

MANAGER-REPORT FÜR DEN GALIPLAN AKTIEN GLOBAL AMI  
**DR. STEFFEN HAUPTMANN – JULI 2009**

- **Zahlen – Der Aufschwung ist da, oder?**
- **Positionierung der Fonds – Zu defensiv, oder?**
- **Staatlich initiiertes Aufschwung – Das funktioniert, oder?**

Die Börse boomt. Das bedeutet, die Krise ist überstanden und die Weltwirtschaft erholt sich zusehends. Die Erholung der Wirtschaft wird die Börsen weiter steigen lassen. Die letzten Pessimisten beginnen allmählich zu begreifen, dass der nächste große Aufschwung begonnen hat. „The Recession is OVER“ titelte das renommierte Newsweek-Magazin letzte Woche auf seiner Frontseite.

Nun keine Sorge, ich habe nicht plötzlich einen schizophrenen 180°-Meinungsschwenk vollzogen. Das ist nicht meine Meinung sondern ein sich mehr und mehr herausbildender Konsens unter Analysten und Ökonomen. Mir ist diese deutliche Änderung der öffentlichen Meinung besonders stark in den vergangenen drei Wochen aufgefallen.

**Zahlen – Der Aufschwung ist da, oder?**

Natürlich gibt es allerlei Zahlen, die eine sequentielle Erholung in vielen Bereichen widerspiegeln. So legten z. B. die Auftragseingänge der deutschen Industrie den vierten Monat in Folge zu und stiegen mit +4,5% (Juni im Vergleich zum Mai) so schnell wie seit Jahren nicht mehr (Quelle: Handelsblatt). Meldungen dieser Art kann man in vielen Bereichen lesen (siehe auch das Beispiel „Wohnungsbau in den USA“ aus dem letzten Newsletter). Sie bilden eine Grundlage für den zunehmenden Optimismus. Ähnliches spiegelt sich auch in den Ergebnissen vieler Unternehmen für das abgelaufene 2. Quartal wider.

Schaut man allerdings genauer hin, dann kann man in diesen Zahlen ein typisches Muster erkennen. Die Erholung erfolgt von extremen Tiefstständen aus. Das erkennt man sofort, wenn man nicht die Änderung zum Vormonat sondern z. B. zum Vorjahr oder zu vor 18 Monaten (dem Beginn der Krise) anschaut!

So sind die Auftragseingänge der deutschen Industrie zwar 4,5% höher als im Vormonat, aber gleichzeitig 25,3% niedriger als im selben Monat des Vorjahres! Was wir wirklich sehen ist kein normaler Aufschwung sondern eine relativ kleine Gegenreaktion nach einem extremen Abschwung. Schaut man sich das im Kontext früherer Krisen an, dann zeigt sich, dass eine solche Art von Mean-Reversion (Umkehr zum Mittelwert) nach extremen vorhergehenden Datenänderungen wenig bis keinen prognostischen Informationsgehalt hat.

Da der Abschwung in dieser Rezession in kurzer Zeit sehr viel größer war als bei den meisten Nachkriegsrezessionen ist die Mean-Reversion auch etwas stärker ausgefallen. Viele Analysten vergleichen diesen „Aufschwung“ mit dem normaler Rezessionen und leiten daraus ihren Optimismus ab. Ich denke, dass wir eine Rezession sehen, die von völlig anderen Faktoren bestimmt wird als die typische Nachkriegsrezession.

**Positionierung der Fonds – Zu defensiv, oder?**

Die Fonds sind relativ stark abgesichert und haben so gut wie nicht an der Aufwärtsbewegung des Marktes teilgenommen. Sie können sich sicher vorstellen, dass ich darüber nicht gerade glücklich bin. Die Indikatoren, welche die Absicherungsstrategie über Jahre hinweg bestimmt haben, halten die Fonds nach wie vor in einer extrem defensiven Position.

Unter technischen Gesichtspunkten wirken der extreme Überkauft-Zustand des Marktes (zu schneller Anstieg in zu kurzer Zeit) und die Volumenentwicklung besonders negativ. Das monatliche Volumen gehandelter Aktien an der New Yorker Aktienbörse zeigt einen kontinuierlichen Abwärtstrend (gehandelte Aktien in Milliarden Stück, Quelle: thechartstore.com):

• März 2009:	65,6
• April 2009:	53,7
• Mai 2009:	50,4
• Juni 2009:	46,4
• Juli 2009:	40,9

Das ist kein Merkmal einer gesunden Aufwärtsbewegung, sondern eher typisch für Bewegungen die irgendwann „im Sande verlaufen“ und nicht selten komplett revidiert werden.

Sentimentindikatoren haben zuletzt deutlich mehr Optimismus gezeigt. Bei der AAI (American Association of Individual Investors) sind 50% der Umfrageteilnehmer bullish (Langzeitdurchschnitt 39%, Quelle: aaii.com) und bei der von Investors Intelligence durchgeführten Umfrage unter professionellen Newsletter-Autoren sind 47,2% bullish (25,8% sind bearish, Quelle: investorsintelligence.com).

Das Put-/Call-Ratio an der CBOE steht bei 0.62 (20-Tage-Durchschnitt, Quelle: cboe.com) und damit deutlich unter dem historischen Durchschnitt von 0.78. Es zeigt, dass die

Anzahl derjenigen die mit Puts auf einen fallenden Markt setzen nur rund 62% derjenigen beträgt die mit Calls auf einen steigenden Markt setzen.

In Summe deuten diese Sentimentindikatoren auf einen recht hohen, wenn auch noch nicht extremen Optimismus hin. Das ist ein Kontraindikator. Er kann zwar kurzfristige Marktbewegungen nicht vorhersagen und in längeren Aufwärtsbewegungen kann der Optimismus noch extremere Werte erreichen. Das aktuelle Sentiment verdeutlicht aber, dass die Rallye auf zunehmenden Widerstand stoßen könnte. Zuletzt haben wir diese Art von Optimismus im Dezember 2007 gesehen. Das war ziemlich genau am Beginn der großen Abwärtsbewegung am Aktienmarkt.

Auch fundamental ist der Markt keineswegs billig. Nimmt man das 10-Jahres-Gewinnpotential und die Dividendenrendite als Ausgangspunkt, dann lässt die aktuelle Marktbewertung des S&P500-Aktienindex in den USA Renditen von durchschnittlich 6,8% pro Jahr für die nächsten 10 Jahre erwarten. Das liegt weit unter dem historischen Mittel (9,6%) und war abgesehen vom 2000-er Top davor immer typisch für Bewertungen am Ende langer säkularer Bullenmärkte.

Der Anfang solcher langen Bullenmärkte bzw. das Ende von starken Rezessionen war dagegen bis auf eine Ausnahme (2003) immer von fundamental extrem niedrigen Marktbewertungen geprägt, die nachfolgende 10-Jahres-Renditen von 14% - 17% pro Jahr mit sich brachten. Einen solchen Tiefpunkt hatten wir selbst im März diesen Jahres nicht annähernd erreicht.

Nach Auswertung aller Daten komme ich weiterhin zu dem Ergebnis, dass die jetzige Rallye keine gesunde Rallye am Ende eines Bärenmarktes ist. Zwar ist sie bereits länger und stärker als typische Bärenmarktrallies, aber das mag dem stärkeren gesehenen Einbruch geschuldet sein. Die erste große Gegenbewegung nach dem Crash von 1929, der letzten großen Kreditkrise in den USA, lief allerdings noch weiter als die aktuelle Rallye. Alle dort erzielten Gewinne wurden in der folgenden Abwärtsbewegung wieder abgegeben und es wurden noch spektakulärere neue Tiefstände erreicht.

Das muss kein Vorbild für die Zukunft sein, aber für mich deutet vieles daraufhin, dass wir einen großen Teil der in der jetzigen Rallye erzielten Gewinne wieder abgeben könnten bevor der endgültige Boden in dieser Krise gefunden wird.

All diese Argumente machen es trotzdem für mich und sicher für die meisten Investoren in den Fonds nicht einfacher, zuzuschauen wie der Markt steigt und wir nicht dabei sind. Das Gefühl, dass die Strategie die Synchronisation mit dem Markt verloren hat, hatte ich auch in den vergangenen zehn Jahren immer wieder mal, wenn auch selten so lange und intensiv wie diesmal. In vielen dieser Fälle haben sich die Din-

ge schließlich so entwickelt, dass eine aktuell zu defensive oder zu offensive Position sich im Nachhinein als durchaus richtig herausgestellt hat.

Es wäre natürlich schön, wenn man in dieser Marktphase mal eben die Absicherungen wegnehmen und mit dem Markt mitlaufen könnte. Solche manuellen Eingriffe in die Strategie (entgegen der langfristig wirkenden Datenlage) können funktionieren. Das zeigen auch meine Erfahrungen aus ähnlichen Phasen in der Vergangenheit. Eine genauere Analyse verdeutlicht aber, dass man im Durchschnitt aller manuellen, emotionsgetriebenen Eingriffe verlieren würde, in einigen wenigen Fällen sogar extrem viel. Deswegen beiße ich in den sauren Apfel und lasse die Absicherungen in der durch die gegebenen Wahrscheinlichkeiten optimalen Höhe, auch wenn es kurzfristig weh tut.

### **Staatlich initiiertes Aufschwung – Das funktioniert, oder?**

Ich erwarte, dass sich das aktuelle „Wachstum“ der Wirtschaft vielleicht schon im 3. Quartal, sehr wahrscheinlich aber im 4. Quartal diesen Jahres auch in einer Zunahme des Brutto sozialproduktes zeigt. Zum einen sind die Vergleichs quartale des Vorjahres extrem schlecht gelaufen und daher leichter zu schlagen. Zum anderen wäre es verwunderlich, wenn wie z.B. in den USA die gesamten direkten und indirekten Stimuli 7% des Brutto sozialproduktes ausmachen und diese 7% nicht wenigstens kurzfristig 2-5% Wachstum erzeugen könnten.

Dieses Wachstum hat die Börse aber mehr als eingepreist. Die Frage ist, wie geht es im nächsten Jahr weiter? Kann sich daraus ein selbsttragender Aufschwung entwickeln oder ist sogar damit zu rechnen, dass die Stimuli in dieser Art solange fortgesetzt werden können bis der Aufschwung kommt?

Schon die jetzt beschlossenen Programme bewirken, dass sich die Staatsverschuldung in den USA laut Aussage des CBO (Congressional Budget Office) von 41% des Brutto sozialproduktes (BSP) Ende 2008 auf 71% Ende 2012 erhöhen wird (Quelle: cbo.gov). Die 71% sind dabei wahrscheinlich noch sehr optimistisch angesetzt. Sie beinhalten nicht die riesigen absehbaren Schulden der jetzt verstaatlichten Kreditfinanzierer Freddy Mac und Fannie Mae und die hohen Kosten der von Obama angestrebten Gesundheitsreform (geschätzt 1000 Mrd. US-Dollar).

Auch basieren die Angaben auf extrem optimistischen Steuerschätzungen, die eine schnelle Rückkehr zu hohem Wirtschaftswachstum voraussetzen. Andere Risiken, wie die chronisch unterfinanzierten Pensionskassen der öffentlichen Haushalte und die sich zuspitzenden Finanzkrisen in vielen US-Bundesstaaten (Kalifornien ist am Rande des Bankrotts), die massive Regierungshilfen notwendig machen könnten, sind ebenfalls nicht einkalkuliert.

80% - 85% des BSP an Staatsverschuldung innerhalb der nächsten dreieinhalb Jahre scheinen durchaus realistisch, nicht nur in den USA sondern auch in den großen europäischen Ländern. Bei 100% Verschuldung sehen Ökonomen in der Regel eine absolute Grenze, weil dann der Schuldendienst so hoch wird, dass nur extrem hohe Wachstumsraten eine Rückführung dieser Verschuldung je wieder realistisch erscheinen lassen. Die Alternativen sind massive Steuererhöhungen, Geld drucken oder Staatsbankrott. Jede dieser Alternativen hätte katastrophale Auswirkungen auf die betreffenden Volkswirtschaften.

Diese Zahlen zeigen, dass weitere wirtschaftliche Stimuli ab dem nächsten Jahr nicht mehr realistisch finanzierbar sind. Unsere einzige Chance ist es folglich, dass die jetzigen Stimuli greifen und einen selbsttragenden Aufschwung initiieren. Das funktioniert nur wenn neben der direkten Wirkung der Subventionen so genannte Multiplikatoreffekte auftreten. Das sind Effekte, bei denen aus einem Dollar Einsatz zwei oder drei oder vier Dollar Wachstum werden. Natürlich erwarten Politiker genau diese Multiplikatoreffekte und begründen ihre Subventionen und Stimuli damit.

In den letzten Jahren hat es umfangreiche Untersuchungen von führenden Ökonomen zum Thema „Multiplikatoreffekte“ gegeben. Eine der neuesten stammt von Robert Barro von der Harvard-Universität. Er kommt zu dem Schluss, dass der Multiplikator für alle Stimuli der US-Regierung zwischen 1955 und 2006 bei -0.01, der Effekt also quasi gleich Null ist. (Quelle: Macroeconomics A Modern Approach, Thomson/Southwestern 2008). Der bekannte italienische Ökonom Roberto Perotti vom Centre for Capital Economic Policy Research hat ähnliche Untersuchungen für Europa durchgeführt und kommt zu einem fast identischen Ergebnis (Quelle: Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries, 2004).

Barro und Perotti kommen darüber hinaus beide zu der Schlussfolgerung, dass ein Euro an Regierungsausgaben die privaten Investitionen um genau diesen Euro verringert und somit in Summe keinerlei Nutzen für das Bruttosozialprodukt entsteht. Alles was entsteht ist eine höhere Staatsverschuldung welche zu geringerem (!) zukünftigen Wachstum führt (insbesondere weil sie die Zinsen höher hält). Nur sehr kurzfristig lässt sich eine positive Wirkung der Stimuli beob-

achten. Diese kurzfristige Wirkung wurde in jedem Fall durch nachfolgende Perioden negativer Wirkung wieder aufgehoben. Die Wissenschaft ist sich hier ziemlich einig: staatliche Stimuli machen keinen Sinn und sind langfristig auf Grund der höheren Schulden sogar kontraproduktiv!

Ähnliche Untersuchungen gibt es für Multiplikatoreffekte bei Steuersenkungen. Hier sind die Ergebnisse genau umgekehrt. Es gibt einen Multiplikator und der liegt etwa bei 3, d.h. jede Steuersenkung um einen Euro erhöht das BSP langfristig um 3 Euro. Das funktioniert am besten, wenn Steuersenkung nicht zu höheren Staatsverschuldungen führen. Die richtige Politik wäre es folglich, statt staatlicher Stimuli die Steuern zu senken und gleichzeitig die Staatsausgaben den Einnahmen anzupassen, um die Schulden beherrschbar zu halten.

Leider denken die meisten Politiker immer nur bis zur nächsten Wahl und sind daher mehr auf die kurzfristigen Effekte aus, egal wie negativ die Langzeitwirkungen sind. Die jetzige Politik der meisten entwickelten Volkswirtschaften ist nicht unähnlich der von den USA 1929 bis 1941 betriebenen Politik. Diese führte zu einer langen Weltwirtschaftskrise und deren Folgen waren zumindest teilweise mitverantwortlich für den Ausbruch des Zweiten Weltkriegs. Sind wir Menschen wirklich so lernunfähig? (dazu mehr im nächsten Newsletter)

### **Ausblick**

Obwohl die Börse einen Zwischenspurts eingelegt hat, deutet nicht viel auf einen robusten Aufschwung hin. Rechnet man die staatlichen Stimuli raus, dann bleibt eine nach wie vor schrumpfende Ökonomie übrig. Bürger und Unternehmen investieren nicht (sie haben nach wie vor viel zu viele Schulden). Zudem sind keine langfristig positiven Wirkungen aus den Stimuli zu erwarten. Die von vielen in den jetzigen Aufschwung hineininterpretierte These einer schnellen V-förmigen wirtschaftlichen Erholung erscheint mir nicht stichhaltig.

Die Fonds bleiben aktuell weiter überwiegend defensiv. Ziel ist es, in kommenden Abschwüngen die Investorengelder zu erhalten und in der Nähe möglicher kommender Tiefpunkte aggressiver in den Markt einzusteigen. Geduld ist eine wichtige und profitable Tugend am Aktienmarkt. Geduld ist jetzt gefragt.

Ihr Fondsmanager  
Dr. Steffen Hauptmann, 12.8.09