum in China zweistellig war, ging das annualisierte BIP-Wachstum im ersten Quartal auf 7.4 Prozent zurück. Nach einer Faustformel ist ein Wachstum von weniger als 7 Prozent gleichbedeutend mit einer Wachstumsrezession in China. Eine Überschlagsrechnung zeigt, dass selbst im optimistischen Fall das Wachstum auf 5 Prozent oder weniger zurückgehen wird. Im optimistischen Fall bleiben die Anlageinvestitionen in den kommenden vier Quartalen unverändert. Die übrigen 50 Prozent des BIP, nämlich Konsum, Staatsausgaben und Außenhandel wachsen mit einer Rate von 10 Prozent. Ergibt 5 Prozent BIP-Wachstum.

China war nach der Finanzkrise die Lokomotive der Weltwirtschaft. Die Hoffnung der westlichen Länder ist, dass China über eine schnelle Lockerung der restriktiven Politik bei Immobilien, über ein stärkeres Wachstum des Konsums, und ein staatliches Konjunkturprogramm wieder zur Lok werden wird. Diese Hoffnungen gehen nicht auf. Die Regierung will die Preise für Wohnimmobilien nach unten bringen und der Staat fördert den Wohnungsbau nur über den Bau preisgünstiger Wohnungen. Der private Verbrauch schwächt sich ebenso ab wie die übrige Wirtschaftstätigkeit. Die Verkäufe von PKW bspw. sind von Januar bis Mai diesen Jahres zusammen nur mit 2 Prozent gegen den gleichen Vorjahreszeitraum gewachsen. Bei den Autohändlern wachsen die Vorratsbestände von Monat zu Monat.

Offizielle chinesische Stellen haben schon angekündigt, dass man nicht plane, wie in 2008 ein massives Konjunkturprogramm aufzulegen. Programme in der Größenordnung von einem Viertel der damaligen Maßnahmen sind realistisch.

Der Rückgang des Wachstums in China wirkt sich weltweit aus, besonders natürlich in den „Zulieferländern“ wie Brasilien. Dort ist die Industrieproduktion mittlerweile um 4 Prozent unter dem Höchstwert von 2011. Die Ausfuhren von Eisenerz gingen wertmäßig in den ersten fünf Monaten diesen Jahres um 20 Prozent zurück, der erste Rückgang seit 2002. Der Grund ist, dass China 60 Prozent der weltweiten Exporte von Eisenerz aufnimmt und die Preise für Eisenerz aufgrund der schwächeren Nachfrage um 20 Prozent gefallen sind.

2. USA nähert sich der Klippe. Obwohl die USA sich seit der Finanzkrise jährliche Budgetdefizite von 10 Prozent des BIP genehmigt haben, ist bisher allenfalls ein konjunktureller Einbruch vermieden worden. Viel Wachstum wurde nicht geschaffen. Im ersten Quartal diesen Jahres betrug das BIP-Wachstum annualisiert 1,9 Prozent und die Schätzungen für das 2. Quartal wurden gerade auf unter 2 Prozent zurück genommen. Es herrscht Einigkeit, dass das Budgetdefizit verringert werden muss, schließlich hat die Staatsverschuldung die 100-Prozent-Marke schon überschritten, aber bitte nicht gleich. Nach diesem Motto hat man im letzten Sommer beschlossen, dass zum 1. Januar 2013 Staatsausgaben gekürzt und Steuern erhöht werden sollen, und zwar im Umfang von 3,5 Prozent des BIP. Das ist die herrschende Rechtslage, deren Effekt mit dem Bild der „fiskalischen Klippe“ beschrieben wird. Über diese Klippe kann die amerikanische Wirtschaft stürzen, wenn nichts passiert. Es gibt derzeit keine Anzeichen, dass vor den Wahlen am 6. November Maßnahmen ergriffen werden und danach müsste alles ganz schnell gehen. Glatt gehen wird es sicher nicht, das hat sich im August letzten Jahres gezeigt, als Demokraten und Republikaner vorgeführt haben wie weit ihre Vorstellungen auseinander gehen.

Aus konjunktureller Sicht bräuchte die amerikanische Wirtschaft aber nicht nur das Ausräumen der „fiskalischen Klippe“, sondern sogar stimulierende Maßnahmen, denn alle wichtigen Konjunkturindikatoren haben in den letzten Wochen eine massive Verschlechterung angezeigt:

- Neue Stellen Mai nur 69.000 gegenüber 150.000 erwartet
- Haushaltseinkommen Mai 0,2% Anstieg gegen April, 0,3% erwartet
- annualisierte PKW-Verkäufe Mai 13,7 Millionen, 14,5 Millionen erwartet
- Einzelhandelsumsatz ohne PKW Mai minus 0,4% gegen April, plus 0,1% e
- Industrieproduktion Mai minus 0,1% gegen April, plus 0,1% erwartet
- Baubeginne Mai minus 4,8% gegen April, plus 0,7% erwartet
- LKW-Fracht Mai minus 0,7% gegen April, nach minus 1,1% im April
- Markit Purchasing Manager-Index Juni 52,9, 53,3 erwartet
- Philadelphia Fed-Index Juni minus 16,6, Null erwartet

Die Erstanträge für Arbeitslosenhilfe sind wieder auf knapp 390.000 gestiegen, nachdem sie sich vor Monaten noch bei 350.000 bewegt haben. In die gleiche Richtung zeigen die neuesten Daten für offene Stellen: im April fielen sie auf den niedrigsten Stand seit September 2011. Der Rückgang war dabei so stark, wie seit 7 Jahren nicht mehr beobachtet. Kein Zweifel, der Abschwung in den USA beschleunigt sich ebenso wie in China. Ein Grund dafür ist, dass alle großen Wirtschaftsböcke der Welt in Abschwung sind, wodurch es zu einer Verstärkung des Abwärtstrends kommt. Die jüngsten Zahlen vom amerikanischen Außenhandel liefern ein Beispiel dafür: im April waren die amerikanischen Ausfuhren nach Europa um 2,7% niedriger als im Vorjahr. Gegen den Vormonat fielen die Ausfuhren nach Europa um 4 Mrd. Dollar. Ein so starker monatlicher Rückgang ist in den letzten 7 Jahren nicht beobachtet worden.

Der Rückgang des weltweiten Wachstums bzw. das Eintauchen in die Rezession spiegelt sich in den ersten Unternehmensergebnissen, die für die beginnende Berichtssaison gemeldet wurden: Danone senkte seine Gewinnprognose aufgrund schwächerer Nachfrage, ebenso Procter und Gamble, der weltgrößte Hersteller von Konsumgütern. Philip Morris nimmt seine Gewinnprognose aufgrund der Dollarkursentwicklung zurück. Bed Bath and Beyond, der größte amerikanische Möbelhersteller senkt ebenfalls seine Gewinnprognose usw.

3. Rezession in der europäischen Peripherie. In Spanien und Italien war das BIP im ersten Quartal diesen Jahres ebenso rückläufig wie im vierten Quartal 2011. In Italien fiel das BIP im ersten Quartal um 0,8 Prozent gegenüber dem Vorquartal, in Spanien um 0,5 Prozent. Während diese Daten noch vergleichsweise harmlos erscheinen, zeigen weitere Zahlen wie massiv die Rezession zuschlägt: im April war die Industrieproduktion in Spanien um 8 Prozent niedriger als im gleichen Monat des Vorjahres, Italien verzeichnete einen Rückgang um 9 Prozent und bei den Auftragsengängen um 12 Prozent.

Auch in Deutschland kommt der Abschwung allmählich an, wenngleich die Lage noch komfortabel ist. Vorläufige Indikatoren weisen aber deutlich nach unten, was aufgrund der starken Exportorientierung der deutschen Wirtschaft wenig erstaunlich ist. Der Geschäftsklimaindex des ifo-Instituts fiel im Mai um 3 volle Punkte gegen den Vormonat und der Purchasing Managers Index für das deutsche Verarbeitende Gewerbe ist bei 45.

4. Euro-Rettungskonzept auf die Probe gestellt. Das Rettungskonzept basiert auf der Idee, mit den Rettungsgeldern Zeit zu kaufen, während der angeschlagene Länder sich sanieren können. Dem gegenüber steht die These, dass die Peripherieländer sich nur über eine Abwertung, sprich vorübergehenden oder dauerhaften Austritt aus den Euro, sanieren können. Auch Silvio Berlusconi ist dieser Gedanke nicht fremd. Das Euro-Rettungskonzept braucht Erfolge, damit es weiter politisch durchsetzbar ist. Der weltweite Abschwung wird allerdings in schneller Folge zu Mißerfolgen beitragen. Spanien soll in diesem Jahr sein Defizit auf 5 Prozent des BIP senken, nach 9 Prozent im letzten Jahr. Dies ist ein Ding der Unmöglichkeit, da Spanien immer tiefer in der Rezession versinkt.

Nach dem G20-Gipfel in Mexiko und dem Treffen von Hollande, Merkel, Monti und Rajoy in Rom gibt es Indikationen für den bevorstehenden Gipfel der Euro-Regierungschefs Ende Juni: Frankreich, Italien und Spanien hätten gerne Gelder aus den gemeinsamen Töpfen nach Bedarfslage und ohne Bedingungen. Deutschland zieht sich auf die Vertragslage zurück, wonach EFSF und ESM Gelder nur unter Bedingungen vergeben dürfen, welche für das Empfängerland eine Reglementierung seiner Finanzpolitik bedeuten. Dies ist der letzte Trumpf, den Deutschland in der Hand hält und es wäre zumindest rational, wenn es diesen Trumpf nicht aufgibt. Das bedeutet, dass der Gipfel Ende Juni nicht viel Neues bringen wird. Danach ist auch in der Politik Urlaub. Hieraus folgt:

Der weltweite Abschwung wird zahlreiche negative konjunkturelle und Unternehmensmeldungen bringen. Von der Rettungspolitik ist vorerst nicht viel zu erwarten, so dass die seit Mitte Mai laufende Rettungsrally an den Aktienmärkten auslaufen wird. Aktien werden fallen, möglicherweise sehr stark, die Kurse von Bundesanleihen werden steigen.

Die Fonds bleiben weiterhin in hochliquide Aktien investiert, mit guten Aussichten auf Gewinnwachstum oder -stabilisierung auch im Abschwung, diversifiziert über zyklische und defensive Sektoren aber mit einem Schwergewicht auf defensive Sektoren wie Telekom und Pharma. Der Absicherungsgrad des Aktieninvestments beträgt 125 Prozent. Im Anleihenteil werden nur deutsche und finnische Staatsanleihen gehalten, entsprechend den zunehmenden konjunkturellen und Eurorisiken. Anleihen sind über den Laufzeitbereich 3 bis 12 Jahre gestreut und teilweise abgesichert. Die Duration ist rund drei Jahre, was einem Portfolio zwischen dem kurzen und mittleren Laufzeitenbereich entspricht.

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 „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 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

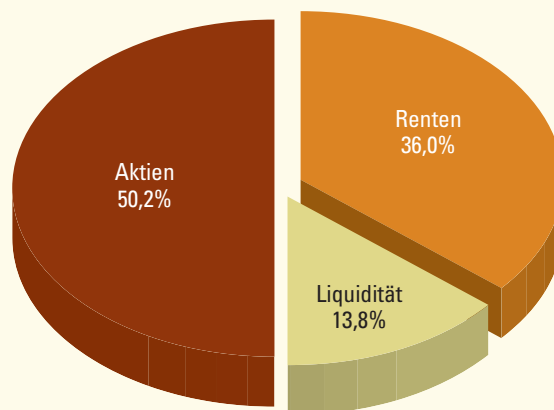
WKN: A1JRP0 (B Tranche)

WKN: A0M2JL (A Tranche)

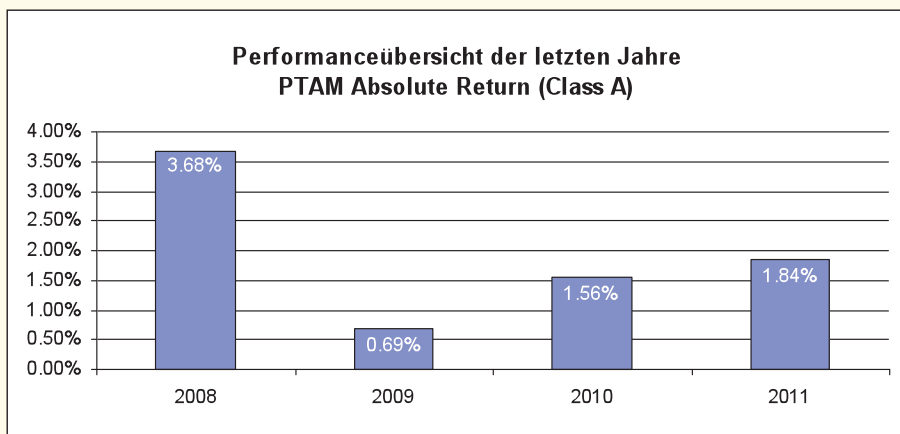
Fondsberater: Dr. Walter Naggl

- 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

Absicherungsquote Aktien
per 25.06.2012 ca. 130%



Performanceübersicht der letzten Jahre
PTAM Absolute Return (Class A)



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 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.