

48. Finanzreport 2012

Mit aller Macht

1. Macht gegen Markt. Im Juni stiegen die Renditen italienischer und spanischer Anleihen sehr zum Verdruss von Mario Monti. Monti's Programm als Regierungschef sieht explizit eine Rückführung der Renditen italienischer Anleihen vor. Wie wir wissen, wurde beim EU-Gipfel Ende Juni neben der Bankenrettung durch den ESM auch der direkte Kauf von Staatsanleihen durch den ESM beschlossen, was der ESM-Vertrag nicht hergibt. Der Dax quittierte die Beschlüsse mit einer Rally.

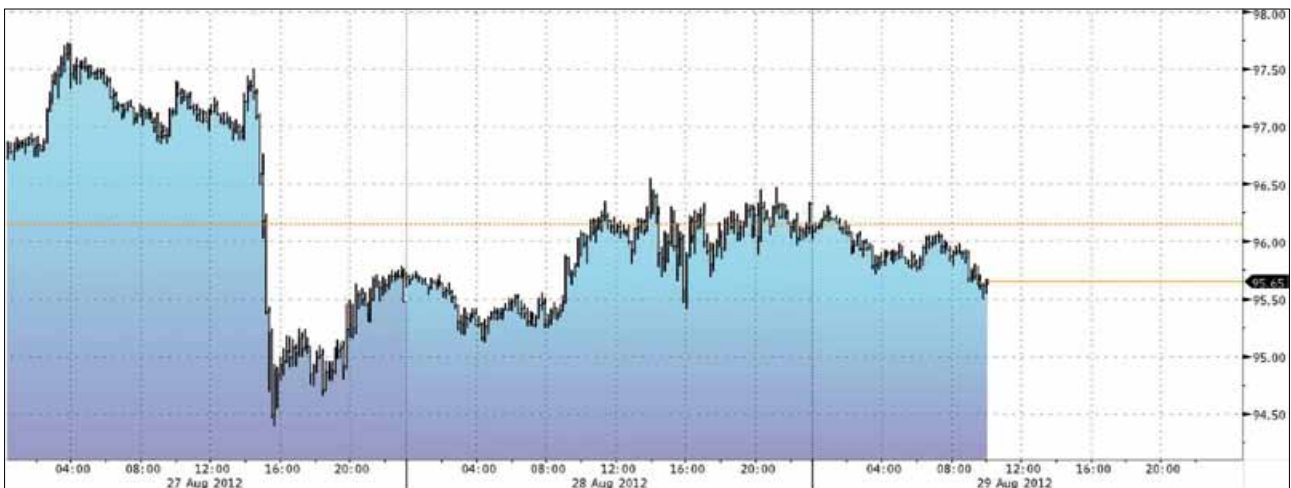
Ende Juli verkündete Draghi den Kauf von Staatsanleihen durch die EZB, ganz im Gegensatz zu seinen bisherigen Äußerungen. Diese Pläne der EZB zur Rettung von Staaten durch die Notenpresse sind keine kurzfristige Liquiditätshilfe, weil kein Plan und keine Aussicht besteht, die Käufe rückgängig zu machen. Auf Dauer angelegte Käufe von Staatsanleihen aber sind verbotene Staatsfinanzierung mit der Notenpresse. Die Aktienmärkte reagierten auf Draghi erneut mit einer Rally.

Die Fed steht bereit um die Aktienmärkte weiter zu stützen. Laut dem Protokoll der letzten Fed-Sitzung befürworten zahlreiche Fed-Gouverneure ein weiteres Ankaufprogramm von Staatsanleihen mit dem Ziel, die Renditen zu senken und die Liquiditätslage zu entspannen, wie es heißt. Dies bedeutet, dass man hohe oder steigende Aktienkurse wünscht, man will es nur nicht offen sagen. Wie bitte, mag manch einer fragen, sind die Zinsen nicht nahe Null und sind nicht die Renditen zehnjähriger Tbons bei 1,6 Prozent? Liquidität kommt den amerikanischen Banken bei den Ohren raus. Ihre Einlagen übertreffen die Ausleihungen um 1.800 Mrd. Dollar und man legt das überschüssige Geld im Zweifelsfall in Staatsanleihen an, die man dann der Fed verkauft. Fragen nützt übrigens nichts. Letzte Woche wurde der Brief eines amerikanischen Abgeordneten an Bernanke bekannt, der u.a. die Frage stellte, warum man denn bei so niedrigen Zinsen diese noch weiter senken will. Keine der Fragen wurde beantwortet. Stattdessen gab es nur die üblichen stereotypen Sätze, wie, die Fed hat noch Möglichkeiten die Wirtschaft anzukurbeln.

Zu diesen Möglichkeiten zählte Bernanke vor einem Jahr auch das „Reden“. Manch einer mag sich gewundert haben, was damit gemeint war, aber allmählich wird es klar. Zeigen Aktienmärkte Anzeichen der Schwäche, so wird in letzter Zeit stets die Möglichkeit eines weiteren QE in Aussicht gestellt. John Hilsenrath, Journalist bei der Washington Post, der als Sprachrohr der Fed gilt, hat in den letzten Monaten mehr als einmal gegen Ende eines schwachen Handelstages bei amerikanischen Aktien eine zunehmende Wahrscheinlichkeit für das nächste QE ins Spiel gebracht. Natürlich kommen solche Anspielungen auch von Bernanke selber.

Wenn sonst nichts hilft, geht es auch direkter. Diesen Montag waren der Öl- und Benzinpreis im frühen asiatischen Handel um 3 Prozent fester. Öl und Benzin steigen seit Anfang Juni wieder, was politisch natürlich unerwünscht ist. „Erfreulicherweise“ fiel der Rohölpreis zu Beginn des US-Handels innerhalb von Minuten um drei Dollar, ohne dass bekannt wurde, worauf dies zurückzuführen war. Solche Kursänderungen sind sonst das Ergebnis massiver Nachrichten.

Preis für Rohöl an der Nymex – 27. bis 29. August

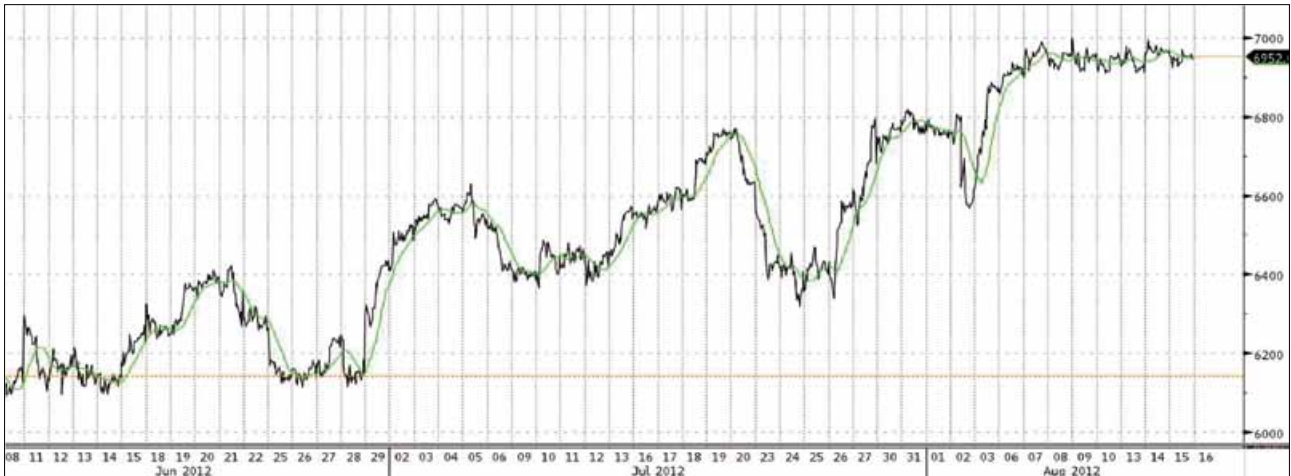


Auch der Kurs des DAX entwickelt sich seit Anfang Juni sehr „erfreulich“. Er scheint förmlich festgezurret auf einer Linie, um solche Linien dann auf die erwähnten politischen Nachrichten hin nach oben zu verlassen.

Ähnliches sieht man auch in US-Aktienindizes, im DAX sieht man es aber noch besser. Der DAX hat eine wichtige Stimmungsfunktion für den US-Aktienmarkt, denn eine positive Entwicklung in Europa überträgt sich natürlich auf die Stimmung in den USA. Wer die Volumina im DAX-Terminkontrakt über den Tagesverlauf beobachtet, sieht im Übrigen, dass die Kurse weitgehend in den USA gemacht werden.

Funktioniert dieses Muster mal nicht so gut, wie beispielsweise am Tag der EZB-Presskonferenz Anfang August, die mit einer Enttäuschung endete, so wird nachgeholfen. Wie im Nachhinein bekannt wurde, betrat Larry Amsel, der Chef von WhiteStone, der größten Fondsgesellschaft der Welt, an diesem Tag den Handelsraum und brüllte die Händler an, den Aktienrückschlag zu kaufen. Zum Tagesschluss erholten sich die Kurse, am nächsten Tag gab es eine Rally.

DAX-Terminkontrakt, INTRA-Tageskurse – Juni bis August



2. Mächtig ist nicht allmächtig. Die Ausübung von Macht durch Regelbruch kann viel erreichen, aber nicht alles. Die oben beschriebenen politischen Maßnahmen sowie die beiden dreijährigen Repo-Geschäfte der EZB haben den Euro vor dem unmittelbaren Zusammenbruch gerettet. Das Bestehen in seiner jetzigen Form ist allerdings selbst kurzfristig keineswegs gesichert. Bei den 180 Grad Wendungen der Funktionäre in diesem Sommer konnte man förmlich spüren, dass es fünf vor zwölf ist. Damit der Euro in seiner jetzigen Form den Rest des Jahres und das nächste Jahr übersteht, müssen viele Bedingungen erfüllt werden, zum Beispiel:

Griechenland muss in den nächsten sechs Wochen greifbare Fortschritte bei Reformen vorweisen. Andernfalls ist die Auszahlung der nächsten Tranche aus dem Hilfspaket nicht durchsetzbar. Vermutlich wird das Land die Bedingungen erfüllen, weil viel auf dem Spiel steht und entsprechend Druck gemacht wird. Sicher ist das aber keineswegs.

Das Bundesverfassungsgericht muss den ESM ohne größere Änderungen durchwinken. Wer sich mit dem ESM befasst hat und weiß, dass die Begrenzung auf 700 Mrd. Euro und dadurch die deutsche Haftungsbegrenzung durch einen veränderten Ausgabekurs der Anteile unterlaufen werden kann, dass der ESM-Vertrag unkündbar ist, Beschlüsse geheim gefasst werden und die Mitwirkung des Bundestages eher theoretischer Natur ist, mag ein positives Votum des Verfassungsgerichts bezweifeln. Das Ergebnis ist meines Erachtens allerdings völlig unsicher.

Auch die geplanten Maßnahmen der EZB können die Lage in Spanien und anderen Peripherieländern nicht bessern. Sie können allenfalls den sofortigen Zusammenbruch der jetzigen Währungsordnung verhindern. Der geplante Kauf von Staatsanleihen bedeutet u. a. eine Zinssubvention für den spanischen Staat. Was bleibt sind die massiven privaten Kapitalabflüsse aus Spanien. Im Juli haben bspw. 60 Mrd. Euro von spanischen Bankkonten Richtung Ausland verlassen. Die staatlichen Geldtransfers Richtung Spanien können die privaten Abflüsse bestenfalls ausgleichen.

Spanien hat sich in den Jahren vor der Finanzkrise eine Schulden- und Immobilienorgie geleistet, die seinesgleichen sucht. Allein im Jahr 2006 stieg die Verschuldung des privaten Sektors um 36 Prozent des BIP und damit doppelt so stark wie in den USA. Immobilienpreise stiegen in den zehn Jahren bis zur Finanzkrise um 200 Prozent und damit ebenfalls doppelt so stark wie in den USA. Die Bereinigung dieser Orgien beginnt erst allmählich. Selbst in den Jahren 2010 und 2011 hat man fleißig weitergebaut. Nun fallen die Immobilienpreise mit zweistelliger Rate. Private Haushalte, der Nichtbankensektor und der Finanzsektor sind mit hohen Schulden beladen. Der Bankensektor hat zuletzt mehr Kredite eingefordert als neu vergeben wurden. Dergleichen passiert sonst nur in Depressionen.

Die Weltwirtschaft ist in einem massiven Abschwung wie unten noch gezeigt wird. Damit wird sich auch die Lage in Spanien noch mehr verschlechtern. In dieser Situation haben Länder schon oft zum letzten Rettungsanker gegriffen, nämlich einer Abwertung.

Sollte eine der genannten Bedingungen für den Fortbestand des Euro in seiner jetzigen Form nicht mehr erfüllt sein oder erfüllt scheinen, wird dies zu einem Kurssprung bei Bundesanleihen, zu Euroabwertung und Kursverlusten beim DAX führen, wie nicht näher erläutert werden muss.

Die zurückliegende Rally am Aktienmarkt wird vielfach als die meistgehasste bezeichnet, weil sie sich gegen die konjunkturellen und unternehmensspezifischen Fundamentaldaten vollzogen hat und damit viele nicht dabei waren. Aufgrund der positiven Tendenz am Aktienmarkt ist es vermutlich gar nicht so sehr aufgefallen, wie sehr sich die Fundamentaldaten seit Juni verschlechtert haben.

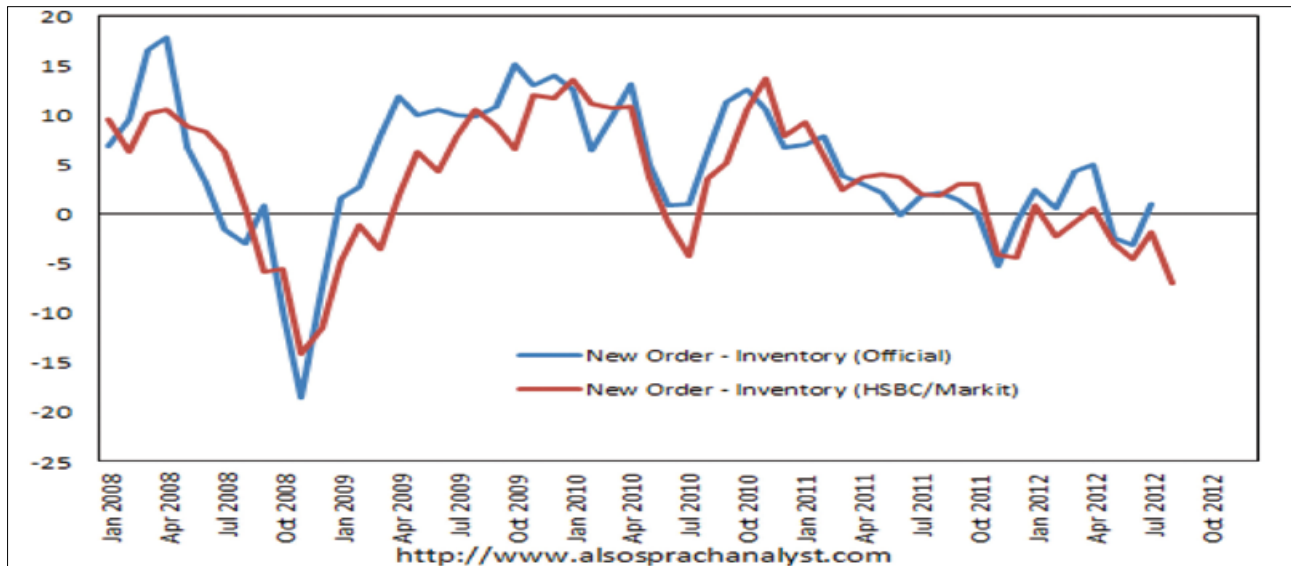
Die Erholung der Weltwirtschaft nach der Finanzkrise war von drei Faktoren getragen: das starke Wachstum in den Schwellenländern wurde durch die Finanzkrise nur kurz gestoppt. Danach wurden die Schwellenländer zum Motor der Weltwirtschaft. Die anderen beiden Faktoren sind die superexpansive Fiskalpolitik in den USA sowie die Geldpolitik weltweit.

Die Wachstumsaussichten in den Schwellenländern sind heute schlechter als 2009! Das BIP-Wachstum in China wurde zuletzt mit rund 8 Prozent angegeben, jedoch sollte man diese Zahl nicht ernst nehmen. Eine Untersuchung der Federal Reserve Bank von Dallas und auch andere Quellen weisen darauf hin, dass derzeit die chinesischen Wachstumsdaten viel zu hoch angegeben werden. Einen ersten Hinweis darauf liefert der Einbruch der Stahl- und Eisenerzpreise. Beide sind im freien Fall und so niedrig wie seit 2009 nicht mehr. Nach einer Schätzung des IWF lag die Kapazitätsauslastung der chinesischen Wirtschaft 2009 noch bei 80 Prozent und ist derzeit auf 60 Prozent gefallen. Die New York Times und andere Quellen berichten von einem massiven Vorratsaufbau in China. So beträgt bspw. die Kapazität der chinesischen Stahlher-

steller 800 Mio. t im Jahr. Letztes Jahr wurden 650 Mio. t produziert und 600 Mio. t verbraucht. Einen plastischen Eindruck von der Entwicklung der Nachfrage und der Vorräte an Fertigprodukten liefert die nachfolgende Grafik, die aus der Differenz der Fragen nach Auftragsbestand und Vorratsbestand der HSBC Purchasing Manager-Umfrage gebildet ist.

Die Entwicklung in China pflanzt sich auch in anderen Ländern fort: in Indien ist die Industrieproduktion im Juni um 2 Prozent gegenüber dem gleichen Vorjahresmonat gefallen, in Brasilien um 6 Prozent. Offizielle Stellen in Japan haben diese Woche verkündet, dass man die Wachstumsaussichten schlechter einschätze, ohne eine Zahl anzugeben. JP Morgan schätzt für Japan einen annualisierten BIP-Rückgang von 0,3 Prozent im dritten Quartal, BNP Paribas schätzt ein Schrumpfen von 0,9 Prozent. Konjunkturumfragedaten in Korea sind so niedrig wie 2009.

New Order less Inventory (Official vs. HSBC/Markit)



In Deutschland ist in den letzten drei Quartalen die Binnennachfrage jeweils gefallen. Jedoch konnte dies durch die starke Exportnachfrage überkompensiert werden. Die Überkompensation dürfte jetzt vorbei sein. Der ifo-Klima-Index ist den vierten Monat hintereinander deutlich rückläufig. Bei der letzten Purchasing Manager-Erhebung fiel die Exportkomponente auf 39,5 und damit weit unter den Normalwert von 50.

Rezessionen zeigen sich immer zuerst in den Makrodaten, danach in den Unternehmensdaten. Als letztes reagieren die Analysten. Bei den Unternehmensdaten zeigen sich schon die Spuren. BHP Billiton, der größte Bergbaukonzern der Welt hat Investitionsprojekte in Höhe von 70 Mrd. Dollar zurückgestellt. Quantas hat 35 Dreamliner abbestellt. Caterpillar, Komatsu und Sany kürzen die Produktion in China im zweistelligen Bereich. Sany ist der größte chinesische Produzent für Bau- und Bergbaumaschinen. Er entlässt zum ersten Mal seit über zehn Jahren Personal. In 2009 war das nicht der Fall. Wal Mart hat mit seinem Umsatz im Juli enttäuscht, ebenso MacDonalds. Diese Liste wird nun von Woche zu Woche sehr viel länger werden. Ein Maß dafür sind die Ergebnisse der amerikanischen Unternehmen in der zurückliegenden Berichtsperiode. Nur 41 Prozent konnten die Umsatzerwartungen übertreffen. Das ist der geringste Prozentsatz seit der Finanzkrise.

3. Schlussfolgerung. Bei Euroland-Anleihen bleiben deutsche und finnische Anleihen weiterhin erste Wahl. Sie sind in den Fonds je mit etwa gleichen Teilen vertreten. Bei Chancen sollen italienische Anleihen beigemischt werden, derzeit aber nicht. Mitte Juli wurde der Anleihenbestand voll abgesichert. Diese Absicherung wurde in den fallenden Markt im August sukzessive aufgelöst. Derzeit besteht eine Teilabsicherung aus dem Verkauf von Bund- und OAT-Terminkontrakten. OAT's sind angesichts der Politik von Holland mit einem Renditespread von 60 Basispunkten bei zehnjährigen Anleihen gegenüber Bunds massiv überbewertet, so dass sie sich zumindest schlechter als Bundesanleihen wenn nicht gar negativ entwickeln sollten. Bundesanleihen könnten vorerst noch zulegen, so dass entsprechend mit einer Teilabsicherung operiert wird.

Aktien sind durch die beschriebene Makro- und Mikroentwicklung gefährdet. Dies gilt insbesondere auf dem erreichten Niveau und für konjunktursensible Werte. Defensive Aktien gehören gegenüber Zyklikern schon seit April zu den Outperformern, eine Entwicklung die Ende Juli nur kurz unterbrochen wurde und nun wieder eingesetzt hat. Dementsprechend kann der Anteil der defensiven Werte noch etwas ausgebaut werden. Goldminen haben sich im zurückliegenden Quartal schlecht entwickelt, sind aber dabei sich zu erholen. Ihr Anteil am Aktienportfolio wurde zuletzt auf 10 Prozent aufgestockt.

Nur etwa 30 Prozent der Aktien stammen aus dem Euroraum, was aufgrund der obigen Argumente nicht weiter erläutert werden muss. Die übrigen europäischen Aktien stammen aus der Schweiz, den skandinavischen Ländern und Großbritannien. Etwa 30 Prozent der Aktien sind amerikanische Werte. Alle Werte sind hochliquide.

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.

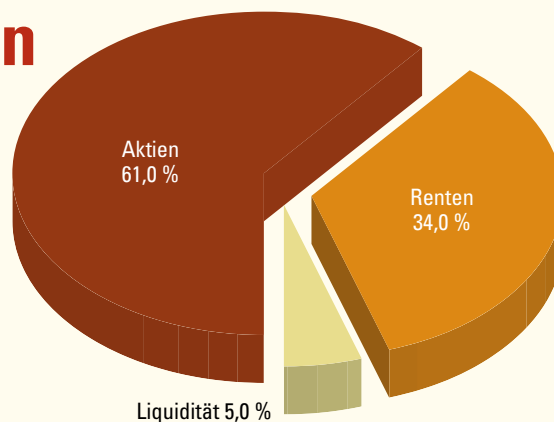
PTAM Absolute Return

WKN: A1JRP0 (B Tranche)

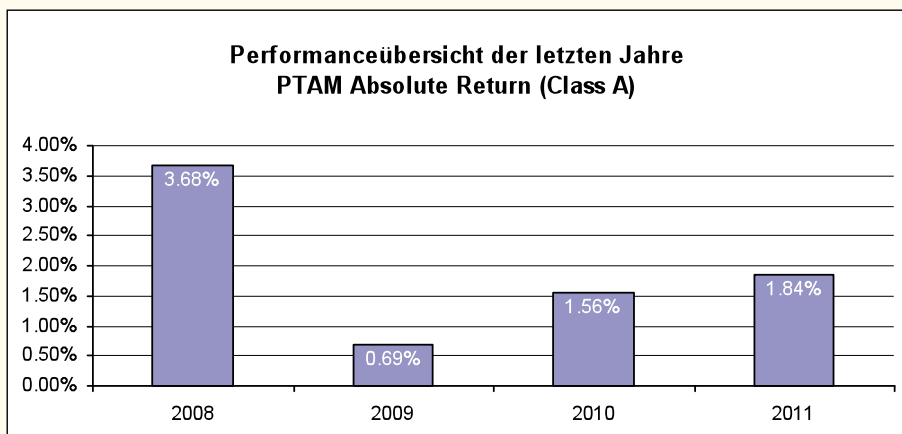
WKN: A0M2JL (A Tranche)

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



Absicherungsquote Aktien per 29.08.2012 ca. 130% Absicherungsquote Renten per 29.08.2012 ca. 50%



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 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.