

GALIPLAN AKTIEN GLOBAL

ERGÄNZUNGSSTRATEGIE

ANLAGEZIEL UND STRATEGIE

Der GALIPLAN Aktien Global AMI ist ein Fonds für internationale Aktien, der rein systematisch und unabhängig von emotionalen Entscheidungen verwaltet wird. Mehr als 200 Erfolgsstrategien wurden ab dem Jahr 1900 recherchiert und in eine mathematische Formelsprache umgewandelt. Somit bündelt der Fonds das Wissen der erfolgreichsten Aktieninvestoren weltweit.

Das System erkennt wechselnde Marktzyklen und passt die Strategie automatisch an. Eine zusätzliche flexible Absicherung schützt das Portfolio in Abwärtsphasen vor übermäßigen Verlusten ohne die Gewinnchancen bei starken Aufwärtstrends zu begrenzen. Ziel der Strategie ist, das Marktrisiko deutlich zu begrenzen.

Das mathematische Modell wurde von Dr. Steffen Hauptmann in den vergangenen zwölf Jahren entwickelt und ab 2000 erfolgreich im Portfoliomanagement eingesetzt. Dabei hat es sich bewährt und konnte bei deutlich geringerem Risiko die großen Aktienindizes klar schlagen.

KENNZAHLEN

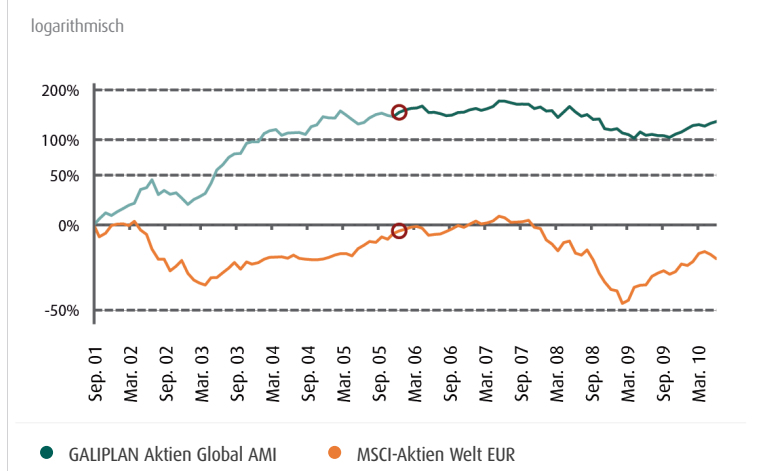
Ertrag	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Aug. 01
Performance pro Jahr	11,86%	-5,38%	0,16%	9,99%
Performance kumuliert	11,86%	-15,28%	0,81%	131,98%

Risiko und Effizienz	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Aug. 01
Volatilität	5,35%	10,00%	9,17%	12,71%
Modified Sharpe Ratio	2,22	-0,54	0,02	0,79
Positive Monate	66,67%	47,22%	56,67%	63,21%
Größter Gesamtverlust	-2,39%	-26,03%	-26,10%	-26,10%

Benchmark-Vergleich	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Aug. 01
Perf. MSCI Aktien Welt EUR kumuliert	23,69%	-28,38%	-10,41%	-24,05%
Rel. Outperf. ggü. MSCI Aktien Welt EUR	-9,56%	18,28%	12,53%	205,44%

WERTENTWICKLUNG

Wertentwicklung des GALIPLAN AKTIEN GLOBAL AMI			
	Aktueller Monat	Aktuelles Jahr	12 Monate
GALIPLAN AKTIEN GLOBAL AMI	2,30%	7,35%	7,31%
MSCI-AKTIVEN WELT EUR	-3,45%	4,33%	23,69%



HINWEIS

Die hier dargestellten Ergebnisse und Kennzahlen bis Dezember 2005 zeigen die real erzielten Ergebnisse des im GALIPLAN Aktien Global AMI eingesetzten Handelssystems. Es sind keine theoretischen Back-Tests, sondern Echtgeldergebnisse, die bei der Verwaltung von Aktiendepots erzielt wurden. Die für den Fonds gesetzlich zulässigen Anlagegrenzen und Gebühren wurden in der Darstellung der Wertentwicklung berücksichtigt. Anlageziele und Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für eine zukünftige Gewinnentwicklung. Alleinverbindliche Grundlage des Kaufs ist das derzeit gültige Verkaufsprospekt sowie entsprechende Geschäftsberichte. Alle Angaben sind vorbehaltlich etwaiger Druckfehler.



Aktueller Kurs GALIPLAN Aktien Global AMI

Fondspreis per	30.06.2010
Rücknahmepreis	92,79 €

Fondskategorie quantitative Aktienstrategie mit flexibler Absicherung



Fondsdaten

ISIN	DE000A0F5HG0
WKN	A0F5HG
Typ	Aktienfonds International
Domizil	Deutschland
Vertriebszulassung	Deutschland
Kapitalanlagegesellschaft	AmpegaGerling Investment GmbH
Depotbank u. Zahlstelle	UBS Deutschland AG
Portfoliomanagement	GALIPLAN Financial Strategies GmbH

Auflegedatum	28. Dezember 2005
Geschäftsjahresende	30. September
Ertragsverwendung	thesaurierend

Kauf / Verkauf börsentäglich

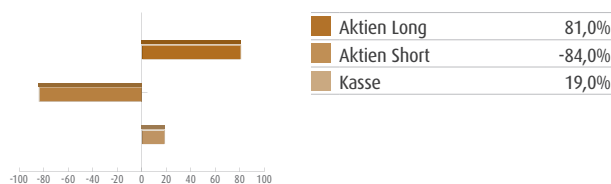
Ausgabeaufschlag	5 %
Managementgebühr	1,4 % p.a.
Depotbankgebühr	0,1 % p.a.
Performancegebühr	15% mit Verlustvortrag (High-Water-Mark)
Kursveröffentlichung	Handelsblatt, FAZ, Die Welt ZDF: Teletext Seite 700 www.ampegagerling.de

PORTFOLIO-STRUKTUR



Grundstoffe	10,7%
Konsumgüter	14,9%
Finanzdienstleister	10,3%
Pharma & Gesundheit	14,4%
Investitionsgüter	12,5%
Handel & Dienstleistung	17,7%
Technologie	11,2%
Versorger	8,3%
Mischkonzerne	0,0%

INVESTITIONSQUOTEN



GALIPLAN AKTIEN GLOBAL

ERGÄNZUNGSSTRATEGIE

MANAGER-REPORT FÜR DEN GALIPLAN AKTIEN GLOBAL AMI

DR. STEFFEN HAUPTMANN – JUNI 2010

- **Gold – Basis-Knowhow**
- **Die aktuelle Goldhausse**
- **Gold – Anlagestrategie**
- **Ausblick**

Im Juni haben wir eine Fortsetzung der Abwärtsbewegungen an den Aktienmärkten gesehen. Der US-Blue-Chip-Index S&P500 hat mehr als 5% abgegeben, der für uns relevantere breite Markt (Russel-2000) sogar fast 8%. Wir sind mit einer rund 15%-igen Netto-Long-Position in den Monat gegangen, da der Markt bereits nach den Mai-Verlusten überverkauft und etwas zu pessimistisch erschien. Wenn unsere Aktien outperformen, können wir oft bei solch einer kleinen Netto-Long-Position in fallenden Märkten Verluste vermeiden.

Das war diesmal nicht der Fall und wir mussten einen kleinen Verlust hinnehmen. Ein Teil des Verlustes war allerdings auch auf die am Monatsende einsetzende Rallye des Euro und den leichten Verlusten beim Gold zurückzuführen, da wir aus Diversifikationsgründen unsere Cash-Bestände nicht mehr zu 100% in Euro halten. Das bringt kurzfristig mehr Schwankungen, sollte uns aber langfristig helfen. Ein paar Überlegungen dazu folgen weiter unten.

Die Rallye des Euro von den erreichten Tiefstständen bei 1,19 (Dollar pro Euro) auf jetzt 1,26 war irgendwann zu erwarten. Märkte laufen nie kontinuierlich in eine Richtung. Unterstützend haben die Meldungen vom G20-Gipfel in Toronto gewirkt, bei dem sich die Europäer mit ihrem Fokus auf Schuldenreduzierung besser als erwartet in Szene setzen konnten. Das steht im starken Kontrast zu den USA und China, die weiterhin hauptsächlich auf Stimuli setzen.

Der vor allem von der deutschen Politik bestimmte Kurswechsel Richtung Schuldenreduzierung kommt nicht wirklich freiwillig. Er ist eine direkte Folge der Krise in den PIGS-Ländern (Portugal, Irland, Griechenland und Spanien) und ein verzweifelter Versuch, die mit den zuvor beschlossenen Rettungspaketen drohenden hohen Milliarden-Verluste für Deutschland abzuwenden oder zumindest zu begrenzen. Aber auch wenn sie reichlich spät kommen, sind Schuldenreduzierungen zum jetzigen Zeitpunkt richtig. Sie werden uns zwar vermutlich, wie von vielen Kritikern angemerkt, in eine neue Rezession führen, aber die Alternative ist weitaus dramatischer. Mit immer größeren Schulden könnten wir vielleicht noch eine weitere Rezession für zwei, drei oder sogar fünf Jahre vermeiden, aber die nächste Schuldenkrise würde sicher kommen und viel gewaltiger ausfallen. Hohe Inflation und der finanzielle Zusammenbruch ganzer Staaten, verbunden mit großen Vermögensverlusten für die jeweilige Bevölkerung, sind dann durchaus vorstellbar.

Wir sind an einem Punkt, wo wir nur noch die Wahl zwischen einer schlechten und einer sehr schlechten Lösung haben. Politiker tun sich schwer, schlechte und damit unpopuläre Lösungen durchzusetzen. Es kostet sie oft die Macht. Daher bin ich momentan eher skeptisch, dass es gelingt. Zwar ist in Deutschland gerade ein gewisser Wirtschaftsaufschwung zu spüren und die Stimmung verbessert sich, aber wir profitieren ganz eindeutig von der robusten Nachfrage aus Asien und dem gefallen Euro, der unsere Exporte verbilligt. Beide Treiber könnten sehr schnell verloren gehen.

Aus meiner Sicht sind weder Deutschland noch Griechenland das ganz große Problem für die Eurozone. Deutschland hat momentan noch genügend Reserven und Griechenland ist so klein, dass man eine Pleite und die damit verbundene Restrukturierung im restlichen Europa gut verkraften könnte. Viel mehr Sorgen bereiten mir Spanien und mittelfristig auch Frankreich.

Spanien hat selbst jetzt im aktuellen Wirtschaftsaufschwung noch 20% Arbeitslosigkeit. Das liegt daran, dass die spanische Wirtschaft wenig konkurrenzfähig ist. Sie ist überreguliert und befindet sich fest im Würgegriff der Gewerkschaften. Spanien ist jetzt schon gezwungen, seine ausufernde Neuverschuldung zurückzufahren, da die Zinsen für neue Staatsschulden in den letzten Wochen immens gestiegen sind. Das wird die Arbeitslosigkeit zwangsweise weiter erhöhen.

Die seit Jahren amtierende sozialistische Regierung hat einen großen Teil dieser Misere durch Reformstau und eine ausufernde Subventionspolitik, bei der viel Kapital in unproduktive Investments, insbesondere im Immobiliensektor geflossen ist, verschuldet. Sie versucht mittlerweile verzweifelt, wenigstens einen kleinen Teil dieser vielen Fehler rückgängig zu machen. Schon das wird ihr aber vom Wähler negativ angekreidet. Die Gewerkschaften drohen massiv mit Streiks. Es wird für Spanien sehr schwer, aus der Schuldenfalle rauszukommen. Zwar steht ein Kollaps der Staatsfinanzen nicht unmittelbar bevor. Aber die Gefahr wächst schnell.

Wenn Spanien ebenso wie Griechenland gerettet werden muss, dann könnte das die entscheidende Zerreißprobe für den Euro werden, denn eine solche Rettung dürfte nur noch mit Gelddrucken machbar sein. Spielt Deutschland da mit, dann ist die Stabilität des Euro extrem gefährdet und eine Zukunft mit hoher Inflation könnte ins Haus stehen. Bleiben wir stur, dann zerfällt die EU und unsere Schuldenlast geht gleichzeitig durch die Decke, da wir auf den bis dahin angehäuften (täglich steigenden) Schulden des Rettungsfonds und der EZB sitzen bleiben.

Frankreich, da bin ich mir sicher, wird in einer solchen Situation für Gelddrucken stimmen. Schon das jetzige 750-Mrd.-Rettungspaket haben maßgeblich die Franzosen angeschoben. Sie wissen, dass ihre Bevölkerung keine mit Sparen verbundenen Lösungen akzeptiert. Dieser Druck von allen Seiten könnte meines Erachtens ausreichen, um auch Deutschland umkippen zu lassen. Die Phase der Sparsamkeit könnte dann schnell vorbei sein.

All das veranlasst mich, über das Investment von Cashbeständen im Fonds in Gold nachzudenken. Wie im letzten Newsletter versprochen, will ich meine Überlegungen dazu im Folgenden etwas näher erläutern.

Gold – Basis-Knowhow

Gold ist ein Rohstoff, dessen Preis wie der aller frei gehandelten Waren durch die Balance von Angebot und Nachfrage bestimmt wird. Das Goldangebot am Markt stammt aus der Produktion aller Goldminen und den Verkäufen existierendes Goldes. Da Gold nicht vernichtet werden kann und es auch nur sehr wenige Anwendungen gibt, bei denen Gold in einer solchen Form eingesetzt wird, dass ein Recycling nicht erfolgen kann oder nicht sinnvoll ist, existiert heute noch fast die gesamte jemals geförderte Goldmenge.

Von 1987 (dem ersten Jahr wo einigermaßen zuverlässige weltweite Daten existieren) bis zum Jahr 2000 ist die pro Jahr produzierte Gold-

GALIPLAN AKTIEN GLOBAL

ERGÄNZUNGSSTRATEGIE

menge kontinuierlich gestiegen, seit dem Jahr 2002 fällt sie jedes Jahr mit Ausnahme des vergangenen Jahres, wo wir erstmalig wieder einen Anstieg um 7% gesehen haben. Trotz der hohen Goldpreise rechnet man in 2010 bereits wieder mit einem Rückgang der weltweiten Goldproduktion, da viele ältere Goldminen, speziell in Südafrika, zunehmend erschöpft sind und die Erschließung neuer Minen immer teurer und aufwendiger wird.

Verkäufe von bereits im Umlauf befindlichen Gold kommen aus verschiedenen Quellen. Eine große Quelle ist die Goldwiederverwertung, z.B. von altem Goldschmuck, Zahngold oder aus industriellem Goldrecycling. Diese Goldverkäufe sind in den letzten 10 Jahren, bedingt durch den steigenden Goldpreis, kontinuierlich gestiegen. Während die Goldminenproduktion im letzten Jahr bei 2500 Tonnen lag, wurden rund 1650 Tonnen Gold zur Wiederverwertung verkauft. Die meisten dieser Goldverkäufe kommen aus Asien, insbesondere aus Japan.

Auf der Nachfrageseite für Gold steht traditionell die Schmuckindustrie an erster Stelle. Allerdings ist die Nachfrage nach Goldschmuck seit vier Jahren deutlich rückläufig. Die Ursache dafür liegt wohl in erster Linie im stark gestiegenen Goldpreis. 2009 hat die Schmuckindustrie zum ersten Mal mit 43% weniger als die Hälfte der weltweiten Goldminenproduktion verbraucht. Hauptabnehmer für Goldschmuck sind Indien und China.

Der Nachfragerückgang beim Goldschmuck wurde aber durch eine steigende Nachfrage auf der Investmentseite mehr als ausgeglichen. Die Investmentseite dominiert zunehmend die Entwicklung des Goldpreises. Gold wird dabei über verschiedenste Kanäle verkauft, von physischen Goldbarren über Goldmünzen, über Goldfutures und in letzter Zeit zunehmend über sogenannte börsengehandelte Fonds (Exchange Traded Funds, ETFs), die Gold kaufen, einlagern und Fondsanteile an Investoren über die Börse verkaufen.

Obwohl es Gold-ETFs erst seit rund 5 Jahren gibt, haben sie sich zu einem der größten Abnehmer von physischem Gold entwickelt. Das ist der Tatsache geschuldet, dass sich diese ETFs bei Investoren einer stetig zunehmenden Beliebtheit erfreuen. Sie können sehr einfach und effizient gekauft werden und die Investoren können sicher sein, dass ihr Goldanteil physisch existiert, ohne dass sie sich um Dinge wie gesicherte Transporte, Bank-Schließfächer, Tresore oder ähnliches Gedanken machen müssen. Auch können ETF-Anteile relativ problemlos verkauft werden.

Die Menge des von ETFs gehaltenen Goldes ist seit deren Erscheinen auf dem Markt fast ständig gestiegen, d.h. diese ETFs sind fast immer nur als Käufer am Goldmarkt aufgetreten. Aktuell halten die ETFs bereits mehr als 2000 Tonnen Gold. Allein im Mai diesen Jahres (letzte verfügbare Daten) sind die Bestände um 149 Tonnen gestiegen. Die Goldkäufe durch ETFs dürften einen großen Anteil am gestiegenen Goldpreis haben.

Aber auch im physischen Goldmarkt, wo Barren und Münzen gehandelt werden, nehmen die Verkaufszahlen kontinuierlich zu. In den letzten Monaten kam der Bedarf vor allem aus Deutschland, der Schweiz und (Überraschung!) aus Griechenland. Aber auch andere

europäische Länder und die USA haben große Mengen physisches Gold in Form von Barren und Münzen gekauft. Speziell seit Ausbruch der Finanzkrise und in Europa seit dem Übergang in Phase 2 dieser Krise in diesem Jahr sind die Verkaufszahlen drastisch gestiegen. Wer die Presse dazu verfolgt, wird sicher schon gelesen haben, dass Goldmünzen wegen der hohen Nachfrage bei vielen Herstellern komplett ausverkauft waren und teilweise noch sind. Überängstliche Anleger haben für Münzen zum Teil unvernünftig hohe Aufschläge im Vergleich zum börsengehandelten Goldpreis gezahlt.

Last but not least gibt es noch weitere wichtige Akteure am Goldmarkt: die internationalen Notenbanken. Viele Länder halten über ihre Notenbanken einen mehr oder weniger großen Anteil ihrer Währungsreserven in Gold. Traditionell sind die Notenbanken immer als Goldverkäufer am Markt aufgetreten. Bis Ende der 90-er Jahre galt Gold zunehmend als Relikt aus alten Zeiten, das im modernen Wirtschaftsleben keinen Platz mehr hat. Der Goldpreis fiel kontinuierlich und viele Notenbanken verkauften regelmäßig Gold. Um den Preis nicht noch mehr zu drücken, gab und gibt es zwischen den europäischen Notenbanken eine Vereinbarung, nicht mehr als 400 Tonnen Gold pro Jahr insgesamt zu verkaufen.

Während einige Notenbanken ihre Bestände weitestgehend gehalten haben, wie z.B. in Deutschland, Italien, Frankreich und den USA, haben andere Notenbanken große Mengen Gold verkauft. Legendar sind die Verkäufe der britischen Notenbank unter dem damaligen Schatzkanzler (und späterem Premierminister) Gordon Brown. Als Schatzkanzler hat er es fertig gebracht, fast die gesamten britischen Goldbestände am absoluten Tiefpreis der letzten 30 Jahre zu verkaufen. Diese Entscheidung hat die Briten um fast 10 Mrd. Euro ärmer gemacht. Aber auch die Schweiz und Österreich haben sehr viel ihres Goldes nahe am Tiefpreis verkauft.

Innerhalb der letzten 12 Monate haben die europäischen Notenbanken statt der erlaubten 400 Tonnen nur 41 Tonnen verkauft. Mit der aktuellen Krise des Euros ist kaum zu erwarten, dass diese Verkäufe schnell wieder auf das Limit von 400 Tonnen steigen werden. Auf der anderen Seite treten asiatische Notenbanken zunehmend als Käufer am Markt auf. Relativ zu ihren Währungsreserven und im Vergleich mit europäischen Notenbanken sind sie im Gold stark unterinvestiert. So hat die indische Notenbank Ende letzten Jahres 200 Tonnen Gold direkt vom Internationalen Währungsfonds gekauft obwohl die Goldpreise auf Rekordniveau standen.

Auch die chinesische Notenbank hat entgegen aller öffentlichen Beuerungen ihre Goldbestände in den letzten Jahren deutlich aufgestockt. Da China einer der größten Goldproduzenten weltweit ist, hat sie vermutlich vorwiegend die inländische Produktion aufgekauft. China hat so extrem hohe Währungsreserven und im Vergleich dazu nach wie vor so niedrige Goldreserven, dass jede relevante Aufstockung großen Einfluss auf den Goldpreis nehmen dürfte. Offizielle Zahlen dazu gibt es allerdings immer nur mit einigen Jahren Verzögerung.

Zusammenfassend kann man sagen, dass die Goldproduktion stagniert, traditionelle große Goldverkäufer wie die Notenbanken sich zurückhalten, allerdings auch die Nachfrage nach Goldschmuck stark eingebrochen ist. Der Goldpreis wird aktuell hauptsächlich durch die Nachfrage nach Goldinvestments bestimmt. Die Fragen für jeden An-

GALIPLAN AKTIEN GLOBAL

ERGÄNZUNGSSTRATEGIE

leger sind deshalb: Was bringt Investoren dazu, Gold zu kaufen? Wird dieser Trend anhalten? Was könnte ihn umkehren und was würde das für den Goldpreis bedeuten?

Die aktuelle Goldhaussa

Gold ist ein Rohstoff mit vernachlässigbarer industrieller Nutzung. Es wird nicht verbraucht. Es gibt keine systematischen Treiber (wie z.B. bei Öl), die eine zukünftige Nachfrage nach Gold garantieren. Gold selbst wirft keine Zinsen ab, sondern der Besitz von Gold erzeugt Kosten (Lagerung, Schutz, Transport usw.). Was also macht den Reiz des Goldes für Investoren aus?

Der Reiz des Goldes stammt aus seiner traditionellen Rolle als universelles Zahlungsmittel, das zwar hohen Wertschwankungen unterliegt, aber nie seinen Wert vollkommen einbüßt. Dabei spielt seine „Unzerstörbarkeit“ als Edelmetall genauso eine wichtige Rolle wie die Tatsache, dass die Gesamtmenge allen Goldes auf diesem Planeten endlich ist. Manches deutet daraufhin, dass 2002 das Peak-Gold-Jahr (das Jahr mit der höchsten jemals erreichten Goldförderung) sein könnte. Zwar hat auch in der Vergangenheit die Goldförderung großen Schwankungen unterlegen und es wurden immer wieder neue Förderrekorde erreicht, aber nie war die Erde geologisch so flächendeckend und genau untersucht worden wie heute. Existierende Goldvorkommen werden zunehmend erschöpft (Südafrikas Goldproduktion hat sich seit 1970 halbiert), der Erzanteil im Gestein ist in den großen Erzeugerländern (Südafrika, USA, Kanada, Australien) seit 1950 von 12 Gramm pro Tonne geförderten Gesteins auf 3 Gramm pro Tonne gefallen. Neue Goldvorkommen werden fast ausschließlich in unzugänglichen Bergregionen gefunden, in denen die fehlende Infrastruktur einen profitablen Goldbergbau oft unmöglich macht.

Zwar kann man Peak-Gold nicht mit Peak-Öl vergleichen, da das Öl unwiederbringlich verbraucht wird und damit verschwindet, aber Peak-Gold bedeutet zumindest, dass die im Umlauf befindliche Goldmenge immer langsamer steigt, insbesondere im Vergleich zum Anstieg der in Umlauf befindlichen Geldmengen. Das allein wird langfristig höhere Goldpreise garantieren. Besonders stark steigt Gold aber immer dann im Wert, wenn die Geldmengen stark steigen, was (langfristig) auch bei vielen anderen Gütern zu steigenden Preisen und damit zu Inflation führt. Daher wird Gold von vielen Investoren als Inflationsschutz angesehen.

Die laufende Goldhaussa ist bereits zehn Jahre alt und hat Preissteigerungen von über 800% mit sich gebracht. Dabei haben wir in diesen 10 Jahren eher eine unterdurchschnittliche Inflation gesehen, zeitweise sogar leicht deflationäre Tendenzen. Auch aktuell deutet nichts in der allgemeinen Preisentwicklung auf eine stark ansteigende Inflation hin, eher im Gegenteil. Offensichtlich muss es neben dem Inflationsargument noch weitere Triebkräfte für den Anstieg des Goldpreises geben.

Gold ist eine Anlageklasse für sich. Sie wird von den Investoren immer dann stärker wahrgenommen und höher gewichtet, wenn andere Anlageklassen an Attraktivität verlieren. Aktien befinden sich seit ziemlich genau 10 Jahren in einer Seitwärtsbewegung mit viel Auf und Ab, aber ohne langfristig zuzulegen. Das Ende der letzten 20-jährigen Aktienhaussa Anfang 2000 liegt nahe am Startpunkt der jetzigen Goldhaussa.

Immobilien sind weltweit seit 2008 im Zuge der Finanzkrise zunehmend unter Druck geraten. Hat auch das dazu beigetragen, dass die Goldpreisentwicklung seit Ende 2008 nochmal einen richtigen Schub bekommen hat? Aktuell geraten Staatsanleihen als wichtige Anlageklasse zunehmend unter Druck. Zwar profitieren die großen Länder wie die USA und Deutschland noch von ihrem „Sicherer-Hafen“-Status, aber spätestens seit der Griechenlandkrise sind Staatsanleihen vieler anderer Länder stark unter Druck gekommen.

Der übergreifende Faktor für viele dieser Probleme ist aus meiner Sicht eine verfehlte Fiskalpolitik der gesamten westlichen Industriestaaten, insbesondere der Versuch, auftauchende Probleme mit immer neuen Schulden zu „korrigieren“, ohne diese in guten Zeiten wieder abzubauen und ohne ökonomisch sinnvolle Reformen und Regularien durchzusetzen. Gerade die massive Liquiditätsausweitung der Notenbanken im Zuge der Finanzkrise ist ein Experiment, das es in diesem Ausmaß nie zuvor gegeben hat. Die Investoren entwickeln zunehmend das Gefühl, dass dieses Experiment die aktuellen Probleme bestenfalls kaschiert und dass unvorhergesehene Nebenwirkungen nur eine Frage der Zeit sind.

Normalerweise würde ich mich scheuen in eine Haussa zu investieren, die seit 10 Jahren läuft und die Preise bereits um 800% in die Höhe getrieben hat. Es beeindruckt mich auch nicht besonders, wenn ich immer wieder die tollsten Begründungen lese, warum Gold noch sehr viel länger und sehr viel weiter steigen kann. Meist beruhen sie auf Vergleichen mit dem letzten Goldpreis-Peak 1980 oder mit Hausen in anderen Märkten und implizieren mögliche Preisziele zwischen 2.000 und 10.000 Dollar pro Feinunze (aktuell steht Gold bei 1.200 Dollar).

Ich denke, dass der Goldpreis so lange weiter steigen wird, wie die Regierungen der großen Industrieländer keinen klaren und ökonomisch sinnvollen Weg aus der gegenwärtigen Krise finden. Solange das nicht der Fall ist, sind entweder wichtige Anlageklassen wie Aktien, Staatsanleihen und Immobilien von weiteren Wertverlusten bedroht (deflationäres Szenario) oder wir laufen Gefahr, in einigen Jahren in eine Phase hoher Inflation abzugleiten falls die aktuellen Stimuli nicht zurückgenommen werden oder gar neue Stimuli initiiert werden.

Die langfristig besten Lösungen des Schuldenabbaus und der Rückführung der aktuellen Stimuli sind zugleich die kurzfristig schmerzhaftesten. Sie führen in tiefe Rezessionen, würden aber den Weg ebnen für Umstrukturierungen, Entschlackungen und Entschuldungen. Politiker gehen selten den Weg, der mit kurzfristigen Schmerzen verbunden ist, auch weil das vom Wähler in der Regel nicht belohnt wird. Zwar sind die jüngsten, aus externen Zwängen geborenen Sparbeschlüsse der Euroländer durchaus positiv zu bewerten, aber sie könnten bestenfalls der Anfang einer Politik konsequenten Umsteuerns sein. Keiner der jetzigen Beschlüsse hat das Ziel die Schulden zurückzuführen. Bisher geht es ausschließlich darum, die Geschwindigkeit des Schuldenanstiegs zu verlangsamen. Und selbst dafür sind viele der beschlossenen Maßnahmen unzureichend weil sie von viel zu positiven Wachstumserwartungen ausgehen. Nichts desto trotz formiert sich in Europa bereits jetzt flächendeckender Widerstand gegen das Konzept, die Staatsausgaben wenigstens etwas mehr an die verfügbaren Einnahmen anzupassen. „Sparen ja, aber bitte nicht bei mir!“ ist die Devise. Das funktioniert nicht.

GALIPLAN AKTIEN GLOBAL

ERGÄNZUNGSSTRATEGIE

Für mich besteht das wahrscheinlichste Szenario zukünftiger Politik darin, dass in dem Moment, wo sich die Krise wieder zuspitzt oder vielleicht auch durch ein auslösendes externes Element (Krieg, große Terroranschläge) eine weitere Runde noch größerer Stimuli in die Wirtschaft gepumpt werden, vermutlich in Form von Gelddrucken (Quantitative Easing), da die direkte Erhöhung der Staatsschulden immer unpopulärer wird. Da der marginale Effekt neuer Schulden bzw. Stimuli auf das langfristige Wachstum des Bruttosozialproduktes in den letzten Jahren immer weiter zurückgegangen ist, wird das (nach einer kurzen Euphoriephase) am ehesten zu Stagflation (wirtschaftliche Stagnation verbunden mit hoher Inflation) führen. Das wäre sicher positiv für den Goldpreis.

Gold – Anlagestrategie

Langfristig sehe ich den Goldpreis so lange steigen, wie die Politik der großen westlichen Länder USA, Europa und Japan kein tragfähiges fiskal- und wirtschaftspolitisches Konzept für den Umgang mit der ausufernden Staatsverschuldung entwickelt. Kurzfristig sind die Vorhersagen wesentlich schwieriger. Rohstoffhaussen sind fast immer durch sehr große Schwankungen gekennzeichnet. Zwischenzeitliche Preisrückgänge von 30% sind normal, selbst Einbrüche um 50% haben nicht immer das Ende einer Hausse bedeutet.

Das ist der Grund, weshalb ich bisher nur einen relativ geringen Teil der liquiden Mittel des Fonds in Gold investiert habe. Ich erwarte eine deutliche wirtschaftliche Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte. Das könnte dazu führen, dass „ganz überraschend“ Deflationsängste wieder hochkommen und Gold bei allen „Inflationisten“ an Gunst einbüßt und vorübergehend einbricht. Solange dieses Szenario wahrscheinlich erscheint, werde ich den Goldanteil im Fonds unter 10% halten. Stark sinkende Preise wären, vorausgesetzt die externen Faktoren ändern sich nicht, ein Anreiz, den Anteil Richtung 20% auszubauen. Neue massive Stimuli würden mich, unabhängig vom Preis, zu einem beschleunigten Ausbau des Goldanteils bewegen.

Ausblick

Für alle weltweit existierenden Hedgefonds war das 2. Quartal 2010 im Schnitt das schlechteste seit 10 Jahren [<http://www.bloomberg.com/news/2010-07-08/hedge-funds-frozen-in-headlights-scale-back-trading-in-perilous-markets.html>]. Da die meisten dieser Fonds bekanntermaßen eher aus fundamentalen Überlegungen heraus agieren, ist das nicht verwunderlich, denn Aktien und andere Assetklassen bewegen sich momentan oft zufällig und ohne Relation zu fundamentalen Werten. Schuld daran sind zuletzt die massiven Eingriffe von Regierungen und Notenbanken in alle Märkte, sei es durch Stimuli, Quantitative Easing oder politisch motivierte Änderungen von Spielregeln.

Entsprechend wird der aktuelle Markt von kurzfristig agierenden technischen Tradern getrieben. Selten habe ich so viele Marktberichte gelesen in denen Preislevel (z.B. 1040 im S&P500), Chartformationen (z.B. eine Schulter-Kopf-Schulter-Formation in vielen Indizes) oder gleitende Durchschnitte (z.B. das jüngste Kreuz zwischen 50- und 200-Tage-Durchschnitte) als „wichtige“ Indikatoren für eine zukünftige Marktbewegung genannt wurden.

Bricht der Markt durch eines dieser „magischen“ Level, dann sind heftige, aber oft auch nur kurzlebige Bewegungen das Resultat. Nach oben scheinen momentan im S&P500 die 1100 so eine Grenze zu sein, nach unten die 1040 (aktuell stehen wir bei 1070). Da gerade die Berichtssaison für das 2. Quartal beginnt, kann jede positive oder negative Überraschung eines der großen Unternehmen die Bewegungen in eine bestimmte Richtung treiben oder verstärken. Vorhersagen für kurzfristige Bewegungen sind daher momentan extrem schwierig.

Meine Analysen deuten daraufhin, dass wir zum Ende des Jahres eine deutliche wirtschaftliche Abschwächung sehen werden und dass die Gewinnerwartungen vieler Analysten viel zu positiv sind. Das lässt eher Spielraum für negative Überraschungen und weitere Kursbewegungen nach unten. Deshalb ist der Fonds aktuell zu fast 100% abgesichert und wird in seiner Bewegung durch die Bewegung der von uns gehaltenen Aktien relativ zum Markt sowie die Fluktuationen von Goldpreis und Dollar bestimmt.

Das durchschnittliche von Analysten erwartete Gewinnwachstum über das nächste Jahr für alle Unternehmen des S&P500 (die 500 größten Unternehmen der USA) beträgt 21%. Das ist der höchste Wert seit 30 Jahren! Leider zeigen historische Daten, dass diese Analystenschätzungen das Papier nicht wert sind auf dem sie gedruckt werden. Die Korrelation zwischen den Schätzungen und den tatsächlich erreichten Ergebnissen liegt bei 0,28. Statistisch bedeutet das, dass die Analysten nur etwa 10% des wirklichen Wachstums richtig vorhersagen.

Interessant wird es, wenn man die Schätzungen für das nächste Jahr mit dem Gewinnwachstum des vorhergehenden Jahres vergleicht. Hier ergibt sich eine deutlich höhere Korrelation von 0,75. Offensichtlich neigen die meisten Analysten dazu, das gerade gesehene Wachstum einfach weiter in die Zukunft zu projektieren. Da wir vom Tiefpunkt 2009 bis heute eine verhältnismäßig starke Erholung der Gewinne gesehen haben ist es folglich nicht verwunderlich, dass die Analysten für das nächste Jahr so positiv eingestellt sind. Die Vergangenheit zeigt aber, dass es wenig Hoffnung gibt, dass sie damit richtig liegen.

Man kann zeigen, dass, wann immer die Schätzungen der Analysten besonders hoch sind, der Aktienmarkt eher schlecht performt und umgekehrt. Nimmt man alle Quartale, in denen die Analystenschätzungen für das nächste Jahr bei einem Wachstum von weniger als 5% lagen, dann hat der Aktienmarkt über die folgenden 12 Monate im Schnitt 18% zugelegt. Nimmt man dagegen alle Perioden in denen die Schätzung bei mehr als 15% lagen, dann hat der Aktienmarkt im Folgejahr eine durchschnittliche Performance von -12% hingelegt. Offensichtlich sind die jeweiligen Analystenschätzungen bereits in den aktuellen Kursen eingepreist und jede Abweichung in die entgegen gesetzte Richtung kommt für die Investoren als große Überraschung. Sollte sie eigentlich nicht, wenn man bedenkt wie ungenau diese Vorhersagen sind.

Ihr Fondsmanager
Dr. Steffen Hauptmann, 12.7.10