

Stand
Ausgabe



Punkt
QIV / 2011

Ihr unabhängiger Finanzmarktkompass für erfolgreiche Kapitalanlage

PAM MARKTKOMMENTAR

Die Sommerrallye blieb wie von uns erwartet aus. Ganz im Gegenteil kam es zu einer deutlichen Verschärfung der Euro-Krise und einem Absturz der weltweiten Leitindizes. In Folge fiel der DAX von den Jahreshöchstständen um bis zu 34%. Der V-DAX, der die Volatilität des Marktes widerspiegelt, liegt derzeit zwischen 40% und 50%, wie es zuletzt in der Krise 2008/2009 letztmals der Fall war.

An welchem zeitlichen Punkt wir uns in der aktuellen Krise befinden, lässt sich kaum erahnen. Zwar gibt es immer wieder Zeichen der Hoffnung, doch die Börsenhändler sind so angespannt, dass sie bei kleinsten Meldungen schlagartig handeln. Werden in der Folge charttechnische Marken gerissen, kann es jederzeit zu neuen Jahrestiefständen kommen. Vergleicht man die aktuelle Krise mit der Finanzkrise 2008/2009, so konnten die Unternehmen bis weit in 2008 noch gute Ergebnisse erwirtschaften. Und dann kam der Absturz in die Rezession. Dieses Szenario blieb uns bisher erspart, doch wenn sich die aktuelle Situation nicht bald nachhaltig verbessert, werden die Unternehmen ihre Investitionen deutlich verringern und so eine Welle auslösen, die zu Gewinneinbrüchen in allen Sektoren führen würde. Dann ständen wir aktuell in der Mitte eines bereits begonnenen Crashszenarios. Druck gibt es jetzt auch noch aus den Emerging Markets, vor allem aus China, wo die Indikatoren auf eine Abschwächung der Wirtschaft hindeuten. Da Deutschland im Vergleich zu den USA sehr stark vom Außenhandel (insbesondere mit China) abhängt, sind die Kurse deutscher Exportunternehmen besonders stark gefährdet. Hier sind auch die größten Tagesschwankungen in nächster Zeit zu erwarten.

Nach dem Aktien-Crash könnten auch Rohstoffe deutlich unter Druck kommen, besonders dann, wenn sich die Wirtschaft in den Emerging Markets abschwächt. Ist die Schwäche auch nur von kurzer Dauer, so sind Rohstoffe als Inflationsschutz derzeit zu vernachlässigen. Das Thema Inflation ruht erst einmal, da die Leitzinsen in Europa bis weit in 2012 auf dem gleichen oder sogar niedrigeren Niveau verharren sollten. Hohe Zinsen wären Gift für die Europa-Krise.

In den letzten Monaten ist die Griechenlandkrise zu einer EU-weiten Krise herangewachsen. Der EU-Rettungsschirm EFSF (European Financial Stability Facility) ist inklusive der Mittel aus dem Internationalen Währungsfonds (etwa 330 Mrd. Euro) und der EU Kommission (etwa 60 Mrd. Euro) auf eine **ausleihbare Summe von rund 780 Mrd. Euro** gewachsen (in der letzten Standpunkt Ausgabe lag das Paket noch bei 120 Mrd.).

Wichtig wird sein, wie die Europäischen Regierungen auf die Euro-Krise reagieren und welche Schritte sie einleiten werden, um pro-aktiv gegen eine weitere Verschlechterung der Lage vorzugehen. Bisher wurde der „Patient“ nur verbunden, doch zur Heilung muss Europa die richtigen Medikamente einsetzen - und das wird schwierig angesichts der vielen Probleme. An den Börsen ist auch nur dann eine Beruhigung zu erwarten, wenn die Bemühungen der Euro-Länder Erfolg zeigen und die weltweite Wirtschaft nicht nachhaltig geschwächt wird.

EURO-KRISE

Prof. Dr. Karl Werner Hansmann, Professor der Betriebswirtschaft, seit 2003 Vizepräsident der Uni Hamburg, Autor von sechs Büchern und mehr als 50 Aufsätzen, hat die verschiedenen Möglichkeiten, die Euro-Krise zu bewältigen, in einer beeindruckenden Rede vor der Deutsch-Schweizerischen Gesellschaft zusammengefasst und uns zur Verfügung gestellt. Folgend einige Auszüge:

Die ökonomische Fehlkonstruktion des Euro

Der gravierendste Fehler der Euro-Länder war damals, dass wirtschaftlich sehr unterschiedlich entwickelte Staaten eine gemeinsame Währung erhielten, aber keine gemeinsame Wirtschafts- und Finanzpolitik eingeführt wurde. Nur die Geldpolitik wurde durch die europäische Zentralbank (EZB) zentralisiert.

In Ermangelung einer gemeinsamen Wirtschaftspolitik entwickelte sich die Wettbewerbsfähigkeit der Euro-Länder unterschiedlich, konnte aber nicht mehr durch eine Abwertung der eigenen Währung ausgeglichen werden. Dies wurde zunächst durch einen weltweiten Konjunkturaufschwung ab 2003 überdeckt, wirkte sich dann aber in der ab 2007 folgenden Finanz- und Wirtschaftskrise verheerend aus.

Die „Euro-Krise“ ist tatsächlich eine Krise der Euro-Zone

In der Zeit des weltweiten Konjunkturaufschwungs von 2003 bis 2008 hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der Euro-Länder vehement auseinander entwickelt. Vor allem Deutschland durch Schröders „Agenda 2010“, aber auch die Niederlande und Österreich haben ihre Wettbewerbsfähigkeit durch Senkung ihrer volkswirtschaftlichen Produktionskosten erheblich gestärkt, während andere Euro-Länder durch die gute Konjunktur geblendet stagnierten oder sogar weniger wettbewerbsfähig wurden. Das rächte sich in der Finanzkrise, als die staatlichen Konjunkturprogramme in den einzelnen Ländern gewaltige Kreditsummen erforderten.

In der ab 2010 einsetzenden Konjunkturerholung erzielten Deutschland, Finnland, Österreich und die Slowakei auf Grund ihrer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit Wachstumsraten bis 3,5% des BIP, während Griechenland (-3,5%) und Portugal (-2,2%) schrumpfen und die wichtigen Euro-Länder Spanien und Italien mit 0,8% kaum wachsen. Die internationalen Kapitalmarktteilnehmer (Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Hedgefonds und individuelle Spekulanten) zweifeln zu Recht an der Fähigkeit der wachstumsschwachen Länder, ihre in der Finanzkrise enorm gewachsenen Schulden abzubauen, da dies mit Sparprogrammen allein wegen des negativen Effekts auf das Wachstum nicht zu schaffen ist.

Damit können sich diese Länder am Kapitalmarkt nur noch Kredite zu hohen Zinsen beschaffen, was wiederum die Haushalte und das Wachstum massiv trifft. Für zehnjährige Staatsanleihen müssen Griechenland 18,4%, Portugal 10,7%, Irland 10,2%, Italien 5,7% und Spanien 5,5% bezahlen, Deutschland hingegen nur 1,7%. Diese **Diskrepanz der Zinsen** in der Euro-Zone **zerstört** auf die Dauer das System der **gemeinsamen Währung** und hat die Staats- und Regierungschefs, die

Europäische Zentralbank (EZB) sowie die Europäische Kommission wach gerüttelt und nach langwierigen und den Kapitalmarkt ermüdenden Verhandlungen zu Hilfsmaßnahmen getrieben.

Die europäischen Hilfspakete EFSF und ESM

Nachdem zunächst Griechenland im Mai 2010 von den Ländern der Euro-Zone Garantien für Kredite in Höhe von 110 Milliarden Euro erhielt, richteten die Regierungschefs der Euro-Zone einen Garantiefonds von 440 Milliarden Euro ein, der unter dem Namen **EFSF** firmiert. Da man die Bestnote AAA nur bei Kapitalüberdeckung erreicht, wurde der EFSF am 21. Juli 2011 auf **780 Milliarden Euro** aufgestockt. **Deutschland** haftet für **27%**, also für **211 Milliarden Euro**.

Der EFSF wird 2013 durch Ergänzung der EU-Verträge auf eine dauerhafte rechtliche Basis gesetzt, auf 700 Milliarden Euro festgelegt und heißt dann „European Stability Mechanism“ (**ESM**).

Erklärtes Ziel dieses „Rettungsschirms“ ist die Stabilisierung des Euro. Stark verschuldete Euro-Länder, die für ihre Kredite am Kapitalmarkt sehr hohe Zinsen bezahlen müssen, können vom EFSF Garantien bekommen, um die Zinslast zu senken und ihre Schulden schneller abzubauen. Außer Griechenland sind bisher Portugal und Irland unter den EFSF-Rettungsschirm geschlüpft. Für kleinere Länder erfüllt der EFSF seine Funktion, wenn auch die Zinssätze nicht so wie erhofft gesunken sind. Größere Länder wie Italien und Spanien würden die finanziellen Möglichkeiten des Fonds jedoch sprengen. Allein Italien hat knapp zwei Billionen Euro Schulden, die natürlich nicht zur gleichen Zeit zurück gezahlt werden müssen.

Alternativen für die Stabilisierung der Euro-Zone

1. Beschluss des EU-Rates am 21. Juli 2011 zur Stabilität der Euro-Zone

a) Erhöhung des EFSF-Rahmens auf 780 Milliarden Euro

b) Ermächtigung des EFSF

- Kreditvergabe an notleidende Staaten
- Vorsorgliche Kredite
- Kauf von Anleihen am Primär- und Sekundärmarkt
- Darlehen zur Refinanzierung von Banken

Bedingungen:

- Einstimmiger Beschluss des Rates und der EZB zur Notmaßnahme
- Strenge Auflagen
- Nur Garantien

Der Schirm reicht für Griechenland (300 Mrd. Schulden), Portugal (170 Mrd.) und Irland (200 Mrd.) = 670 Mrd. Euro aber nicht für Spanien (800 Mrd.) oder Italien (fast 2 Billionen). Das wissen auch die Rating-Agenturen, die Italien gerade sechs Stufen auf A herabgestuft haben (Deutschland AAA).

Der Erfolg dieses Beschlusses ist sehr ungewiss.

2. „Geordnete Insolvenz“ Griechenlands (Rösler)

Gefährlicher Ausdruck

- Insolvenz kommt aus dem Gesellschaftsrecht
- Keine Insolvenzordnung für Staaten (Völkerrecht), Staat stirbt nicht.
- Staatsbankrott wie 2002 Argentinien, alle Zahlungen werden eingestellt, 60% Abschreibungen, 2005 Einigung mit Gläubigern, Vertrauensverlust

Chaotisches Ergebnis für Griechenland und die Euro-Zone.

3. Schuldenschnitt (Haircut) für Griechenland

a) Durchführung

- 50% Schuldenerlass gestaffelt gegen Reformen nötig = 150 Mrd. Euro.
- Banken geben Anleihen zu 50% an EFSF und tauschen in EFSF-Anleihen (kein Rating mehr)
- EZB verkauft Anleihen zum Kaufkurs an EFSF
- Spekulanten müssen neue griechische Anleihen mit 50% Abschlag kaufen ohne EFSF-Garantien

b) Vorteile

- Griechenland bleibt im Euro
- Euro-Zone bleibt erhalten

c) Nachteile

- Banken in Griechenland (50 Mrd.), Frankreich (20 Mrd.), Deutschland (11 Mrd.) müssen gestützt werden durch EFSF
- Risiko einer Kettenreaktion bei anderen Ländern

Geeignetes kurzfristiges Instrument!

4. Rückkehr Griechenlands zur Drachme

a) Rausschmiss oder Austritt aus der Eurozone nach Maastricht-Vertrag nicht möglich, aber Austritt aus der EU nach Lissabon-Vertrag

b) Vorteile

- Abwertung der Drachme um 50% erhöht die Wettbewerbsfähigkeit
- Einzige Chance für mehr Wachstum

c) Nachteile

- Run auf die griechischen Banken und Abheben der Euro-Guthaben
- Zusammenbruch der griechischen Banken, Unternehmenspleiten und schwere Rezession
- Altschulden bleiben in Euro, Rückzahlung unmöglich
- Risiko für EZB (70 Mrd.) und für europäische Banken
- Risiko für Domino-Effekt

Kostspielig und sehr gefährlich!

5. Eurobonds (langfristige europäische Anleihen)

a) Eigenschaften

- Von einer EU-Institution (am besten EFSF) herausgegebene Anleihen, für die alle Euro-Staaten gemeinsam haften
- Das Geld bekommen nur die Staaten, die Reformen parlamentarisch beschlossen und nachweisbar umgesetzt haben

b) Nachteile

- Durchschnittszins wird höher als der deutsche (1,7% bis 2,3%) sein, wahrscheinlich 3,5%.
- Deutschland haftet für 27% der Kredite und könnte überfordert sein.
- Vertragsänderungen sind nötig (Bailout), aber langwierig.
- Automatische Regelungen können durch den Minister-Rat ausgehebelt werden.

c) Vorteile

- Kein Land kann einzeln angegriffen oder rausgeschossen werden.
- Riesiger europäischer Anleihe-Markt mit 7 Billionen Euro Volumen wie USA
- BRIC-Staaten sind begierig, dort Geld anzulegen

- Automatischer Sparzwang für Schuldenstaaten
- EFSF kauft von den Erlösen Anleihen der Krisenstaaten von privaten Investoren mit 40% Abschlag (versteckter Schuldenschnitt ohne Insolvenz)
- Genug Zeit für die Gesundung der Krisenstaaten

**Nach meiner Ansicht überwiegen die Vorteile die Nachteile bei weitem!
Kostengünstig und wirksam!**

6. Deutschland verlässt die Eurozone und hat die D-Mark wieder

Nach Berechnungen der UBS hat das nur Nachteile für Deutschland:

- Schwere Schädigung des deutschen Außenhandels durch 30%ige DM-Aufwertung (vgl. Schweizer Franken)
- Verlust der Wettbewerbsfähigkeit
- Rezession und Pleitewelle in Deutschland
- Im ersten Jahr 700 Mrd. Euro Kosten, dann 300 Mrd. pro Jahr
- Politischer Rückschlag für Europa

Resultat:

- a) Der Erfolg des Beschlusses vom 21. Juli 2011 ist zweifelhaft.
- b) Staatsbankrott und Austritt Griechenlands sind sehr kostspielig und haben das Risiko einer Kettenreaktion (Domino-Effekt).
- c) Austritt Deutschlands aus der Eurozone ist unsinnig.
- d) Schuldenschnitt und Eurobonds sind am kostengünstigsten und wirksamsten. Damit kann die Krise der Eurozone gemeistert werden und **der Euro ist langfristig überlebensfähig.**

Aus politischen Gründen der europäischen Integration und aus ökonomischen Gründen halte ich Alternative d) für die EU, die Euro-Zone und besonders für Deutschland ohne Einschränkung für dringend geboten.

Wir danken Prof. Dr. Hannsman für seine Ausführungen zur Euro-Krise.

HAMBURG-FONDS

Die Euro-Krise hat das Interesse an unserem Hamburg-Fonds, den wir auflegen wollen, nicht gerade gefördert, obwohl langsam der Zeitpunkt für erste Investitionen näher rückt. Einzelne Unternehmen sind inzwischen auf einem Kursniveau, das auch bei einer Verschlechterung der aktuellen Lage günstig erscheint.

Der HASPAX Index verlor dieses Jahr nur 8,2% im Gegensatz zum DAX mit -20,0%. Durch unsere Auswahl an Unternehmen und dem erfolgreichen Einsatz unserer Absicherungsstrategie hat unser Hamburg-Fonds-Musterportfolio ein positives Ergebnis erzielt.

Wir sind weiterhin auf Investorensuche, da wir ein Mindestauflagevolumen von 10 Mio. Euro noch nicht erreicht haben.

PAM-KS INDEX FLEX FONDS

Nach dem Börsencrash, der Ende Juli begann und die Märkte weiterhin im Bann hält, ist auch unser gemischter Dachfonds PAM-KS Index Flex in Mitleidenschaft gezogen worden. Die Aktienpositionen hatten wir frühzeitig gesenkt und vermieden somit größere Verluste. Da sich die Euro-Krise weiter zuspitzte, mussten wir auch

unsere Hochzinsanleihen verkaufen und sicherten uns neben einem großen Cash Anteil mit deutschen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen guter Bonität ab. Es gab kaum noch Möglichkeiten, ohne erhöhtes Risiko die Verluste zu minimieren, da fast alle Anlageklassen untypisch reagierten.

Kürzlich waren wir gezwungen, unsere Investitionen in Gold ETFs mit einem kleinen Gewinn aufzugeben, nachdem der Goldpreis im September um 15% fiel. Eine kurzfristige Cash-Position in Schweizer Franken minderte die Verluste in anderen Bereichen.

Auch Anleihen guter Bonität litten unter der Angst der Anleger. Sie werden bei einer Beruhigung der Lage wieder steigen, da die Zinsen im Euroraum vermutlich niedrig bleiben bzw. sogar wieder gesenkt werden.

Der PAM-KS Index Flex liegt im Vergleich zu seiner Vergleichskategorie unter den Top 25% von etwa 200 gemischten Dachfonds. Dies soll natürlich die negative Wertentwicklung seit August nicht beschönigen, doch sollten die Verluste in einer anschließenden, länger anhaltenden Erholungsphase wieder aufgeholt werden können.

PS: Unseren PAM-KS Index Flex (WKN: A0Q92X) gibt es nur noch bis zum 24.10.11 ohne Ausgabeaufschlag, danach können bis zu 3% von den Banken und Vermittlern verlangt werden!

Gut zu wissen: In der Panorama Sendung vom 29.9.11 wurden Bundestagsabgeordnete danach gefragt, wie teuer der EU-Rettungsschirm für Deutschland ist. Keiner der zehn Befragten konnte eine Angabe machen.

Bitte senden Sie uns Ihre Kommentare. Wir freuen uns auf Ihre Fragen oder Anregungen.

Mit freundlichen Grüßen
und vorzüglicher Hochachtung



Hans-Georg Kuhlmann



Carlo Barretta

Privates Anlage Management GmbH & Co.
Neuer Jungfernstieg 7/8
D- 20354 Hamburg

Telefon: 040/ 35 53 02 0
Email: pam@pamanagement.de
Webseite: www.pamanagement.de

Disclaimer

Die genannten Informationen sind weder als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf irgendwelcher Wertpapiere oder verwandter Finanzinstrumente zu verstehen. Alle Angaben dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Sie berücksichtigen weder die spezifischen oder künftigen Anlageziele noch steuerliche oder finanzielle Lage der individuellen Bedürfnisse des einzelnen Anlegers. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Entwicklungen. Verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere Faktoren können dazu führen, dass sich zukunftsgerichtete Aussagen von den tatsächlichen Entwicklungen unterscheiden. Wir können keine Gewähr für die Richtigkeit der gemachten Angaben übernehmen.