



Tactics

Aktuell

08_M
09_Y

Tactics „Aktuell“

Stammwähler vs. Wechselwähler.

-

Ist ein „Melt-up“ zu erwarten?

In der Politik unterscheidet man zwischen **Wechselwählern** und **Stammwählern**. Wahlkämpfe werden entschieden durch die Stimmverschiebungen unter den Wechselwählern. Stammwähler sind ideologisch gefestigt und gegenüber geänderten politischen Gegebenheiten widerstandsfähig. Wechselwähler leisten sich hingegen opportunistische Meinungsänderungen und reagieren oft sensitiv und früh auf neue Rahmenbedingungen.

Säkulare Kapitalmarktrends entstehen durch nachhaltige **Veränderungen des Makroumfelds**. **Zyklische Hausse-** und **Baissetrends** hingegen resultieren meist aus sich verschiebenden kurz- und mittelfristigen **Erwartungsänderungen** von Anlegern und Analysten/Meinungsmachern.

Auch am Kapitalmarkt findet man Ideologen/Stammwähler, die **Berufsoptimisten** und **Permabären**. Deren Meinung ist gesichert und veränderungsgeschützt. Ihr relativer Anteil schwankt mit den säkularen Basistrends; heute dominieren die Bären, 2000 waren es die Bullen. Da sie ihre Meinungen oder Positionierungen kaum ändern, treten sie auch nicht als Trend bestimmende Faktoren in Erscheinung.

Bei den **Kapitalmarkt-Wechselwählern**, den opportunistischen, Trend auslösenden und Trend verstärkenden Investoren und Meinungsmachern sind häufig dynamische und abrupte **Meinungswechsel** zu beobachten. So geschehen in den vergangenen vier bis acht Wochen. Anfang März herrschte ein über 80 %iger Konsens auf weiter fallende Kurse. Die kräftige 30 %-Rallye bis Ende Mai änderte daran nichts Grundlegendes – allgemein wurde sie als „natürliche“ Gegenbewegung auf den vorherigen massiven Einbruch gesehen (Bear-Market-Rallye). Die meisten fanden sich durch die erneute Schwäche im Juni bestätigt. Das schnelle Ende der Korrektur und der haussierende Juli haben aber eine **deutliche Meinungsverschiebung** gebracht. Das Lager der Bären ist spürbar kleiner geworden, die Bullen bekommen Oberwasser und wagen wieder optimistische Szenarien. Von einem **möglichen „Mini-Melt-up“** wird gesprochen.

Die **Kern-Argumente** für einen **weiteren Kursanstieg** des Aktienmarktes lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die **Gefahr** eines **Systemversagens** à la Lehman **besteht** aktuell **nicht mehr**. Die meisten Risikomaße haben auch das „Vor-Lehman“-Niveau wieder erreicht: **Corporate Spreads**, Volatilitätsindizes, Inter-Banken-Spreads, Zinsen für Staatsanleihen. – Die Aktienindizes hingegen sind noch immer 15 – 20 % unterhalb dieses Niveaus. Aus dieser Diskrepanz leiten sich typische Kursziele für den **Eurostoxx 50** von **3150** Punkten bzw. **1200** Punkten für den **S&P 500** ab.
- Auf aktuellem Niveau wird noch immer eine sehr tiefe Rezession eingepreist. Sollten sich die Frühlingsboten („Green Shoots“) als mehr als nur Boten entpuppen, wird es zu einer deutlichen **Bewertungsanpassung** kommen.
- Die **Berichtssaison** hat eindeutig **positiv überrascht**.
- Der strapazierte **amerikanische Konsument** hat die zuvor negative **Sparquote** sehr schnell auf den **Nachkriegsdurchschnitt** erhöht und ist in einer deutlich besseren Situation als allgemein angenommen.

- Die **Unternehmen** haben in Erwartung eines drastischen Konjunkturerinbruchs ihre **Kosten erheblich reduziert** – viel stärker als in vergleichbaren vergangenen Rezessionen. Bei einem Wiederanziehen der Konjunktur werden die Gewinne entsprechend überproportional anziehen.
- Der **Immobilienmarkt** war das Epizentrum der Krise. Hier sind ebenfalls **positive Tendenzen** erkennbar: Die US-Immobilienpreise sind zum ersten Mal seit 33 Monaten in zwei aufeinanderfolgenden Monaten gestiegen.

Die **Pessimisten** halten dem entgegen:

- Die verbesserten **Konjunkturdaten** sind nur eine **vorübergehende Reaktion** auf die gefallen Lagerbestände. Sobald diese wieder gefüllt sind und die Stimulanz durch Konjunkturprogramme in der zweiten Jahreshälfte nachlässt, werden auf die „Green Shoots“ „Yellow Weed“ folgen.
- Die **Gefahr einer Liquiditätsfalle** ist noch nicht gebannt. Die Geldmenge der Notenbanken ist zwar erheblich ausgeweitet worden, die Liquidität fließt aber nicht in die Realwirtschaft, sondern bleibt in den Büchern der Banken oder fließt in die Kapitalmärkte.
- Deutliche **Zwischenkursanstiege** sind typisch für ausgedehnte Baissephasen.

Die Argumente der **Dauerpessimisten** oder **-optimisten** sind nicht aufgeführt, da deren Meinungsbildung nicht informations-, sondern **überzeugungsgetrieben** ist. Je länger eine Bewegung gegen ihre Überzeugung läuft, umso stärker werden ja deren Überzeugungen, da die vermuteten Ungleichgewichte immer größer werden. **Signifikante Trendwechsel** treten oft dann ein, wenn diese Anlegergruppe das **Handtuch wirft**, so wie Ende 1999 prominente Value-Investoren. Davon kann **z. Zt. keine Rede** sein.

Die **aktuelle Marktentwicklung** gibt den **Optimisten** Recht. Auch bei ihnen ist jedoch eine erhebliche Rest-Skepsis geblieben, erkennbar an den konditionalen Einschränkungen ihres Optimismus (**Meinungshedge**). **Wichtige Frühindikatoren**, die das positive Umfeld eintrüben würden, wären danach:

- Sich **verflachende Zinsstrukturkurven**.
- Das Verhalten der **Emerging Markets**. Speziell für China und Brasilien galt: „Last-in, First-out“. Die **relative Performance der Aktienmärkte** spiegelt das wider. Sollte die Outperformance nachlassen, wäre das ein deutliches Frühwarnsignal.
- Eine **Goldpreisschwäche** würde auf mangelnde Liquiditätszuführung deuten.
- Anhaltende **US\$-Stärke**, wegen Schwächung der US-Konjunktur.

Der klare Meinungswandel hat noch **keinen Niederschlag** in der **Asset-Allokation** gefunden. Nach wie vor haben wesentliche Anlegergruppen den **Anstieg verpasst**. Noch immer weisen **Kassebestände** in Fonds **extreme Werte** auf, sind **institutionelle Investoren** gemäß Umfragen nur zu netto 5 % in Aktien investiert und übersteigt die Marktkapitalisierung von Geldmarktfonds diejenige von Aktienfonds.

Der Wandel von kurz-/mittelfristigem Pessimismus zu Optimismus vollzieht sich in **geordneten Bahnen**. Auch das **technische Bild bestätigt** diese Einschätzung:

- **Steigende Hoch- und Tiefpunkte** stehen per definitionem für einen Aufwärtstrend.
- Die zuvor bremsende **200-Tagelinie steigt**.
- Mittelfristige **Momente** sind noch nicht überkauft.
- Die **Advance-Dcline-Linien bestätigen** den Anstieg (hohe Marktbreite).
- Hohe Cashreserven zeigen **Pessimismus**.
- **Technisch negativ** sind **geringe Volumina** und **Überhitzungen** im Bereich der **Emerging Markets** (v. a. China).

Bottom-Line: Die ungeliebte Rallye setzt sich fort!

Der haussierende Juli führte zu einem **Wetterwechsel**. Geschätzt sind bereits mehr als die Hälfte der mittelfristig (sechs bis neun Monate) argumentierenden Researchpublikationen ins optimistische Lager gewechselt. Ein **Extremwert** ist das **noch nicht** und die meisten Optimisten hedgen ihre Meinung auch noch fortwährend. Das **Wechsellpotenzial** ist vielleicht erst zu **50 % ausgeschöpft** und die „Wall of Worry“ wird bislang nur langsam abgetragen.

Die meisten Investoren haben den Trend nicht mitgenommen. Enorme Cashbeträge sind auf institutioneller und privater Seite vorhanden. Sollte der Aufwärtstrend ohne nennenswerte Korrekturen über den Frühherbst Bestand haben, ist das teilweise vermutete **Melt-up-Szenario denkbar**. Der Performancedruck zum Jahresende kann dann zu „**Zwangskäufen**“ führen.

Die **technische Ausgangslage** ist ebenfalls **Trend bestätigend** und **strukturelle Faktoren** sind **positiv**. Die Monate August bis Oktober stehen häufig für die schwierigste Periode im Jahresverlauf. Da dies diesmal viele Anleger „erhoffen“, sollte ein Einstieg schon nach geringer Korrektur erfolgen.

Technische Anhaltspunkte dafür wären:

- Eine **Rückreaktion** an die mittlerweile steigenden **200-Tage-Linien**.
- **Überverkaufte Situationen** in kurzfristigen Momenti (RSI 14).

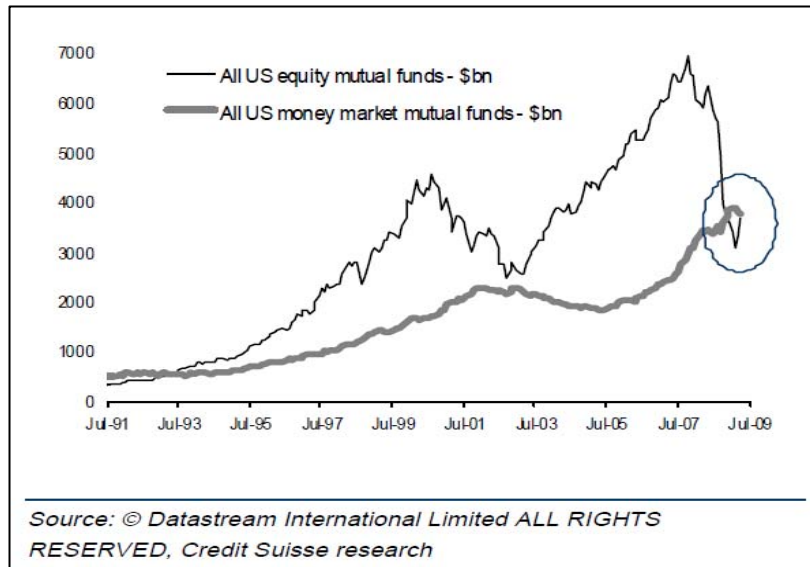


Chart 3: Hohe Cash-Reserven: Die Marktkapitalisierung von Geldmarktfonds übersteigt die von Aktienfonds seit November 2008.

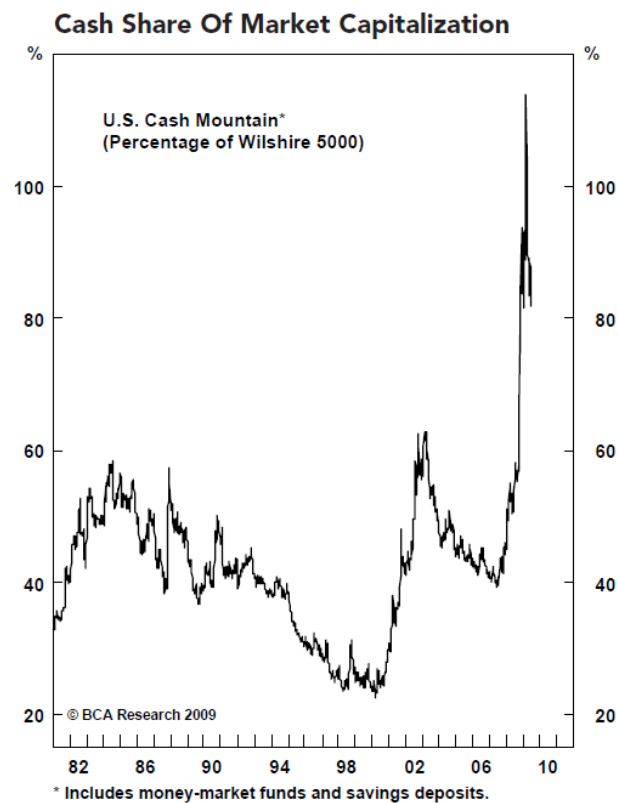


Chart 4: Ein weiteres Zeichen für anhaltende Skepsis: Das Verhältnis Liquidität zum breiten Wilshire Aktienindex liegt bei 80 %. Diese Liquidität verzinst sich mit 0 % und sucht nach Alternativen.

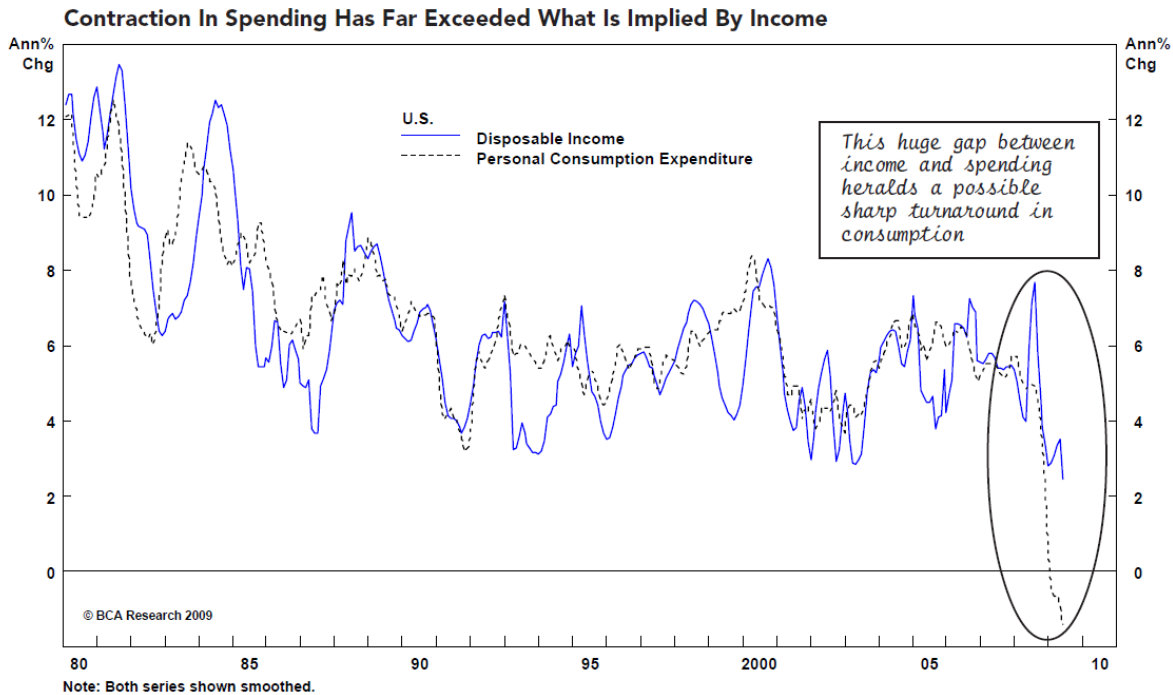


Chart 5: Die US-Konsumenten haben zur Erhöhung ihrer Sparquote den Konsum deutlich stärker gebremst, als ihre Einkommen gefallen sind. Daraus kann man im Fall einer Rückkehr zur alten Relation ein beachtliches Konsumpotenzial erwarten.

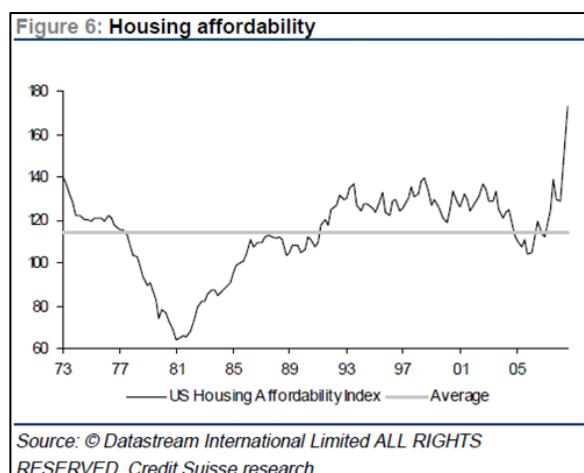
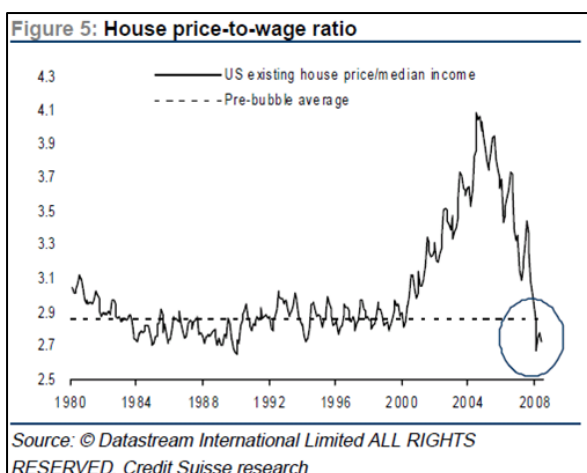


Chart 6: Ein „Green Shoot“: Der Immobilienmarkt zeigt eine erste Bodenbildung. Der Preisrückgang von US-Immobilien macht diese nun sehr attraktiv. Der erste aufeinanderfolgende Shiller-Index-Preisanstieg seit 33 Monaten unterstreicht das.

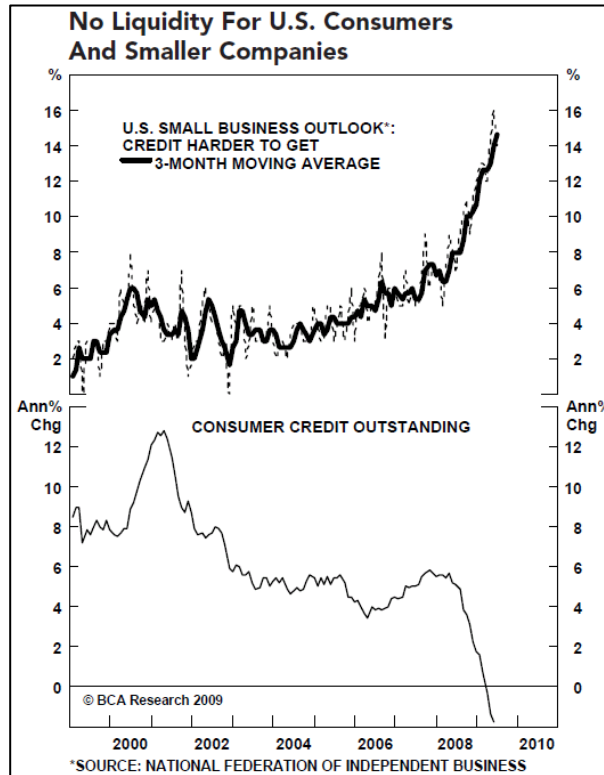


Chart 7: Ein Warnsignal der Pessimisten: die Gefahr einer Liquiditätsfalle ist noch nicht gebannt, da die Notenbank- und Fiskalliquidität noch nicht wieder in den Wirtschaftskreislauf fließt.

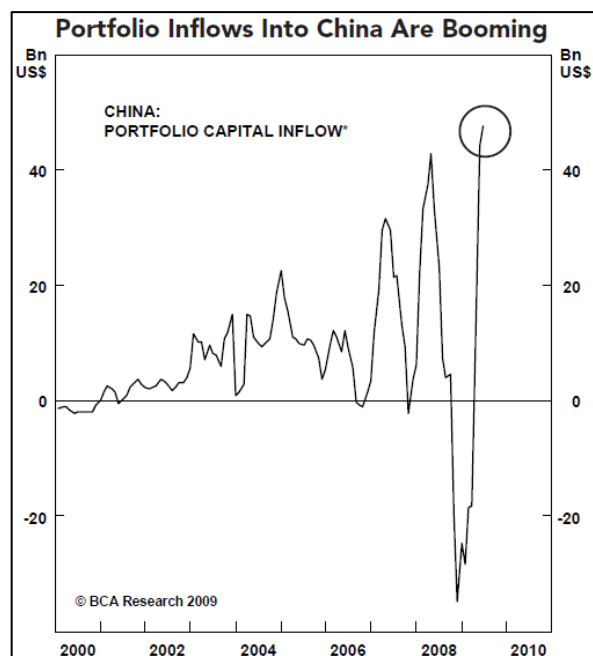


Chart 8: Die von allen Seiten bereitgestellte Liquidität findet ihren Weg zunächst in den Finanzsektor. Hier bahnt sich im Bereich der Emerging Markets die nächste Blase an. In den ersten sechs Monaten dieses Jahres floss schon fast soviel Geld in deren Börsen wie im bisherigen Rekordjahr 2007 zusammen.

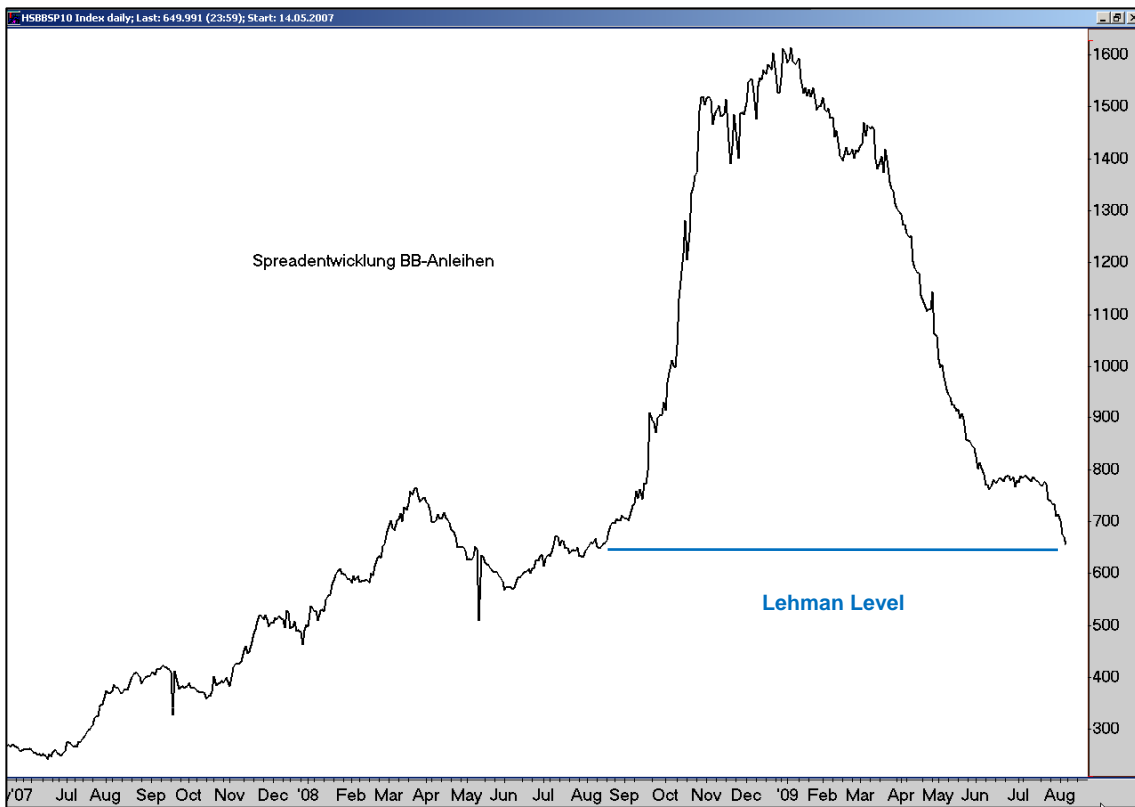


Chart 9: Parallel zu den Aktienmärkten haben sich die Corporate-Spreads über alle Bonitäten zurückentwickelt und bereits das Lehman-Niveau erreicht. Trend bestätigend für die Aktienmärkte.

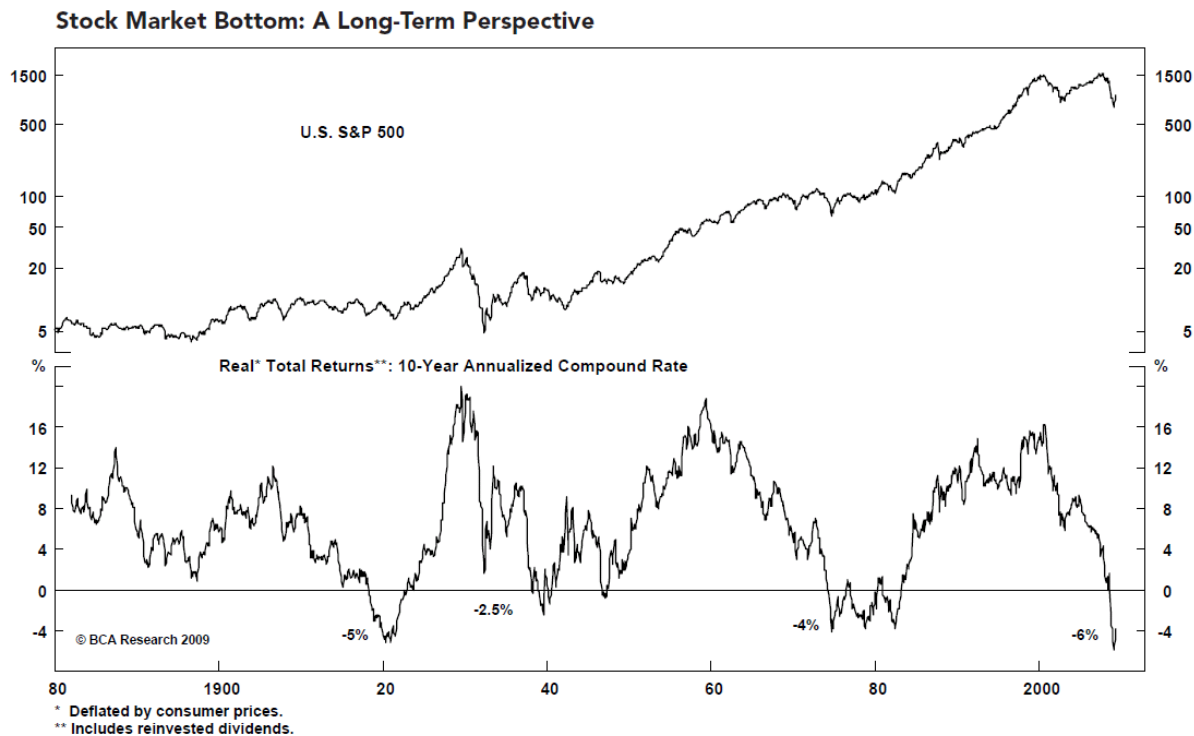


Chart 10: US-Aktienmarkt in längerer Betrachtung mit signifikantem Tiefpunkt.

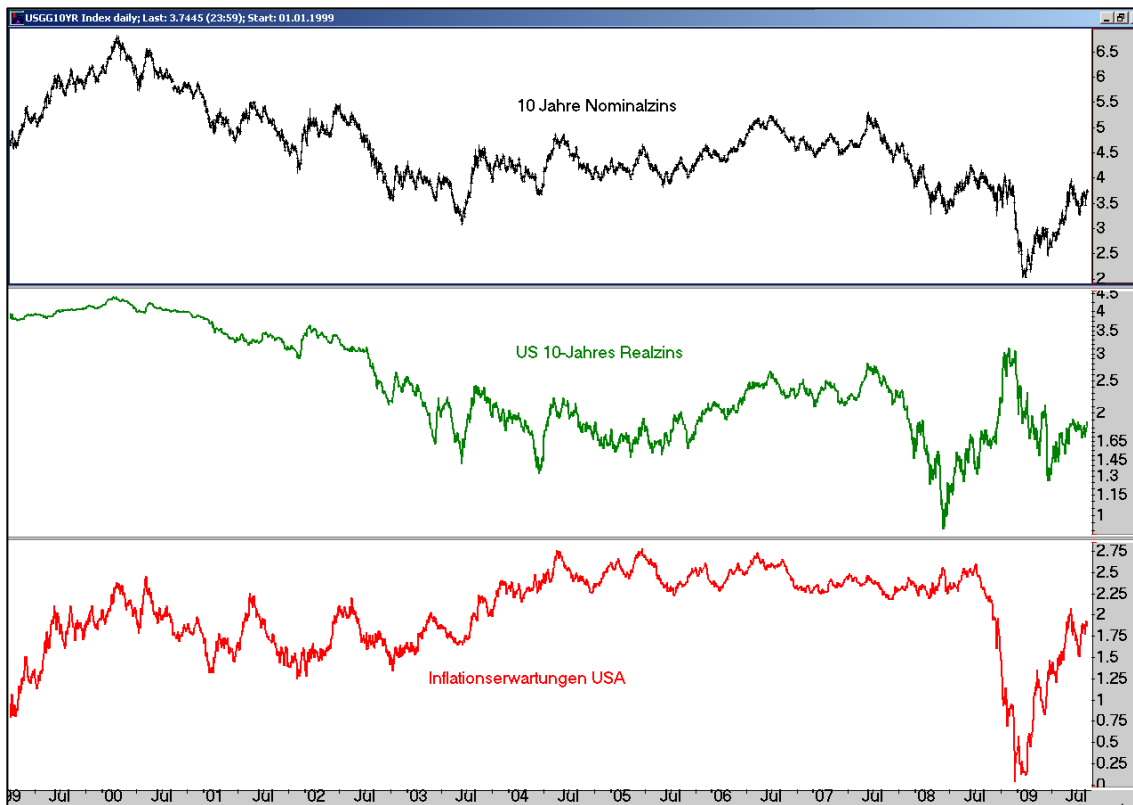


Chart 11: US-Realzins und eingepreiste Inflationserwartungen haben sich normalisiert und liegen auf dem Mittelwert der letzten fünf Jahre.

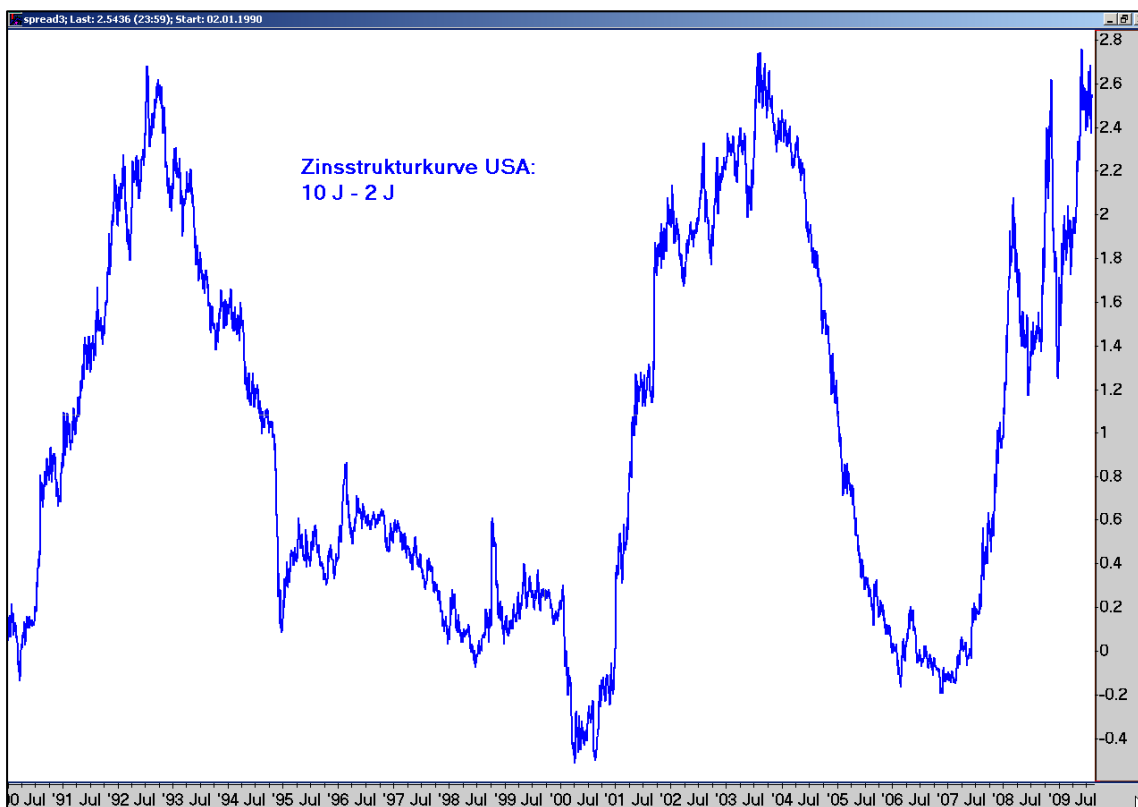


Chart 12: Rekordhohe Zinsstrukturkurven in den USA und Europa verdeutlichen die notenbankpolitischen Ankurbelungen. Steile Zinsstrukturkurven sind Voraussetzung für eine Verbesserung der Bankbilanzen über die Fristentransformation.

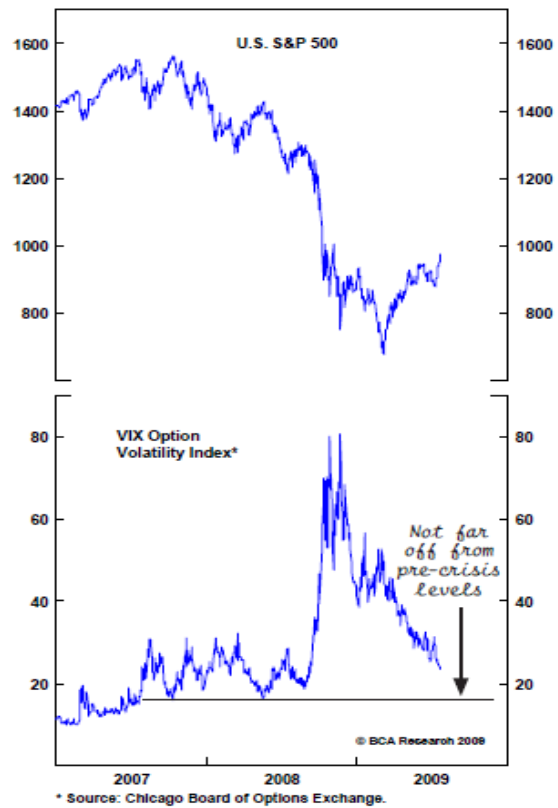
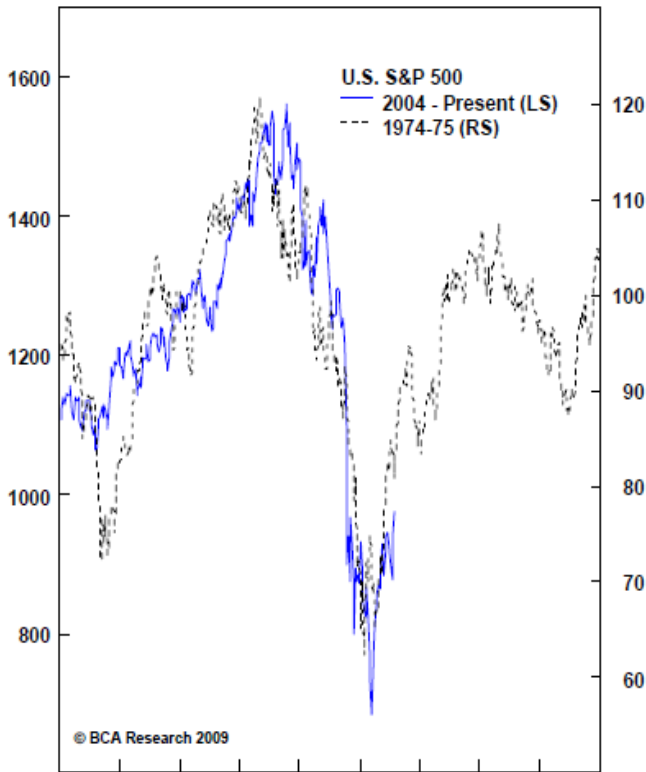


Chart 13: Die Optimisten vergleichen grafisch den aktuellen Aktienmarktanstieg mit der Rallye nach dem Tiefpunkt 1974. Vor vier Monaten wurde der Vergleich mit der Baisse 29-32 gezogen.

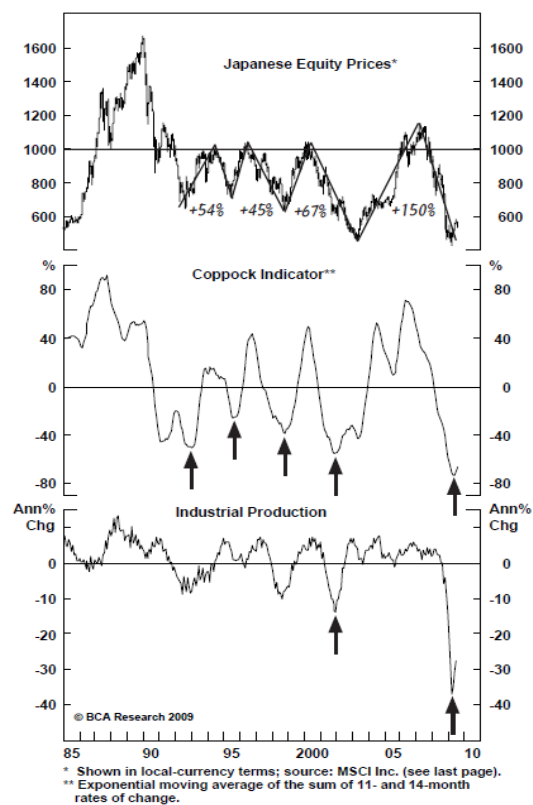
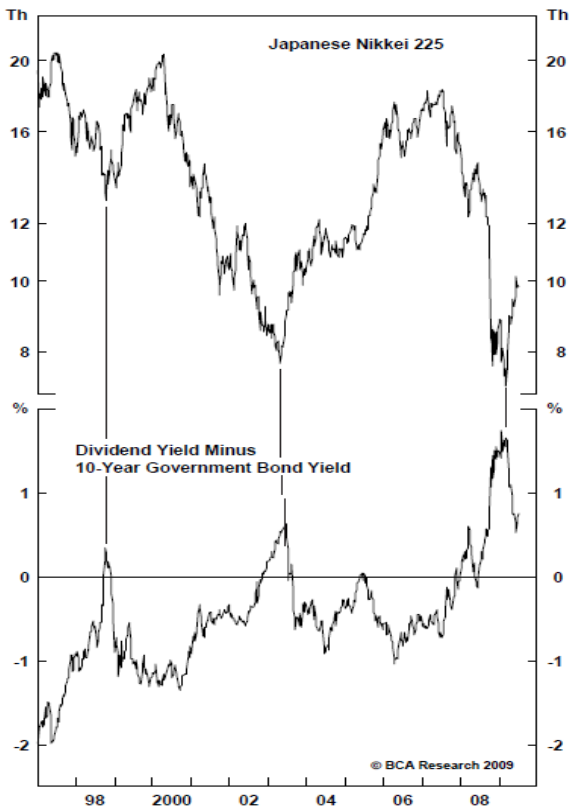


Chart 14: Aktuell eine häufige Empfehlung: Japan kaufen! Begründung: niedrige Bewertungen und technisch überverkaufte Indikatoren.

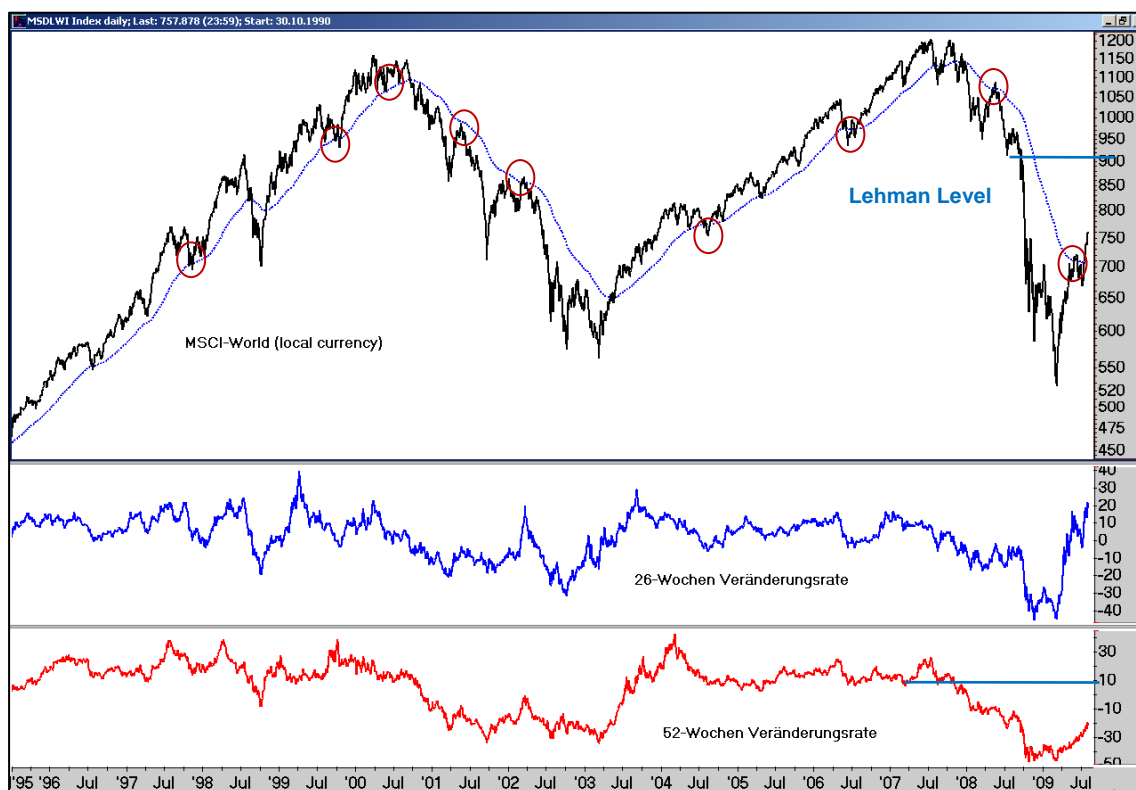


Chart 15: Der MSCI World hat an der 200-Tage-Linie nur flach korrigiert. Das Lehman-Level liegt bei ca. 800 Punkten. Dann wäre auch die 52-Wochen-Veränderungsrate im überkauften Bereich.



Chart 16: S&P 500 mit gleichem Bild wie der MSCI-Index. Die 200-Tage-Linie stellte nur ein kurzes Hindernis dar. Die Fähigkeit des Index, kurzfristig deutlich überkaufte Niveaus zu erreichen, ist mittelfristig positiv.

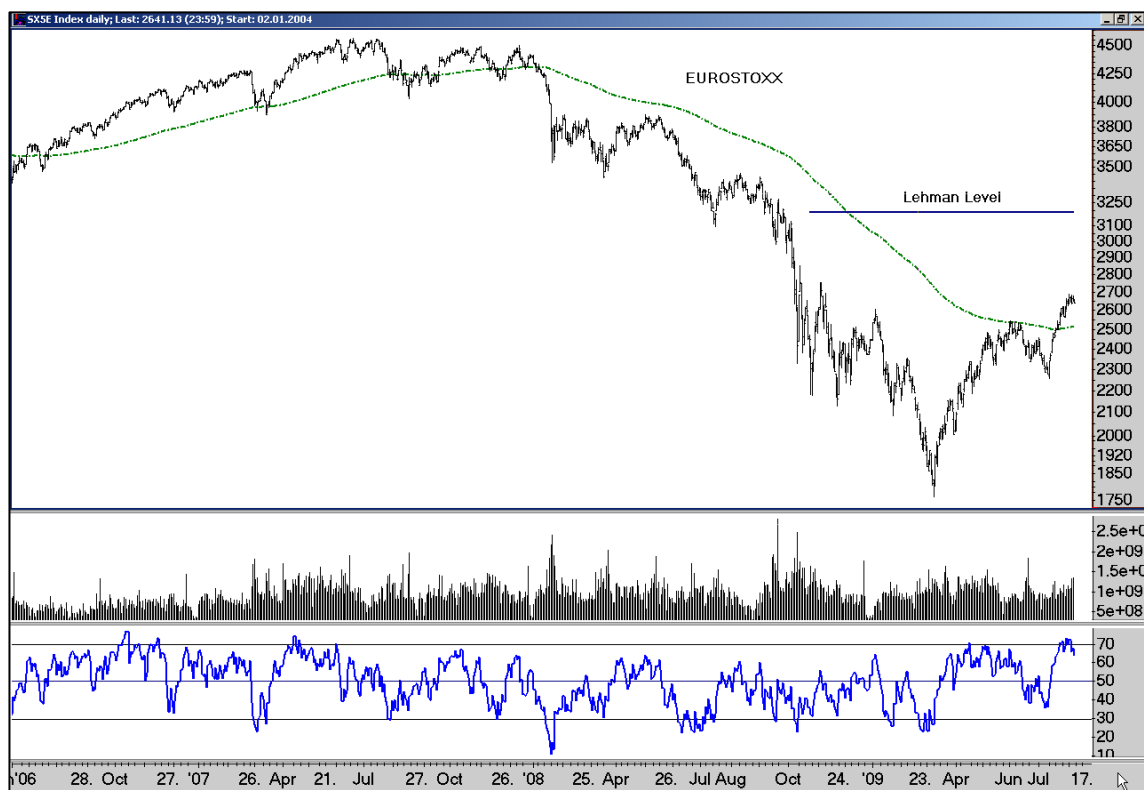


Chart 17: Eurostoxx Index mit gleichem technischem Bild wie S&P 500 und MSCI World.

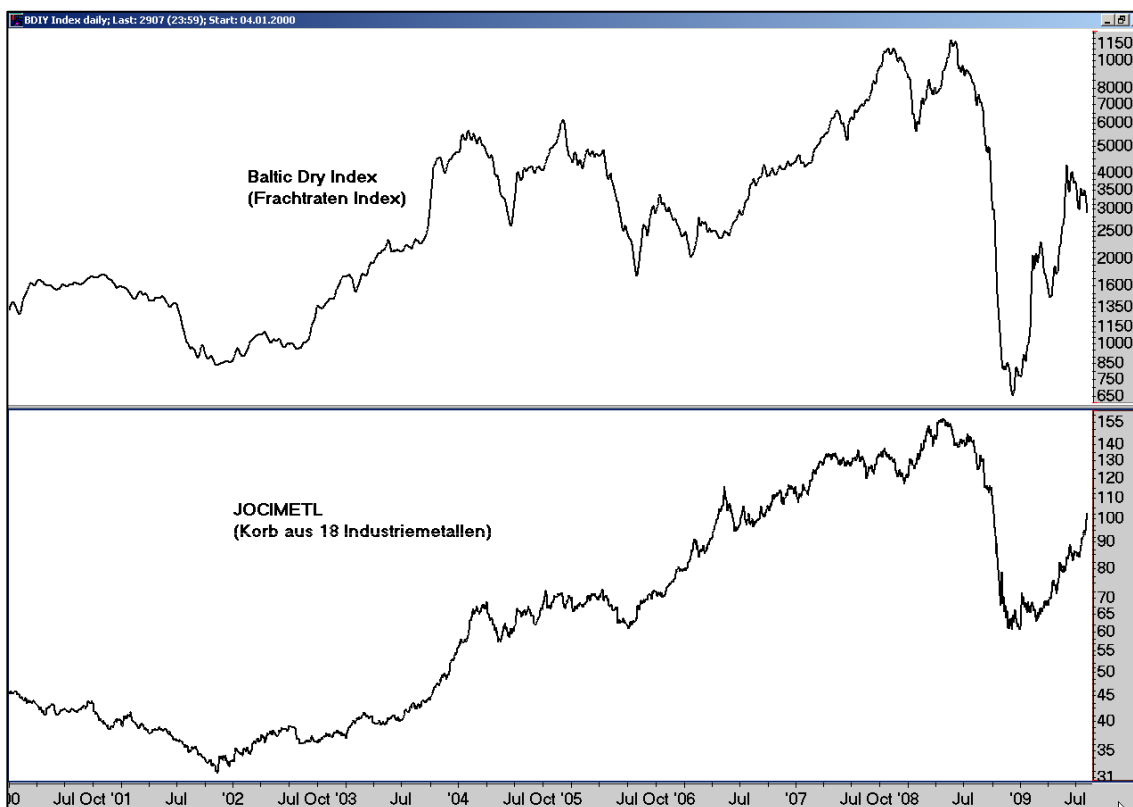


Chart 18: Die vorlaufenden Frachtraten und Industriemetalle bestätigen die Aufwärtsbewegung der Aktien.

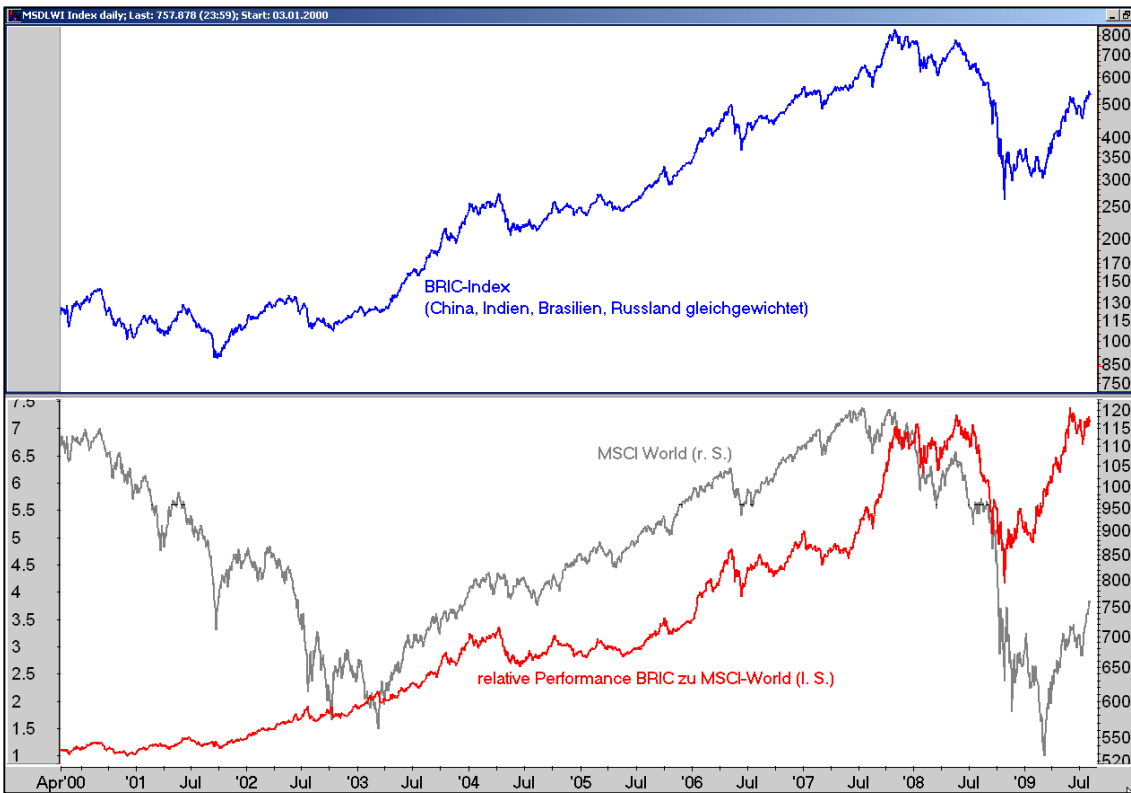


Chart 19: „Last-in, First-out“! Das ungleich bessere Makrobild der BRIC-Staaten spiegelt sich in der relativen Aktienperformance wider. Die relative Stärke gegen den MSCI World hat schon wieder ein (marginal) neues Hoch erreicht.

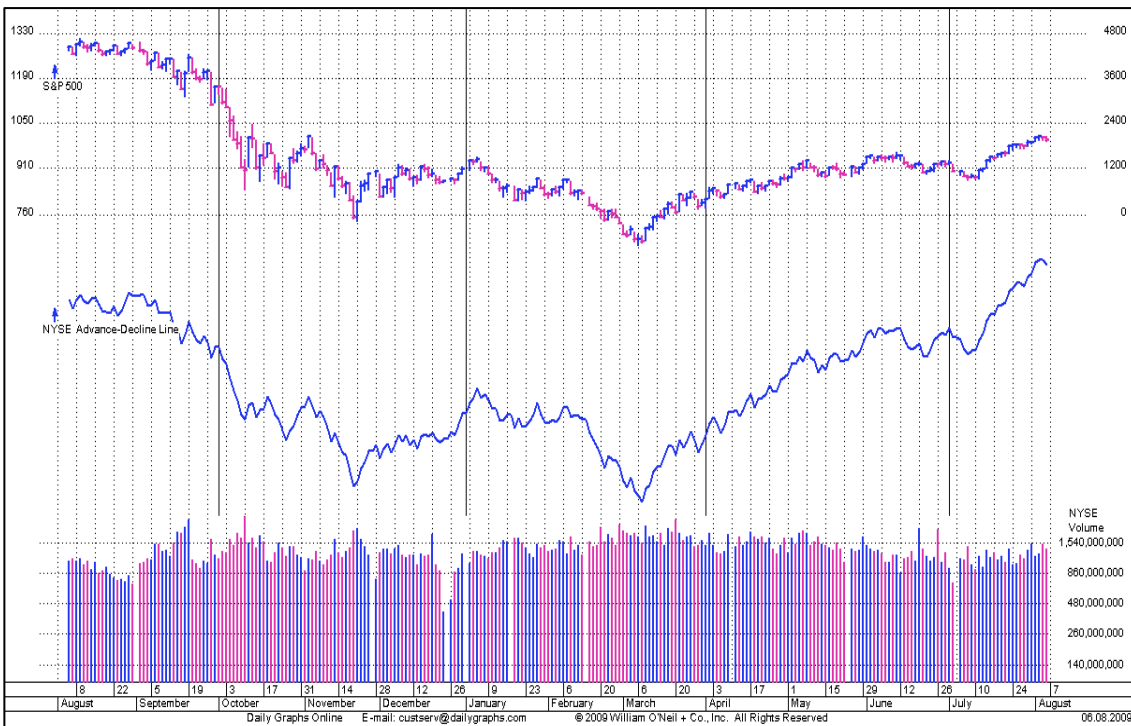


Chart 20: US-Aktienmärkte und Advance-Decline-Verhalten ohne Divergenz. Mittelfristig weiter positiv

Aquila Capital Concepts GmbH
Ferdinandstrasse 25-27
D-20095 Hamburg

Tel: +49 (0) 40 – 411 619-100
Fax: +49 (0) 40 – 411 619-129

E-Mail: info@aquila-capital.de
www.aquila-capital.de

Wichtiger Hinweis:

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information. Bitte beachten Sie, dass alle Informationen sorgfältig und nach bestem Wissen erhoben worden sind, jedoch keine Gewähr übernommen werden kann. Diese Präsentation ist kein Verkaufsprospekt und enthält kein Angebot zum Kauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für die vorgestellten Produkte und darf nicht zum Zwecke eines Angebots oder einer Kaufaufforderung verwendet werden. In die Zukunft gerichtete Voraussagen und Angaben basieren auf Annahmen. Da sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben nur die derzeitige Auffassung der Aquila Capital Concepts GmbH über künftige Ereignisse wiedergeben, enthalten sie natürlich Risiken und Unsicherheiten.