

**Fachgruppentagung der Finanzdienstleister Steiermark**  
**16. Oktober**

Univ. Doz. DDr. Peter Ladreiter, Vorstand  
Security Kapitalanlage Aktiengesellschaft

# Die Lehren aus der Finanzkrise – Kapitalanlagen im aktuellen Marktumfeld

---

**S**

**SECURITY**

*Kapitalanlage Aktiengesellschaft*

## Ursachen und Phänomene der Finanzkrise

Eigenschaften von Anlagekategorien

Garantiemodelle auf dem Prüfstand

Anlageperspektiven nach der Krise

# Stimmungsbild Herbst 2008

**DER STANDARD**

**Finanzkrise: Weltweite Rettungsaktionen**

- Global akkordierte Zinssenkungen
- London: Teilverstaatlichung von acht Banken
- Börsen setzen Talfahrt trotz Zinsschnitts fort
- Wien: Unbegrenzte Einlagensicherung

**Die Presse**

**KURIER**

**Der arme Schlucker Staat - eine inszenierte Tragödie**

**FINANZKRISE.** Im Epizentrum des Kapitalismus rettet der Staat gescheiterte Banken vor der Pleite. Ein Skandal? Nicht wirklich.

**„Mir schenkt niemand einen Cent“**

**USA.** Schwindende Pensiovorsorgen, sinkende Umsätze, weniger Trinkgelder: Die US-Bevölkerung leidet unter der Wirtschaftskrise und ärgert sich über das 700-Mrd.-Hilfspaket.

**IWF warnt vor Rezession in den USA**

**FINANZKRISE.** Amerika droht eine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung. Frankreich ist bereits jetzt so weit.

**Die Krise die alles verändert**

**Der Crash am US-Finanzmarkt wird weltweit tiefe Spuren hinterlassen - auch wenn die Rettungsaktion gelingt**

**SEITEN 8**

**Kurse wie im Ausverkauf**

**Blutbad zum Wochenaufakt - Es trifft nicht nur die Finanzwerte**

**Börse**

**12618.47 -707.47**

# Ursachen der Finanzkrise (2007-2010)

## Hauptursachen

- **Haftungsbeschränkungen** der Banken (Hedgefonds) und niedrige Eigenkapitalquote  
→ Reiz zu Risiko, da Gewinne privatisiert und Verluste sozialisiert werden
  
- **Regressfreiheit** bei der Aufnahme von US Immo-Krediten  
→ Anreiz für Kredit in großer Höhe, da kein Regress auf Vermögen !
  
- **unzureichender Ordnungsrahmen** für Finanzmärkte – blinder US-Glaube an die Selbstregulierung der Märkte (Republikanische Sichtweise)

# Ursachen der Finanzkrise (2007-2010)

## Nebenursachen

- **US-Aufsichtsbehörde (SEC)** hat versagt (Korruption und/oder Unfähigkeit) → prominentes Beispiel Madoff
- **IFRS-Rechnungslegung** mit Bewertung zum Zeitwert: Im Boomjahren viel Eigenkapital und Geschäftsausweitung, in Krisenjahren Gegenteil → zyklisches Handeln (Blasen verstärkt, Krisen vertieft !)
- **US-Rating-Agenturen** sind Erfüllungsgehilfen der Auftraggeber und USA-freundlich → Irreführung für Investoren (teils AAA-Rating für Schrottpapiere)
- **Niedrigzinsphase durch US-Notenbank (FED)**, welche Blasenbildung fördert, da Vielzahl unrentabler Geschäfte entsteht !

# Die US-Subprime Krise

## Extremer Missbrauch bei Schätzgutachten für "Immobilien"



Holzkonstruktion für Sicherheit über 103.000\$. Immerhin knapp 50 Quadratmeter und 2 Räume.

Rückseite des Anwesens: Der Schätzer von Integrity Funding taxierte das Haus auf 132.000\$

# Die US-Subprime Krise (2)

- Dame mit 61 Jahren, arbeitslos und hoch verschuldet mit einer sehr zweifelhaften Kredithistorie.
- Kreditvermittler kassiert 10.000 USD als Provision.
- Kredit wird von Wells Fargo mit 4.050 anderen verbrieft und an HSBC London weiter verkauft.
- Standard & Poor´s vergibt ein AAA Rating für Struktur.
- Diese Struktur wurde an andere Banken weiterverkauft. Auch eine niederländische Pensionskasse kaufte diese Struktur.
- Ende 2008 leiden 25 % der Kredite in der Struktur unter Zahlungsverzug.
- Die “Hütte“ wurde für 15.000 USD vom Nachbarn gekauft und ....  
**.....abgerissen.**

# Was folgt auf die Krise ?

## ab 2011 - Konsolidierungsphase

### ⇒ 1. Reduktion der Budgetdefizite ⇒

a) durch Inflation

b) durch Sparprogramme → (vorübergehende) Dämpfung der Wirtschaft

c) mit (ausländischer) Hilfe (für die USA !)

### ⇒ 2. Keine Reduktion der Budgetdefizite ⇒

⇒ Deflation mit Nullwachstum

⇒ anhaltend niedrige Zinsen

⇒ Weiterwachsen des Defizits (Japan) und Lähmung der Wirtschaft

**FAZIT:** Entweder Entschuldung durch Inflation oder dauerhafte deflatorische Lähmung (siehe Japan)



Ursachen und Phänomene der Finanzkrise

Eigenschaften von Anlagekategorien

Garantiemodelle auf dem Prüfstand

Anlageperspektiven nach der Krise

# Eigenschaften von Anlagekategorien

Je nach Asset unterschiedliche Werttreiber

## **Kategorie 1:** Glaube an Wertschöpfung der Wirtschaft

- Aktien
- Anleihen (Staat, Unternehmen, Banken)
- Immobilien

## **Kategorie 2:** Vertrauen in Handelssysteme, Markteinschätzung

- Hedgefonds
- Managed Futures

## **Kategorie 3:** Glaube an Verknappung

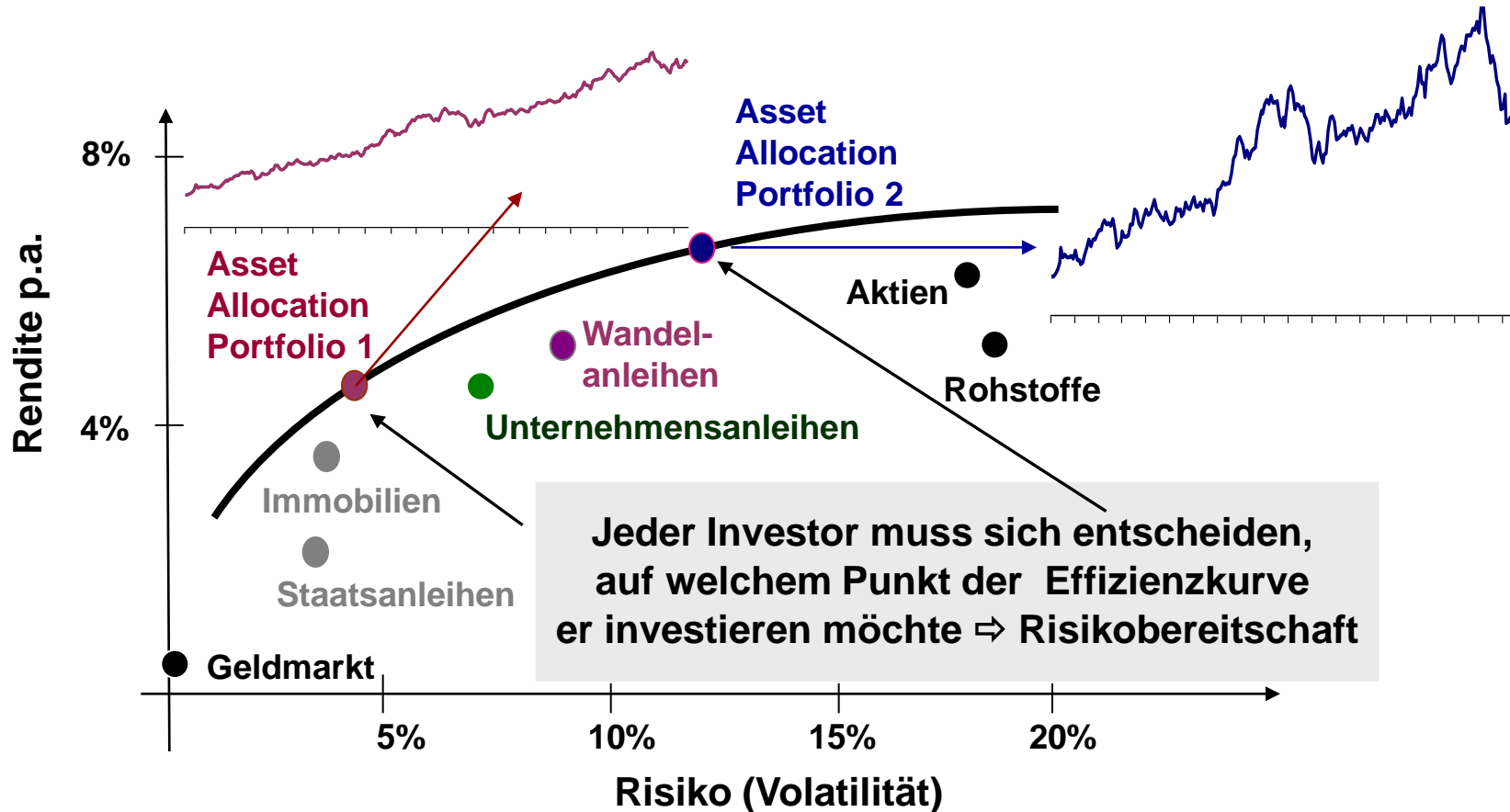
- Gold
- Rohstoffe

## **Kategorie 4:** Glaube an Außenhandels-Überschuss

- Währungen

# Rendite und Risiko von Assets

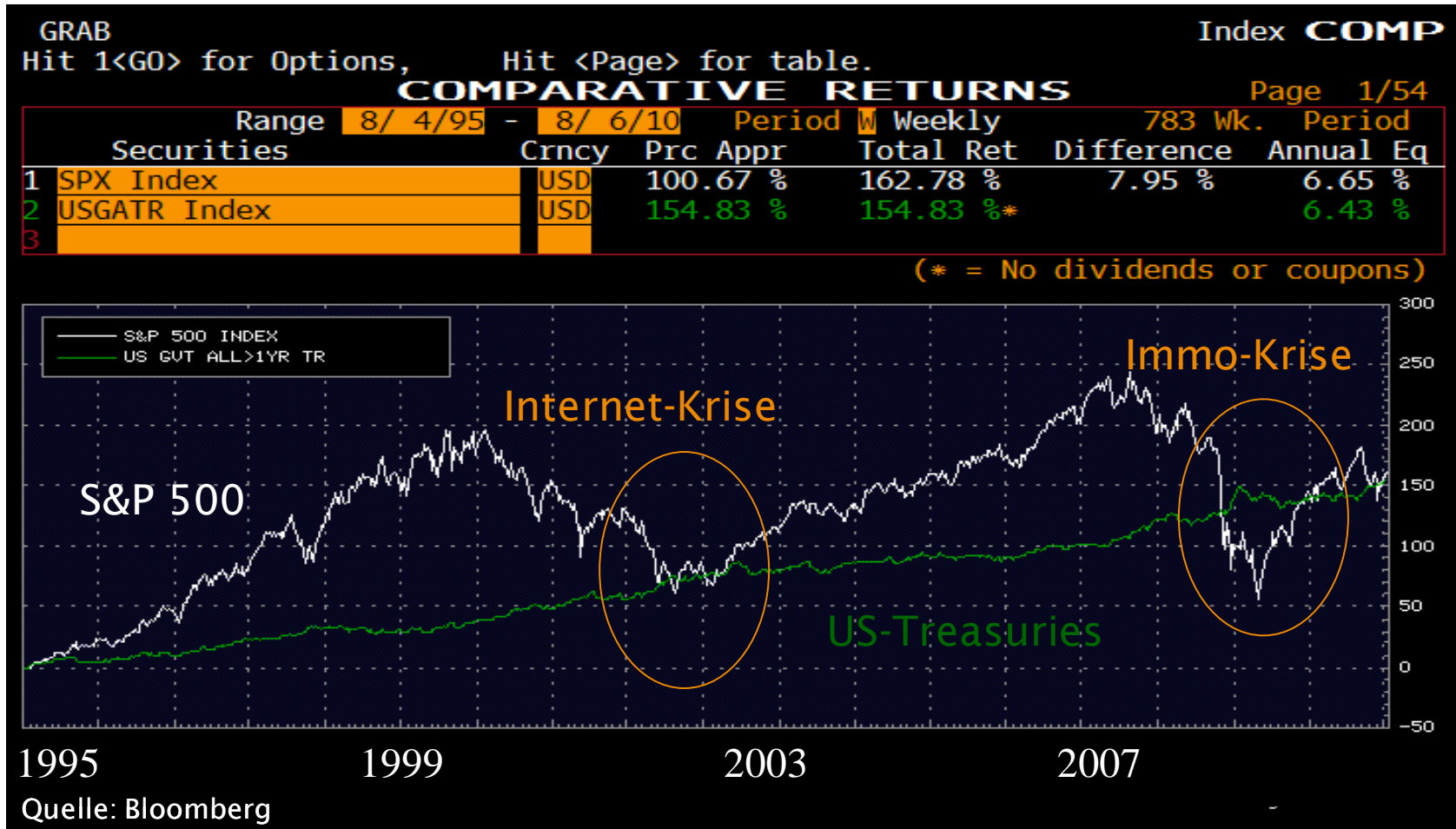
Je höher Wunschrendite, desto höher Risiko – ohne Ausnahme



Ein optimales (=effizientes) Portfolio besteht immer aus einer Mischung mehrerer Anlagekategorien → Markowitz-Optimierung

# Krise bei Aktien – NICHT bei Staatsanleihen

Finanzkrise brachte bei Staatsanleihen hohe Wertsteigerungen !



→ Breite Streuung in viele Anlagekategorien bringt Risikoreduktion

# DEM/USD: Langfristig zählt Leistungsbilanz

Langfristig leidet der US-Dollar unter seiner Schwäche im Außenhandel



Kurzfristig sind starke Schwankungen der Wechselkurse gegeben

# Rohölpreis in DEM

Langfristig wenig Ertrag, hohe Schwankungen



→ Spekulation treibt Ölkurs zu Extremen

Ursachen und Phänomene der Finanzkrise

Eigenschaften von Anlagekategorien

Garantiemodelle auf dem Prüfstand

Anlageperspektiven nach der Krise

# Arten von Garantiemodellen

Das Ziel der Garantiemodelle ist es, das Verlustrisiko im Falle sinkender Kurse an den Wertpapiermärkten zu begrenzen und gleichzeitig eine Partizipation an steigenden Wertpapiermärkten zu ermöglichen.

Alle Garantiemodelle sind von

- Laufzeit
  - Marktzinssatz
  - Portfolio-Volatilität
- abhängig.

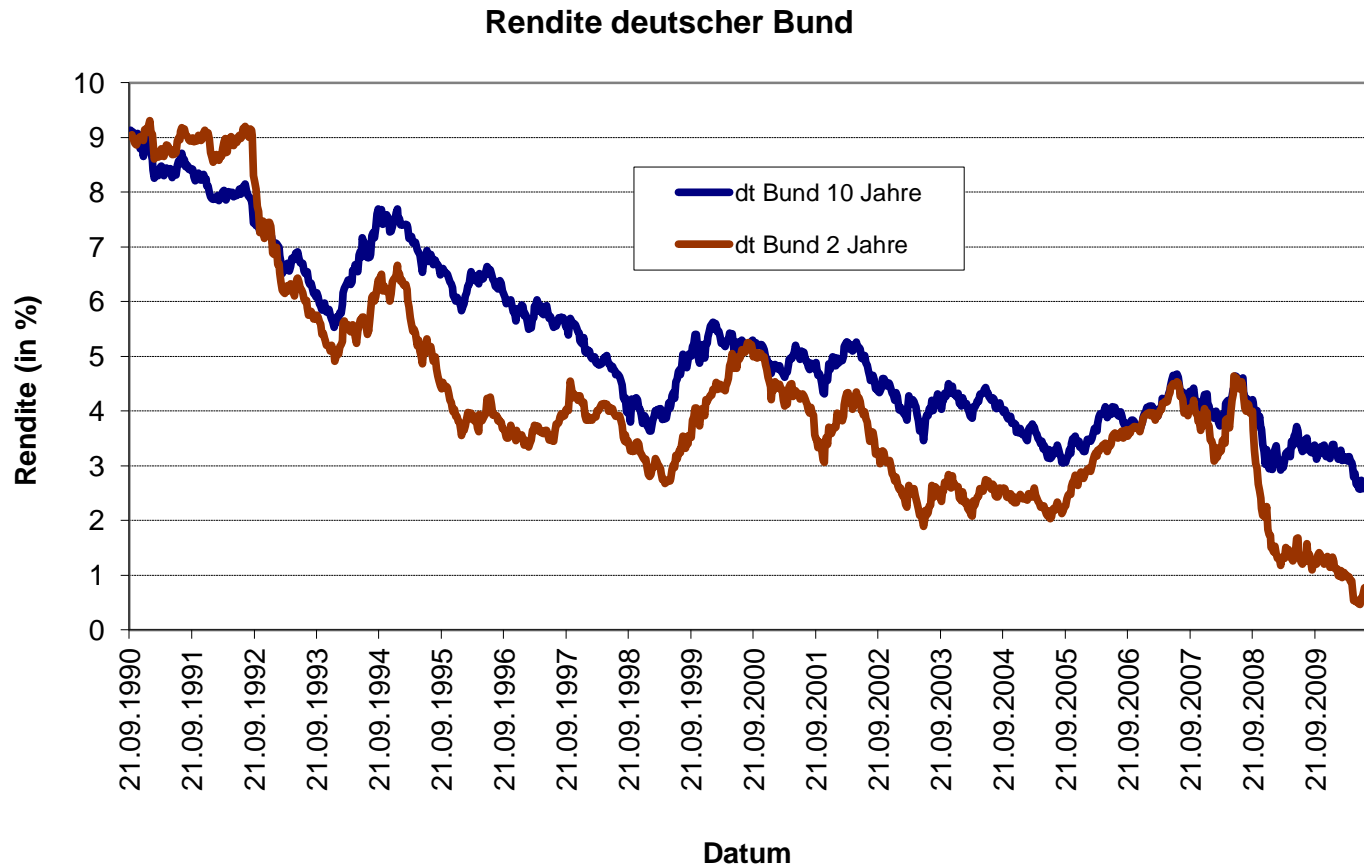
Arten von Garantiemodellen

- 1) Statische Modelle
- 2) Dynamische Modelle – CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance)
- 3) Kombinationsprodukte mit klassischem Deckungsstock
- 4) Risikotransfermodell (nach Art der Schadenversicherung)



# Aktuelle Zinsentwicklung

Kapitalmarktzinsen befinden sich auf historisch tiefem Niveau

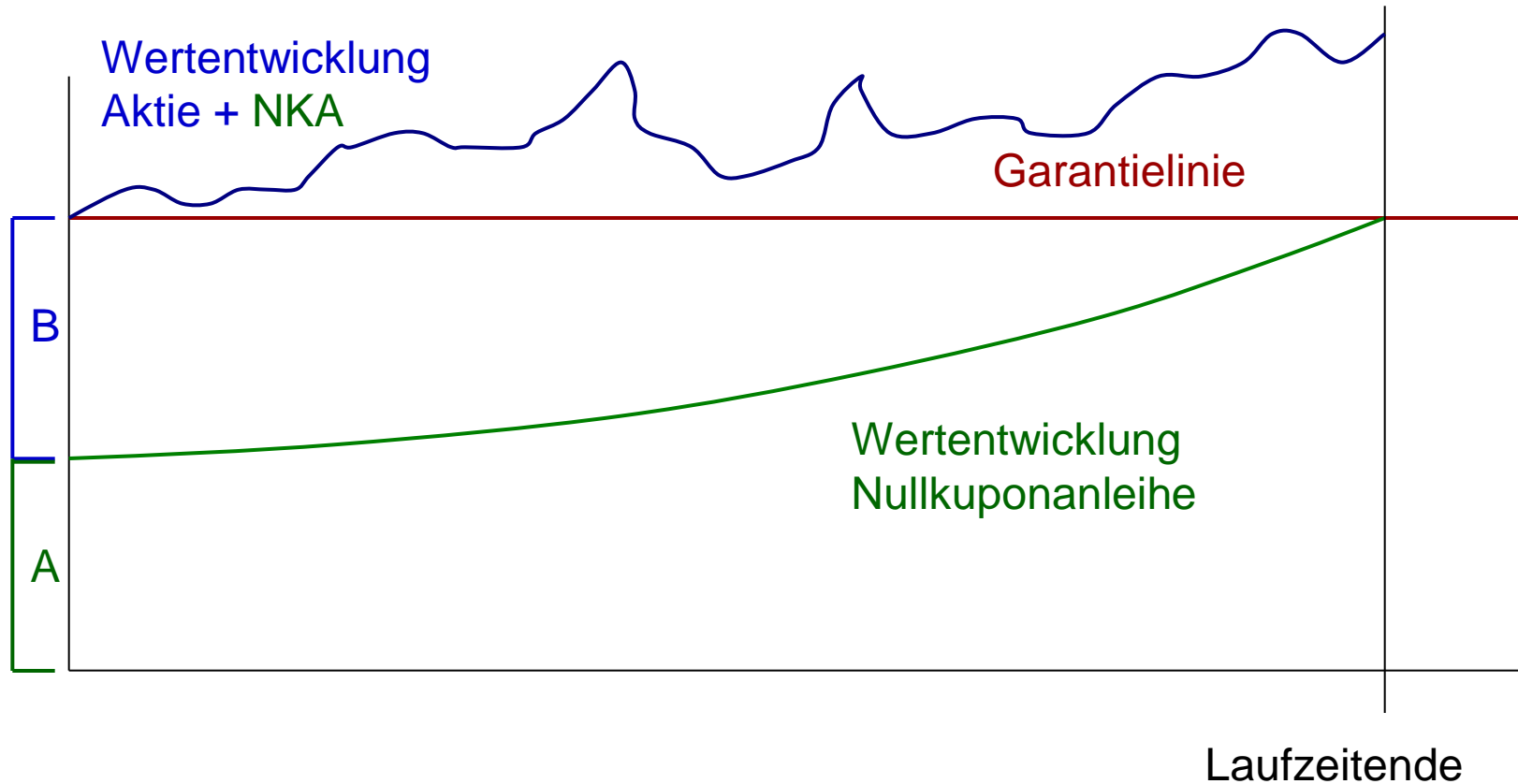


→ Kräftiger Gegenwind für Garantiemodelle, da Spielraum für Kurschwankungen massiv sinkt.

# 1. Statische Modelle

Komponente A): Nullkuponanleihe (NKA)

Komponente B): Risiko-Anlage (Aktien, Rohstoff, etc)

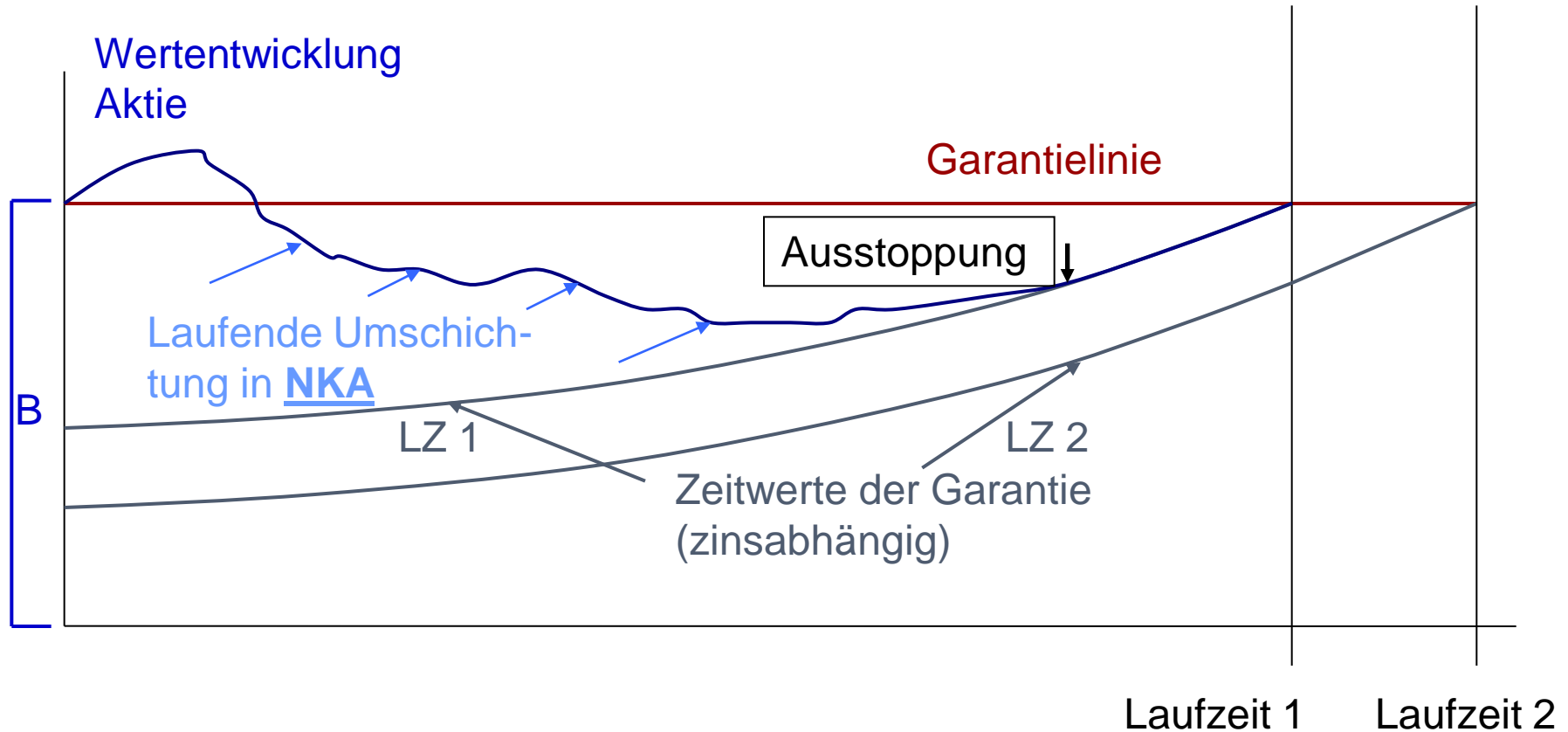


Selbst bei Totalverlust des Risikoteils ist Garantie gesichert

## 2. Dynamische Modelle (CPPI)

Komponente A): Nullkuponanleihe (NKA) → nicht sofort investiert !

Komponente B): Risiko-Anlage (Aktien, Rohstoff, etc)

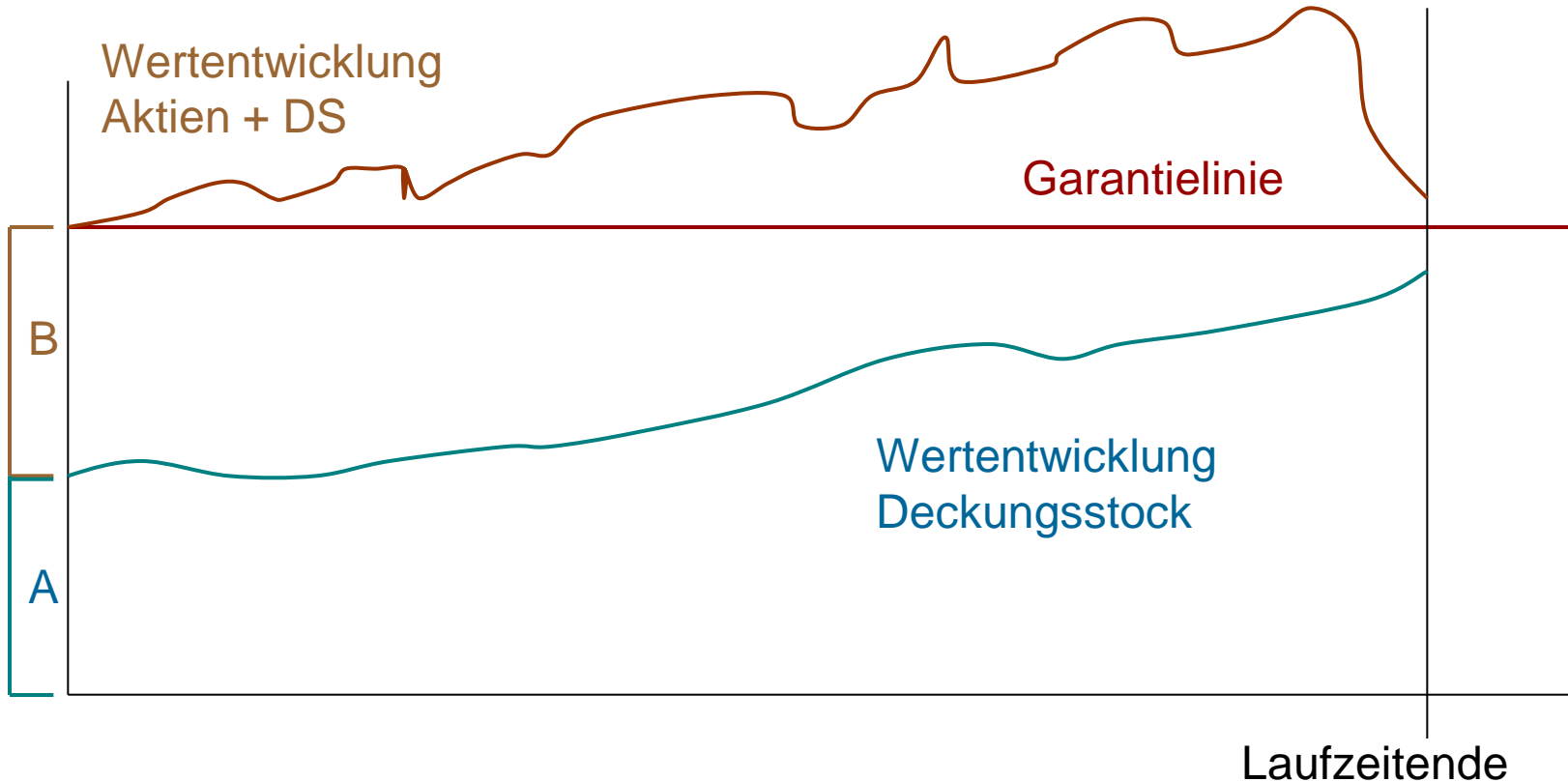


CPPI ist zwar eine Zeitlang robust, bei Krisen mit niedrigen Zinsen kommt es oft zur Ausstoppung → Problem von zu kurzen Laufzeiten !!

# 3. Kombi-Modelle (mit Deckungsstock)

Komponente A): Deckungsstock (DS)

Komponente B): Risiko-Anlage (Aktien, Rohstoff, etc)



Ähnlich wie Statisches Modell (1), nur dass bei Deckungsstock Performance ungewisser ist als bei Nullkuponanleihe

## 4. Risikotransfermodell (RTM)

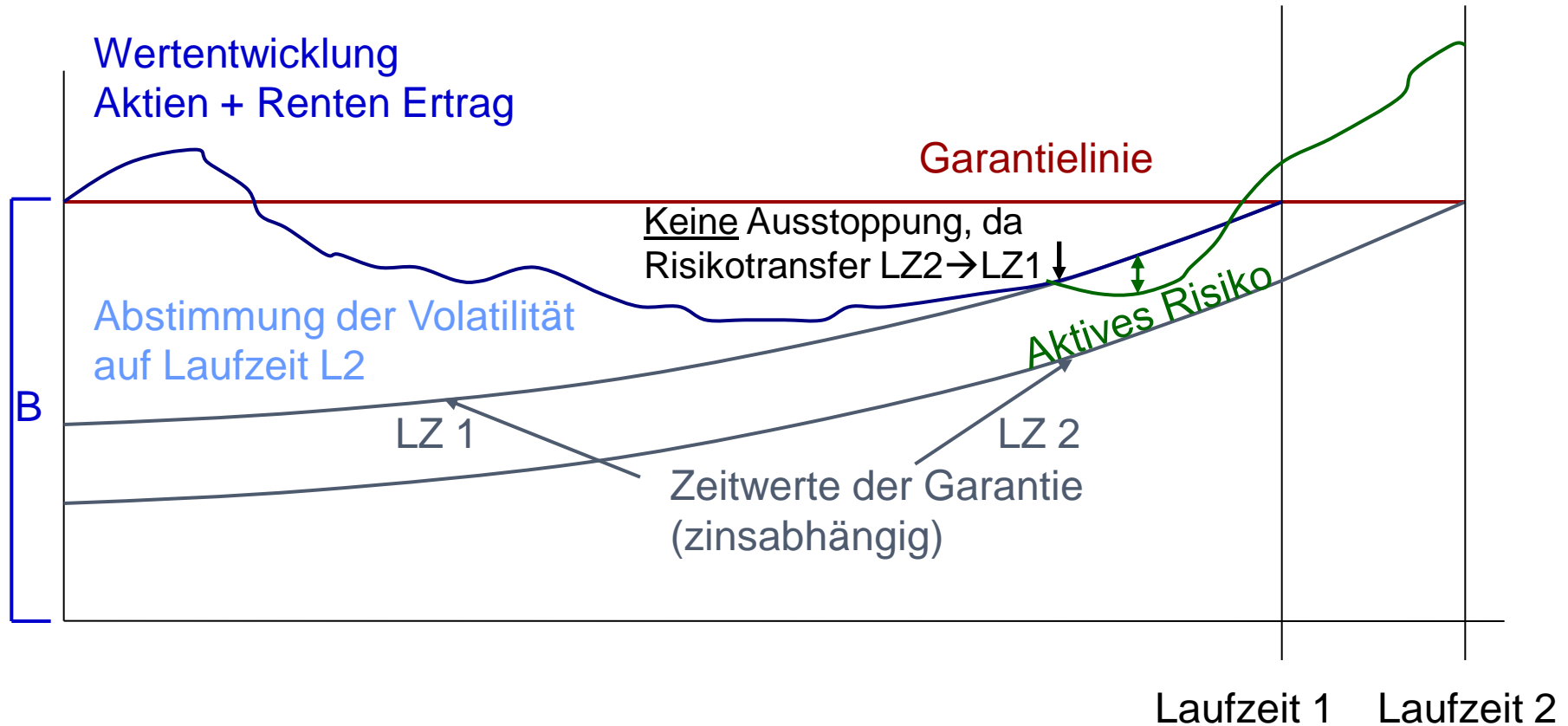
Versicherungsprinzip: Risikoausgleich der Versicherten durch unterschiedliche Laufzeiten statt vertragsindividuellem CPPI

- Im Portfolio werden alle Laufzeiten (10-65 Jahre) investiert.
- Alle Versicherungsnehmer zahlen für Kapitalgarantie eine Prämie (=Kapitalgarantiegebühr).
- Von Finanzkrisen sind vor allem kurze Restlaufzeiten stärker betroffen  
→ Deckung Garantielücke aus vereinnahmter Prämie  
→ **aktives Risiko für Garantiegeber!**
- Mit diesem Ansatz wird ein Ausstoppen von kurzen Laufzeiten stark verzögert → Robustheit gegen stärkere Marktschwankungen.
- Voraussetzung ist eine relativ geringe Anzahl an kurzlaufenden Verträgen, da mittlere Laufzeit möglichst lang bleiben muss !

## 4. Risikotransfermodell (2)

Komponente A): Nullkuponanleihe (NKA) → nicht sofort investiert !

Komponente B): Risiko-Anlage (Aktien, Renten Ertrag, etc)



RTM zögert Ausstoppung hinaus, da auf mittlere Laufzeit LZ2 abgestimmt wird, jedoch aktives Risikomanagement notwendig.

# Auswirkungen auf Garantieprodukte

## Massive Veränderungen nach Krise

- Aussterben von Garantiemodellen auf volatile Assets (Aktien, Rohstoffe, Hedgefonds)
- Niedrige Zinsen sind “GIFT“ für Garantieprodukte → hohe Ausstoppungs-Wahrscheinlichkeit für CPPI Modelle !

## FAZIT

- Lösung: Lange Produktlaufzeiten, Garantiemodelle mit Risikotransfer (RTM)
- Garantiemodelle, wo Asset Allocation durch hohen Anteil an Anleihen die Garantie sicherstellt.
- Keine Garantiemodelle ohne “Restrisiko“ für den Garantiegeber → Risikomanagement statt Risikovermeidung (Ausstoppung)

Ursachen und Phänomene der Finanzkrise

Eigenschaften von Anlagekategorien

Garantiemodelle auf dem Prüfstand

Anlageperspektiven nach der Krise



# Perspektiven für Anleihen

## Anleihen Sicherheit (AAA-Staatsanleihen)

- Extrem teuer, niedrige Verzinsung → langfristig niedrige Renditen (um 2% p.a.). Wenig Performanceperspektive !  
Bei Inflation Platzen der Staatsanleihen-Blase wahrscheinlich

**ABER:** Beachtung der stark unterschiedlichen Renditen unter AA-AAA Emissionen (0-4% p.a.)

## Anleihen Ertrag (Unternehmensanleihen, High Yield Anleihen)

- Zu Staatsanleihen vergleichsweise attraktive Renditen
- Durch Risikoaversion ergeben sich günstigere Bewertungen

# Perspektiven für Aktien

## Aktien der westlichen Industrieländer

- langfristig niedrige Wachstumsraten durch Sättigung (Konsum, Investition), aber aktuell hohe Gewinne
- Bei Deflationsszenario vermutlich geringes Performancepotenzial, jedoch aktuell attraktiv bewertet (KGV 9 bis 14 !)

## Aktien der Schwellenländer

- Höheres Wirtschaftswachstum als G7 Staaten oder EU
- Aktien langfristig attraktiv, jedoch höheres Risiko von kräftigen Rückschlägen

# Perspektiven für Immobilien

## Wohnimmobilien

- durch hohe Geldmenge und niedrige Alternativzinsen sind Preise in die Höhe getrieben worden
- Mietrenditen sinken weiter, aber hohe Stabilität

## Gewerbeimmobilien

- verstärkt konjunkturabhängig, geringere Ertragsstabilität
- je nach Lage höhere Erträge möglich

# Perspektiven für Alternative Investments

Anders als bei klassischen Investments ist Vertrauen in das Handelssystem nötig, da kein automatischer Kursanstieg durch Wertanstieg der zugrundeliegenden Investments erfolgt !

## Hedge Fonds

- weiterhin intransparent, hohe Produktkosten
- Vorteil der Marktunabhängigkeit

## Managed Futures (Trendfolger)

- Handelssysteme funktionieren meist nur bei ausgeprägten Trends
- in Seitwärtsmärkten durch Fehlsignale Wertverluste

# Perspektiven für Rohstoffe

Anders als bei klassischen Investments sind Rohstoffe für sich nicht wertschöpfend – Kurs bewegt sich nach Angebot und Nachfrage

## Rohstoffe

- starke Preisschwankungen, sehr spekulativ
- historisch langfristig nur mäßige Wertentwicklung (in EUR/DEM)

## Gold

- In Mode bei Krisenszenarien, starke US \$ - Bindung
- Historisch schwache Wertentwicklung, rein spekulativ

# FAZIT

## Krise hat neue aber nicht nur ungünstige Verhältnisse geschaffen!

- langfristig niedrigere Wachstumsraten durch Sättigung (Konsum, Investition), aber aktuell hohe Gewinne der Unternehmen
- Bei Deflationsszenario und sehr hohen Staatsschulden vermutlich dauerhaft niedrige Zinsen und damit wenig Erträge für Kapitalanlagen
- Infolge Niedrigzinsen ist auch Überhitzung und Inflation möglich
- Kapitalanlage wird nur mehr bei langfristig strategischer Ausrichtung zum Erfolg führen
- Auswahl der Anlagekategorien unter Kenntnis des zugrunde liegenden Werttreibers
- Garantiemodelle haben schwieriges Umfeld, lange Laufzeit ist jedenfalls nötig

# Notizen

---



SECURITY

*Kapitalanlage Aktiengesellschaft*

## Security Kapitalanlage AG

Burgring 16, 8010 Graz

T + 43 (316) 80 71-0

E [office@securitykag.at](mailto:office@securitykag.at)

I [www.securitykag.at](http://www.securitykag.at)

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Hinweise auf die frühere Performance der einzelnen Fonds garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft. Obwohl wir die von uns beanspruchten Quellen (OeKB, Tipas, Bloomberg, Reuters bzw. eigene Berechnungen) als verlässlich einstufen, übernehmen wir für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier wiedergegebenen Informationen keine Haftung. Die Berechnungen berücksichtigen weder Ausgabe- noch Rücknahmespesen. Diese Unterlage ist weder ein Angebot, noch eine Einladung zur Anbotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Die gemäß § 6 Investmentfondsgesetz 1993 erstellten Prospekte, die auch den vereinfachten Prospekt und die Fondsbestimmungen enthalten, sind kostenlos inklusive sämtlicher Änderungen seit Erstverlautbarung im Amtsblatt zur Wiener Zeitung erhältlich bei der Security Kapitalanlage Aktiengesellschaft, Burgring 16, 8010 Graz, sowie bei der Depotbank Constantia Privatbank AG, Bankgasse 2, 1010 Wien.

**SECURITY**

*Kapitalanlage Aktiengesellschaft*