

GALIPLAN AKTIEN GLOBAL

ERGÄNZUNGSSTRATEGIE

MANAGER-REPORT FÜR DEN GALIPLAN AKTIEN GLOBAL AMI
DR. STEFFEN HAUPTMANN – JULI 2010

- **Europas Banken - Wo stehen sie?**
- **Stressfreie Stresstests?**
- **Rettet uns der Wirtschaftsaufschwung?**
- **Ausblick**

Der Juli hat zum größten Teil eine Umkehr der Bewegung der Aktienmärkte aus dem Juni gesehen. Der S&P500-ETF SPY (Index inklusive Dividenden) schloss beinahe am selben Punkt, an dem er 2 Monate vorher am 31. Mai stand (91.17 gegen 91.37). Die Furcht aus dem Juni wich mit den (vorhersagbar) guten Ergebnissen des 2. Quartals, die viele Unternehmen verzeichnen konnten, einer erhöhten Risikobereitschaft bei vielen Marktteilnehmern.

Die Volatilität an den Märkten bleibt weiterhin hoch. Das signalisiert, dass viele Marktteilnehmer unsicher über die weitere Entwicklung sind. Zum einen scheinen sich die Gewinne der Unternehmen stark zu erholen, zum anderen gibt es in den vorlaufenden Indikatoren deutliche Signale einer kommenden signifikanten Abschwächung des Wirtschaftswachstums als Folge des Auslaufens von Stimulierungsprogrammen und dem Drucken von Geld, im Fachjargon „Quantitative Easing“ (QE) - Version 1.0.

Allerdings hat insbesondere der US-Notenbankchef Ben Bernanke keinen Hehl daraus gemacht, dass er bei einer Abschwächung des Wachstums, verbunden mit anhaltend hoher Arbeitslosigkeit und deflationären Tendenzen, weitere Maßnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft plant. An der Schraube für die kurzfristigen Zinsen kann er nicht mehr drehen, die steht quasi auf Null, d.h. er kann „nur“ noch die langfristigen Zinsen beeinflussen. Das geht aber nur indirekt mittels Gelddrucken und Aufkaufen von lang laufenden Anleihen am offenen Markt.

Einen ersten Schritt in diese Richtung ist er am 10. August bereits gegangen, indem er angekündigt hat, die Rückflüsse aus den gehaltenen Krediten (Zinsen und Tilgungen) zum Aufkauf weiterer US-Staatsanleihen zu verwenden. Dabei handelt es sich um rund 15 Mrd. US-Dollar pro Monat (Quelle: Goldman Sachs). Im Vergleich zu den bereits investierten mehr als 2.500 Mrd. US-Dollar sind das kleine Beträge. Analysiert man die Reden von Ben Bernanke, dann gewinnt man den Eindruck, dass er viel lieber deutlich mehr Geld drucken und investieren würde.

Da die Aktienmärkte sich bisher aber relativ gut gehalten haben, die öffentliche Meinung in den USA die Experimente der Notenbank zunehmend skeptischer sieht und zudem im November Wahlen anstehen, kann Herr Bernanke momentan nur „Baby-Schritte“ tun. Das wird sich ändern sobald klarere Signale einer Abschwächung sichtbar werden oder der Aktienmarkt deutlich einbricht.

Diese Aktionen der US-Notenbank werden die Märkte stark beeinflussen. Die fallenden Zinsen selbst bei langfristigen Anleihen könnten Anleger weiter in den Aktienmarkt drängen und eine weitere Hausse

auslösen. Aber noch sind wir nicht an diesem Punkt. Das QE - Version 1.5 was am 10. August annonciert wurde, hat zumindest kurzfristig den Markt nicht beflügelt sondern eher verdeutlicht, dass die Krise längst noch nicht überwunden ist.

Bei dem ganzen kurzfristigen Hin und Her ist es wichtig, den langfristigen Überblick zu behalten und herauszufinden, was die strukturell wirkenden Tendenzen sind. Eines der wichtigeren Ereignisse im vergangenen Monat war der Stresstest der europäischen Banken. Die Banken haben eine herausragende Rolle im Wirtschaftssystem. Finanzkrisen wie 2008 wirken meist sehr negativ auf Banken und fast immer folgen ihnen Pleiten und Verwerfungen im Bankensektor. Hat der Stresstest diese Ängste zerstreut oder lauern unter der Oberfläche weiterhin große Risiken?

Europas Banken - Wo stehen sie?

Die Probleme der europäischen Banken haben nicht erst mit der Finanzkrise 2008 begonnen. Sie haben ihren eigentlichen Ursprung in der Euroeinführung und der nicht ausreichenden Regulierung. Der mit der Euroeinführung verbundene Rückgang der Zinsen in ganz Europa hat zu verschiedensten Kreditexzessen geführt.

Besonders stark war der Zinsrückgang in den heute unter dem Synonym PIGS zusammengefassten Staaten Portugal, Italien, Griechenland und Spanien. Die Zinsen sanken, weil die Investoren (fälschlicherweise) glaubten, dass mit der Euroeinführung die Schulden dieser Länder so sicher seien wie die Deutschlands. Damit hatten die PIGS-Staaten Zugriff auf Kredite mit Zinsen, die viel niedriger waren als es ihre wirtschaftlichen Fundamentaldaten je gerechtfertigt hätten.

Die niedrigen Zinsen führten beinahe in ganz Europa zu Immobilienblasen, aber besonders drastisch war es in Spanien und Irland. Nicht verwunderlich, dass die Schulden der Privathaushalte gerade in diesen beiden Ländern jetzt am höchsten sind. So wurden z.B. 2006 in Spanien 700.000 neue Wohneinheiten gebaut - mehr als in Deutschland, Frankreich und Großbritannien zusammengenommen und das, obwohl Großbritannien gerade eine eigene Immobilienblase erlebte! In Spanien haben nicht nur die Regulierungsorgane versagt, indem sie den Banken gestatteten, solch extreme Kreditportfolios aufzubauen, nein, die Politik hat dieses Vorgehen sogar noch befördert und teilweise Immobilien hoch subventioniert. Damit wurden Kredite vergeben für viele zweifelhafte Projekte (z.B. Ferienhauskomplexe 50 km vom Strand entfernt), die heute Bauruinen sind und wo eine Rückzahlung der Kredite unmöglich ist. Rund 60% dieser Immobilienkredite werden von kleinen regionalen Banken (Cajas) gehalten, deren Entscheidungen zur Kreditvergabe maßgeblich durch Lokalpolitiker mitbestimmt wurden. Die gesamten ausstehenden Kredite des spanischen Immobiliensektors betragen rund 45% des Bruttoinlandsproduktes des Landes. Bei aktuell mehr als 20% Arbeitslosigkeit in Spanien ist mit einer Entspannung bei den faulen Krediten nicht zu rechnen, eher im Gegenteil.

Österreichs Banken konnten von einem Immobilienboom im eigenen Land nicht „profitieren“, da die Zinsrückgänge in Österreich weit geringer waren als in den PIGS-Ländern (die Zinsen waren vor der Währungsunion schon deutlich niedriger). Deswegen legten sie ihren

GALIPLAN AKTIEN GLOBAL

ERGÄNZUNGSSTRATEGIE

Schwerpunkt auf eine Expansion nach Osteuropa und begannen, dort Kredite zu vergeben. Da diese Nicht-Euro-Länder wesentlich höhere Zinsen hatten, wurden die Kredite zum größten Teil in Euro vergeben. Das wurde zum Bumerang als 2008 die Investoren in der Finanzkrise viel Geld aus diesen Ländern abzogen und die Wechselkurse dieser Länder gegenüber dem Euro fielen.

Viele Kreditnehmer in diesen Ländern sahen ihre Zinszahlungen und Kreditvolumina, gemessen in der lokalen Währung, nach oben gehen und wurden zahlungsunfähig. Rumänien, Ungarn, Lettland und Serbien konnten nur noch durch Kredite des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Europäischen Union vor einem Staatsbankrott gerettet werden. Österreichische, aber auch schwedische, italienische und griechische Banken haben heute viele faule Kredite aus osteuropäischen Ländern in den Büchern. Auch hier ist keine Entspannung der Lage in Sicht.

Wer nun vermutet, die deutschen Banken hätten sich aus all dem weitestgehend rausgehalten, den muss ich enttäuschen. Die etablierten Banken in Deutschland, Frankreich, der Schweiz, Großbritannien und den Niederlanden haben ihre eigene Spielwiese gefunden. Sie sind in die risikoreichen Märkte mit neuen derivativen Instrumenten expandiert. Diese Derivative beruhten zum größten Teil auf US-Immobilienkrediten, zerlegt, verschachtelt und neu verpackt als Kreditderivative. Genau diese US-Immobilienkredite haben die 2008er Finanzkrise ausgelöst und bei den derivativen Instrumenten für massive Verluste gesorgt.

Deutschland ist hier über die Landesbanken besonders massiv betroffen. Diese staatlichen Banken, i.d.R. geleitet von Ex-Politikern, haben sich schon in der Vergangenheit regelmäßig dadurch hervorgetan, dass sie viele faule Kredite in den Büchern hatten, oft Verluste machten und immer wieder mal mit Steuergeldern gerettet werden mussten (z.B. hat die Landesbank Berlin bei der Spekulation mit deutschen Immobilienfonds soviel Geld verloren, dass 2001 das Land Berlin rund 2 Mrd. Euro zur Rettung der Bank zuschießen musste).

Aber all das sind „Peanuts“ im Vergleich zu den massiven Spekulationen, auf die sich fast alle großen Landesbanken ab 2006 eingelassen hatten. Ab dieser Zeit haben sie ihre Portfolios mit riskanten Papieren bis zum Anschlag vollgestopft in der Hoffnung auf riesige Gewinne. Analysten in den Banken, die vor diesem Engagement warnten, wurden nicht gehört bzw. in einzelnen Fällen mit Deckung des höchsten Managements aus den Banken weggemobbt (mir ist persönlich ein solcher Fall aus der Westdeutschen Landesbank bekannt).

Die Landesbanken hofften darauf, mit diesen Papieren endlich mal ihre chronischen Verluste abschütteln zu können. Das Management hoffte auf riesige Boni und die Länder hofften auf große Zuschüsse zu ihren Landshaushalten. Leider funktioniert das Prinzip Hoffnung an den Kapitalmärkten nie. Aus den renditestarken Derivativen wurde im Zuge der Finanzkrise toxischer Müll, der nur noch mit riesigen Verlusten zu verkaufen war. Obwohl verschiedene Länder bereits zig Milliarden an Steuergeldern in die Landesbanken stecken mussten,

um deren unmittelbare Pleiten zu verhindern, haben diese Banken nach wie vor geschätzte 350-500 Mrd. Euro an solchen Derivatpapieren in ihren Portfolios. Das wird die Politik und den Steuerzahler noch auf Jahre beschäftigen.

Stressfreie Stresstests?

Das europäische Bankensystem ist insgesamt sehr zersplittert, es hat bis vor kurzem an einem gesamteuropäischen Regulator gefehlt und die Transparenz nach außen lässt stark zu wünschen übrig. All das hat zusammen mit den oben genannten Problemen dazu geführt, dass die Zinsen im lebenswichtigen europäischen Interbankenhandel in den letzten Monaten immer weiter gestiegen sind. Keiner traute keinem mehr. Erinnerungen an 2008 wurden wach. Auch international wurde immer mehr Kritik laut am europäischen Bankensektor. Investoren verloren zunehmend das Vertrauen.

Dass bis heute noch kaum eine europäische Bank unter der Last fauler Kredite Pleite gegangen ist, ist zwei Faktoren zu verdanken. Zum einen einer laschen Regulierung, die es den Banken nach wie vor erlaubt, viele der faulen Kredite zum Nennwert in den Büchern zu lassen, zum anderen der Europäischen Zentralbank, die unlimitierte Kreditlinien für alle Banken zur Verfügung stellt (geht dann eine Bank Pleite, landet es über die EZB beim Steuerzahler). Trotzdem drohte die Situation vor wenigen Wochen zu eskalieren, weil viele Banken nicht mehr als sichere Partner im internationalen Geschäft angesehen wurden. Wider Willens musste die Politik mehr Transparenz in Form eines Stresstests, ähnlich den in den USA durchgeführten Tests, zustimmen.

Das Ergebnis des Stresstests: Alles halb so schlimm, die überwiegende Mehrheit der Banken hat keine Probleme, nur 7 von 91 Banken sind leicht unterkapitalisiert, die Hypo Real Estate aus Deutschland, 5 spanische Cajas und eine griechische Bank. Diesen sieben Banken fehlten gerade mal 3,5 Mrd. Euro für eine adäquate Kapitalisierung. Vor den Tests lagen die Analystenschätzungen für die mindestens notwendigen Summen noch zwischen 50 und 100 Mrd. Euro. Für die Politiker ein gelungener Test. Aber sind die Ergebnisse realistisch?

Der SPIEGEL hat berichtet, dass den 14 deutschen Banken kurz vorher mitgeteilt wurde „sie hätten wenig zu befürchten, da die Kriterien für den Test in Verhandlungen zwischen der EZB, der EU-Kommission und dem europäischen Bankenregulator entschärft wurden.“ Die FAZ lies sich zu der Bemerkung hinreißen, dass die Tests als einziges Ergebnis „die Inkompetenz der neuen europäischen Bankenaufsicht bestätigt hätten“. Sie wies daraufhin, dass die 25 Angestellten dieser Behörde mit der Auswertung der Unterlagen von 91 europäischen Banken völlig überfordert gewesen seien.

Die lokalen Bankenaufsichten waren auch keine Hilfe. So soll laut FAZ die deutsche Bankenaufsicht BaFin allen 14 beteiligten Banken einen Brief geschrieben haben, in dem diese aufgefordert wurden, zu schätzen wie ihre Kapitalquote sein müsste, damit sie den Test bestehen! Die Banken konnten also selbst bestimmen, welches Ergebnis für das Bestehen des Stresstests ausreichend war! Zudem lieferten sie das Ergebnis dann auch noch selbst ab, d.h. sie testeten sich quasi selbst!

GALIPLAN AKTIEN GLOBAL

ERGÄNZUNGSSTRATEGIE

Finanzexperten weisen darauf hin, dass die Tests selbst auch sehr zweifelhaft sind. So wurden z.B. mögliche Verluste bei Staatsanleihen, wie z.B. denen aus Griechenland, nicht berücksichtigt. Zudem war es den Banken gestattet, den Test auf ihre Eigenhandelskonten zu beschränken anstatt auf alle in den Büchern stehenden Anlagen. Das öffnet Manipulationen durch das Verschieben von Assets Tür und Tor.

Meiner Meinung nach haben die Tests keinen Informationswert. Ob sie den Investoren das Vertrauen in das europäische Bankensystem zurückgeben bleibt abzuwarten. Ich sehe die Tests als kontra-produktiv. Sie erzeugen das Bild einer heilen Welt und verhindern dringend nötige Umstrukturierungen. Kommt es zu einer weiteren Krise, dann könnte das äußerst negative Folgen für den europäischen Finanzmarkt haben.

Viele Politiker glauben, dass die Zeit alle Wunden heilen wird und sich die Banken irgendwie aus ihren faulen Krediten herausarbeiten können. Solch ein Vorgehen hat in der Vergangenheit selten funktioniert. Die nächste Krise kommt meist schneller als man denkt, zumal wir aus meiner Sicht die aktuelle Krise bisher eher mit riesigen Finanzspritzen vertuscht und verschoben als wirklich bewältigt haben. Die Gefahr besteht, dass dann wesentlich mehr Steuergelder notwendig sind, um die Pleite gehenden Banken aufzufangen als jetzt notwendig wären für eine Restrukturierung.

Die Stresstests wären eine Chance gewesen, die Banken zu identifizieren, die heute schon pleite sind. Diese müssten konsequent umstrukturiert werden. Die Aktionäre werden enteignet, die Kreditgeber der Banken müssen sich, soweit nötig, an den Schulden beteiligen. Reicht das nicht, muss der Staat die Banken neu kapitalisieren. Alle funktionsfähigen Teile inklusive aller Anlegerdepots werden an andere Banken verkauft oder unter neues Management gestellt. Nur das ermöglicht einen frischen Start ohne Altlasten.

Deutschland ist, wie viele andere EU-Staaten, gegen ein solches Vorgehen. Allein die Bereinigung der Bücher bei den Landesbanken würde die Schulden bei Bund und Ländern weiter in die Höhe treiben. Das wäre schlecht für die nächste Wahl, egal wo. Also wird auf die bewährte Strategie zurückgegriffen die Dinge zu verschweigen und in die Zukunft zu schieben, selbst wenn das Risiko besteht, dass sie dann weitaus größere Probleme erzeugen.

Rettet uns der Wirtschaftsaufschwung?

Manch einer, der meine Ausführungen liest, wird denken: Was schreibt der da bloß? Schaut der keine Nachrichten? Deutschland ist im Wirtschaftsaufschwung, die Arbeitslosigkeit sinkt und jeder ist optimistisch. Das erledigt sich doch alles von allein!

Tatsächlich ist der Aufschwung gerade in Deutschland besonders zu spüren. Auch in den skandinavischen Ländern und der Schweiz läuft es gut. Diese Länder bilden in der EU einen weitaus größeren Block als die PIGS-Länder. Die Probleme der letzteren werden uns weniger tangieren als gedacht, oder?

Es ist in der Tat sehr schwierig vorherzusagen, wohin die gesamt-ökonomische Entwicklung geht. Aber was uns über die Nachrichten erreicht, ist der Blick in den Rückspiegel. Jeder Fortschritt wird in der Regel im Jahresvergleich gemessen und das oft noch mit 2-3 Monaten Verzögerung. Vor einem Jahr waren wir tief in der Krise. Seither ist extrem viel an Stimuli in die internationale Ökonomie geflossen. China hat massiv investiert, die USA haben viel Geld in die Hand genommen. Ist es ein Wunder, dass wir als Exportland so stark davon profitiert haben?

China kämpft mit einer eigenen Immobilienblase und vielen Verwerfungen aufgrund der massiven Kreditausweitungen des vergangenen Jahres. Innerhalb der chinesischen Führung gibt es momentan einen scharfen Konflikt zwischen den Vertretern des „Wir müssen immer mit mindestens 8% wachsen, koste es was es wolle“-Mantras und einer weitsichtiger denkenden Fraktion, die erkennt, dass der kurzfristige Aktionismus zu großen langfristigen Problemen führen könnte. Setzen sich letztere durch (was zu wünschen wäre), dann wird der aktuelle Rückenwind den die deutsche Wirtschaft aus China hat, abklingen.

Trotz nie zuvor dagewesener Stimuli hat die US-Wirtschaft eine Erholung gesehen, die deutlich unter der durchschnittlichen Erholung nach früheren Rezessionen liegt. Ein Jahr nach dem Tiefpunkt müsste die Wirtschaft eigentlich mit rund 6% wachsen, die erste Schätzung für das 2. Quartal liegt aber bei 2.4% und es steht zu erwarten, dass dieser Wert noch deutlich nach unten revidiert werden muss (wie alle vorhergehenden Quartale auch). Vorlaufende Indikatoren, wie z.B. die von Consumer Metrics erfassten Echtzeitdaten über das Einkaufsverhalten der US-Bürger im Internet (Quelle: www.consumerindexes.com) signalisieren eine weitere deutliche Abschwächung.

Deutschland hatte zuletzt die Exporte in die USA stark steigern können, dank der dort eingesetzten Stimuli und dank des schwachen Euros. Das wird sich aber nur fortsetzen, falls es neue Stimuli in den USA gibt und der Euro schwach bleibt. Beides ist zumindest kurzfristig möglich. Obama steckt in einem Umfragetief. Selten hat ein US-Präsident in den ersten zwei Jahren soviel an Zustimmung verloren wie er. Im November sind Wahlen zu Senat und Kongress. Den Demokraten drohen empfindliche Verluste.

Obama's Regierung würde alles dafür tun, die Abschwächung der Wirtschaft bis November zu verhindern. Allerdings sind angesichts der jetzt schon riesigen Defizite weitere Staatsschulden beim Wahlvolk äußerst unpopulär. Vielleicht gelingt ja die eine oder andere Mogelpackung? Verlassen kann sich Obama allerdings auf Notenbankchef Ben Bernanke. Der steht offen zu der These, dass man am besten solange Geld druckt und Anleihen kauft, bis alle Zinsen kurz- und langfristig auf Null sind und dann wird der Aufschwung schon kommen. (Mit allen anderen Nebenwirkungen beschäftigen wir uns später.)

Das Problem ist nur, dass sich auch die Notenbank traditionell im Vorfeld von Wahlen eher zurückhält, um nicht parteiisch zu wirken. Daher erwarte ich eine größere Stimulierung (Quantitative Easing 2.0

GALIPLAN AKTIEN GLOBAL**ERGÄNZUNGSSTRATEGIE**

mit >1.000 Mrd. Dollar frischem Geld) vor November nur dann, wenn sich wieder krisenhafte Erscheinungen zeigen. Hier kann man nur spekulieren. Spätestens Ende des Jahres oder Anfang nächsten Jahres wird QE 2.0 aber kommen.

Die innereuropäischen Wachstumsfaktoren werden sich ab nächstem Jahr deutlich abschwächen. Dann beginnen nämlich in vielen Ländern die Sparprogramme zur Eindämmung der ausufernden Staatsschulden zu wirken. Europa hat dabei auf Grund der Gemeinschaftswährung viel weniger Spielraum als andere Länder. Das haben die Krisen im Frühjahr gezeigt. Sollten diese Sparprogramme nicht energisch und konsequent durchgezogen werden, wird sich die Krise des Euro schnell wieder zeigen.

Ich halte letzteres für durchaus wahrscheinlich, da ich nicht so recht glauben kann, dass Politiker so vieler europäischer Länder bereit sind, ihre Wahlchancen durch eine konsequente Sparpolitik zu gefährden. Schon das jetzt geschnürte Rettungspaket ist letzten Endes auch ein Versuch, den dringend notwendigen Kurswechsel in die Zukunft zu verschieben.

Fazit ist: Der bisherige Aufschwung ist nicht selbsttragend. Die Ursachen der Krise, die viel zu hohe Verschuldung der Industrieländer (privat und staatlich), ist bisher kaum angegangen worden. Im Gegenteil, es sind höhere Schulden gemacht worden, um die Krise abzuwenden. Die Rückkehr der gleichen Krise, das nächste mal vielleicht ausgelöst durch erste große Staatspleiten, ist nur eine Frage der Zeit falls die strukturellen Problem weiterhin ungelöst bleiben. Oft dauert es länger als man denkt, bis die Dinge wieder hochkommen, aber von alleine werden sie nicht verschwinden.

Ausblick

Vieles deutet darauf hin, dass die Intensität der kommenden Abschwächung der Wirtschaft noch nicht vollständig ins Bewusstsein der Marktteilnehmer gedungen ist. Sobald immer mehr Daten ein klareres Bild in diese Richtung zeichnen, könnte es zu weiteren Korrekturen am Markt kommen.

Der Fonds ist weiterhin defensiv investiert, wobei ein Teil des Cashes, den wir aus dem Verkauf der Short-Positionen halten, in Dollar und Gold diversifiziert ist. Beide Positionen habe ich im Juli leicht erhöht. Diese Positionen vergrößern die kurzfristige Volatilität des Fonds, z.B. wenn wie im Juli geschehen der Dollar stark gegenüber dem Euro fällt. Letzteres hat sich leicht negativ auf die Performance des Fonds ausgewirkt. Langfristig erwarte ich mir eine zusätzliche Versicherung gegen Probleme beim Euro.

Der Fonds ist trotz meiner pessimistischen Einschätzung der Lage nicht Netto-Short positioniert, d.h. wir streben es nicht an, von einem Fall der Märkte zusätzlich zu profitieren. Solche Positionierungen halte ich im aktuellen Umfeld für zu spekulativ, da immer noch die Gefahr starker neuer Stimuli mit entsprechenden Marktreaktionen besteht.

Ich erwarte aber, dass entweder der Markt irgendwann Bewertungsrelationen erreicht, die mit früheren langfristigen Markttiefs vergleichbar sind und wir dann wieder eine konstruktivere Netto-Long-Position einnehmen können, oder das sich die Stimuli nach wiederholten Versuchen als zunehmend wirkungslos zeigen und eine leichte Netto-Short-Position zusammen mit einer noch gezielteren Inflationsabsicherung gerechtfertigt sein könnte. Bis dahin braucht es Geduld und in erster Linie den Erhalt des Kapitals.

Ihr Fondsmanager
Dr. Steffen Hauptmann, 11.8.10