

**Stand**

Ausgabe



**Punkt**

2. Quartal 2012

Ihr unabhängiger Finanzmarktkompass für erfolgreiche Kapitalanlage

**P.A.M. MARKTKOMMENTAR**

Einer der stärksten Kurssteigerungen des DAX zu einem Jahresbeginn prägte den Start für 2012 und erreichte zum Quartalsende ein Plus von 17,78%. Verglichen mit den bedeutenden internationalen Indizes waren die deutschen Aktien besonders im Fokus der Anleger. Eine durchweg bessere konjunkturelle Einschätzung sowie die extrem hohe Liquidität sorgten für diesen ungewöhnlichen starken Anstieg der Aktien, da viele Anleger wieder mehr Risikobereitschaft einbrachten. Begünstigt wurde die Marktbewegung mit dem vorerst politischen geregelten Vorgehen mit der Euro-Krise. Gleichwohl ist diese mit den beschlossenen Maßnahmen sicher noch nicht gelöst und wird uns auch noch über die nächsten Jahre beschäftigen. Die Politiker sind weiterhin gefordert, dass die Schulden der europäischen Peripheriestaaten nicht zu unseren Lasten sozialisiert werden und die europäische Gemeinschaft nicht dauerhaft zur Transferunion mutiert. Die vereinbarte Schuldenbremse der Euro-Staaten beruhigte überwiegend. Zudem stehen Spanien und Italien aktuell mit Ihrer Verschuldung nicht mehr so stark im Vordergrund, deren Zinssätze für 10-jährige Laufzeiten haben sich auf rund 5,3% von zuletzt über 7% und für Italien auf rund 5,0% (6%) reduziert. Die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank wirkten an dieser Stelle ebenfalls, da deren 1% Refinanzierungsprogramm die Banken übermäßig mit sehr günstiger Liquidität für 3 Jahre versorgte. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen beträgt 1,85%.

Die bisher gute Konjunktur und die hohe Anzahl der Beschäftigten sorgen bei uns für gefüllte Staatskassen. Die vom Kabinett verabschiedete Finanzplanung soll daher in vier Jahren zu einem annähernd ausgeglichen Haushalt führen – erstmals seit 40 Jahren.

Dämpfend auf die Konjunktur könnte sich die Preisentwicklung im Energiemarkt auswirken, da auf aktuellem Niveau dem privaten Konsum sehr viel Kaufkraft entzogen wird. Zudem besteht aufgrund der besseren Konjunktur, den zuletzt hohen ausgewiesenen Gewinnen der Unternehmen und den damit zu erwartenden hohen Tarifabschlüssen Inflationsgefahr, auch wenn die EZB Bereitschaft signalisiert, gegen Inflation entsprechend vorgehen zu wollen, muss ihr dann der Spagat mit geeigneten Handlungen bei den wirtschaftlich schwachen und starken Euro-Staaten gelingen.

Aktuell veröffentlichte Konjunkturindikatoren aus Europa und den USA führten zu einer Abschwächung des Konjunkturoptimismus sowie der Indizes zum Quartalsende.

**EURO-KRISE: PROF. DR. KARL-WERNER HANSMANN****Ist der griechische Schuldenschnitt das Ende der europäischen Krise?**

Mit spürbarer Erleichterung wurde weltweit die Nachricht aufgenommen, dass die privaten Gläubiger Griechenlands 107 Milliarden Euro Schulden erlassen haben und damit seine Schuldenlast von 375 Milliarden Euro auf nunmehr 268 Milliarden Euro gesenkt werden konnte.

Die Medien feierten dieses Ereignis als einen Meilenstein für die Gesundung der griechischen Wirtschaft und die Stabilisierung der Eurozone. Man hat den Eindruck, dass Politik und Wirtschaft das Ende der europäischen Schuldenkrise bereits zum Greifen nah sehen.

Bei genauerem Hinsehen ist diese Euphorie verfrüht, da erstens der griechische Schuldenschnitt Schönheitsfehler aufweist, und zweitens Griechenland dadurch ökonomisch nicht gerettet wird.

Der erste Schönheitsfehler besteht darin, dass die EU verlangt hatte, dass mindestens 95% der griechischen Gläubiger dem Schuldenschnitt zustimmen. Da dies auf freiwilliger Basis nicht erreicht wurde, hat die griechische Regierung daraufhin die unwilligen Gläubiger nach griechischem Recht gezwungen mitzumachen. Als negative Konsequenz dieses Vorgehens wird nun der zwangsweise Schuldenschnitt als „Zahlungsausfall“ Griechenlands gewertet, so dass die berüchtigten Kreditausfallversicherungen (CDS), die bei der Pleite von Lehman Brothers 2008 eine verhängnisvolle Rolle gespielt haben, fällig werden. Zwar ist das Volumen der fälligen Versicherungen mit etwa drei Milliarden Euro beherrschbar, doch ist der Image-Schaden von Griechenland erheblich.

Der zweite Schönheitsfehler ist gefährlicher. Einige Gläubiger haben angekündigt, dass sie gegen die erzwungene Teilnahme am Schuldenschnitt beim Europäischen Gerichtshof klagen werden, weil ihre Kreditverträge nachträglich ohne ihre Zustimmung geändert wurden. Dies verstößt gegen europäisches Recht. Falls diese Gläubiger Recht bekommen, was ich nicht für ausgeschlossen halte, müssten ihre Kredite zu 100% zurückgezahlt werden. Das wäre fatal, weil nicht nur 12 Milliarden Euro beim Schuldenschnitt fehlen würden, sondern die gutwilligen Gläubiger schließlich die Dummen wären und wohl nicht wieder bei einem freiwilligen Schuldenschnitt mitmachen würden.

Trotz dieser Schönheitsfehler ist unbestreitbar, dass der Schuldenschnitt für die Stabilisierung Griechenlands und der Eurozone eine unerlässliche Voraussetzung ist. Aber reicht dieser Kraftakt auch aus und bringt er wirklich Erleichterung für Griechenland? Diese Frage kann man aus zwei Gründen mit einem klaren Nein beantworten.

Erstens sind durch den Schuldenschnitt in hohem Maße griechische Banken betroffen, die nun mit 30 Milliarden Euro aus dem gerade verabschiedeten neuen Hilfspaket unterstützt werden müssen. Das wird aber nicht ausreichen, so dass die Europäische Zentralbank vermutlich mit weiteren 35 Milliarden Euro, die vom Rettungsfonds EFSF zu garantieren sind, aushelfen muss. Dadurch steigen die griechischen Schulden wieder an.

Zweitens sinkt das Bruttoinlandsprodukt (BIP), also die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit Griechenlands, dramatisch und ist seit der ersten Griechenlandhilfe 2010 um knapp 11% zurückgegangen. Für 2012 wird ein weiterer Absturz um 5,5% befürchtet, weil Mindestlöhne, Zusatzrenten, Gesundheitsausgaben und die Gehälter im öffentlichen Dienst empfindlich gekürzt werden und die Arbeitslosigkeit über 20% gestiegen ist.

Um bis 2020 auf eine mit Italien vergleichbare Staatsschuldenquote von 120% des BIP zu kommen, muss Griechenland seine negative Wachstumsrate von 5,5% umkehren und jährlich um mindestens 2,5% wachsen. Es gibt kaum Ökonomen, die sich dieses Wachstum auf der Grundlage der obigen Fakten vorstellen können.

Nur wenn der EU-Regionalfonds erhebliche Mittel für die Infrastruktur bereitstellt, die Verwaltung grundlegend reformiert wird und Privatisierungen wirklich 50 Milliarden Euro bringen, gibt es eine geringe Chance, das Land zu stabilisieren. Ein drittes Hilfspaket der EU wird jedoch allemal vonnöten sein, das eine Aufstockung des Rettungsfonds ESM unabdingbar macht. Die Eurozone ist noch nicht über den Berg.

### **PAM-KS INDEX FLEX FONDS**

Unser Fonds konnte im ersten Quartal erneut an Wert gewinnen (+ 4,3%), da weiterhin die überwiegend im Fonds investierten Unternehmensanleihen durch die Verringerung der Risikoaufschläge Kursgewinne erzielten. Zudem steuerte auch der Zinsanteil dieser Anleihen einen guten Ertrag zur Wertentwicklung bei. Nach dem sehr guten Start der Aktienmärkte im ersten Quartal deuten die aktuellen starken Marktschwankungen auf dem hohen Niveau derzeit für eine gewisse Anlegerzurückhaltung, obwohl die Globale Liquidität der Anleger und von den bedeutenden Zentralbanken unterstützt, für eine weiterhin positive Perspektive sorgt. Der Aktienanteil (ca. 23%) ist risikobewusst investiert und sich bietende Investitionschancen werden konsequent umgesetzt. Bei neuen Verwerfungen der wirtschaftlich schwachen europäischen Staaten, werden wir den Aktienanteil entsprechend reduzieren. Im Vergleich zum ähnlich investierten Fonds Ethna Aktiv E hat unser Fonds seit Jahresbeginn annähernd doppelt so viel Vermögenszuwachs verbucht.

### **HAMBURG-FONDS**

Derzeit prüfen vier Großinvestoren deren Investitionsbereitschaft für das von uns vorgegebene Startkapital von EUR 8 – 10 Mio. Wir werden weiter berichten. Unser Musterdepot des Hamburg-Fonds ist im ersten Quartal 2012 um +10,08% gestiegen.

### **AUSSICHTEN 2012**

Äußerungen der mächtigen Zentralbanken lassen darauf schließen, dass sie weiterhin an dem historisch niedrigen Zinsniveau vorerst festhalten und für ausreichend Liquidität sorgen werden.

Die Zusammenlegung der beiden europäischen Rettungsschirme auf nunmehr 800 Milliarden Euro, die vor finanziellen Risiken der Peripherie-Staaten schützen und stützen sollen, sorgt zwar für Kursphantasie, wobei aber das Rückschlagspotential nicht vernachlässigt werden darf, da wir uns nach dem Aktienboom des ersten Quartals auf einem hohen Niveau befinden. Die Volatilität hat in den letzten beiden Wochen zugenommen. Der Euro konnte sich mit den gefundenen Rettungsmaßnahmen von seiner Schwächephase wieder gut erholen.

Die anfängliche Aktieneuphorie haben wir im Berichtszeitraum - so wie die meisten Investoren auch - in dem Ausmaß nicht mitgemacht, da wir die Aktienanlagen risikobewusst ausgerichtet hatten. Hinzu kam, dass unsere Absicherung der Aktienquote bei dem rasanten Indexanstieg an Wert verloren hat. Dieses Finanzinstrument wurde um wenige Indexpunkte beim diesjährigen Höchststand (7.194,33) ausgestoppt und ausgebucht, womit die Performance stark belastet wurde. Wir werden trotzdem unverändert an dieser Absicherungsstrategie festhalten, sobald der Markt wieder neue Höchststände erreicht. Prognosen der Analysten besagen, dass der DAX in diesem Jahr ein Potential zwischen 7.600 und 7800 erreichen kann, was wir aber nicht für die beschriebene Absicherung ausreizen möchten. So stellen wir uns eine erneute Sicherung bereits ab 7.400 Indexpunkten vor.

Die chancenreiche Region Asien verlor zuletzt an Dynamik, aber nicht grundlegend an den guten Aussichten mit einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum. So halten wir weiterhin an China und Indien fest und weiten das Anlagespektrum um Brasilien und Russland aus (sog. BRIC-Staaten). Unser Augenmerk richtet sich auch auf die USA, obwohl Ben Bernanke davor gewarnt hat, dass die Rezessionsrisiken noch nicht überwunden sind. So achten wir auf den monatlichen Arbeitsmarktreport vor Ostern, auf den Konflikt des Westens mit dem Iran und den damit gestiegenen Rohölpreisen, sowie auf den US-Häusermarkt-Index (case-shiller-index).

Im Anleihesektor haben Unternehmensanleihen weiterhin eine sehr gute Nachfrage, wodurch sich die Credit-Spreads stark reduzierten und die Anleihen entsprechend im Kurs zulegten. Vereinzelt kommt es hierbei bereits zu einer Überbewertung aufgrund des hohen Anlagebedarfs der Anleger. Wir werden solche Anleihen nach Möglichkeit ersetzen.

Mit freundlichen Grüßen



Hans-Georg Kuhlmann

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

Telefon: 040/ 35 53 02 0  
Email: [pam@pamanagement.de](mailto:pam@pamanagement.de)  
Webseite: [www.pamanagement.de](http://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.