

Wellenreiter-Invest Studie

Ausblick 2011

Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe

**©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn**

Oberursel, im Dezember 2010

Inhaltsangabe

	Seite
Einführung	4
1. Europa	5
2. Zwischen Finanz- und Staatenkrise	9
2.1 Der Konjunkturzyklus	9
2.2 Konjunkturindikatoren USA	13
2.3 Staatsverschuldung	21
3. Der Anleihemarkt	33
3.1 Überblick	33
3.2 Entwicklung der Renditen am langen Ende	35
3.3 Zinspolitik	44
3.4 Unternehmens- und Hypothekenanleihen	46
4. Der Währungsmarkt	48
4.1 US-Dollar-Index	48
4.2 Euro/ Dollar	52
4.3 Schweizer Franken	55
4.4 Dollar/ Yen	56
4.5 Yuan/ Dollar	58
5. Der Rohstoffmarkt	59
5.1 Rohstoffmarkt langfristig	59
5.2 Erdöl	61
5.3 Kupfer	64
5.4 Gold	66
5.5 Silber	73
5.6 Nachwachsende Rohstoffe	76
6. Der Aktienmarkt	80
6.1 Das große Bild	80
6.2 Präsidentschaftszyklus	83
6.3 Dekadenmuster	87
6.4 Verlauf von Bärenmärkten	90

6.5	Marktstruktur	94
6.6	Sentiment	97
6.7	Sektoren im Fokus	100
6.8	Regionen im Fokus	102
6.9	Zyklen und Zeitprojektionen	106
7.	Fazit für den US-Finanzmarkt	108
8.	Unsere 10 Thesen für 2011	110
	Disclaimer	112
	Über uns	113
	Abbildungsverzeichnis	114

Einführung

Wie wird das Börsenjahr 2011? Wir ergründen diese Frage im vorliegenden Jahresausblick und betrachten dazu eine Vielzahl an Märkten. Dabei wollen wir untersuchen, wo und wann sich Chancen für Anleger ergeben. Wie Sie dies bereits von uns gewohnt sind, werfen wir bei den jeweiligen Märkten zunächst einen Blick auf das „große Bild“, bevor wir in kleineren Zeiteinheiten denken und dabei u.a. zyklischen Überlegungen ihren Raum geben. Den Abschluss unseres Jahresausblicks bilden ein Quartalsüberblick sowie die zehn Thesen.

Es ist ein Zeichen der Zeit, das sich das erste Spiegel-Titelbild des neuen Jahres mit China beschäftigt.



Spiegel-Titel 01/2011

China zierte in den vergangenen drei Monaten dreimal das Titelbild der Nordamerika-Ausgabe des „Economist“. Aus Sicht des Sentiments ist das häufige Erscheinen auf Titelbildern ein Kontraindikator. Wir werden die ökonomisch-zyklische Situation Chinas in unserem Ausblick einordnen.

Wir wünschen Ihnen viel Erfolg mit unserem Werk und hoffen, dass Sie für Ihre eigenen Überlegungen wertvolle Anregungen finden. Wir machen keinen Hehl daraus, dass wir uns freuen würden, Sie in 2011 als neue Abonnenten begrüßen zu dürfen, sofern Sie nicht bereits Abonnent sind.

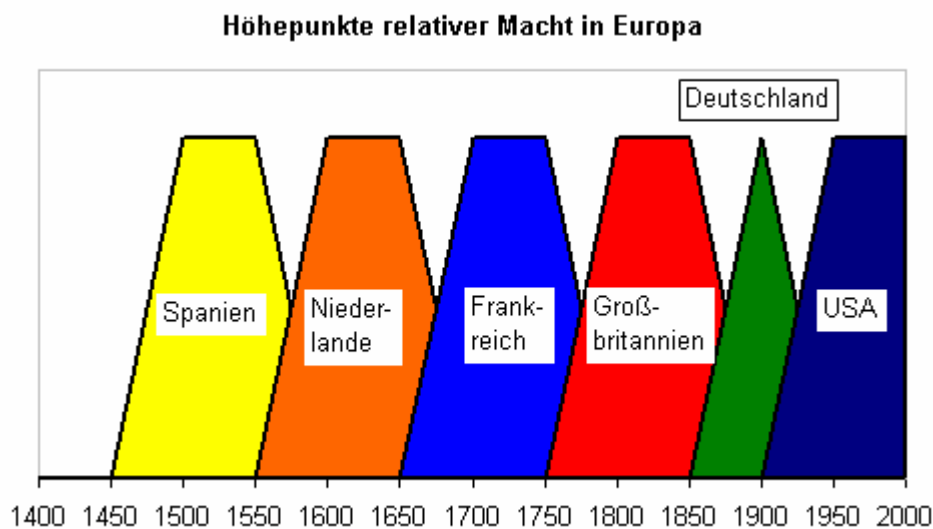
Oberursel, im Dezember 2010

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

1. Europa

Europa war über weite Teile seiner Entwicklung ein Schlachtfeld. Der 30jährige Krieg von 1618 bis 1648 blutete Europa - vor allen Dingen Deutschland - aus. Man kämpfte um des Kämpfens Willen, die große Übersicht gab es nicht mehr. Krieg war eine Art Lebensart geworden. Napoleon zog zu Beginn des 19. Jahrhunderts quer durch Europa bis Moskau, Deutschland krönte seinen Kaiser im Jahr 1871 im Spiegelsaal von Versailles. Aus der Niederlage im ersten Weltkrieg und den Reparationszahlungen bezog Hitler die zerstörerische Kraft, einen zweiten Weltkrieg anzuzetteln, der 50 Millionen Tote hinterließ.

Über die Jahrhunderte durfte von Spanien über Holland, Frankreich, Großbritannien und Deutschland jeder einmal den „Leader“ spielen.



Nach hunderten von Jahren gelebter Feindschaft war die Luft nach dem zweiten Weltkrieg raus. Niemand konnte mehr, niemand wollte mehr. Intelligente Menschen erkannten, dass Frieden nur dann zu haben war, wenn man Deutschland und Frankreich zusammenbrachte. Aus dieser „Achse“ erwuchs die europäische Union.

Vom zweiten Weltkrieg bis zum Fall der Mauer kitteten die US-Amerikaner (West-) Europa zusammen. In den 1990er Jahren begannen sie, ihre Truppen abzuziehen. Andere Schauplätze waren wichtiger (Irak etc.). Die europäische Union führte eine Osterweiterung durch, wurde größer, von den Amerikanern unabhängiger, aber gleichzeitig unregierbarer. In diese Phase fiel die Einführung des Euro. Dessen Einführung war politischer Wille. Aus wirtschaftlicher Sicht war es - ohne echte Finanzunion - ein mit Risiken behaftetes Experiment.

Politische Entscheidungen orientieren sich nicht zwangsläufig an wirtschaftlichen Gegebenheiten. War es für Napoleon wirtschaftlich vernünftig, mit seinen Truppen bis nach Moskau zu ziehen? Wurde der erste oder der zweite Weltkrieg aus wirtschaftlichen Gründen angezettelt? Selbst der Aufbau der europäischen Union wäre ohne den Hintergedanken, Frieden in Europa schaffen zu wollen, zu Scheitern verurteilt gewesen. Schon immer war es so, dass die Politik – wenn es drauf ankommt – das entscheidende Wort hat. Und nicht die Wirtschaft.

Europa ist klein. Man könnte die Staaten der europäischen Union im Wüstensand der Sahara unterbringen. Viele Nationen leben auf engem Raum mit- und nebeneinander.



Quelle: www.ginkomaps.com

Das gemeinsame Verbindungsglied ist weder das Klima, die Sprache, die Kultur oder der Charakter. Die Deutschen sind den 30 Prozent der US-Amerikaner, die sich auf deutsche Wurzeln berufen, näher als Griechen, Iren oder Portugiesen.

Was die Europäer in erster Linie zusammenhält, ist der Austausch von Waren und Dienstleistungen. Eine nicht unerhebliche Rolle in diesem Austausch spielt der Tourismus. Zwei Flugstunden sind es nach Mallorca. Von Chicago nach Florida benötigt man länger. Der Tourismus hat den Charakter ganzer Landstriche verändert (der Einfluss britischer und deutscher Urlauber kann am Beispiel von Mallorca nachvollzogen werden).

Wie der britische Historiker Arnold Toynbee beobachtete, neigen Hochkulturen in ihrer fortgeschrittenen Phase dazu, zu einem „alles umfassenden Universalstaat“ zusammen zu wachsen. Man denke an das ägyptische oder das römische Reich oder auch an die chinesische Hochkultur, die sich über Jahrtausende entwickeln konnte. Die gemeinsame europäische Währung ist Ausdruck eines politischen Willens, Europa als Einheit zusammenhalten zu wollen. Doch nur Zusammenhalten geht nicht. Entweder man macht weitere Schritte im Hinblick auf eine Finanzunion, die in ihrer zeitlichen Achse auch die politische Union zum Ziel hat. Oder man begibt sich auf den absteigenden Ast eines Zerfalls der europäischen Hochkultur. Universalstaaten haben – wenn sie richtig organisiert sind – eine Überlebensdauer von zumindest einigen hundert Jahren.

Die Wiedereinführung nationaler Währungen wäre ein Rückschritt. Eine gemeinsame Finanzunion oder gar eine politische Union würde in weite Ferne rücken. Was nicht zusammenhält, fällt auseinander. Der Zerfall Europas würde sich beschleunigen. China knabbert am Kuchen Europa. Mit der Abgabe von Hilfsangeboten und Direktinvestitionen in Griechenland, Portugal und Spanien schafft sich China eine Basis, die das Land in Afrika schon längst hat. Chinas Hilfe ist in Afrika hochwillkommen, sie wird es auch in den Peripheriestaaten Europas sein.

Lassen sich die Europäer spalten, dürfte über kurz oder lang das römische Motto „Divide et impera“ gelten („Teile und Herrsche“). Wunderbar ließe sich der Norden gegen den Süden Europas von Angelsachsen oder Chinesen ausspielen.

Europa ist als Anhängsel der eurasischen Landmasse klein, viel zu klein für einen Rückfall in Kleinstaaterei. Wollen wir wirklich in die Bismarcksche Macht- und Verbündungspolitik zurückfallen? Europa ist auf dem Weg zu einer echten Union. Wir Europäer sollten uns nicht auseinanderdividieren lassen, weder von den Angelsachsen noch von China. In einer guten und langen Ehe rückt man nach einer Krise näher zusammen. Krisen sind ein notwendige Bereinigung vorheriger Übertreibungsphasen.

Wir stehen vor der Wahl: Entweder wollen wir ein Europa, dass weiter zu einem Universalstaat zusammenwächst. Ein solcher kann noch viele Jahrhunderte in einem Fahrwasser relativer innerer Ruhe existieren. Oder wir lassen uns auseinander dividieren und in andere Machtgefüge einflechten.

Der Zusammenhalt Europas kostet Geld. Deutschland ist der größte Netto-Zahler in der Europäischen Währungsunion (EWU).

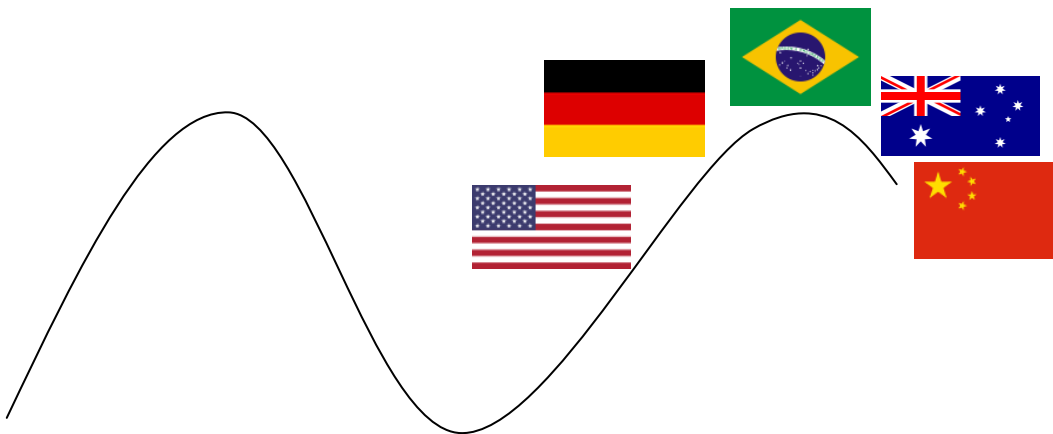
Die Frage, die sich gerade in diesen Monaten stellt, bewegt Politiker und Bürger:
Welchen Wert hat der Friede, welchen Wert hat Europa für uns?

2. Zwischen Finanz- und Staatenkrise

2.1 Der Konjunkturzyklus

Die übergreifende weltwirtschaftliche Situation kann durch eine Zweiteilung beschrieben werden. Die alten Industrienationen befinden sich auf der Stufe der Quasi- oder tatsächlichen Nullzinspolitik mit – insbesondere in Europa – ausgeprägter Sparpolitik. Sparpolitik oder neudeutsch „Austerität“ bedeutet konjunkturell nichts anderes als eine Bremspolitik. Hingegen haben viele Emerging Markets-Länder seit Ende 2008 einen ausgeprägten Konjunktur-Aufwärts-Ritt hinter sich. Sie nähern sich einem zyklischen Gipfel bzw. haben ihn bereits überschritten.

Exemplarisch stellen wir nachfolgend den konjunkturellen Status Chinas, Australiens, Brasiliens, Deutschlands, und der USA dar.



Der chinesische Aktienmarkt leidet unter einem Minus von 15 Prozent in 2010. Damit trägt der chinesische Aktienmarkt die rote Laterne unter den großen Volkswirtschaften. Er ist global einer der wenigen Aktienmärkte, die in 2010 kein neues Bewegungshoch erzielen konnte. Die Inflationsraten notieren bei über 5 Prozent und damit oberhalb der selbst gesetzten Zielmarken. Die Preissteigerungsrate von Gemüsepreisen beträgt gegenüber dem Vorjahresmonat etwa 60 Prozent. Zinserhöhungsschritte werden in China behutsam gegangen. Im Laufe der vergangenen Monate wurde der Leitzins mit kleinen Schritten von jeweils 25 Basispunkten von 5,31% auf aktuell 5,81% erhöht, weitere Zinsschritte sind in 2011 zu erwarten. Daneben wurden Maßnahmen wie die Erhöhung der Mindestreservesätze durchgeführt. Auch hier nehmen wir aktuell eine Überschreitung des konjunkturellen Zyklenhochs an. Dies bedeutet aber nicht, dass China ultimativ in eine Rezession fallen muss. Schon eine Verlangsamung des Wachstumstempos auf 6 bis 7 Prozent würde sich in China wie eine Rezession anfühlen.

Australien ist der Haupt-Rohstoffproduzent Chinas. Die Aktienmarktperformance war in diesem Jahr flach, genauso wie die Zinsstruktur bereits einen flachen Winkel aufweist. Zwischen den 2jährigen und 10jährigen Zinsen besteht ein Unterschied von lediglich 40 Basispunkten. Sollte der Zinssatz für 10jährige Anleihen unter den Zinssatz für 2 jährige Anleihen fallen, bestünde Rezessionsgefahr. Der Leitzins wurde in Australien von 3% (April 2009) in Schritten auf mittlerweile 4,75% (Nov. 2010) erhöht. Australien dürfte das zyklische Hoch bereits überschritten haben.

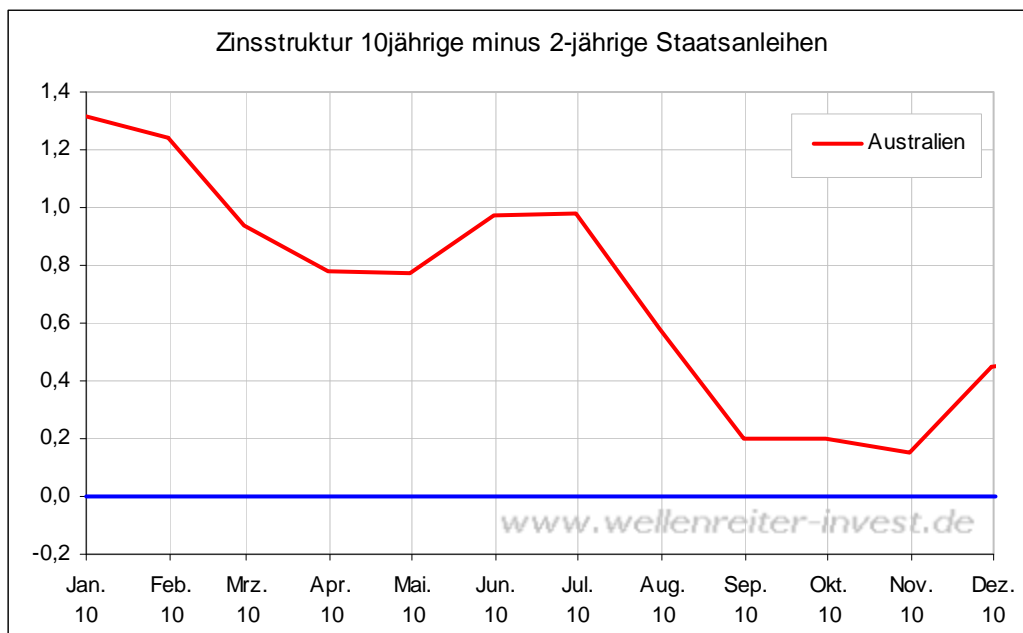


Abb. 2.1: Zinsstruktur Australien

Der brasilianische Aktienmarkt verlief in 2010 flach und beendete das Jahr auf dem identischen Niveau wie zu Jahresbeginn. Aus Sentimentsicht bemerkenswert ist die Verpflichtung der brasilianischen Fußballlegende Pele Mitte September, der generell für Aktien wirbt. Der Einsatz prominenter Personen hat zumindest in Deutschland den Unternehmen kein Glück gebracht, da diese sich mittelfristig schwächer als der Gesamtmarkt entwickelt haben.

In 2010 wurde der Leitzins in Schritten von 8,25% auf aktuell 10,75% erhöht. Zudem wurden für ausländische Investoren Steuern beim Kauf von festverzinslichen Wertpapieren erhoben, die in mehreren Schritten auf 6% erhöht wurden. Diese Maßnahmen sollen den Zufluss ausländischen Kapitals begrenzen, um die Aufwertung des brasilianischen Reals abzumildern. Die brasilianische Inflationsrate befindet sich bei 5,6% und damit nur noch leicht unterhalb des Niveaus vom Sommer 2008 (als sich der Ölpreis bei 145 Dollar bewegte). Der brasilianische Finanzminister Guido Mantega sprach in 2010 von einem „Währungskrieg“. Dabei sind Kapitalzuflüsse in eine expandierende Wirtschaft normal. Ein steigender brasilianischer Real ist Ausdruck

solcher Kapitalzuflüsse. Die deutliche Bremspolitik in Brasilien dürfte das Erreichen des Gipfelpunktes des Konjunkturzyklus bedeuten.

Deutschland erlebte im Jahr 2010 seine stärkste Phase im Konjunkturzyklus. Der DAX stieg um 17 Prozent. Angetrieben durch den starken Export konnten Indikatoren wie der IFO-Index in neue Dimensionen vorstoßen.

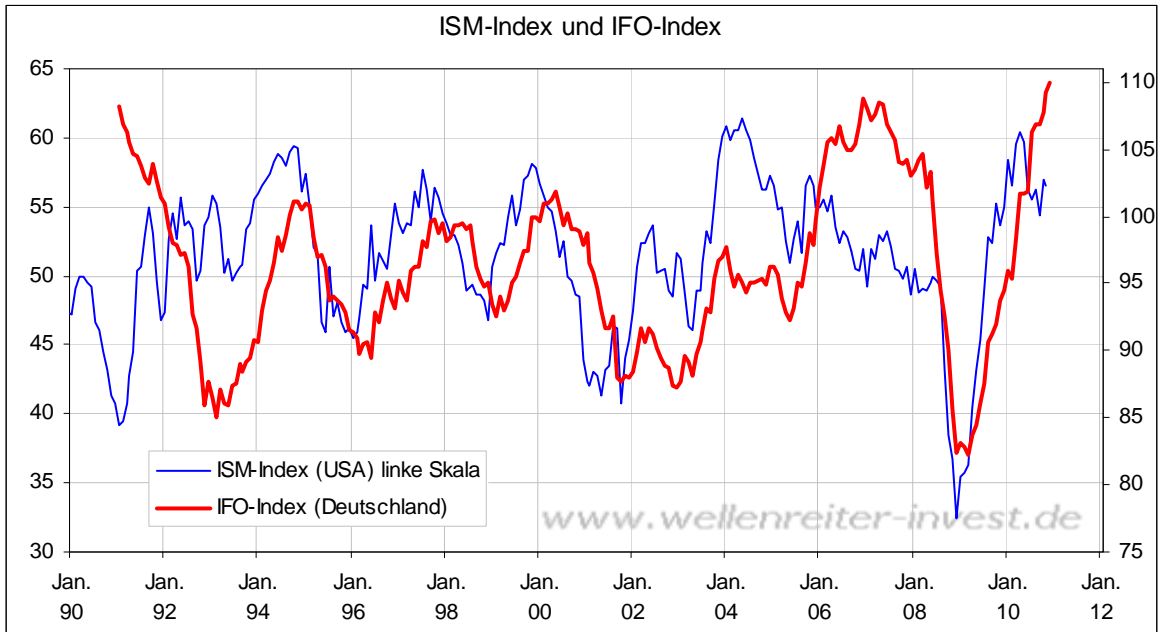


Abb. 2.2: ISM-Index und IFO-Index

Doch gab es in der Vergangenheit kein Muster, wonach sich der Index lange in solchen Höhen halten konnte. Es ist zu vermuten, dass der wirtschaftliche Aufschwung Deutschlands knapp davor ist, seinen Höhepunkt zu überschreiten. Für das Jahr 2011 sind eine Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik und damit ein sinkender IFO-Index zu erwarten. Ähnlich wie in 2006 und 2007 zeigt der deutsche Einkaufsmanagerindex relative Stärke gegenüber dem industriellen Pendant aus den USA. Allerdings kann sich der IFO-Index nicht komplett von der Entwicklung in der größten Volkswirtschaft der Welt lösen, sondern tendiert in die gleiche Richtung.

Generell gilt: Die Inflationsrate toppt erst im Nachgang des zyklischen Hochs. Aus diesem Grund ist für Deutschland ein weiterer Anstieg der Inflationsrate zu erwarten. Die Erzeugerpreis-Inflation erreichte im November mit einem Zuwachs von +10,0% bereits ein Zehnjahreshoch und gibt damit einen Vorgeschmack auf kommende Entwicklungen.

China hat in Bezug auf die Dynamik die USA als Konjunkturlokomotive der Welt abgelöst. Während China führt, befinden sich die USA in einem hinteren Waggon.

Aber: Der hintere Waggon befindet sich in einem steilen Anstiegswinkel. So kommt es, dass der S&P 500 im Jahr 2010 um 13 Prozent zulegen konnte. Bei der Politik in den USA ist eine Bremspolitik nicht erkennbar. Die Leitzinsen verharren seit zwei Jahren bei einer faktischen Nullzinspolitik, die US-Notenbank agiert weiterhin historisch extrem expansiv, indem sie weitere Staatsanleihen bis mindestens Ende Juni 2011 aufkauft. Global betrachtet nimmt die US-Politik damit eine Außenseiterrolle ein, ein wirklicher „Exit“ aus der expansiven Strategie wird momentan nicht diskutiert.

Fazit: Aus Sicht des Konjunkturzyklus erwarten wir für 2011 eine Abschwächung der Wachstumsraten, angeführt durch China, Brasilien oder auch Australien. Deutschlands Momentum bei der Wirtschaftsexpansion notiert an einem zyklischen Hochpunkt und dürfte sich sukzessive abschwächen, auch aufgrund der europäischen Sparmaßnahmen in vielen Ländern. Während die Konjunkturlokomotiven etwas Dampf aus dem Kessel nehmen, profitieren die USA als letzter Wagon des Zuges von ihrem Status als Nachzügler sowie der weiterhin sehr expansiven Politik der US-Notenbank.

2.2 Konjunkturindikatoren USA

Der ECRI Leading Index bewegt sich mit oder leicht im Nachlauf zu den Aktienindizes. Momentan besteht eine negative Divergenz: Während die Aktienindizes gegenüber dem Frühjahr 2010 neue Hochs ausgebildet haben, befindet sich der ECRI-Index noch unterhalb seines Frühjahrshochs.

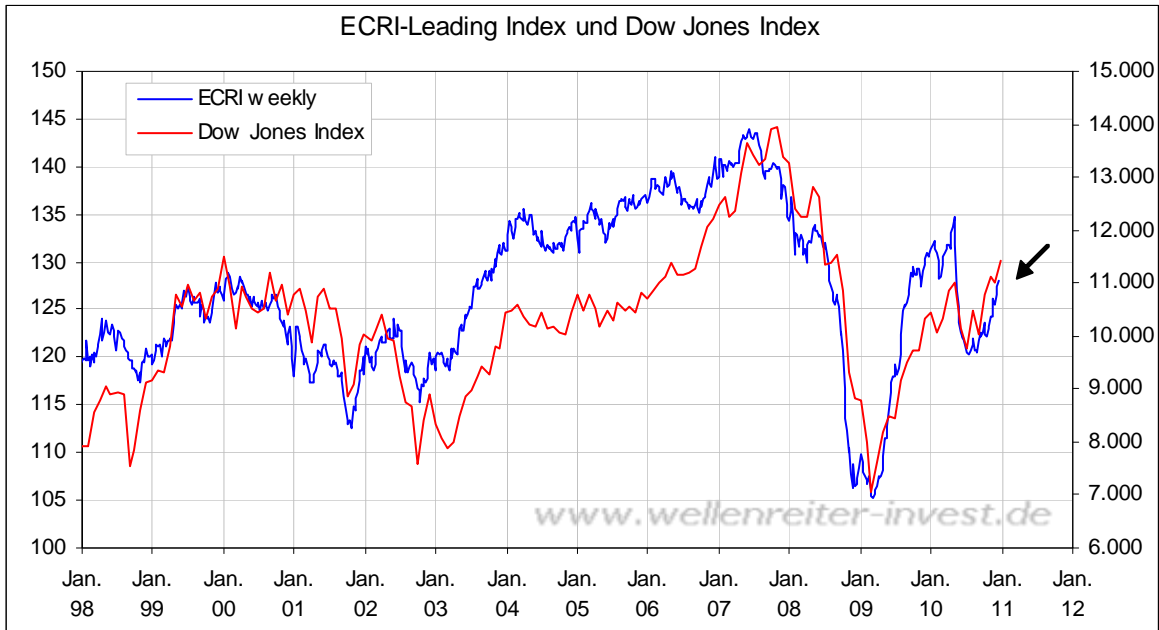


Abb. 2.3: ECRI-Leading Index (Economic Cycle Research Institute)

Im Bezug auf die US-Einkaufsmanager-Indizes fällt die Zurückhaltung des Dienstleistungs-Index gegenüber dem Industrie-Index auf (nächster Chart).

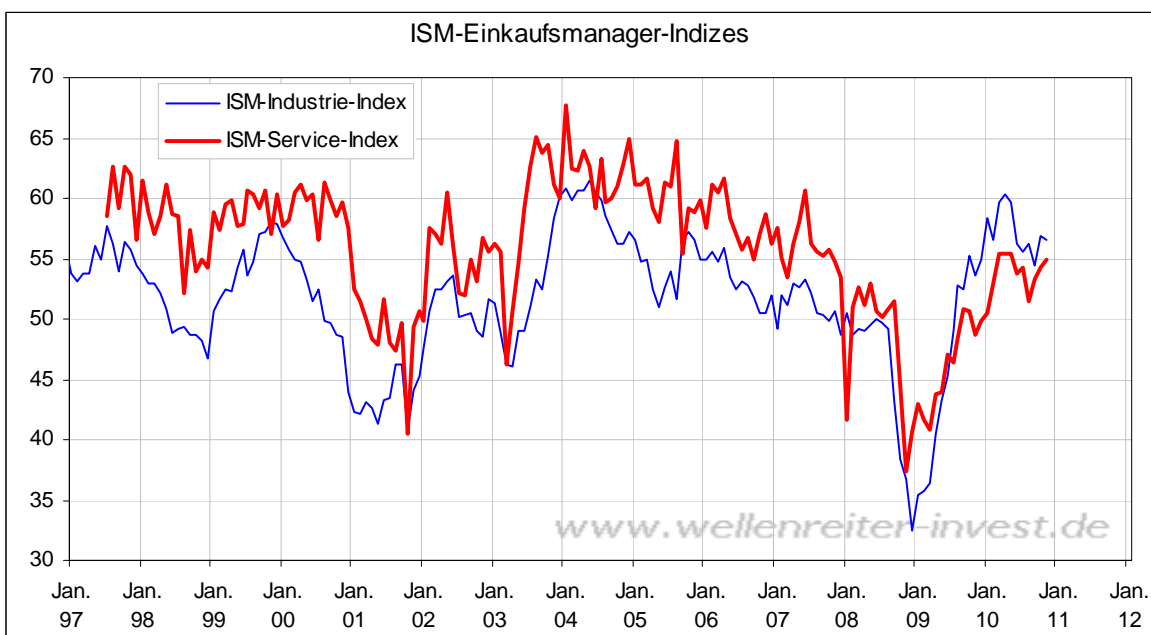


Abb. 2.4: ISM-Indizes

Die Erholung im Jahr 2003 war deutlich stärker vom Dienstleistungsindex geprägt. Die aktuelle Erholung wird hauptsächlich durch den Industriesektor generiert. Da der Industriesektor in den USA nur eine untergeordnete Bedeutung besitzt, bedeutet die Divergenz einen Bremsfaktor für die wirtschaftliche Entwicklung in den USA.

Die Auslastung der US-Industriekapazitäten ist nach wie vor unterdurchschnittlich. Die relativ positive Einschätzung der Einkaufsmanager in der Industrie sollte einen weiteren Anstieg in der Kapazitätsauslastung in 2011 bewirken.

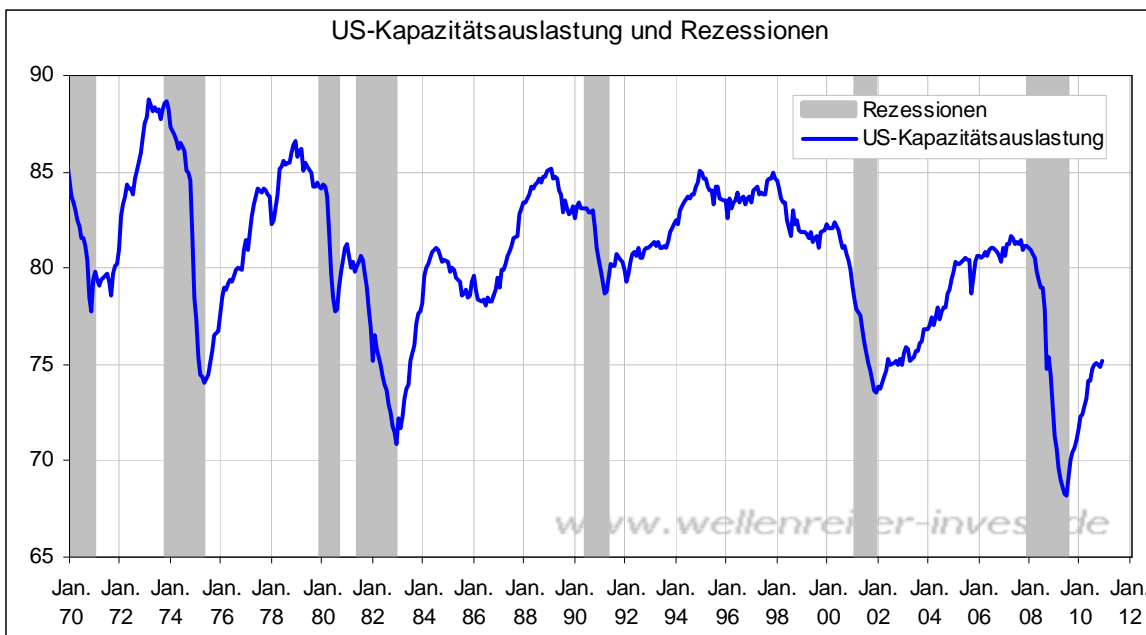


Abb. 2.5: US-Kapazitätsauslastung seit 1970

Der Trend der US-Kapazitätsauslastung ist seit Mitte der 90er Jahre abwärts gerichtet. Die USA (und auch Großbritannien) haben ihre produzierende Industrie zum Großteil nach Asien ausgelagert. Diese Arbeitsplätze kommen kaum zurück. Daher dürfte die Kapazitätsauslastung einem weiteren niedrigeren Hochpunkt um und unter 80 Prozent erzielen.

Entsprechend hat die US-Industrieproduktion (nächster Chart) den Stand aus dem Jahr 2007 noch lange nicht erreicht. Das Niveau am Ende des Jahres 2010 liegt marginal oberhalb des Niveaus der Industrieproduktion von 2000 und im Bereich der Niveaus von 2005. Der Dow Jones Industrial Average notiert ebenfalls auf den Niveaus der Jahre 2000 und 2005, so dass die Entwicklung des Aktienmarktbarometers das „verlorene Jahrzehnt“ bei der US-Industrieproduktion sehr gut widerspiegelt.

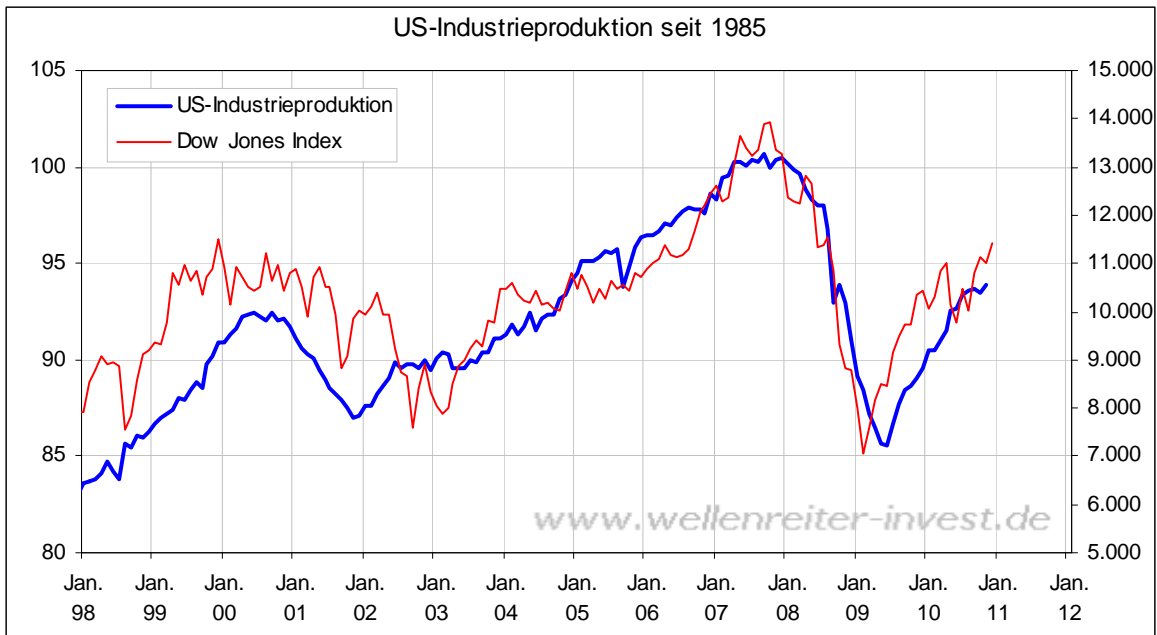


Abb. 2.6: US-Industrieproduktion seit 1998

Das US-Verbrauchervertrauen stürzte von Mitte 2007 bis Mitte 2008 regelrecht ab. Seit zwei Jahren scheint der US-Verbraucher den Glauben an den Konsumgott verloren zu haben. Anders lässt sich die lange Zeitspanne eines extrem niedrigen Vertrauens nicht interpretieren. Die höheren Tiefpunkte machen jedoch Hoffnung auf einen Ausbruch aus der von roten Linien begrenzten Spanne nach oben.



Abb. 2.7: ABC Verbrauchervertrauen seit 2002

US-Verbrauchervertrauen und die US-Arbeitslosenquote sind in positiver Korrelation miteinander verbunden. Seit die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe fallen (April 2009), hat das US-Verbrauchervertrauen einen leicht ansteigenden Verlauf angenommen. Die

Anzahl der Erstanträge liegt noch immer auf einem erhöhten Niveau, zuletzt wurde ein solches Niveau in der zweiten Jahreshälfte 2003 beobachtet. Aufgrund des hohen Niveaus bei den Erstanträgen auf US-Arbeitslosenhilfe Ende 2008/Anfang 2009 ist der Weg zurück zu niedrigeren Niveaus verbunden mit einer langsameren Entwicklung als in 2003. Jedoch weisen die Erstanträge auf eine gewisse Entlastung für den US-Arbeitsmarkt hin.

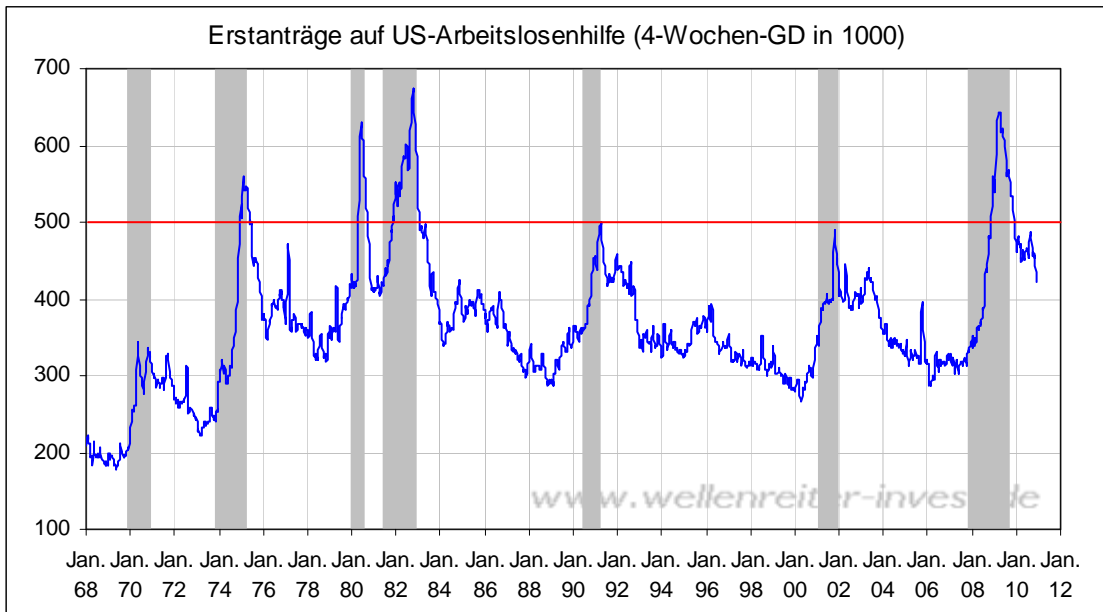


Abb. 2.8: Initial Claims

Der Vergleich der Arbeitslosenquoten Deutschlands und der USA zeigt, wie tiefgängig gegensätzlich beide Verläufe seit der deutschen Wiedervereinigung sind.

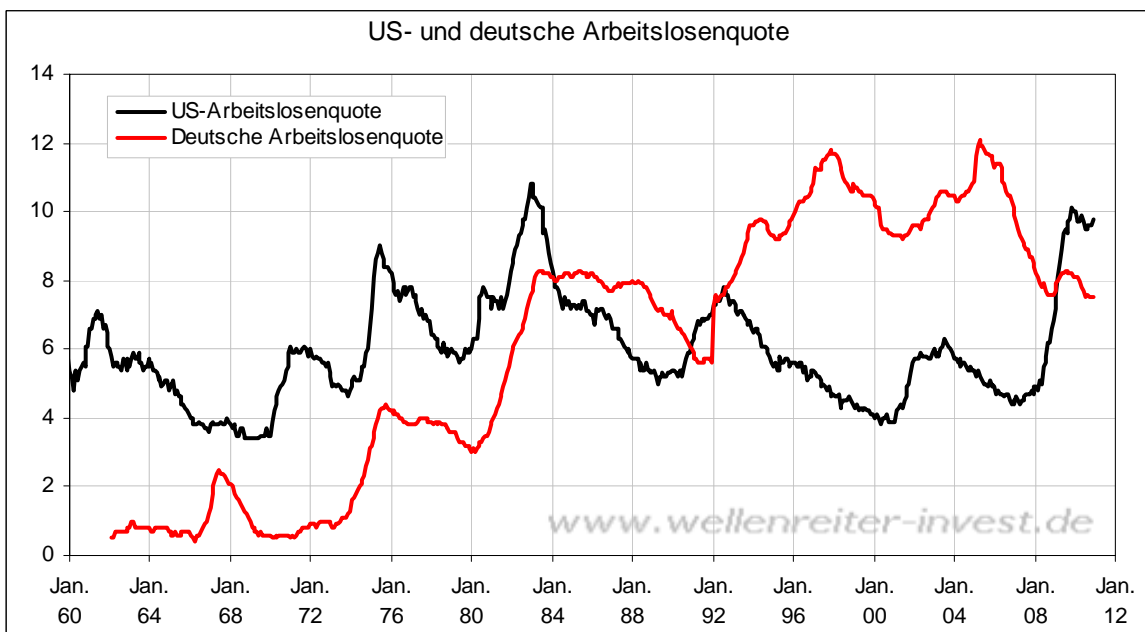


Abb. 2.9: US und deutsche Arbeitslosenquote

Im Zeitraum von 1995 bis 2000 floss im Zuge der Internet-Blase viel Kapital in die USA. Dies führte zu positiven Beschäftigungseffekten im High Tech-Sektor, der wiederum den Dienstleistungssektor befruchtete. Im Mai 2005 erreichte der chinesische Aktienmarkt sein Dekadentief. Gleichzeitig erreichte die deutsche Arbeitslosenquote ihr Dekadenhoch. Während sich der chinesische Aktienmarkt in den folgenden zwei Jahren versechsfachte, fiel die deutsche Arbeitslosenquote von 12 auf unter 8 Prozent. Der Fall der deutschen Arbeitslosenquote reflektiert den China-Boom. Auch wenn der deutsche Wirtschaftsaufschwung nicht komplett auf China zurückzuführen ist, so ist China ein wichtiger Bestandteil der deutschen Export-Nation geworden.

Jahr für Jahr wächst die US-Bevölkerung um drei Millionen Einwohner (seit dem Jahr 2000 um 30 Millionen). Die Zahl der Beschäftigten ist seit dem Jahr 2000 gleich geblieben (folgender Chart). Die Folge dieser Entwicklung ist die Entstehung von demographisch und strukturell bedingter Arbeitslosigkeit.

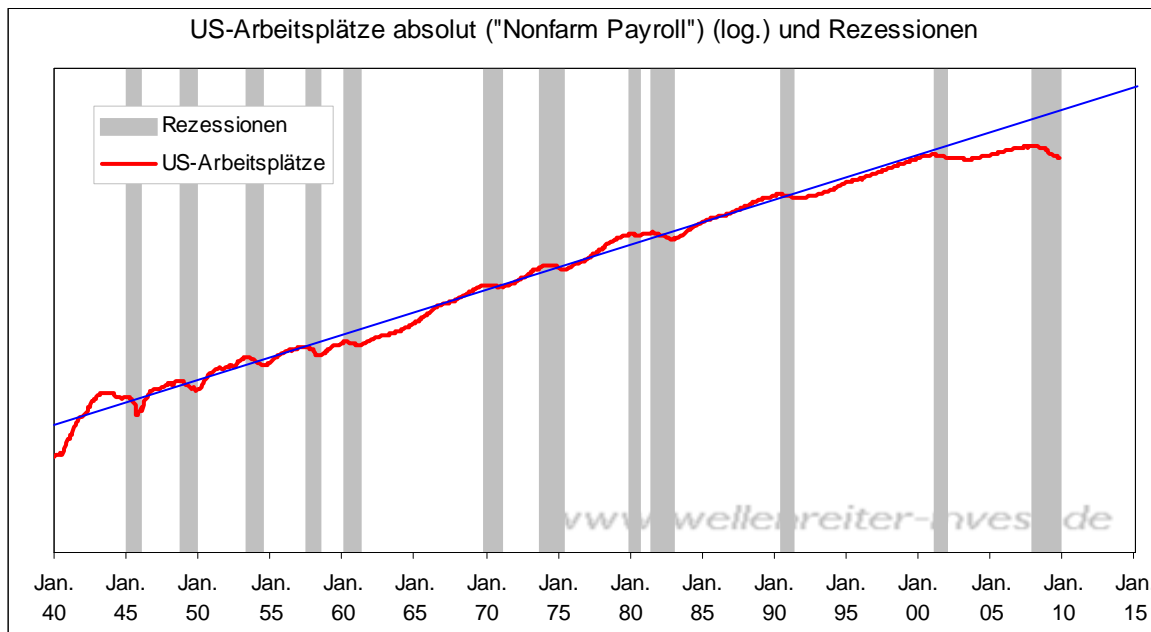


Abb. 2.10: US-Arbeitsplätze und Rezessionen

Der permanente Bevölkerungsanstieg bedeutet auch: Selbst wenn Monat für Monat 100.000 neue Arbeitsplätze geschaffen würden, würde sich die Arbeitslosenquote nicht drücken lassen.

Bei Betrachtung des folgenden Langfristcharts könnte man annehmen, dass die US-Arbeitslosenquote ihr zyklisches Hoch bereits überschritten hat und dass in der Folge sinkende Quoten zu erwarten sind.

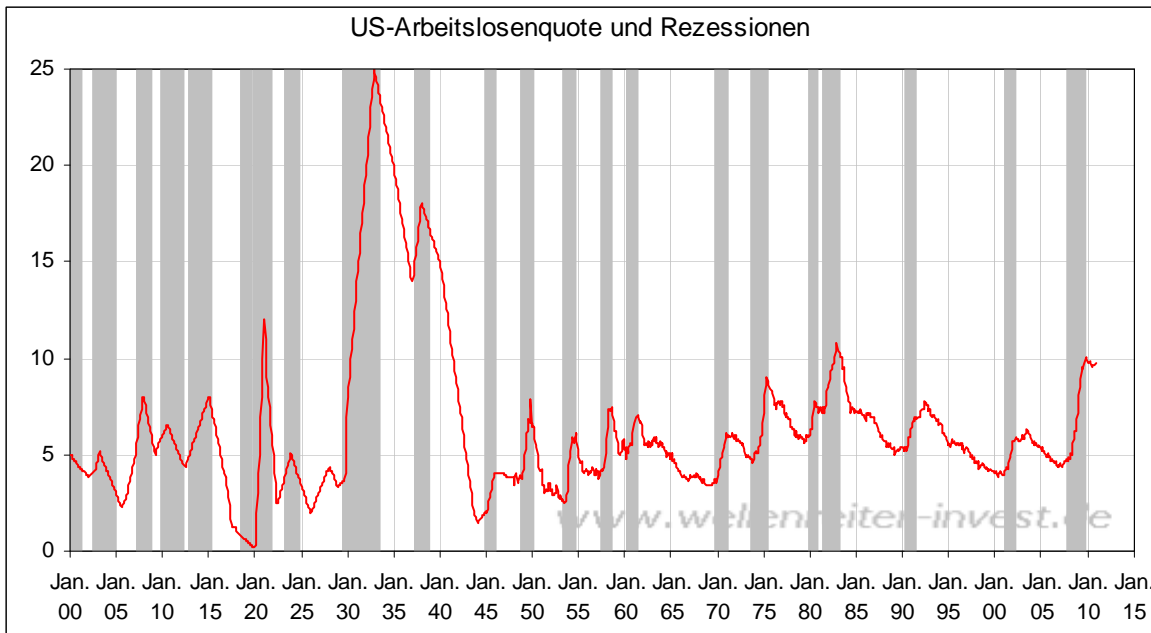


Abb. 2.11: US-Arbeitslosenquote

Doch der Rückgang der Arbeitslosenquote ist weit weniger dynamisch als zu Beginn der Achtziger Jahre. Die positive Entwicklung bei den wöchentlichen Arbeitsmarktdaten spiegelt sich nicht in dem Ausmaß in der US-Arbeitslosenquote wieder. Setzt sich die positive Entwicklung bei den wöchentlichen Arbeitsmarktdaten fort, dann wird sich die US-Arbeitslosenquote in 2011 etwas reduzieren.

Bis zum Jahr 2007 galt: Wurde man in den USA arbeitslos, fand man recht schnell wieder einen Job. Das galt sogar für Rezessionen, wie der folgende Chart zeigt. Selten betrug die mittlere Dauer (Median) der US-Arbeitslosigkeit mehr als 5 Monate.



Abb. 2.12: Mittlere Dauer der US-Arbeitslosigkeit

Seit Beginn der Finanzkrise hat sich dies verändert. Die mittlere Dauer der Arbeitslosigkeit ist auf mehr als 8 Monate (35 Wochen) gestiegen. In 2011 sollte ein moderater Rückgang dieser Bewegung stattfinden.

Sollte sich im Jahr 2012 eine Rezession einstellen, so wäre die Sockelarbeitslosigkeit derart hoch, dass ein weiterer kräftiger Anstieg über das Hoch von 1983 sicher erscheinen würde. Das wäre der höchste Stand der US-Arbeitslosenquote seit der großen Depression. Der US-Arbeitsmarkt ist noch immer die Achillesferse der wirtschaftlichen Erholung.

Konjunkturimpulse aus einer geringeren Sparquote (nächster Chart) sind nicht zu erwarten. Der 30 Jahre anhaltende Rückgang der US-Sparquote wurde im Jahr 2008 beendet. Der Prozess des Schuldenabbaus der privaten Haushalte ist intakt und unterstützt aufgrund des weiterhin hohen Schuldenniveaus diesen Prozess in den kommenden Jahren. Mit steigenden Zinsen werden auch die Sparquoten ansteigen. Sparen dürfte – so seltsam es heute klingen mag – in den kommenden Jahren weiter an Attraktivität gewinnen.

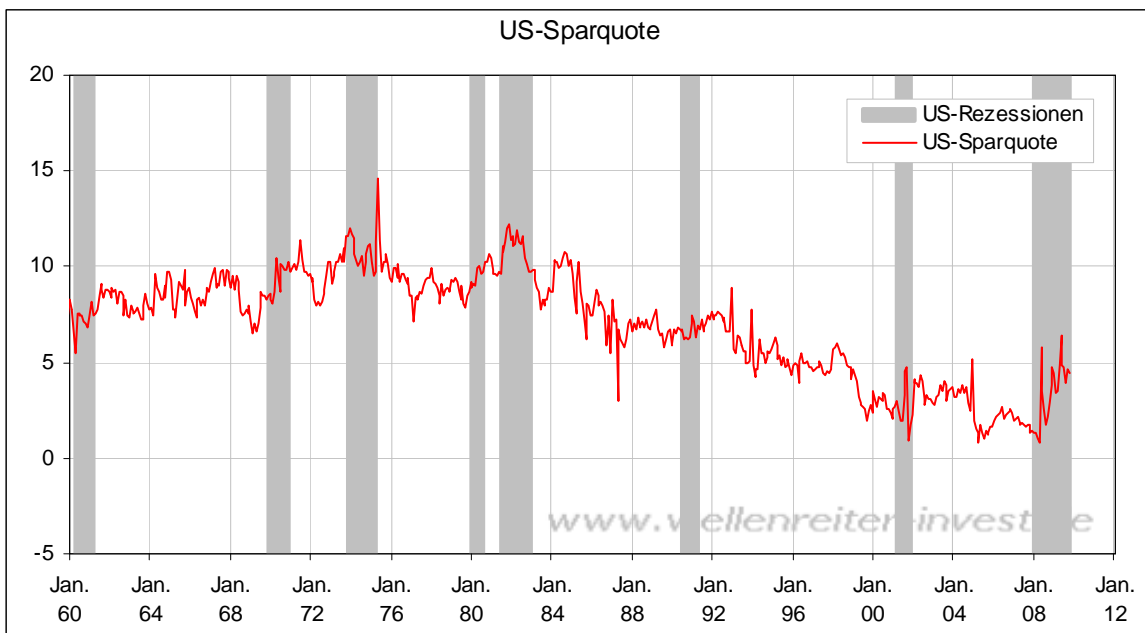


Abb. 2.13: US-Sparquote

Konjunkturell bedeutet eine steigende Sparneigung eine Abnahme der Konsumbereitschaft und damit eine Belastung für die US-Konjunktur, die zu etwa 70% vom Konsum abhängt.

Als Frühindikator für die Entwicklung der US-Wirtschaft hat sich die Zinsspanne der 3-Monats-Zinsen zu den 10jährigen Renditen als tauglich erwiesen. Die Vorlaufzeit beträgt etwa anderthalb bis zwei Jahre.

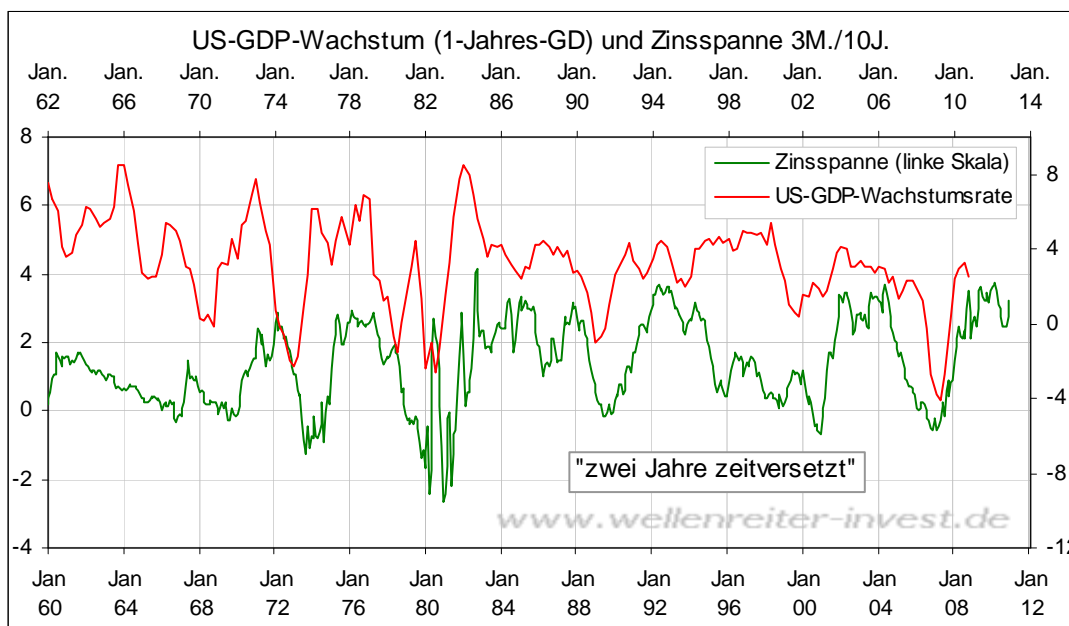


Abb. 2.14: US-BIP Wachstum und Zinsspanne

Danach würde die US-Konjunktur in 2011 eine Seitwärtsbewegung im Bereich von etwa zwei Prozent vollziehen. Im Gegensatz zu Australien – wo die Zinsspanne wie oben gesehen deutlich gefallen ist – sind konjunkturelle Risiken für die USA daraus nicht ableitbar.

Fazit: Hinweise auf eine Rezession in den USA sind für 2011 nicht vorhanden. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich mit Blick auf die Entwicklung der Realzinsen als ein Prozess des „Durchwurschtelns“ darstellen. Die Wirtschaftsentwicklung dürfte unterdurchschnittlich ausfallen, da der Prozess des Schuldenabbaus der privaten Haushalte intakt ist und sich die Sparquoten langsam in die Nähe der historischen Durchschnittswerte begeben. Der hohe Anteil des Konsums an der US-Volkswirtschaft erweist sich damit als struktureller Nachteil für die größte Volkswirtschaft der Welt. Die Arbeitsmarktsituation dürfte in 2011 eine leichte Verbesserung erfahren, sollte aber problematisch bleiben.

2.3 Staatsverschuldung

2.3.1 Überblick

Auch im Jahr 2011 wird das Thema Staatsverschuldung ein Thema bleiben. Japan führt die Liste der Staaten mit der größten Verschuldung in Prozent vom Bruttoinlandsprodukt an. Es folgen Griechenland, Italien, Irland, Belgien und die USA.

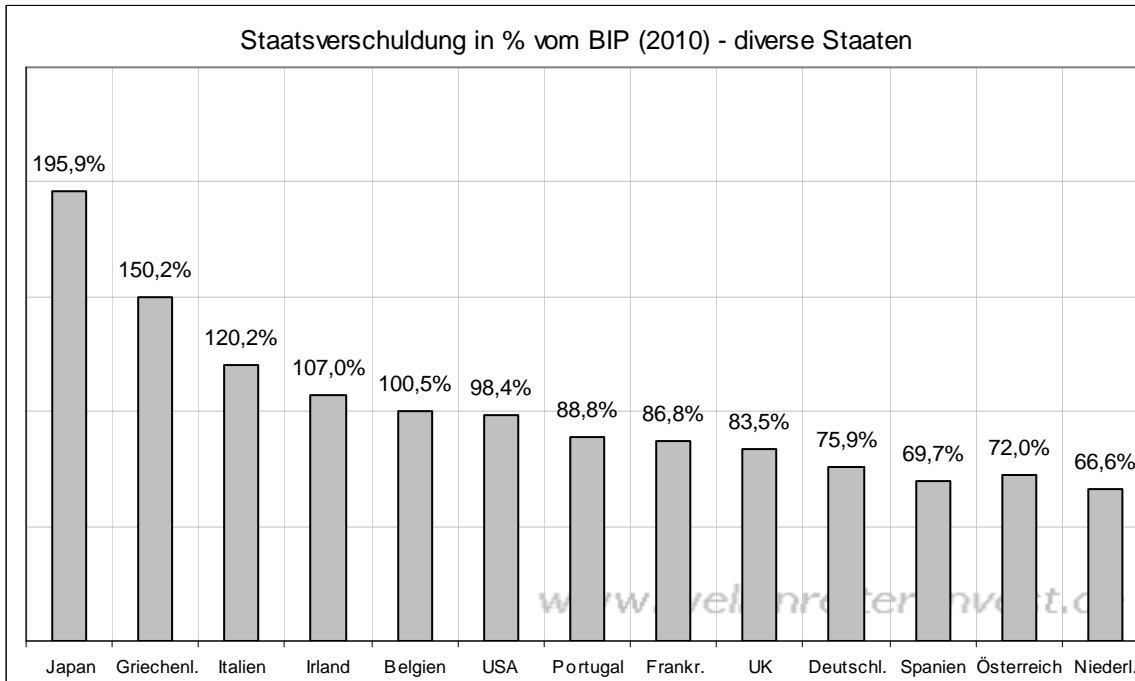


Abb. 2.15: Staatsverschuldung in % vom BIP

Der folgende Chart zeigt die kritische Zinsschwelle für diverse Länder im Hinblick auf ihre Staatsverschuldung. „Kritische Zinsschwelle“ meint, dass ein Land, das 30 Prozent oder mehr seiner Steuereinnahmen für Zinszahlungen aufwenden muss, in die Gefahrenzone des Staatsbankrotts gerät. Bei einem Zinszahlungsanteil von 40 Prozent ist der „Point of No Return“ erreicht. Neben der kritischen Zinsschwelle stellen wir den aktuellen Zinssatz dar. Bei der Berechnung des aktuellen Zinssatzes wurde die Annahme getroffen, dass sich ein Staat jeweils zur Hälfte am langen und am kurzen Ende refinanziert. Kleinere Abweichungen vom tatsächlichen gezahlten Durchschnittszins sind in der Realität möglich.

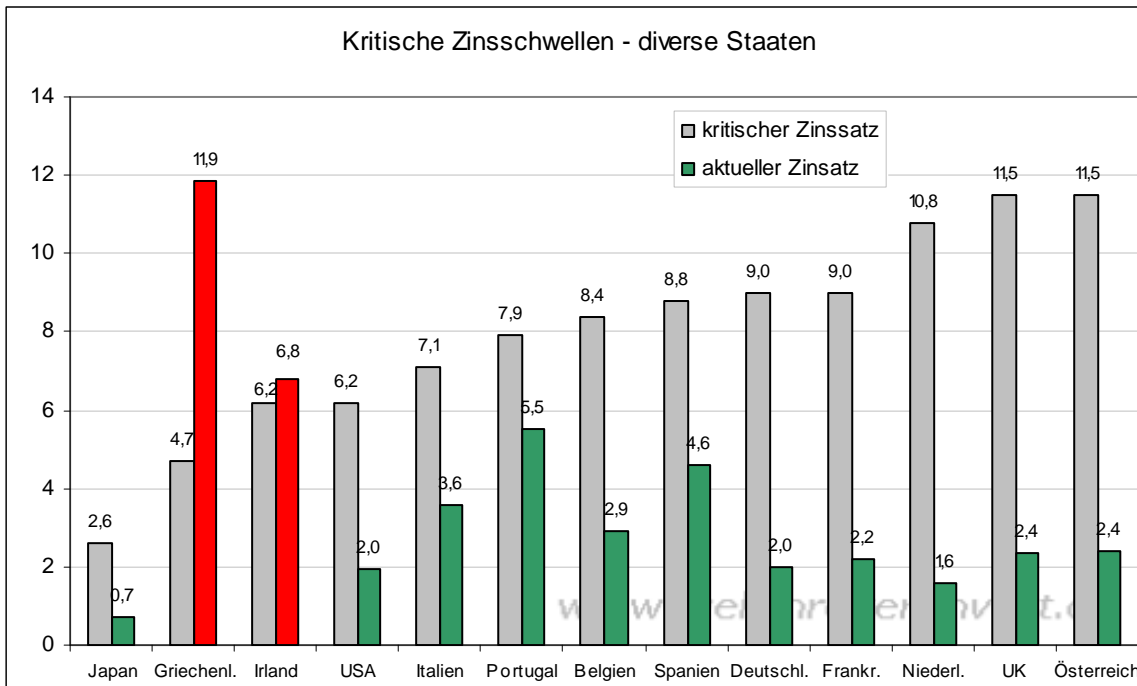


Abb. 2.16: kritische Zinsschwellen

Es ist zu erkennen, dass sowohl in Griechenland als auch in Irland die kritische Zinsschwelle überschritten wurde. Damit diese Länder lebensfähig bleiben, wurden sie „vom Markt genommen“ und aus Fonds des IWF und des Europäischen Union versorgt.

Bei Griechenland ist aber nicht nur die kritische Zinsschwelle weit überschritten. Nach der obigen Definition ist auch das Kriterium des „Point of no return“ bei einem anhaltend zweistelligen Zinssatz erfüllt. Im Falle von Irland besteht noch etwas Luft in Bezug auf den „Point of no return“. Japans kritische Zinsschwelle liegt aufgrund der hohen Verschuldung lediglich bei einem Zinssatz von 2,6 Prozent. Der Renditeanstieg in den USA müsste 6,2 Prozent erreichen, in Deutschland und Frankreich betragen die Schwellen zur kritischen Zinsschwelle hin zu einer Insolvenz immerhin 9,0 Prozent. Großbritannien und Österreich bilden mit Schwellen von 11,5 Prozent im Rahmen dieser Tabelle die stabilsten Länder.

Diese Tabelle beruht auf mehreren Annahmen. Abhängig vom tatsächlichen Steueraufkommen in 2011 können sich andere Quoten ergeben. Würde es in 2011 zu einer globalen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums kommen, dürfte sich das Steueraufkommen verringern. Die Idee für die Berechnung einer kritischen Zinsschwelle anhand des Steueraufkommens stammt von Phillip Vorndran, Flossbach & von Storch. Wir haben die Berechnung anhand der neuesten Schätzungen der EU für 2011 durchgeführt und die Zahl der einbezogenen europäischen Staaten erweitert.

Die Gesamtstaatsverschuldung wird aus den unterschiedlichen Regierungsebenen berechnet. In Deutschland sind dies Bund, Länder und Gemeinden. In anderen Staaten existieren teilweise weniger Ebenen. Der nachfolgende Blick auf die Verschuldungssituation der zentralen Regierungsebene (in Deutschland der Bund) erscheint interessant, da ein Staatskonkurs nicht automatisch einen Konkurs auf Länder- oder kommunaler Ebene bedeutet. Zudem konzentrieren sich die Medien in ihrer Betrachtung auf die Ausgabe von Staatsanleihen, die ja ein Monopol der jeweiligen Staatsregierung ist. Der in der Tabelle angegebene niedrige Verschuldungsgrad Irlands ist mittlerweile obsolet, da die Zentralregierung in 2010 Bankschulden übernommen hat.

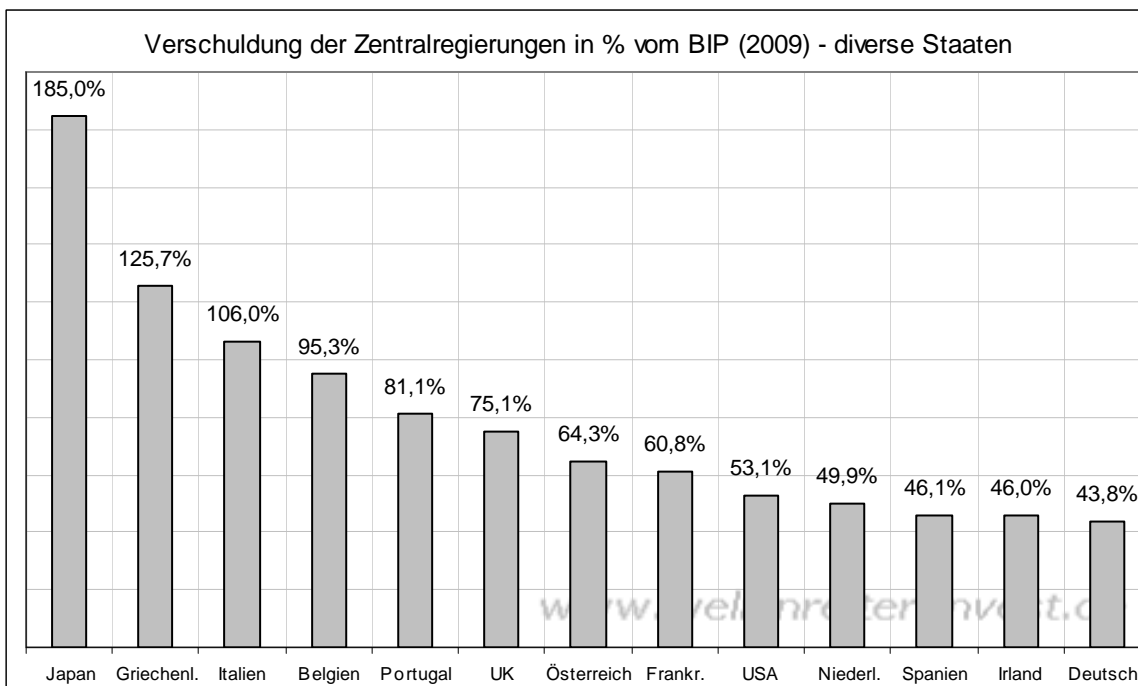


Abb. 2.17: Verschuldung der Zentralregierungen in % vom BIP

Die Bundesregierung bildet mit einem Anteil von 43,8% vom BIP das Schlusslicht der Zentralverschuldung. Der von der Bundesregierung zu leistende Zinsdienst ist damit günstiger als in allen anderen dargestellten Ländern. Zentral belastet sind Japan, Griechenland, Italien, Belgien, Portugal und auch Großbritannien. Diese Staaten sollten bei Zinsanstiegen die größten Probleme bekommen, da der zentrale Zinsdienst schnell sehr teuer werden kann.

Die US-Situation auf den untergeordneten Ebenen (US-Bundesstaaten und Kommunen) verdeutlicht die Durchschnittsrendite kommunaler US-Anleihen, zusammengefasst im „S&P Main Municipal Index“.

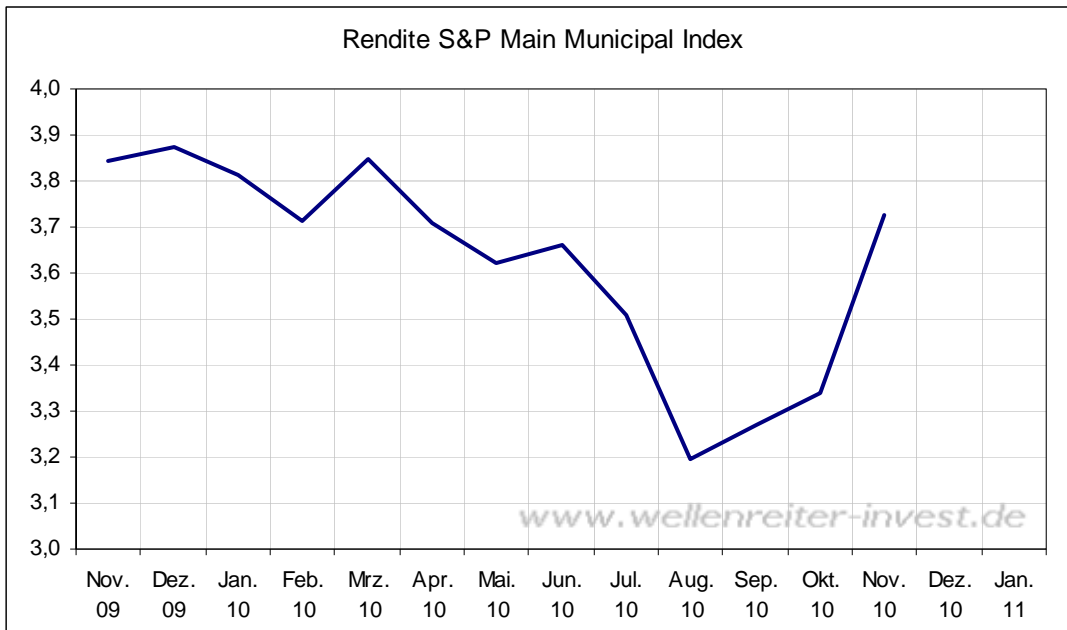


Abb. 2.18: Rendite S&P Main Municipal Index

Auch wenn die Durchschnittsrendite derzeit niedriger als zu Jahresbeginn 2010 notiert wird, so verbirgt sich hinter diesem Index eine heterogene Struktur. Einige Bundesstaaten wie Kalifornien halten sich mit der Ausgabe eigener Schuldscheine über Wasser. Kommunen wie Pittsburgh stehen kurz vor dem Bankrott. Eine Insolvenz einer Gemeinde oder Körperschaft öffentlichen Rechts bedeutet in den USA die Eintragung ins „Chapter 9“. Das prominenteste Beispiel einer kommunalen Insolvenz stellt diejenige von Orange County, Kalifornien, aus dem Jahr 1994 dar. Damals wurden mit dem kommunalen Vermögen zu hohe Risiken an der Börse eingegangen. Im Jahr 2008 meldete die Stadt Vallejo, ebenfalls in Kalifornien, Konkurs an. Sie konnte die Pensionen nicht mehr auszahlen.

Auch wenn Konkurse von Kommunen bisher Einzelfälle darstellen, so ist eine Verschärfung der finanziellen Engpässe in den kommenden Jahren absehbar. Das Jahr 2011 dürfte das Jahr sein, in dem finanzschwache Bundesstaaten und Kommunen unter Handlungsdruck geraten. Restrukturierungen und Verhandlungen mit Gläubigern dürften zunehmen. Gleichzeitig dürfte die Diskussion um Bundeshilfen für die Kommunen stärkeren Raum einnehmen (gilt übrigens auch für Deutschland). Die kommunale Strukturkrise ist ein „Slow-Motion-Crash“ mit Ansage. Die Negativtendenzen dürften sich Richtung 2012 weiter verstärken. Die Situation in den Kommunen dürfte durch den Zwang zu Bundeshilfen zu einer weiteren Erhöhung der Verschuldung auf der zentralen Regierungsebene beitragen. Dies hat zur Folge, dass die Verschuldung auf zentrale Ebene weiter ansteigen würde. Dies beeinflusst die Bonität der Zentralebene negativ.

2.3.2 Entschuldungsoptionen

Grundsätzlich haben Staaten vier Optionen, um dem Dilemma der steigenden Staatsverschuldung zu entkommen:

a. Sparpolitik

Die Sparpolitik wird insbesondere in Euroland als Option wahrgenommen. Sparen ist bedeutet das Zurückfahren von Staatsausgaben. Dies führt zu einem deflatorischen Druck, da als Beispiel der Sparmaßnahmen die Gehälter von Staatsbeamten gekürzt werden: Dadurch leidet die Konjunkturerwicklung. Griechenland oder Irland sind gute Beispiele für den Zusammenhang zwischen Sparpolitik und Konjunkturerwicklung. Der europäische Sozialstaat ist auf Steuereinnahmen angewiesen. Erhält er sie nicht, kann auf die Option von Kürzungen im Sozialbereich kaum verzichtet werden. Sparpolitik hat dort seine Grenzen, wo immer mehr Bürger Einschränkungen spüren und der Hang zum Aufbegehren zunimmt. Eine Sparpolitik führt zu einer Zunahme von politischen Spannungen und erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die regierenden Parteien bei der nächsten Wahl ihre Mehrheit verlieren.

b. Hohes Wirtschaftswachstum

In vielen Industrienationen wird das Potentialwachstum aufgrund der demografischen Abflachung bzw. Schrumpfung der Bevölkerung geringer. In Deutschland hat der Schrumpfungprozess bereits begonnen.

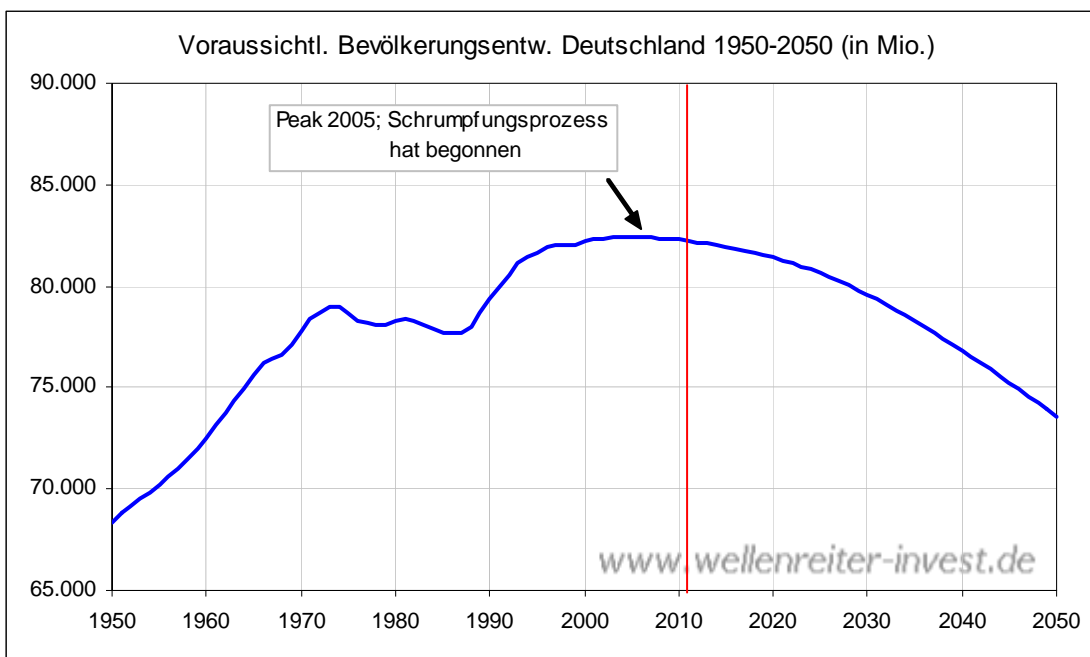


Abb. 2.19: Bevölkerungsentwicklung Deutschland

Ein hohes Wirtschaftswachstum wie in den Emerging Markets erscheint auf Dauer utopisch. Ein hohes Wirtschaftswachstum wie nach der Asien-Krise bei den Tigerstaaten ist aufgrund der demografischen Entwicklung in Europa nicht zu erwarten.

Auch in den Emerging Markets flachen die Wachstumsraten der Bevölkerung bereits ab. Das Bevölkerungswachstum in China gerät ab 2020 ins Stottern. Ab Mitte der 2030er Jahre setzt auch hier ein Bevölkerungsrückgang an.

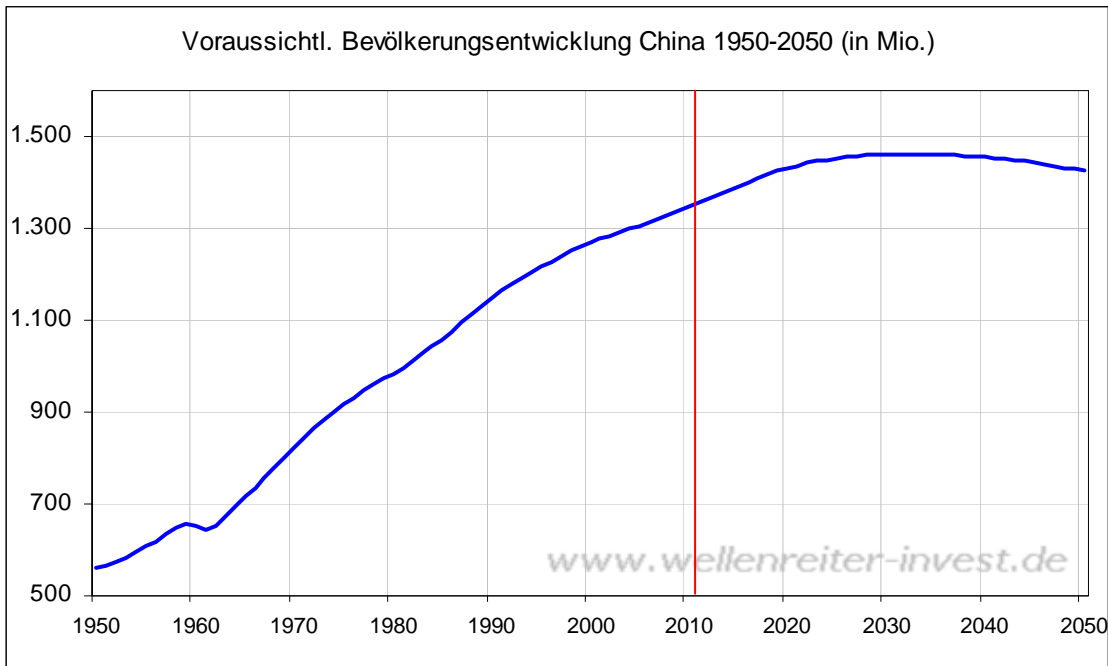


Abb. 2.20: Bevölkerungsentwicklung China

Doch noch ist das Potentialwachstum vieler Emerging Markets Staaten aufgrund des starken Bevölkerungswachstums und der laufenden Urbanisierung in Takt. Für Deutschland stellt sich die Frage, ob die auf Exporte in die Emerging Markets basierenden Wachstumsraten aufrecht erhalten werden können, sollte das Wirtschaftswachstum aufgrund der Bremspolitik in den Emerging Markets abflauen. Es ist zu erwarten, dass Deutschland unter einer solchen Entwicklung leiden würde. Die Entschuldung über hohes Wachstum ist für die „alten“ Industriestaaten keine Option.

c. Hohe Inflationsraten zur Reduzierung der Staatsschulden

Inflation ist ein mehrköpfiger Drachen. Einerseits kann die deutliche Erhöhung der Geldmengen (Geld drucken) zu höheren Inflationsraten führen. Andererseits sind Rohstoffpreiserhöhungen - aufgrund steigender Nachfrage oder knappem Angebot – ein wichtiger Inflationstreiber. Und schließlich kann eine deutliche Währungsabwertung über die Verteuerung der Importpreise Inflation auslösen.

Um effektiv zu sein, muss die Währungsabwertung drastisch verlaufen, um eine hohe Inflationsrate zu bewirken. Die Isländische Krone verlor gegenüber dem Euro etwa 75% an Wert in 2008, der mexikanische Peso verlor im Rahmen der sog. „Tequila-Krise“ 1994/5 etwa 50% an Wert. In 2010 ist eine Abschwächung der europäischen Währung gegenüber nahezu allen Währungen erkennbar, die Dynamik der Bewegung ist aber zu gering, um eine hohe Inflation zu kreieren.

Der Euro als Gemeinschaftswährung ist ein Schwergewicht, das nicht mit der isländischen Krone oder dem mexikanischen Peso verglichen werden kann. Ähnliches gilt für den US-Dollar. Außerdem ist zu beachten, dass alle Währungen relativ zueinander handeln: Fällt der Euro, steigt der US-Dollar. Ein deutlicher Anstieg des US-Dollar ist von Seiten der USA nicht erwünscht. Er würde die US-Exportprodukte verteuern und so das Wirtschaftswachstum verlangsamen. Richtig ist, dass alle Währungen gegenüber Gold und Silber sowie anderen Rohstoffen abwerten. Die Flucht in Rohstoffe und damit in Sachwerte ist nach wie vor populär.

Würde ein Staat das Festkurssystem des Euro verlassen, könnte es durch eine deutliche Währungsabwertung eine hohe Inflationsrate erzeugen und somit die eigene Verschuldungssituation lindern. Wir haben weiter oben dargelegt, dass in diesem Fall die Politik die Ökonomie schlägt. Ähnliches vollzog sich bei der deutschen Wiedervereinigung: Sie war politisch und emotional erwünscht, ökonomisch wurde nicht die beste Lösung gewählt, sondern ein Kompromiss gewählt

Bleibt noch die Erhöhung der Geldmenge zur Schaffung von Inflation. Diese kann dann effektiv sein, wenn ausreichend Bedarf für Kredite vorhanden ist. Das US-Kreditvolumen fällt jedoch seit zwei Jahren (nächster Chart), für Euroland ergibt sich nahezu ein identisches Bild.

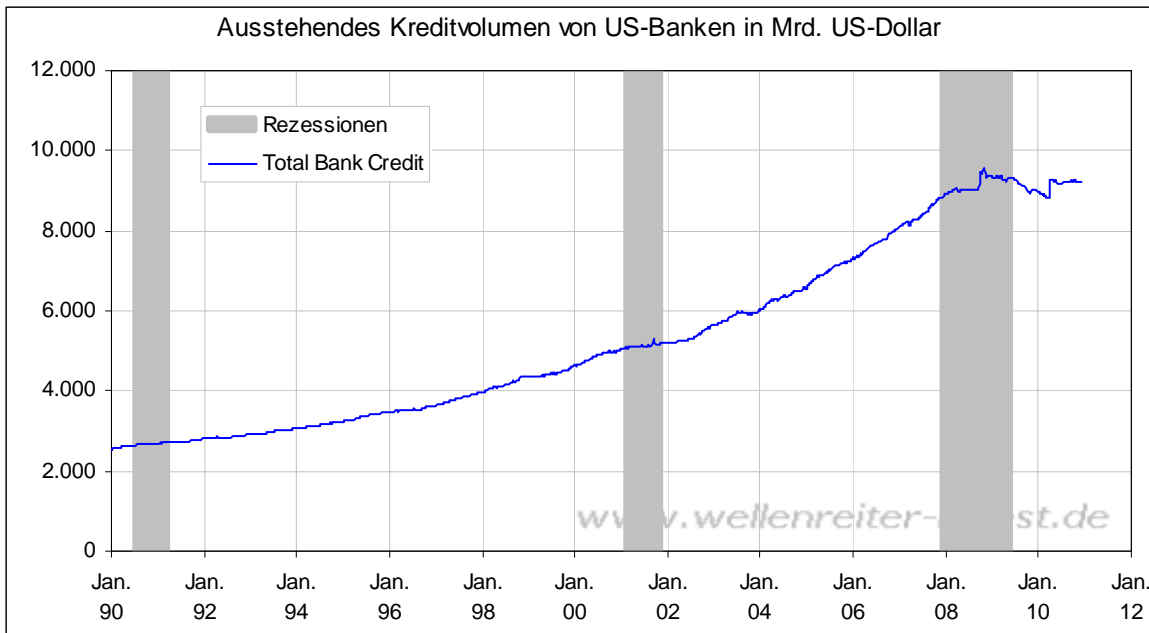


Abb. 2.21: Ausstehendes Kreditvolumen

Hier gilt der Spruch von den Pferden, von denen es nicht ausreicht, sie zur Tränke zu führen. Saufen müssen sie von allein. Und das geschieht zumindest bis dato nicht.

d. Staatskonkurs bzw. „Haircuts“ auf Staatsanleihen zur Reduzierung der Verschuldung

Die Umsetzung des vierten Punktes wäre die ehrlichste. Die Besitzer der Staatsanleihen, die bestimmten Staaten Geld geliehen haben, müssten ein Teil dieser Forderungen abschreiben. Der so genannte „Haircut“ käme zum Tragen. Sie bekommen nur noch einen Teil ihres Kapitals (z.B. 50%) zurück oder die Laufzeiten der Anleihen werden zu einem verringerten Zinssatz verlängert. Für die Bilanzen der Banken und Versicherungen wäre eine Verlängerung der Laufzeiten bei einem reduzierten Zinssatz der bevorzugte Schritt.

Griechenland besitzt bei dieser Entwicklung die „Pole Position“. Der Chef der Deutschen Bank, Joe Ackerman, sagte in einer Talkshow, dass er nicht an eine griechische Rettung glauben würde. Unsere obige Statistik über die kritische Zinsschwelle unterstützt die Äußerungen Ackermanns. Die Schwierigkeit der Umsetzung liegt bis dato im mangelnden politischen Willen. Grundsätzlich gilt bei allen Optionen, dass „Sparen“ der erste Schritt bei der Bewältigung des Problems darstellt. Ist die Sparpolitik nicht erfolgreich, dürfte der Schritt zum Schuldenverzicht relativ schnell folgen.

Der Weg vergangener Krisen in Mexiko 1994/95 („Tequila-Krise“), der Asien-Krise rund um die Tigerstaaten 1997/98, die Russland-Krise 1998, der Staatsbankrott in Argentinien 2002 oder die Island-Krise 2008 zeigen an, dass es nicht DEN klassischen Weg eines Staatsbankrotts gibt. Der Verlust des Vertrauens der Bevölkerung führt zu einer Währungsabwertung, die Schulden des Staates können nicht mehr vollständig bedient werden, so dass „kreative Lösungen“ beim Zahlungsausfall gewählt werden.

Der Weg mit den geringsten Schmerzen ist der Weg mit einem Verlängern der Laufzeiten von Anleihen zu einem reduzierten Zinssatz, da der betroffene Staat nicht nur seine Zinslast reduzieren kann, sondern Zeit für seine Restrukturierung gewinnt.

2.3.3 Fazit

Wir haben den Konjunkturzyklus beschrieben. Anschließend haben wir die Staatsverschuldung betrachtet und gleichzeitig Lösungsoptionen vorgestellt. Die übliche zyklische Konjunkturentwicklung verläuft in weiten Teilen der Welt ungestört. Selbst in Deutschland ist das Thema Staatsverschuldung nicht das beherrschende Thema (was Deutschland selbst angeht), sondern vielmehr die konjunkturelle Erholung.

Die Konjunktur in Europa divergiert. Einerseits ist Deutschland die Wachstumslokomotive, der Ifo-Index steht auf 20-Jahreshoch. Die stark gestiegenen Zinsen in Ländern wie Griechenland, Irland, aber auch bereits in Portugal und Spanien sorgen dort für eine bremsende Wirtschaftspolitik, "Sparen" heißt das Zauberwort. Die Liquidität muss man sich mühsam und teuer besorgen. Die Souveränität ist einer Teilsouveränität gewichen.

In Euroland orientiert sich die Notenbank mit ihrer Zinspolitik an den schwächeren Staaten und bremst daher bis dato nicht. Ein solch hoher Ifo-Index führte in der Vergangenheit immer zu einer Politik der Zinssteigerungen bei den Leitzinsen, um ein Überhitzen und Inflation zu vermeiden. Auch hier wird ein Überschießen der Inflation in Kauf genommen. In Großbritannien liegt die Inflation bereits bei 3,1%, eine Nullzinspolitik wird weiterhin betrieben.

In den Emerging Markets sind Themen wie Staatsverschuldung in der öffentlichen Diskussion kein Thema, obwohl auch diese Länder trotz starker ökonomischer Expansion eine Defizitpolitik betreiben. Auch hier werden in guten Zeiten keine Überschüsse (das Motto "Spare in der Zeit, dann hast du in der Not") erwirtschaftet, aber die gesamte Staatsverschuldung liegt auf einem signifikant niedrigerem Niveau.

Die vergleichsweise hohe Inflation führt zu einer klassischen Bremspolitik. Hierzu gehören Maßnahmen wie das Anheben der Leitzinsen oder das Einführen von Kapitalverkehrskontrollen wie in Brasilien, um die Kapitalimporte zu begrenzen. Das Anheben der Leitzinsen erfolgt dabei in vorsichtigen Schritten, die chinesische Notenbank agiert dabei in kleinen Schritten von 25 Basispunkte und verlangt erhöhte Mindestreserven der heimischen Banken, die in 2010 ihre Bilanzen durch Kapitalerhöhungen verbessert haben.

Die Bremspolitik der Emerging Markets hat begonnen und wird sich in 2011 im ersten Halbjahr fortsetzen, da die Inflationsraten weiterhin ansteigen dürften. Die große Frage ist jedoch, wie die verschuldeten Industriestaaten wie Japan, USA und Großbritannien sowie der Euroland-Staatenverbund reagieren werden. Bremsmanöver kann

man nur durchführen, wenn Manövriermasse vorhanden ist. Das mag in Deutschland gehen, wo die Arbeitslosenquote nüchtern betrachtet ein bis zwei Prozentpunkte steigen kann, ohne dass gleich das Staatsgefüge komplett verschoben wird.

Und in den USA? Von Seiten der Politik wurden keine neuen Konjunkturpakete - wie Ende 2008/Anfang 2009 – aufgelegt. Es wurden lediglich Steuersenkungen beibehalten, die ansonsten Ende 2010 ausgelaufen wären. Die Notenbank bleibt bei ihrer historisch außergewöhnlich expansiven Politik (Nullzinspolitik; Anleihenkäufe bis Ende Juni 2011). Die US-Notenbank wünscht mehr Inflation. Sie dürfte ein Überschießen der Inflation über 2 Prozent tolerieren.

Der Präsident der FED von St. Louis, James Bullard, nannte die FED-Politik am 20.12. in einem CNBC-Interview als "moderat erfolgreich". Steigende Aktienkurse, steigende Anleihenrenditen und damit implizit steigende Inflationserwartungen liegen in einem Rahmen, die bei der Politik der FED noch kein Umdenken in Richtung "Exit-Strategie" bewirken. Man kann annehmen, dass der Anstieg der Renditen sich fortsetzen muss, damit die FED-Offiziellen ihr Ziel der Deflationsvermeidung als erreicht ansehen.

Das duale Mandat der Fed lautet: Niedrige Inflation und niedrige Arbeitslosigkeit. Eine geringe Arbeitslosenquote ist aus heutiger Sicht Wunschdenken. Nach den oben gezeigten Trends ist ein deutlicher Fall der Arbeitslosenquote unwahrscheinlich. Bleibt der Auftrag der niedrigen Inflation. Die Fed dürfte bald vor der Entscheidung stehen, entweder – durch Bremsen – die Arbeitslosenquote weiter steigen zu lassen oder eine höhere Inflationsrate zu tolerieren. Die Fed hat niemals den Leitzins erhöht, wenn die Arbeitslosigkeit im Anstieg begriffen war oder auf hohem Niveau stagnierte.

Sollte die Fed ihre expansive Politik beibehalten, droht die Inflation weiter zu steigen. Typischerweise bricht die Inflationswelle an der Stelle, an der der Bürger nur noch das „Must have“, aber nicht mehr das „Nice to have“ kauft. Dann geht eine Inflation schnell in eine Rezession über. Aber eine Rezession will die Fed auch nicht, da sie mit steigenden Arbeitslosenquoten verbunden ist. Der Grad, auf dem die Fed wandert, wird immer schmaler. Die Zwickmühle ist aufgebaut.

Niemals nach dem zweiten Weltkrieg hat das Thema Verschuldung den Konjunkturzyklus gestört. Im Gegenteil: Eine höhere Verschuldung war stets ein Garant für hohes Wirtschaftswachstum. Jetzt aber beginnt eine Umkehr. Noch höhere Verschuldungsdosen sind nicht zuletzt aufgrund der steigenden Renditen keine Option mehr.

Noch wurschtelt sich Amerikas Wirtschaft durch. Die Zinsspreads signalisieren ein Wachstum um 2%. Die Zinsstrukturkurven sind relativ steil und lassen vorerst keine Rezession erwarten. Aber für eine grundlegende Entlastung des Arbeitsmarktes ist dieses Wachstum nicht ausreichend.

In der Summe lässt sich feststellen, dass die Notenbanken der alten Industriestaaten den "Exit" aus ihrer Krisenstrategie nicht vollziehen und "hinter der Kurve" liegen. Ihnen erscheint ein Überschießen der Inflation das geringere Übel. Die Verschärfung der Krise in Europa erfolgt durch die größere Marktbreite, indem in immer mehr Staaten die Zinsbelastungen ansteigen.

Den Weg aus dem Dilemma sehen wir in einer großen politischen Lösung, so wie beim Wiener Kongress im Jahr 1815 eine Lösung gefunden wurde. Die Politik hat die Macht, neue Regeln zu setzen, den Reset-Knopf zu drücken. Die kommenden G20 Treffen sind für politische Lösungen prädestiniert. Die Finanzmärkte spielen im Vorfeld der Lösungsfindung eine besondere Rolle: Sie zwingen die Politiker zum Handeln. Auch 2011 und 2012 sollte dieses Spiel funktionieren. Ein Kongress ist dafür da, für eine möglichst gerechte Verteilung der Gläubigerverzichte zu sorgen. Letztendlich verfügt nur die Politik über die Macht, Lösungen durchzusetzen. Ob dabei ökonomisch die sinnvollste Lösung erarbeitet wird, ist eine andere Frage.

3. Der Anleihemarkt

3.1 Übersicht

Der weltweite Anleihemarkt umfasst etwa 82 Billionen US-Dollar (2009). 38% dieses Marktes entfällt auf die USA, Euroland hält einen Anteil von 29%. Der Anteil Chinas am Weltmarkt notiert mit 3% noch auf geringem Niveau.

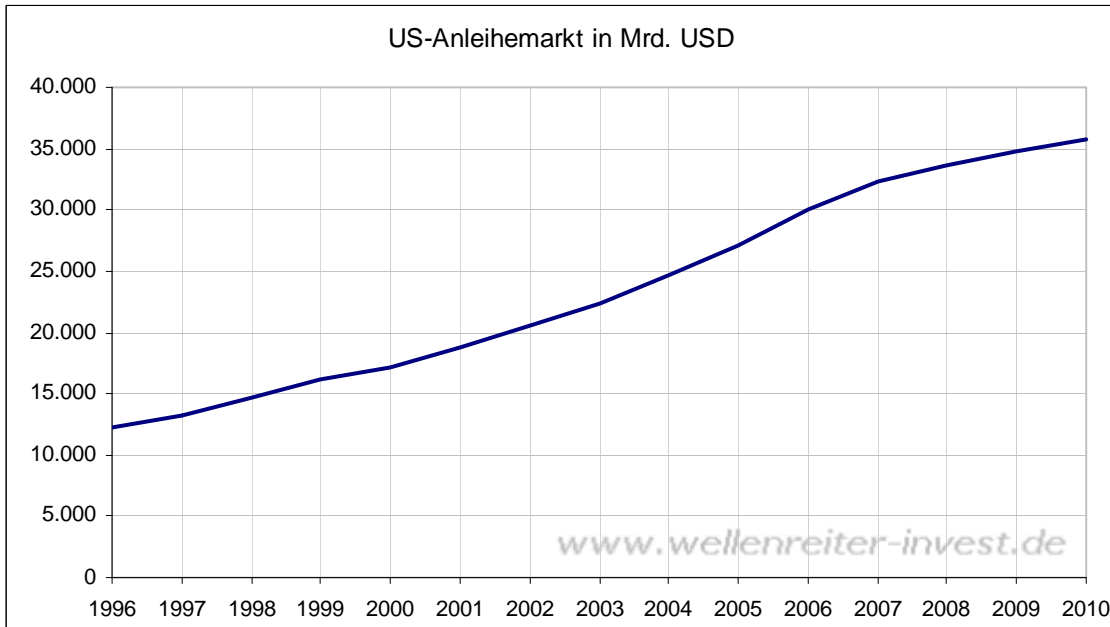


Abb. 3.1: US-Anleihemarkt in Mrd. USD

Betrachtet man die einzelnen Marktsegmente des US-Anleihenmarktes, so fällt der steile Anstieg des US-Staatsanleihenmarktes seit 2007 ins Auge. (rote Linie). Dies ist die Folge der im Zuge der Finanzkrise stark gestiegenen US-Verschuldung.

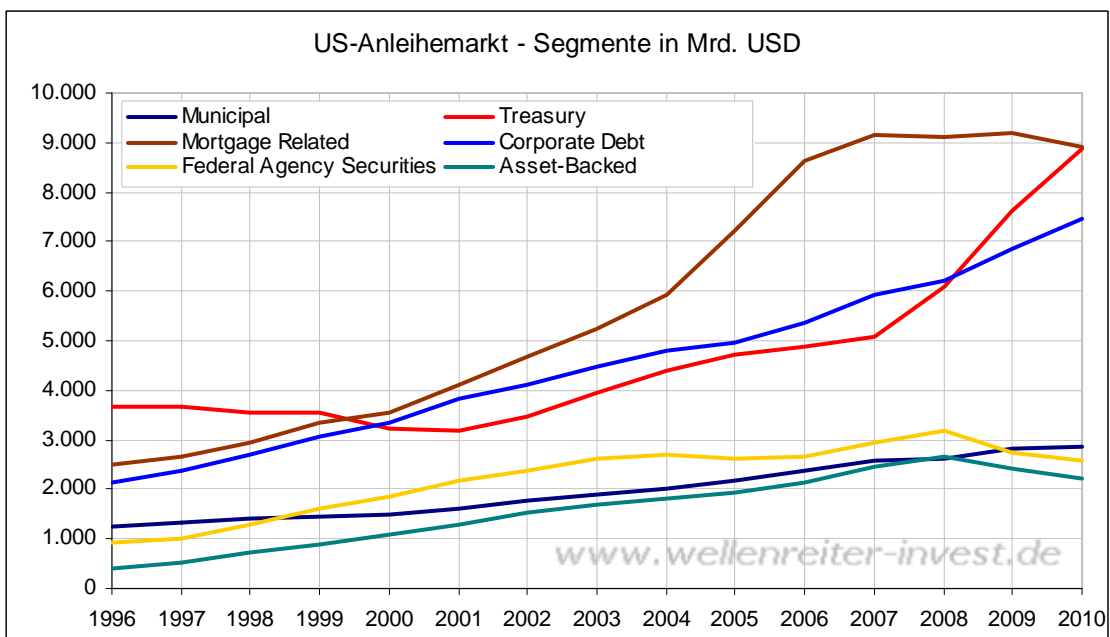


Abb. 3.2: US-Anleihemarkt – Segmente

Der Anteil der US-Staatsanleihen erreicht das Niveau der Anleihen im Immobilienbereich, der seit Anfang 2007 per Saldo stagniert.

Der Markt für Unternehmensanleihen wächst sehr kontinuierlich und ist der drittgrößte Sektor am US-Anleihenmarkt. Der leichte Anstieg im Wachstum der Unternehmensanleihen ist eine Folge der niedrigen Kapitalmarktzinsen in 2009 und 2010. Gerade in 2010 konnten einige Übertreibungen bei der Emission von Unternehmensanleihen beobachtet werden. Im August emittierte eine US-Eisenbahngesellschaft eine 100jährige Anleihe, im Oktober konnte Goldman Sachs das Volumen einer 50jährigen Anleihe aufgrund der hohen Nachfrage drastisch erhöhen. Die Neigung der Unternehmen, sich so langfristig refinanzieren zu wollen, zeigt eine Überbewertung des Anleihenmarktes und damit zu niedrigere Renditen an.

3.2 Entwicklung der Renditen am langen Ende

Der 30-Jahres-Zyklus bei Anleihen ist einer der stabilsten Zyklen der Börsenhistorie. Hochs und Tiefs wechseln sich seit 200 Jahren in regelmäßiger Reihenfolge ab. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen erreichte im Dezember 2008 mit 2,04 Prozent einen zyklischen Tiefpunkt, ein sekundärer Tiefpunkt bildete sich im Oktober 2010 bei 2,33 Prozent.



Abb. 3.3: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800

Die Kernaussage lautet: Der seit Oktober 1981 anhaltende Rendite-Bärenmarkt (=Anleihen-Bullenmarkt) wurde im Dezember 2008 beendet. Aus zyklischer Sicht ist die Ausbildung eines Anleihen-Bärenmarktes zu erwarten. Dieser sollte bis zum Jahr 2040 andauern.

Die folgende Abbildung zeigt diesen zyklischen Gedanken in einer kürzeren Frist auf Monatsbasis unter Berücksichtigung der Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen. Das Doppeltief der Jahre 2008 und 2010 dort gut erkennbar.



Abb. 3.4: nominaler Zinssatz 30jähriger US-Anleihen seit 1915

Der Markt für US-Staatsanleihen ist einer der größten Kapitalmärkte der Welt. Es benötigt viel Zeit, solche Märkte zu drehen. Deshalb sind Bodenbildungen bei den Anleiherenditen eine langwierige Angelegenheit. Dies zeigt der Verlaufsvergleich mit dem vorhergehenden Zyklus.

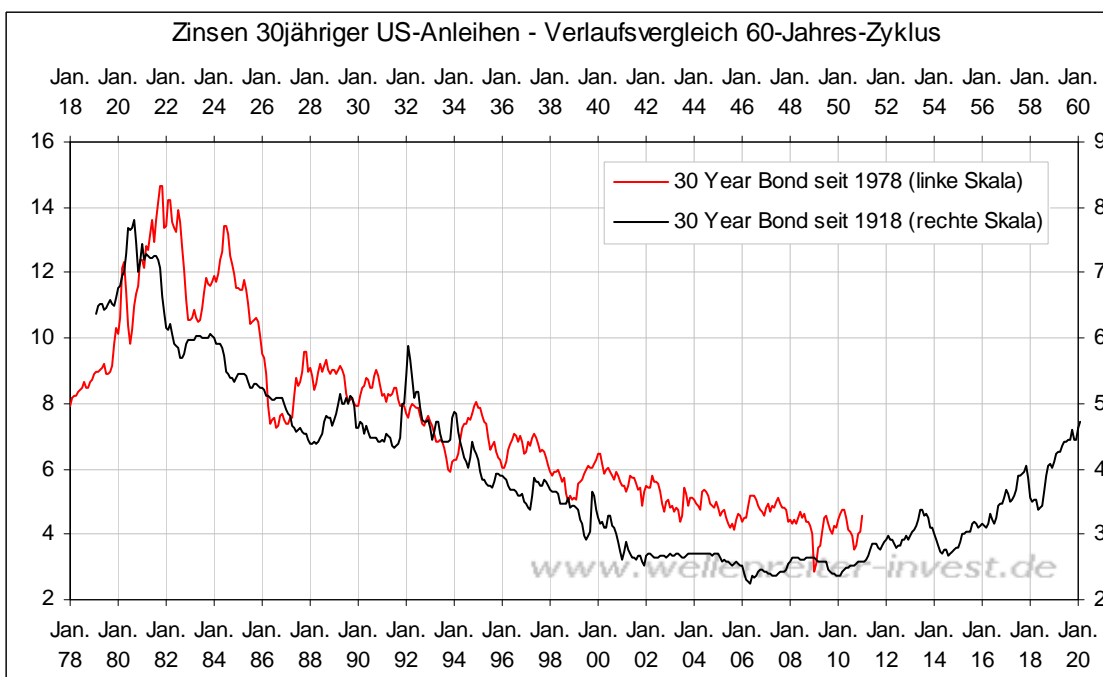


Abb. 3.5: Verlaufsvergleich 60-Jahres-Zyklus

Wir gehen davon aus, dass die Phase der Bodenbildung in ihren letzten Zügen liegt. Ein Doppeltief bzw. die Ausbildung eines höheren Tiefs (2008 und 2010) zeigen, dass steigende Renditen jetzt eine erhöhte Eintrittswahrscheinlichkeit besitzen. Steigende Renditen bedeuten weniger Vertrauen in die Allmacht des Staates, eine latent beginnende Inflationsangst sowie ein Anreiz zu höheren Sparquoten.

Zwischen den Zinsen am langen Ende und der Inflationsrate besteht eine positive Korrelation. Diese gilt erst seit dem Ende des zweiten Weltkrieges. Vorher kam es zu extremen Inflationsschwankungen, die von den Renditen nicht nachvollzogen wurden.

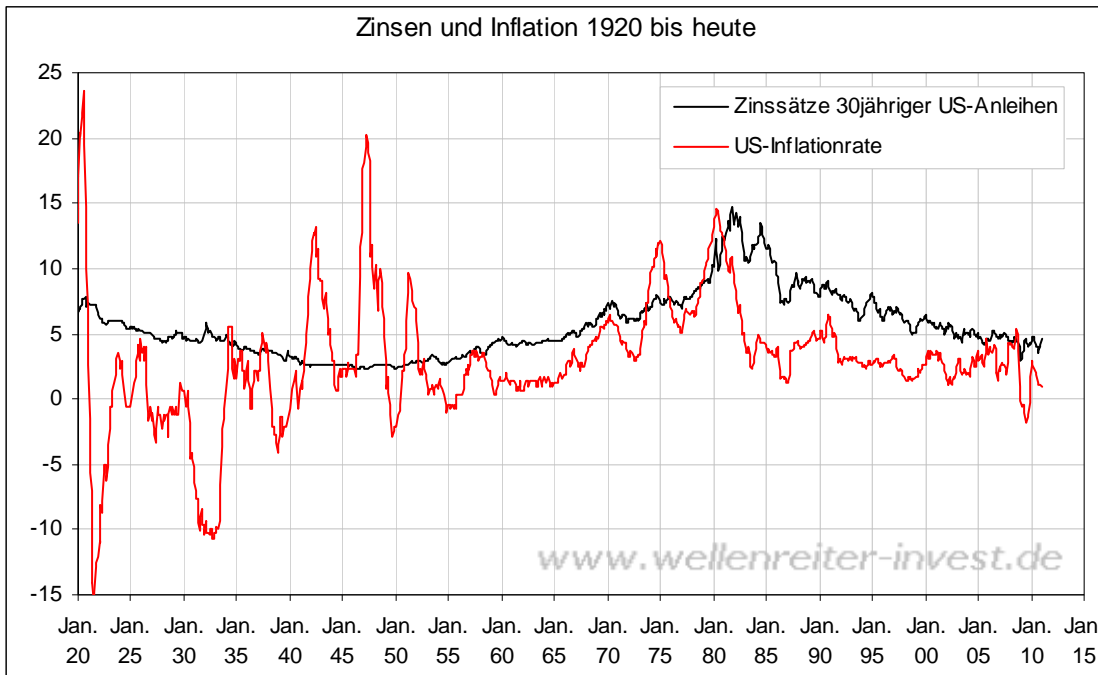


Abb. 3.6: Zinsen und Inflation langfristig

Der Zusammenhang zwischen Inflation und Renditen erfordert eine nähere Betrachtung. Denn die Frage, ob die Rendite stärker anzieht als die Inflationsrate (= positiver Realzins) oder die Inflationsrate die Renditen „überschießt“ (= negativer Realzins), ist für die Entwicklung der Finanzmärkte in 2011 von zentraler Bedeutung.

Betrachten wir ein Beispiel aus den 1970er Jahren. In Phase 1 ist ein starker Renditeanstieg zu erkennen (nächster Chart).

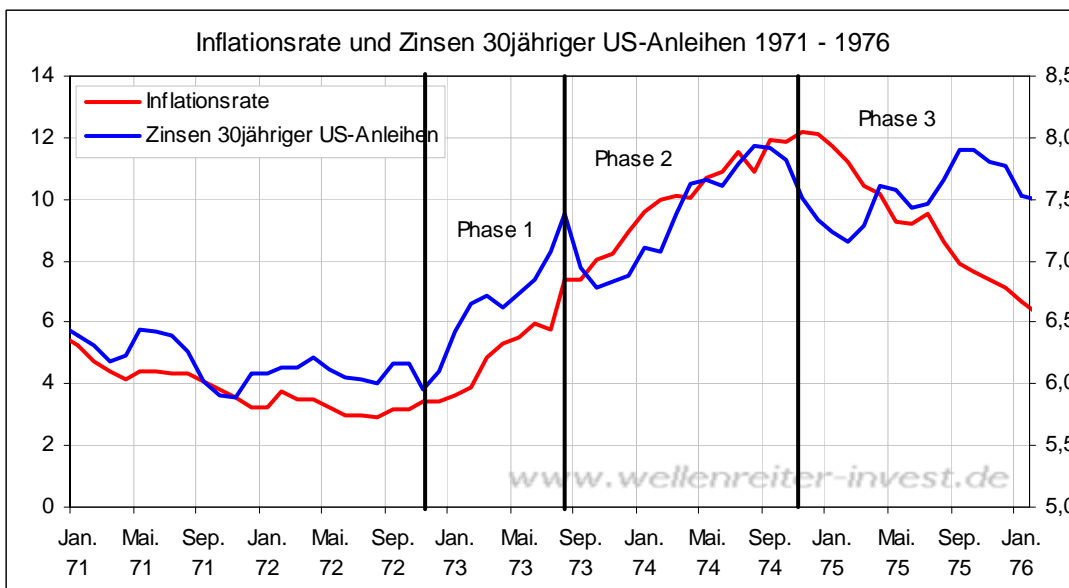


Abb. 3.7: Inflationsrate und Zinsen 1971 - 1976

Die Renditen begannen im Herbst 1972 zu steigen, obwohl die Inflationsrate erst im Frühjahr 1973 deutlicher anzog. Das bedeutet: In der ersten Phase vermuten die Anleger an den Anleihemärkten einen Inflationsanstieg. Sie sichern sich ab, indem sie Anleihen am langen Ende verkaufen. Die Rendite steigt stärker als die Inflationsrate, der Realzins ist in dieser Phase positiv.

In einer zweiten Phase – auf dem obigen Chart der Zeitraum vom Herbst 1973 bis zum Herbst 1974 – stieg die Inflationsrate stärker als die Rendite. Der Realzins wird negativ. Diese Phase ist für Edelmetalle üblicherweise die beste Phase.

Die dritte Phase ist durch eine bereits fallende Inflationsrate und weiter steigende Renditen gekennzeichnet. In dieser Phase wird der Realzins deutlich positiv. Es beginnt die Phase des Ausstiegs aus den Edelmetallen.

Ein derartiger dreiphasiger Ablauf lässt sich auch für die 1940er Jahre beobachten.

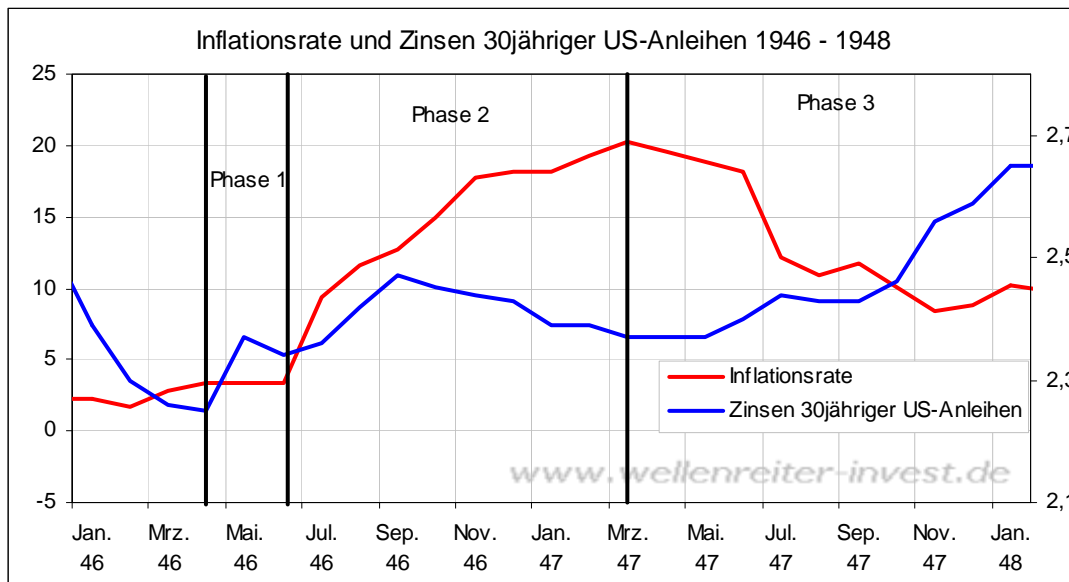


Abb. 3.8: Inflationsrate und Zinsen 1946 - 1948

Dabei können die Phasenlängen variieren, die erste Phase verlief in 1946 wesentlich kürzer als 1972/3. Beide Beispiele weisen jeweils die identischen drei Phasen auf, obwohl sie in sehr unterschiedlichen zyklischen Phasen auftraten. In den Jahren 1946/7 bildete sich bereits die preisliche Bodenbildungsphase, die US-Notenbank intervenierte ebenfalls damals und kaufte Staatsanleihen an. In 1972/3 befanden sich die Renditen bereits seit über 20 Jahren am Steigen. Insofern liegt unsere Erwartung für 2011 darin, dass sich in der Tendenz ähnlich wie in 1946 eine relativ kurze erste Phase bildet, die frühzeitig in 2011 endet und dass die Zinsen der 30jährigen Anleihen relativ zeitig ihren Hochpunkt ausbilden, obwohl die Inflationsraten weiter steigen. Eine Inflationsrate von 15-20 Prozent wie in 1946/7 erwarten wir zudem nicht.

Ein Blick auf den aktuellen Chartverlauf bestätigt ein deutliches Anziehen der Renditen, ohne dass die US-Inflationsrate bereits nach oben reagiert hätte.

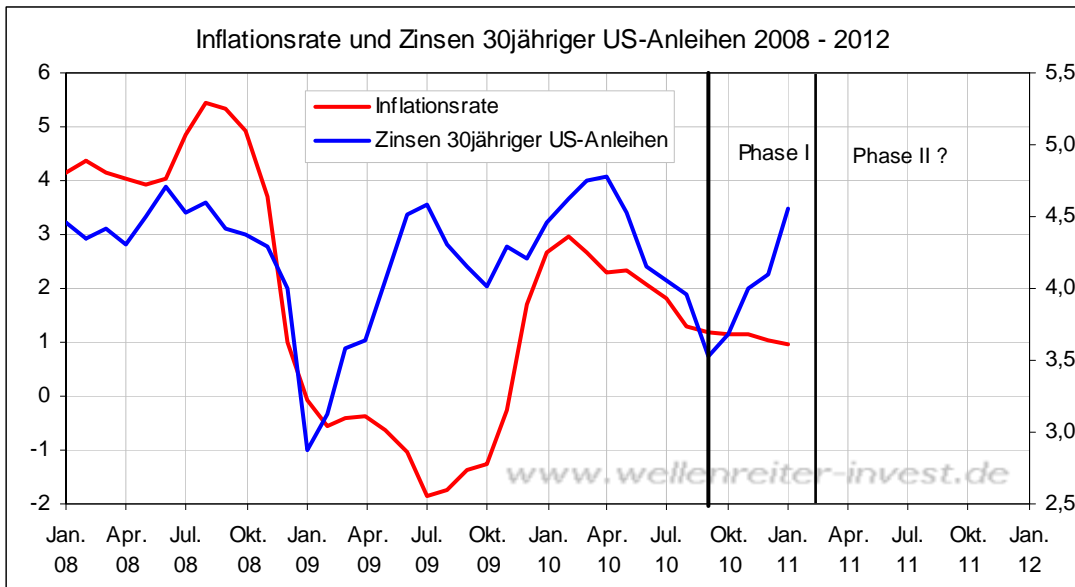


Abb. 3.9: Inflationsrate und Zinsen 2008 - heute

Ein solches Verhalten der Märkte impliziert eine Flucht aus den Anleihen aus Angst vor steigenden Inflationsraten. Die Realzinsen sind positiv. In einer zweiten Phase dürfte die Inflationsrate stärker steigen als die Renditen (= negativer Realzins). Die Inflation steigt auch wegen des Basiseffektes in den Sommermonaten 2011 etwas stärker an. Diese Phase II dürfte das erste Halbjahr 2011 dominieren. In der abschließenden Phase III steigen die Renditen weiter, obwohl die Inflationsrate bereits fällt. Der Beginn dieser Phase dürfte wahrscheinlich erst in 2012 liegen.

Ein Blick auf den Zinsspread zwischen 30jährigen und 3monatigen US-Anleihen zeigt, dass sich der Spread bereits auf historisch hohem Niveau befindet. In den vergangenen 85 Jahren war für den Spread an der 4,5-Prozent-Marke Schluss.

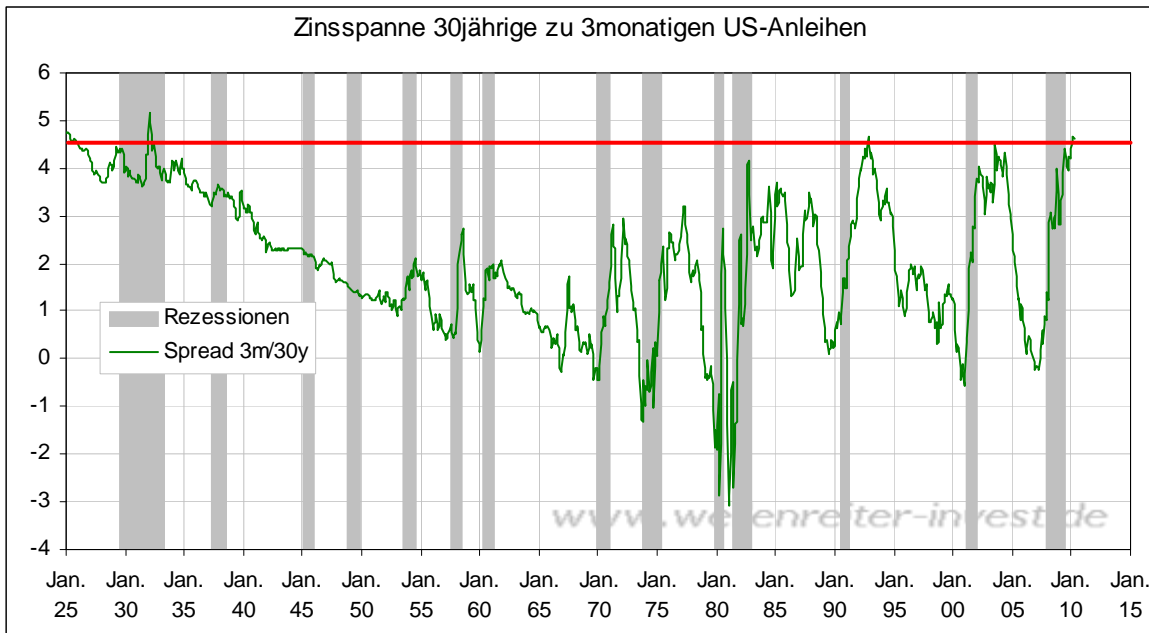


Abb. 3.10: Zinsspanne 30jährige zu 3monatigen US-Anleihen

Die Historie besagt: Die Zinsen am langen Ende haben nur dann eine Chance auf eine Fortsetzung des Anstiegs, wenn die Renditen am kurzen Ende seitens der Zentralbanken angehoben werden. Da wir davon ausgehen, dass der 30jährige Zinsabwärtszyklus beendet ist, erscheint klar, dass nicht nur die Renditen am langen Ende, sondern auch am kurzen Ende in den kommenden Jahren Erhöhungen erfahren werden. In den kommenden Monaten ist ein Zinserhöhungskurs der FED jedoch nicht zu erwarten, da die FED ihren Krisenkurs mittels „QE 2“ zuerst beenden müsste, bevor sie restriktiver mit Zinserhöhungen agieren würde. Insofern spricht vieles dafür, dass die FED temporär ein Überschießen des historischen Spreads auf 5 Prozent wie in den 1930iger Jahren tolerieren würde.

Unter saisonalen Gesichtspunkten besteht in der ersten Jahreshälfte eine Tendenz zu fallenden Bonds (= steigende Renditen), während die zweite Jahreshälfte von steigenden Bonds (=fallenden Renditen) geprägt ist.

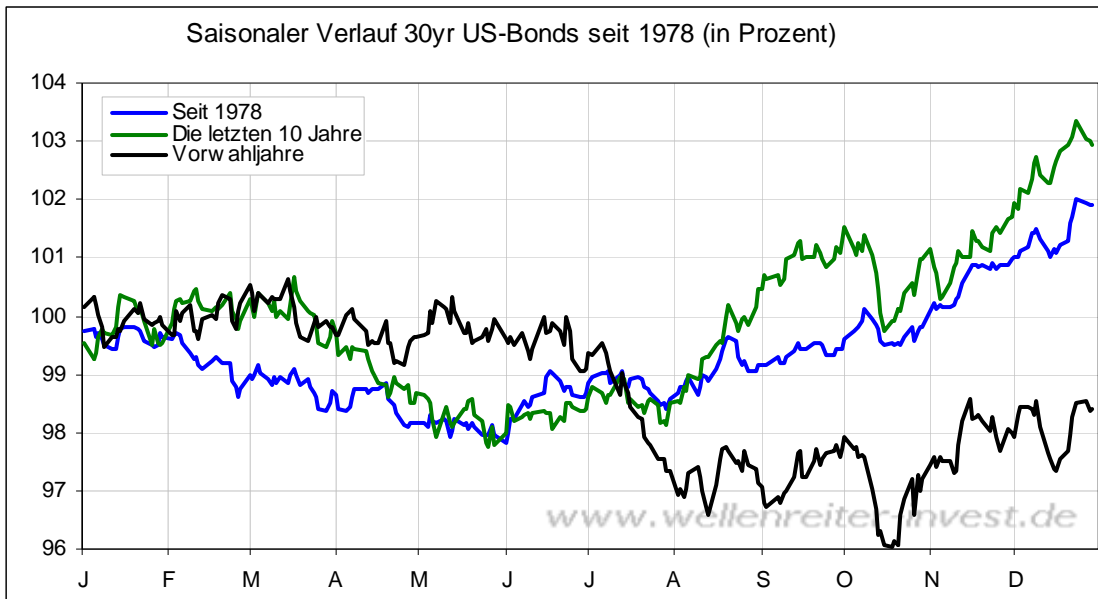


Abb. 3.11: Saisonaler Verlauf 30jährige US-Anleihen

In Vorwahljahren (oberer Chart schwarze Linie) neigen die Anleihen häufig zu einer durchgängigen Negativphase und zeigen damit gegenüber den historischen Durchschnittsverläufen relative Schwäche. Gerade in den Sommermonaten zeigen die Anleihen relative Schwäche, während sie sich im vierten Quartal wieder im Einklang mit ihrem langfristigen saisonalen Muster entwickelt. Die relative Schwäche der Anleihen erklärt sich mit dem Hang der Marktteilnehmer, ihr Kapital in Vorwahljahren in den Aktienmarkt zu rotieren. Vorwahljahre sind üblicherweise positive Aktienmarktjahre (siehe Kapital Aktien). Der saisonale Chart bestätigt unsere Einschätzung, wonach im kommenden Jahr deutlich fallende Renditen nicht auf der Tagesordnung stehen. Die Renditen dürften sich bis zum Sommer im Bereich stabil bis ansteigend bewegen.

Zwischen April 2009 und Oktober 2010 flossen monatlich zwischen 20 und 40 Milliarden US-Dollar in den US-Anleihenmarkt (nächster Chart).

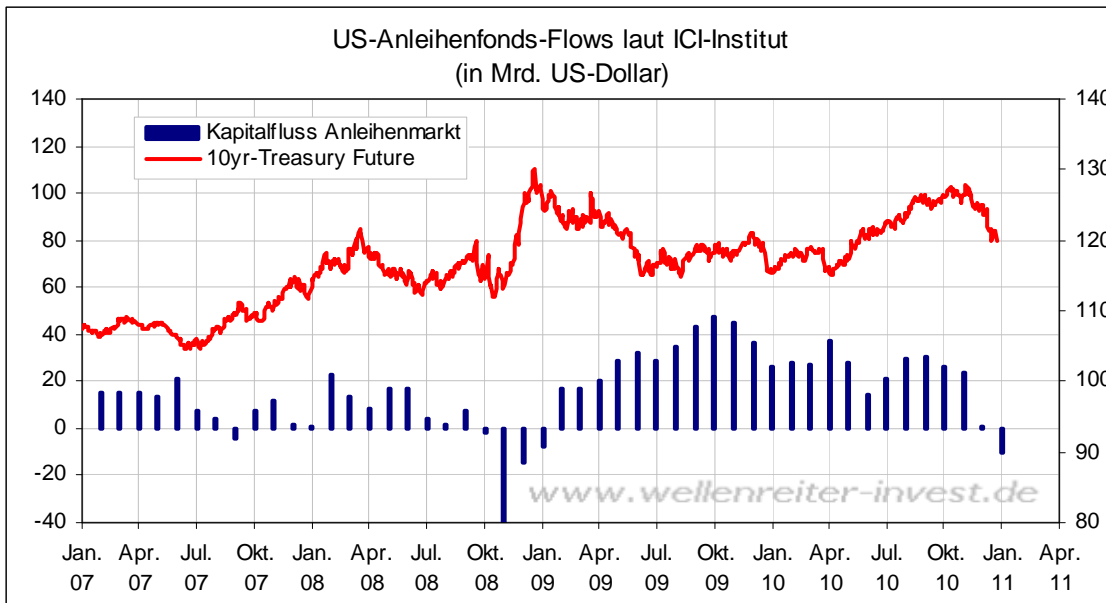


Abb. 3.12: Kapitalfluss US-Anleihenfonds

Mittlerweile zieht sich das Kapital aus den US-Anleihenfonds zurück. Die Kombination aus einem sekundären Preishoch und sehr hohen Mittelzuflüssen in Anleihenfonds spricht für die Ausbildung eines langfristigen Anleihenhochs.

Der folgende Monatschart zeigt das Doppelhoch bei den Anleihen. Bei den 30jährigen US-Anleihen stellen sich zwei Bereiche als markant aus charttechnischer Sicht. Die Horizontalunterstützung der Jahre 2007-2010 liegt 113 Punkten, der Bereich um 111 Punkte stellt die untere Begrenzung des Aufwärtstrendkanals dar (siehe Pfeil).

30jährige US-Anleihen Monatschart

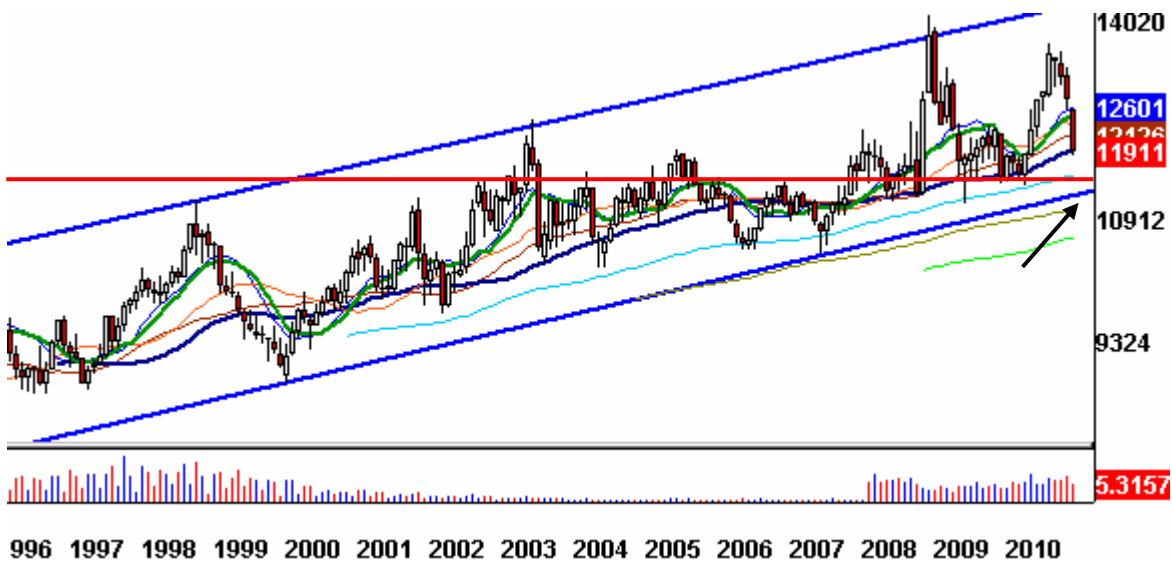


Abb. 3.13: 30jährige US-Anleihen Monatschart

Diese Marken dürften im Jahr 2011 eine wichtige Unterstützung darstellen.

Der Dollar/Yen agiert aktuell schwach, die neuen Tiefs unter 80 scheinen nur eine Frage der Zeit zu sein. Aufgrund der Korrelation zwischen dem Dollar/Yen und der Rendite 10jähriger US-Anleihen dürfte der Druck auf die Renditen in den kommenden Wochen etwas abgemildert werden. Die Korrelation zwischen US-Dollar/Yen und der 10jährige US-Rendite hat sich abgeschwächt, sie hat sich bis dato nicht aufgelöst.

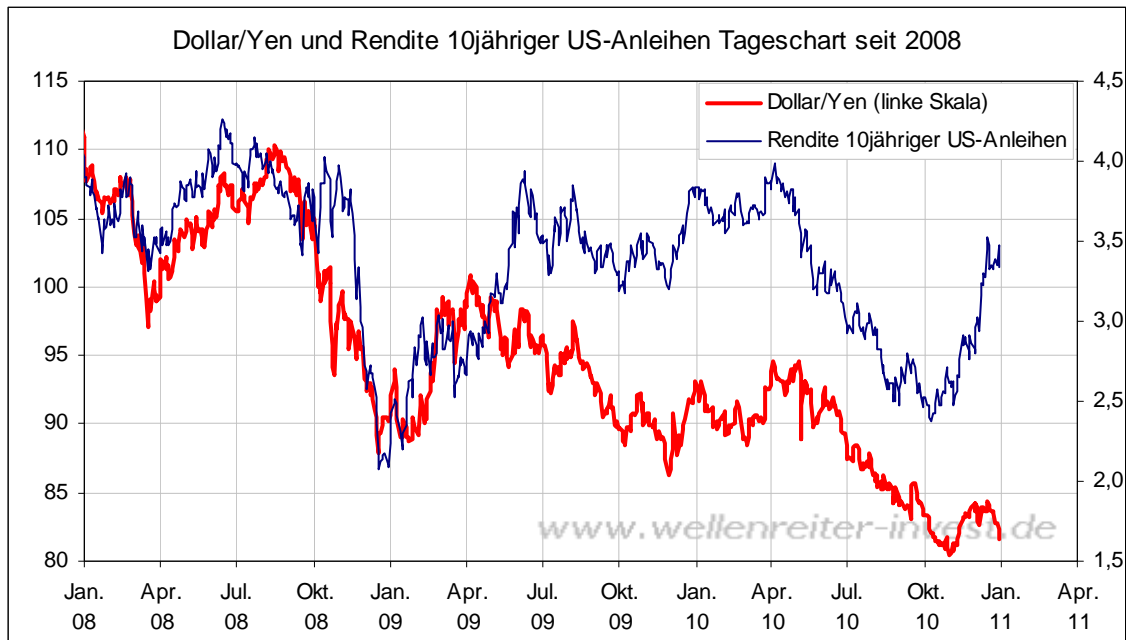


Abb. 3.14: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Erst bei einer positiven Wende im Dollar/Yen würde sich der Druck auch die Renditen auch aus diesem Intermarketfaktor erhöhen.

Fazit: Der Anleihen-Spike vom November 2008 dürfte den Hochpunkt des 30jährigen Anleihen-Zyklus darstellen. Der Hochpunkt aus dem August 2010 vervollständigt mit einem zweiten niedrigeren Hochpunkt das Setup einer Umkehrformation.

Wir erwarten für die kommenden beiden Jahre 2011 und 2012 ein dreigliedriges Bewegungsmuster der Renditen. Zunächst sollten die Renditen weiter steigen (Phase I und Beginn der Phase II). Ziel wäre die Marke von etwa 5 Prozent bei den 30jährigen und von etwa 4 Prozent bei den 10jährigen Renditen. Anschließend (Phase II) sollten sich die Renditen seitwärts/abwärts bewegen. In dieser Phase dürfte sich die US-Inflationsrate deutlich stärker entwickeln als die Rendite. Die Zentralbanken müssten – wenn die Historie ein Vorbild ist - jetzt mit der Anhebung der Zinsen beginnen.

Schließlich beginnt die Rendite erneut anzuziehen, die Inflationsrate beginnt zu fallen. Wir nehmen an, dass diese Phase III zwischen Ende 2011 und Frühjahr 2012 beginnen sollte. Eine solche Phase ist häufig mit einer Rezession verbunden, die sich in 2012 entwickeln könnte. Für die lang laufenden Staatsanleihen ergibt sich ein historischer Gezeitenwechsel, der mittelfristig steigende Zinsen einläutet.

3.3 Zinspolitik

Das Experiment der Nullzins-Politik der amerikanischen Zentralbank läuft seit Dezember 2008. Im Dezember 2008 bildeten die Zinsen am langen Ende ihr Tief aus. Gleichzeitig markierten und auch die Rohstoffpreise einen Boden, genauso wie der Nasdaq 100 Index. Es begann die Phase des billigen Geldes, die Phase der Reflation, die ebenfalls zwischen 2003 und 2007 auf einer Phase der Deflation folgte.

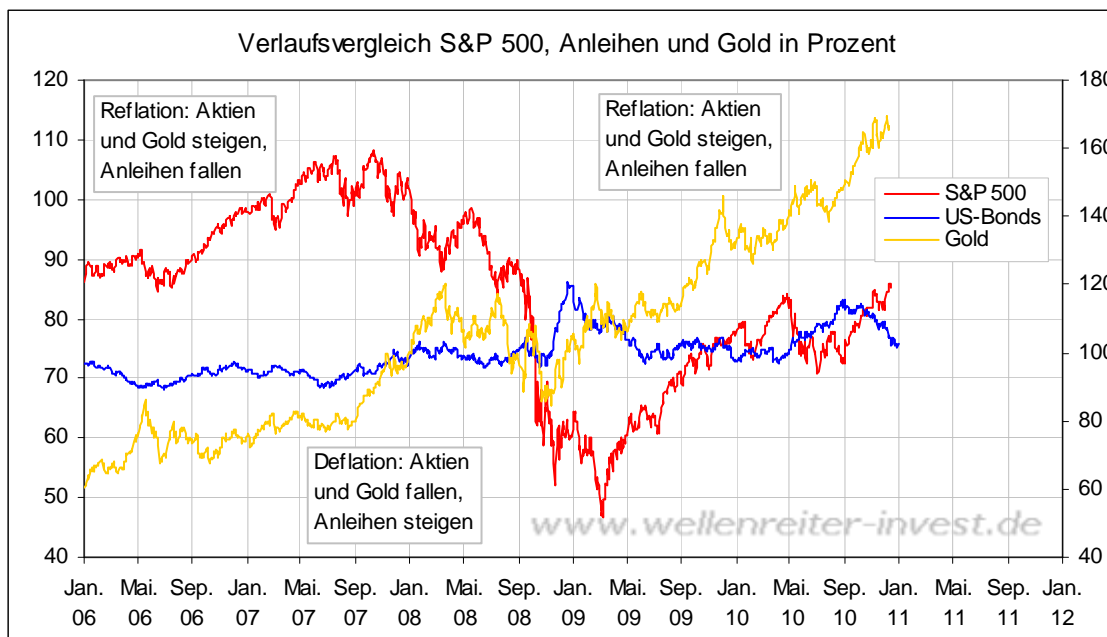


Abb. 3.15: Marktphasen

Seit Anfang 2009 befinden sich die Märkte in der Phase der Reflation: Aktien und Gold steigen, die Anleihen fallen in einer solchen Phase. Im späteren Verlauf des Jahres erscheint aus zyklischer Sicht der Wechsel in eine deflationäre Phase wahrscheinlich.

Offensichtlich besteht eine Parallele zwischen „QE 1“ und „QE 2“ mit Beginn der Kaufprogramme im Hinblick auf fallende Anleihenpreise (und damit steigende Renditen). Bei der ersten Auflage des Gelddruckens verloren die Anleihen für weitere knapp 3 Monate und bildeten bereits im Juni 2009 ein Preistief aus. Als die US-Notenbank FED ihre Kaufprogramme Ende März 2010 beendete, bildeten die Anleihenpreise ein weiteres Preistief auf gleichem Niveau aus und stiegen bis August bzw. Oktober an. Die Anleihen reagierten damit spiegelverkehrt zu der Erwartung, dass die Käufe der FED die Preise stützen würden.

Mit Beginn der zweiten Auflage des Gelddruckens im November 2010 fielen die Anleihenpreise wieder, es wurden Gelder von den Anleihen- in den Aktienmarkt umgeschichtet. Das aktuelle Kaufprogramm soll Ende Juni 2010 enden. Wenn sich die

Geschehnisse wiederholen, sollte sich vorher bzw. am Ende des Kaufprogramms ein Preistief bei den Anleihen (=Renditehoch) bilden.

Der deutliche Renditeanstieg seit Anfang November setzt aber die FED unter Druck, den Prozess des Gelddruckens wie angekündigt Ende Juni 2011 auslaufen zu lassen. Das Eingreifen der FED mit Käufen von Staatsanleihen führte in 2008/09 zu einer V-Formation, auch beim zweiten Kaufprogramm ist eine V-Formation erkennbar.

Wie weiter vorn bereits beschrieben dürfte ein Ende der Nullzinspolitik von der US-Zentralbank nur dann eingeläutet werden, wenn über mehrere Monate positive Signale aus dem US-Arbeitsmarkt erfolgen. Wie der folgende Chart zeigt, ist dies aufgrund des Zweifach-Mandats der FED (niedrige Arbeitslosenquote, niedrige Inflationsrate) die historische Vorgabe. Die Verbesserung bei den wöchentlichen Erstanträgen zur Arbeitslosenhilfe in den letzten Wochen 2010 sollte sich mit leichter Zeitverzögerung auch in einer leichten Verbesserung bei der Arbeitslosenquote ausdrücken.

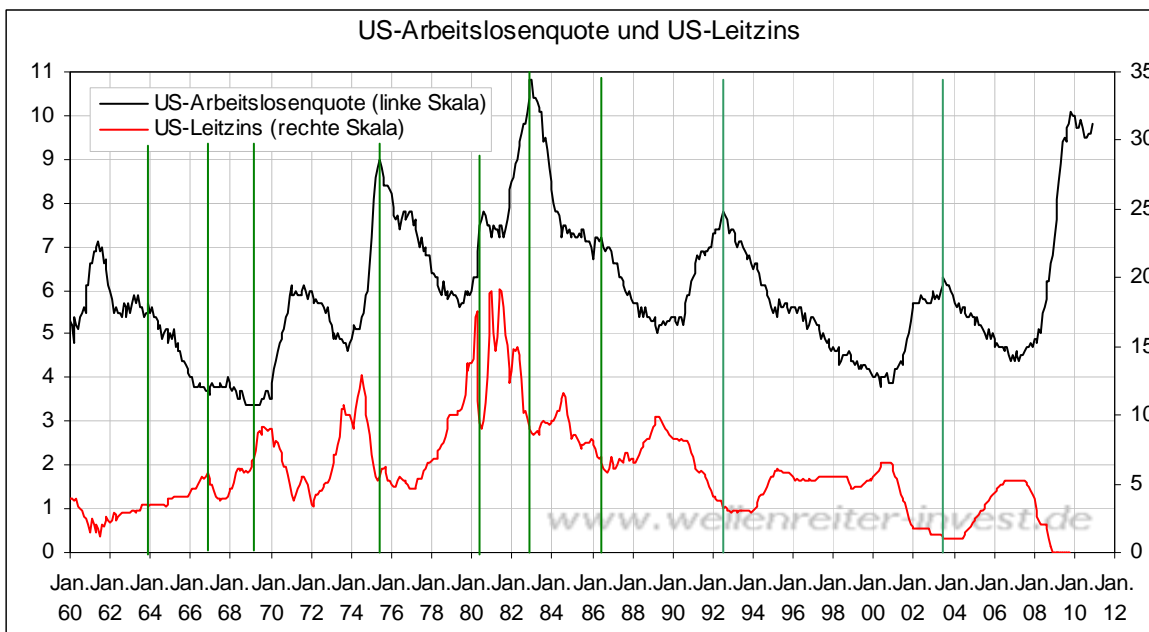


Abb. 3.16: US-Arbeitslosenquote und US-Leitzins

Im letzten Zyklus in 2003/4 wartete die FED etwas über ein Jahr nach dem Hoch in der Arbeitslosenquote, bis sie im Juni 2004 erstmals ihren Leitzinssatz mit einem kleinen Zinsschritt erhöhte. Der Höhepunkt der Arbeitslosenquote liegt mittlerweile bereits 20 Monate zurück, allerdings fällt der Rückgang der Arbeitslosenquote nur sehr gering aus, so dass sich bis dato kein Handlungsdruck für die FED ergeben hat. Es sollte in 2011 erwartet werden, dass die Leitzinsen nicht angehoben werden, solange die US-Notenbank am Markt Staatsanleihen kauft. Die FED betreibt weiterhin ihre Krisenpolitik und eine „Exit“-Strategie ist bis dato nicht erkennbar. Sollte sie QE 2

Ende Juni 2011 beenden, würde sie zusätzlich Zeit vergehen lassen, bis eine erste Leitzinssatzerhöhung folgen würde. Lediglich ein sehr deutlicher Rückgang der Arbeitslosenquote, den wir nicht erwarten, würde eine Leitzinssatzerhöhung im Herbst 2011 wahrscheinlicher werden lassen.

3.3. Unternehmens- und Hypothekenanleihen

Die Renditen für Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Hypothekenanleihen weisen eine hohe Korrelation auf.

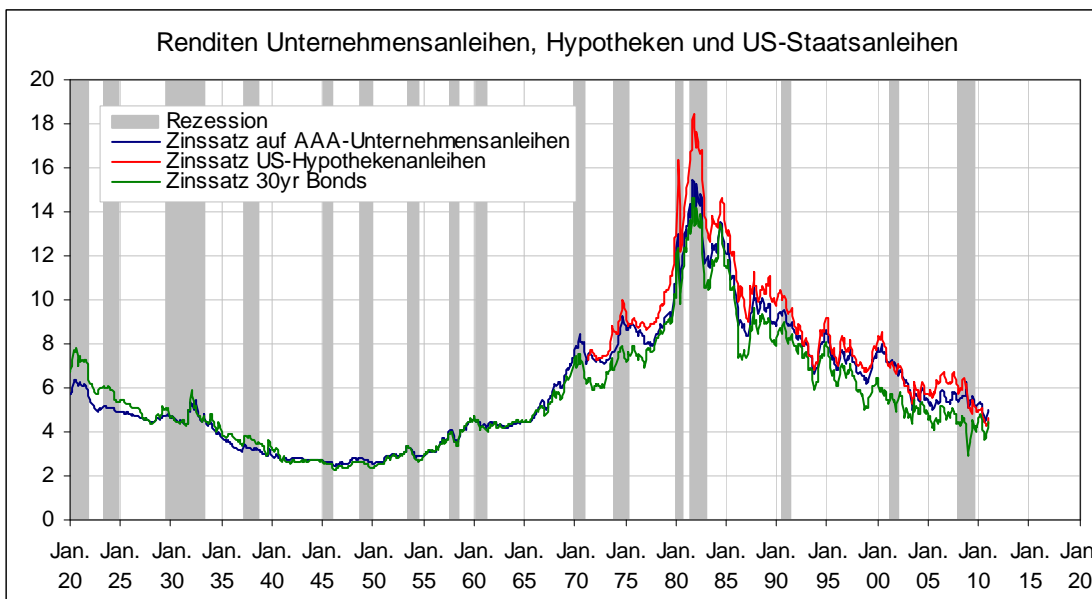


Abb. 3.17: Renditen Staats-, Unternehmens- und Hypothekenanleihen

Sollten sich – wie wir annehmen – die Zinsen am Ende einer 30jährigen zyklischen Abwärtsbewegung befinden, so dürften neben den Zinsen für Staatsanleihen auch die Zinsen für Unternehmensanleihen sowie Hypothekenanleihen steigen. Kredite – außer subventionierten Krediten – würden sich verteuern.

Doch der Renditeanstieg erfolgt in Nuancen anders, wie der folgende Chart zeigt. Auffällig ist die Verengung der Renditen zwischen Staatsanleihen auf der einen Seite und AAA-Unternehmensanleihen sowie Hypothekenanleihen auf der anderen Seite. Der Spread zu Gunsten der US-Staatsanleihen betrug im Jahr 2000/01 zwischen 1,5 und 2 Prozentpunkte und ist mittlerweile auf 0,5 Prozentpunkte geschrumpft. Dabei hat sich eine bedeutende Divergenz ausgebildet. Die lang laufenden Staatsanleihen haben in 2010 ein höheres Preistief ausgebildet, während die Unternehmens- und Hypothekenanleihen frische Bewegungstiefs in 2010 ausgebildet haben, so dass deren Abwärtstrend noch als völlig intakt anzusehen ist.

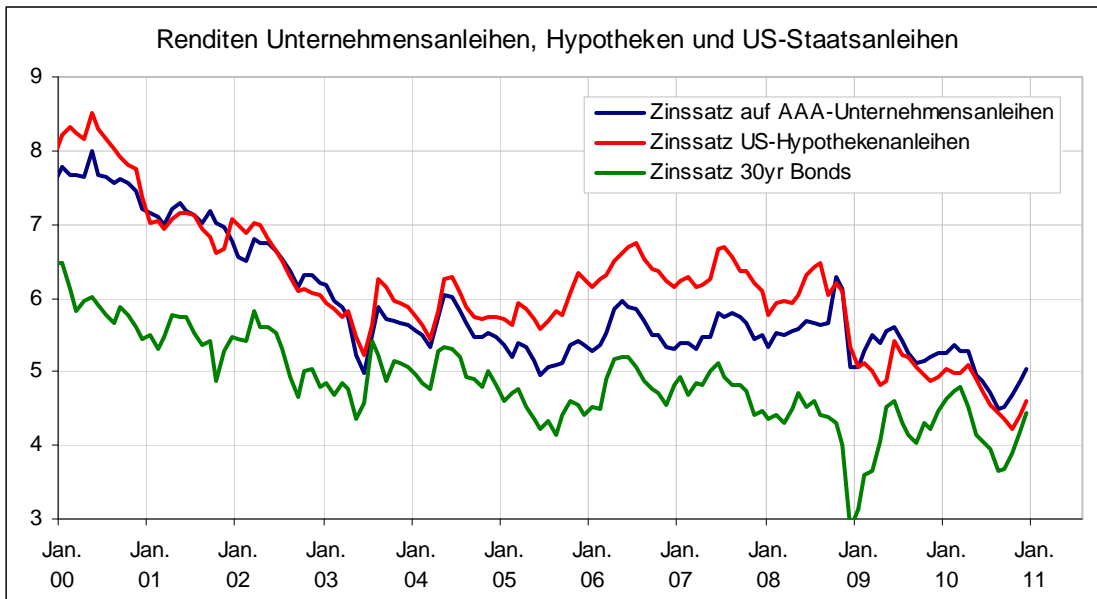


Abb. 3.18: Zinsen auf Unternehmensanleihen

Die Investoren drücken mit ihrer divergenten Einschätzung innerhalb der Anleihen aus, dass die Bonität des Schuldners Staats nicht mehr so positiv bewertet wird, während die Qualität der Unternehmen positiver bewertet wird. Aus konjunktureller Sicht sind die weiterhin relativ niedrigen Refinanzierungskosten der besten Schuldner im Unternehmenssektor positiv zu bewerten. Für den Trend der Unternehmens- und Hypothekenanleihen bedeutet eine Wende bei den Staatsanleihen jedoch in der Tendenz ebenfalls steigende Refinanzierungskosten.

Fazit: Wir nehmen an, dass die Renditeanstiege für Unternehmens- und Hypothekenanleihen mit einer Zeitverzögerung gegenüber den Staatsanleihen erfolgen werden, die Phase der Bodenbildung dürfte in diesem Sektor aber noch etwas längere Zeit andauern. Ein zweites (höheres) Standbein der Anleihen im Unternehmenssektor könnte sich im Frühjahr 2012 bilden, wenn sich die Staatsanleihen in der dritten Phase ihres skizzierten Modellablaufs befinden.

4. Der Währungsmarkt

4.1 US-Dollar-Index

Der US-Dollar fällt seit Beginn der 1970er gegenüber anderen Währungen. Der US-Dollar-Index konnte in 2010 marginal zulegen, dies allerdings bei einer negativen Marktbreite. Aufgrund der hohen Gewichtung des Euro/US-Dollars wog der Verlust des Euros schwerer als die Verluste des US-Dollars gegenüber Schweizer Franken, Yen, Australischer Dollar oder Kanadischer Dollar. Der US-Dollar-Index notiert am Jahresende 2010 im Bereich von 80 Punkten und notiert damit auf einem identischen Preisniveau wie Anfang 1991, Ende 1992, Anfang 1995 oder zum Jahreswechsel 2004/05.

Wichtige Wendepunkte werden häufig medial begleitet. So erschien der US-Dollar kurz vor dem Plaza Accord von 1985 als „Super-Dollar“ auf dem Titelbild des Wochenmagazins „DER SPIEGEL“. In den letzten Jahren dominierten die negativen Titelblätter gegenüber dem US-Dollar.

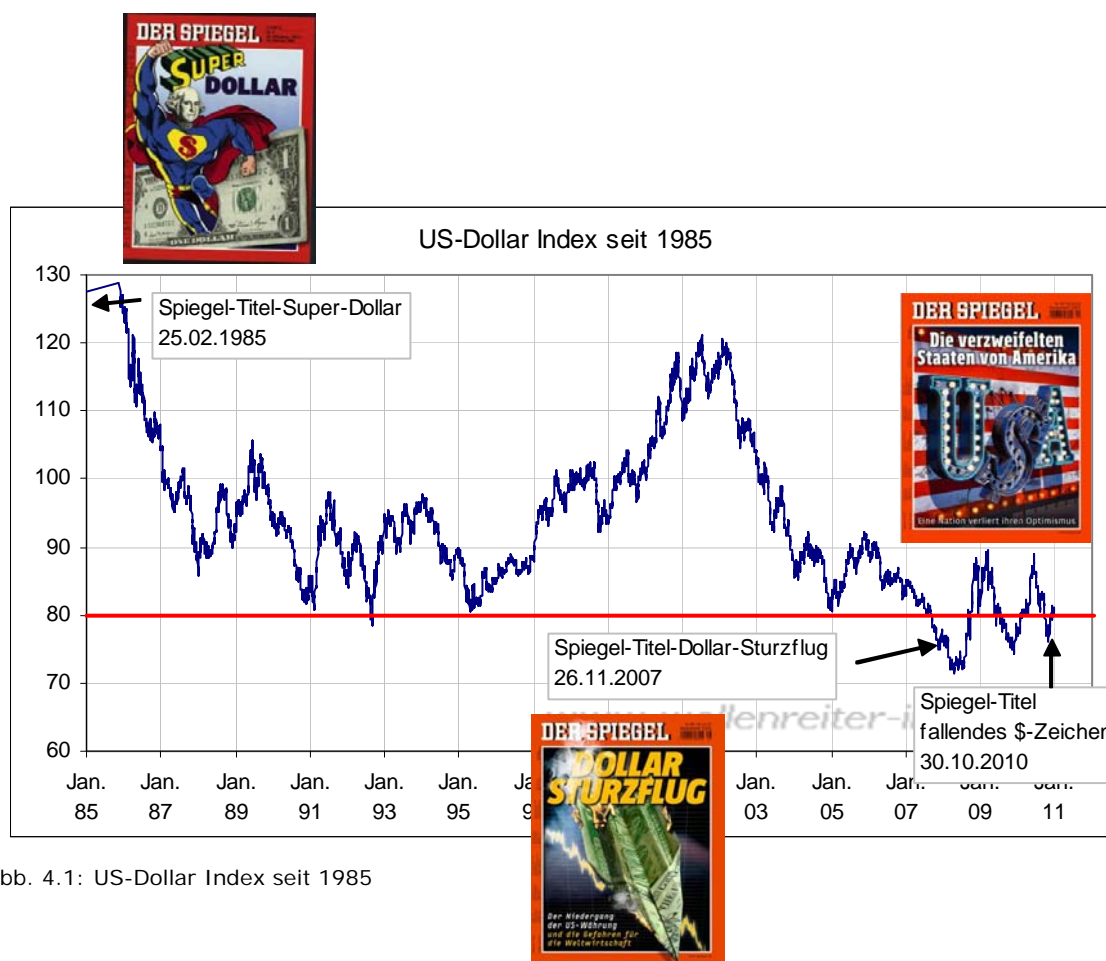


Abb. 4.1: US-Dollar Index seit 1985

Auch das Ende des Sturzfluges in 2007/2008 wurde medial vom Spiegel begleitet. Zusätzlich hatte der Economist den abstürzenden Dollar auf dem Titel.

Jüngst – im Oktober 2010 – erschien der fallende Dollar erneut auf dem Titelbild, diesmal in Kombination mit „den verzweifelten Staaten von Amerika“. An dieser Stelle bildete sich der dritte steigende Tiefpunkt im US-Dollar-Index. Noch im Juni waren Euro-Crash-Titelbilder an der Tagesordnung. Nimmt man die medialen Anzeichen als Stimmungsindikatoren, so müsste der US-Dollar-Index in 2011 zulegen können.

Der folgende Chart verdeutlicht das „Dollar-Dilemma“. Der Index bewegt sich seit dem Jahr 2008 in eine sich verengende Handelsspanne hinein, die durch fallende Hochpunkte und mittlerweile drei steigende Tiefpunkte gekennzeichnet ist.

US-Dollar-Index Monatschart

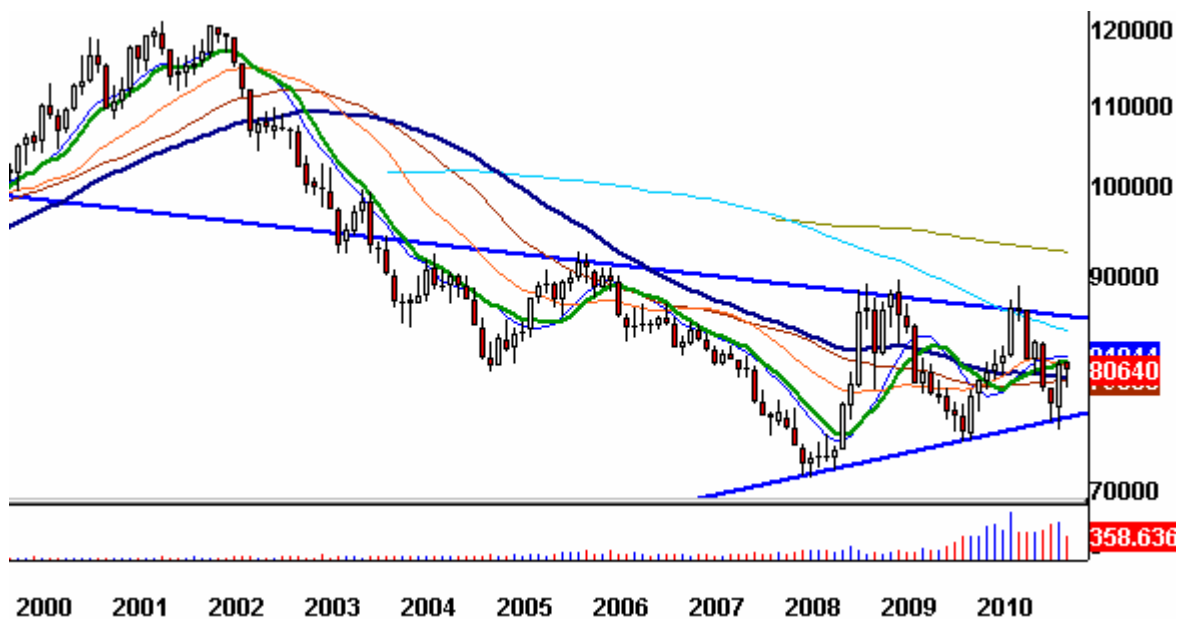


Abb. 4.2: US-Dollar Index Monatschart

Die Ausbruchrichtung hängt vom übergreifenden Kapitalfluss ab. Ein Blick auf zwei unterschiedliche Phasen seit 1995 verdeutlicht diesen Ansatz. In den Jahren 1995 bis 2000 („New Economy Boom“) strömte das internationale Kapital an die Wall-Street. Rohstoffe waren uninteressant. Der Dollar, aber auch die Aktienmärkte stiegen.

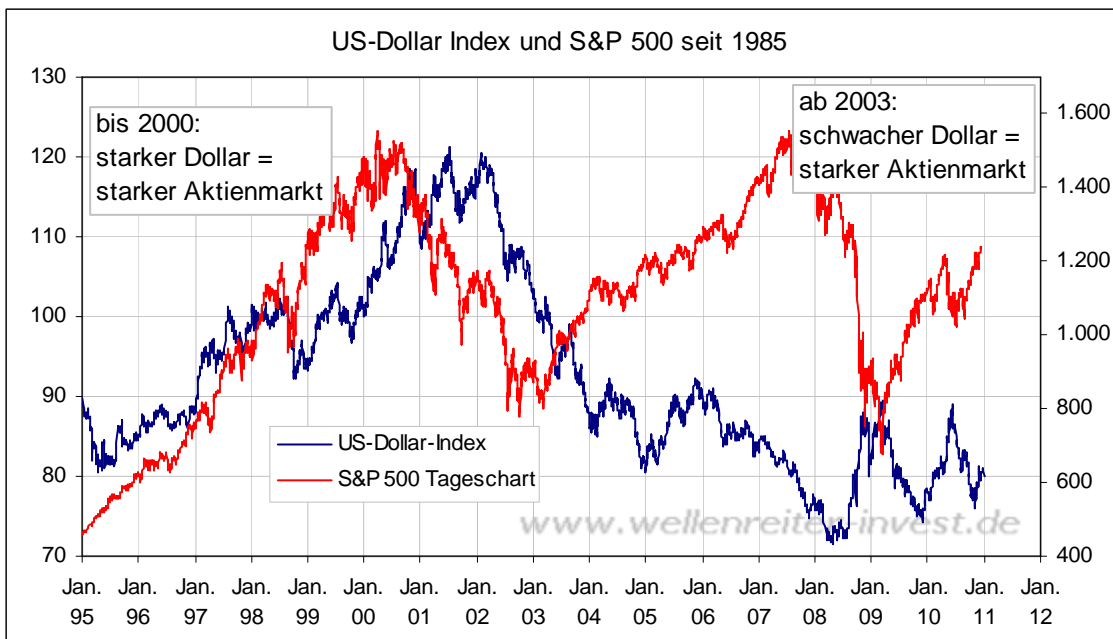


Abb. 4.3: US-Dollar Index und S&P 500

Seit dem Jahr 2001/2 ist die Situation umgekehrt: Das Kapital fließt in Rohstoffe, in Rohstoff produzierende Länder sowie dorthin, wo in physische Infrastruktur investiert wird (insbesondere nach China). Die Aktienmärkte der Emerging Marktes-Länder steigen mit steigenden Währungen, in den USA entwickeln sich die Aktienmärkte im Rahmen von „Abwertungshaussen“ positiv.

Schon der Rohstoff-Boom in den 1970er Jahren ging mit einem schwachen US-Dollar einher (nächster Chart US-Dollar in Euro).

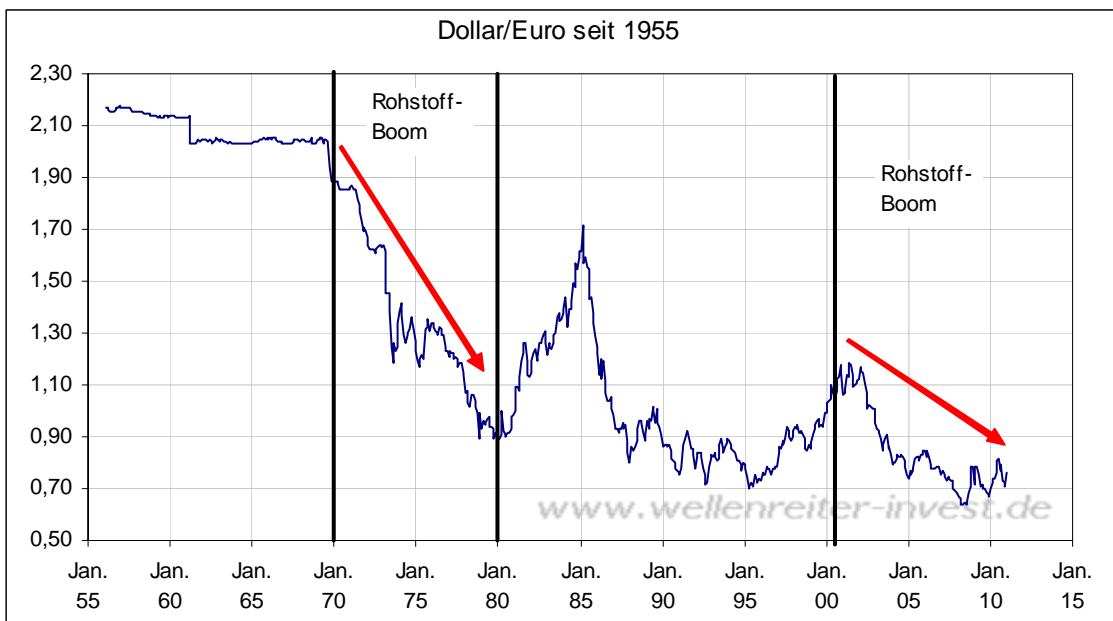


Abb. 4.4: Dollar/Euro seit 1955

Wenn man der Meinung ist, dass sich der Rohstoff-Boom fortsetzen wird, so müsste man annehmen, dass der US-Dollar-Index unter Druck bleibt. Rohstoffwährungen wie der australische Dollar würden in diesem Fall zunächst weiter steigen.



Abb. 4.5: Australischer Dollar / US-Dollar seit 1955

Fazit: Aktuell ist der Aufwärtstrend der Rohstoffwährungen weiterhin intakt. Wir erwarten jedoch im Laufe des Jahres 2011 Topps in vielen Rohstoffen, sodass wir spätestens in der zweiten Jahreshälfte von fallenden Rohstoffwährungen ausgehen. Gleichzeitig befindet sich der US-Dollar-Index in einer Dreiecksformation. Diese Formation dürfte sich noch stärker zuspitzen. Die Schwankungsbreite wird geringer. Ein Ausbruch des US-Dollar ist für die zweite Jahreshälfte nach oben vorstellbar. Der US-Dollar-Index zeigt bereits relative Stärke, indem er höhere Tiefpunkte markiert. Und dies, obwohl aus den USA immense Kapitalströme in die Emerging Markets geflossen sind (siehe Aktienmarkt).

4.2 Euro/Dollar

Der Euro/US-Dollar bleibt thematisch unter Druck, da eine Lösung der europäischen Probleme mit einem Schuldenverzicht oder auch die Option eines Austritts eines Landes nicht in Sicht ist. Würde ein Land aus dem Euro austreten, dann würde das Ablaufmuster sehr wahrscheinlich eine Schwäche des Euros im Vorfeld der Entscheidung bringen, aber Stärke danach. Aus politischer Sicht steht der Euro jedoch nicht zur Disposition.

Die europäischen Renditen divergieren seit dem Jahr 2007.

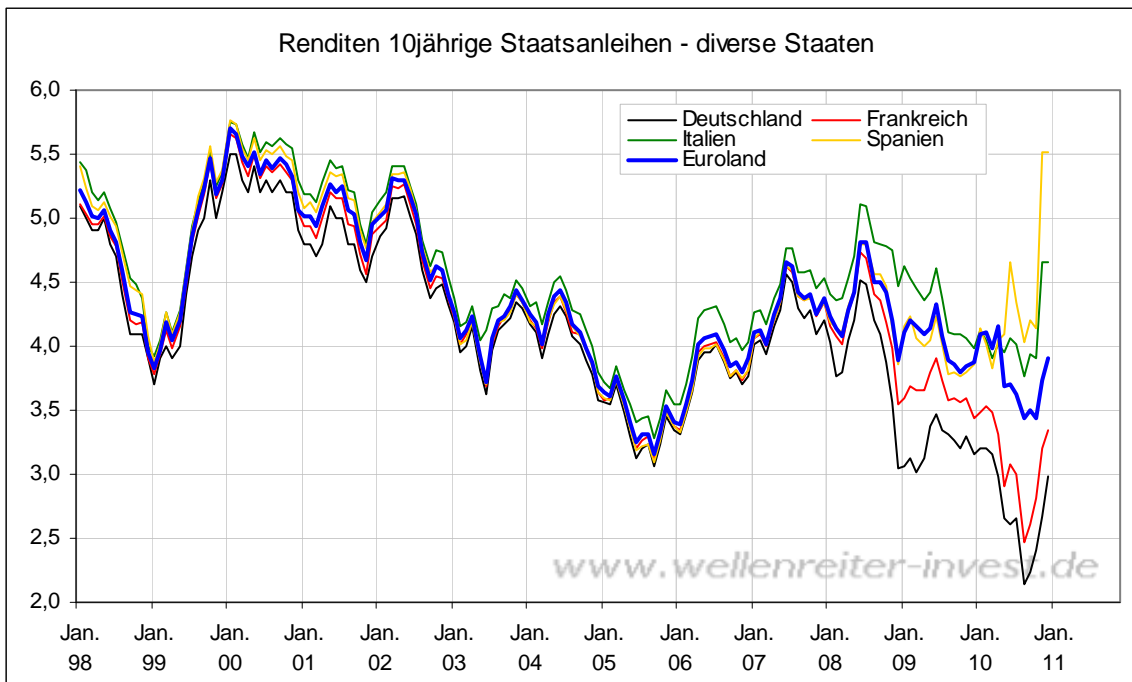


Abb. 4.6: Renditen europäischer Staatsanleihen

Die Einführung von Eurobonds dürfte in 2011 weiter diskutiert werden. Möglicherweise einigt man sich auf einen Eurobond, der nur einen geringen Teil des Emissionsvolumens der Einzelstaaten besitzt (vielleicht 20 Prozent). Die Einzelbonds würden weiterhin Gültigkeit haben und dementsprechend so divergieren, wie dies beispielsweise die Anleihen der US-Bundesstaaten Kalifornien und New York tun.

Der Euro/Dollar müsste in Griechenland mit 0,80 und in Deutschland mit 1,60 US-Dollar bewertet werden, wenn der Euro nach der Wirtschaftskraft der einzelnen Volkswirtschaft bewertet werden würde. Da das Währungspaar einen Mittelwert der einzelnen Mitgliedsstaaten abbildet, tendiert der Euro/US-Dollar zur Mitte seiner langfristigen Handelsspanne.

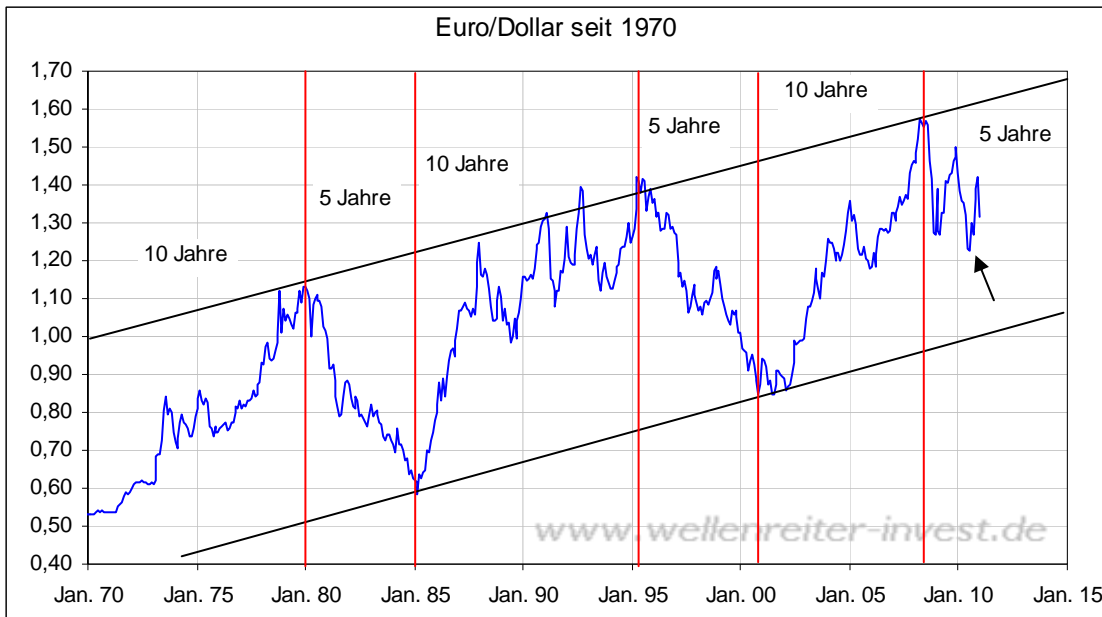


Abb. 4.7: Euro/Dollar seit 1970

Unter zyklischen Gesichtspunkten steht für den Euro/Dollar einem 10jährigen Aufwärtszyklus ein 5jähriger Abwärtszyklus gegenüber. Der jüngste Aufwärtszyklus endete bereits in 2008 und schloss damit verkürzt. Sollte sich der Zyklus fortsetzen, dann folgen auf die „sieben fetten Jahre“ wieder einige magere Jahre mit einem Abwärtszyklus bis zumindest etwa 2012/13. Wenn es so etwas wie eine extreme preisliche Unterstützung gibt, dann ist es der Bereich um die Marke von 1,20 US-Dollar (siehe Pfeil), die zudem die Mitte der Handelsspanne der Aufschwungjahre 2001-2008 darstellt.

Währungsbeziehungen stellen die relativen Bewegungen von Wirtschaftsräumen zueinander dar. Diese Bewegungen lassen sich am besten über den Mechanismus des Realzinses messen. Wirtschaftsräume erscheinen attraktiv, wenn man für Staatsanleihen eine reale – also inflationsbereinigte - Rendite erhält, die deutlich über der Realrendite eines anderen Wirtschaftsraumes angesiedelt ist. Der Spielverderber dieses bisher gut funktionierenden Mechanismus ist die Verschuldungsproblematik in Euroland. Die Angst vor Staatsbankrotten treibt die Anleger aus dem Euro. Dabei ist es egal, ob Portugal oder Spanien hohe Renditen bieten.

Dennoch erscheint ein Blick auf den Zeitraum 1980 bis 1985 hilfreich. Damals wurde die bisher größte Realzinsdifferenz zugunsten der USA registriert. Der Grund war der starke Fall der US-Inflationsrate ab 1980 bei bis 1985 vergleichsweise hohen Nominalzinsen. Der Dollar begann zu boomen, was im Jahr 1985 im Spiegel-Titel „Super-Dollar“ gipfelte. Eine solche Phase wäre auch nach dem Ende des aktuellen Rohstoff-Booms vorstellbar.

Nachfolgend haben wir die Realzins-Differenz zwischen Euroland- und US-Realzins gemeinsam mit dem Verlauf des Euro/Dollar charttechnisch abgetragen. Ein ideales Realzinsumfeld bietet hohe Zinsen bei geringen Inflationsraten.

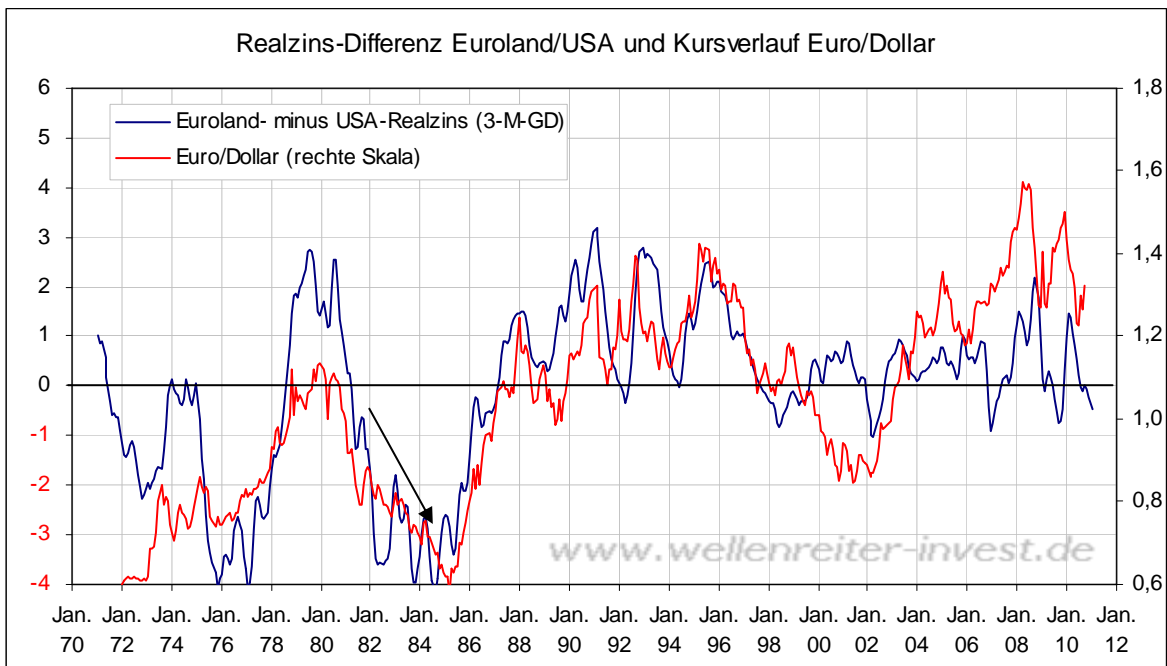


Abb. 4.8: Realzins-Differenz Euroland/USA

Momentan ist die Differenz zwischen Euroland und den USA relativ gering mit einem leichten Vorsprung für die USA. Wie dürfte sich die Realzinsdifferenz zwischen Euroland und den USA entwickeln? Die Seite, die hohe Zinsen bei relativ geringen Inflationsraten und einem insgesamt gesunden wirtschaftlichem Umfeld bietet, verfügt üblicherweise über die stärkere Währung.

Ausgehend von unserem im Bereich Anleihen genannten Phasenmodell liegt in der aktuellen Phase 1 ein positives Umfeld für den US-Dollar vor: Steigende Renditen bei noch stagnierenden Inflationsraten. Sobald die Phase 2 mit stagnierenden Renditen und steigenden Inflationsraten beginnt, müsste der Euro gegenüber dem US-Dollar Stärke zeigen. In der letzten Phase schließlich bestünde ein ideales Umfeld für einen steigenden Dollar.

Fazit: Die aktuell negative Grundstimmung für den Euro sollte sich im Laufe des Frühjahrs in eine positive Bewegung verändern. Mit dem Erreichen des Inflationshochs in den USA sollte der Euro/Dollar eine erneute Abwärtsbewegung beginnen. Wir rechnen damit, dass die wichtige Unterstützung von 1,20 in 2011 nicht nachhaltig unterschritten werden wird.

4.3 Schweizer Franken

Nachdem im Nachgang der Finanzkrise die Staatsschuldenproblematik den Euro negativ beeinflusst, bleibt als Währung des Vertrauens nach dem Wegfall der Deutschen Mark der Schweizer Franken übrig. Die Stärke der Währung ist beeindruckend. Betrachtet man die charttechnische Formation von USD/CHF, so ist eine Phase der Bodenbildung bisher nicht erkennbar. Der Abwärtstrend ist intakt. USD/CHF dürfte solange zur Schwäche neigen, bis die Rohstoffhaussa beendet ist.

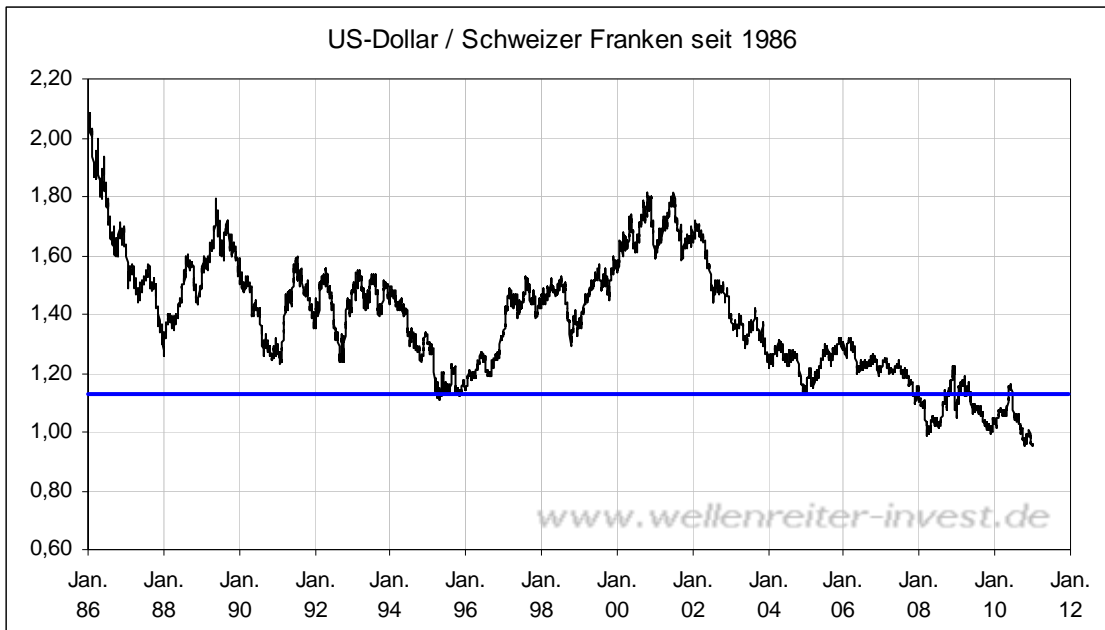


Abb. 4.9: US-Dollar / Franken seit 1986

Der Euro ist gegenüber dem Franken im Jahr 2010 abgestürzt. Anders lässt sich die Bewegung von 1,50 auf 1,25 nicht bezeichnen.

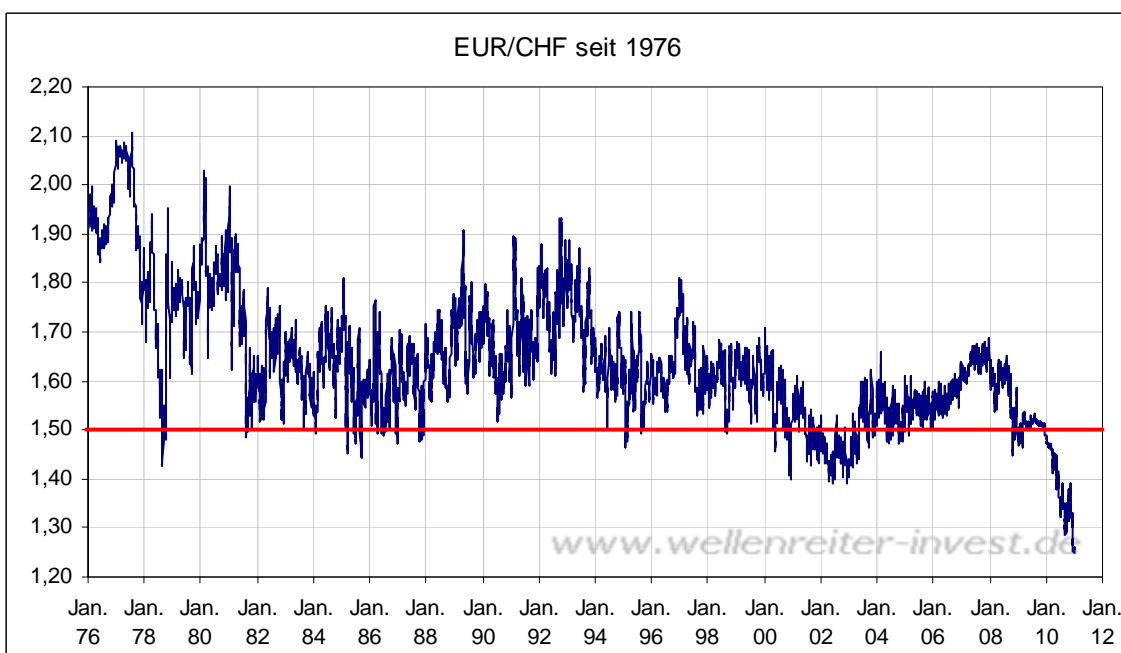


Abb. 4.10: Euro / Franken seit 1976

Aus charttechnischer Sicht ist eine Beschleunigung des Abwärtstrends erkennbar, aber weder eine Bodenbildung noch eine Trendwende. Insofern ist eine Fortsetzung der Abwärtsbewegung in 2011 zu erwarten, die in den 1,10er Bereich führen dürfte. Der Schweizer Franken profitiert von seiner Rolle als sicherer Hafen und ist ein Ausdruck der Angst der Investoren.

4.4. Dollar/Yen

Wie der folgende Chart zeigt, funktioniert das Rezept der Realzins-Differenz auch im Falle des Dollar/Yen.

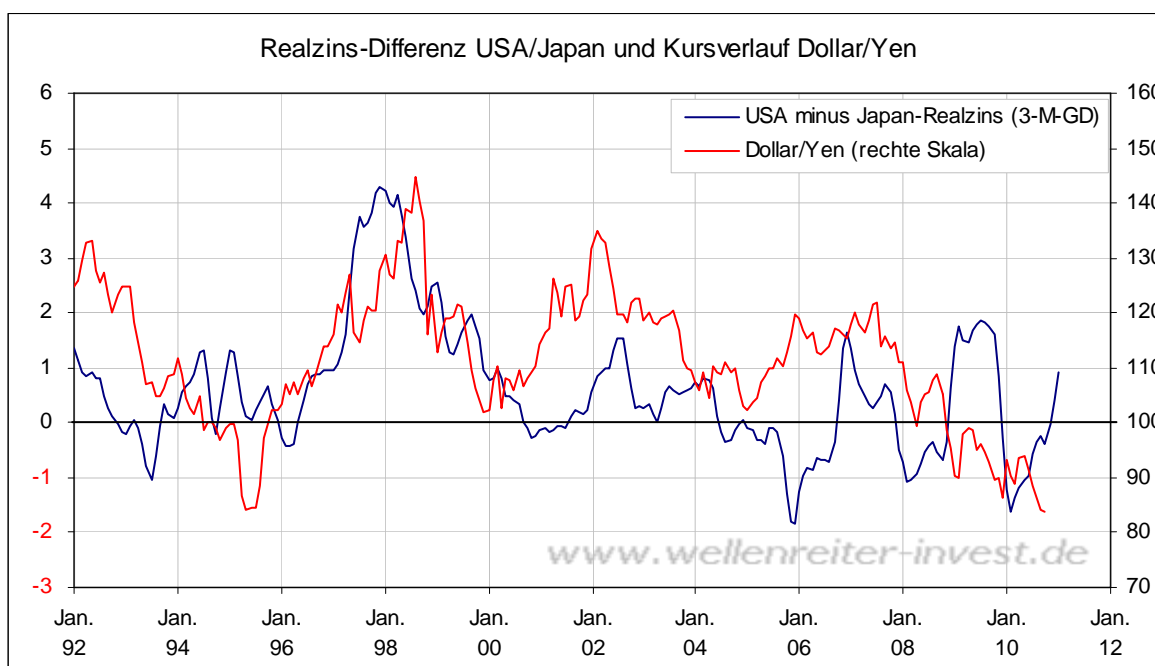


Abb. 4.11: Realzins-Differenz USA/Japan

Die japanische Inflationsrate bewegte sich im Jahr 2010 um den Nullpunkt herum. Die Rendite für 10jährige Anleihen driftete zwischen 0,8 und 1,3 Prozent. Während sich der japanische Realzins kaum veränderte, konnte der US-Realzins zuletzt zulegen. Dies führte zu einem Anstieg der Realzinsdifferenz zugunsten der USA. Sollte jedoch die Inflation in den USA stärker anziehen als die Rendite – wie wir es erwarten, dürfte sich die Realzinsdifferenz zugunsten des Yen entwickeln.

Diese Einschätzung passt zur Schwäche der laufenden Gegenbewegung im Dollar/Yen (nächster Chart). Ein Unterschreiten der 80er-Marke ist in 2011 zu erwarten.

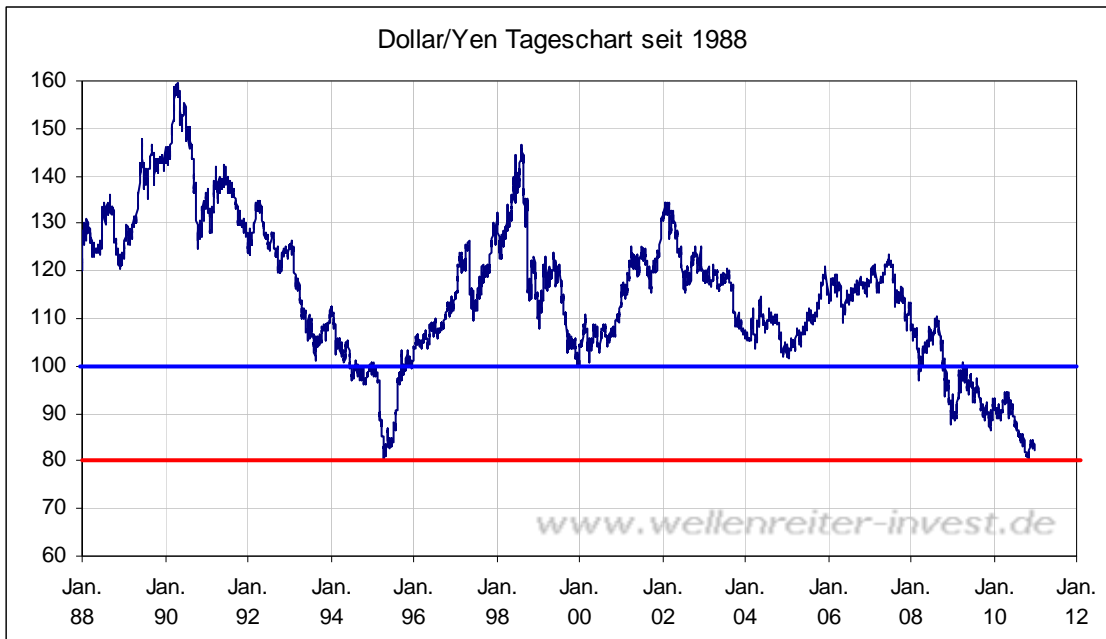


Abb. 4.12: Dollar/Yen

Im vergangenen Jahr hatten wir auf die Gefahr eines Zinsanstiegs in Japan hingewiesen. Dieses Negativ-Szenario ist bisher nicht eingetreten. Normalerweise sind steigende Renditen bei nicht steigenden Inflationsraten positiv für eine Währung. Euroland dient jedoch als Beispiel dafür, dass die Währung im Falle befürchteter Staatsbankrotte leidet. So würde wohl auch der Yen unter Druck geraten, was einen steigenden Dollar/Yen zur Folge hätte. Doch momentan ist ein solches Szenario nicht in unmittelbarer Reichweite: Der Yen neigt zur Stärke.

Fazit: Der Dollar/Yen hat Mühe seine wichtige Unterstützung bei 80 Punkten zu halten. Beginnen die Realzinsen in den USA zu steigen, so dürfte der Dollar/Yen seine Unterstützung verlieren. Wir erwarten aber keinen drastischen Rückgang, sondern lediglich eine Bewegung in den mittleren 70er Bereich.

4.5. Yuan/Dollar

Die Chinesen haben zwischen Juli 2005 und Juli 2008 ihre Währung gegenüber dem US-Dollar um 7 Prozent pro Jahr abgewertet. Dies hat bei der reflationären Phase der Jahre 2005-7 sehr geholfen. Das Einstellen der Währungsaufwertung im Juli 2008 ging bei Erdöl mit einem Preishoch einher, die (Industrie-) Rohstoffe verloren im Rahmen der Finanzkrise überproportional stark. Die Chinesen haben im Juni 2010 wieder begonnen, den Yuan aufzuwerten. Auch wenn nicht genau bestimmt werden kann, wie lange die Aufwertungspolitik nun andauern wird, so sollte sie zumindest ein Jahr bis in den Juni 2011 andauern. Ein Stopp der Aufwertungspolitik dürfte zu einer Korrektur bei den Rohstoffpreisen führen.

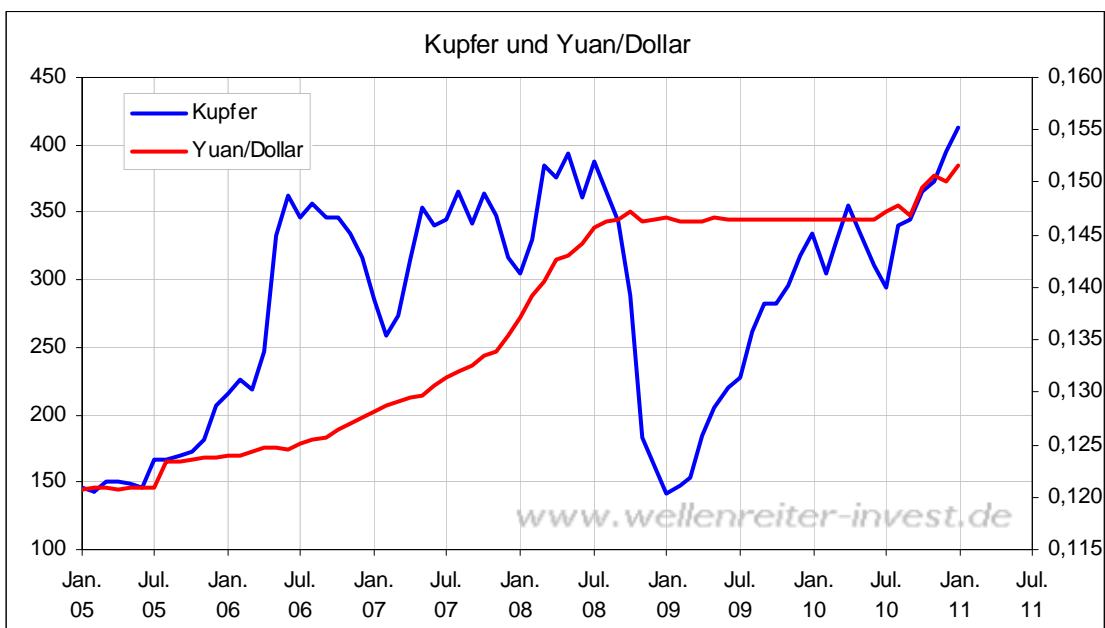


Abb. 4.13: Yuan/Dollar und Kupfer

Die Entwicklung des sehr volatilen Kupferpreises zeigt zwischen 2005 und 2008 an, dass die Gleichung „Steigender Yuan/Dollar = „Steigender Kupferpreis“ nicht so parallel verlaufen ist wie der Anstieg der Erdölpreise und des S&P 500 in den beiden letzten Jahren (siehe Kapitel 5.2). Die Entwicklung des Yuan/US-Dollar unterstützt jedoch den reflationären Kapitalmarktrend.

5. Der Rohstoffmarkt

5.1 Rohstoffmarkt langfristig

Der CRB-Rohstoff-Index (CI) hat sich nach seinem Einbruch im Herbst 2008 V-förmig erholt. Insofern stellt sich die Frage, ob sich der Anstieg im kommenden Jahr nahtlos fortsetzen wird, ob sich durch einen temporären Rücksetzer eine Tasse-Henkel-Formation ausbildet oder ob sich ein Doppelhoch als Abschluss einer Hausse ergibt.

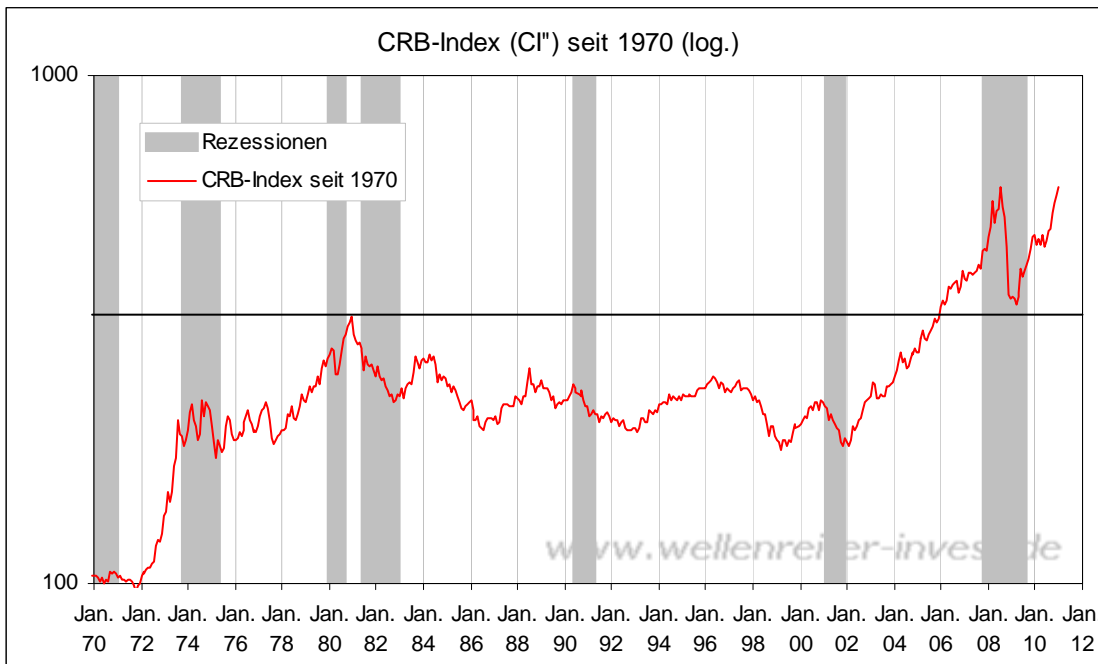


Abb. 5.1: CRB-Rohstoff-Index

Wir verwenden für die charttechnische Analyse bevorzugt den alten CRB-Index, da die Indexgewichtung der einzelnen Rohstoffe gleichmäßiger verteilt ist als im neuen CRB-Index. Die Gewichtung von Edel- und Industriemetallen fließt mit etwa 30% in den Index ein. Öl, Erdgas und Heizöl tragen knapp 20% bei. Die „Softs“ wie Kakao, Kaffee oder Zucker (Anteil 23%), Getreide (18%) sowie Lebendrind und Magerschwein (12%) bilden die weiteren Komponenten. Der Index teilt sich etwa hälftig in Bodenschätze und nachwachsende Rohstoffe auf.

Ein Blick auf den folgenden Chart zeigt einen wesentlichen Unterschied zwischen der 1970er Hausse und der aktuellen Hausse auf. In den 1970er Jahren zeigten die nachwachsenden Rohstoffe gegenüber den Bodenschätzen durchgängig relative Schwäche (roter Pfeil folgender Chart).

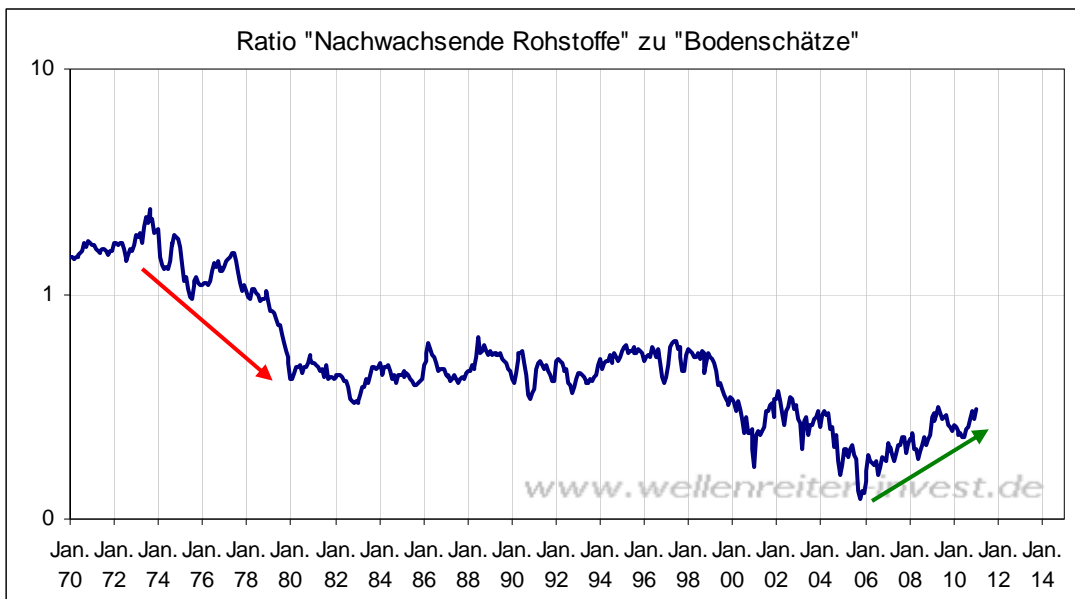


Abb. 5.2: Ratio Nachwachsende Rohstoffe zu Bodenschätze (langfristig)

In der aktuellen Hausse erleben wir eine Zweiteilung. Zunächst zeigten die Bodenschätze relative Stärke. Seit Ende des Jahres 2005 haben die nachwachsenden Rohstoffe einen Lauf (grüner Pfeil obiger Chart). Dieser Trend könnte sich in den kommenden Jahren verstärken, wenn man die charttechnische Variante einer Tasse-Henkel-Formation in Betracht zieht (folgender Chart). Die rote Linie wäre die Nackenlinie. Zunächst bleibt festzuhalten, dass die Ratio der „nachwachsenden Rohstoffe“ zum Jahresende 2010 einen deutlichen Widerstandsbereich erreicht hat, der den Trend zumindest temporär stoppen sollte.

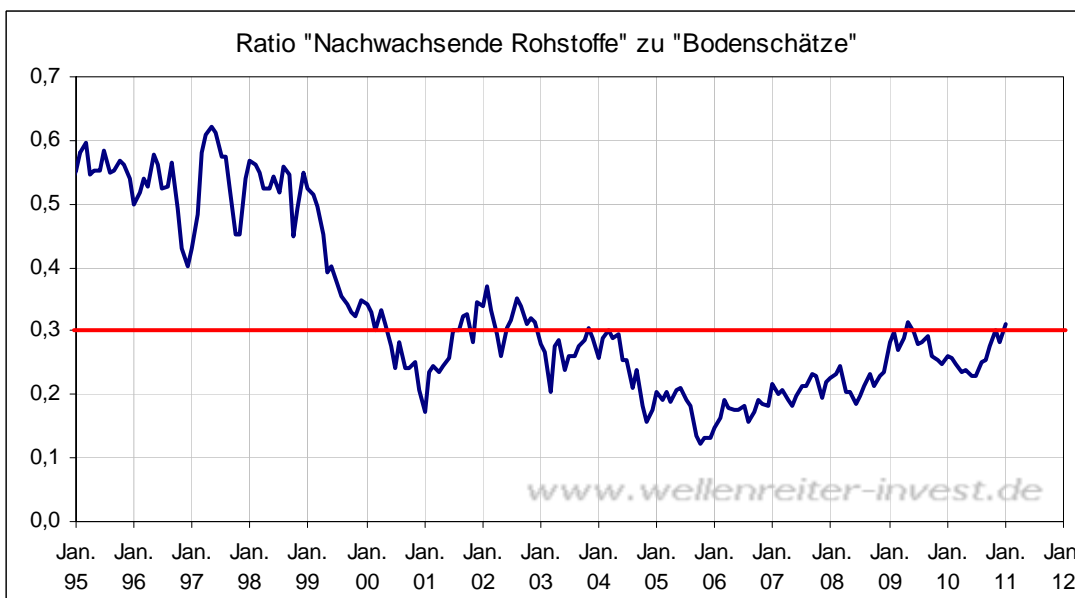


Abb. 5.3: Ratio Nachwachsende Rohstoffe zu Bodenschätze (mittelfristig)

Nachfolgend wollen wir einzelne Sektoren im Rohstoffbereich genauer unter die charttechnische Lupe nehmen.

5.2. Erdöl

Die langfristige Preisbewegung in Erdöl lässt sich aus unterschiedlichen Blickwinkeln betrachten. Wichtig ist – auch wenn sie aktuell kaum relevant erscheint – die 40-Dollar-Marke. Diese wurde im Jahr 2008 zuletzt getestet.

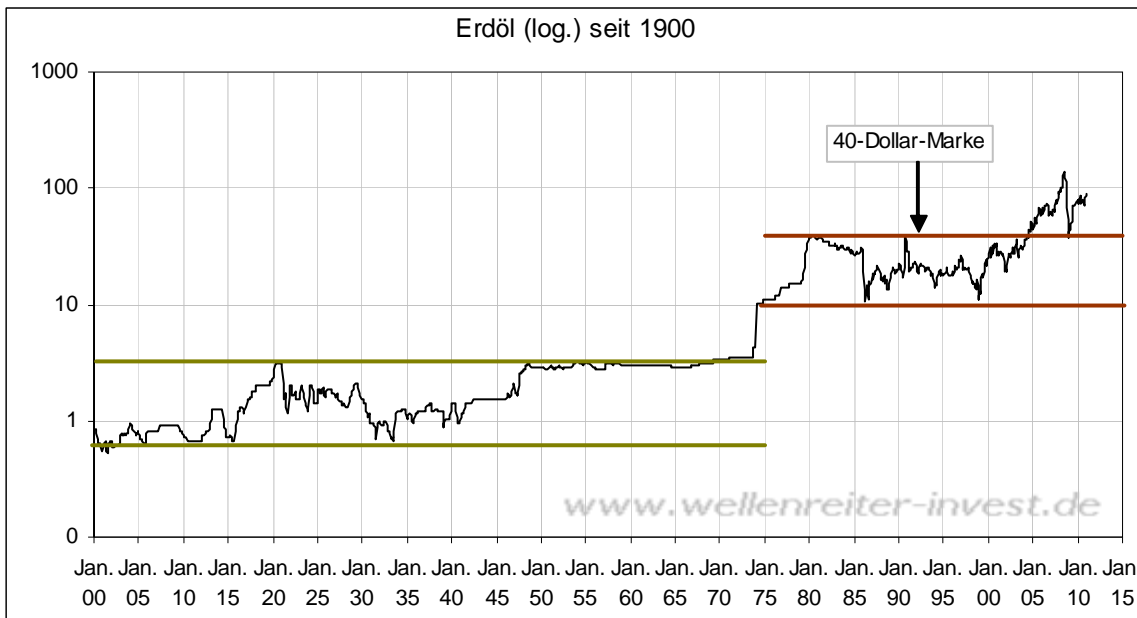


Abb. 5.4: Ölpreis-Stufen seit 1900

Wir gehen davon aus, dass der Ausbruch über die 40-Dollar-Marke von Dauer ist, da der Erdölpreis nach dem Ausbruch aus einer über einige Jahrzehnte gültigen Handelsspanne nicht wieder in jene zurückfiel. Der Ölpreis bewegt sich seit mehr als 120 Jahren in einem Aufwärtstrend-Kanal, dessen oberes Ende zuletzt im Sommer 2008 erreicht wurde (siehe Pfeil folgender Chart).

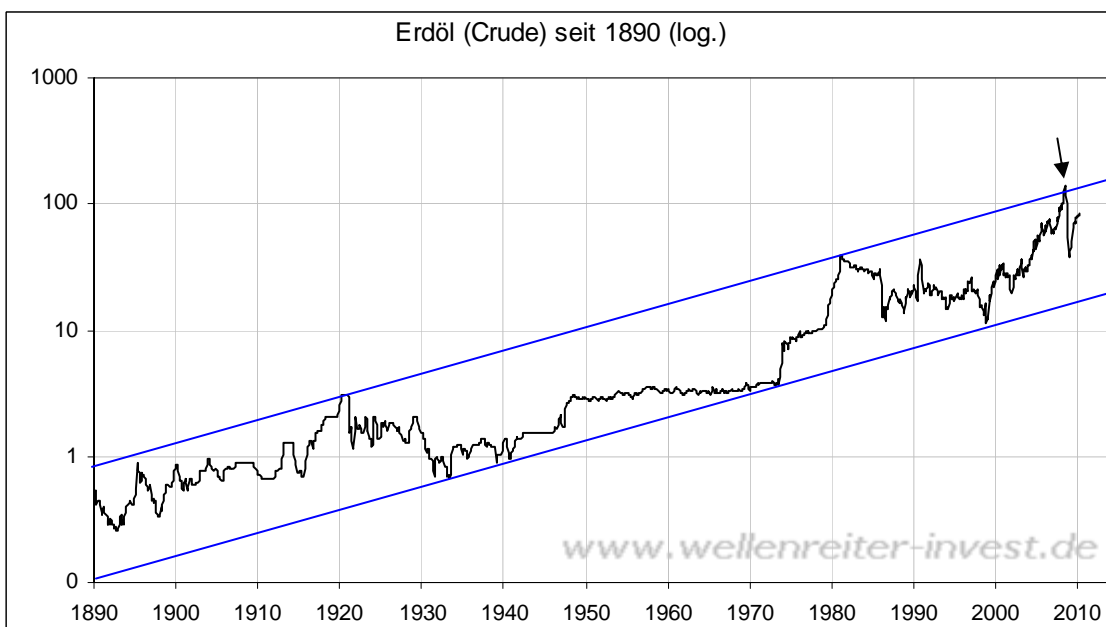


Abb. 5.5: Erdöl seit 1890

Unter zyklischen Gesichtspunkten lassen sich Hochpunkte in Abständen von etwa 30 Jahren einzeichnen. Gemäß dem 60-Jahres-Zyklus müsste das Jahr 2008 einen wichtigen, für mehrere Jahre gültigen Hochpunkt angezeigt haben.

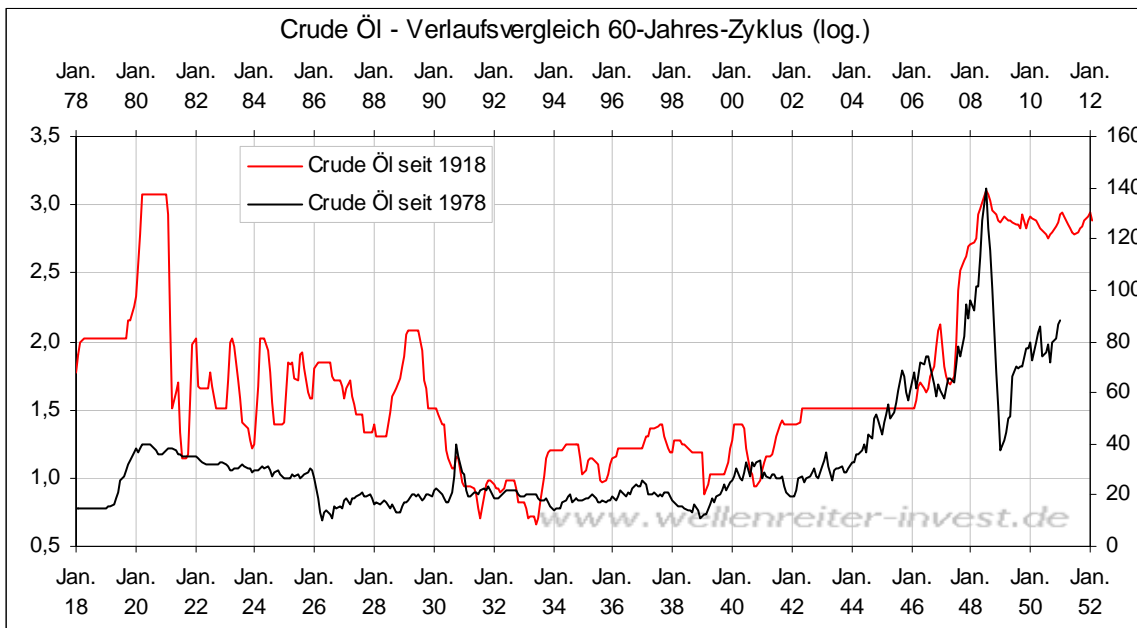


Abb. 5.6: Erdöl 60-Jahres-Zyklus

Unterstützt wird diese Annahme durch die derzeitige außergewöhnlich hohe Spekulation im Ölpreis (folgender Chart).

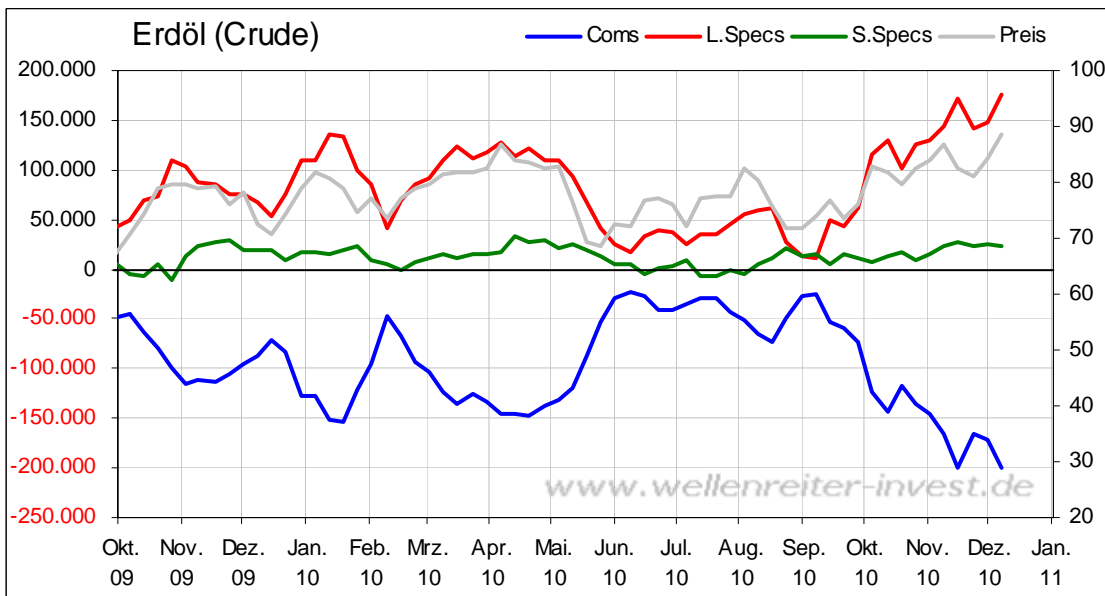


Abb. 5.7: Positionierung der Commercials

In der Vergangenheit führten derartige Positionierungen zu fallenden Preisen.

Saisonal beginnt die positive Phase des Ölpreises im Februar und hält bis in den August/September an.

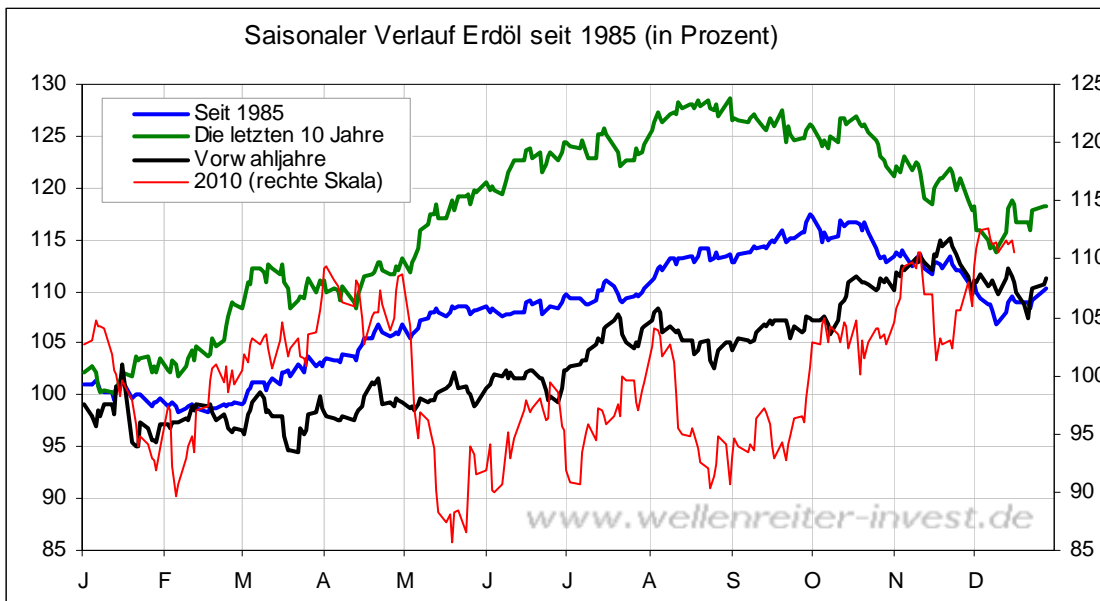


Abb. 5.8: Saisonaler Verlauf Erdöl in Vorwahljahren

Bemerkenswert ist in den beiden letzten Jahren, dass der saisonale Zyklus kaum Einfluss auf die Preisentwicklung von Erdöl besaß. Diese Verhaltensänderung könnte eine Folge der im Jahr 2008 begonnenen Nullzinspolitik der FED sein. Dies deshalb, weil der Erdölpreis seit dem Lehman-Crash als Konjunkturindikator angesehen wird und sich deshalb weitgehend im Gleichlauf mit dem US-Aktienmarkt befindet.

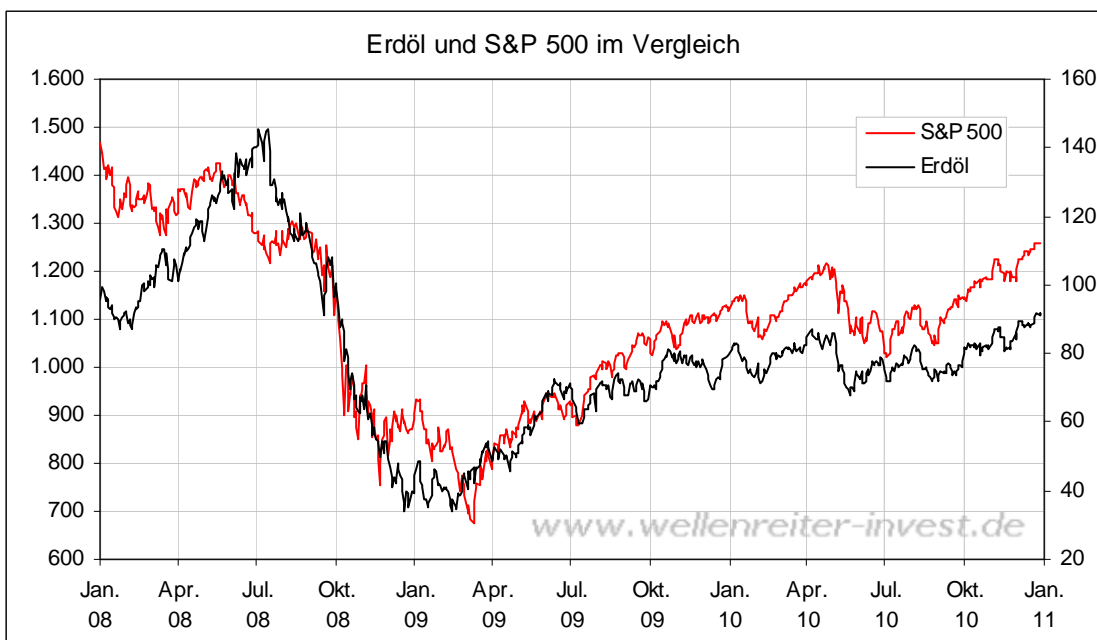


Abb. 5.9: Erdöl und S&P 500 im Vergleich

Koppelte sich der Erdölpreis in der ersten Jahreshälfte 2008 noch von der abschwächenden Wirtschaft ab, so ist die Korrelation zwischen Erdölpreis und Aktienmarkt in 2009 und 2010 positiv. Wir nehmen an, dass diese positive Korrelation wie in der Vergangenheit üblich abflauen wird, gehen aber zunächst von einer Fortsetzung der Korrelation in 2011 aus.

Fazit: Die Spekulation im Ölpreis sowie die Vollendung des 30-Jahres-Zyklus im Jahr 2008 dürfte dem Ölpreis wenig Luft nach oben lassen. Wir rechnen für 2011 mit einer Handelsspanne im Ölpreis zwischen 75 und 100 US-Dollar (mit den besten Preisen im zweiten oder dritten Quartal).

5.3 Kupfer

Kupfer gilt zu Recht als einer der besten Inflationsindikatoren. Der Kupferpreis konnte Ende 2010 ein neues Allzeithoch erreichen. Die obere Begrenzung des langjährigen Trendkanals wurde bisher nicht überwunden (folgender Chart).

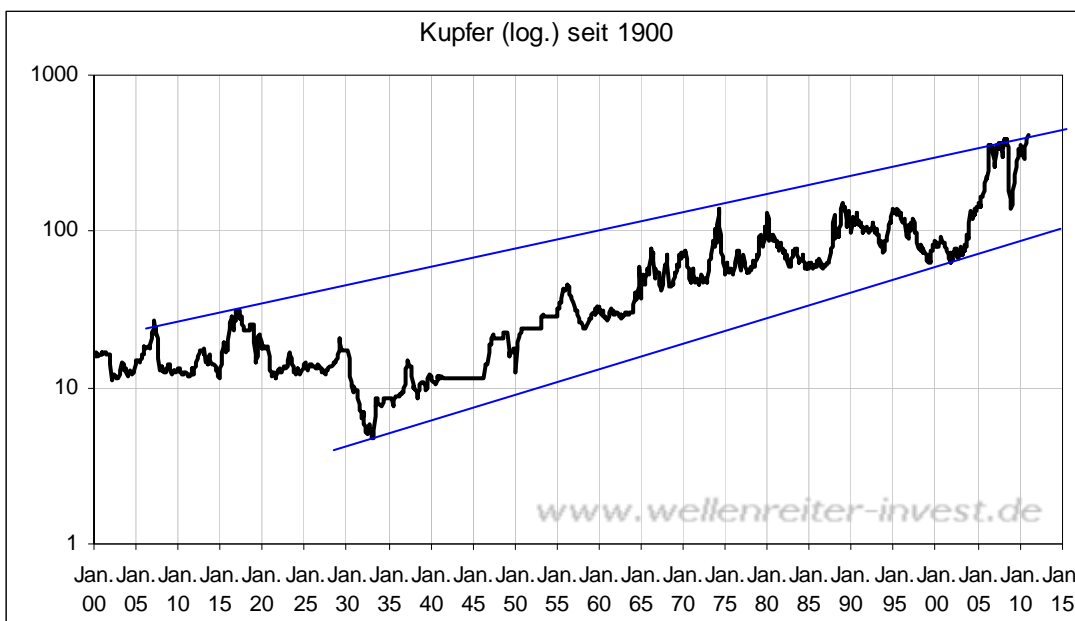


Abb. 5.10: Kupfer seit 1900

Auch bei Erdöl erwies sich die langfristige Trendgerade als Widerstand, der lediglich für eine sehr kurze Zeitphase überquert werden konnte. Wir nehmen an, dass der Preisanstieg in Kupfer erneut an dieser Marke scheitern wird. Interessant ist der Verlaufsvergleich zwischen Kupfer und der US-Inflationsrate. Zuletzt hat die offizielle Inflationsrate nicht auf den Kupferpreisanstieg reagiert. Wahrscheinlich erfolgt eine zeitverzögerte Reaktion.

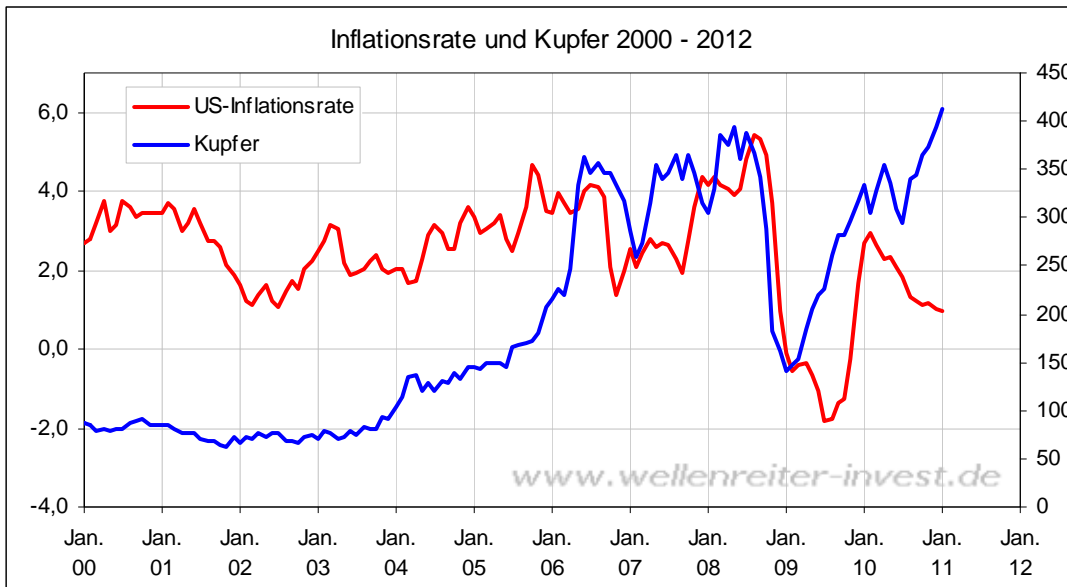


Abb. 5.11: US-Inflationsrate und Kupfer 2000 - 2012

Gemäß dem 30-Jahres-Zyklus liegt für Kupfer eine Seitwärtsphase voraus. Ein Hochpunkt müsste in zeitlicher Nähe erfolgen.

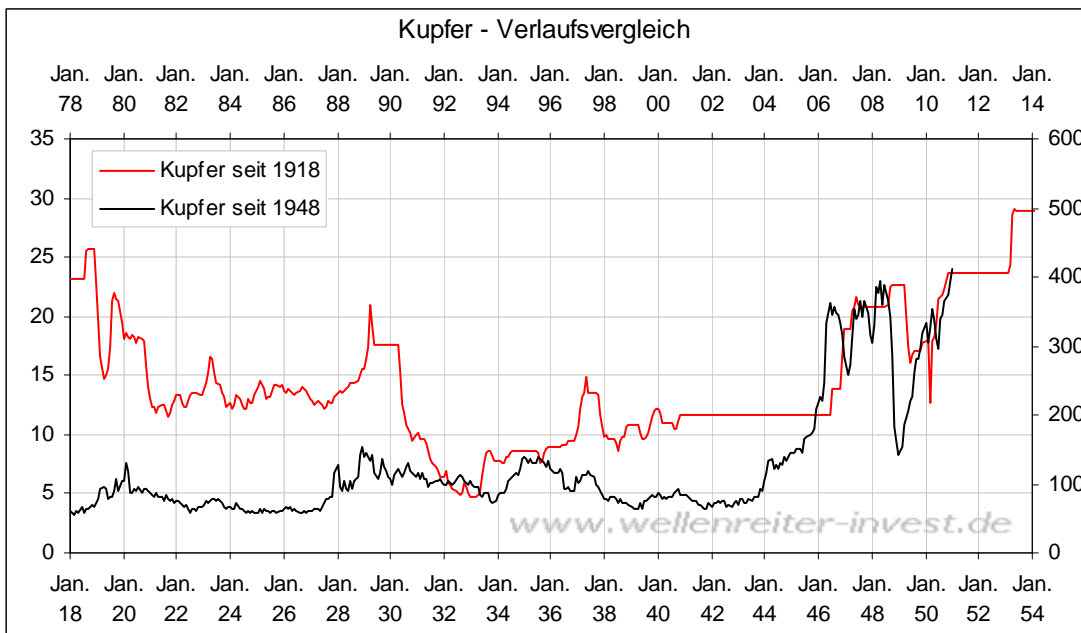


Abb. 5.12: Kupfer Verlaufvergleich 30-Jahres-Zyklus

Ein Positivfaktor für die kurzfristige Preisentwicklung bei Kupfer ist die Auflage von ETCs (Exchange Traded Commodities), die von mehreren Banken geplant sind. Durch die Auflage solcher Anlagevehikel wird spekulatives Kapital in Kupfer investiert, was kurzfristig die Nachfrage nach oben treibt.

Fazit: Kann der Kupferpreis seine langfristige obere Trendkanal-Linie überwinden? Wir nehmen an, dass sich diese Hürde als wichtiger Widerstand erweisen wird. Sollte die Überwindung wider Erwarten in 2011 gelingen, so dürften sich die Inflationsraten stärker beschleunigen, als wir es momentan annehmen.

5.4. Gold

Weltweit wurden bisher 165.000 Tonnen Gold gefördert. Die Jahresproduktion beträgt ca. 2.300 Tonnen mit abnehmender Tendenz. 2.000 Tonnen Gold befinden sich - physisch hinterlegt - in Exchange Traded Funds (ETFs), davon 1.300 Tonnen Gold im SPDR - Gold-ETF (folgender Chart).

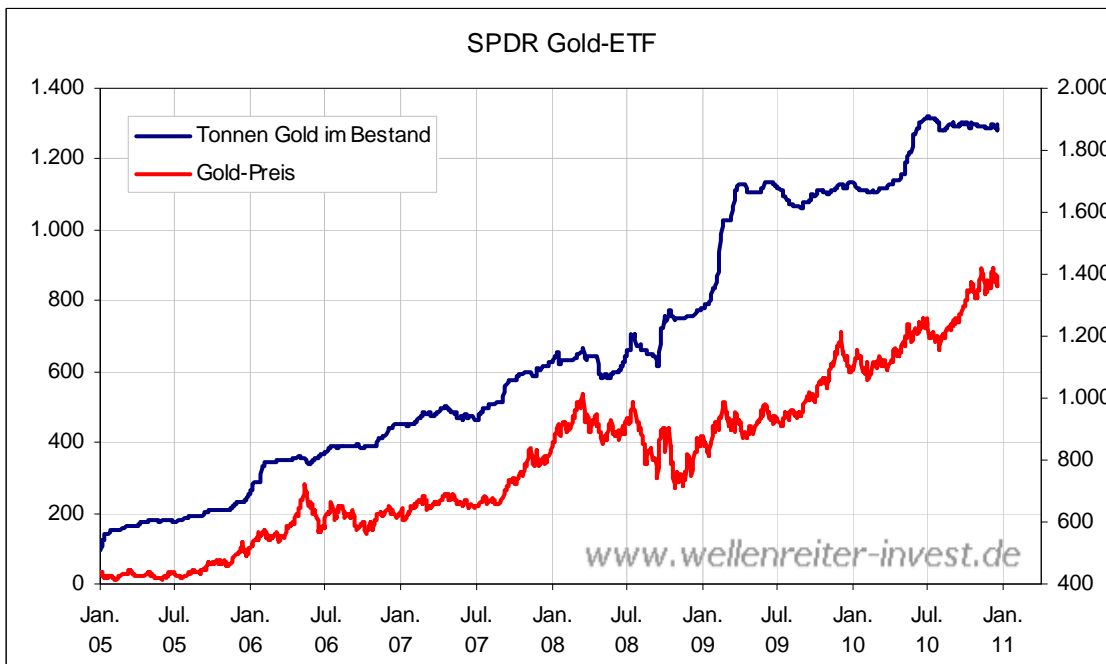


Abb. 5.13: SPDR-Gold-ETF

Zuletzt fanden keine weiteren Mittelzuflüsse statt, was dazu führt, dass sich die Aufwärtsbewegung verlangsamt hat. Der Chart zeigt, dass der Goldpreis steigt, sobald der Bestand in Tonnen zunimmt. Der größte Einzelbestandshalter dieses ETFs ist John Paulson mit einem Fonds-Anteil von 7,4% im Wert von etwa 4 Milliarden US-Dollar.

Der Goldpreis in US-Dollar befindet sich in einem Aufwärtstrend.

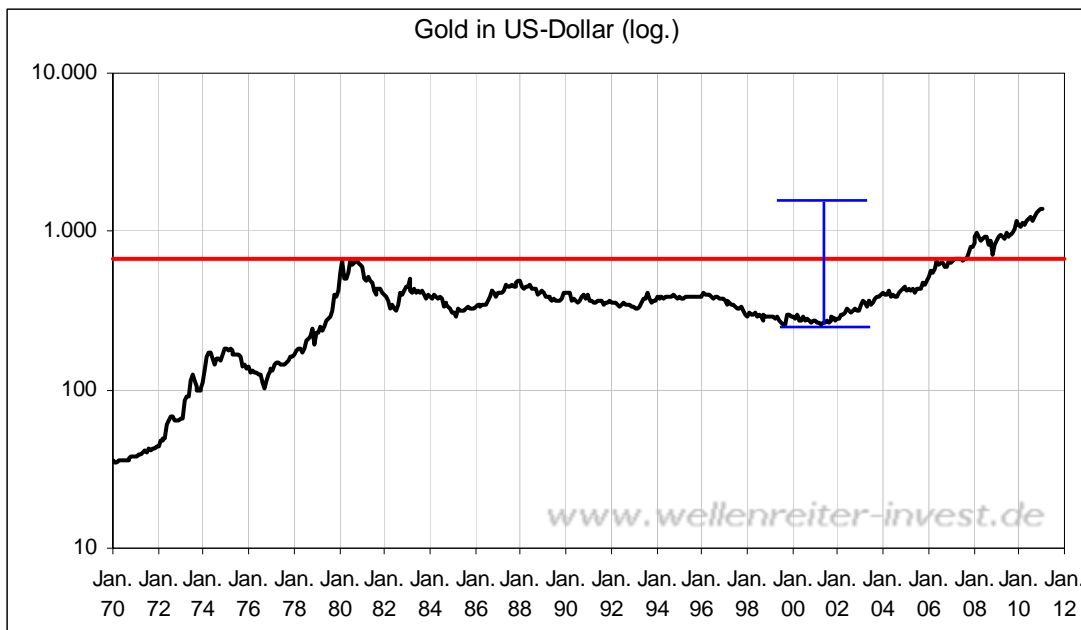


Abb. 5.14: Gold seit 1970

Die Differenz zwischen dem Hoch von 1980 (850 Dollar) und dem Tief von 2001 (250 Dollar) beträgt 600 Dollar. Addiert man die 600 Dollar zu den 850 Dollar hinzu, so erhält man ein Ziel von 1.450 Dollar (blaue Konstruktion). Dies (Zwischen-)Ziel wurde praktisch erreicht.

Gold in Euro hatte aus einer im Jahr 2009 gebildeten Tasse/Henkel-Formation heraus ein Ziel von knapp über 1.000 Euro. Dieses Ziel wurde leicht übertroffen.

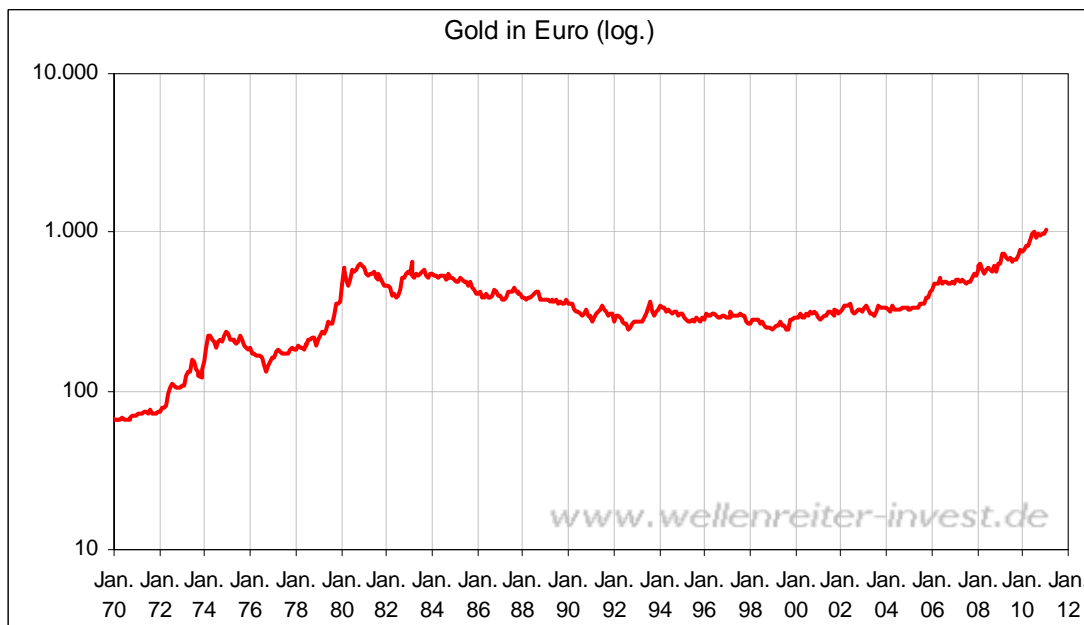


Abb. 5.15: Gold in Euro seit 1970

Hingegen hat Gold in Yen noch immer kein neues Allzeithoch produzieren können. Dieses wäre erst bei 165.000 Yen erreicht (obere blaue Linie folgender Chart).

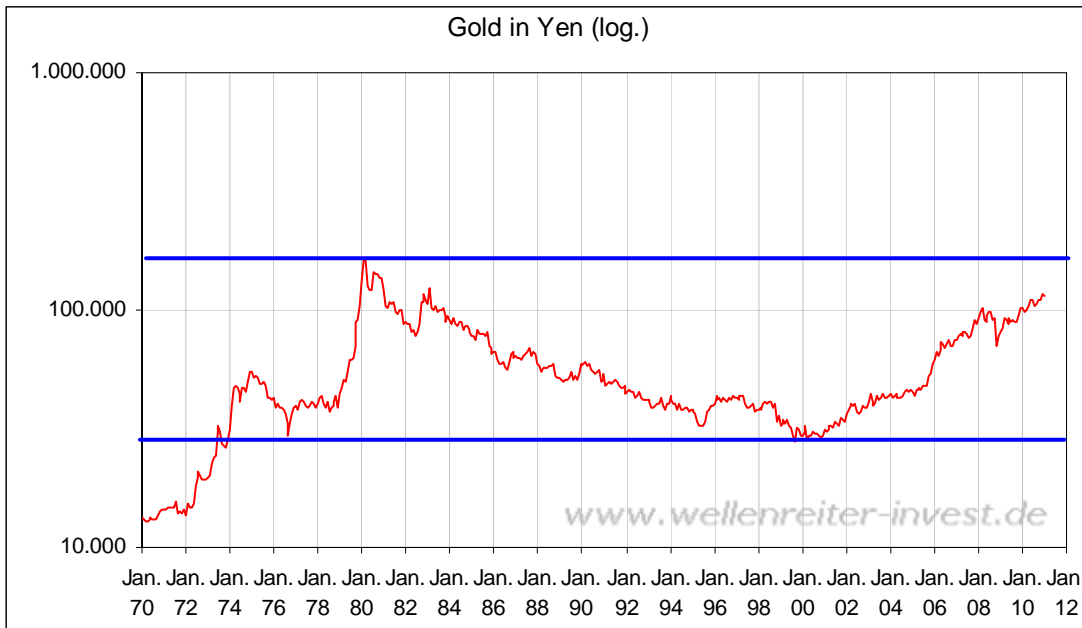


Abb. 5.16: Gold in Yen seit 1970

Das Aufwärtspotential beträgt von Gold in Yen beträgt 45 Prozent. Wir betonen, dass der Aufwärtstrend für Gold in allen Währungen weiterhin intakt ist und das Erreichen von (Zwischen-) Zielen keinen Grund darstellt, eine mehrjährige Abwärtsbewegung zu erwarten. Zwischenzeitliche Pausen gehören jedoch zu einem Trend dazu.

Gegenüber dem S&P 500 befindet sich der Goldpreis seit anderthalb Jahren in einer Konsolidierungsphase. Gold ist demnach im Aufschwung seit März 2009 gegenüber dem S&P 500 kein Outperformer mehr, eine Umkehrformation des Trends der letzten 10 Jahre existiert nicht.

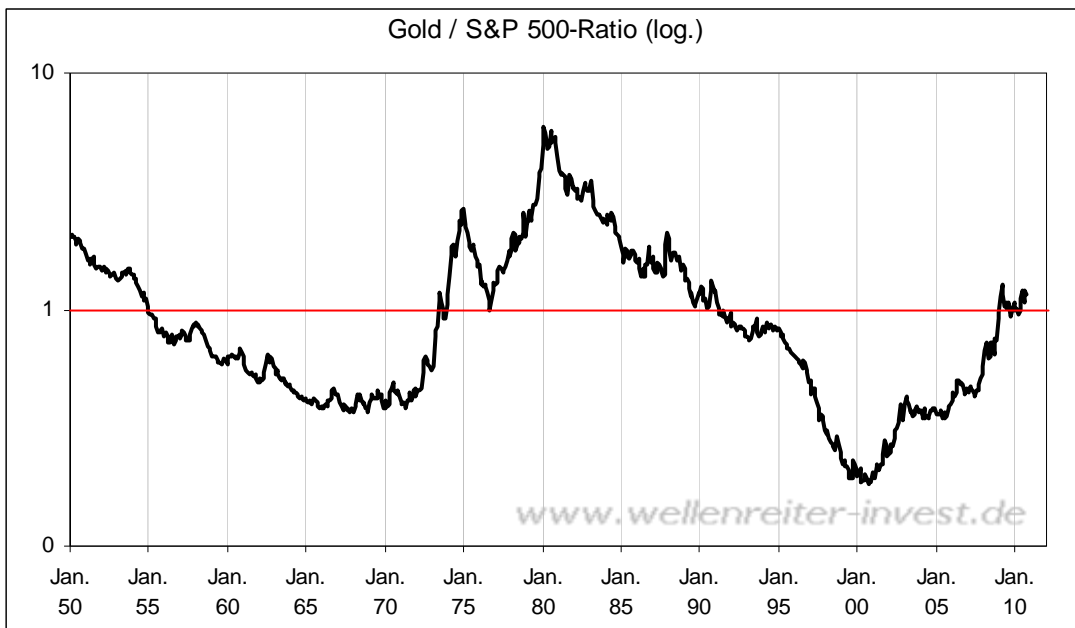


Abb. 5.17: Gold/S&P 500 Ratio

Seit den 1970er Jahren korreliert der Verlauf des Euro/Dollar positiv mit dem Verlauf des Goldpreises. Seit dem Jahr 2010 gilt dies nicht mehr. Die Euro-Krise führte zu einer teilweisen Entkoppelung, die auch weiterhin anhält.

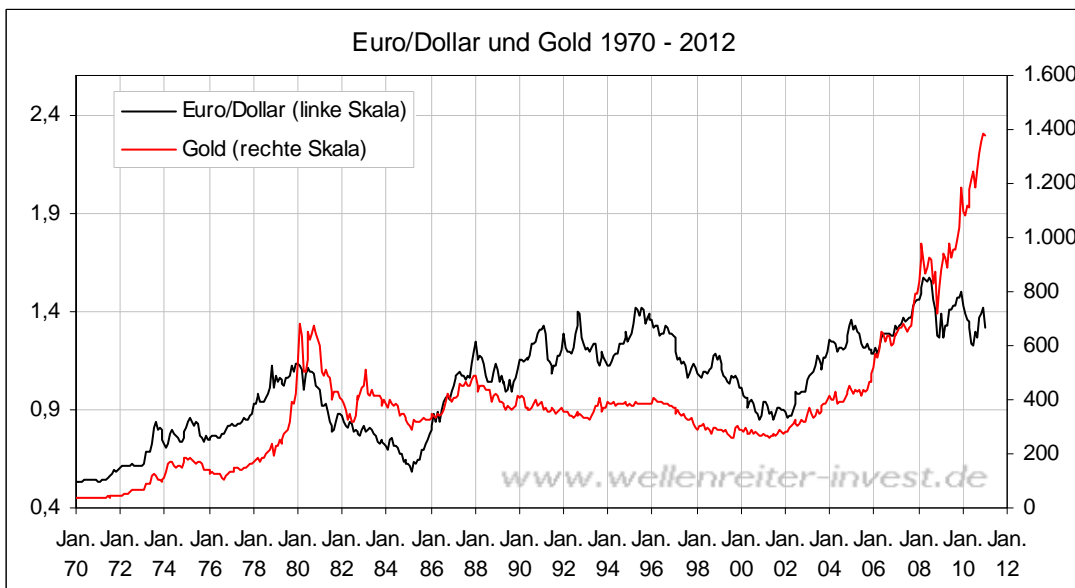


Abb. 5.18: Goldpreis und Euro/Dollar

Bei einer anhaltenden Schwäche des Euro/US-Dollars ist mit einer Belastung für den Goldpreis in US-Dollar zu rechnen.

Der Goldpreis hat als „sicherer Hafen“ im Sturm 2008 weniger eingebüsst als die anderen Rohstoffe und gibt einen Teil der damals erzielten Outperformance wieder ab, da sich die Industriemetalle im Aufschwung besser entwickeln.

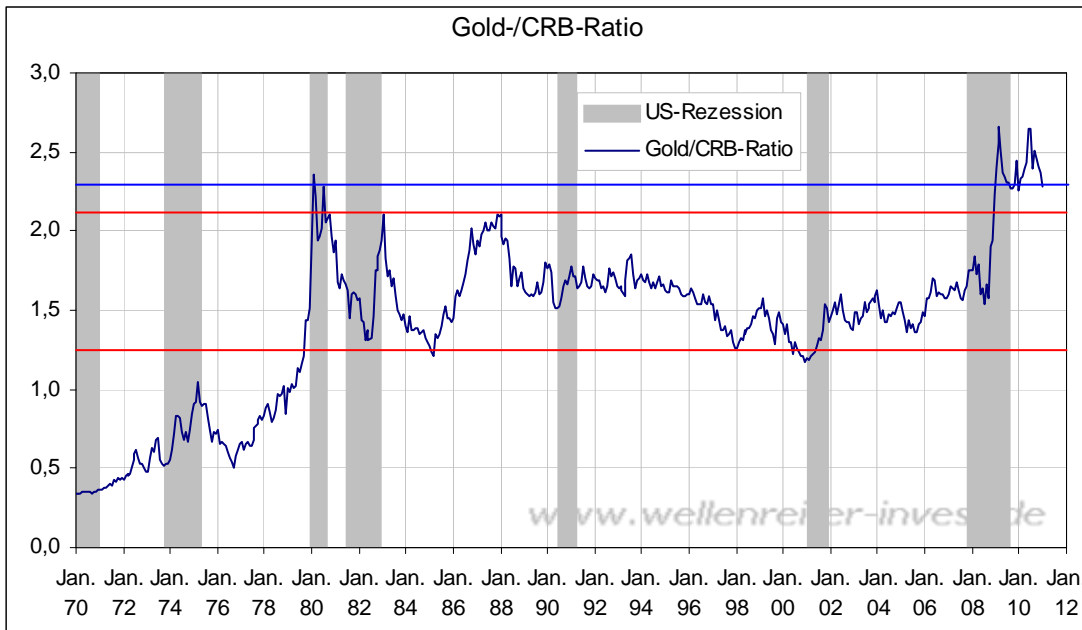


Abb. 5.19: Gold/CRB-Ratio

Man kann in der Ratio ein bearishes Doppelhoch vermuten oder einen Pullback auf die Linie des Jahres 1980/81. Im letztgenannten Fall würde der Goldpreis nach einer Konsolidierungsbewegung eine erneute Outperformance des CRB-Index beginnen. Genau diese Entwicklung erwarten wir.

Die Ratio des XAU Gold-Index zum Goldpreis befindet sich übergeordnet im Aufwärtstrend, zeigt aber zuletzt nur eine relativ geringe relative Stärke gegenüber dem S&P 500. Dies deutet auch daraufhin, dass die Inflationserwartungen der Investoren in den letzten Monaten keinen extremen Anstieg verzeichnet haben, dies war im zweiten Halbjahr 2007 bis in den Frühjahr 2008 auch aufgrund des Erdölpreisanstiegs anders.

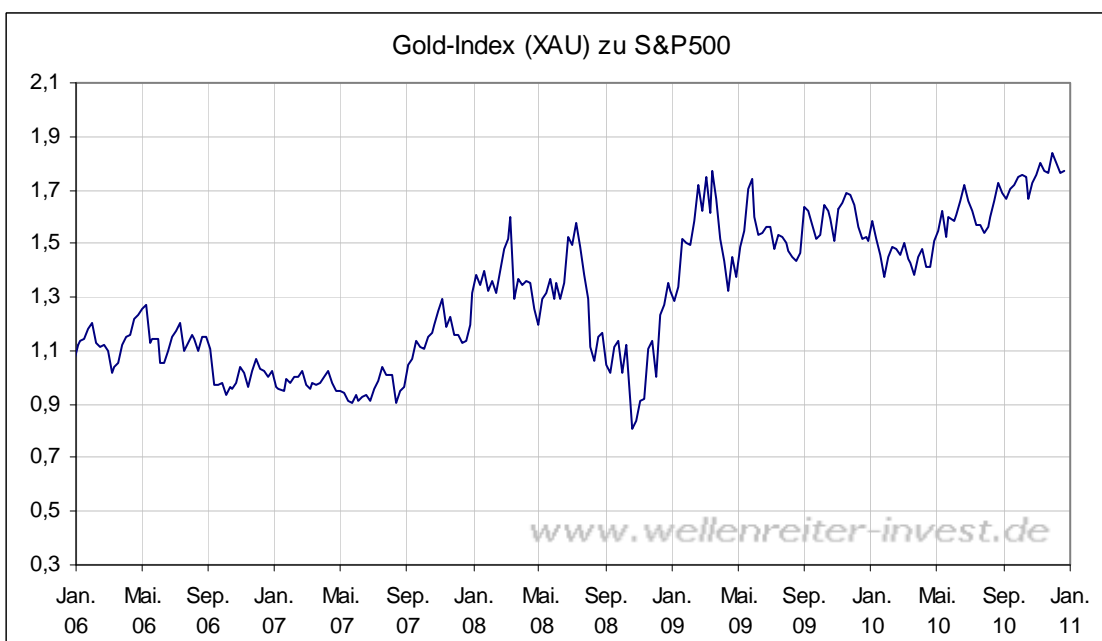


Abb. 5.20: XAU zum S&P 500

Der steigende Realzins in den beiden letzten Monaten hat die Aufwärtsdynamik des Goldpreises gestoppt, aber den Trend nicht gedreht.

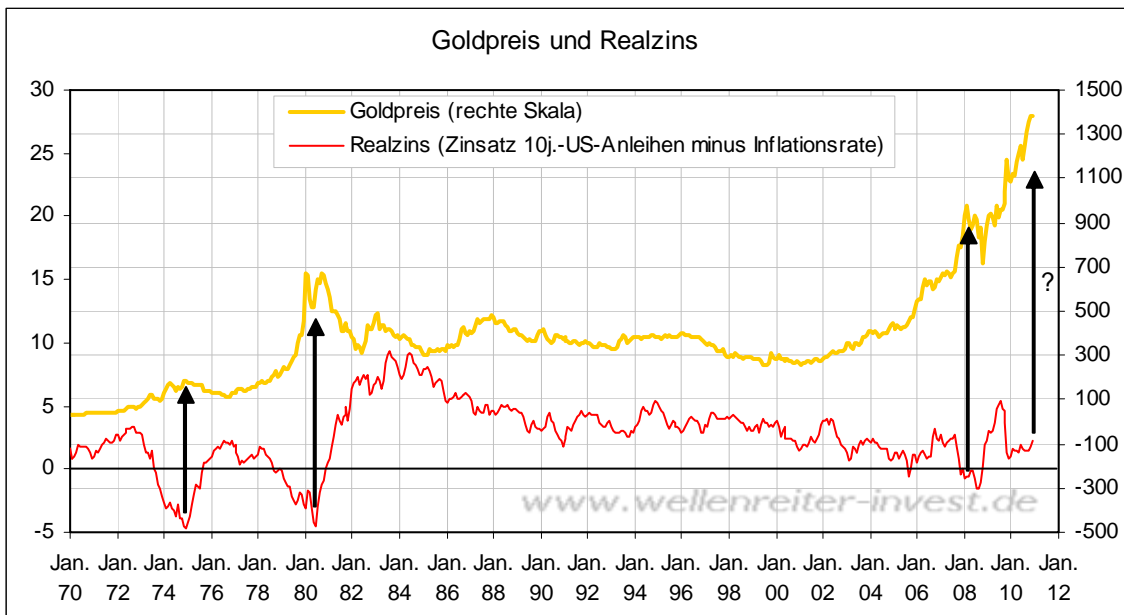


Abb. 5.21: Goldpreis und Realzins langfristig

Jedoch erwarten wir gemäß des Phasenmusters bei Anleihen in Kürze wieder einen Rückgang beim Realzins, sodass der Goldpreis gut unterstützt sein sollte und sich lediglich in einer korrektiven Phase befinden sollte.

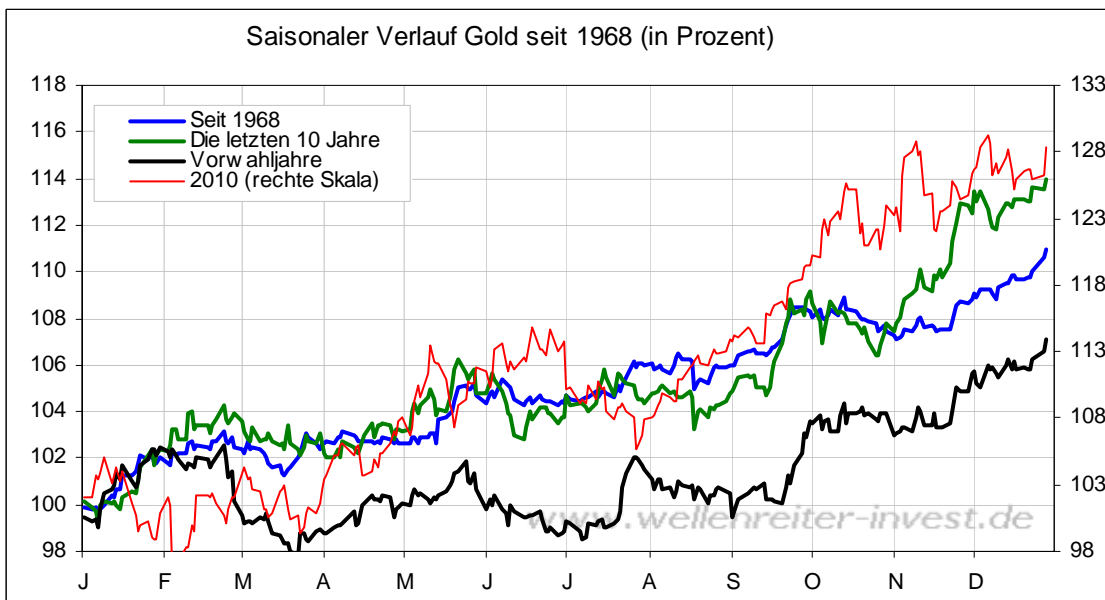


Abb. 5.22: saisonaler Verlauf Gold

Das saisonale Verlaufsmuster weist auf einen steigenden Goldpreis insbesondere im vierten Quartal hin.

Fazit: Der Aufwärtstrend im Goldpreis ist intakt. Ein Ende der übergeordneten Hausse ist nicht erkennbar. Die Entwicklung der Realzinsen in den letzten Wochen führte zu einer Stagnation im Goldpreis. Wichtige Ziele im Goldpreis in Dollar sowie in Euro wurden erreicht. Auch die Goldminen gehen den Anstieg momentan nicht mit. Nach einer Verschnaufpause und wieder fallenden Realzinsen dürfte sich der Aufwärtstrend fortsetzen.

5.5. Silber

Das Hoch aus dem Jahr 1980 im Silberpreis befindet sich bei 50 US-Dollar. Silber müsste um 70 Prozent steigen, um dieses Ziel zu erreichen. Da sich der Silberpreis seit dem Jahr 2001 um mehr als 600 Prozent erhöht hat, wäre eine solche Bewegung kaum als außergewöhnlich zu bezeichnen.

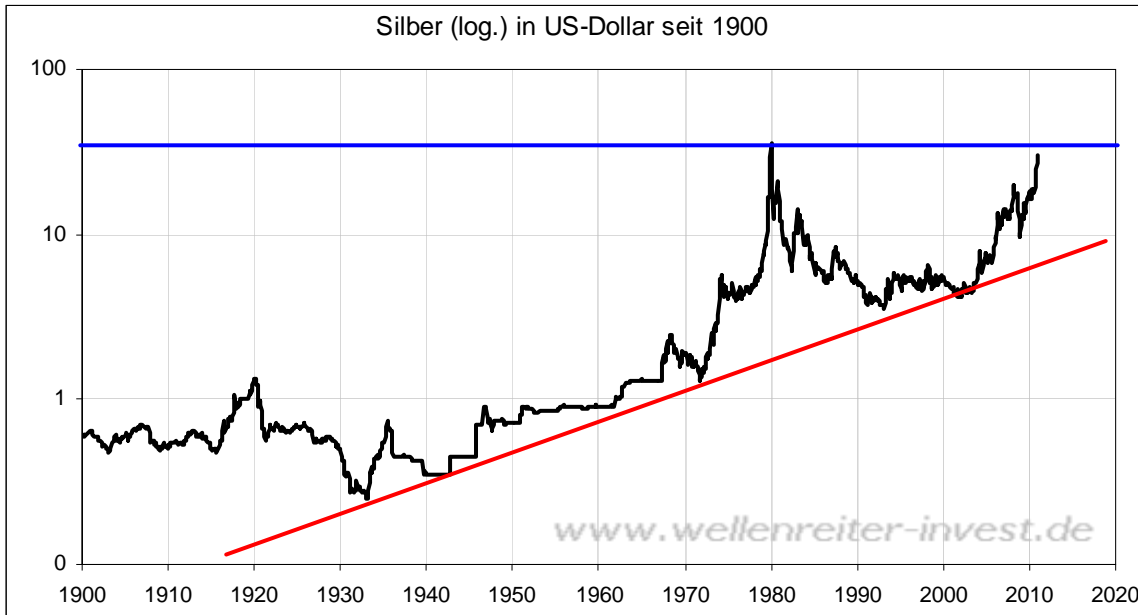


Abb. 5.23: Silber seit 1900

Die Silber/Gold-Ratio bewegt sich seit vielen Jahren in einer Handelsspanne. Aktuell befindet sie sich nahe an ihrem oberen Ende.



Abb. 5.24: Silber/Gold Ratio

In wirtschaftlichen Aufwärtsphasen (z.B. direkt nach dem Ende von Rezessionen) steigt der Silberpreis gegenüber dem Goldpreis üblicherweise. Aktuell befindet sich die Ratio in der Nähe der oberen Handelsspannenbegrenzung. Die Ratio dürfte hier nochmals abprallen. Dies würde im Laufe von 2011 relative Stärke des Goldpreises gegenüber dem Silberpreis bedeuten.

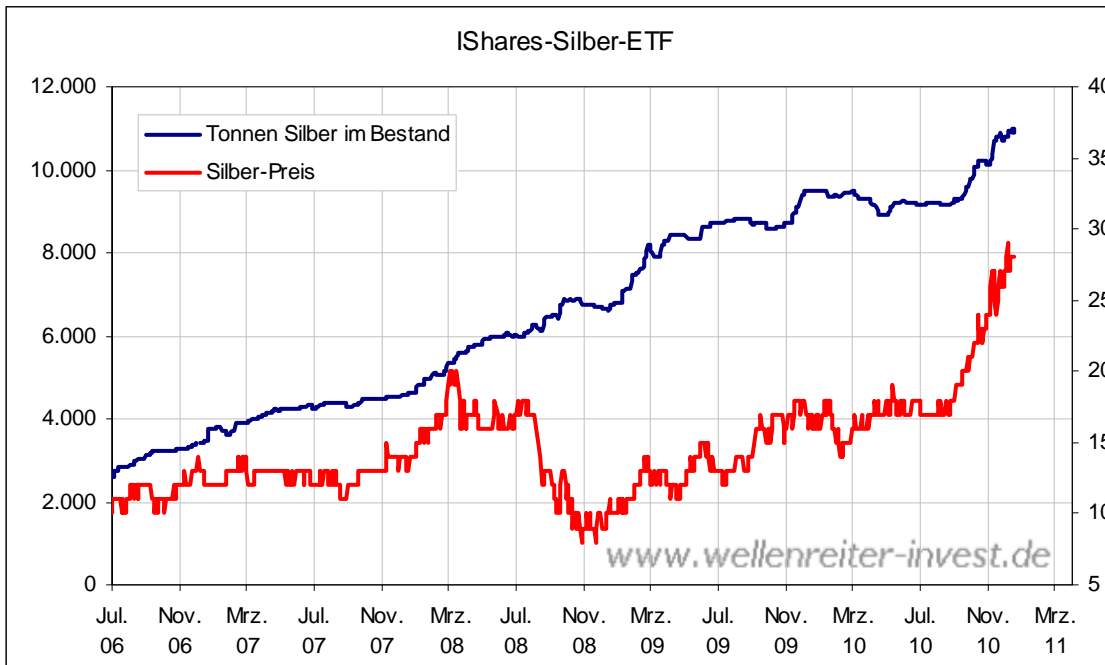


Abb. 5.25: iShares-Silber-ETF

Der Trend des Kapitalzuflusses in Silber-ETFs erscheint intakt. Nach den starken Zuflüssen in den letzten drei Monaten dürfte eine Konsolidierung im Anlegerverhalten erfolgen.

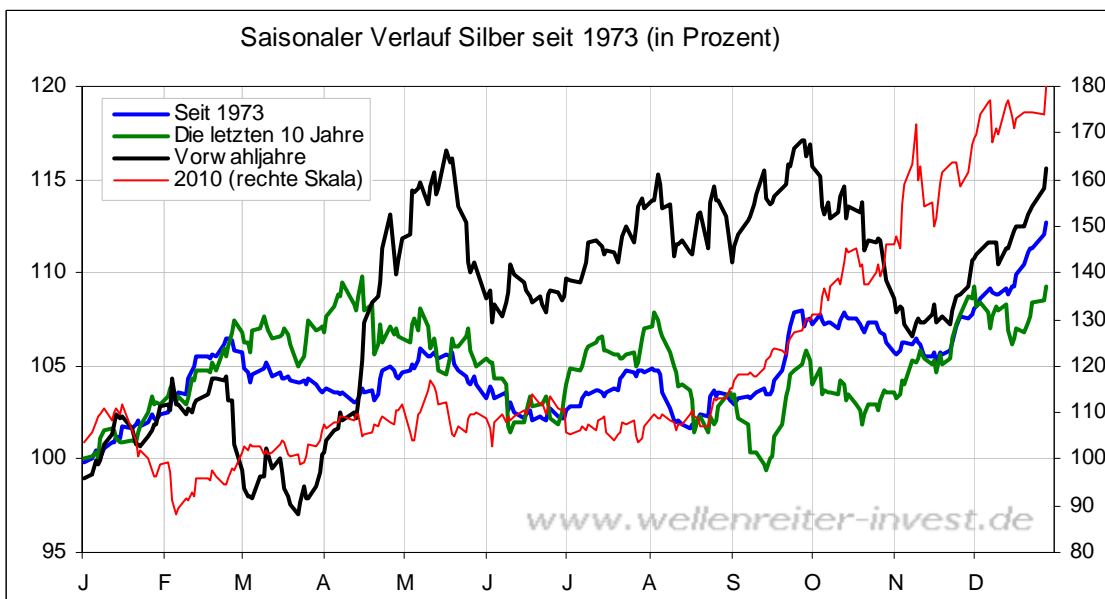


Abb. 5.26: Saisonaler Verlauf Silber

Der saisonale Verlauf lässt nach einer Schwächephase einen Anstieg in Blickrichtung März bis Mai erwarten. Dabei dürfte der Silberpreis von der Entwicklung am Aktienmarkt abhängig sein.

Der Wochenchart in Silber zeigt einen Anstieg von 8 Dollar (Oktober 2008) auf 19,50 Dollar im Herbst 2009. Anschließend bildete sich die Tasse einer Tasse/Henkel-Formation aus. Seit August 2010 bricht Silber aus der Formation nach oben aus. Schlägt man die Differenz zwischen 19,50 Dollar und 8 Dollar (= 11,50 Dollar) auf die 19,50-Dollar-Marke auf, so erhält man ein Formations-Preisziel von 31 US-Dollar. Dieses Ziel wurde zum Jahresende 2010 nahezu erreicht. Der Trend bei Silber ist weiterhin intakt und zeigt keine obere Umkehrformation an.

Silber Wochenchart

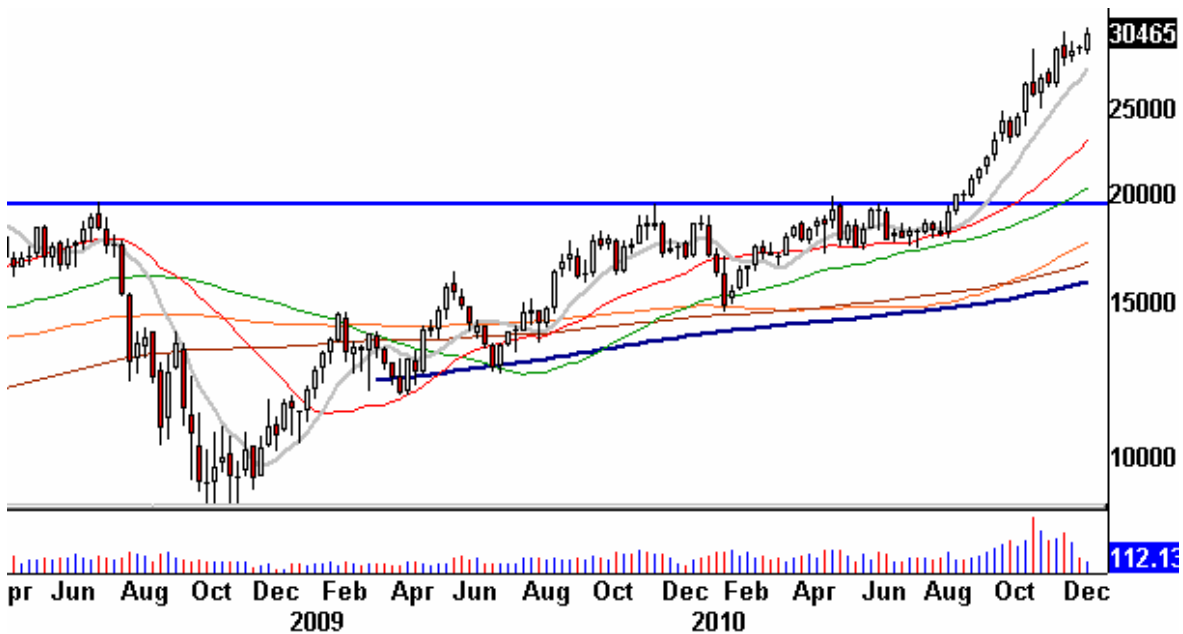


Abb. 5.27: Silber Tageschart

Fazit: Ähnlich wie Gold hat auch Silber ein wichtiges preisliches (Zwischen-) Ziel erreicht. Auch hier sollte es zu einer Verschnaufpause kommen. Silber ist ein Industriemetal und ist deshalb abhängig von der Entwicklung der Konjunktur. In einer Aufwärtsphase am Aktienmarkt entwickelt sich der Silberpreis besser als der Goldpreis. Mit Blick auf die Gold/Silber-Ratio dürfte die Outperformance von Silber gegenüber Gold im ersten Halbjahr noch etwas anhalten, danach jedoch eine Underperformance eintreten. Ein wichtiges Preishoch bei Silber sollte sich zudem zusammen mit dem US-Aktienmarkt bilden.

5.6 Nachwachsende Rohstoffe

Wir schrieben weiter oben, dass die nachwachsenden Rohstoffe die Bodenschätze seit Ende 2005 ausperformen. Der Index für nachwachsende Rohstoffe hat bereits ein neues Allzeithoch erzielen können (folgender Chart).

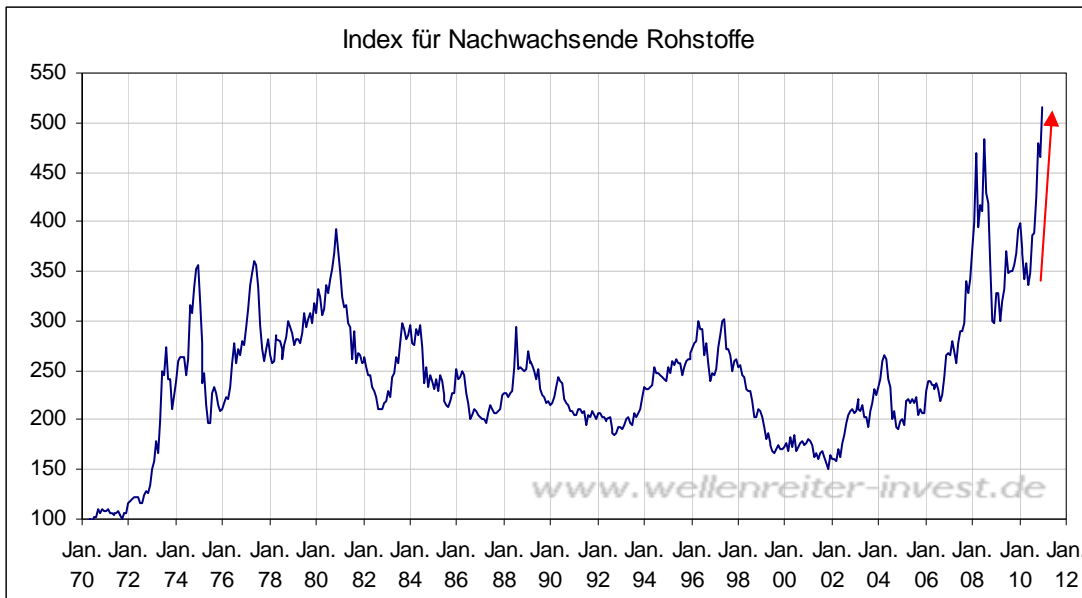


Abb. 5.28: Index für nachwachsende Rohstoffe

Der Index besteht aus den sieben gleich gewichteten Komponenten Mais, Sojabohnen, Weizen, Kakao, Kaffee, Zucker und Baumwolle. Die Konturen einer Blow-off-Bewegung sind seit Mai 2010 (roter Pfeil) erkennbar. Ein Blick auf den Baumwollchart lässt die Mächtigkeit der aktuellen Bewegung erahnen.

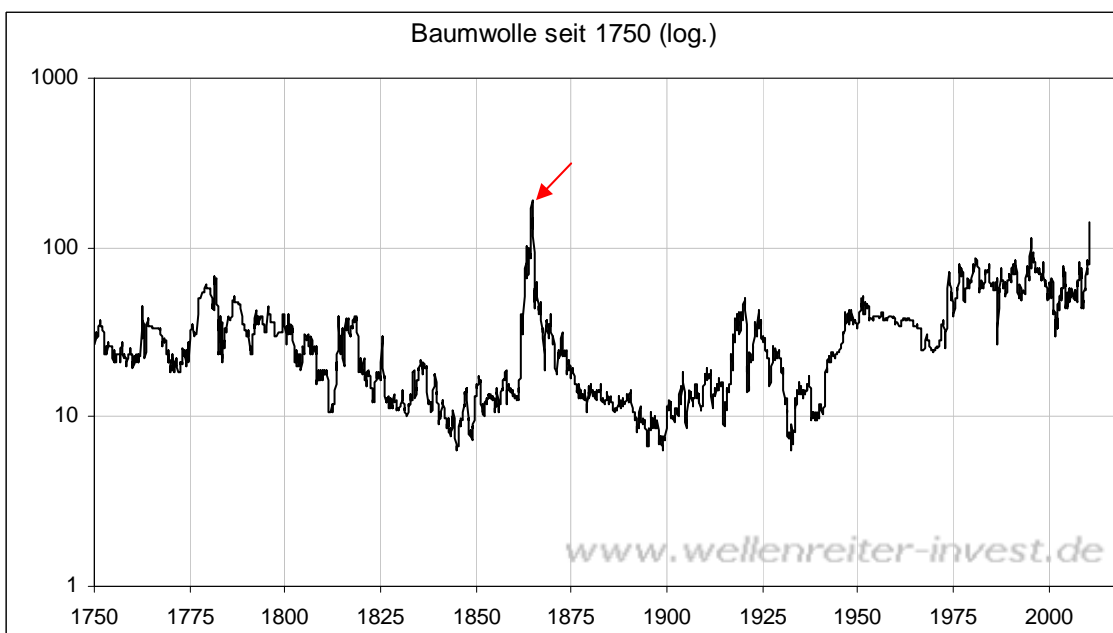


Abb. 5.29: Baumwolle seit 1750

Lediglich das Hoch aus dem Sommer 1864 (siehe Pfeil obiger Chart) war nominal betrachtet höher.

Auch in Kaffee deutet sich eine Blow-off-Bewegung an. Diese zeigt einen ähnlichen Charakter wie die Bewegung in den 1940er und 1950er Jahren. Widerstände ergeben sich im Bereich von 270 bis 280 US-Dollar. Dort befinden sich die Blow-off-Hochpunkte aus den Jahren 1977 und 1997 (gestrichelte Linie).

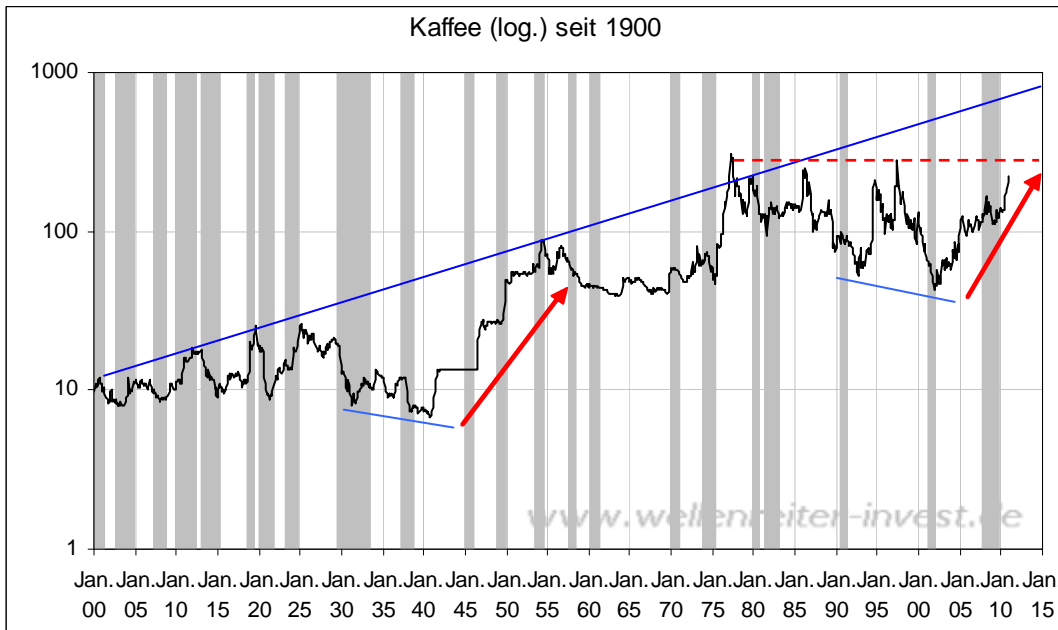


Abb. 5.30: Kaffee seit 1900 (graue Linien sind US-Rezessionen)

Der Verlaufvergleich im 60-Jahres-Zyklus zeigt das Potential (nächster Chart).

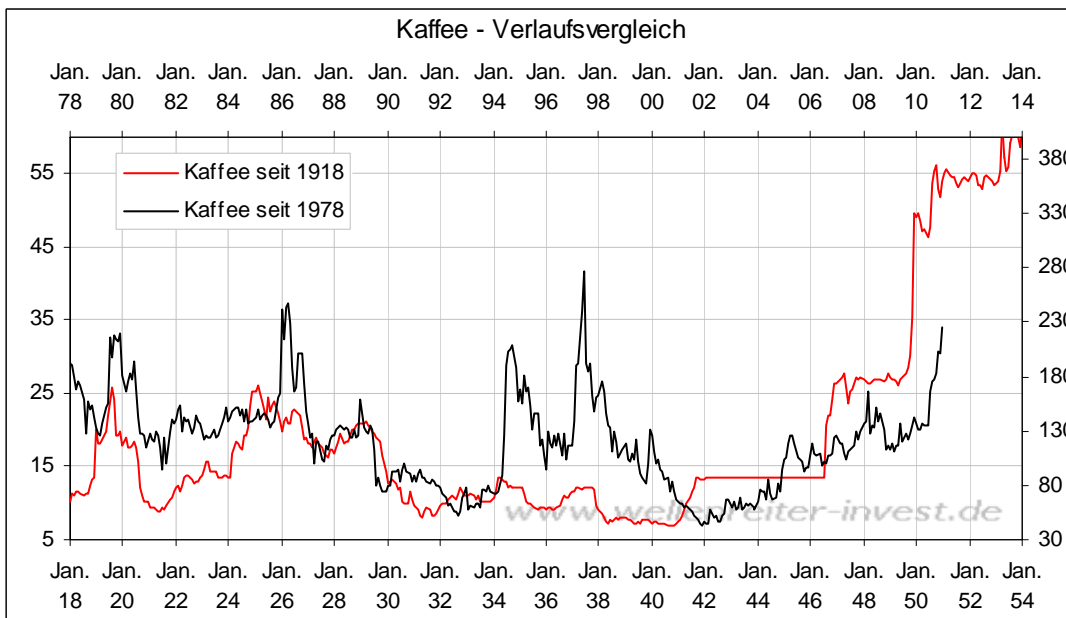


Abb. 5.31: Kaffee 60-Jahres-Zyklus

Sojabohnen haben in 2008 die frühere Aufwärtstrendkanal-Linie nochmals anlaufen können. Eine große Dynamik sehen wir jedoch nicht.

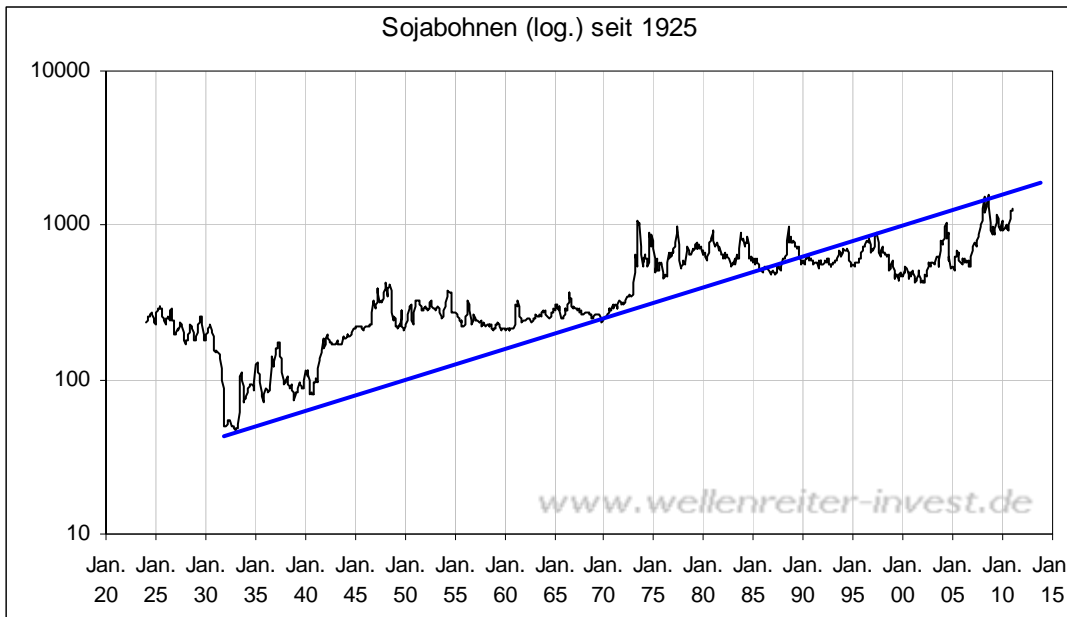


Abb. 5.32: Sojabohnen seit 1925

Der preisliche Aufwärtstrend ist seit 2002 intakt, zyklische Überlegungen sprechen in 2011 gegen neue Bewegungshochs. Gemäß des 60-Jahres-Zyklus (nächster Chart) erscheint ein Preishoch gefolgt von einer Seitwärtsbewegung die bevorzugte Entwicklung für 2011.

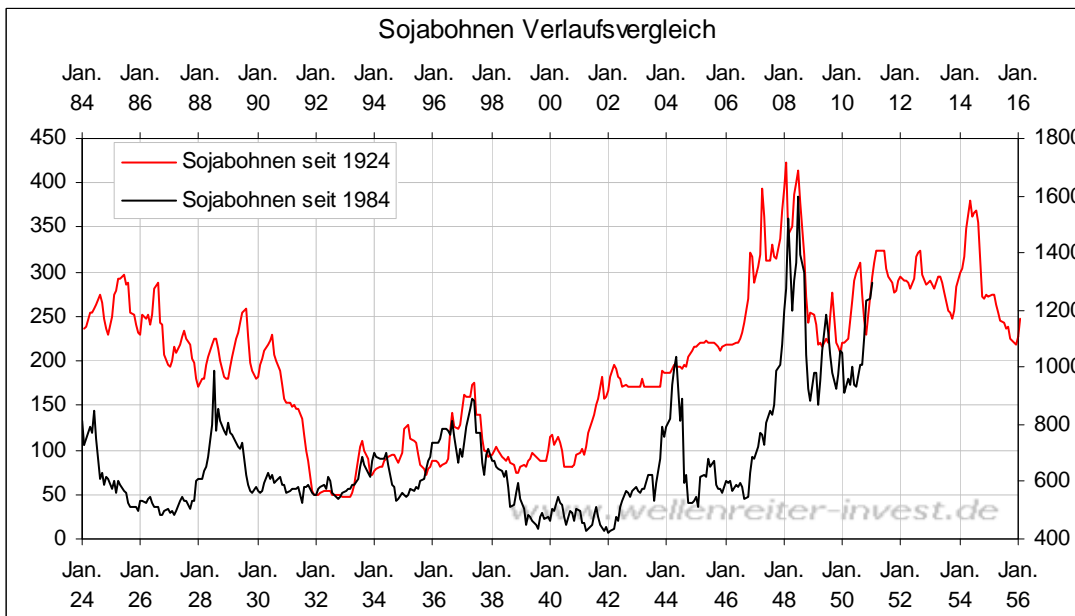


Abb. 5.33: Sojabohnen 60-Jahres-Zyklus

Fazit: Die nachwachsenden Rohstoffe befinden sich in einer dynamischen Aufwärtsbewegung. Diese sollte auch 2011 zunächst anhalten. Blow-off Topps in Baumwolle und Kaffee scheinen vorprogrammiert, hier ist mit preislichen Rücksetzern zu rechnen. Die Agrarrohstoffe dürften sich mehr oder weniger seitwärts entwickeln.

Zieht man ein Gesamtfazit für den Rohstoffsektor, dann ist der Aufwärtstrend der Rohstoffe auf der zeitlichen Ebene nicht mehr jungfräulich. Die aktuelle Rohstoffhausse begann mit der Ausbildung eines Tiefpunktes des Ölpreises im Jahr 1998. Gold begann seinen Anstieg im April 2001, Silber und Kupfer folgten im November 2001. Auch viele Agrarrohstoffe markierten ihren Boden im Jahr 2001. Die Dauer der Hausse beträgt je nach Betrachtung zwischen 10 und 12 Jahre.

Der starke Preisanstieg der nachwachsenden Rohstoffe ist ein Grund für die höhere Inflation in den Emerging Markets, dort wird eine vorsichtige Bremspolitik betrieben. Länder wie China und Australien bewegen sich konjunkturzyklisch bereits nach unten, die große Dynamik ist vorerst raus. Die logische Folge wäre ein vorläufiges Ende der Rohstoffhausse. Wir erwarten daher für 2011 einen Topping-Prozess bei den Rohstoffen. Dies würde für einen nachlassenden Inflationsdruck sorgen. Wir gehen nicht davon aus, dass die Rohstoffe stark fallen. Aber die Dynamik dürfte sich im Laufe dieses Jahres verlieren.

Auch aus Sicht des Verlaufsvergleichs im 30-Jahres-Zyklus bewegen sich die Rohstoffpreise in einen Hochpunkt hinein.

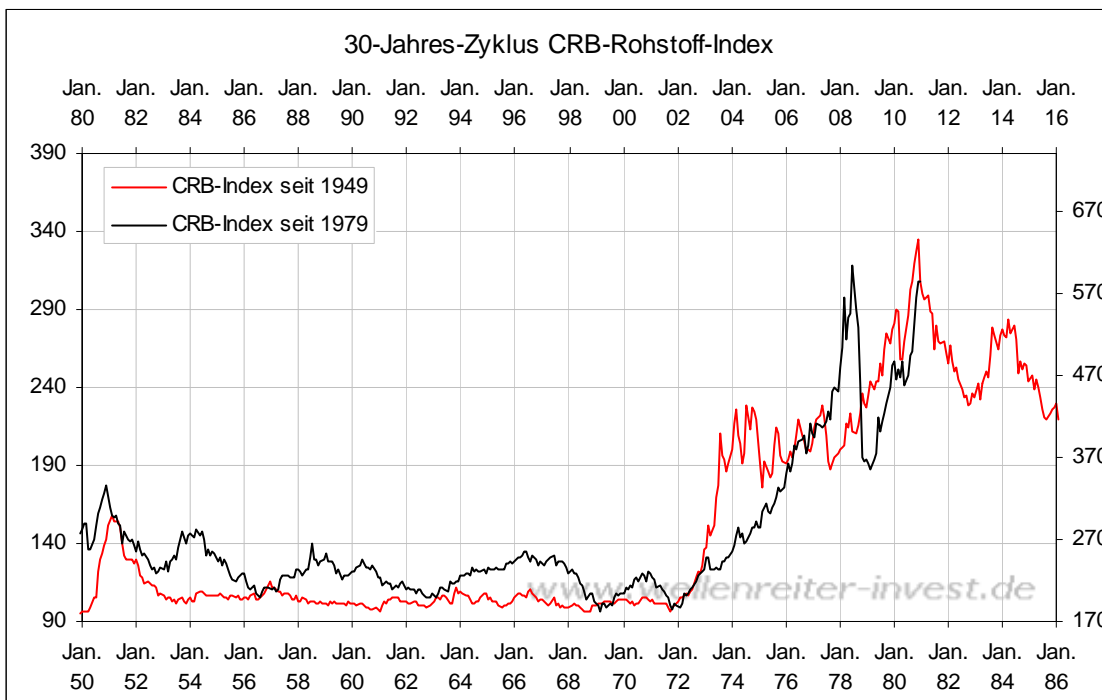


Abb. 5.34: CRB-Rohstoff-Index 30-Jahres-Zyklus

Nicht alle Rohstoffe werden gleichzeitig toppen. Aufgrund vieler Blow-off-Anzeichen bei den nachwachsenden Rohstoffen dürften diese zeitlich als erste Hochpunkte markieren, die Industriemetalle sollten zeitlich später ihre Hochpunkte ausbilden und dabei stärker abhängig von der Entwicklung des Aktienmarktes sein.

6. Der Aktienmarkt

6.1 Das große Bild

Der inflationsbereinigte Dow Jones Index bewegt sich weiterhin im Rahmen seines seit mehr als 200 Jahren anhaltenden Aufwärtstrends. Der Aufprall auf das Hoch von 1966 löste eine seit März 2009 anhaltende Bounce-Bewegung aus.

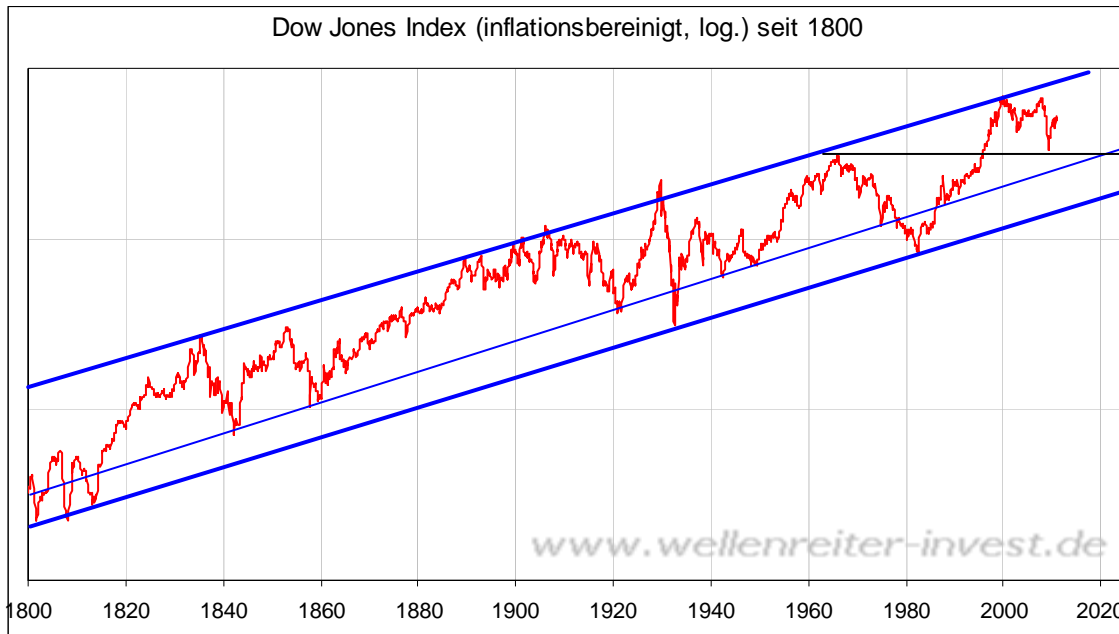


Abb. 6.1: Dow Jones Index 1800 – 2025 (inflationsbereinigt)

Die Aktienrendite liegt seit dem Herbst 2008 oberhalb der Rendite von Anleihen. Ein „Spike“ in der Aktienrendite im Vergleich zur Anleihenrendite brachte häufig mittelfristig untere Wendepunkte mit sich (siehe Pfeile folgender Chart).

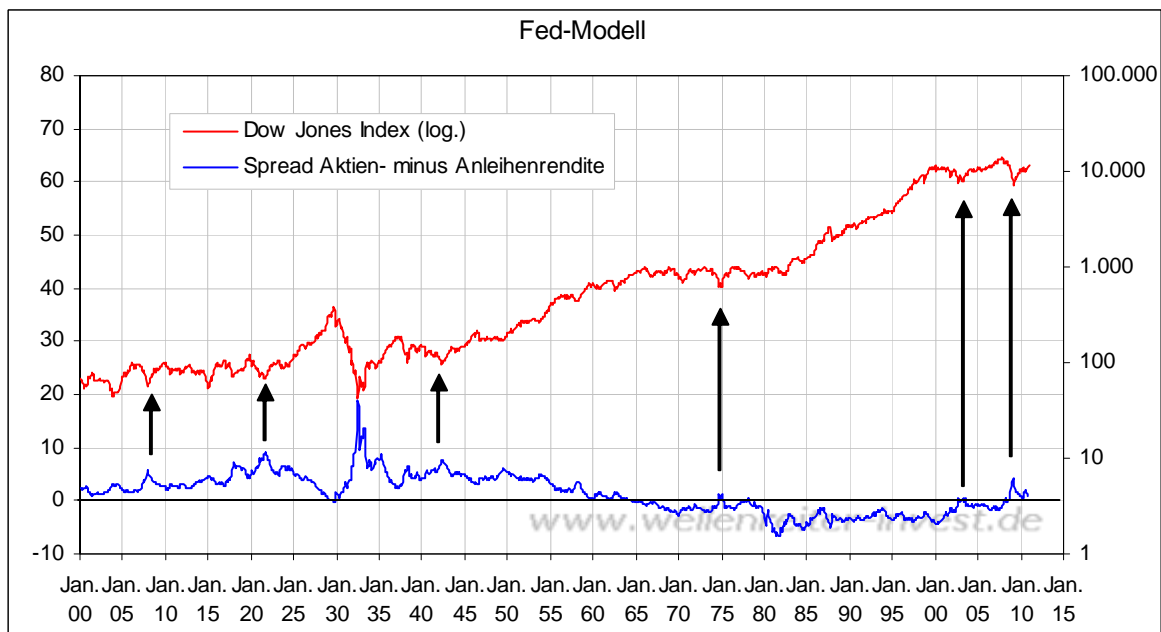


Abb. 6.2: Fed Modell

Das von Robert Shiller eingeführte KGV10 schwankt im Laufe der Jahre in der Regel zwischen 10 und 20. In diesen Fällen spricht man von einer normalen Marktsituation. Ein KGV10 über 20 weist auf einen überbewerteten, ein KGV10 unter 10 auf einen unterbewerteten S&P 500 hin. Momentan bewegt sich das KGV10 im Bereich von 25.

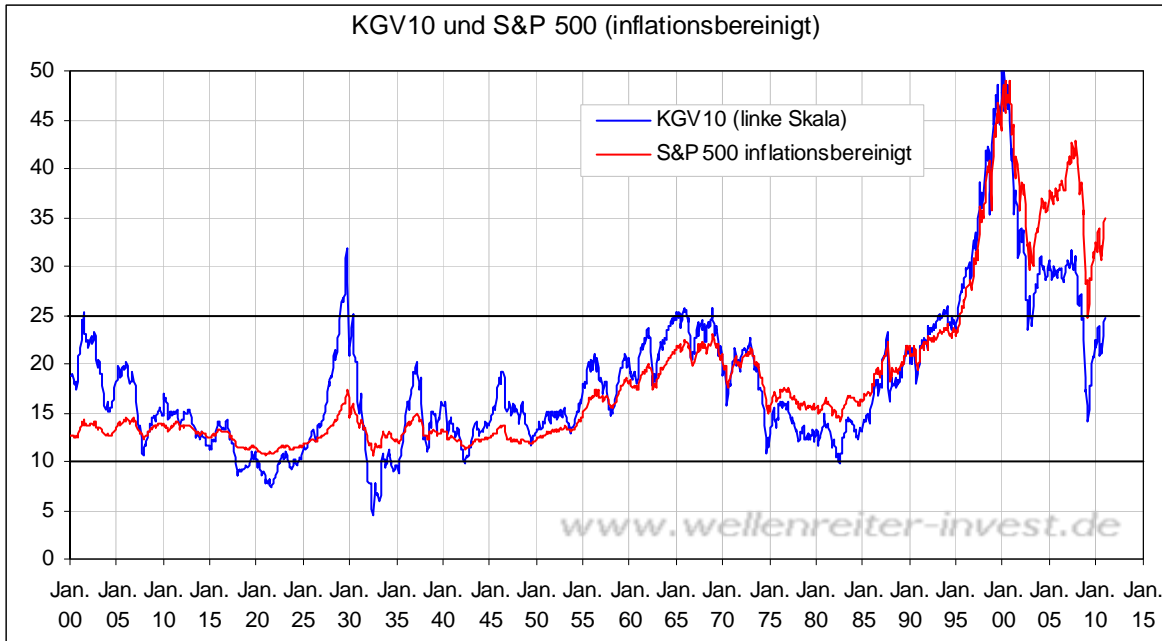


Abb. 6.3: KGV 10 und S&P 500

1903, 1929 und Ende der 1960er Jahre bedeutete ein KGV10 von 25 oder knapp darüber einen Hochpunkt für den US-Aktienmarkt. Nur Ende der 1990er Jahre stieg der KGV10 weit über diesen Wert hinaus. Ginge man von einer Normalisierung der Ratio aus, so müsste man auch jetzt wieder in naher Zukunft mit einem wichtigen Hochpunkt an den Aktienmärkten rechnen.

Das Auktionshaus Sotheby's reagiert wie ein Seismograph auf die Auf- und Abschwünge der Aktienmärkte (nächster Chart).

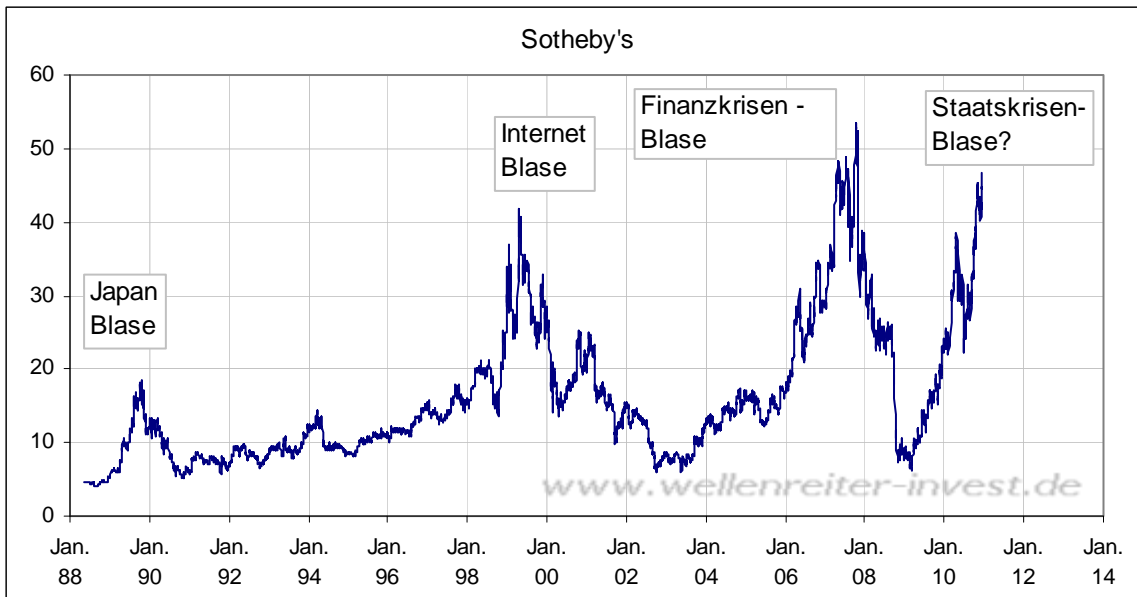


Abb. 6.4: Sotheby's

Im Abschwung sinken die Preise für Kunst bei Aktionen, die Transaktionszahl nimmt deutlich ab, so dass im Abschwung das gesamte Transaktionsvolumen stark kontrahiert. Im Aufschwung steigen Preise und Transaktionen, so dass die Aktie von Sotheby's salopp als Derivat auf den Aktienmarkt angesehen werden kann.

Die Aktie bildete Hochpunkte in den Jahren 1989, 1999 und 2007 im Bereich zwischen 40 und 50 US-Dollar an der NYSE. Die Hochpunkte waren dabei jeweils leicht steigend. In den Jahren 2002/3 sowie Frühjahr 2009 bildeten sich analog mit den Aktienmärkten Preistiefs im Bereich von 6 US-Dollar. Die Aktie bildete damit ein klassisches Doppeltief im Zeitabstand von 6 Jahren. In diesem Jahr stieg die Aktie wieder bis auf 47 US-Dollar an und notiert damit im Bereich früherer Hochpunkte.

Setzt sich die Serie steigender Hochpunkte fort, wäre ein weiterer Anstieg in den kommenden Monaten noch möglich. Kommt es hingegen zu einem zweiten niedrigeren Preishoch, dann hat die Aktie bereits ihren „Zielbereich“ erreicht. In 1989 und 1999 war die Aktie ein Vorläufer für die platzenden Blasen in Japan (Nikkei 225) und in den USA im Technologiebereich, in 2007 toppte sie zeitlich gemeinsam mit dem US-Aktienmarkt. Da der Aufwärtstrend intakt ist, ist aufgrund des bereits relativ hohen Preisniveaus mit einem Hochpunkt in 2011 zu rechnen.

6.2 US-Präsidentschaftszyklus

Der normale Präsidentschaftszyklus lässt sich vereinfacht in zwei große Phasen im Rahmen einer vierjährigen Präsidentschaft unterteilen. In den ersten beiden Jahren nach der erfolgten Wahl muss der neue Präsident nicht das Votum der Wähler fürchten und kann unpopuläre Entscheidungen treffen. In einem Zwischenwahljahr bilden sich daher aufgrund der zyklischen Vorgehensweise der politischen Entscheidungsträger Tiefpunkte am Aktienmarkt.

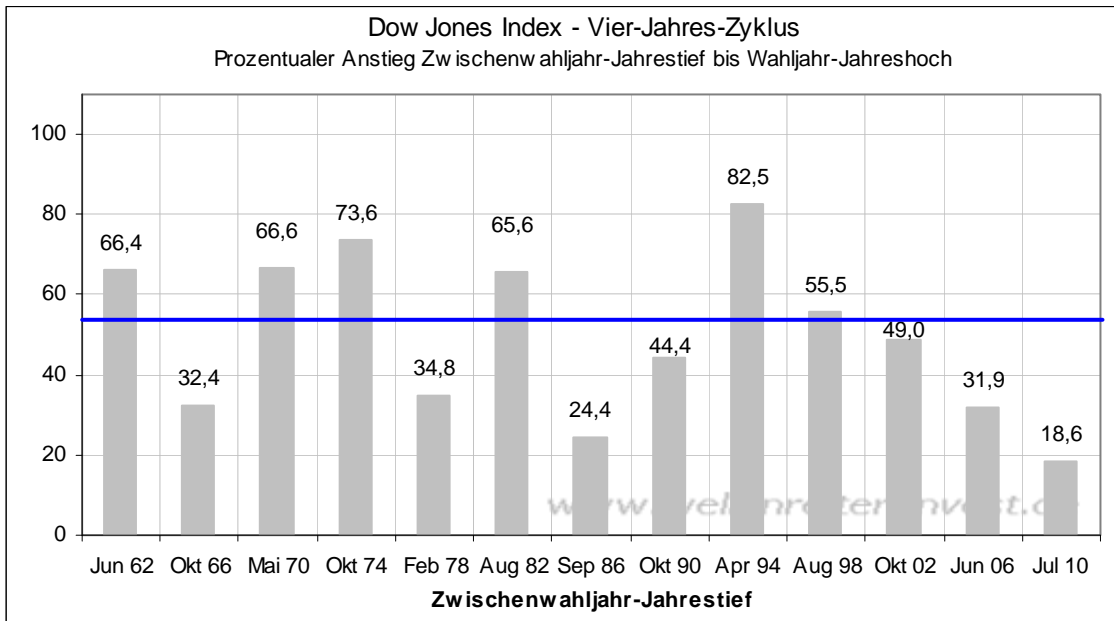


Abb. 6.5: Vier-Jahres-Zyklus

Die Preistiefs im Zwischenwahljahr (zuletzt Anfang Juli 2010) sind der Ausgangspunkt einer Aufwärtsbewegung, der bis zu ihrem Hochpunkt im Wahljahr bedeutende Kurszuwächse mit sich bringt. Der momentane Anstieg seit Juli 2010 ist historisch noch immer der schwächste Anstieg und lässt einen noch etwas größeren Anstieg erwarten, auch wenn auffällig ist, dass die zyklischen Kursanstiege seit 1994 rückläufig sind. Setzt sich die Serie mit niedrigeren Zuwächsen seit 1994 fort, dann dürfte das restliche Anstiegspotential im einstelligen Prozentbereich liegen.

Die ersten beiden Jahre der Präsidentschaft verlaufen üblicherweise relativ schwach (Nachwahljahr und Zwischenwahljahr folgender Chart).

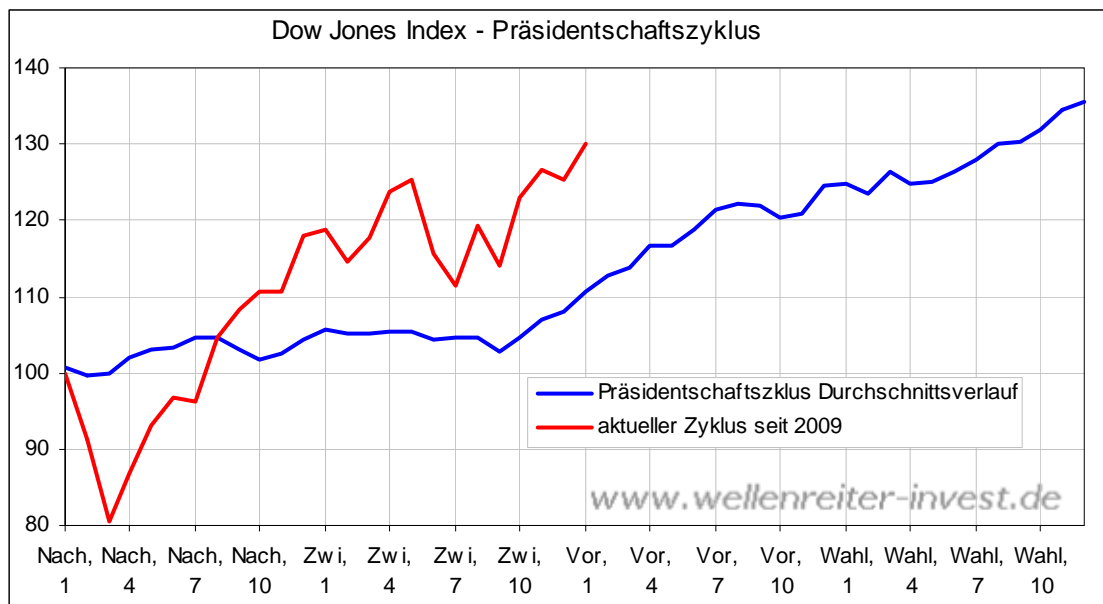


Abb. 6.6: US-Präsidentschaftszyklus

In der Mitte der Präsidentschaft finden die sogenannten „Midterm Elections“ statt, der amtierende Präsident verliert Sitze. Der Zeitraum bis zur nächsten Wahl des Präsidenten am Ende des vierten Jahres verläuft positiver, da der Präsident seine Wiederwahl anstrebt. Der gesamte Zyklus besitzt einen durchschnittlichen Zugewinn von etwa 35%, bis dato beträgt der Zugewinn bereits 30% (aktueller Zyklus rote Linie obiger Chart).

Die Frage, die man sich bei diesem Zyklus stellen muss: Befindet sich der Markt in einem „normalen“ Zyklus? In den ersten beiden Jahren wurde eine extrem expansive Konjunkturpolitik betrieben, um die Folgen des Wirtschaftsabschwungs abzumildern. Weitere Konjunkturmaßnahmen sind im Hinblick auf die deutlich gestiegene Neuverschuldung sowie die politische Neuordnung nach den Zwischenwahlen nicht zu erwarten. Aufgrund der politischen Konstellation im US-Kongress sind dürften weitere Ausgaben am Widerstand der Republikaner scheitern. Nur die Notenbank kann expansiv agieren. Jedenfalls so lange, bis der Markt die Notenbank durch steigende Renditen zu einer Normalisierung ihrer Politik treibt.

Dow Jones seit 1897	Rendite in %	Anzahl positive Jahre seit 1897 in Prozent
Vorwahljahre	11,8	82
Wahljahre	7,5	68
Nachwahljahre	5,9	52
Zwischenwahljahre	3,5	59

Seit 1897 gab es 27 Vorwahljahre, die mit einem durchschnittlichen Zugewinn von 11,8% die positivste Phase des Präsidentschaftszyklus darstellen. Von diesen 27 Vorwahljahren verliefen 22 Jahre positiv und lediglich 5 Jahre endeten mit einem Minus. Das letzte Minusjahr im Dow Jones Industrial Average war das Jahr 1939 mit einem Minus von 2,9 Prozent. Die darauffolgenden 17 Vorwahljahre verliefen positiv.

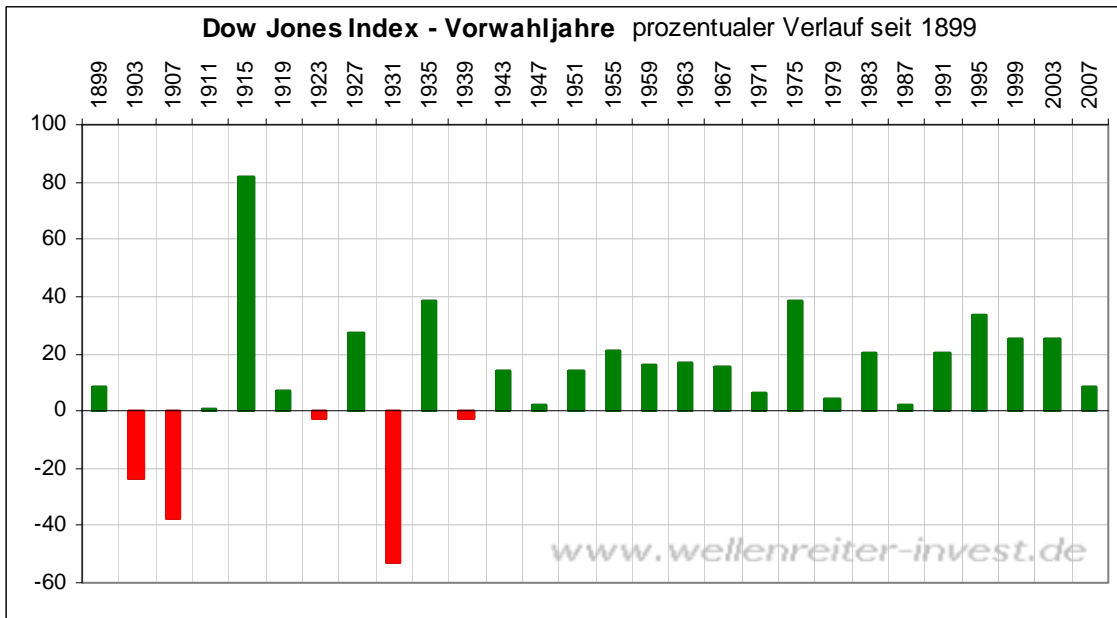


Abb. 6.7: Dow Jones Index Verteilung Vorwahljahre

Ein katastrophales Vorwahljahr wurde im Jahr 1931 im Zuge der großen Depression registriert. Die beiden letzten Vorwahljahre waren jeweils „Turnaroundjahre“ – 2003 von Baisse zu Hausse, 2007 von Hausse zu Baisse. Würde sich die Serie der Serien fortsetzen, dann wäre 2011 das Jahr der Wende von der Aufwärts- zur Abwärtsbewegung.

Der durchschnittliche Verlauf eines Vorwahljahres ist durch einen Anstieg bis in den September mit anschließender Seitwärtsphase gekennzeichnet (nächster Chart).

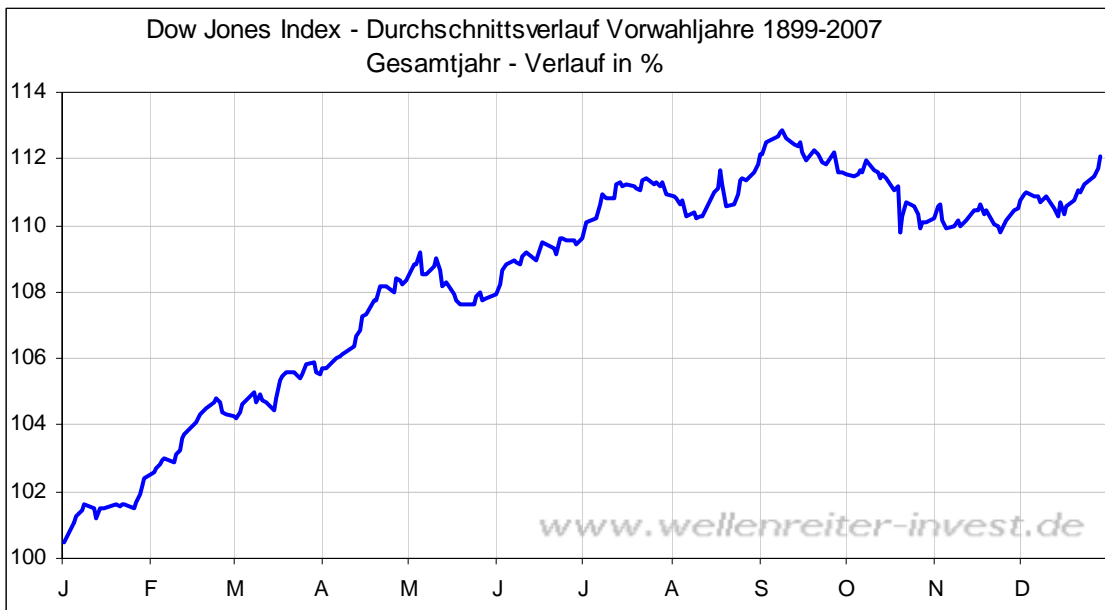


Abb. 6.8: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Vorwahljahre 1898 - 2006

Die jüngsten drei Vorwahljahre zeigten einige Startschwierigkeiten im Januar und Februar, bevor von März bis Mai die beste Phase des Jahres ablief. Anschließend bewegten sich die Märkte mehr oder weniger Seitwärts (außer im Jahr 2003).

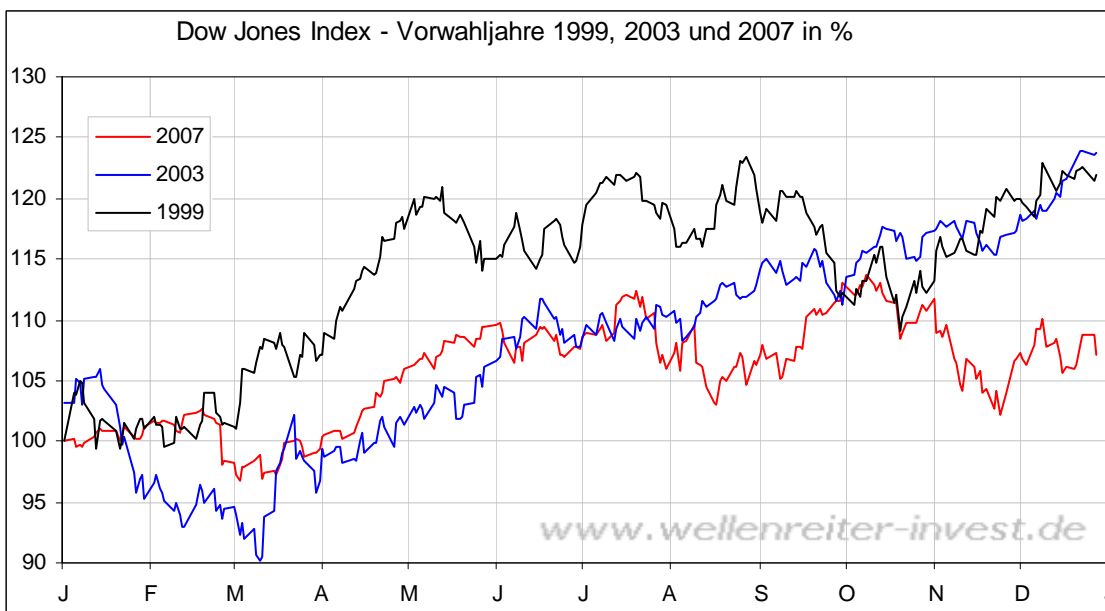


Abb. 6.9: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Vorwahljahre 1898 - 2006

Eine solche Bewegung erscheint durchaus vorbildhaft für den Verlauf des Jahres 2011 zu sein.

6.3 Dekadenmuster

In den vergangenen 110 Jahren wurden vier überdurchschnittlich verlaufene und sechs unterdurchschnittlich verlaufende Dekaden notiert. Es ist auffällig, dass 90% der Gesamtperformance des Dow Jones Index in den 1920ern, den 1950ern sowie dem Zeitraum zwischen 1980 und 2000 erzielt wurden. Der durchschnittliche Anstieg pro Dekade betrug mehr als 200 Prozent.

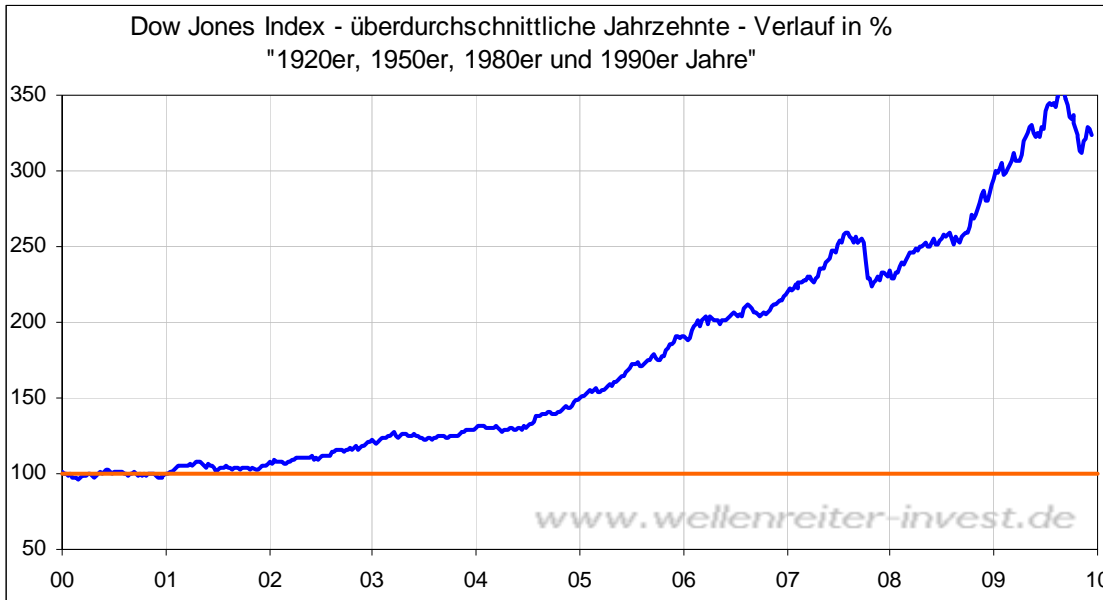


Abb. 6.10: Dow Jones Index überdurchschnittliche Jahrzehnte

Hingegen siechte der Dow Jones Index in den anderen sechs Jahrzehnten dahin.



Abb. 6.11: Dow Jones Index unterdurchschnittliche Jahrzehnte

In den sechs unterdurchschnittlichen Jahrzehnten wurde ein Durchschnittsgewinn von acht Prozent erzielt. Das entspricht einem Anstieg von nicht einmal einem Prozent pro Jahr! Auffällig ist, dass unterdurchschnittliche Dekaden stets im Doppelpack auftreten.

Danach wäre die aktuelle Dekade die zweite Hälfte des Doppelpacks eines Zeitraums, der sich von 2000 bis 2020 erstrecken würde.

Interessanterweise befindet sich der Dow Jones Index nominal genau dort, wo er Anfang Januar 2000 notierte (nächster Chart).

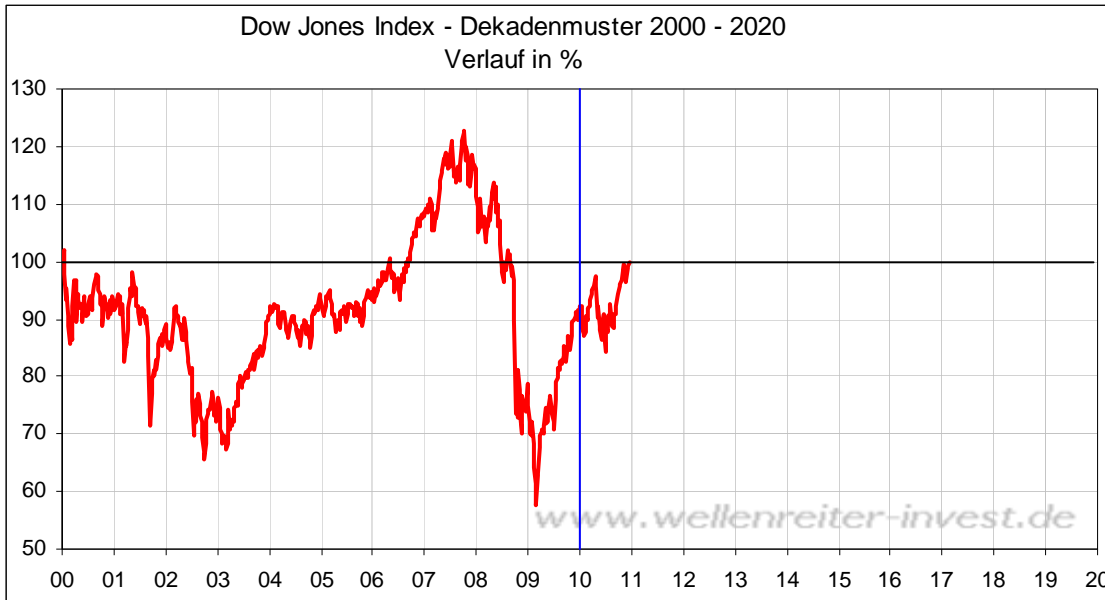


Abb. 6.12: Dow Jones Index 2000 - 2020

Würde auch die aktuelle Dekade (2010 – 2019) die Form einer unterdurchschnittlich verlaufenden Dekade annehmen, so wäre von jetzt ab ein nominaler Zuwachs von lediglich acht Prozent zu erwarten. Aber dies ist nur ein Gedankenspiel.

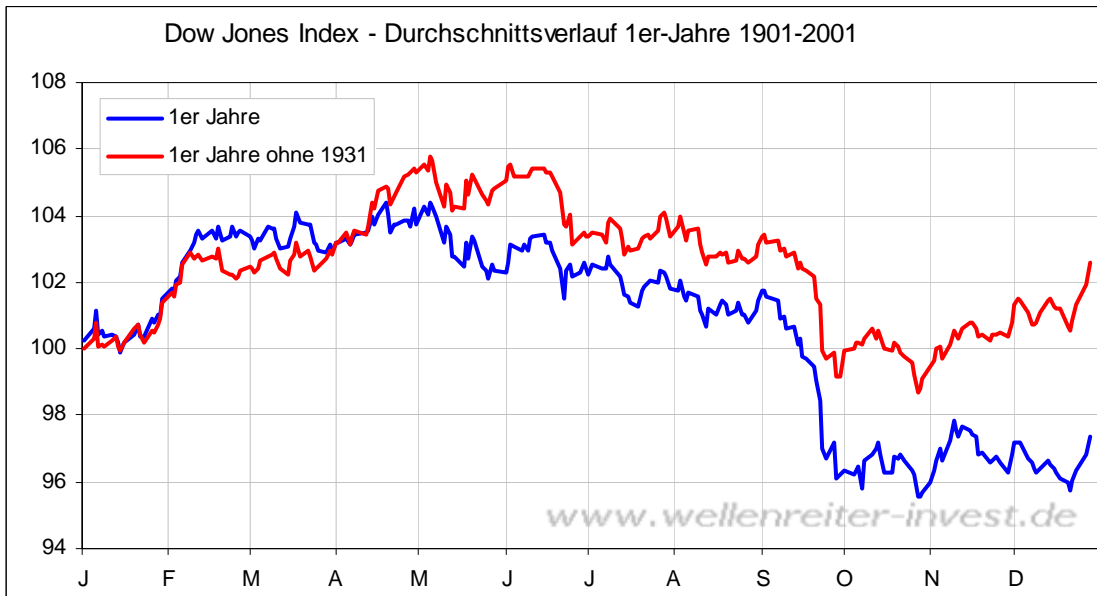


Abb. 6.13: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 1er-Jahre 1901 – 2001

Der durchschnittliche Verlauf der 1er-Jahre (Jahre, die auf eins enden, wie 1901, 1911, 1921 usw.) zeigt eine Aufwärtsbewegung in den ersten beiden Monaten, die bis in den April/Mai andauert, aber bereits ab Februar an Schwungkraft verliert.

Da das Jahr 1931 ein Extremjahr (minus 50 Prozent) war, haben wir alternativ den Verlauf ohne das Jahr 1931 berechnet (rote Linie obiger Chart). Bei Betrachtung der 1er-Jahre ohne das Katastrophenjahr 1931 ist die Neigung zu einer Jahresendrallye zu erkennen.

Das Jahr 2011 ist jedoch nicht nur ein Jahr, das auf eins endet, sondern auch – wie oben beschrieben - ein Vorwahljahr im US-Präsidentenzyklus. Nachfolgend zeigen wir den Durchschnittsverlauf von 1er-Jahren, die gleichzeitig Vorwahljahre sind.

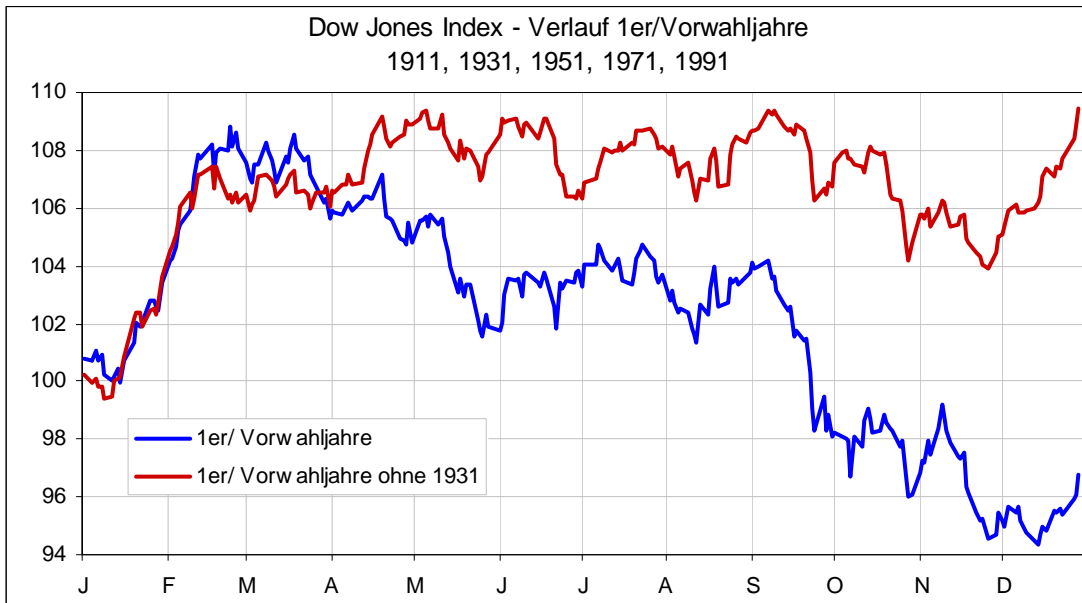


Abb. 6.14: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 1er-Jahre/Vorwahljahre

In beiden Varianten (mit und ohne 1931) ist der Zeitraum von Mitte Januar bis Mitte Februar ein „Turbooster“ für die Märkte. Ab April/Mai bis Anfang September würde sich eine volatile Seitwärts bzw. Abwärtsphase anschließen. Die Monate September und Oktober wären negativ. Ab Thanksgiving stellt sich dann zum Abschluss des Jahres eine deutliche Aufwärtsbewegung ein, die den Namen Jahresendrallye verdient.

Die zyklischen Muster lassen eine Schwächephase zu Jahresbeginn erwarten, der ab Mitte Januar eine Aufwärtsbewegung bis zum Frühjahr folgen sollte. Es folgt eine Schwächephase, die sich bis in den Herbst hinziehen sollte. Spät im Jahr (nach Thanksgiving) ist eine Jahresendrallye zu erwarten.

6.4 Verläufe von Bärenmärkten

In den USA konnten im 20. Jahrhundert zwei inflationäre Bärenmärkte zwischen 1906 und 1921 sowie 1966 und 1982 beobachtet werden. Bisher stimmt der Verlauf des Dow Jones Index seit dem Jahr 2000 recht gut mit den nachfolgend dargestellten Mustern überein.

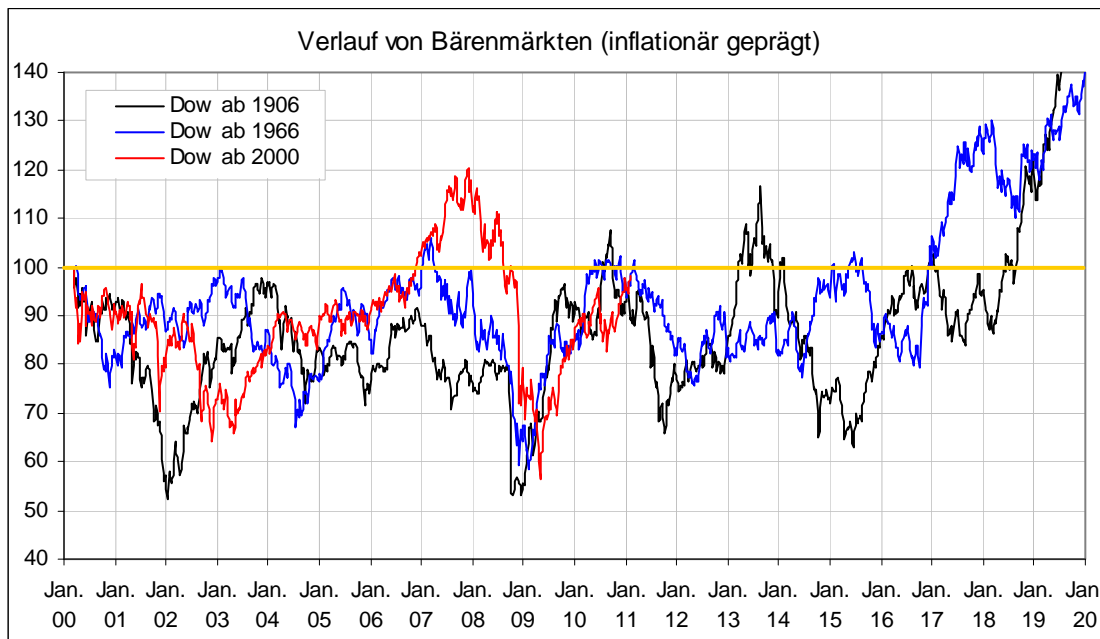


Abb. 6.15: Verlauf inflationär geprägter Bärenmärkte

Der letzte Bärenmarkt in den 70iger Jahren wurde begleitet durch stark steigende Inflationszahlen im Gefolge der sich damals stark verteuernden Rohstoffe. Dieses Phänomen des Rohstoffanstiegs ist in den letzten 10 Jahren ebenfalls zu beobachten gewesen, der Erdölpreis hat sich von 1998 bis 2008 in der Spitze beinahe vervierzehnfacht. Bei den Standardwerten ähnelt die Bewegung im Dow Jones Industrial Average bzw. im S&P 500 dem Muster inflationärer Bärenmärkte, die ebenfalls in früheren Zeitepochen im 8. Jahr des Bärenmarktes einen scharfen Preiseinbruch mit einem Verlust von etwa 50% erleiden mussten.

Dabei konnten in den Erholungsbewegungen keine neuen Bewegungshochs erzielt werden. Im 11. Jahr konnte ein „Überrollen“ mit einem Preistief Ende des 11. bzw. Anfang des 12. Jahres beobachtet werden, die Toppbildungsphasen waren dabei ausgeprägt und erstreckten sich über viele Monate. Aus Sicht des Musters der inflationären Bärenmärkte ist mit einem Preishoch ab Frühjahr 2011 zu rechnen. Die Schwäche würde sich bis Herbst 2011/ Frühjahr 2012 fortsetzen.

In den ersten 10 Jahren hat sich die Nasdaq sehr stark an das Muster der deflationären Bärenmärkte vom Nikkei nach 1990 oder auch dem Dow Jones Industrial Average nach 1929 gehalten.

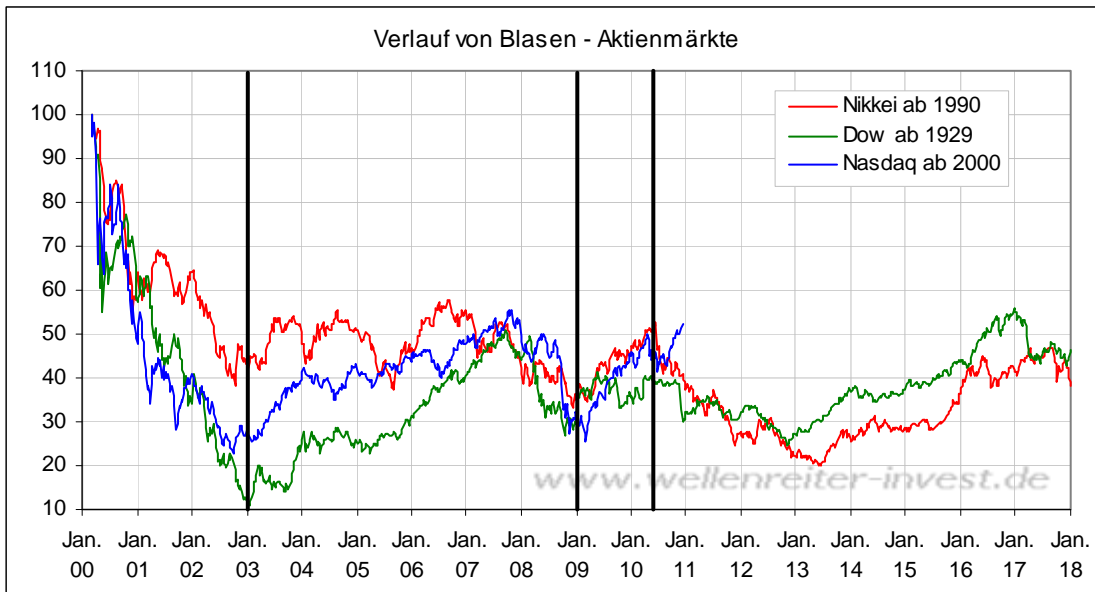


Abb. 6.16: Verlauf deflationär geprägter Bärenmärkte

Die großen Wendepunkte waren ein Preistief nach 2,5 Jahren, ein Zwischentief nach 5 Jahren, ein wichtiges Preishoch nach 7,5 Jahren und im April 2010 ein Preishoch nach 10 Jahren. Der nächste zyklische Termin würde idealtypisch im Herbst 2012 einen Tiefpunkt bedeuten.

Die Abwärtsphase nach dem 10. Jahr wurde in Japan unterstützt durch das Platzen der Technologieblase ab 2000, die die deflationäre Entwicklung Japans verstärkte. Der Nikkei 225 markierte daher im März 2003 neue Bewegungstiefs. Der Dow Jones Industrial Average fiel ab Mai 1940 durch den zweiten Weltkrieg und bildete im April 1942 ein höheres Preistief aus. In diesem Fall ließen die deflationären Kräfte bereits nach. Auch wenn das Experiment des Gelddruckens der Notenbanken noch am Laufen ist, erscheint auch im Hinblick auf das deflationäre Muster ein höheres Preistief der Nasdaq in 2012 wahrscheinlicher.

Für den Nikkei-Index ergibt sich auf Grundlage des Blasenverlaufsmusters in den kommenden Jahren eine Chance auf eine Erholung (nächster Chart).

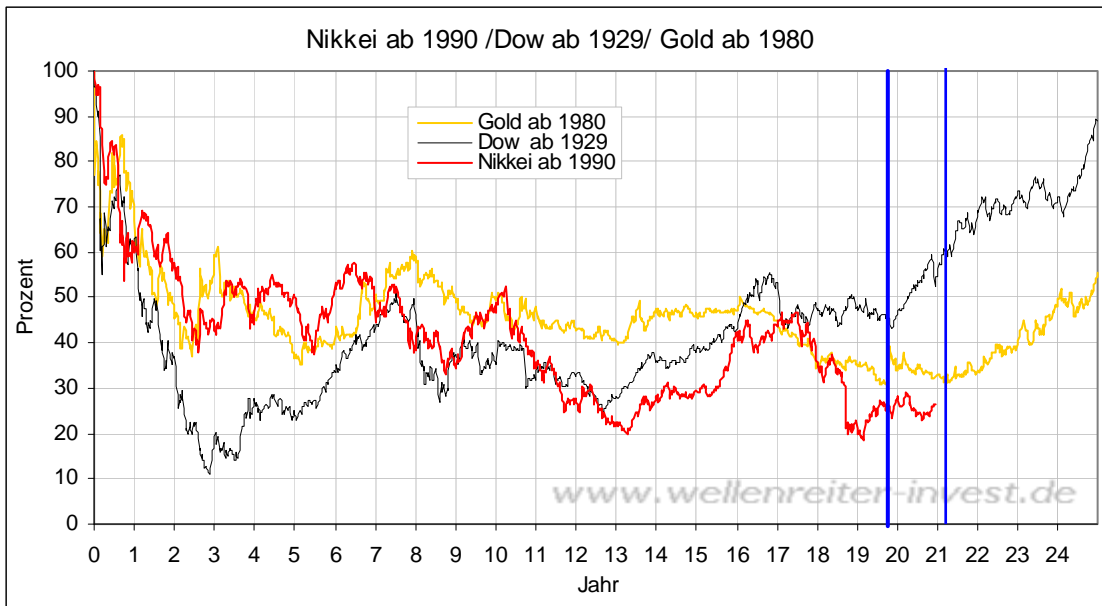


Abb. 6.17: Blasenverlauf Nikkei im Vergleich

Bei Gold bildete sich im 21sten Jahr nach dem Blasenhoch ein zweites Preistief als Trendwendepunkt aus. Der Nikkei steht nach seinem Doppeltief in 2003 und 2009 vor einem dritten Tiefpunkt, der erstmals ein höheres Preistief darstellen sollte. Eine Wendeformation im Dollar/Yen wäre bei einer positiven Umkehr des Nikkei zudem im Frühjahr zu erwarten.

Wie verlief die Erholungsbewegung des Dow Jones Index nach einer Kurshalbierung? Seit 1900 gab es inklusive der Finanzkrise 2008 lediglich 6 Phasen mit einer Kurshalbierung. Wir haben die Tiefpunkte der Jahre 1907, 1932, 1938, 1974 und 2003 in einem Durchschnittsverlaufsmuster zusammengefasst (nächster Chart).

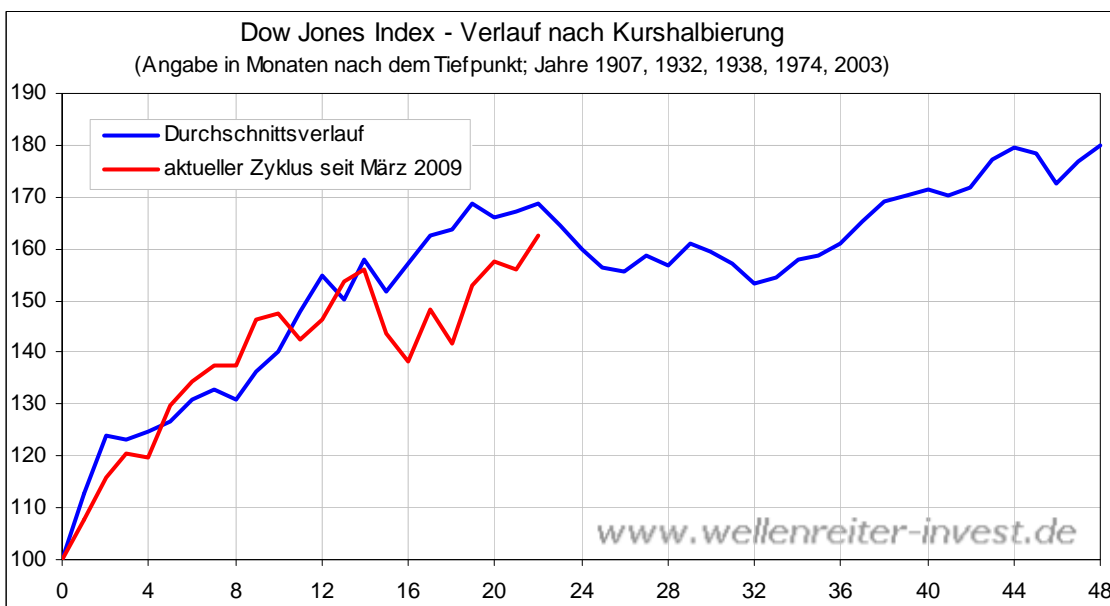


Abb. 6.18: Verlauf nach Kurshalbierung

Während einige Analysten den letzten Zyklus zwischen 2003 und 2007 als Blaupause für ihre Erwartungshaltung für die Entwicklung der kommenden Jahren formulieren, zeigt der historische Ablauf nach solchen Krisen für die kommenden 12 Monate per Saldo leicht nach unten, da die Kurse in den Jahren 1910 bzw. 1977 fielen oder stagnierten. Im Zyklus der Dreißiger Jahre erfolgte 1938 nach der großen Depression 1929-1932 auch eine quasi Halbierung des Dow Jones Index, im 11. Jahr folgte eine Abwärts- bzw. über weite Strecken des Jahres Seitwärtsbewegung (siehe Abb. 6.16). Diese historischen Verläufe legen nahe, dass der Verlauf des US-Aktienmarktes schwächer als in den üblicherweise sehr positiven Vorwahljahren verlaufen wird.

Und noch ein Blick auf das große Bild: Nach dem Verlaufsvergleich mit den Perioden 1800-1820 und 1900-1920 würden die Aktienmärkte in eine länger andauernde Seitwärtsphase übergehen.

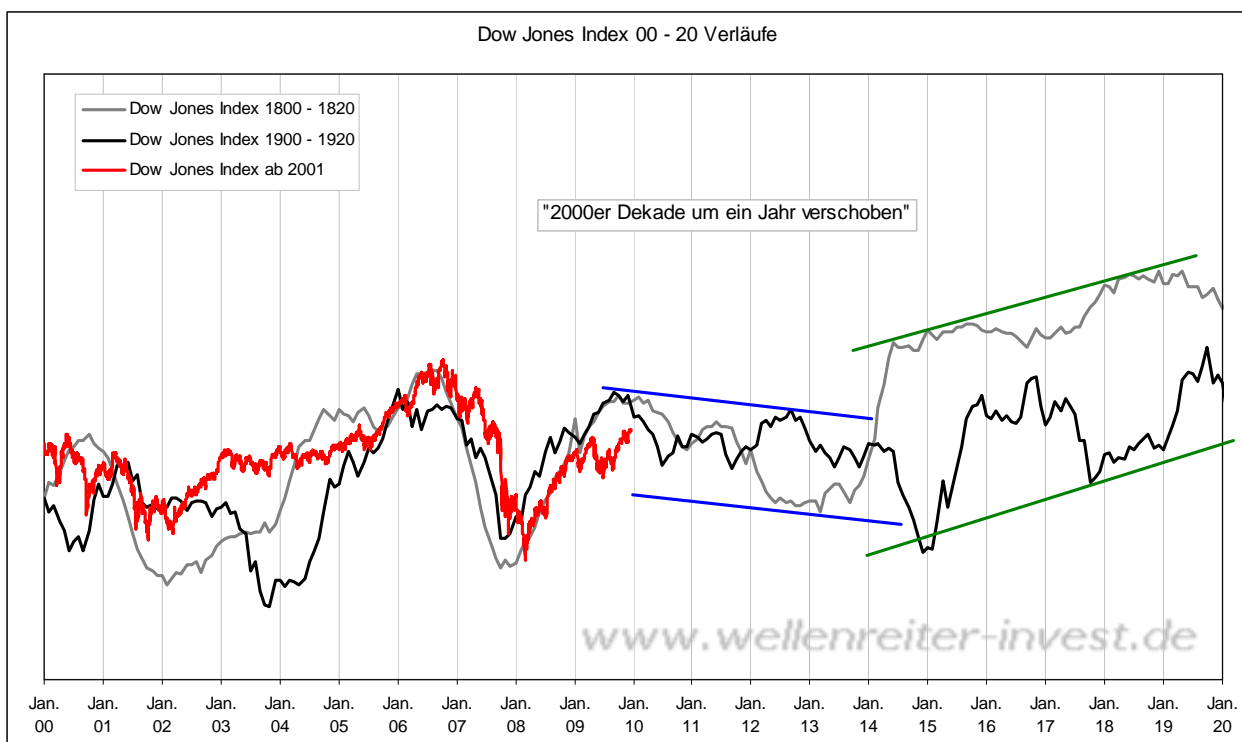


Abb. 6.19: Dow Jones Index Jahrhundertvergleichsmuster

Auch dieser Verlaufsvergleich lässt erwarten, dass die positive Dynamik des US-Aktienmarktes in den kommenden Monaten ausläuft, eine Toppbildungsphase beginnt, die dann in eine preisliche Schwächephase übergeht.

6.5 Marktstruktur

Ein Blick auf das Handelsvolumen in der abgelaufenen Dekade zeigt ein abnehmendes Interesse für die Aktienmärkte. Man kann die Periode seit 2007 als „Bärenmarkt der Volumina“ bezeichnen. Auch Aufwärtsbewegung seit dem Sommer 2010 wird mit sehr geringen Volumina gefahren.

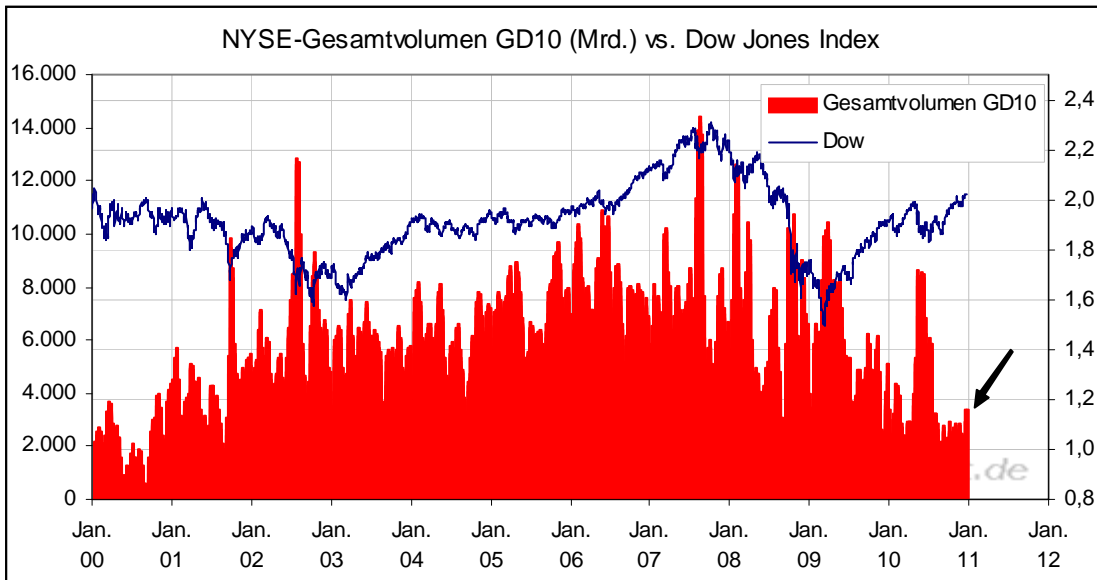


Abb. 6.20: NYSE-Handelsvolumen

Nicht nur die Aktienmärkte, sondern auch das Volumen an der NYSE hat übers Jahr gesehen typische Stärke- und Schwächephasen.

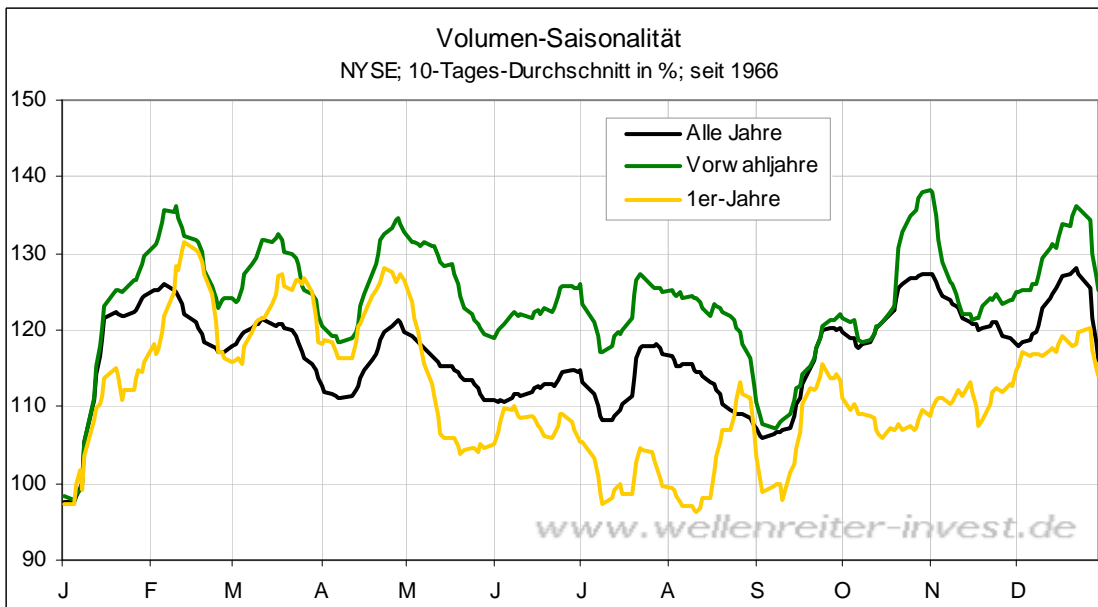


Abb. 6.21: Volumen-Saisonalität

1er-Jahre (gelb) bestätigen den Niedrig-Volumen-Trend an der Börse. Das Volumen ist zwischen Mai und Jahresende üblicherweise schwächer als im Durchschnitt aller Jahre.

Typischerweise bleibt das Handelsvolumen in Seitwärtsphasen schwach. Das Muster bestätigt unsere Erwartung einer längeren Seitwärts/Abwärtsphase für 2011.

Die Advance-Decline-Linie an der NYSE zeigte im Jahr 2010 relative Stärke zum breiten Markt.

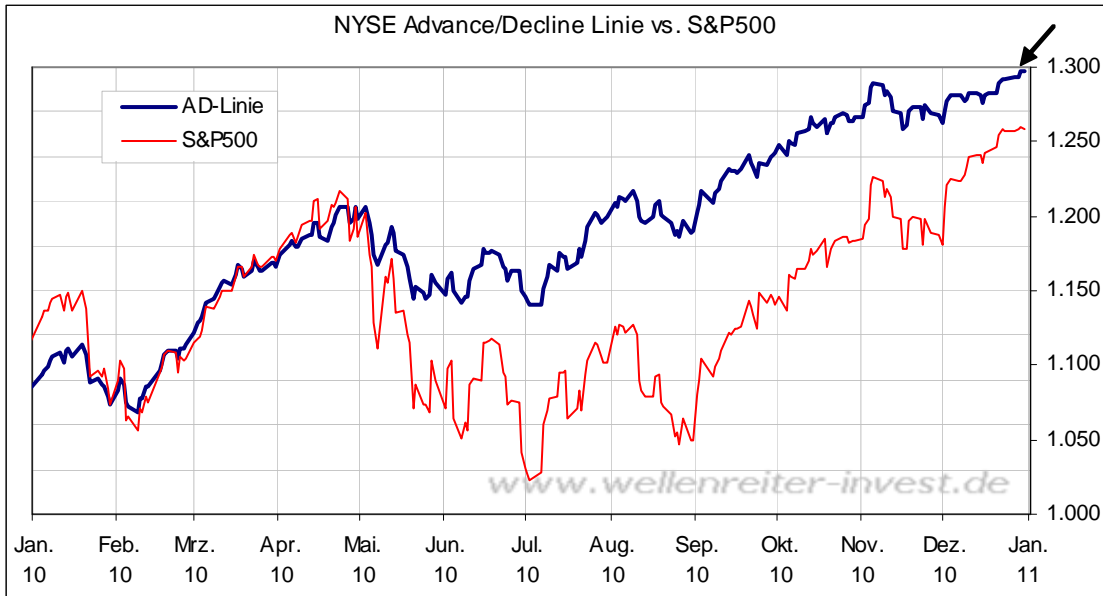


Abb. 6.22: NYSE AD-Linie kurzfristig

Die Advance-Decline Linie der NYSE umfasst alle an der NYSE notierten Werte. Beinahe die Hälfte der notierten Aktien sind Finanzwerte wie beispielsweise Anleihenfonds. In jüngerer Zeit wurden die Anleihenfonds abverkauft, sodass die AD-Linie im Dezember zwischenzeitlich abflachte. Zum Jahresende zeigt sich die AD-Linie in guter Verfassung. Sie lässt damit kein Ende der Aufwärtsbewegung erkennen.

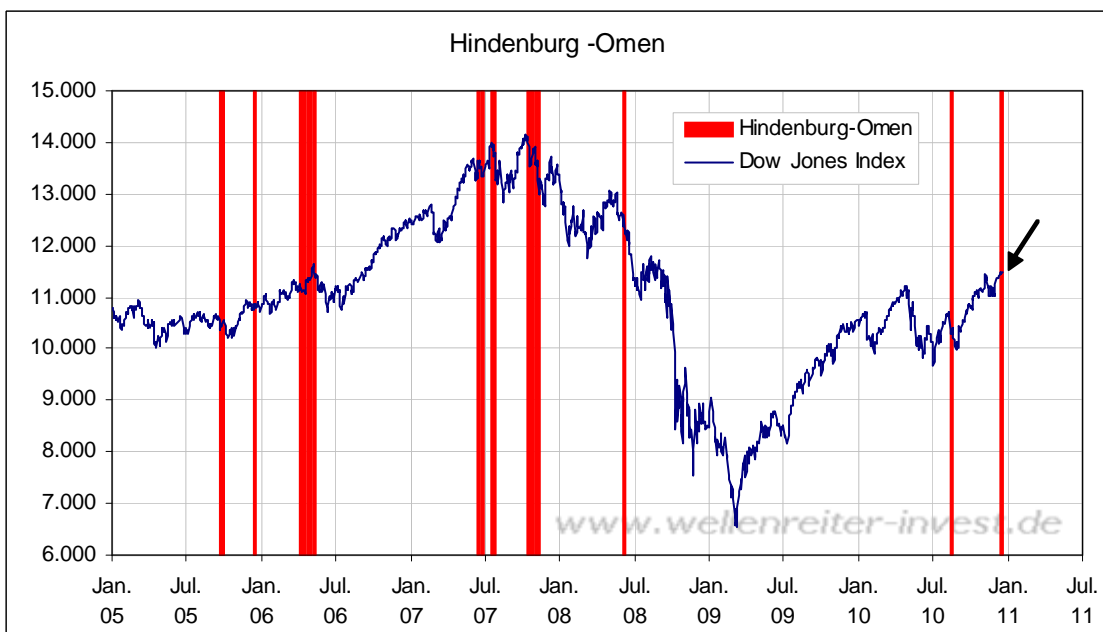


Abb. 6.23: Hindenburg-Omen

Auch im Falle des Hindenburg-Omens haben die Bond-Fonds eine Wirkung. Die beiden Hindenburg-Omen vom 14. und 15.12.2010 sind auch der Tatsache zu verdanken, dass an der NYSE ein hohe Zahl neuer 52-Wochen-Tiefs notiert wurden, die mit Anleihen-Fonds in Verbindung gebracht werden dürften. Nichtsdestoweniger ist ein solches Omen ein Warnzeichen, das - im Gesamtzusammenhang mit anderen Signalen - eine negative Markteentwicklung anzeigen kann.

6.6 Sentiment

Sentiment-Daten lassen sich in harte und weiche Sentiment-Daten unterscheiden. Während das weiche Sentiment in der Regel umfragebasiert ist, lässt sich das harte Sentiment direkt durch Kauf- und Verkaufsbewegungen messen.

Der Aufbau der Anleihen-Allokation in 2010 wird durch die Kapital-Allokationsumfrage von AAI deutlich (folgender Chart). In dieser Umfrage werden die Anleger monatlich zu ihren Investment-Aufteilungen befragt.

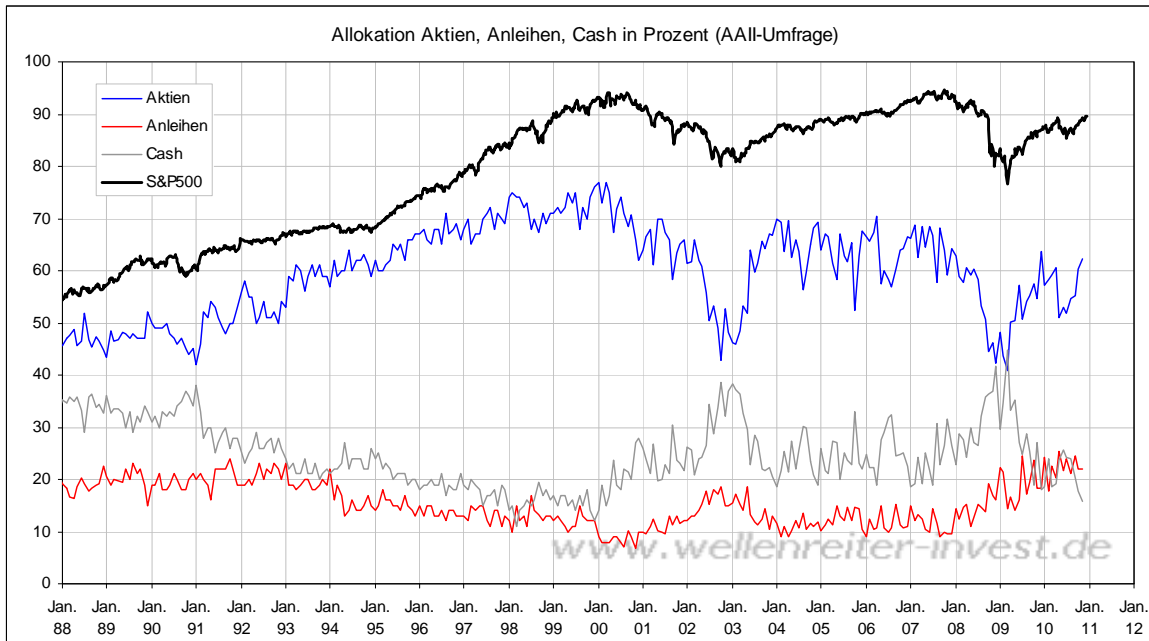


Abb. 6.24: AAI-Asset-Allokation

Danach beträgt der Anleihen-Anteil in den Portfolios der individuellen Anleger momentan 22 Prozent. Solche Werte wurden zuletzt zu Beginn der 1990er Jahre erreicht. Der Cash-Anteil befindet sich mit 16 Prozent auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau, während der Aktienmarktanteil mit 62 Prozent noch nicht die Höchstwerte im Bereich von 70 Prozent der Jahre 2004-07 erreicht hat.

Der Anleihen-Anteil ist historisch betrachtet zu hoch. Insbesondere dann, wenn man - wie wir - annimmt, dass die dreißig Jahre andauernde Phase steigender Anleihen (fallender Zinsen) in den Jahren 2008 und 2010 beendet wurde. Aufgrund der relativ niedrigen Cashquote der Anleger ist ein Reduzieren der Anleihenposition und ein weiterer Ausbau der Aktienposition eine Option, die die Aktienkurse zunächst stützen würde.

Bei ihrem Engagement am Aktienmarkt meiden die Anleger den heimischen Aktienmarkt.

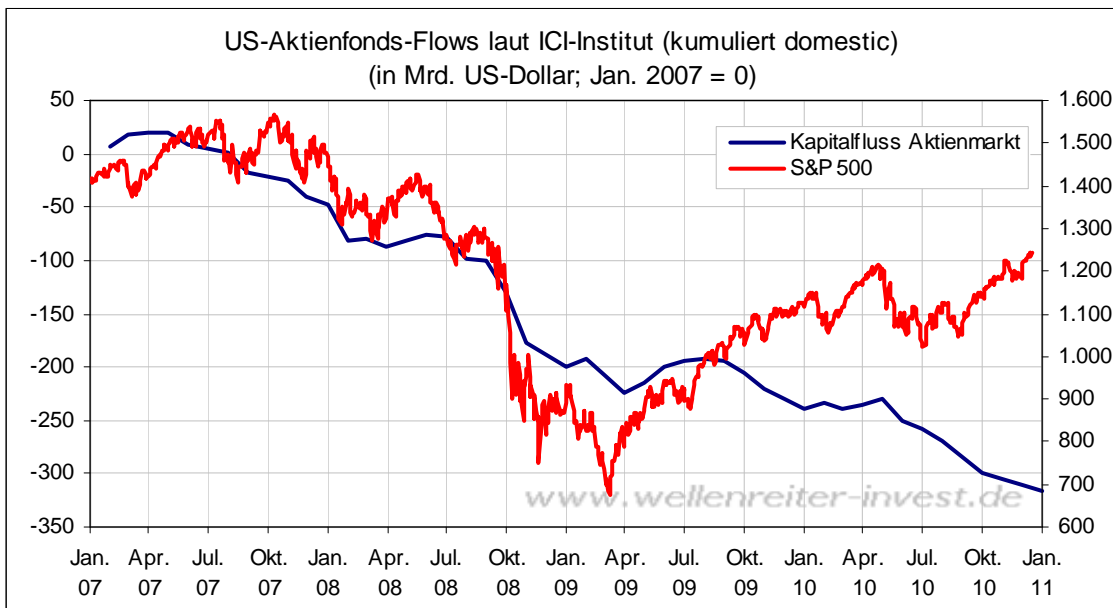


Abb. 6.25: US-Aktienfonds-Flows domestic

Trotz des Kursanstiegs seit März 2009 ist der Kapitalfluss am US-Aktienmarkt laut den Daten des ICI-Instituts negativ, so dass die Anleger per Saldo Mittel abgezogen haben. Sie legen ihr Geld überwiegend in Aktienfonds im Ausland mit Schwerpunkt der Emerging Markets an.

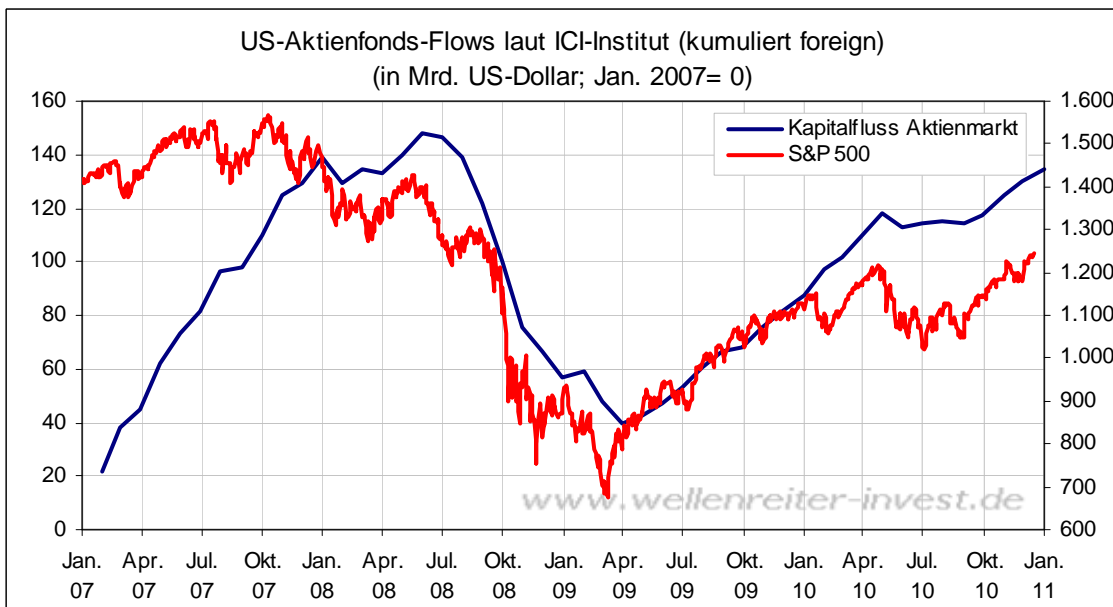


Abb. 6.26: US-Aktienfonds-Flows foreign

Die kumulierten Zuflüsse erreichen nahezu den Hochpunkt des zweiten Quartals 2008. Trotz dieser Mittelflüsse entwickelt sich Wall Street in 2010 besser als die Emerging Markets-Länder und der US-Dollar-Index fällt nicht mehr, auch wenn der Trend der

Aufwertung der Emerging Markets-Währungen bis dato intakt ist. Bei einer Enttäuschung in der Entwicklung der Emerging Markets-Länder besteht beträchtliches Potential für Repatriierungen der Gelder in den US-Dollar, so dass der US-Dollar dann aufwerten würde und die Aktienmärkte der Emerging Markets-Länder relative Schwäche gegenüber dem S&P 500 anzeigen würden.

Unter „weichem Sentiment“ versteht man umfragebasierte Einstellungen zu den Wertpapiermärkten. Investors Intelligence untersucht wöchentlich die US-Börsenbriefe auf bullische, neutrale oder bärische Stimmung. Dieser Sentiment-Indikator gilt als Kontra-Indikator.

Aktuell beträgt der bullische Anteil etwa 59 Prozent und liegt damit auf einem hohen Niveau.

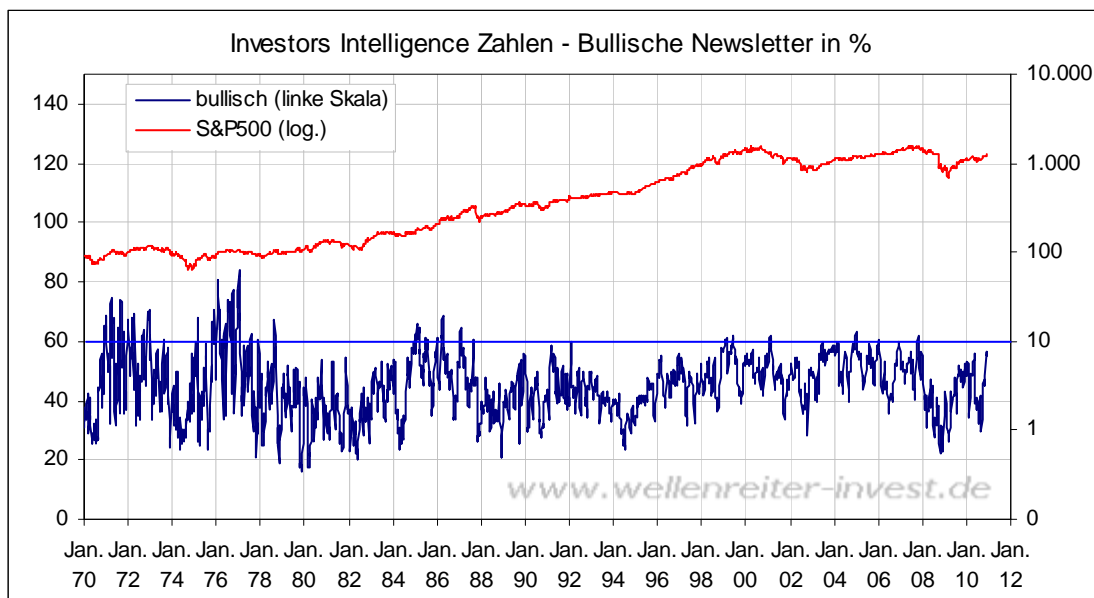


Abb. 6.27: Investors Intelligence – Bullische Börsenbriefverfasser

Preishochs bildeten sich zuletzt im April 2010 bei 56 Prozent und im Oktober 2007 in einem Bereich von 62 Prozent. Die Marke von 60 Prozent wurde generell in den letzten 10 Jahren kaum überboten und löste Phasen mit Preisschwäche aus. Die momentan zu beobachtende Stimmung liegt wieder in einem Bereich, indem ein Preishoch sehr nahe ist und eine zumindest temporäre Schwächephase zu erwarten ist. In den ersten Wochen in 2011 erscheint daher eine korrektive Phase wahrscheinlich.

6.7. Sektoren im Fokus

Die USA und Großteile der Weltwirtschaft befinden sich aktuell in einer reflationär geprägten Aufschwungphase. Nach dem Sektor-Rotations-Prinzip vollzieht sich in einer Aufschwungphase eine Veränderung der Marktpräferenzen von den nicht-zyklischen zu den zyklischen Branchen. Zyklische Branchen sind beispielsweise die Bereiche Autos, Einzelhandel und Hausbau, während nicht-zyklische Branchen die Bereiche Nahrungsmittel, Getränke, Tabak oder auch der Pharmasektor und die Versorger darstellen. Anleger bevorzugen nicht-zyklische Werte, wenn sie ein schwächeres Wirtschaftswachstum erwarten. Umgekehrt sind zyklische Werte für einen Aufschwung interessant.

Der Aufwärtstrend der zyklischen gegenüber nicht-zyklischen Werte ist weiterhin intakt, üblicherweise bilden sich im Vorfeld von Marktwenden Divergenzen gegenüber dem S&P 500 aus.

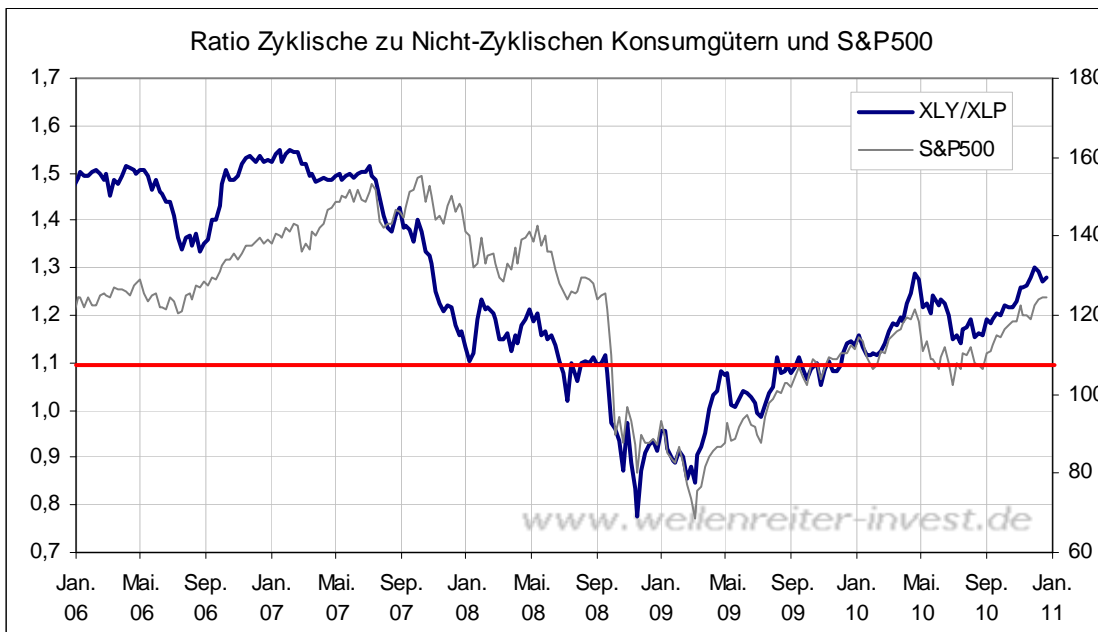


Abb. 6.28: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren

In 2007 fiel die Ratio am Preishoch im Oktober 2007 bereits deutlich ab, im März 2009 hatte sie ein zweites höheres Preistief ausgebildet. Da die Ratio momentan noch keine Divergenz ausgebildet, steht der Aufwärtstrend des S&P 500 in den kommenden Monaten noch nicht zur Disposition.

Die Favoriten des Jahres 2010 waren Biotech- und Goldminenaktien gefolgt von Nebenwerten und Einzelhandels- und Transportaktien.

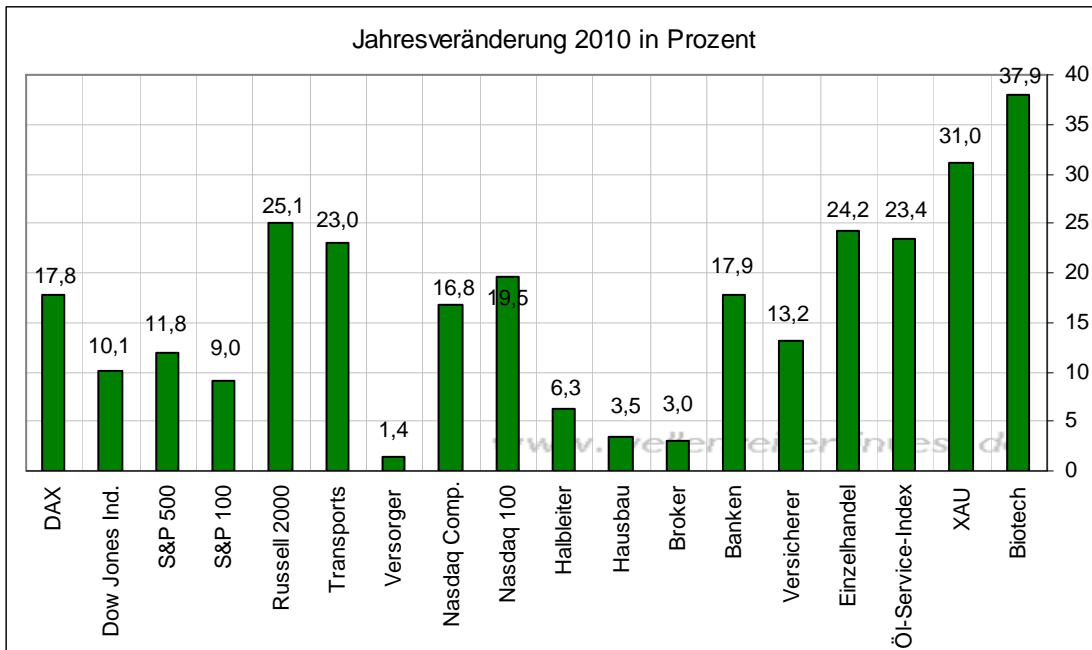


Abb. 6.29: Jahresveränderung 2010 in Prozent

Der Öl-Service-Index hat im zweiten Halbjahr 2010 bei der Performance deutlich aufgeholt und folgt in einem klassischen Rotationsmodell erst spät in einer Aufwärtssphase. Insofern wird es in den ersten Wochen 2011 interessant sein, welche Sektoren der Gewinner von 2010 an Aufwärtsmomentum verlieren werden. Einzelhandel und der Transportsektor sind aufgrund von Rotationsüberlegungen die Sektoren, die ihre Out-performance einbüßen sollten, wenn sich der Aktienmarkt einem Hochpunkt nähert.

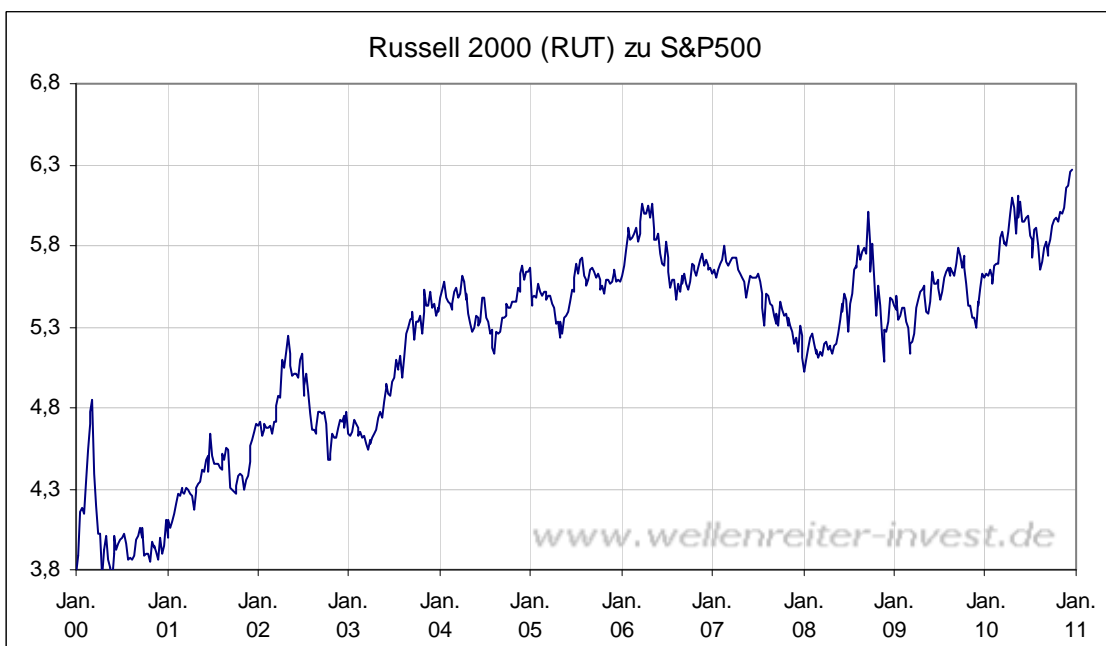


Abb. 6.30: Ratio Russell 2000 zu S&P500

Die Outperformance der kleinen Werte in den letzten 10 Jahren ist weiterhin intakt und nach dem Ausbruch der Ratio über die Hochpunkte der Jahre 2006 und Frühjahr 2010 ist aus technischer Sicht eine Fortsetzung der Outperformance zu erwarten.

Eine Trendwende bei defensiven Sektoren wie Versorgeraktien oder zurückgebliebenen Sektoren aus dem gesamten Finanzsektor ist zum Jahresende 2010 nicht zu beobachten, so dass eine Trendwende bei der reflationären Kapitalmarktbeziehung trotz der kurzfristigen Überhitzungsanzeichen einiger Sentimentindikatoren noch nicht zu erkennen ist.

6.8. Regionen im Fokus

Bedeutende Divergenzen sind nicht im US-Aktienmarkt ausfindig zu machen, den wir als hinteren Waggon des globalen Konjunkturzuges zu Beginn des Jahresausblicks beschrieben haben. Größere Divergenzen bestehen bis dato in der internationalen Entwicklung der Aktienmärkte.

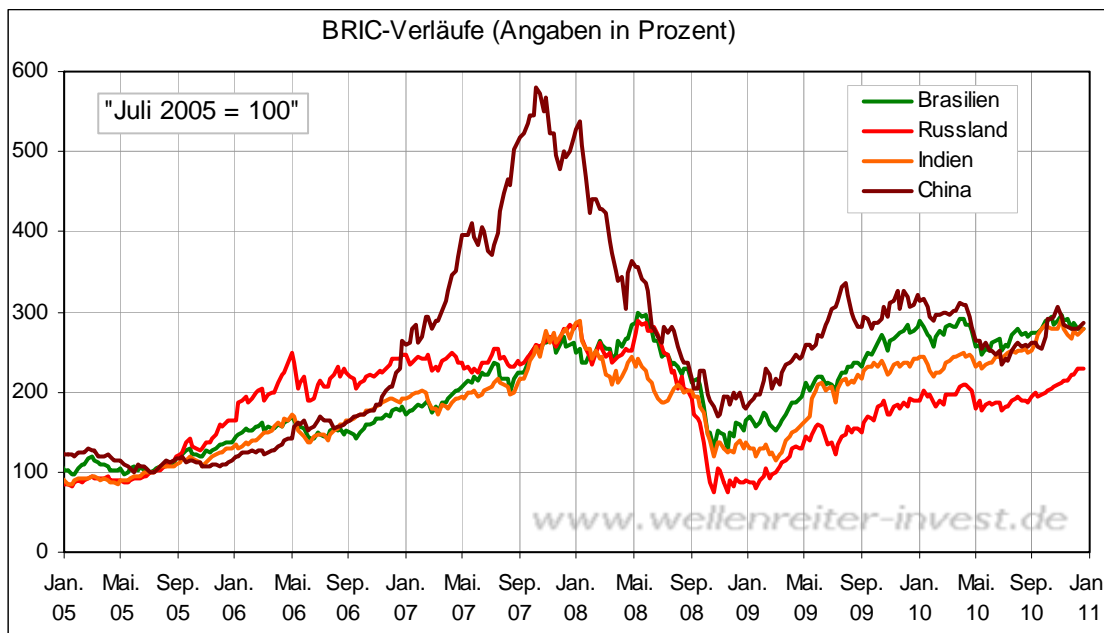


Abb. 6.31: BRIC-Verläufe

China zeigt deutliche relative Schwäche und konnte den Hochpunkt von Anfang August 2009 nicht überwinden, Brasilien und Indien scheiterten bis dato an den jeweiligen Hochpunkten von 2008. Russland entwickelte sich zuletzt dank des ansteigenden Ölpreises relativ am besten innerhalb der BRIC-Staaten, war aber ein Nachzügler gegenüber den drei anderen Ländern.

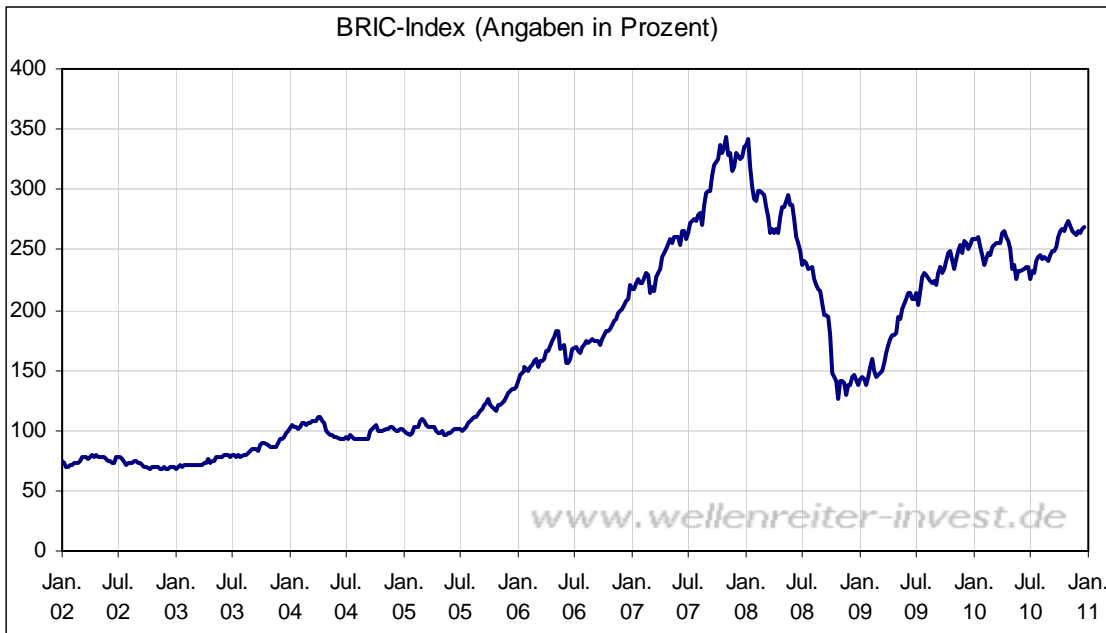


Abb. 6.32: BRIC-Index

Bei einer Gleichgewichtung der vier Staaten zeigt sich seit Herbst 2008 ein intakter Aufwärtstrend, der an Aufwärtsdynamik eingebüsst hat.



Abb. 6.33: Ratio BRIC-Index zum S&P 500

Der Verlust an Dynamik zeigt sich vor allem gegenüber dem S&P 500, der sich in 2010 besser als der BRIC-Index entwickelt hat. Die schwächere Entwicklung der BRIC-Staaten kann somit auch als ein erster Hinweis für einen nachlassenden Risikoappetit der Investoren angesehen werden. Aus technischer Sicht erscheint eine Fortsetzung der Outperformance des S&P 500 in 2011 wahrscheinlich.

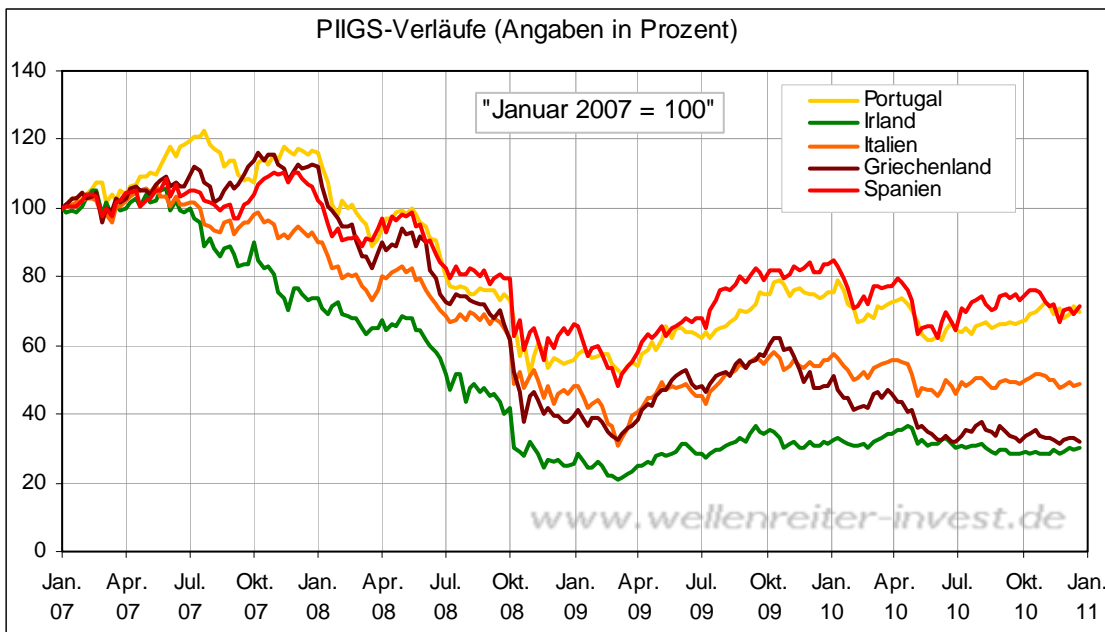


Abb. 6.34: PIIGS-Verläufe

Ein deutlicher Anstieg der Renditen bei Staatsanleihen ist kein positiver Beeinflussungsfaktor für den jeweiligen Aktienmarkt. Die Entwicklung der PIIGS (Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien) – Staaten zeigt an, dass keiner dieser Aktienmärkte im zweiten Halbjahr 2010 neue Bewegungshochs erzielen konnte. Griechenland besitzt die höchsten Renditen bei den Staatsanleihen und hat den schwächsten Aktienmarkt, der auf dem Niveau der Preistiefs vom März 2009 notiert.

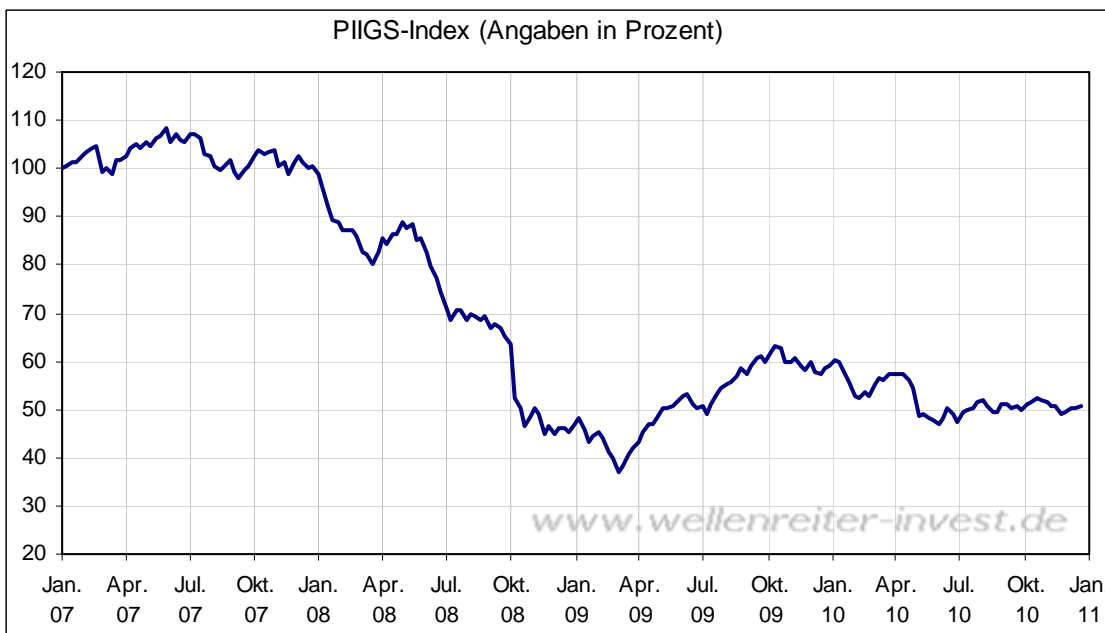


Abb. 6.35: PIIGS-Index

Der gleichgewichtete PIIGS-Index zeigt eine Seitwärtsbewegung in 2010, die dem Druck der gestiegenen Renditen zu verdanken ist.

Fazit: Im internationalen Kontext zeigen die BRIC-Staaten bereits leichte relative Schwäche gegenüber dem US-Aktienmarkt, deren Bremspolitik zeigt somit erste Spuren in den Ratiocharts. Die PIIGS-Staaten zeigen signifikante relative Schwäche, hier fallen Aktien- und Anleihenmarkt gemeinsam. Relative Schwäche zeigt auch der Schweizer Aktienmarkt aufgrund der deutlichen Währungsaufwertung. Ein globaler Aktienboom ist im zweiten Halbjahr 2010 nicht erkennbar.

Die Marktbreite des Aktienmarktaufschwungs lässt am Ende des Jahres 2010 einige Wünsche offen. Dies ist ein erstes frühes Signal für die Entwicklung an Wall Street im Hinblick auf die in 2011 ein Hochpunkt bilden wird, der eine Unterbrechung des reflationären Kapitalmarktrends bedeuten dürfte.

6.9 Zyklen und Zeitprojektionen

Aus Sicht unserer Zeitprojektionen erscheinen uns für das erste Halbjahr des Jahres 2011 die folgenden Tage/Zeiträume besonders bedeutsam:

Januar: 3. und 25.
 Februar: 10., 14. und 28.
 März: 17. und 30.
 April: 11. und 19.
 Mai: 6, 17. und 24.
 Juni: 6. und 23.

Zur Veranschaulichung stellen wir nachfolgend die Zeitprojektionstabelle für den November 2010 dar. Die Zeitprojektion 6.11. stellte einen vorläufigen Hochpunkt dar.

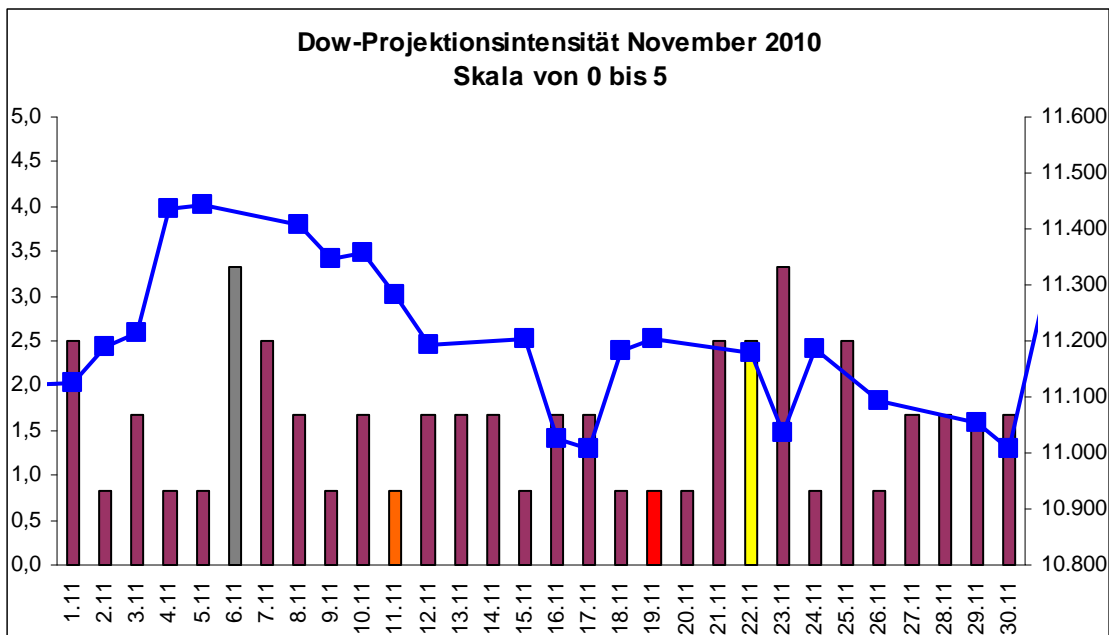


Abb. 6.36: Zeitprojektion November 2010

Nicht jede Zeitprojektion trifft einen wichtigen Wendepunkt. Aber Zeitprojektionstage belegen bestimmte Tage mit einem „Achtungszeichen“.

Exemplarisch stellen wir die Zeitprojektion für den April 2011 dar. Der April ein Monat, an dem es zu einem - zumindest sekundären - oberen Wendepunkt kommen könnte. Der 11. April vereint besonders viele Projektionen.

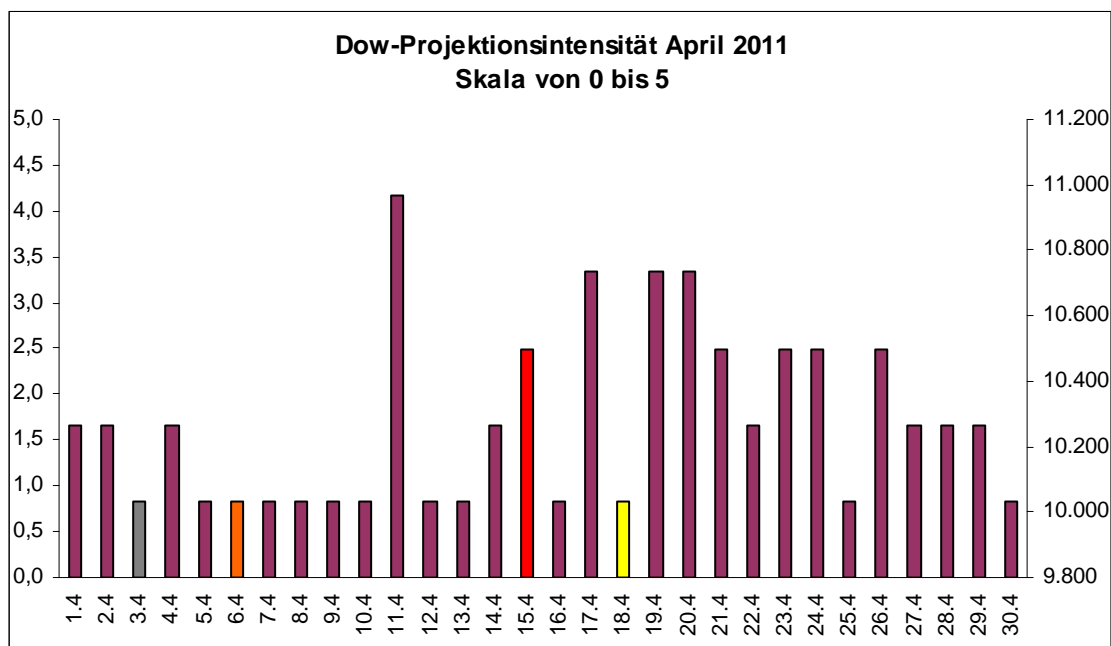


Abb. 6.37: Zeitprojektion April 2011

Die Projektionen errechnen sich aus früheren wichtigen Wendepunkten, die mittels Fibonacci-Relationen zeitlich nach vorn gespiegelt werden. Die Tage, auf die sehr viele Projektionen fallen, sind potentiell bedeutsame Wendepunkte. Eine solche Technik ist in der Charttechnik auf der Preisebene Standard.

7. Fazit für den US-Finanzmarkt

Im vergangenen Jahr haben wir an dieser Stelle eine Bereinigung und Neuordnung der Finanzmärkte postuliert. Blick man zurück, lässt sich feststellen, dass bisher nur geringe Teilbereiche der Neuordnung durchgeführt worden sind. In Europa hat man einen Rettungsschirm aufgespannt, man hat die EZB mit mehr Finanzmitteln ausgestattet. In den USA wurden Steuererleichterungsprogramme verlängert und erneut der Aufkauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank lanciert. Konkrete Verhandlungen über Haircuts oder Verlängerungen von Laufzeiten würden nicht geführt. Fairerweise muss man sagen, dass der Finanzmarkt es den Politikern leicht gemacht hat, nicht mehr zu tun als das unbedingt Notwendige. Der Boom in den Emerging Markets, die Erholung in Deutschland und einigen Teilen Europas sowie der messbare wirtschaftliche Aufschwung in den Vereinigten Staaten haben den Politikern Ruhekissen zur Verfügung gestellt.

Im Jahr 2011 werden die Ruhekissen beiseite gelegt werden müssen. Politiker werden das Jahr 2011 als Stressjahr empfinden. Die internationalen Zusammenkünfte werden sich häufen. Denn der Markt - der in 2010 ein gütiger Markt war – dürfte 2011 einige Schattenseiten entwickeln. Das Bremsen in China, Australien und Brasilien dürfte sich 2011 auf die Weltmärkte ausweiten. Deutschland – und hinten die USA – sitzen mit den Emergings Markets in einem Zug. Der US-Waggon dürfte als letzter über die Kuppe fahren. Aber auch dort dürfte der konjunkturelle Aufschwung in 2011 ins Stocken geraten.

Japan ist das große Fragezeichen. Das Land ist ein „Accident waiting to happen“. Die Renditen für 10jährige japanische Staatsanleihen schwanken um die Marke von ein Prozent. Wir hatten vergangenen Jahr ausführlich auf die Schuldensituation in Japan hingewiesen und angenommen, dass Japan bereits in 2010 unter Druck gerät. Die Weltmärkte entschieden sich dafür, zunächst Europa unter Druck zu setzen. Es ist jedoch klar, dass Japan im Falle eines Renditeanstiegs in den Bereich ab 2,5 Prozent in den Fokus der Weltfinanzmärkte rücken würde.

Die Stimmung zum Jahresende ist bullish, die Prognosen für die Aktienmärkte sind optimistisch. Im ersten Quartal dürften sich die Aktienmärkte frühzeitig für einen Rücksetzer entscheiden. Dieser Rücksetzer sollte auch die Rohstoffe erfassen. Der Zeitraum Ende Januar bis Mitte Februar sollte für ein Tief gut sein. Der darauf folgende Anstieg dürfte der stärkste des ganzen Jahres sein. Die Renditen dürften im ersten Quartal weiter anziehen, allerdings nicht mehr besonders stark. Der größte Teil des Wegs ist zunächst zurückgelegt.

Im Verlauf des zweiten Quartals dürfte es zu einer Top-Bildung an den Aktienmärkten kommen. Gleiches gilt für die Rohstoffe, von denen einige möglicherweise bereits im ersten Quartal Blow-off- oder normale Topps entwickeln werden (Insbesondere die Agrarrohstoffe). Die US-Inflationsrate dürfte in Q1 ihren Tiefpunkt erreichen. In Q2 sollte sie – allein schon aufgrund der Basiseffekte – deutlich steigen. Die Renditen sollten in Q2 gedeckelt sein. Die Realzinsen dürften nochmals fallen, sodass die Edelmetalle den Inflationspfad (oder besser gesagt: Reflationspfad) nochmals positiv begleiten dürften.

Wir vermuten, dass die US-Inflationsrate spätestens im dritten Quartal ihren Höhepunkt erreicht. Deflationsangst und Ängste vor einer Double-Dip-Rezession könnten aufkommen. Die Aktienmärkte dürften entsprechend negativ reagieren. Die Renditen würden jedoch – wahrscheinlich aufgrund der sich weiter zuspitzenden Staatsverschuldungssituation und den entsprechenden Herabstufungen – nur wenig mitfallen, sodass die Realrenditen steigen würden. Dies würde den Edelmetallen zusetzen.

Im vierten Quartal könnten sich die Aktienmärkte erholen (ab Ende Oktober oder auch erst ab Ende November). Gleiches würde für die Rohstoffe gelten. Das nächste G20-Treffen der Staats- und Regierungschefs ist für den dritten und vierten November in Cannes, Frankreich, geplant. Wir nehmen an, dass der Marktdruck auf die Politiker im dritten Quartal ausreichend Druck ausüben wird, um sie im vierten Quartal zu Neuordnungen der Finanzlandschaft zu zwingen.

8. Unsere 10 Thesen für 2011

1. Bei den Staatsanleihen bildet sich ein Bärenmarkt aus

Die Top-Bildung zieht sich allerdings noch hin. Der langjährige Aufwärtstrend und die Tiefpunkte der Jahre 2008-2010 bilden eine starke Unterstützung, die erfolgreich getestet werden dürfte.

2. Der US-Aktienmarkt weist eine zweigeteilte Entwicklung in 2011 auf

Nach einem kleinen Stolperer zu Jahresbeginn ergibt sich ein Kursaufschwung im Frühling. Im dritten Quartal ist mit einer Schwächephase zu rechnen, das zweite Halbjahr 2011 enttäuscht.

3. Steigende Inflationsraten kennzeichnen das erste Halbjahr 2011

Auch aufgrund der Basiseffekte sind steigende Inflationsraten im Frühsommer 2011 ein Gesprächsthema am Kapitalmarkt.

4. US-Leitzinsen bleiben auf niedrigem Niveau

Die US-Notenbank FED vollzieht nur dann eine Leitzinssatzerhöhung, wenn sich die Situation am Arbeitsmarkt signifikant verbessert (frühestens im zweiten Halbjahr).

5. US-Dollar mit Befestigung

Der US-Dollar-Index oszilliert zunächst seitwärts, im Sommer erfolgt eine Befestigung durch einsetzende Repatriierungen von US-Anlegern aus Emerging Markets- bzw. Rohstoffländern.

6. Der Euro bricht in 2011 nicht auseinander

Der politische Wille, an der europäischen Währung festzuhalten, bleibt ungebrochen. Das Währungspaar Euro/US-Dollar kann den Bereich 1,20 US-Dollar erfolgreich verteidigen.

7. Der Ölpreis kann die runde Marke von 100 US-Dollar nicht nachhaltig überwinden

Die Handelsspanne des Erdölpreises betrug in 2010 25 US-Dollar und dürfte in 2011 in einer nahezu identischen Handelsspanne zwischen 75 und 100 US-Dollar schwanken.

8. Die nachwachsenden Rohstoffe toppen als erster Sektor bei den Rohstoffen

Rohstoffe mit sehr starken Preisanstiegen wie Baumwolle und Kaffee bilden früh im neuen Jahr Preishochs aus und korrigieren preislich stärker. Sojabohnen bilden keine neuen Preishochs aus und entwickeln sich unter größeren Schwankungen seitwärts.

9. Die Phase der Outperformance der Industriemetalle endet im Frühjahr

Silber und Palladium bilden zusammen mit dem US-Aktienmarkt ein Preishoch aus.

10. Der US-Dollar/Yen bricht seine wichtige Unterstützung bei 80 Punkten

Die Yen-Stärke bleibt in den ersten Monaten 2011 ein Belastungsfaktor für den japanischen Aktienmarkt.

Disclaimer

Für die Richtigkeit sämtlicher Inhalte übernimmt Wellenreiter-Invest keine Garantie. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann daher nicht übernommen werden. Die von Wellenreiter-Invest gelieferten Informationen nutzen Sie auf eigenes Risiko. Wellenreiter-Invest garantiert nicht, dass Sie mit diesen Informationen Handelsprofite generieren oder Handelsverluste limitieren können. Auf keinen Fall kann Wellenreiter-Invest oder Robert Rethfeld oder Alexander Hirsekorn als Autoren für Handels- oder andere Verluste verantwortlich gemacht werden. Wir geben zu bedenken, dass Aktien und insbesondere Optionsscheininvestments grundsätzlich mit Risiko verbunden sind. Der Totalverlust des eingesetzten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Wir weisen darauf hin, dass die Weiterverbreitung oder Wiedergabe von Informationen dieser Seite oder Teilen davon ohne unsere Einwilligung nicht gestattet ist.

Über uns

Robert Rethfeld betreibt gemeinsam mit Alexander Hirsekorn die Website Wellenreiter-Invest, eine Onlinepublikation für wirtschaftliche, finanzielle und gesellschaftliche Entwicklungen. Hauptprodukt ist ein handelstäglich vor Börsenbeginn (ca. 8:30-9:00h) für Abonnenten erscheinender Börsenbrief („Wellenreiter-Frühausgabe“)

Der Börsenbrief ist auf grafische Anschaulichkeit und Erläuterung bedacht. Er konzentriert sich auf die Abhängigkeiten der Märkte, auf Verlaufsvergleiche und Saisonalität, auf zeitliche Muster sowie auf die Positionierung des Smart Money, die mit eigenen Indikatoren gemessen wird. Montags ist zusätzlich der Commitment of Traders-Report von Alexander Hirsekorn mit Einschätzung der Aktien-, Anleihen-, Währungs- und Rohstoffmärkte enthalten.

Ebenfalls Bestandteil unseres Angebots ist unser Abonnentenraum mit den folgenden – meist grafischen - Inhalten: Marktstrukturdaten, Saisonalitäten, Commitment of Traders-Daten und Charts, Verlaufsvergleiche, Relative-Stärke-Muster, Dekadenverläufe, internationale Aktienmärkte.

Das Gesamtprodukt kostet im Monatsabonnement 25 Euro (Halbjahresabo 110 Euro, Jahresabo 200 Euro). Wir bieten ein 14tägiges kostenloses Schnupperabo an. Mehr unter www.wellenreiter-invest.de

Wir veröffentlichen Einzelstudien und sind auch beratend tätig.

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn sind Recherchepartner und Autoren für das Börsenmagazin "Smart Investor" und liefern Beiträge und Interviews für diverse TV—Sender (n-tv, ARD-Börse, DAF) und Online-Seiten (u.a. Börsenseiten von ARD und ZDF, Trader's Journal). Sie stellen ihre Analysen und Schlussfolgerungen regelmäßig in Vorträgen vor. Rethfeld ist Mitglied der Vereinigung technischer Analysten ([VTAD](#)).

Abbildungsverzeichnis

- Abb. 2.1: Zinsstruktur Australien
Abb. 2.2: ISM-Index und IFO-Index
Abb. 2.3: ECRI-Leading Index (Economic Cycle Research Institute)
Abb. 2.4: ISM-Indizes
Abb. 2.5: US-Kapazitätsauslastung seit 1970
Abb. 2.6: US-Industrieproduktion seit 1998
Abb. 2.7: ABC Verbrauchervertrauen seit 2002
Abb. 2.8: Initial Claims
Abb. 2.9: US und deutsche Arbeitslosenquote
Abb. 2.10: US-Arbeitsplätze und Rezessionen
Abb. 2.11: US-Arbeitslosenquote
Abb. 2.12: Mittlere Dauer der US-Arbeitslosigkeit
Abb. 2.13: US-Sparquote
Abb. 2.14: US-BIP Wachstum und Zinsspanne
Abb. 2.15: Staatsverschuldung in % vom BIP
Abb. 2.16: kritische Zinsschwellen
Abb. 2.17: Verschuldung der Zentralregierungen in % vom BIP
Abb. 2.18: Rendite S&P Main Municipal Index
Abb. 2.19: Bevölkerungsentwicklung Deutschland
Abb. 2.20: Bevölkerungsentwicklung China
Abb. 2.21: Ausstehendes Kreditvolumen
- Abb. 3.1: US-Anleihemarkt in Mrd. USD
Abb. 3.2: US-Anleihemarkt – Segmente
Abb. 3.3: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800
Abb. 3.4: nominaler Zinssatz 30jähriger US-Anleihen seit 1915
Abb. 3.5: Verlaufsvergleich 60-Jahres-Zyklus
Abb. 3.6: Zinsen und Inflation langfristig
Abb. 3.7: Inflationsrate und Zinsen 1971 - 1976
Abb. 3.8: Inflationsrate und Zinsen 1946 - 1948
Abb. 3.9: Inflationsrate und Zinsen 2008 - heute
Abb. 3.10: Zinsspanne 30jährige zu 3monatigen US-Anleihen
Abb. 3.11: Saisonaler Verlauf 30jährige US-Anleihen
Abb. 3.12: Kapitalfluss US-Anleihenfonds
Abb. 3.13: 30jährige US-Anleihen Monatschart
Abb. 3.14: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 3.15: Marktphasen
Abb. 3.16: US-Arbeitslosenquote und US-Leitzins
Abb. 3.17: Renditen Staats-, Unternehmens- und Hypothekenanleihen
Abb. 3.18: Zinsen auf Unternehmensanleihen
- Abb. 4.1: US-Dollar Index seit 1985
Abb. 4.2: US-Dollar Index Monatschart
Abb. 4.3: US-Dollar Index und S&P 500
Abb. 4.4: Dollar/Euro seit 1955
Abb. 4.5: Australischer Dollar / US-Dollar seit 1955
Abb. 4.6: Renditen europäischer Staatsanleihen
Abb. 4.7: Euro/Dollar seit 1970

Abb. 4.8: Realzins-Differenz Euroland/USA

Abb. 4.9: US-Dollar / Franken seit 1986

Abb. 4.10: Euro / Franken seit 1976

Abb. 4.11: Realzins-Differenz USA/Japan

Abb. 4.12: Dollar/Yen

Abb. 4.13: Yuan/Dollar und Kupfer

Abb. 5.1: CRB-Rohstoff-Index

Abb. 5.2: Ratio Nachwachsende Rohstoffe zu Bodenschätze (langfristig)

Abb. 5.3: Ratio Nachwachsende Rohstoffe zu Bodenschätze (mittelfristig)

Abb. 5.4: Ölpreis-Stufen seit 1900

Abb. 5.5: Erdöl seit 1890

Abb. 5.6: Erdöl 60-Jahres-Zyklus

Abb. 5.7: Positionierung der Commercials

Abb. 5.8: Saisonaler Verlauf Erdöl in Vorwahljahren

Abb. 5.9: Erdöl und S&P 500 im Vergleich

Abb. 5.10: Kupfer seit 1900

Abb. 5.11: US-Inflationsrate und Kupfer 2000 - 2012

Abb. 5.12: Kupfer Verlaufsvergleich 30-Jahres-Zyklus

Abb. 5.13: SPDR-Gold-ETF

Abb. 5.14: Gold seit 1970

Abb. 5.15: Gold in Euro seit 1970

Abb. 5.16: Gold in Yen seit 1970

Abb. 5.17: Gold/S&P 500 Ratio

Abb. 5.18: Goldpreis und Euro/Dollar

Abb. 5.19: Gold/CRB-Ratio

Abb. 5.20: XAU zum S&P 500

Abb. 5.21: Goldpreis und Realzins langfristig

Abb. 5.22: saisonaler Verlauf Gold

Abb. 5.23: Silber seit 1900

Abb. 5.24: Silber/Gold Ratio

Abb. 5.25: iShares-Silber-ETF

Abb. 5.26: Saisonaler Verlauf Silber

Abb. 5.27: Silber Tageschart

Abb. 5.28: Index für nachwachsende Rohstoffe

Abb. 5.29: Baumwolle seit 1750

Abb. 5.30: Kaffee seit 1900 (graue Linien sind US-Rezessionen)

Abb. 5.31: Kaffee 60-Jahres-Zyklus

Abb. 5.32: Sojabohnen seit 1925

Abb. 5.33: Sojabohnen 60-Jahres-Zyklus

Abb. 5.34: CRB-Rohstoff-Index 30-Jahres-Zyklus

Abb. 6.1: Dow Jones Index 1800 – 2025 (inflationsbereinigt)

Abb. 6.2: Fed Modell

Abb. 6.3: KGV 10 und S&P 500

Abb. 6.4: Sotheby's

Abb. 6.5: Vier-Jahres-Zyklus

Abb. 6.6: US-Präsidentschaftszyklus

Abb. 6.7: Dow Jones Index Verteilung Vorwahljahre

Abb. 6.8: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Vorwahljahre 1898 - 2006

Abb. 6.9: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Vorwahljahre 1898 - 2006
Abb. 6.10: Dow Jones Index überdurchschnittliche Jahrzehnte
Abb. 6.11: Dow Jones Index unterdurchschnittliche Jahrzehnte
Abb. 6.12: Dow Jones Index 2000 - 2020
Abb. 6.13: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 1er-Jahre 1901 – 2001
Abb. 6.14: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 1er-Jahre/Vorwahljahre
Abb. 6.15: Verlauf inflationär geprägter Bärenmärkte
Abb. 6.16: Verlauf deflationär geprägter Bärenmärkte
Abb. 6.17: Blasenverlauf Nikkei im Vergleich
Abb. 6.18: Verlauf nach Kurshalbierung
Abb. 6.19: Dow Jones Index Jahrhundertevergleichsmuster
Abb. 6.20: NYSE-Handelsvolumen
Abb. 6.21: Volumen-Saisonalität
Abb. 6.22: NYSE AD-Linie kurzfristig
Abb. 6.23: Hindenburg-Omen
Abb. 6.24: AAI-Asset-Allokation
Abb. 6.25: US-Aktienfonds-Flows domestic
Abb. 6.26: US-Aktienfonds-Flows foreign
Abb. 6.27: Investors Intelligence – Bullische Börsenbriefverfasser
Abb. 6.28: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren
Abb. 6.29: Jahresveränderung 2010 in Prozent
Abb. 6.30: Ratio Russell 2000 zu S&P500
Abb. 6.31: BRIC-Verläufe
Abb. 6.32: BRIC-Index
Abb. 6.33: Ratio BRIC-Index zum S&P 500
Abb. 6.34: PIIGS-Verläufe
Abb. 6.35: PIIGS-Index
Abb. 6.36: Zeitprojektion November 2010
Abb. 6.37: Zeitprojektion April 2011