

# **Wellenreiter-Invest Studie**

## **Ausblick 2012**

**Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe**

**©Robert Rethfeld,  
Alexander Hirsekorn**

**Oberursel, im Dezember 2011**

## Inhaltsangabe

	<b>Seite</b>
<b>Einführung</b>	4
<b>1. Aktienmärkte im Übergang</b>	6
<b>2. Staatsschuldendebatte</b>	14
<b>3. Konjunktur</b>	26
3.1 Asien	27
3.2 Vereinigte Staaten von Amerika	31
3.3 Europa	38
3.4 Fazit	39
<b>4. Der Anleihemarkt</b>	41
4.1 Entwicklung der Staatsanleihen	41
4.2 Unternehmens- und Hypothekenanleihen	49
<b>5. Der Währungsmarkt</b>	52
5.1 US-Dollar-Index	52
5.2 Euro/ Dollar	54
5.3 Schweizer Franken	59
5.4 Dollar/ Yen	59
<b>6. Der Rohstoffmarkt</b>	63
6.1 Rohstoffmarkt langfristig	63
6.2 Erdöl	64
6.3 Gold	69
6.4 Silber	76
6.5 Kupfer	78
6.6 Nachwachsende Rohstoffe	80
<b>7. Der Aktienmarkt</b>	89
7.1 Das große Bild	89
7.2 US-Präsidentschaftszyklus	91
7.3 Dekadenmuster	97
7.4 Verlauf von Bärenmärkten	98

7.5	Marktstruktur	101
7.6	Sentiment	104
7.7	Sektoren im Fokus	106
7.8	Leit-Aktienindizes	109
7.8.1	DAX	109
7.8.2	Dow Jones Index	110
7.8.3	Nasdaq 100 Index	111
7.8.4	Nikkei Index	112
7.8.5	BRIC-Staaten	113
7.8.6	Peripherie-Staaten	114
7.9	Zeitprojektionen	116
<b>8.</b>	<b>Fazit für den Finanzmarkt</b>	<b>117</b>
<b>9.</b>	<b>Unsere 10 Thesen für 2012</b>	<b>120</b>
	<b>Disclaimer</b>	<b>121</b>
	<b>Über uns</b>	<b>122</b>
	<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>123</b>

## Einführung

Wie wird das Börsenjahr 2012? 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 unter anderem zyklischen Überlegungen ihren Raum geben. Den Abschluss unseres Jahresausblicks bilden ein Quartalsüberblick sowie die zehn Thesen.

„Der Demonstrant“ ist vom TIME-Magazin zur Person des Jahres gewählt worden.



Es trifft also keine Einzelperson – wie Mark Zuckerberg im Jahr 2010 oder Ben Bernanke im Jahr 2009 -, sondern eine weitgehend anonyme Masse, die von Tunesien über Ägypten, von Athen bis Madrid und zuletzt weltweit mit „Occupy Wall Street“ von sich reden machte. Häufig geht mit der Vergabe dieses Titels ein Höhepunkt an Aufmerksamkeit einher. Wird „der Demonstrant“ in 2012 weniger auftreten? Werden die Menschen aufhören, auf die Straße zu gehen?

Eine zwischenzeitliche Beruhigung ist denkbar. Aber ein Rückfall in die Klaglosigkeit eher nicht. Denn mit den sozialen Medien („Generation Facebook“), größerer Bildung und erweiterten Vergleichsmöglichkeiten der eigenen wirtschaftlichen Situation nimmt der Wille zu, Despotismus, Selbstbereicherung und Tyrannei zugunsten einer Form der Mitbestimmung zu verdrängen. Während also die Demokratie in einzelnen Staaten Afrikas und Asiens an Zugkraft gewinnt (sicherlich mit einem eigenen Islam-Antlitz), lässt Europa diese Regierungsform hinter sich und wendet sich der Eurokratie zu. Mit Eurokratie meinen wir nicht die Bürokratie in der EU (die ursprüngliche Begriffserklärung), sondern eine neue Regierungsform, die in 2011 aus der Taufe gehoben

wurde. Die nationalen Parlamente fürchten zu Recht eine Teilentmachtung, denn für über die Stränge schlagende nationale Haushalte greifen automatische Sanktionen, die im Rahmen einer enger werdenden Fiskalunion abgerufen werden. Euroland dürfte stärker zusammen wachsen, auch wenn es nicht ausgeschlossen ist, dass es an der Peripherie bröckelt.

Die Person des Jahres 2010, Mark Zuckerberg, wird zwischen April und Juni 2012 voraussichtlich einen emotionalen – und finanziellen - Höhepunkt erleben. Der Börsengang von Facebook dürfte in Sachen IPO das Highlight des kommenden Jahres werden. Zuckerberg war Person des Jahres, sein Leben wurde in 2010 verfilmt („The Social Network“). Der Börsengang wird viel Kapital in die Hände der Geschäftsleitung, der Anteilseigner und der Mitarbeiter spülen. Nach jüngeren Meldungen will Facebook für 10 Prozent der Unternehmensanteile 10 Milliarden Dollar einnehmen und somit beim IPO auf eine Marktkapitalisierung auf 100 Milliarden US-Dollar kommen. Google wurde bei seinem Börsengang 2004 mit 24 Milliarden US-Dollar bewertet. Große IPOs finden oftmals in der Nähe von Kurshochs statt. Googles Börsengang wurde ebenfalls in einem US-Wahljahr durchgeführt, nämlich am Ende einer Schwächephase nahe einem Verlaufstief. Insofern macht der Vergleich der beiden US-Unternehmen etwas Mut für die Aktienmarktperspektiven in 2012.

Wie ist es um die Psychologie der Facebook-Investoren und -Mitarbeiter bestellt, wenn sie derart fürstlich entlohnt werden? Steigt nicht ein Sättigungsgefühl mit tiefer innerer Befriedigung auf? Glaubt man nicht, es „geschafft“ zu haben? Zufriedenheit macht satt. Andere Unternehmen sind hungrig, sie warten nicht. Es wäre nur natürlich, wenn Facebook nach dem Börsengang in seiner Entwicklungsdynamik zumindest vorübergehend nachlassen würde. Und damit möglicherweise auch weitere Tech-Unternehmen, die bisher auf der Facebook-Welle mitgeritten sind.

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 2012 als neue Abonnenten begrüßen zu dürfen, sofern Sie nicht bereits Abonnent sind.

### **Oberursel, im Dezember 2011**

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn  
Wellenreiter-Invest

## 1. Aktienmärkte im Übergang

Der „ewige“ Takt der Aktienmärkte sieht eine jährliche Nominalrendite von gut fünf Prozent vor. Davon nimmt die Inflation gut zwei Prozent, sodass drei Prozent Realrendite für die Aktionäre übrig bleiben. Hinzu kommen Dividenden. Berechnet wurden diese Zahlen unter Berücksichtigung der vergangenen 210 Jahre im Dow Jones Index.

Betrachtet man die inflationsbereinigte Entwicklung auf der Grafik, so sind heftige Schwankungen um den Mittelwert feststellbar.

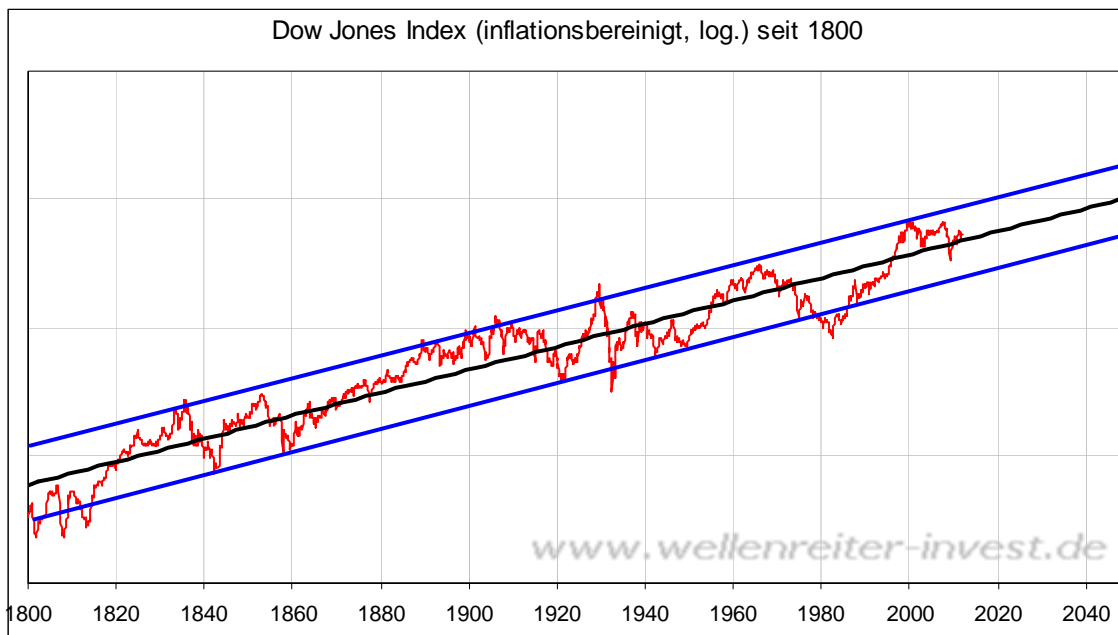


Abb. 1.1: Dow Jones Index inflationsbereinigt seit 1800

Trotz der aktuell gefühlten hohen Volatilität befindet sich der Dow Jones Index Ende des Jahres 2011 praktisch auf seinem langjährigen Mittelwert. Er ist weder über - noch unterbewertet. Die Überbewertung wird nicht abrupt abgebaut – wie zwischen 1929 und 1933 –, sondern schleichend wie in den 70iger Jahren.

Mit dem nächsten Chart zeigen wir eine Glättung des Dow Jones Index auf 4-Jahres-Basis.

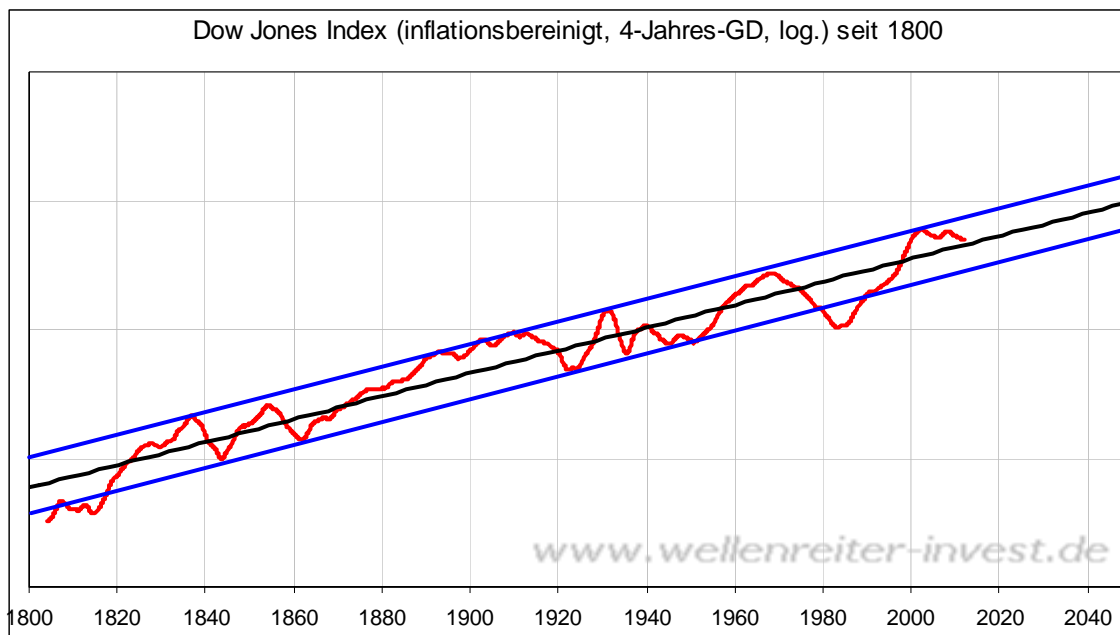


Abb. 1.2: Dow Jones Inflationsbereinigt (4-Jahres-GD)

Diese Betrachtung ist deshalb hilfreich, weil man erkennt, dass die größte Abweichung vom Mittelwert nicht 1933, sondern zu Beginn der 1980er Jahre gemessen wurde. Das damalige zweistellige Inflationsumfeld brachte die Realrendite für Aktien tief ins Minus.

Wir stellten weiter oben fest: Der reale Wert des Dow Jones Index befindet sich trotz des verlorenen Jahrzehnts knapp oberhalb der Mittellinie. Schaut man in die Vergangenheit, so wurde nicht eine Bewegung gezählt, bei der die Mittellinie den Schlusspunkt einer Abwärtsbewegung markierte. Im Gegenteil: Sobald die Mittellinie unterquert wurde, beschleunigte sich die reale Abwärtsbewegung des Dow Jones Index. Durchschnittlich war zwei bis drei Jahre später die untere Trendlinie erreicht.

Bevor ein neuer Bullenmarkt starten kann, müsste demnach eine Bereinigung stattfinden. Eine solche kann bei hoher Inflationsrate für die Aktienmärkte eine nominale Seitwärtsbewegung bedeuten (wie Ende der 1970er/Anfang der 1980er Jahre). Oder die Aktienmärkte fallen nominal deutlich, dafür kocht die Inflation auf Sparflamme.

Interessant ist, dass immer dann ein neuer Bullenmarkt begann, wenn der Anleihenmarkt einen Extrempunkt erreichte (Anfang der 1920er, Anfang der 1950er und Anfang der 1980er Jahre; siehe folgender Chart).

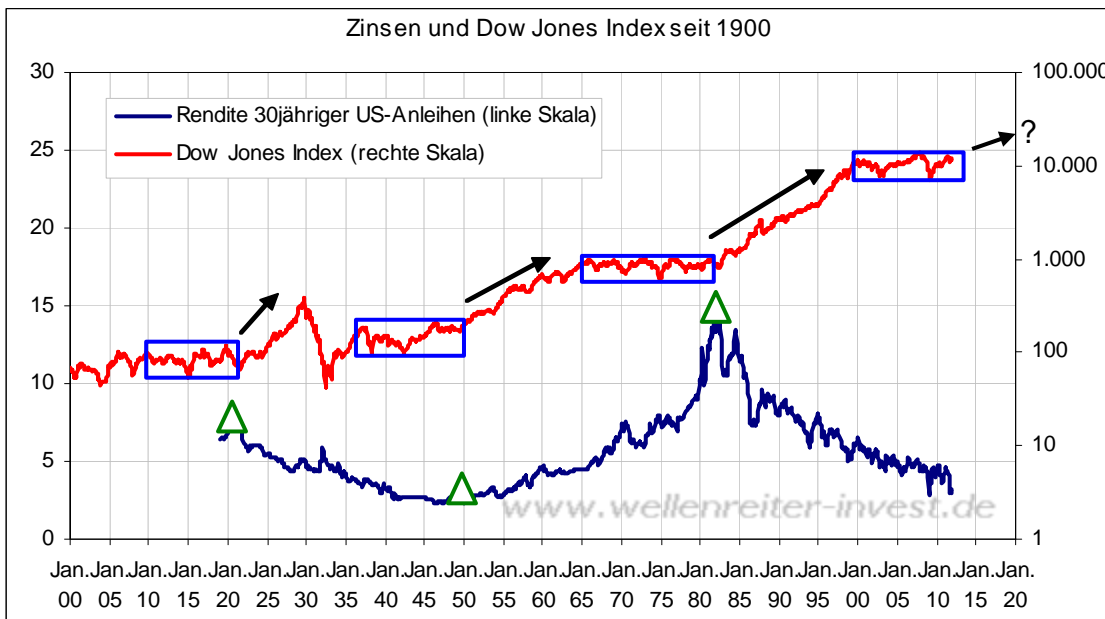


Abb. 1.3: Zinsen und Dow Jones Index seit 1900

Dies erscheint seltsam: Denn wie kann ein beginnender Abwärtstrend der Renditen die gleiche Wirkung haben wie ein beginnender Aufwärtstrend? Das Rätsel liegt im Realzins, welcher Renditen und Inflationsraten in einen Zusammenhang bringt. Der Realzinssatz ist der Zinssatz, der nach Abzug der Inflationsrate übrig bleibt. Während ein negativer Realzins auf Wirtschaft und Aktienmärkte belastend wirkt (der Konsument hat real weniger Geld zum Ausgeben), verbessert ein positiver Realzins die Einkommenslage von Privathaushalten und Unternehmen, die Geld anlegen und wieder mehr investieren.

Die Pfeile auf dem nächsten Chart weisen den Zusammenhang zwischen beginnenden Bullenmärkten und hohen Realzinsen hin.



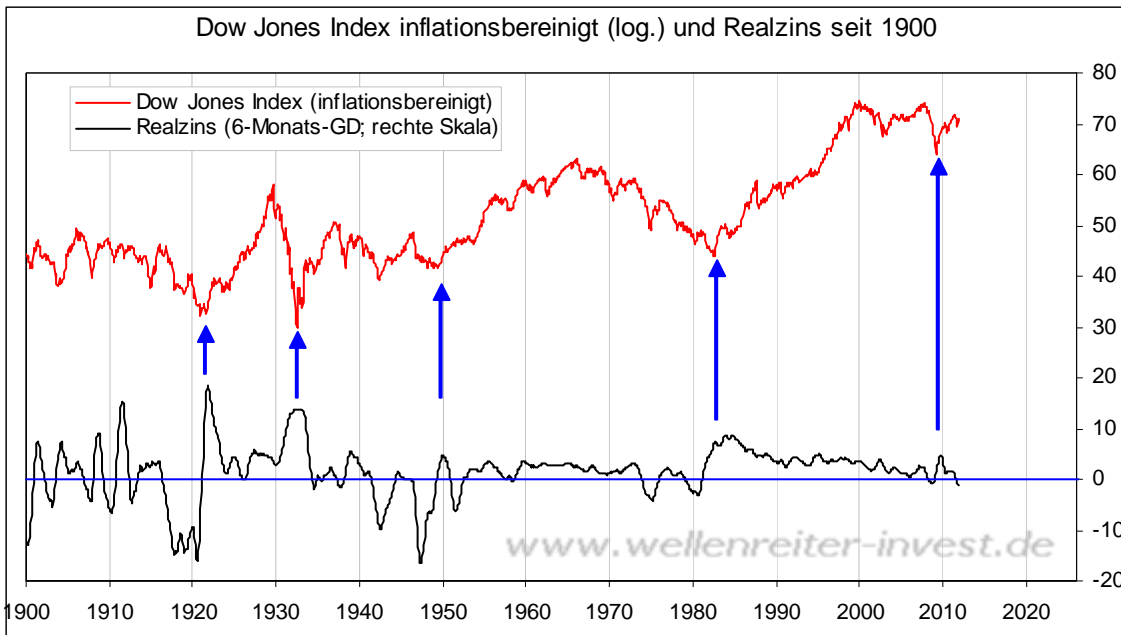


Abb. 1.4: Dow Jones Index und Realzins seit 1900

Der Aktienmarkt markiert immer dann ein wichtiges, investierbares Tief, wenn sich der Realzins auf einem hohen Niveau befindet (blaue Pfeile obiger Chart). Ein deutlich positiver Realzins ist durch einen vergleichsweise hohen nominalen Zinssatz, gepaart mit einer niedrigen oder negativen Inflationsrate, gekennzeichnet.

Startet in jedem Fall mit einem deutlich positiven Realzins ein neuer Bullenmarkt? Nein, nicht im Jahr 1911, als dem positiven Realzins lediglich eine kleine Aufwärtsbewegung folgte. Das nominale Preistief wurde nach der Kriegsunterbrechung 1914 unterschritten, ebenfalls marginal in 1918 und abschließend 1921, als die Baisse seit 1906 ihren Abschluss fand und den „wilden Zwanziger Jahren“ Platz machte. Der Chart verdeutlicht jedoch, dass ein inflationsbereinigter Anstieg der Aktienkurse dann erfolgt, wenn die Amplitude einen Hochpunkt beschreibt.

Auf dem folgenden Chart ist die Situation unmittelbar vor Beginn eines langjährigen Aktien-Bullenmarktes mit blauen Pfeilen dargestellt.

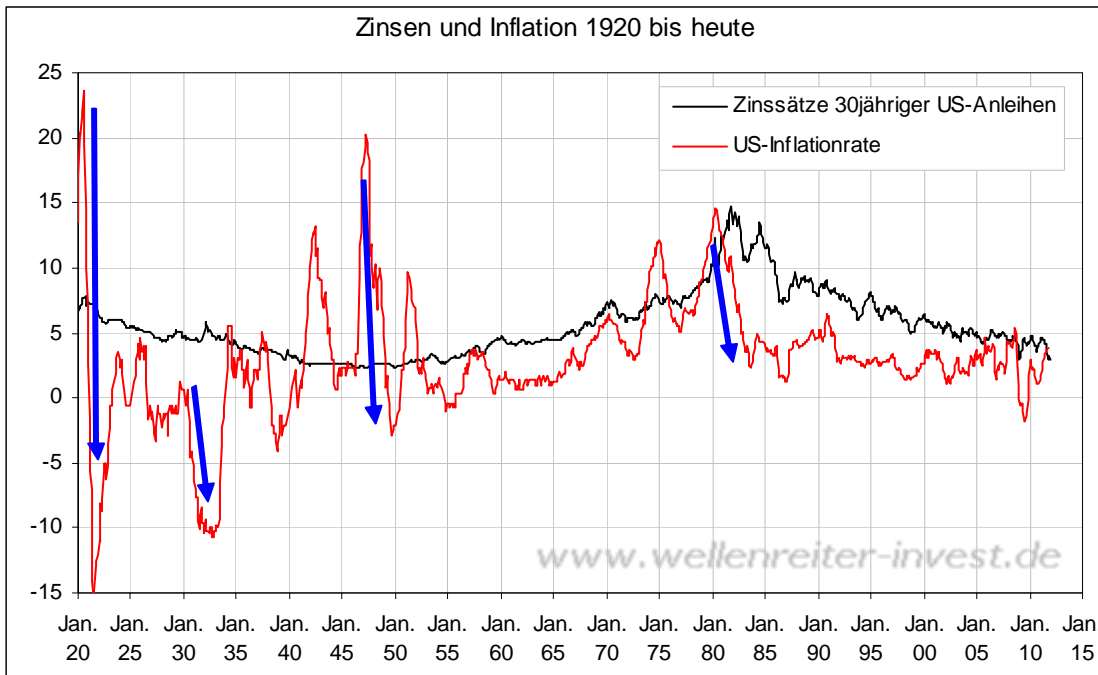


Abb. 1.5: Zinsen und Inflation seit 1920

Für die Aktien-Bullenmärkte ab 1921, 1932, 1949 und 1982 war der Weg nach oben erst nach einer starken deflatorischen Bereinigung frei. Sobald die Inflationsrate den Boden markierte und zu steigen begann, startete eine langjährige Aufwärtsbewegung.

Neue Bullenmärkte werden also im Gefolge eines deflationären Zusammenbruchs der Inflationsrate (der Realzins steigt deutlich) aktiviert. Dabei scheint es egal, ob die Inflationsrate von +15% auf +3% fällt (wie Anfang der 1980er Jahre) oder von +20% auf -3% (Ende der 1940er Jahre), von +2% auf -10% (wie 1929 bis 1933) oder von +23% bis -15% (zu Beginn der 1920er Jahre).

Das Preistief des S&P 500 im Oktober 2002/März 2003 erfüllte die Bedingung einer ausreichenden Fallhöhe nicht. Das Preistief im Herbst 2008/März 2009 ging mit einem starken Rückgang der Inflationsrate einher, sie fiel von +5,5% auf -2% und führte zu Deflationsbefürchtungen (Wiederholung der „Great Depression“).

Daher stellt sich die Frage, ob das Preistief des S&P 500 im März 2009 vergleichbar ist mit wichtigen Preistiefs wie z.B. in 1932 oder in 1974, in deren Gefolge der Beginn einer neuen langfristigen Aufwärtsbewegung erst viele Jahre später zu beobachten ist.

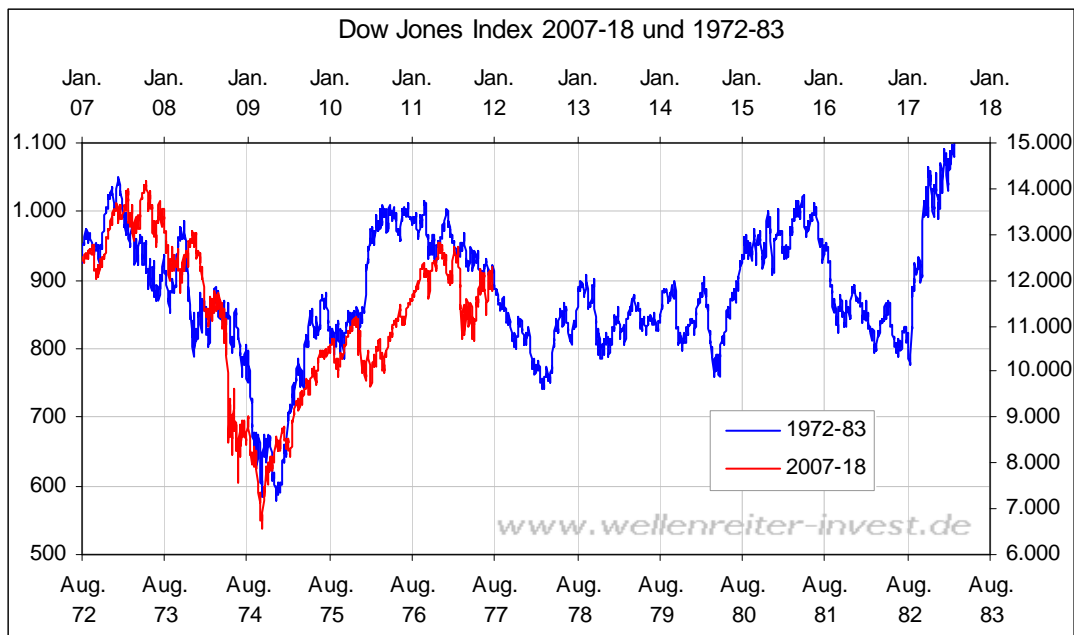


Abb. 1.6: Dow Jones Index 2007-18 und 1972-83

Der Vergleich mit 1974 gewinnt an Glaubwürdigkeit, weil die damalige Inflationsfallhöhe 7,5 Prozent betrug. Auch 2008/09 wurde eine Fallhöhe von 7,5 Prozent gemessen.

Das Tief von 1974 wurde nominal nicht mehr unterschritten, genauso wie wir vermuten, dass das Tief von 2008/09 nominal nicht mehr unterboten werden dürfte. Das Jahr 1974 war dennoch nicht der Start eines neuen Bullenmarktes. Die inflationäre Marktberreinigung begann im Frühjahr 1980 mit dem Inflationshoch. Dies würde - gemäß obigem Verlaufsvergleich - dem Frühjahr/Sommer 2014 entsprechen.

Nehmen wir unser Blasenverlaufsmuster hinzu, das neben der Synchronisierung der Tiefpunkte von 1974 und 2008/09 auch das Tief von 1914 berücksichtigt, so wird die Annahme einer bevorstehenden Marktberreinigung gestärkt. Denn genauso, wie nach dem Tief von 1974 etwa fünfeinhalb Jahre vergingen, bis die Inflation ihren Höhepunkt erreichte, wurde fünfeinhalb Jahre nach dem Tief des Jahres 1914 ebenfalls ein Inflationshöhepunkt notiert (im Jahr 1920).

Ergo: Aus Sicht unseres Blasenverlaufsmusters kommt der Frühling/Sommer 2014 - fünfeinhalb Jahre nach dem Tief von Ende 2008/Anfang 2009 - für eine inflationäre Marktberreinigung in Frage (grüne Ellipse folgender Chart).

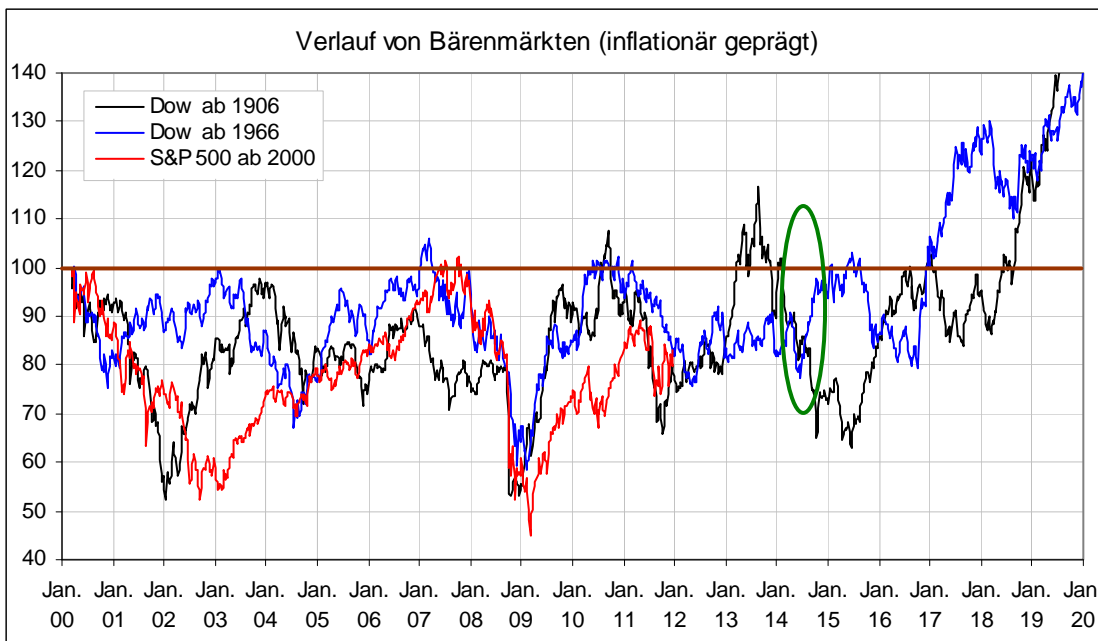


Abb. 1.7: Dow Jones Index 2007-18 und 1972-83

Wie der Zeitraum Ende der 1970er/Anfang der 1980er Jahre gezeigt hat, muss dies nominal für die Aktienmärkte keine große Korrektur bedeuten. Ein sekundärer (höherer) Tiefpunkt würde die Startbasis für eine neue langjährige Hausse legen. Ob eine hyperinflationäre Bereinigung notwendig sein wird, entscheiden die Märkte. Wir sehen einen solchen Ansatz derzeit nicht. Die Gefahr, dass es zu einer stark deflationären Bereinigung kommt, erscheint mindestens genauso hoch. Egal wie es kommt: Wichtig ist eine ausreichende Fallhöhe. Eine Bereinigung der aktuellen Situation dürfte eine Fallhöhe von zehn Prozent plus X benötigen.

Eine „Außenseiter-Lösung“ billigen wir einem 1930er/40er-Jahre-Verlaufsmuster zu.

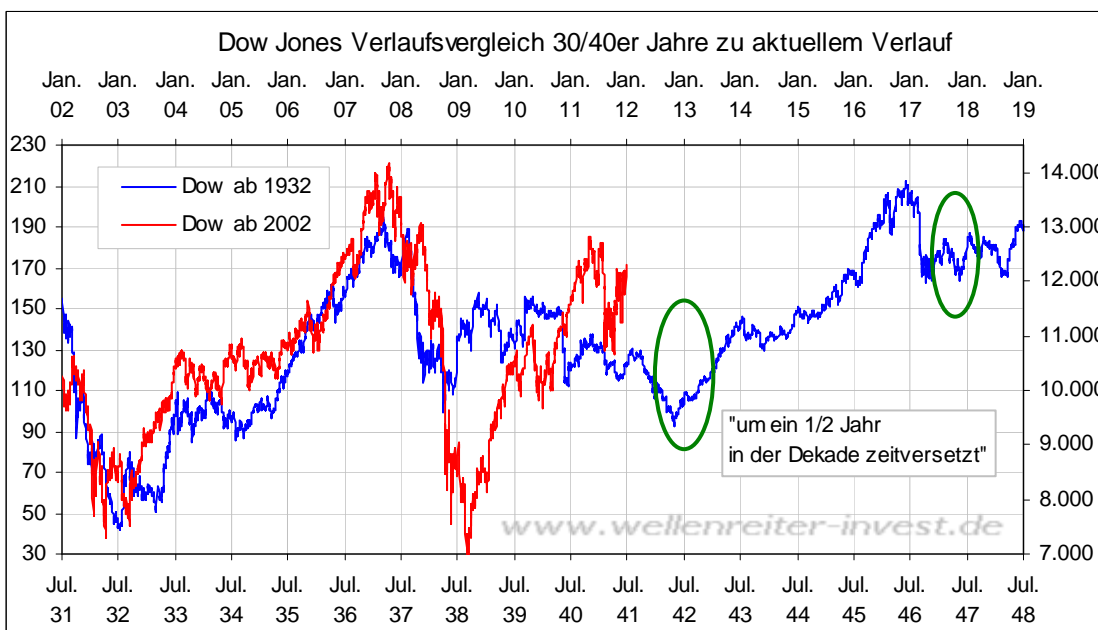


Abb. 1.8: Dow Jones Index Verlaufsvergleich 1930/40er

Damals ergaben sich in den Jahren 1942 und 1947 Preisindex-Bereinigungen mit Fallhöhen von 13 bzw. 20 Prozentpunkten (grüne Ellipsen obiger Chart). Wir bezeichnen das 1930er/40er-Verlaufsmuster deshalb als Außenseiter-Lösung, weil die US-Wirtschaft – ausgehend vom aktuellen US-Inflationsniveau von 3,5% - bis zum dritten Quartal 2012 in einen stark deflationären Bereich abrutschen müsste (etwa auf minus 10 Prozent). Eine solche „Lösung“ wäre einzig nach einem Systemschock vorstellbar, in dem die europäischen Finanzmarkt-Sicherungssysteme versagen und China eine harte Landung erfährt.

Käme es zu einem solchen deflationären Schock, wäre die Wiederwahl von US-Präsident Obama Wunschdenken. Gleichzeitig würde sich – und das ist die positive Nachricht – die Weltwirtschaft auf eine Phase des Wachstums von Ende 2012 bis ins Jahr 2016 hinein einrichten können. Die Bereinigung wäre groß genug ausgefallen, um eine mehrjährigen Anstiegsphase zu unterstützen. Wir geben einem solchen Szenario jedoch nur eine minimale Wahrscheinlichkeit, zumal aus technischer Sicht ein weiterer Aspekt gegen einen Verlauf wie 1942 spricht: Die Struktur des Anstiegs 1942-1946 verlief sehr ähnlich wie der Anstieg von 2003-2007, so dass ein solches Muster nicht noch einmal zeitnah auftreten dürfte.

Fazit: Die Fallhöhe der Verbraucherpreise sorgt für eine Bereinigung der Finanzmärkte. Dabei spielt es keine Rolle, ob der Fall bei einer Inflationsrate von 15% oder 3% beginnt. Entscheidend ist eine ausreichende Differenz zwischen Anfang und Ende der Bereinigung. Diese sollte möglichst zweistellig sein. Erst danach ist der Weg für einen neuen Aktien-Bullenmarkt frei. Erfolgt in diesem Jahr ein systemischer Zusammenbruch der Finanzmärkte – was wir für wenig wahrscheinlich halten -, dann sollte noch in 2012 eine längerfristige Aufwärtsbewegung starten. Wahrscheinlicher ist ein längeres Seitwärtslaufen der Märkte mit einer Preisindex-Bereinigung erst im Jahr 2014. Die US-Aktienmärkte würden in diesem Fall ihr Tief von 2009 nicht mehr unterschreiten.

## 2. Staatsschuldendebatte

Die US-Staatsverschuldung folgt seit mehr als 150 Jahren einer mehr oder weniger gleichmäßigen exponentiellen Wachstumsrate.

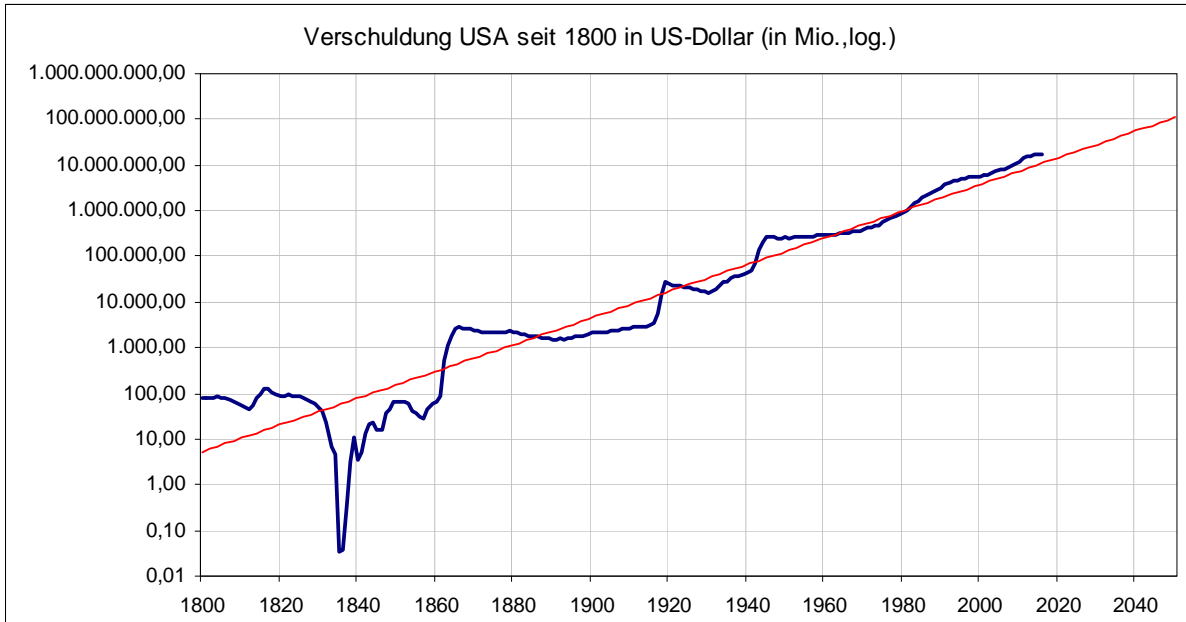


Abb. 2.1: Öffentliche Verschuldung USA seit 1800

Wichtig erscheint uns die Erkenntnis, dass ein nominaler Schuldenabbau nach 1840 so gut wie nicht erfolgte. Real werden Schulden abgebaut, indem sie nominal lange Jahre seitwärts laufen (sprich: Die Neuverschuldung setzt über einen längeren Zeitraum aus). Gemäß der roten Trendlinie dürfte die US-Staatsverschuldung im Jahr 2050 auf 100 Billionen US-Dollar angewachsen sein.

Der Auf- und Abbau des Verschuldungsanteils am BIP werden für die USA auf dem folgenden Chart dargestellt.

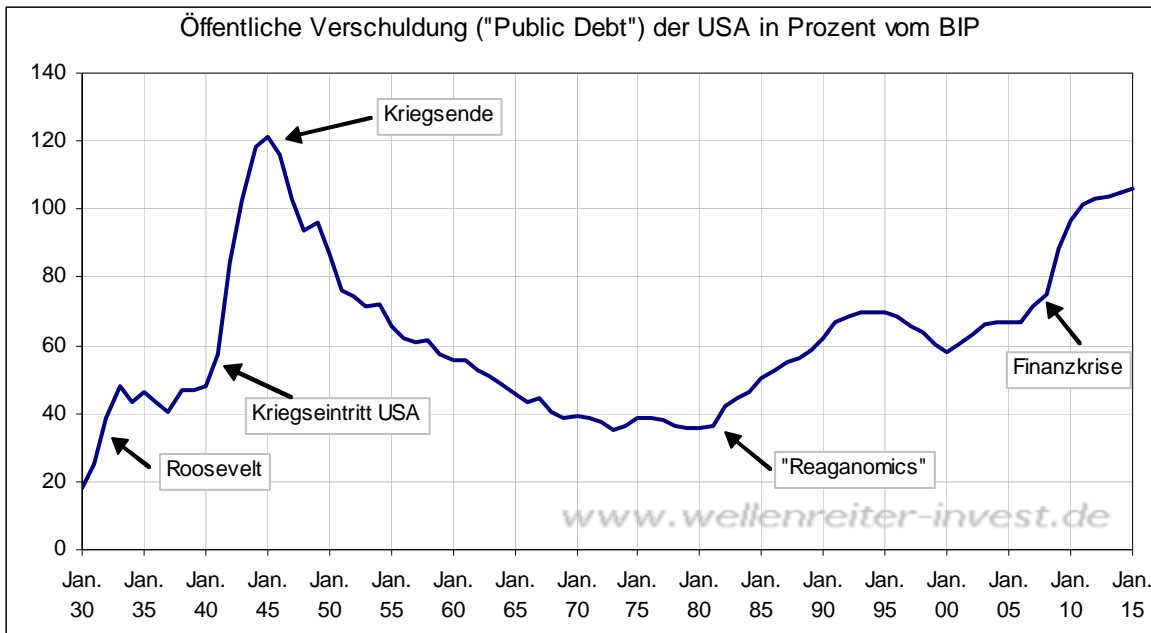


Abb. 2.2: Öffentliche Verschuldung USA in Prozent vom BIP

Der Schuldenabbau gelang durch Wachstum, hauptsächlich aber durch Inflation. Dies belegt der folgende Chart eindrucksvoll.

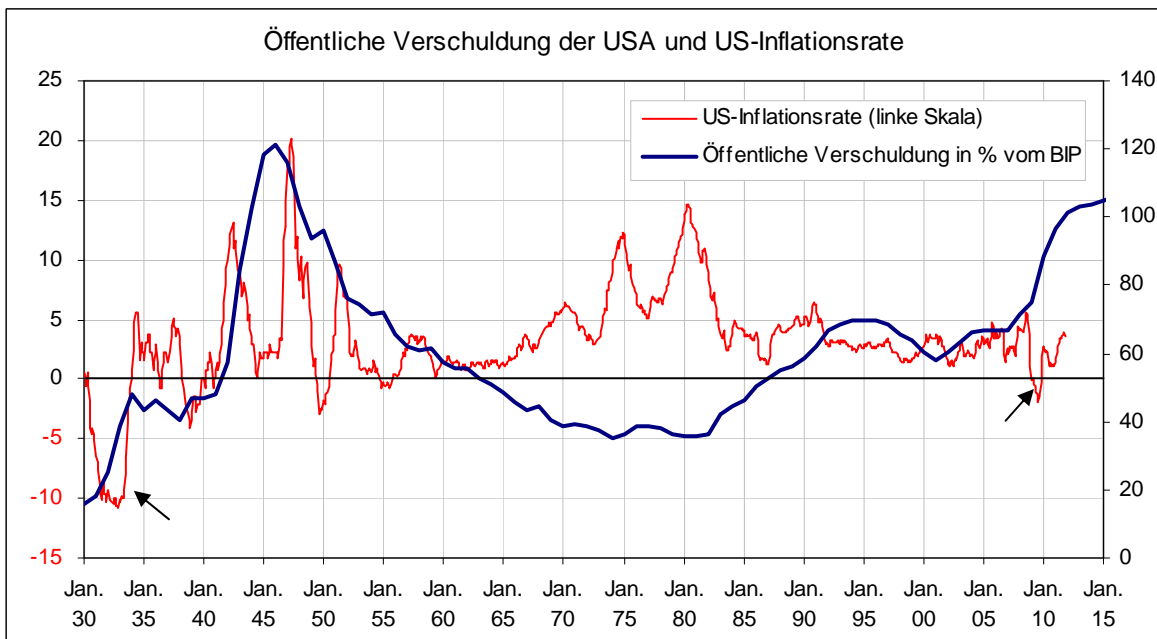


Abb. 2.3: Öffentliche Verschuldung USA und Inflationsrate

Eine Deflation wie in den 1930er Jahren oder in 2008 führt hingegen zum Schuldenaufbau. Dies zeigt auch die Entwicklung in Japan in den letzten Jahren. Die Vergangenheit zeigt, dass ein nominaler Schuldenabbau kaum funktioniert. Erst die - zyklisch immer wieder kehrenden - Phasen höherer Geldentwertung sorgten für eine Bereinigung. Ein vorläufiges Ende des Ausbaus der Neuverschuldung bedarf jedoch auch der Einsicht der handelnden Personen, dass ein solcher Schritt notwendig ist.

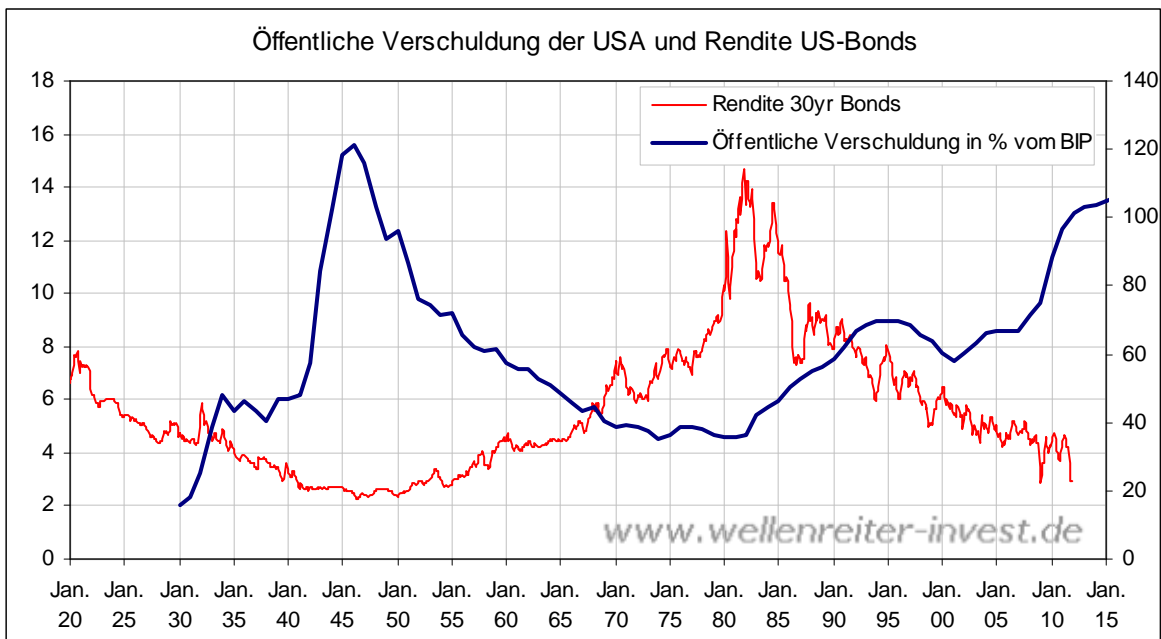


Abb. 2.4: Öffentliche Verschuldung USA und Rendite US-Bonds

Der starke Ausbau der Staatsverschuldung war in Phasen niedriger Zinsen wie in den 40iger Jahren oder in den letzten Jahren zu beobachten, während hohe nominale Zinsen wie in den 70iger Jahren den Politikern Handfesseln anlegen, die Staatsverschuldung auszubauen. Die Zinsen wirken dabei historisch als disziplinierender Faktor für die Politiker.

Die US-Privathaushalte verhalten sich nach dem Platzen der Immobilienblase als Indiz einer Überschuldungssituation wie im Lehrbuch: Die nominale Verschuldung wurde seit dem Jahr 2007 nicht mehr vertieft, der Trendverlauf stagniert.

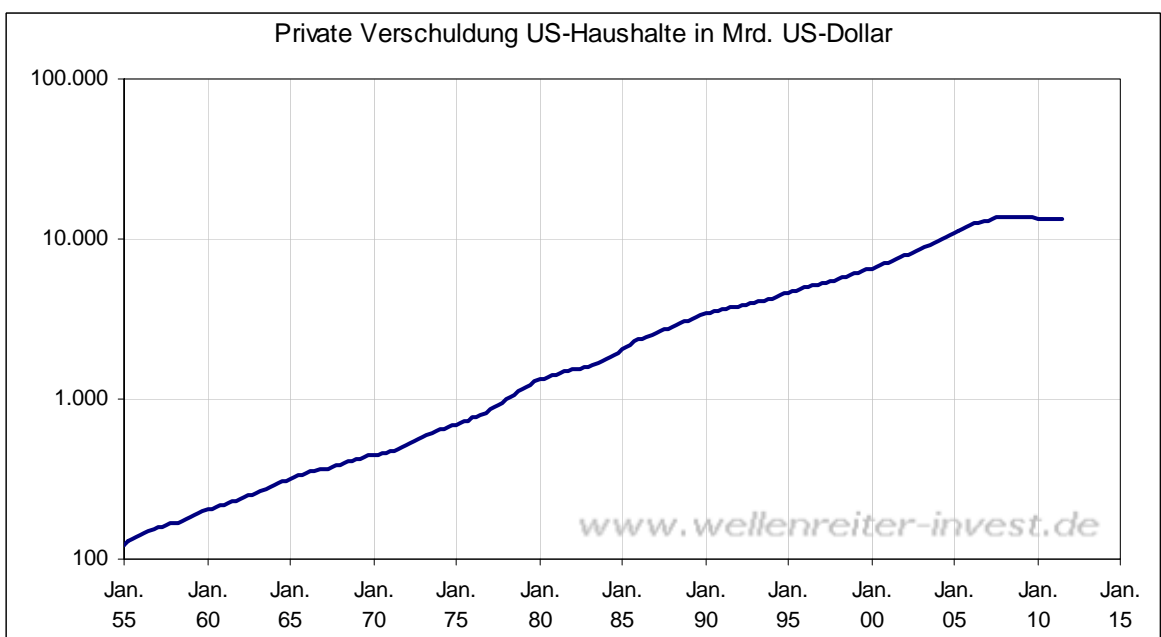


Abb. 2.5: Verschuldung US-Haushalte



Da das BIP seit 2007 anstieg, verringerte sich die Verschuldung der US-Haushalte in Prozent vom BIP um immerhin 10 Prozentpunkte (folgender Chart).

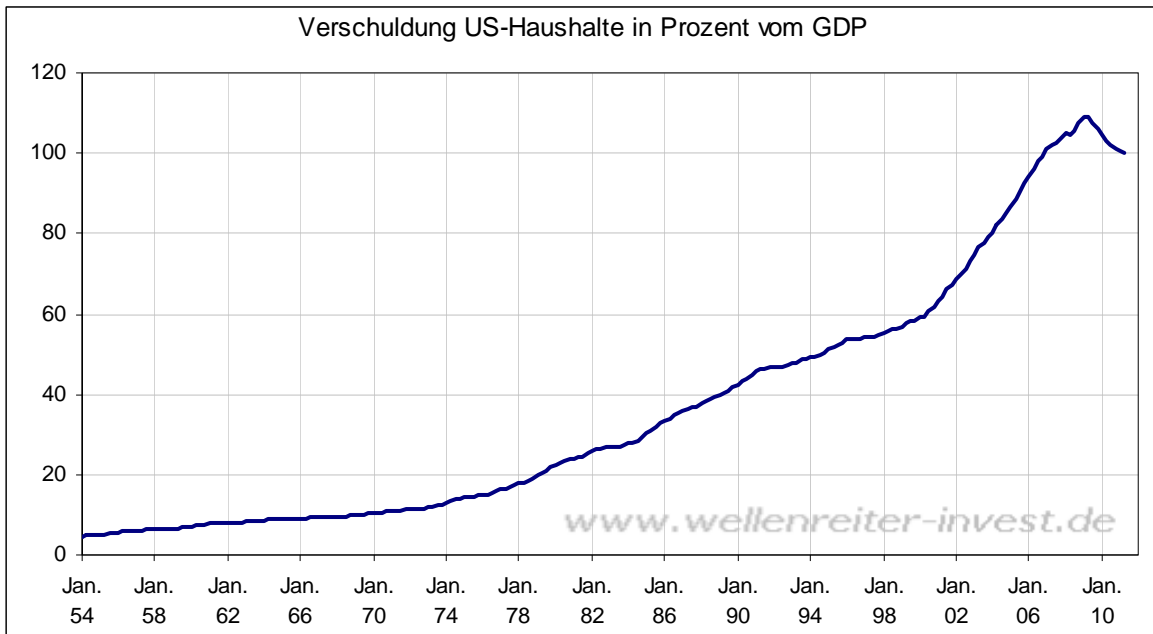


Abb. 2.6: Verschuldung US-Haushalte in Prozent vom BIP

Die Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte konnten dank leichtem nominalen Schuldenabbau, Rekordniedrigzinsen, und niedrigvolumigem Hausbaugeschäft auf gut elf Prozent vom verfügbaren Einkommen zurückgefahren werden. Dies sind nahezu Rekord-Niedrigwerte (folgender Chart).

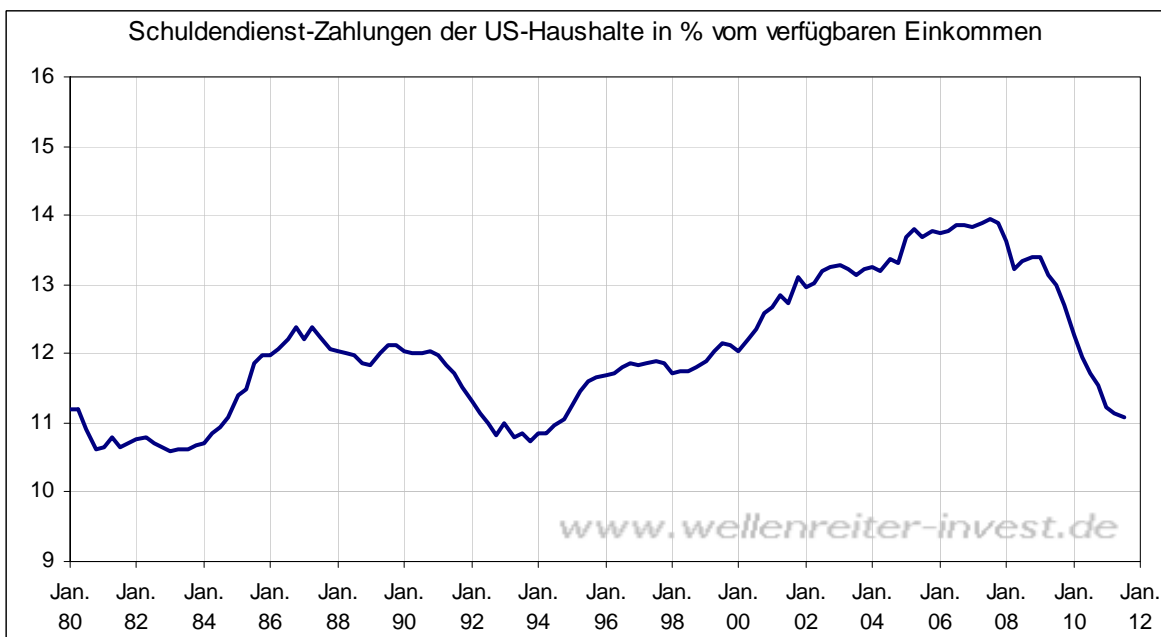


Abb. 2.7: Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte

Während die nominale Verschuldung der US-Privathaushalte historisch immer noch hoch ausfällt und übergeordnet weiterhin korrekturbedürftig wirkt, ist das mittlerweile erreichte relativ niedrige Niveau der Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte ein Positivfaktor, dass in den kommenden Jahren die Konsumeinschränkungen nicht so stark ausfallen müssen – zumindest solange das Niedrigzinsumfeld anhält.

Fazit: Während die öffentliche Verschuldung weiterhin steigt (wenn auch nicht mehr so rasant wie in 2008/2009), fällt die Verschuldung der Privathaushalte prozentual zum BIP. Dieses Verhaltensmuster ist kein US-spezifisches Thema, sondern auch in Japan analog zu beobachten gewesen. Die Erwartung eines nominalen Schuldenabbaus erscheint aus historischer Sicht unrealistisch. Üblicherweise reduzieren Inflationsschübe den Anteil der Verschuldung am BIP in öffentlichen Haushalten. Dies erklärt, warum die Notenbanken die Deflation wie der Teufel das Weihwasser fürchtet und „ein bisschen mehr“ an Inflation gewünscht ist.

Die Renditen 10jähriger Staatsanleihen fielen seit dem Jahr 1981 in nahezu allen westlichen Industrieländern. Im Zuge der Einführung des Euro verwässerten die Unterschiede innerhalb der Eurozone.

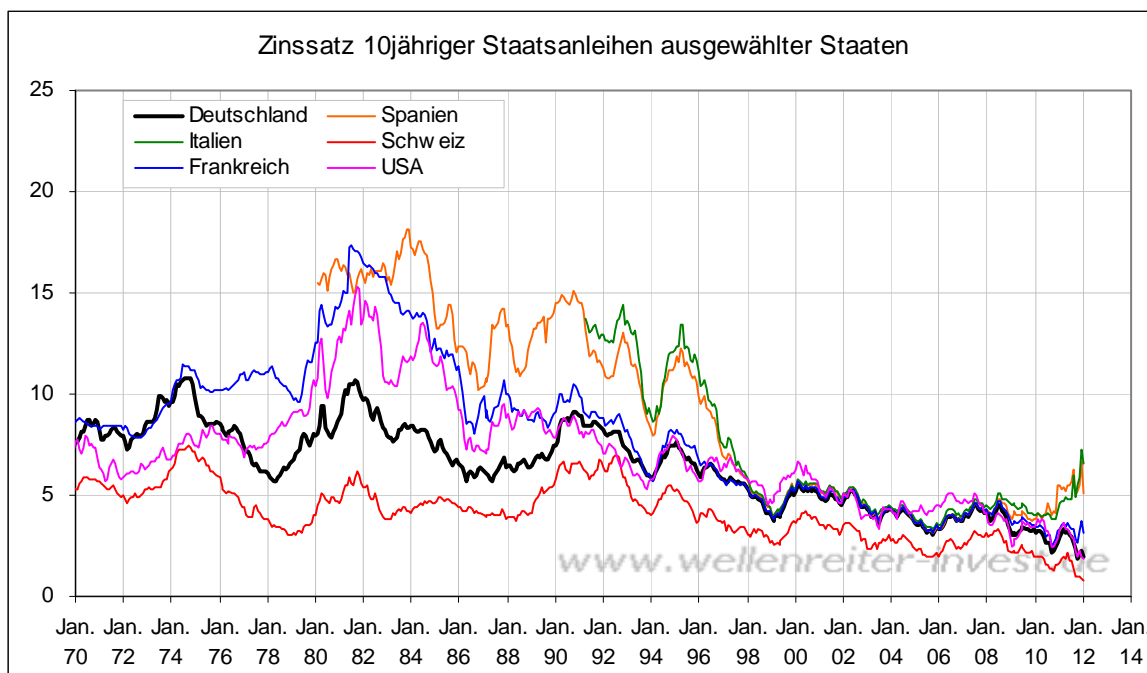


Abb. 2.8: Rendite 10jähriger Staatsanleihen

Erst seit dem Ausbruch der Finanzkrise entwickelten sich die Spreads relativ zum Benchmark Bundesanleihen wieder auseinander (folgender Chart).

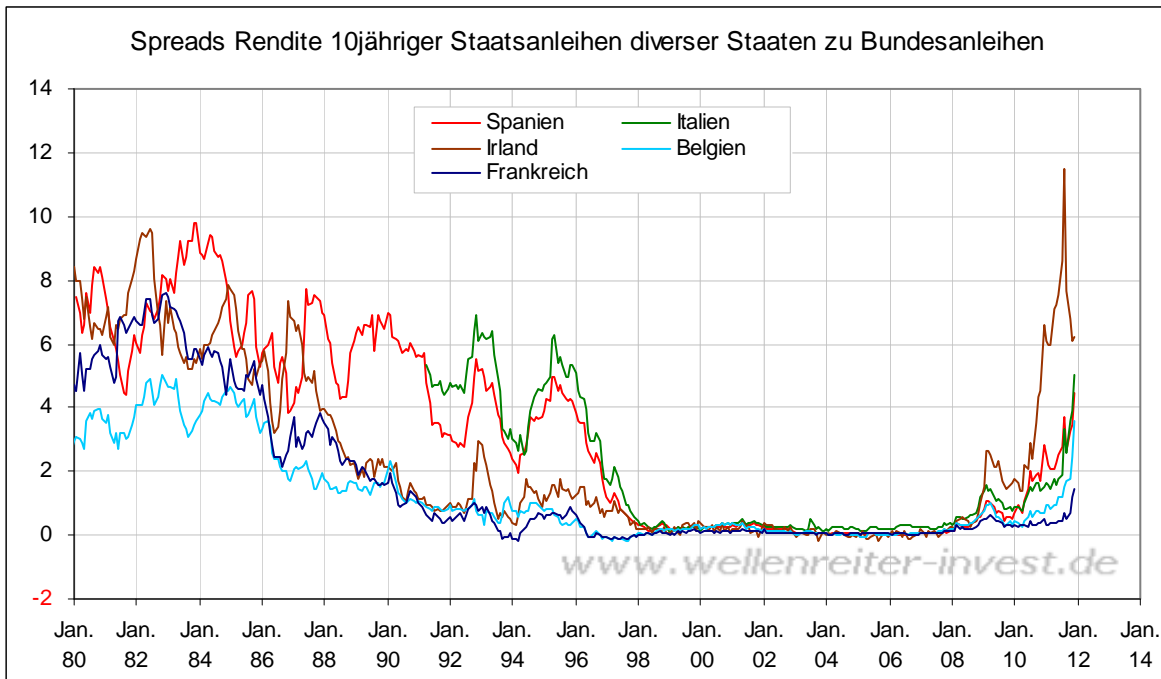


Abb. 2.9: Spreads Rendite 10jähriger Staatsanleihen

Die Konvergenz der Renditen in der Eurozone ist Geschichte. Eine solche Entwicklung der Differenzierung erscheint gesund. So wird ein fast vergessener Marktmechanismus in Gebrauch genommen, nach dem ein Land, das über eine vergleichsweise geringe Bonität verfügt, höhere Zinsen zahlen muss als ein Staat, der vergleichsweise besser haushaltet.

Das Ende des Konvergenztrades in der Eurozone geht mit viel Unruhe bei Politikern und an den europäischen Märkten einher. Da einige Länder auf Zinsniveaus wie vor der Eurozeit notieren, stellt sich die Frage, ob es diesen Ländern gelingt, mit einer neuen Haushaltspolitik Vertrauen der Marktteilnehmer aufzubauen und damit sinkende Zinsen für die Aufnahme neuer Schulden zu erreichen.

Zum Jahresende 2011 lässt sich feststellen, dass die Renditen Griechenlands und Portugals weit oberhalb der kritischen Schwellen notieren. Auch die irische Rendite (derzeit bei 8,2 Prozent) befindet sich oberhalb der kritischen Schwelle von etwa 7,5 Prozent, die dauerhaft eine Refinanzierung am Kapitalmarkt unmöglich machen würde.

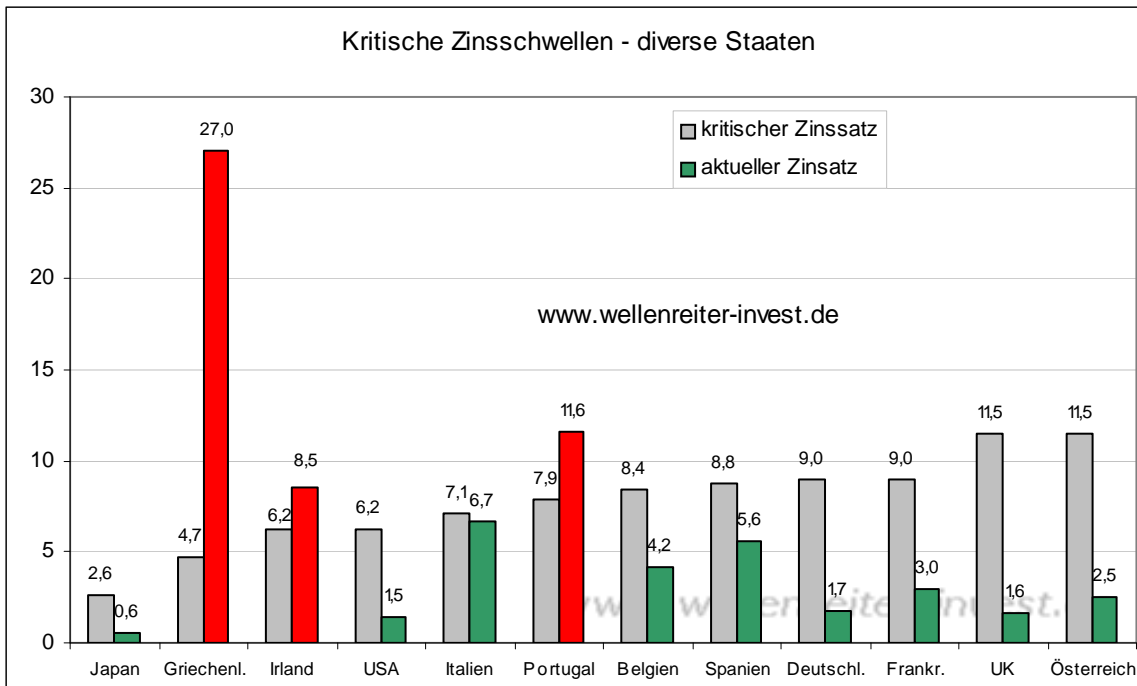


Abb. 2.10: Kritische Zinsschwellen

Der wirtschaftliche Erfolg Irlands fußt auf dem Prinzip des Steuerdumpings bei den Unternehmenssteuern. Diese Politik passt schwerlich zu einheitlichen Regelungen innerhalb der Eurozone. Insofern kann es den Iren bis 2013 gelingen, das Vertrauen der Kapitalmärkte wieder zurückzugewinnen und ein erträgliches Zinsniveau zu erreichen, um sich wieder selbstständig am Kapitalmarkt refinanzieren zu können. Ihr „Geschäftsmodell“ als Niedrigsteuerstandort funktioniert mittel- und langfristig jedoch nur mit einer eigenen Währung, wenn sich die europäischen Staaten auf einheitliche fiskalpolitische Regelungen verständigen sollten.

Während Griechenland und Portugal als Länder der Peripherie für den Fortbestand der Währungsunion nicht die entscheidenden Faktoren sind und Irlands Entwicklung einige Fragezeichen beinhaltet, gelten Deutschland, Frankreich und auch Italien als Kernländer der Eurozone.

Italien ist die drittgrößte Volkswirtschaft der Eurozone. Zudem ist der italienische Anleihenmarkt sehr groß. Im Vorgängersystem des Euros, dem Europäischen Währungssystem I, gab es zwar bereits Austritte durch Italien und Großbritannien (die berühmte Wette von Soros gegen die Britische Notenbank, die nach weniger als zweijähriger Zugehörigkeit zum EWS I zum Austritt führte). Ein Scheitern in einem System annähernd fixierter bzw. fester Wechselkurse wäre also nichts Neues. Wir sind der Meinung, dass Italien im aktuellen Kontext als „too big to fail“ anzusehen ist. Ohne Italien dürfte die Gemeinschaftswährung kaum aufrecht erhalten werden können.



Die Führung Europas liegt momentan bei „Merkozy“ und steht damit auf den beiden Säulen Deutschland und Frankreich.

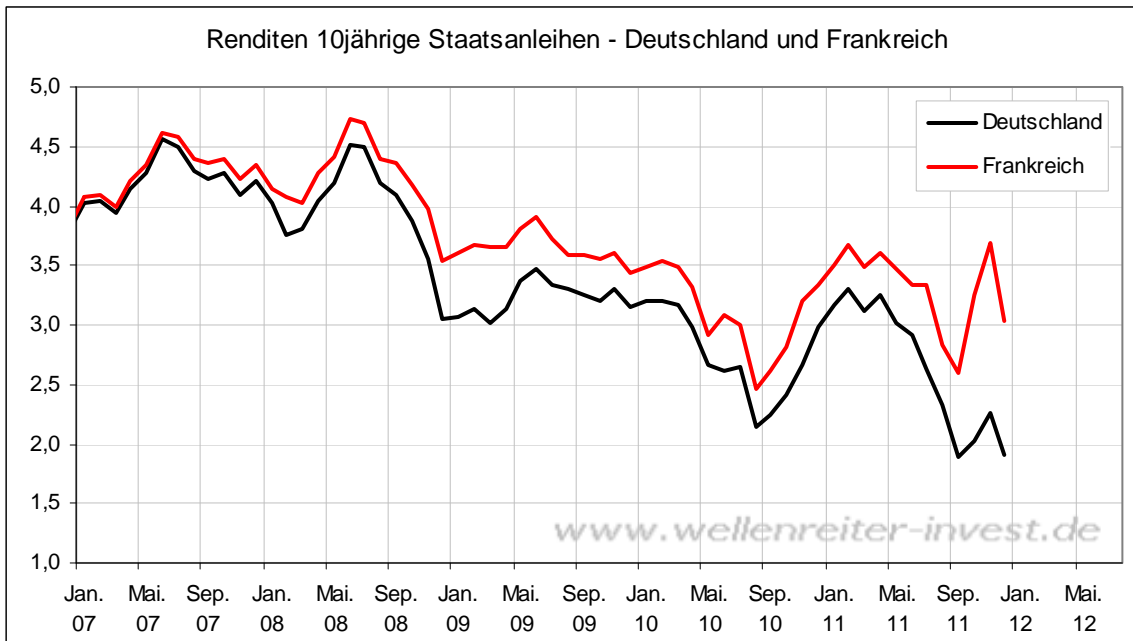


Abb. 2.12: Rendite Staatsanleihen Deutschland und Frankreich

Beide Länder besitzen ein AAA-Rating. Es ist jedoch ein offenes Geheimnis, dass Frankreich in naher Zukunft die Höchstnote verlieren wird. Mit diesem Schritt ist noch im ersten Quartal 2012 vor der Präsidentschaftswahl im April zu rechnen. Die Finanzmärkte antizipieren diesen Schritt durch die deutliche Ausweitung des Spreads zwischen den beiden Ländern. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich Frankreich in 2012 seiner kritischen Zinsschwelle annähern könnte, halten wir für gering. Deutschland genießt bis dato den Status des „sicheren Hafens“. Die Rendite entwickelt sich wie der globale Trend am Anleihenmarkt, der durch die USA als größte globale Volkswirtschaft bestimmt wird. Für 2012 stellt sich die Frage, ob der Trend steigender Zinsen in der Eurozone anhält und wie eine Lösung des Problems aussehen könnte.

Zwischen den Jahren 1990 und 2007 stieg der Anteil der öffentlichen Verschuldung am BIP nirgendwo an (Ausnahme: Japan). Das Jahr 2007 ist auf dem folgenden Chart mit einer braunen, senkrechten Linie bezeichnet.

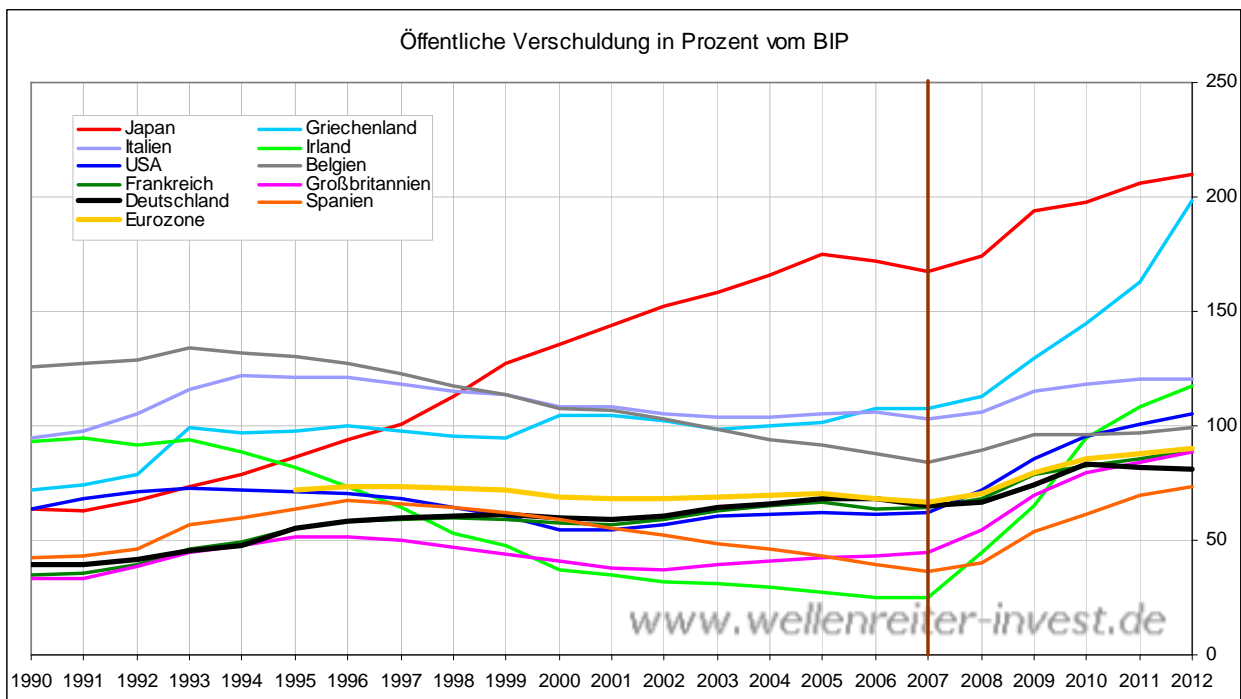


Abb. 2.13: Öffentliche Verschuldung in Prozent vom BIP

Griechenlands Schuldenanteil am BIP notierte im Jahr 1993 bei 99 Prozent. Im Jahr 2007 maß es 107 Prozent. Italien konnte sein Schuldenkonto zwischen 1994 und 2007 recht beachtlich abbauen, und zwar von 122 auf 103 Prozent. Belgien schaffte seit 1993 gar eine Schuldenreduzierung von 134 auf 97 Prozent.

Die Verschuldung der 17 Staaten der Eurozone stieg von 72 Prozent im Jahr 1995 auf 88 Prozent im Jahr 2011. Sicher ist der Anstieg um 16 Prozentpunkte innerhalb von 16 Jahren beklagenswert. Aber: Großbritannien, die USA und vor allen Dingen Japan legten in diesem Zeitraum „deutlich mehr Schippen drauf“.

Die prozentuale Verschuldung eines Landes im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung ist kein entscheidendes K.O.-Kriterium, eine Korrelation „Je höher die prozentuale Verschuldung, desto höher die Zinsen“ existiert nicht. Japans prozentuale Verschuldung ist international am höchsten, das Zinsniveau dafür am niedrigsten. Die prozentuale Verschuldung Griechenlands ist relativ hoch, das Zinsniveau ist es auch. Die öffentliche Verschuldung Amerikas ist deutlich höher als die der Eurozone, das Zinsniveau ist deutlich niedriger.

Das Vertrauen der Investoren, ihr eingesetztes Kapital (plus jährliche Zinszahlung) zu einem festgelegten Zeitpunkt in der Zukunft zurückzuerhalten, hängt offenbar von einem anderen Faktor ab. Es muss ein Bürge existieren, der glaubhaft versichern kann, dass das verliehene Kapital zurückgezahlt werden wird. Politiker können diese Funktion mangels Glaubwürdigkeit kaum ausüben. Diese Funktion kann nur die

Notenbank eines Landes übernehmen. Die Notenbanken Japans, Amerikas und anderer Länder agieren als „Lender of last resort“ und damit als letzter Kreditgeber, der dafür einsteht, dass der nominal vereinbarte Betrag zurückbezahlt wird.

Dieser Rolle kommt die EZB bis dato nicht nach. Kurz vor Weihnachten betonte der neue EZB-Chef Mario Draghi noch einmal auf Druck der deutschen Regierung, dass Anleihenkäufe nicht weiter aufgestockt werden sollen und die Staatsschulden nicht mit der Notenpresse finanziert werden sollen. Zudem müsse sie den Rahmen der EU-Verträge einhalten. Diese Haltung mag verständlich sein. Aus Investorensicht erscheint sie negativ. Zudem hält sich die EZB seit knapp zwei Jahren nicht an diese Regel, denn sie erwirbt sukzessive Papiere schlechter Qualität.

Den Rubikon hat die EZB bereits überschritten. Das Bekenntnis zur Rolle als „Lender of last resort“ ist nicht eine Frage des „ob“, sondern des „wann“. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Politiker die Verträge zügig ändern, ist mit Blick auf die öffentliche Haltung Deutschlands gering. Der Druck der Märkte dürfte Politiker, aber insbesondere die EZB weiter vor sich her treiben und zu Aktionen zwingen.

Eine zumindest temporäre Lösung im kommenden Jahr sollte so aussehen, dass die EZB ähnlich wie die Schweizer Notenbank mit ihrer Festlegung einer bestimmten Preisuntergrenze für das Währungspaar Schweizer Franken/Euro eine dem Volumen nach unlimitierte Verteidigung eines Renditeniveaus für ein Kernland öffentlich macht.

Die Schweizer Notenbank besitzt in den Augen der Investoren offenbar eine hohe Glaubwürdigkeit. Bis dato musste sie kaum intervenieren, um das angestrebte Mindestniveau zu verteidigen. Würde die EZB im Notfall verkünden, dass sie z.B. bei einem Renditeniveau von 7,5% unbegrenzt italienische Anleihen kaufen würde, dann würden neue Investoren diese Anleihen auch bei 7,4% kaufen. Sie würden annehmen, dass das Ausfallrisiko relativ niedrig ist und mit wenig Risiko eine überdurchschnittliche Rendite erzielen können.

Würde die EZB ein solches Renditeniveau nur für einen begrenzten Zeitraum von z.B. 12 Monaten zusichern, dann entstünde lediglich Nachfrage nach Kurzläufern. Italiens Refinanzierung wäre zwar für kurze Zeit gesichert. Bei lang laufenden Anleihen würde aber keine Beruhigung der Situation eintreten, so dass die italienischen Politiker nur über eine relativ kurze Zeitphase verfügen würden, um das Vertrauen der Investoren zu gewinnen.



Ein öffentliches Bekenntnis der EZB, für alle Länder als letzter Kreditgeber zu agieren, erwarten wir nicht. Hierfür wäre eine Veränderung der EU-Verträge notwendig, was Zeit kosten würde.

Die EZB würde mit einer Ankündigung des unbegrenzten Ankaufs italienischer Staatsanleihen letztlich Zeit für die Politiker gewinnen, um die Euro-Länder auch wirtschaftspolitisch enger miteinander zu verzahnen. Erst wenn ihnen dies aufgrund dominierender Partikularinteressen nicht gelingen würde, wäre das Ende des Euros besiegelt. Da das Credo von Bundeskanzlerin Merkel lautet: „Scheitert der Euro, dann scheitert Europa“ ist eine solche Entwicklung in 2012 nicht zu erwarten.

Fazit: Die fehlende Rolle des letzten Kreditgebers ist das Manko Europas. In dieser Vertrauenskrise ist eine Veränderung der Politik notwendig. Eine vollständige Finanzierung der Staatsschulden durch die Notenpresse erscheint nicht erforderlich, wenn die Ankündigung einer Intervention keine Eintagesfliege, sondern eine mittelfristige Garantie darstellt. Da sich der europäische Staatsanleihenmarkt bereits in einigen Ländern in einem Bärenmarktmodus befindet, ist zu erwarten, dass ein solcher Bärenmarkt „Opfer“ erfordert und nicht alle Länder im Eurowährungsverbund verbleiben werden. Die Entwicklung der Renditen zeigt an, dass Griechenland das erste Opfer darstellen dürfte. Nach den Neuwahlen, die wahrscheinlich im April 2012 stattfinden, wäre ein Austritt aus der Eurozone im Sinne einer Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit denkbar. Der April 2012 ist generell als Unsicherheitsmonat anzusehen, da neben der griechischen Neuwahl auch in Frankreich Wahlen um das Präsidentenamt anstehen. Aufgrund der momentanen Umfragewerte besteht die Möglichkeit, dass das Duo „Merkozy“ gesprengt wird.

Aus Börsensicht gilt, dass spektakuläre Pleiten üblicherweise mit Preistiefs einhergehen. Ein Austritt Griechenlands aus dem Euro wäre somit nicht als Beschleunigung der Abwärtsbewegung wie im Falle von Lehman Brothers anzusehen, sondern hätte das Kaliber der Ereignisse um Bear Stearns oder Dexia, die im März 2008 und Oktober 2011 jeweils Tiefpunkte an den Aktienmärkten generierten. Weitere Austritte erwarten wir für 2012 nicht. Auch der Euro sollte als europäische Gemeinschaftswährung das Jahr 2012 überleben. Die europäische Staatsschuldenkrise betrachten wir als eine Echokrise der Finanzkrise 2007-09. Echokrisen führen zu geringeren Amplituden, so dass die Preisrückgänge bei Aktien und Rohstoffen ein geringeres Ausmaß als in 2008 nehmen sollten.

### 3. Konjunkturentwicklung

Zwischen 1980 und 2000 herrschte eine lange Phase optimaler „Inflation“. Diese „Disinflation“ oszillierte zwischen zwei und vier Prozent. Aktien- und –Anleihenmärkte gediehen unter diesen klimatischen Bedingungen vortrefflich. Hingegen fielen die Rohstoffmärkte in einen langen Winterschlaf.

Seit dem Jahr 2000 haben sich die Verhältnisse verändert. Die Schwankungsbreite hat zugenommen. Phasen des Luftablassens („Deflation“) folgen Phasen des Wiederaufblasens („Reflation“). Diese Phasen sind auf dem folgenden Chart gut erkennbar.

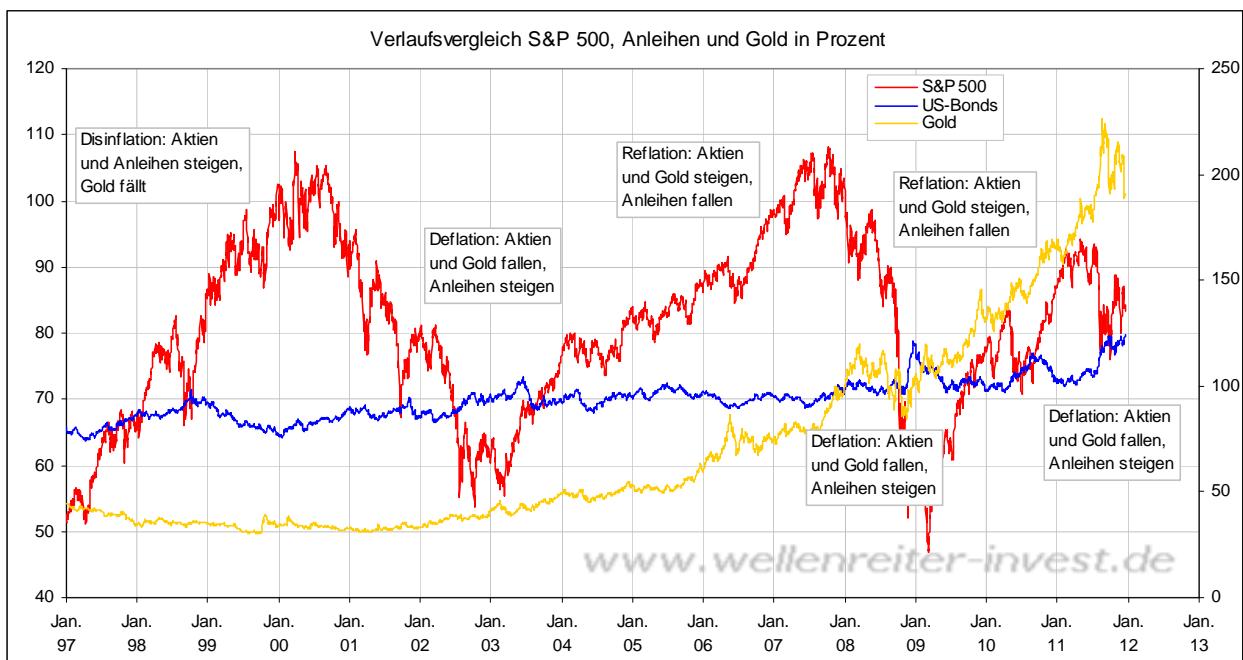


Abb. 3.1: Verlaufvergleich S&P 500, Anleihen und Gold in Prozent

Seit dem Frühjahr 2011 übernahm eine deflationäre Phase das Regiment, gefolgt von einem reflationären Impuls seit Anfang Oktober. Der reflationäre Impuls seit Anfang Oktober hat einen Schönheitsfehler. Der Goldpreis steigt per Saldo nicht mit, die Anleihen bleiben stabil. Die Entwicklung ab Oktober 2011 verläuft aus Intermarket-sicht anders als im März 2009, aber auch anders als ab Ende August 2010. Daher stellt sich für 2012 die Frage, ob die deflationären Kräfte noch einmal zum Vorschein kommen und in welchem Zeitabschnitt damit zu rechnen ist.

### 3.1 Asien

In Bezug auf die Konjunkturentwicklung lässt sich die Entwicklung in die Troika Asien, Amerika und Europa aufteilen. Das Gewicht der alten Industrieländer zu den Emerging Markets liegt mittlerweile beinahe gleichverteilt, so dass wir neben dem Blick auf die Entwicklung in der größten Volkswirtschaft USA auch auf die BRIC-Staaten schauen wollen. Die höchsten Wachstumsraten weisen dabei China und Indien auf. Zusammen wohnen in beiden Ländern 37 Prozent der Weltbevölkerung.

China als größtes Land erzielte in den vergangenen 40 Jahren häufig Wachstumsraten von 10 Prozent oder mehr. Lediglich im Jahr 1976 kam es zuletzt zu einer Kontraktion.

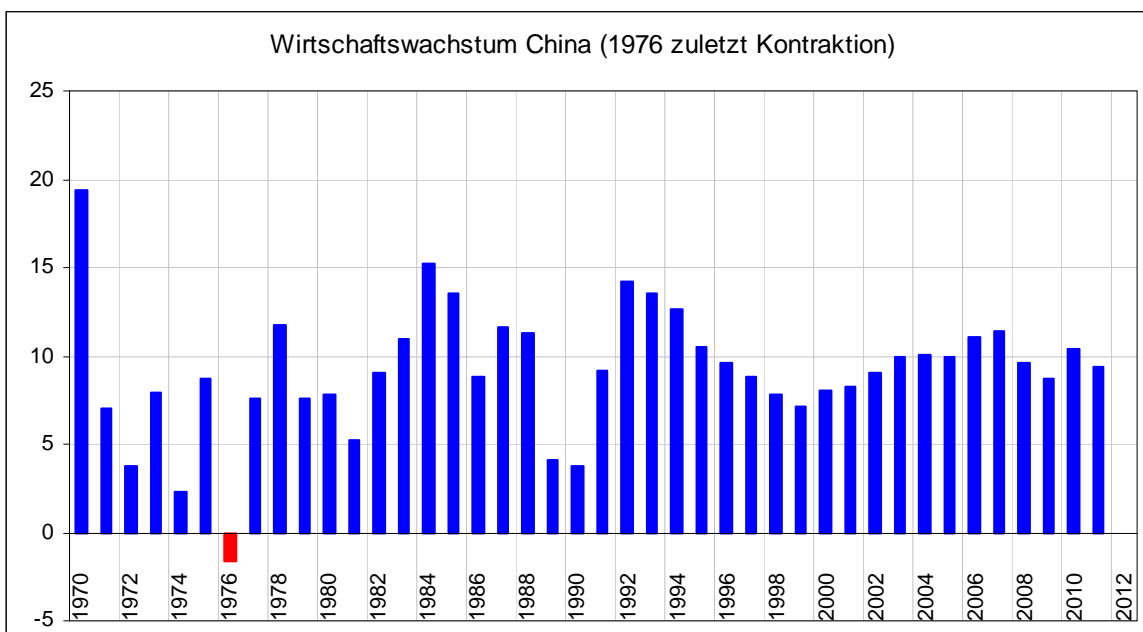


Abb. 3.2: Wirtschaftswachstum China

Das Ziel der chinesischen Regierung ist – gemäß dem laufenden Fünfjahresplan - eine Verringerung der Wachstumsrate auf 7 Prozent sowie eine stärkere Förderung des Konsums im Inland.

In den ersten drei Quartalen 2011 lag das Wachstum jeweils im Bereich von 9,5 Prozent. China dürfte nicht so schnell und nicht so stark seine Konjunktur ankurbeln, sondern die Bremspolitik auf ein etwas niedrigeres Niveau als in der Vergangenheit fortführen. Der Unterschied zum Herbst 2008 besteht darin, dass die Chinesen ein großes Interesse an einem kontrollierten „Luftablassen“ der Wirtschaftsleistung und der Inflationsrate haben, da die Preise für Wohneigentum gedämpft werden sollen. Für 2012 sollte eine veränderte Politik hin zu mehr Wirtschaftswachstum erst dann erfolgen, wenn die Wachstumsrate in Richtung 7 Prozent gedrückt werden kann.



Abb. 3.3: Shanghai Composite Index

Chinas Aktienmarkt zeigt einen deflationären Trend an. Die preisliche Gegenbewegung nach dem Preistief im Herbst 2008 endete bereits beim 38%-Retracement. Der Anstieg dauerte lediglich 10 Monate (Oktober 2008 bis August 2009). Der Bereich von etwa 2.000 Punkten bietet sich für den Index als Preistief an. Dort ist eine Lockerung der anhaltenden Bremspolitik Chinas zu erwarten. Der Druck der Märkte dürfte auch in China wirken.

Wie man auf dem folgenden Chart erkennt, ist die Bewegung seit dem Jahr 2008 der Bewegung des Nikkei Index ab dem Jahr 1990 nicht unähnlich.



Abb. 3.4: Shanghai Composite Index und Nikkei Index Verlaufsvergleich

Chinas Aktienmarktanstieg in den Jahren 2006 und 2007 erfüllt nicht die Kriterien einer klassischen Blase, da die Anstiegsphase relativ kurz ausfiel. Die Muster ähneln sich jedoch trotzdem. Danach würde der Shanghai Composite Index in den kommenden Jahren mehr oder weniger seitwärts verlaufen. In 2012 sollte es bedingt durch eine monetäre Lockerung etwa ab dem Frühjahr zu einer Hoffnungsrally kommen, gefolgt von einer nochmaligen Abwärtsbewegung im Jahr 2013. Im gleichen Jahr sollte es gemäß dem Blasenverlaufsmuster zu einem wichtigen Preistief kommen.

Die relative Schwäche des chinesischen Aktienmarktes ist auffällig, da der Index die Preistiefs von Anfang Oktober 2011 bereits unterschritten hat und damit anzeigt, dass das Wirtschaftswachstum in China weiter abflacht. Insofern dürfte das Ziel von etwa sieben Prozent Wirtschaftswachstum (ausgehend von aktuell 9,5%) in Kürze erreicht werden, so dass aufgrund des etwas nachlassenden Inflationsdrucks mit dem Beginn einer politischen Lockerungspolitik der chinesischen Notenbank zu rechnen ist. Dabei sollte der Mindestreservesatz der Banken in den kommenden Monaten in mehreren Schritten um etwa 2 Prozent sinken. Als ein positives Aufbruchssignal für den Aktienmarkt sollte eine Leitzinssatzsenkung dienen, hier erscheint eine Senkung von etwa 50 Basispunkten in 2012 wahrscheinlich.

Indien - die zweitgrößte globale Volkswirtschaft - führt aktuell die stärkste restriktive Notenbankpolitik durch. Ende Oktober hat die indische Notenbank letztmals den Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 8,5% erhöht, da die Inflationsrate über 9% lag. Der starke Verlust der indischen Rupie gegenüber dem US-Dollar, die in den letzten Monaten um etwa 20% verloren hat, erhöhte den Inflationsdruck und verhinderte damit eine Fokussierung auf das Wirtschaftswachstum.



Abb. 3.5: Indischer Sensex Index

Der indische Aktienmarkt zeigt ebenfalls relative Schwäche und notiert am Jahrestief (oberer Chart). Die Wahrscheinlichkeit, dass die offene Kurslücke aus dem Jahr 2009, in den kommenden Wochen geschlossen werden wird, erscheint groß. Die Tendenz zu weniger Wirtschaftswachstum aufgrund einer restriktiven Geldpolitik bleibt damit zunächst erhalten.

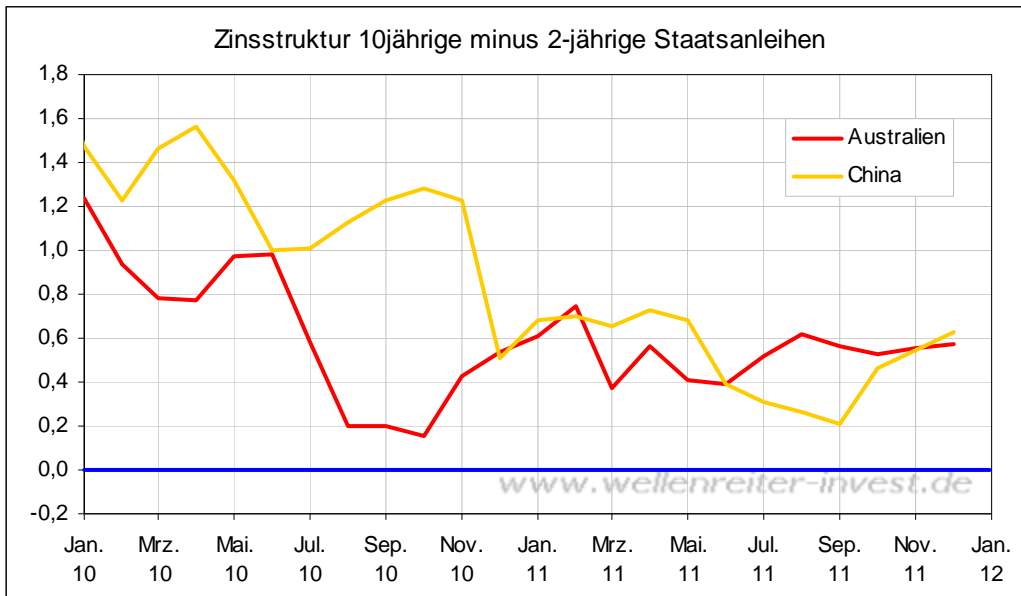


Abb. 3.6: Zinsstruktur Australien und China

Die Zinsstrukturkurven Australiens und Chinas konsolidieren auf niedrigem Niveau. Wären sie negativ, würden sie eine starke wirtschaftliche Abwärtsbewegung bzw. eine Rezession anzeigen. So aber wird lediglich ein Verlust an Dynamik angezeigt.

Fazit: Der Abwärtstrend der asiatischen Konjunktur dürfte zunächst anhalten. Die relative Schwäche der Aktienmärkte der beiden großen Volkswirtschaften China und Indien wird durch die Schwäche der Aktienmärkte in Hongkong, Singapur oder den Technologieländern Taiwan und Südkorea bestätigt. Auch das Rohstoffland Australien als Zulieferer für China konnte mit zwei kleinen Zinssenkungsschritten auf 4,25% den Abwärtstrend nicht stoppen.

### 3.2 Vereinigte Staaten von Amerika

Das drittgrößte Land der Welt nach der Bevölkerung ist die größte globale Volkswirtschaft USA. Hier überraschten die Konjunkturdaten in den letzten Wochen positiv und die Einkaufsmanagerindizes notieren weiterhin auf Expansionsniveaus oberhalb von 50 Punkten.

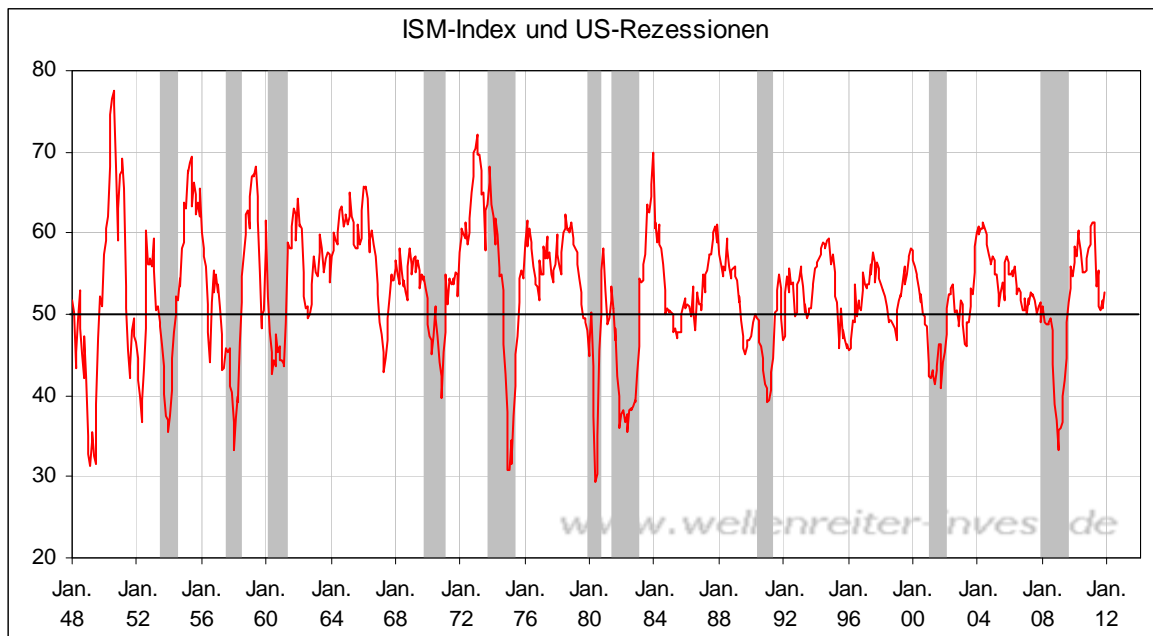


Abb. 3.7: ISM-Index und Rezessionen

Nach einem Absturz des Indikators auf sehr tiefes Niveau wie in 2008 führt die Gegenbewegung zu einem starken Anstieg, bevor es zu einem Rückgang auf die 50er-Marke und damit zu einer Konjunkturdelle kommt. Der Index folgt daher bis dato früheren zyklischen Bewegungen und befindet sich in 2011 konstant auf Expansionsniveau. In den letzten Monaten lief er leicht oberhalb der Expansionsschwelle seitwärts, so dass der konjunkturelle Abschwung bisher bei den US-Einkaufsmanagern noch nicht angekommen ist.

Die Aussagekraft der Zinsstrukturkurve hat sich in den USA stark abgeschwächt, da die US-Notenbank den kurzfristigen Zinssatz gen Null gesenkt hat und damit eine klassische inverse Zinsstrukturkurve nicht mehr möglich ist. Der starke Rückgang der langfristigen Zinsen ist jedoch ein Hinweis auf weniger Wirtschaftswachstum.

Eine Politik fortgesetzter negativer Realzinsen – so sie die USA betreiben - erscheint gefährlich. Denn häufig werden Phasen negativer Realzinsen von Rezessionen begleitet. Der folgende Chart zeigt den Zusammenhang zwischen der Bewegung des Realzinses und US-Rezessionen.

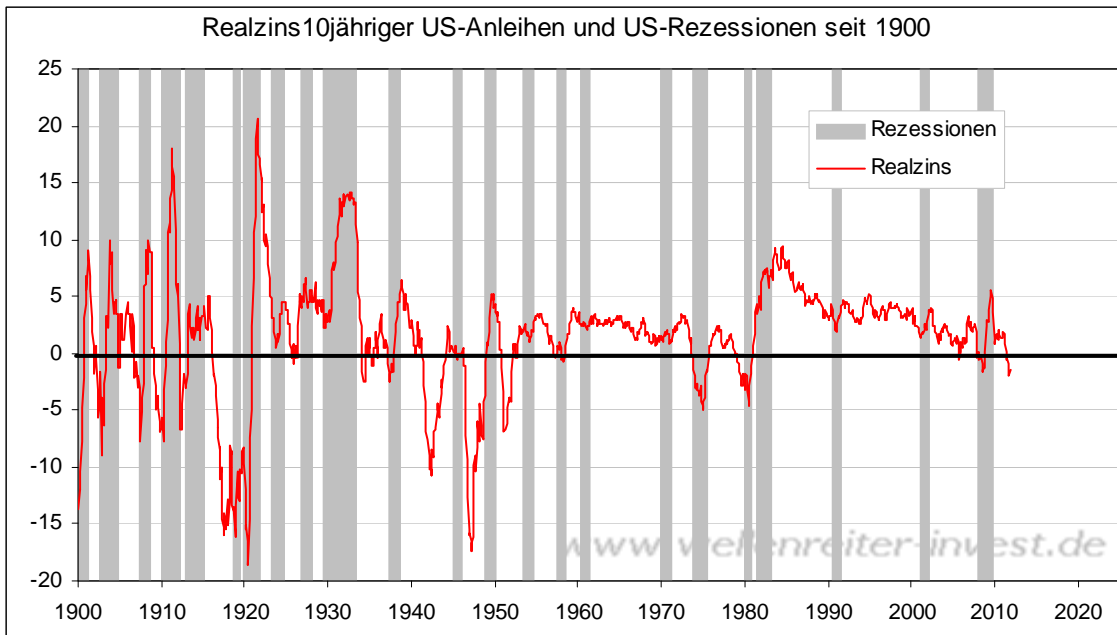


Abb. 3.8: US-Realzins und US-Rezessionen

In den vergangenen 110 Jahren wurde 14mal ein negativer Realzins notiert (ausgenommen die lediglich kurzzeitig negativen, um den Nullpunkt oszillierenden Realzinsen). Von diesen 14 Ereignissen standen 10 in einem unmittelbaren Zusammenhang mit einer US-Rezession. Drei der vier Ereignisse, die nicht unmittelbar mit einer Rezession verbunden sind, fanden in den 1940er/50er Jahren statt.

Im Umfeld eines negativen Realzinses wird das Sparvermögen der Bevölkerung entwertet. Ein geringerer Konsum und damit auch eine höhere Wahrscheinlichkeit für Rezessionen sind die Folge. Der aktuelle Zusammenhang zwischen US-BIP-Wachstum und dem Realzins erschließt sich mit Hilfe des folgenden Charts.

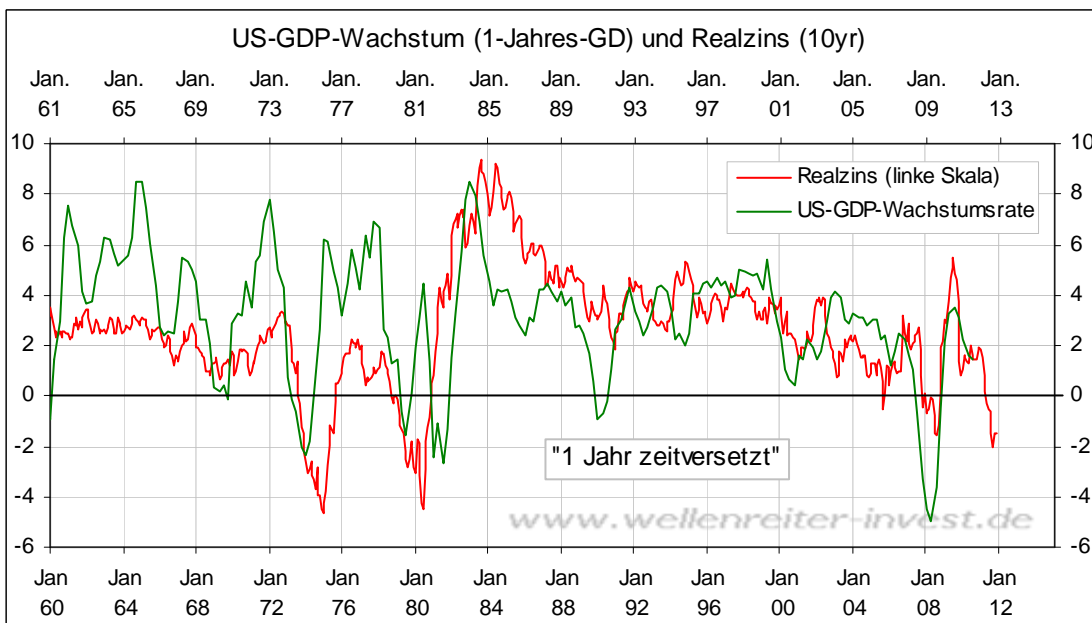


Abb. 3.9: US-BIP-Wachstum und Realzins



Danach besteht eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in 2012 oder 2013. Diese Wahrscheinlichkeit ist jedoch nicht 100 Prozent: Ein negativer Realzins bringt zwar häufig, aber nicht in jedem Fall eine Rezession mit sich.

Der Frühindikator des Economic Cycle Reseach Institutes („ECRI-Leading-Index“) hat den jüngsten Anstieg des Dow Jones Index nicht nachvollzogen.

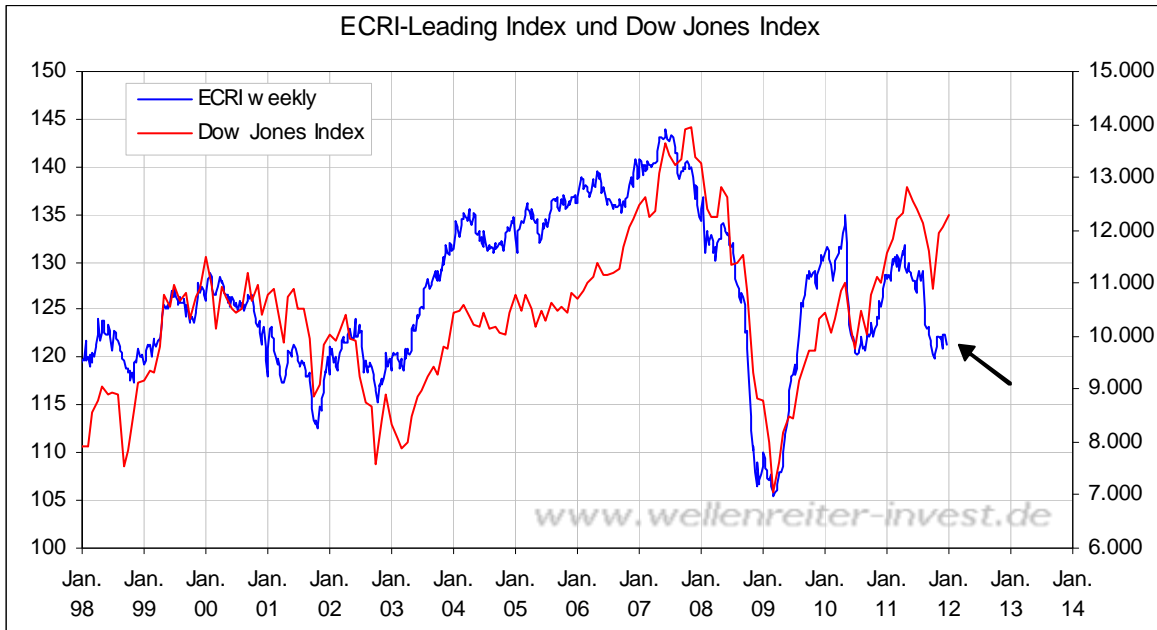


Abb. 3.10: ECRI-Leading-Index und Dow Jones Index

Das ECRI selbst hat sich bereits Ende September 2011 auf eine US-Rezession in 2012 festgelegt. Tatsächlich aber ist die Diskrepanz zwischen der Entwicklung des Dow Jones Index (der selbst ein guter voraus laufender Wirtschaftsindikator ist) und der mageren Entwicklung des ECRI so hoch wie selten zuvor. Mittelfristig dürften sich beide Indikatoren wieder annähern, so dass der Dow Jones Index für 2012 rückschlagsgefährdet erscheint.

Die Entwicklung der US-Hausbau-Beginne („Housing-Starts“) ist ein wichtiger Konjunkturindikator (folgender Chart).

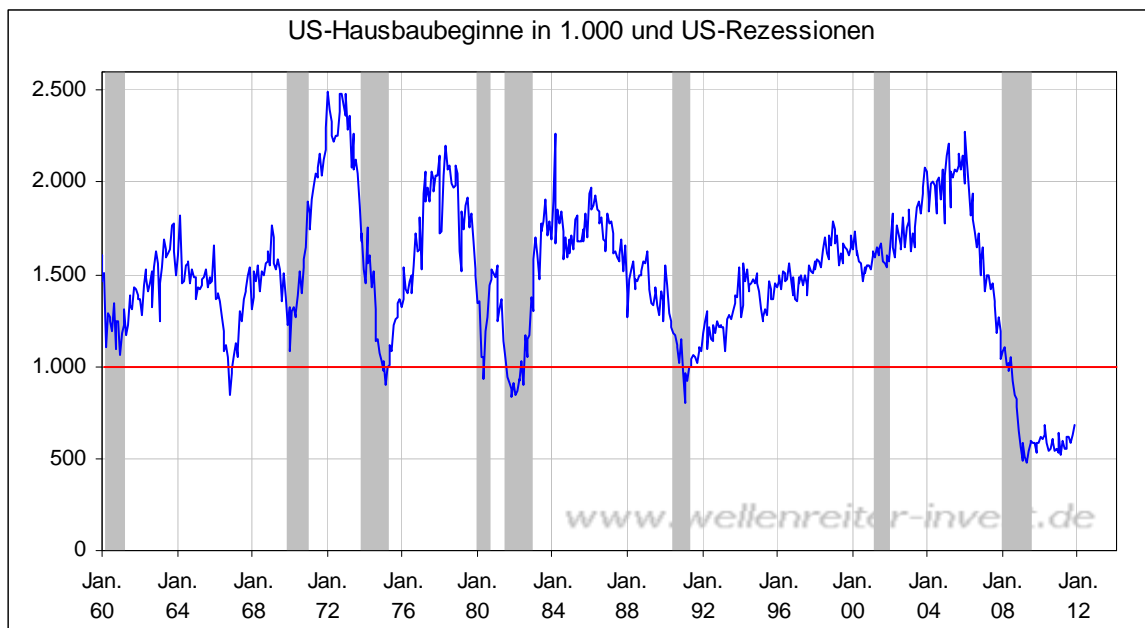


Abb. 3.11: US-Hausbau-Beginne

Von 1991 bis 2007 lief ein 16jähriger Boom, der im Gegensatz zu den vorherigen Zyklen nicht durch einen Zinsanstieg abgewürgt wurde. Er war durch eine blasenhafte Entwicklung gekennzeichnet, da in der letzten Aufschwungsphase auch Häuser ohne Eigenkapital gekauft werden konnten. Der darauf folgende historisch extreme Rückgang ist mittlerweile einer Phase der Bodenbildung gewichen, die eine Seitwärtsbewegung auf sehr niedrigem Niveau darstellt.

Nach einer geplatzten Blase dauert eine Phase der Bodenbildung üblicherweise länger an. Eine W-Formation ist in den kommenden 12-24 Monaten nicht zu erwarten. Ein neuer Absturz resultiert aus dieser Entwicklung jedoch ebenfalls nicht, so dass von diesem konjunkturellem Faktor wenig negatives Überraschungspotential droht.

Der Zusammenhang zwischen den Verkäufen neuer Häuser und der US-Geburtenrate (47 Jahre zeitversetzt) ist auf dem folgenden Chart gut erkennbar.

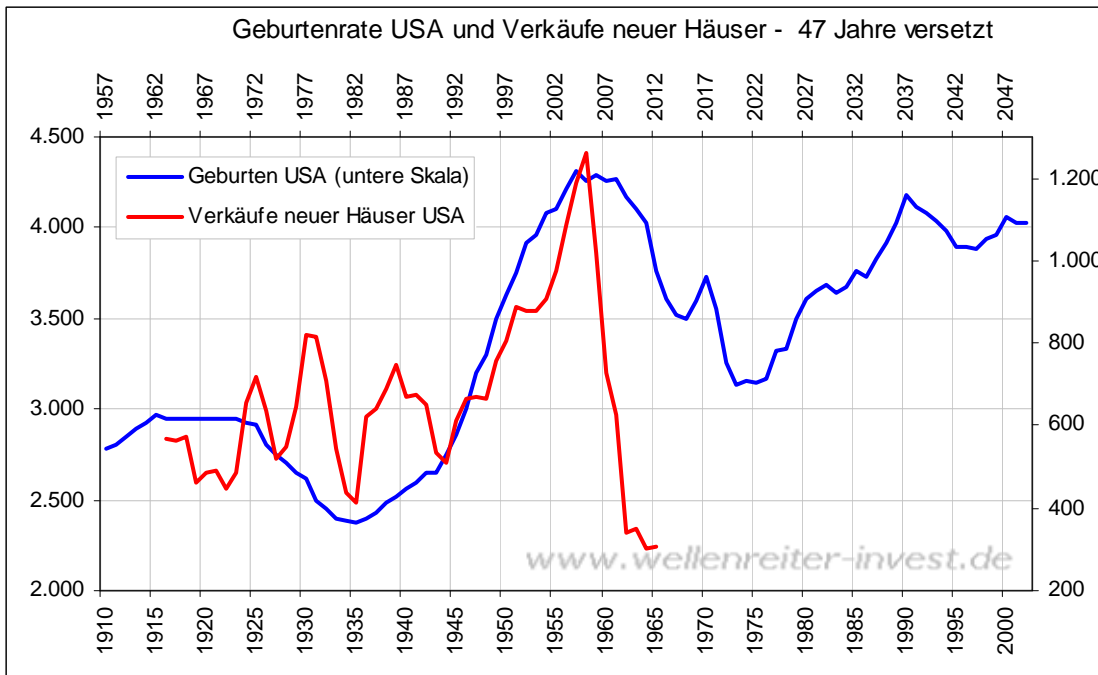


Abb. 3.12: Geburtenrate USA und Verkäufe neuer Häuser

Der Konsum der Mitte/End-Vierziger ist vergleichsweise der höchste aller Altersgruppen. Denn in diesem Alter wird ein Haus gebaut, werden Kinder versorgt, wird Musikunterricht und Nachhilfe bezahlt etc. In dieser Altersgruppe nimmt die US-Bevölkerung bis etwa zum Jahr 2022 ab. Das bedeutet weniger Konsumnachfrage in der relevanten Altersgruppe der Hausbauer. Zwischen 2014 und 2017 sollte sich ein kleiner „Zwischenboom“ ergeben, sodass man hieraus eine gewisse Zuversicht für den US-Hausbaumarkt schöpfen kann.

Fazit: Der Bausektor zeigt Anzeichen einer Bodenbildung. Er steht nicht vor einer neuen starken Abschwungsphase wie in 2007 und dürfte sich somit für die US-Konjunktur nicht mehr als Belastung erweisen.

Die hohe Arbeitslosenquote in den USA ist zu einem großen Teil den ungelerten Arbeitern geschuldet, die nach dem Platzen der Hausbaublaste arbeitslos wurden.

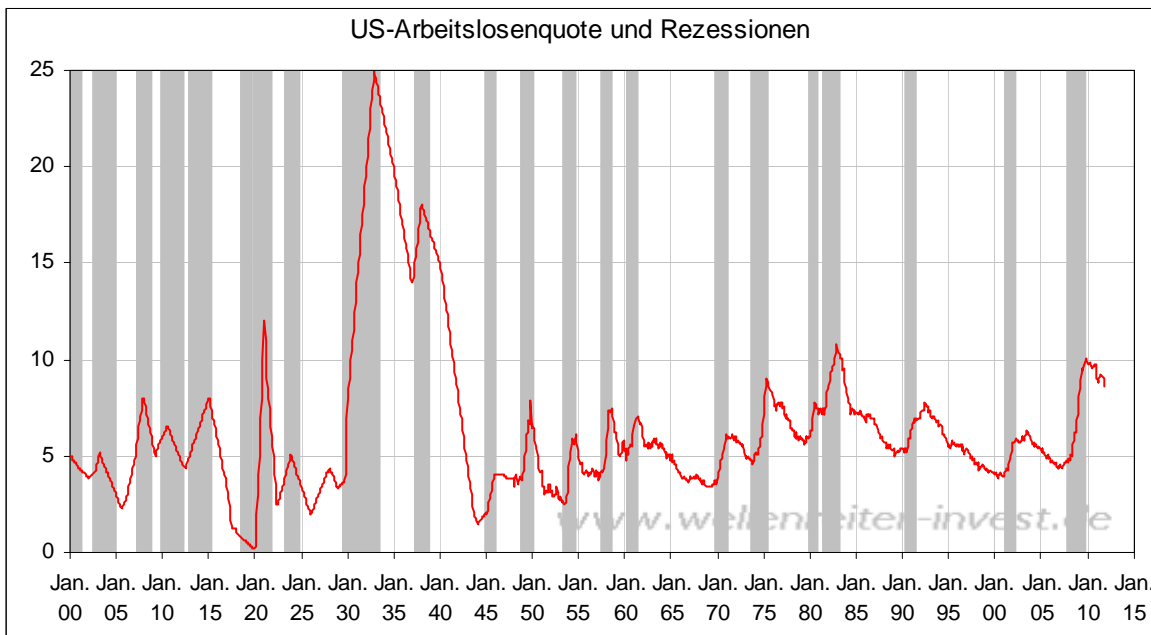


Abb. 3.13: US-Arbeitslosenquote und Rezession

Die US-Arbeitslosenquote ist zwar rückläufig. Der Rückgang geschieht jedoch langsamer als beispielsweise in den frühen 1980er Jahren. Im Falle einer neuen konjunkturellen Schwächephase ist ein Anstieg der US-Arbeitslosenquote zu erwarten, der jedoch nicht mehr die Dynamik von 2008 aufweisen sollte, weil aus dem US-Hausbaumarkt keine neuen Wellen der Arbeitslosigkeit zu erwarten sind.

Die Kreditvergabe von US-Banken zeigt aktuell eine positive Entwicklung, ohne an die seit Jahrzehnten üblichen Wachstumsraten von 5 bis 15 Prozent anknüpfen zu können.

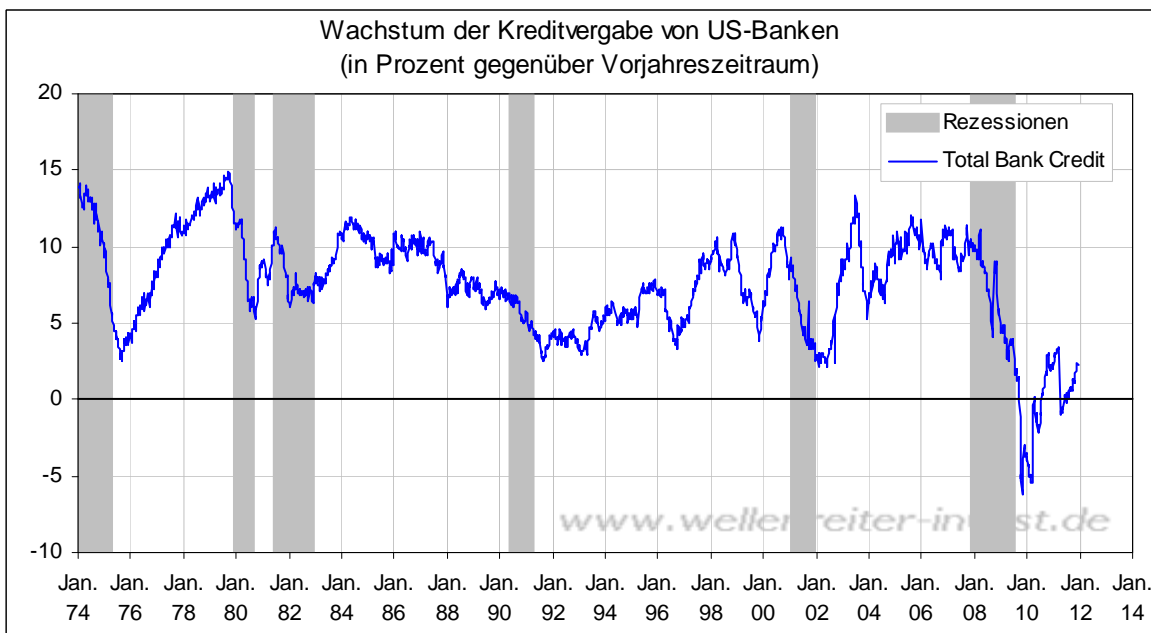


Abb. 3.14: Wachstum der Kreditvergabe von US-Banken

Erste zarte Kreditwachstums-Pflänzchen sind demnach erkennbar.

Im Gegensatz zu 2008 haben die Banken bedeutende Puffer aufgebaut. Die US-Banken haben bei der FED etwa 1.500 Mrd USD an Überschussreserven geparkt.



Abb. 3.15: Überschussreserven der US-Banken

In Europa haben die europäischen Banken zuletzt über 400 Mrd Euro bei der EZB hinterlegt. Dieses Verhalten zeigt das weiterhin vorhandene Misstrauen der Banken untereinander an. Im Gegensatz zum September/Oktober 2008 erscheinen Panikverkäufe zur Schaffung von Liquidität nicht notwendig, zumal mehrere Liquiditätsfenster der Notenbanken bestehen.

Die zu beobachtene relative Stärke des amerikanischen Raumes findet Unterstützung durch die mehrfachen Leitzinssatzsenkungen Brasiliens auf mittlerweile 11%. Die US-Notenbank agiert weiterhin expansiv, indem sie nicht nur den Leitzinssatz bis Mitte 2013 im Korridor 0-0,25% belassen will. Sie kauft mittels der „Operation Twist“ langlaufende Anleihen mit dem Ziel, die Hypothekenzinsen zu senken. Diese Maßnahme, bei der kurz- in langlaufende Anleihen getauscht werden, läuft bis Ende Juni 2012. Weitere Stimulierungsmaßnahmen hat die US-Notenbank für den Fall weiterer Konjunkturschwäche angekündigt. Die US-Notenbank würde ein „QE 3“ wohl nur auf Druck der Marktteilnehmer auflegen. Damit würde sie - wie bei den beiden Vorgängern - auf fallende Aktienkurse reagieren.

Die Inflation wäre aufgrund der Basiseffekte im zweiten Quartal 2012 vergleichsweise niedrig, so dass wir mit QE 3 in den ersten Monaten des Jahres 2012 zu rechnen. Mit diesem Schritt und einer ähnlichen Ausstattung wie in der Vergangenheit – Volumen 75 Mrd USD/Monat, Laufzeit ca. 8 Monate – könnte der Rest des Kalenderjahr 2012 abgedeckt werden. Die US-Notenbank tagt im ersten Halbjahr am 24./25.01., am 13.03., 24./25.04. sowie am 19./20.06.

Fazit: Der Konjunkturtrend in den USA zeigt mit Blick auf die Realzinsentwicklung in 2012 nach unten. Eine Rezession hat eine erhöhte Wahrscheinlichkeit, besitzt aber für uns keine 100%ige Garantie. Sollte die US-Wirtschaft in 2012 in eine rezessive Phase gelangen, dann wäre der Abschwung im Gegensatz zu 2008 milder, da der wichtige Bausektor eine positivere Ausgangskonstellation aufweist. Da mit Konjunkturpaketen im Jahr 2012 nicht zu rechnen ist, kommt der Notenbank mit ihrer Entscheidung zu einer weiteren Stimulierung die entscheidende Rolle zu. Die Investoren verlangen nach einem „QE 3“. Die US-Notenbank dürfte im Falle eines deutlichen Preisrückgangs am US-Aktienmarkt darauf reagieren. Mit Blick auf die Inflationsentwicklung und dem Umstand, dass sich die Fed üblicherweise kurz vor Wahlen in Zurückhaltung übt, erscheint eine solche Entscheidung im zweiten Quartal 2012 wahrscheinlich.

### 3.3 Europa

Ergänzend zu den Ausführungen zum Thema Staatsschuldenkrise bleibt anzumerken, dass das Sentiment in Europa auf Rekordtiefs notiert. Die mittelfristige Erwartungskomponente der Finanzprofis (ZEW-Indikator) ist im November 2011 auf das Extremniveau vom Jahresende 2008 gefallen, so dass eine Rezessionserwartung für Europa bereits als Konsens angesehen werden kann.

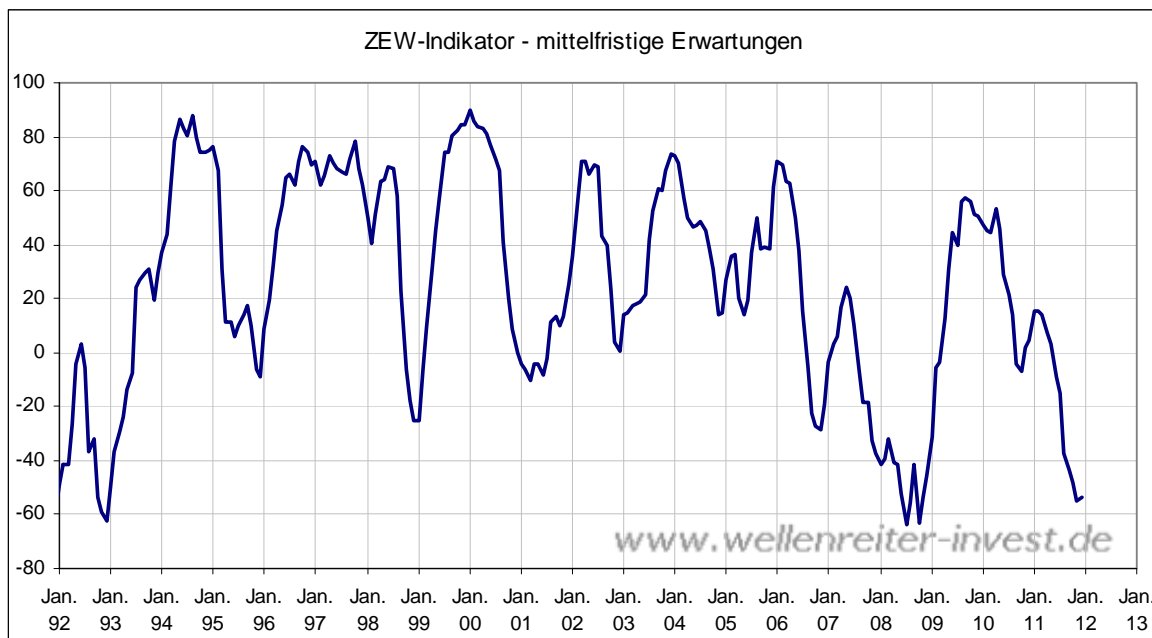


Abb. 3.16: ZEW-Indikator mittelfristige Erwartungen

Eine solch starke Wirtschaftskontraktion (in Deutschland BIP -5% in 2009!) ist nicht zu erwarten, auch wenn die Sparpolitik der europäischen Länder eine zumindest leicht rezessive Entwicklung wahrscheinlich macht. Mit Ausnahme von Portugal und Griechenland sind die Zinsstrukturen wichtiger Länder der Eurozone positiv, sodass aus der Zinsstruktur nicht auf eine größere Rezession geschlossen werden kann.

Als temporärer Belastungsfaktor in den ersten Monaten 2012 muss die Entscheidung der europäischen Bankenaufsicht EBA gewertet werden, nach der die europäischen Banken bis Ende Juni 2012 ihre Kernkapitalquoten auf 9% erhöhen sollen, so dass im jetzigen Umfeld Bilanzverkürzungen der Banken zu erwarten sind. Die EZB sprach sich am 15.12. zwar für eine Verlängerung der Frist bis Ende September aus, um das Risiko einer Kreditklemme zu minimieren, aber hierzu ist noch keine Entscheidung gefallen. Die Entscheidung, die Kernkapitalquoten in 2012 zu erhöhen, steht jedoch nicht zur Disposition, so dass diese Maßnahme als temporäre Konjunkturbremse zu werten ist, deren Auswirkungen ab dem zweiten Quartal nachlassen werden, da die Banken dann ihre Ziele sukzessive erreicht haben sollten.

Insofern bleibt als Konjunkturstütze die Arbeit ähnlich wie bei der US-Notenbank bei der EZB, die noch über Zinssenkungspotentiale verfügt, um den europäischen Bankensektor zu entlasten. Im ersten Halbjahr 2012 sind somit ein oder zwei weitere kleinere Zinsschritte der EZB denkbar, die den Leitzinssatz dann auf 0,5% bis 0,75% senken kann und damit nur noch knapp oberhalb der US-Notenbank landen würde.

### 3.4 Fazit

Der Konjunkturtrend ist abwärts gerichtet. Wir sehen das Jahr 2012 als ein Jahr der „Agitation“ der Notenbanken, die Leitzinsen senken oder weitere Stimulierungen vornehmen. Sie dürften damit einen neuen Hoffungszyklus und somit einen temporären Aufschwung initiieren.

Nachfolgend stellen wir die Troika Asien (China), Europa (Deutschland) und die USA in einem Schaubild dar.

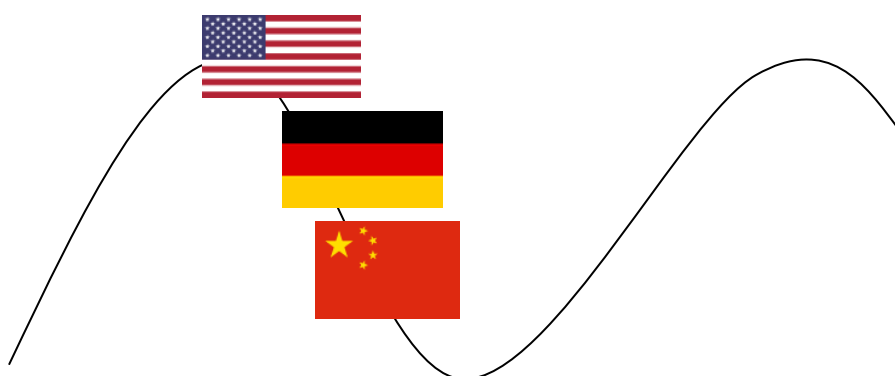


Abb. 3.17: Schaubild Konjunkturentwicklung

Die chinesische Wirtschaft führt und dürfte 2012 eine Talsohle durchlaufen. Deutschland und die USA dürften – mit zeitlichem Abstand - folgen.

Von China dürften in 2012 zumindest im ersten Halbjahr keine wesentlichen positiven Impulse ausgehen, da das „Bremsziel“ von etwa sieben Prozent Wachstum noch nicht erreicht wurde. Die US-Konjunktur scheint einigermaßen stabil zu sein. Der Hausbau-sektor sollte der US-Konjunktur im Jahr 2012 nicht „in die Suppe spucken“. Die europäische Entwicklung ist unsicher. Einzelne europäische Staaten dürften in die Rezession fallen bzw. bewegen sich bereits in einer Rezession. Deutschland könnte an einer Rezession vorbeischrappen.

In einem aktuell negativen Realzinsumfeld ist jedoch die Gefahr einer Rezession stets gegeben. Da braucht es nur einen Windstoß und schon zieht sich der Verbraucher in sein Schneckenhaus zurück. Der Windstoß könnte von der geopolitisch angespannten Situation im Nahen Osten ausgehen.

### **Naher Osten**



Quelle: Wikipedia

Auch hier tut sich möglicherweise eine Parallele zu den 1970er Jahren auf: Die Rezessionen von 1974 und 2008 waren jeweils von einem panikartig steigenden Ölpreis gekennzeichnet. In den Jahren 1979/1980 kam es zu einem zweiten Ölpreisschock in einem Umfeld, das von der Geiselnahme amerikanischer Botschaftsangehöriger in Teheran gekennzeichnet war. Zwischen den Jahren 1974 und 1979 liegen fünf Jahre. Addiert man dem Jahr 2008 fünf Jahre hinzu, so gelangt man in das Jahr 2013.

Bemerkenswert ist, dass es nach den oben besprochenen Aktienmarktiefs von 1974 und 1914 jeweils etwa fünf bis sechs Jahre später zu einer „Doppelrezession“ kam. Dabei waren die Rezessionen von 1919 und 1980 vergleichsweise milde Gesellen. Erst die Rezessionen von 1920/21 und 1981/82 brachten den stürmischen Wind. Analog dazu ist vorstellbar, dass es im Jahr 2012 zunächst zu einer leichten Rezession käme, der in den Jahren 2013/14 eine „bereinigende“ und damit tiefere Rezession folgen würde. Eine solche bereinigende Rezession dürfte – wie in Kapitel 1 besprochen – den Weg für eine längerfristig bullische Bewegung an den Aktienmärkten frei machen.



## 4. Der Anleihemarkt

### 4.1 Entwicklung der Staatsanleihen

Nach wie vor nehmen wir an, dass der 30-Jahres-Zyklus der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen seine Existenz erneut beweisen wird, indem er nach dem Abschluss der Bodenbildungsphase steigende Renditen mit sich bringen wird. Zuvor fiel der Zyklus dreißig Jahre lang (von 1981 bis 2011). Hoch- und Tiefpunkte wechseln sich seit zweihundert Jahren in regelmäßiger Reihenfolge ab.



Abb. 4.1: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800

Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen erreichte im Dezember 2008 mit 2,04 Prozent einen ersten zyklischen Tiefpunkt. Ein weiteres Tief bildete sich im September 2011 bei 1,72 Prozent. Das absolute Renditetief der vergangenen 210 Jahre notiert bei 1,67 Prozent und stammt aus dem Jahr 1946.

Aus zyklischer Sicht ist für die kommenden Jahre die Ausbildung eines Rendite-Bullenmarktes (=Anleihen-Bärenmarktes) zu erwarten. Bodenbildungen benötigen jedoch Zeit. In den 40iger Jahren deckelte die US-Notenbank den Zinssatz (wir hatten im Jahresausblick 2009 darauf verwiesen), um den Realzins negativ zu halten. Ähnliches wird momentan versucht.

Die folgende Abbildung zeigt diesen zyklischen Gedanken in einer kürzeren Frist auf Monatsbasis unter Berücksichtigung der Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen. Das Renditetief der 30jährigen US-Anleihen liegt bei 2,25% (April 1946).

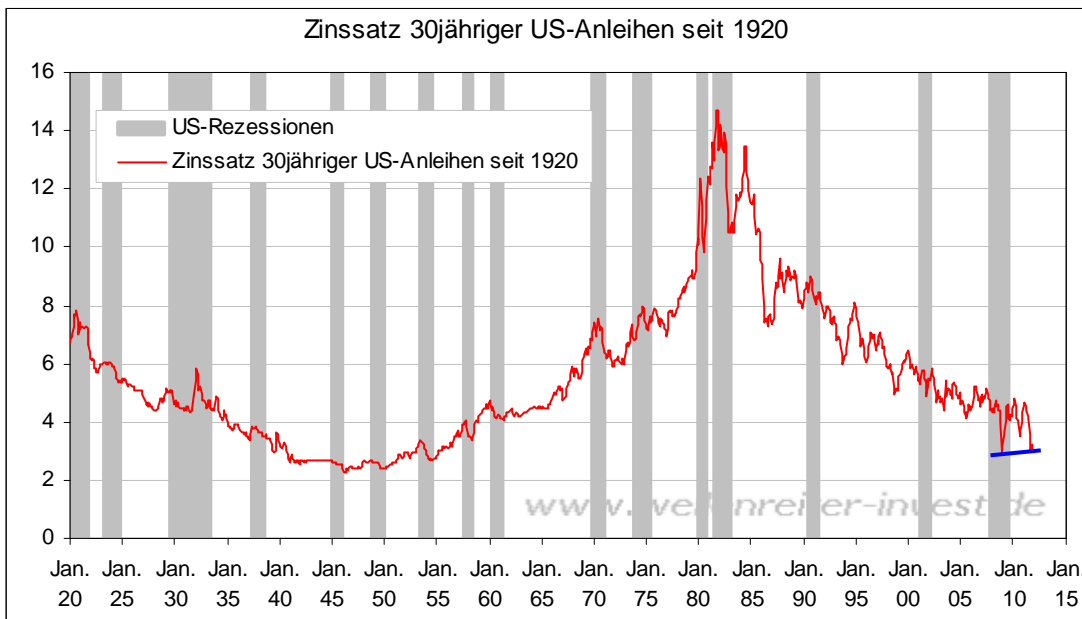


Abb. 4.2: nominaler Zinssatz 30jähriger US-Anleihen seit 1915

Im Gegensatz zu den Renditen 10jähriger US-Anleihen haben die Renditen 30jähriger US-Anleihen im Jahr 2011 kein neues Tief ausgebildet (blaue Linie obiger Chart). Blicke diese positive Divergenz erhalten, so wäre dies ein Hinweis auf den Beginn des Abschlusses der Bodenbildungsphase. Charttechnisch betrachtet stellt sich die Frage, ob man bei einer solchen Formation wie aktuell von einer Bodenbildung sprechen kann. Wenn, dann wäre sie volatil als in den 1940er Jahren.

Steigende Renditen sind in den USA noch kein Thema, in anderen Ländern hingegen schon. Die Renditen schwachbrüstiger Länder wie Griechenland, Portugal und auch Irland steigen bereits seit einigen Jahren (nächster Chart).

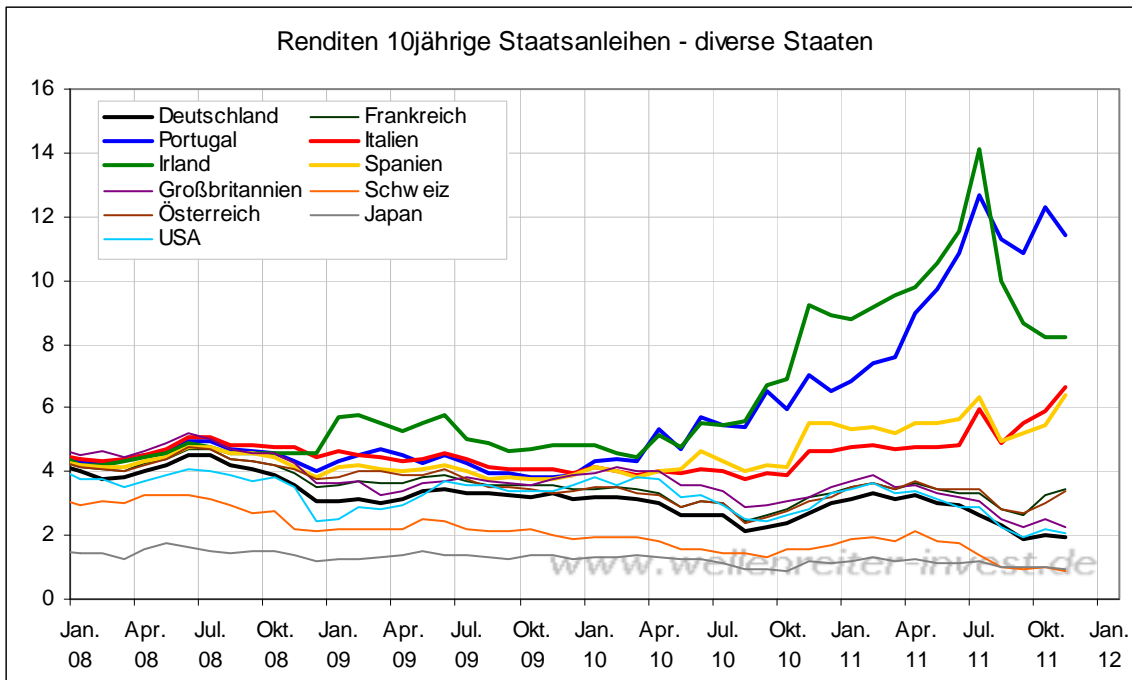


Abb. 4.3: Rendite 10jähriger Staatsanleihen – diverse Staaten

Auch die Renditen Spaniens, Italiens, Belgiens und auch Frankreichs sind im Anstieg begriffen. Viele osteuropäische Staaten, dessen Renditen ebenfalls anziehen (Ungarn, Slowenien als Beispiele), sind hier nicht dargestellt. Die Welle der Renditeanstiege läuft, und sie dürfte letztendlich auch Deutschland, Großbritannien die USA und schließlich sogar Japan erfassen.

Diejenigen, die glauben, dass die Aktienmärkte von der dann ansetzenden Flucht aus den Anleihen profitieren sollten, betrachten bitte die Aktienmärkte Portugals (nächster Chart) oder anderer PIIGS-Staaten.

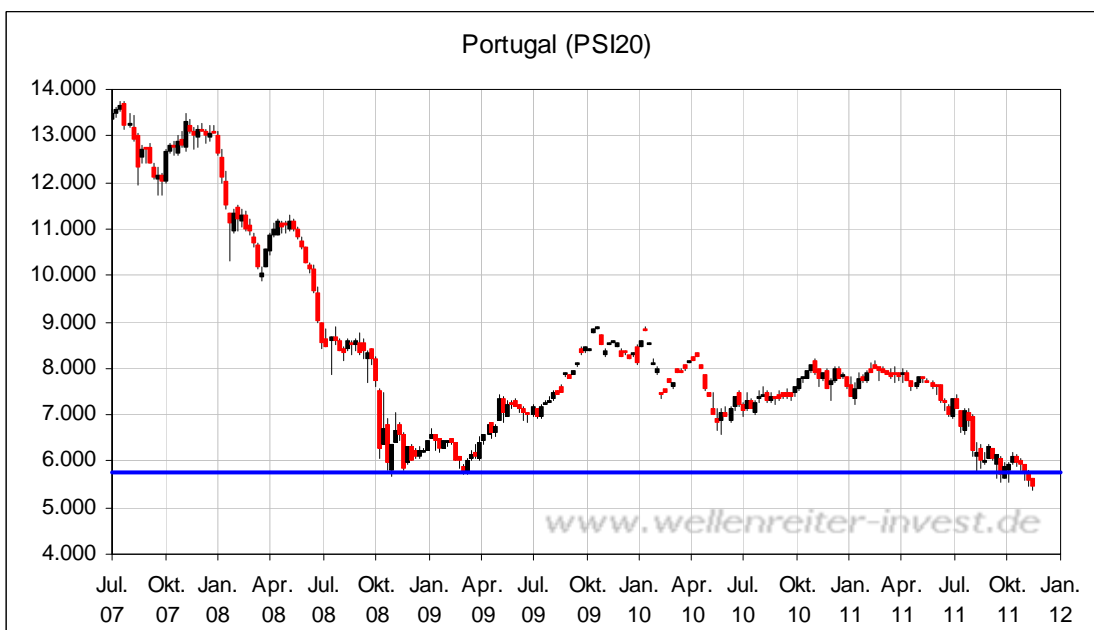


Abb. 4.4: Aktienmarktverlauf Portugal

Der dortige Renditeanstieg führte nicht zu einem starken, sondern zu einem schwachen Aktienmarkt. Der Grund dafür ist, dass in den 50iger Jahren ein Nachfrageboom nach dem Zweiten Weltkrieg die Wirtschaftsleistung stimulierte. Heute ist dies nicht der Fall: Die Marktzinsen steigen in Ländern wie Spanien, Italien und Frankreich aus Solvenz-befürchtungen. Die Folge der steigenden Zinsen ist eine Sparpolitik in den jeweiligen Ländern, die zu einem Nachfragerückgang und damit zu einer rezessiven Phase führt.

Alternativ stellt sich die Frage nach einem Niedrigzinsszenario – so wie Japan es vorlebt. Nachfolgend zeigen wir den Verlauf der japanischen Staatsanleihen um zehn Jahre zeitversetzt zu den US- und Bundesanleihen.

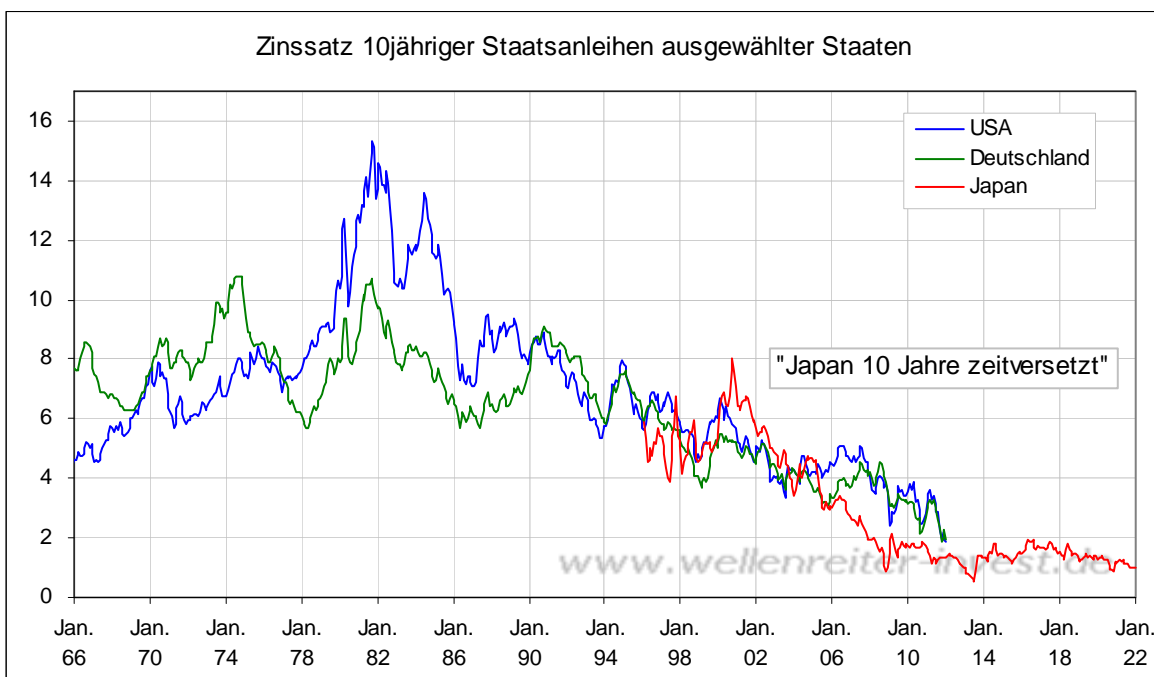


Abb. 4.5: Zinssatz Japan zeitversetzt

Käme es so, müsste man bis in die nächste Dekade hinein mit einem Niedrigzinsumfeld rechnen. Das absolute Zinstief in Japan bildete sich im Frühjahr 2003, so dass analog zu dieser Entwicklung in den kommenden 18 Monaten mit einem historisch wichtigen Zinstief zu rechnen wäre.

Wie würde sich ein solches Umfeld auf die Aktienmärkte auswirken? Wir stellen nachfolgend den Nikkei-Index 10 Jahre zeitversetzt zum S&P 500 dar.

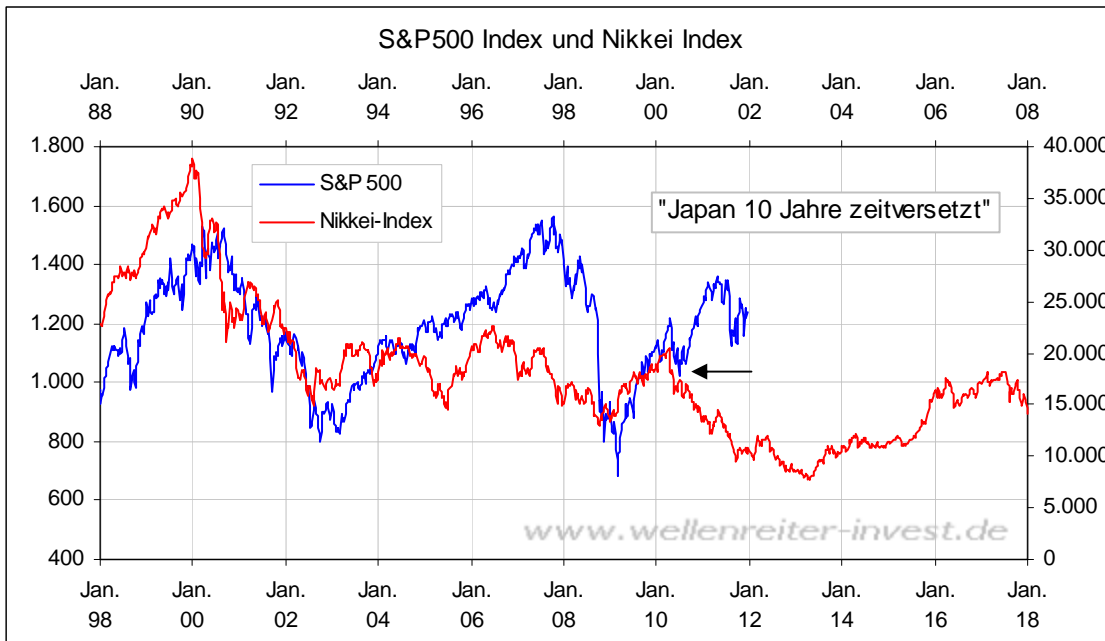


Abb. 4.6: S&P 500 und Nikkei Index

Die Verlaufsähnlichkeit beider Indizes bis zum Jahr 2010 ist erkennbar (siehe Pfeil obiger Chart). Danach aber ergab sich eine Abspaltung zugunsten des S&P 500. Diese fand im Sommer 2010 statt, als die US-Notenbank QE 2 ankündigte. Aus zyklischer Sicht ist ab März 2012 mit einer weiteren Schwächeperiode zu rechnen. Ein QE 3 könnte den Verlaufsvergleich jedoch erneut unterbrechen und zu einem positiveren Verlauf für die Aktienmärkte führen. Aus unserer Sicht deutet diese „Abspaltung“ darauf hin, dass der amerikanische Aktien- und Anleihenmarkt nicht dem japanisch-deflationären Weg folgen sollte, sondern die reflationäre Variante bevorzugt.

Die Renditen und der S&P 500 bewegten sich in den vergangenen Jahren zeitlich recht kongruent, wobei die relative Schwäche der Renditen gegenüber dem US-Aktienmarkt erkennbar ist (nächster Chart).

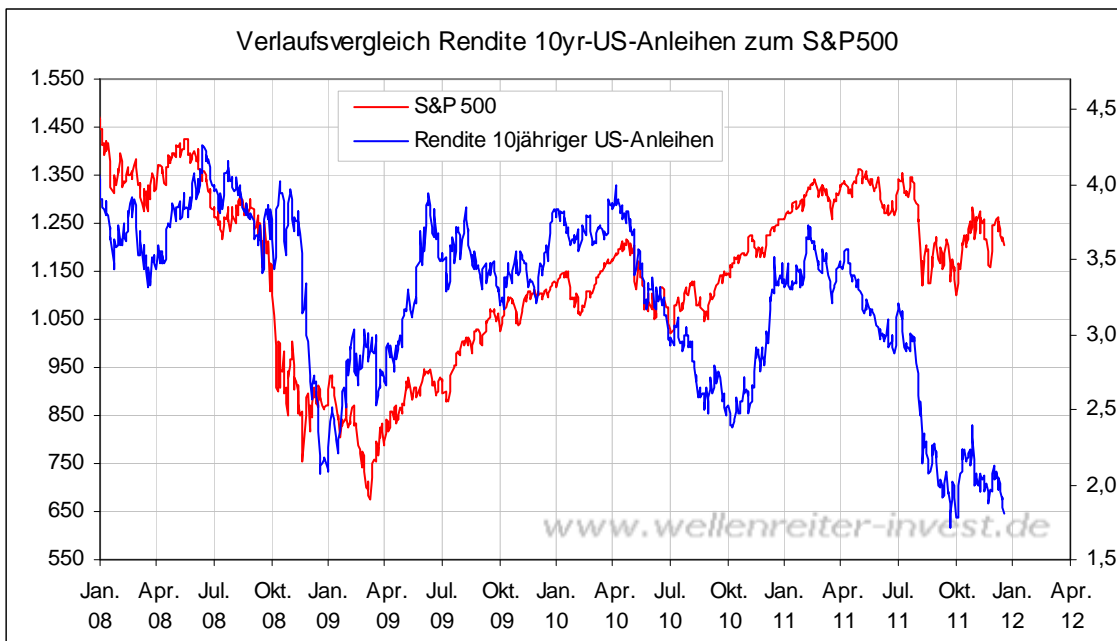


Abb. 4.7: Verlaufvergleich Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen zum S&P 500

Solange die relative Schwäche der Anleihen anhält, bleibt dies ein Belastungsfaktor für den Aktienmarkt.

Der langfristige Aufwärtstrend der 30jährigen US-Anleihen ist auf dem folgenden Chart gut erkennbar. Die obere Trendlinie verläuft momentan bei etwa 147 Punkten.

### 30jährige US-Anleihen Monatschart

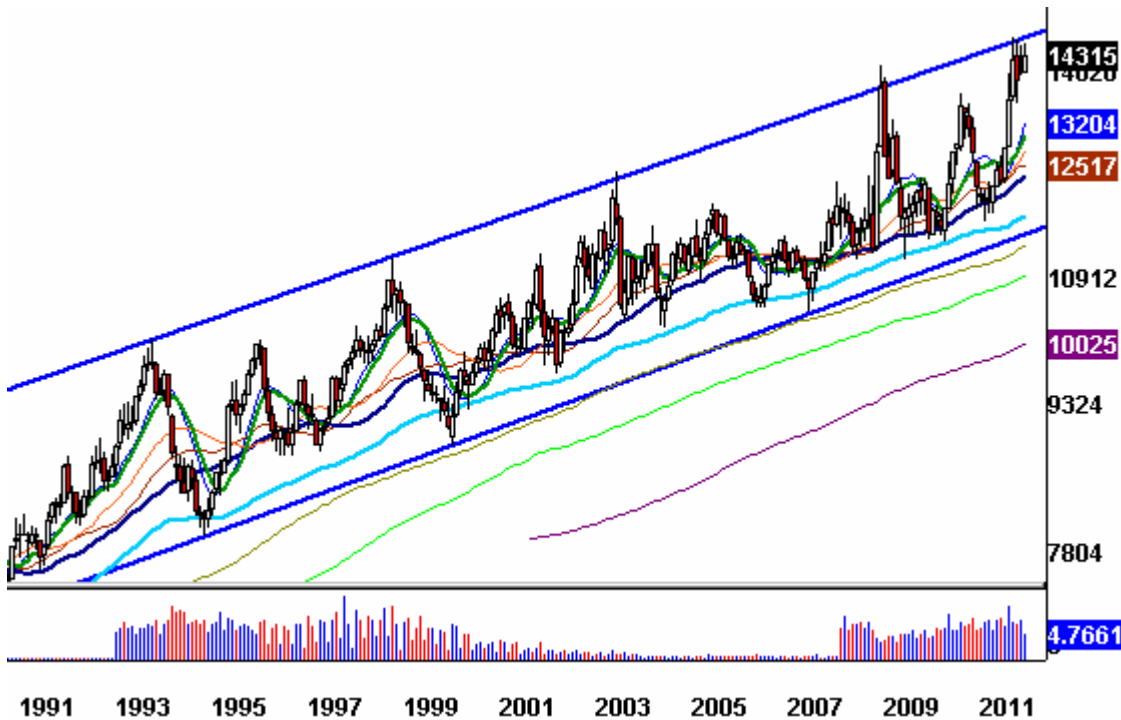


Abb. 4.8: 30jährige US-Anleihen Monatschart

Wir gehen nicht davon aus, dass dieser Trend nachhaltig nach oben durchbrochen wird. Aufgrund der Größe des Anleihen-Marktes benötigt die Ausbildung eines Hochpunktes einen längeren Zeitraum. Die Entwicklung der vergangenen Monate zeigt einen ersten Ansatz dafür.

Aufgrund der Korrelation zwischen dem Dollar/Yen und der Rendite 10jähriger US-Anleihen dürfte der Druck auf die Renditen in den kommenden Wochen abgemildert werden. Die Korrelation zwischen US-Dollar/Yen und der 10jährige US-Rendite hat sich zwar abgeschwächt, sie hat sich bis dato nicht aufgelöst (folgender Chart).

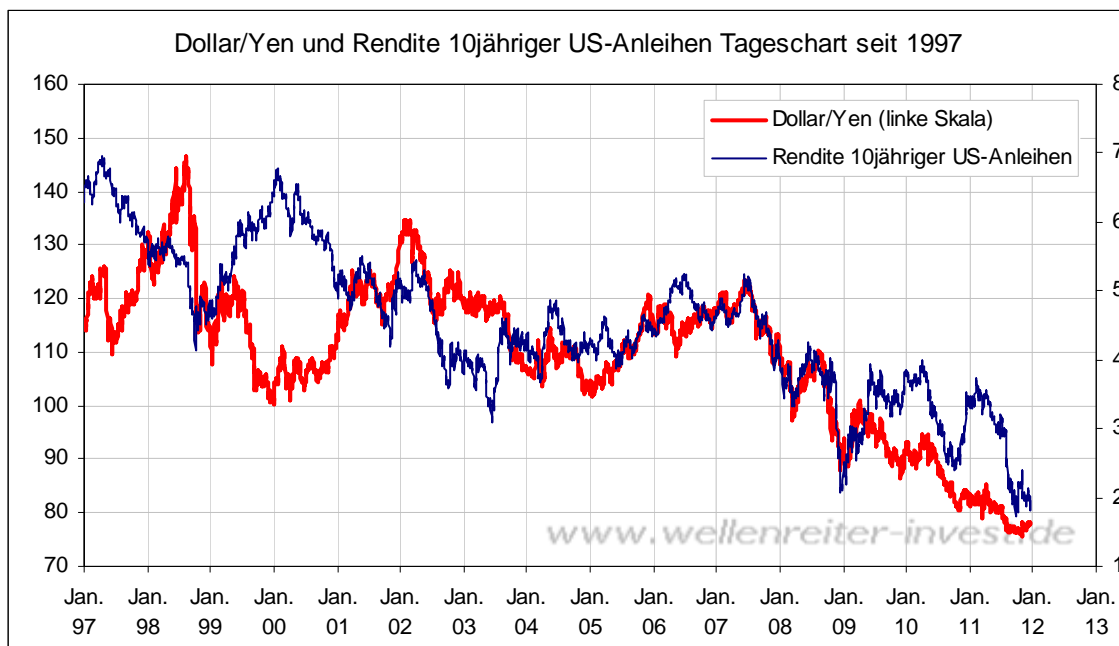


Abb. 4.9: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Erst bei einer positiven Wende im Dollar/Yen würden die Renditen steigen.

Genauso würden sie wahrscheinlich bei oder kurz nach einer Ankündigung von QE 3 steigen. Die blauen Linien auf dem folgenden Chart stellen die QE-Ankündigungs-termine, die roten Linien das tatsächliche Ende der Maßnahmen dar.

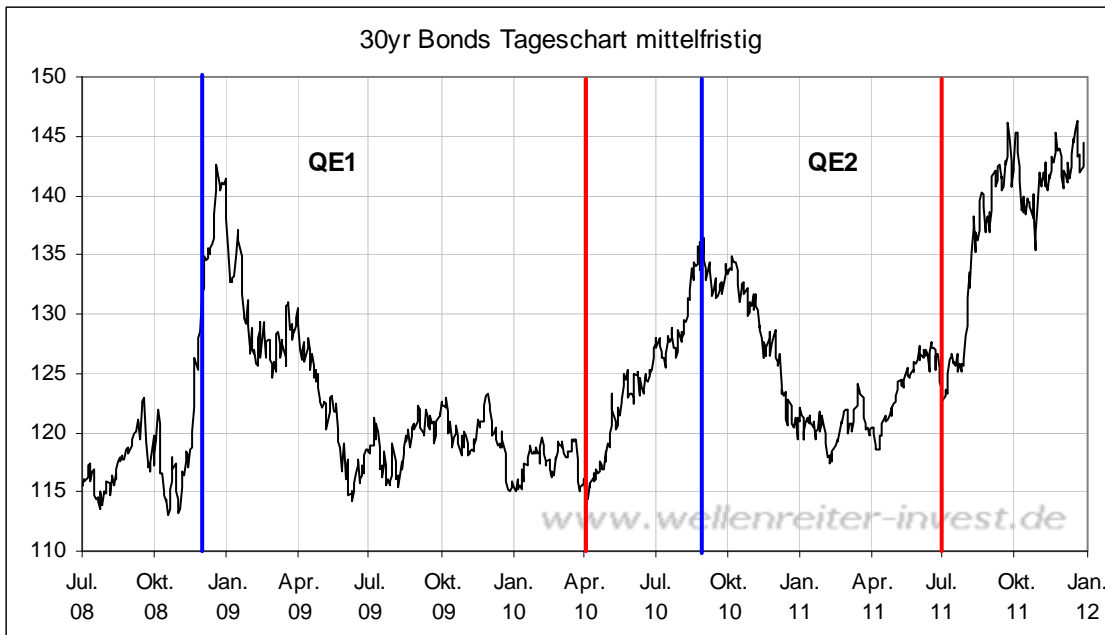


Abb. 4.10: 30jährige Anleihen und QE

Man erkennt, dass die Anleihen nach der Ankündigung von QE zu fallen beginnen. Dies würde steigende Renditen bedeuten. Der Grund ist die Erwartung der Anleger, dass sich die Wirtschaft mit der Durchführung von QE stabilisiert. Das Kapital wandert in risikoreichere Anlageklassen wie Aktien und Rohstoffe.

Fazit: US-Bonds sind bei US-Aktienmarktschwäche der sichere Hafen. Daher wäre im ersten Halbjahr mit einem Preishoch zu rechnen. Das weitere Anstiegspotential der lang laufenden Anleihen sehen wir als begrenzt an, ein nachhaltiges Überqueren des langfristigen Aufwärtstrends erwarten wir nicht. Bei QE 3 würden die Anleihen fallen, die Renditen steigen und das Kapital in risikoreichere Anlageklassen wie Aktien oder Rohstoffe umgeschichtet werden.



## 4.2 Unternehmens- und Hypothekenanleihen

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

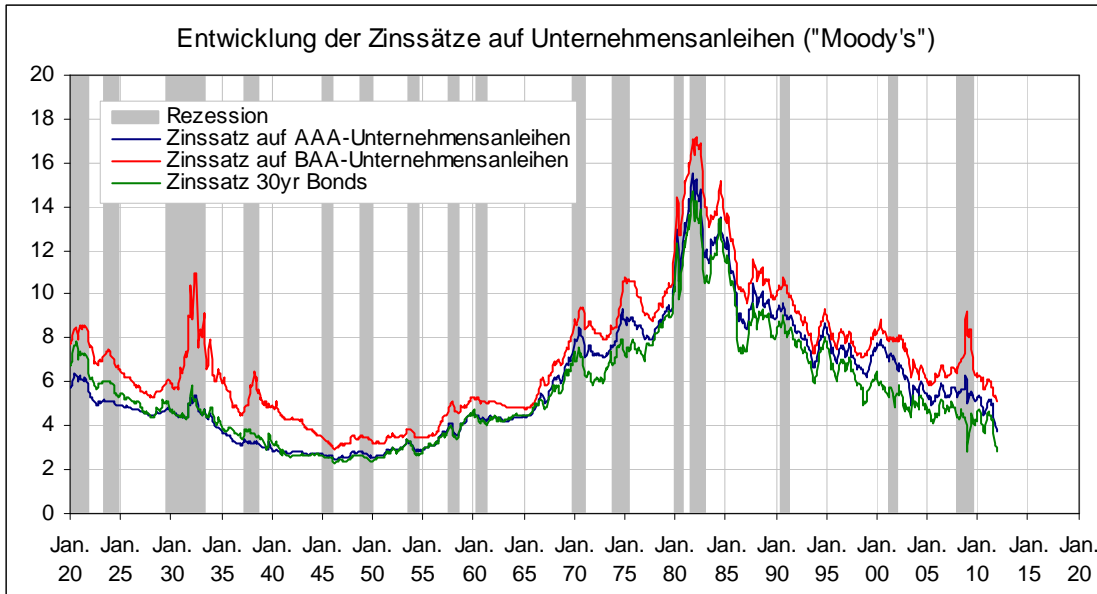


Abb. 4.11: Renditen Staats-, Unternehmens- und Hypothekenanleihen

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

Wie bereits weiter oben beschrieben ist jedoch der Abschluss einer Bodenbildung noch nicht erkennbar. Dies zeigt auch der folgende Chart.

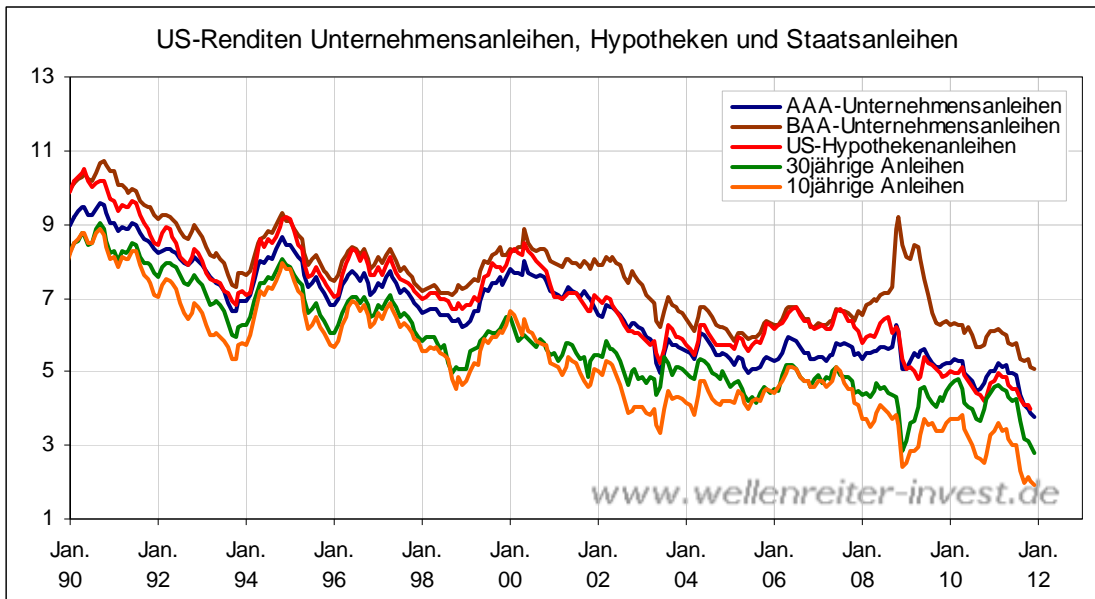


Abb. 4.12: Zinsen auf Unternehmensanleihen

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. Er ist mittlerweile auf 0,5 Prozentpunkte geschrumpft. Wenn Unternehmens- und Hypothekenanleihen in einem intakten Abwärtstrend sind und die zehnjährigen US-Staatsanleihen ebenfalls mit neuen Bewegungstiefs ihren Abwärtstrend fortgesetzt haben, dann ist trotz der Tatsache, dass das ganz lange Ende von 30 Jahren nicht mehr eine solche Abwärtsdynamik anzeigt, eine Trendwende nicht unmittelbar zu erwarten.

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.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist der Umstand, dass Schuldner geringerer Qualität (BAA-Anleihen) im Rahmen der Finanzkrise zwar eine massive Verteuerung ihrer Refinanzierung zu beklagen hatten (insbesondere in 2008), doch anschließend fielen die Refinanzierungskosten weiter. Wenn sich auch diese Unternehmen weiterhin günstig refinanzieren können, sparen sie Zinskosten und geraten somit - im Gegensatz zu 2008 - nicht in eine Kreditklemme. Dies ist ein konjunktureller Positivfaktor.

Der Trend von Unternehmen, sich ihr Kapital nicht mehr nur über die Banken, sondern mit Hilfe von Unternehmensanleihen bei Investoren zu besorgen, hält unvermindert an. Dieses Modell, das in den USA stets rege praktiziert wurde, greift mehr und mehr auf Europa über. Die Bedeutung der Banken als Kreditgeber dürfte längerfristig reduziert werden. Der Wandel der Bankenlandschaft wird auch aus dieser Richtung weiter vorangetrieben.

Fazit: Die Abwärtstrends am Anleihenmarkt sind weiterhin intakt. Die Entwicklung der Unternehmens- und Hypothekenanleihen unterliegt dem Rhythmus der Staatsanleihen. Die Tatsache, dass sich Schuldner mit einer etwas schlechteren Qualität vergleichsweise günstig refinanzieren können, sehen wir positiv für die Entwicklung des Aktienmarktes, der hierdurch eine Unterstützung erfährt und damit weniger stark rückschlagsgefährdet ist.

## 5. Der Währungsmarkt

### 5.1 US-Dollar-Index

Ende des Jahres 2010 notierte der US-Dollar-Index bei etwa 80 Punkten, genauso wie Ende des Jahres 2011. Der Index notiert damit auf einem identischen Preisniveau wie Anfang 1991, Ende 1992, Anfang 1995 oder zum Jahreswechsel 2004/05. Die 80-Punkte-Marke (rote Linie folgender Chart) wurde seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 mehrfach überquert.

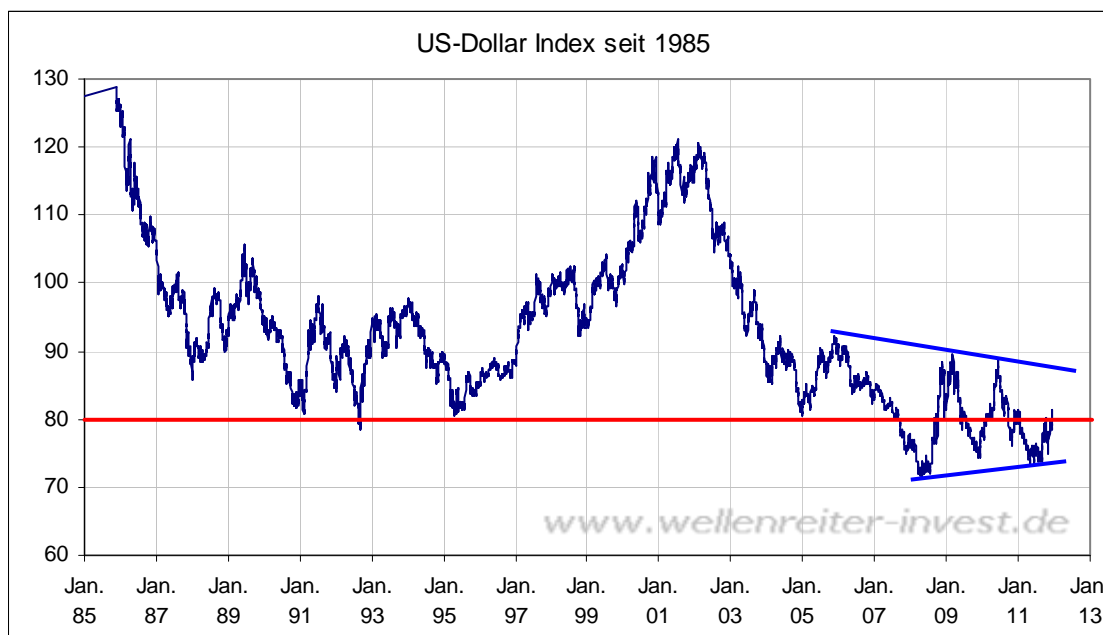


Abb. 5.1: US-Dollar Index seit 1985

Das Geschehen im US-Dollar-Index spielt sich seit etwa acht Jahren im Rahmen einer Handelsspanne zwischen 70 bis 90 Punkten ab. Auf der Unterseite hat sich in 2008 und 2011 ein preisliches Doppeltief ausgebildet, so dass die Basis für einen Anstieg an das obere Ende der Handelsspanne des skizzierten Dreiecks für das kommende Jahr gegeben ist.

Der saisonale Durchschnittsverlauf der Wahljahre weist auf einen starken Dollar bis in den Mai hin.

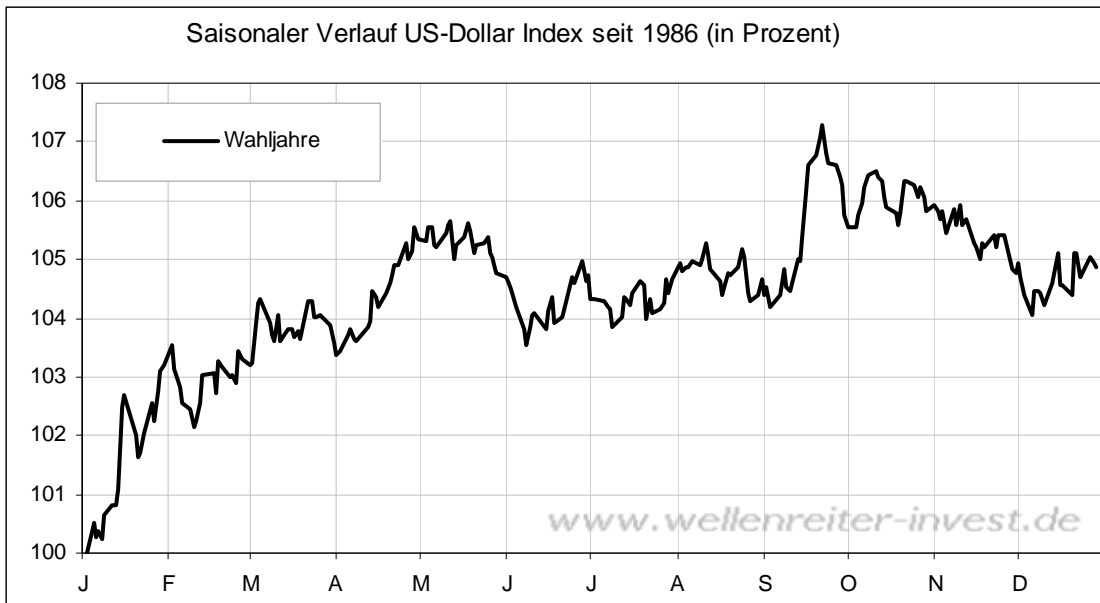


Abb. 5.2: Saisonaler Verlauf US-Dollar Index

Eine solche Entwicklung ist für die Entwicklung der Rohstoffpreise, die in US-Dollar berechnet werden, eine negative Entwicklung. Rohstoffwährungen wie der Australische Dollar oder der Kanadische Dollar würden dabei zunächst unter Druck bleiben.

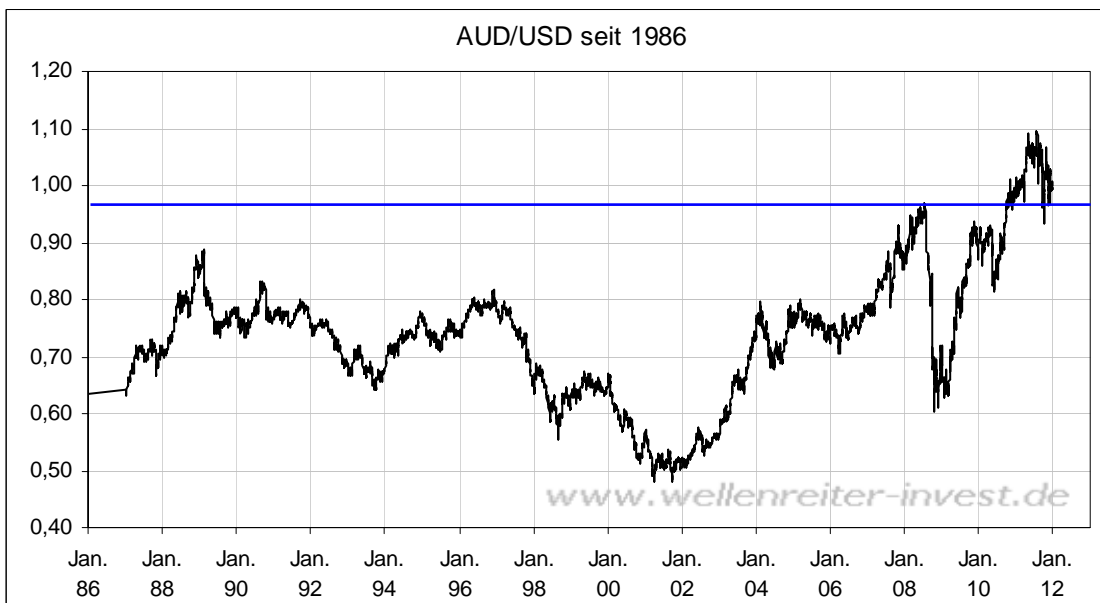


Abb. 5.3: Australischer Dollar / US-Dollar

Im Gegensatz zu 2008 ist die Abwärtsbewegung des australischen Dollars eher eine schleichende Abwärtsbewegung, die korrektiv wirkt und nicht mit der Dynamik des Jahres 2008 zu vergleichen ist.

Fazit: Der US-Dollar-Index oszilliert in den letzten Jahren in einer Bandbreite von etwa 70 und 90 Punkten. Er befindet sich momentan an der Mittellinie der Handelsspanne. Im Gegensatz zu 2008 zeigen die Rohstoffwährungen korrektive Muster und wenig Dynamik auf der Unterseite, so dass die Rolle des US-Dollars als „sicherer Hafen“ vor allem seinem Indexschergewicht Euro/US-Dollar geschuldet ist. Eine positive Entwicklung dürften die Rohstoffwährungen wieder in einer Reflationsphase zeigen, wenn die Risikobereitschaft der Investoren wieder zunimmt. Wir rechnen mit einem stärkeren US-Dollar in den ersten beiden Quartalen. Dann allerdings sollte der Risikotrade die Oberhand gewinnen und den US-Dollar zurückdrängen.

## 5.2 Euro/Dollar

Die charttechnische Betrachtung des Euro/Dollar birgt einige interessante Muster. Betrachtet man die Entwicklung zwischen 1988 und 1996, so ist eine aufwärts gerichtete Handelsspanne erkennbar. Diese Handelsspanne trug den Keim der Schwäche in sich. Als sie im Jahr 1997 brach, ging es flott nach unten.

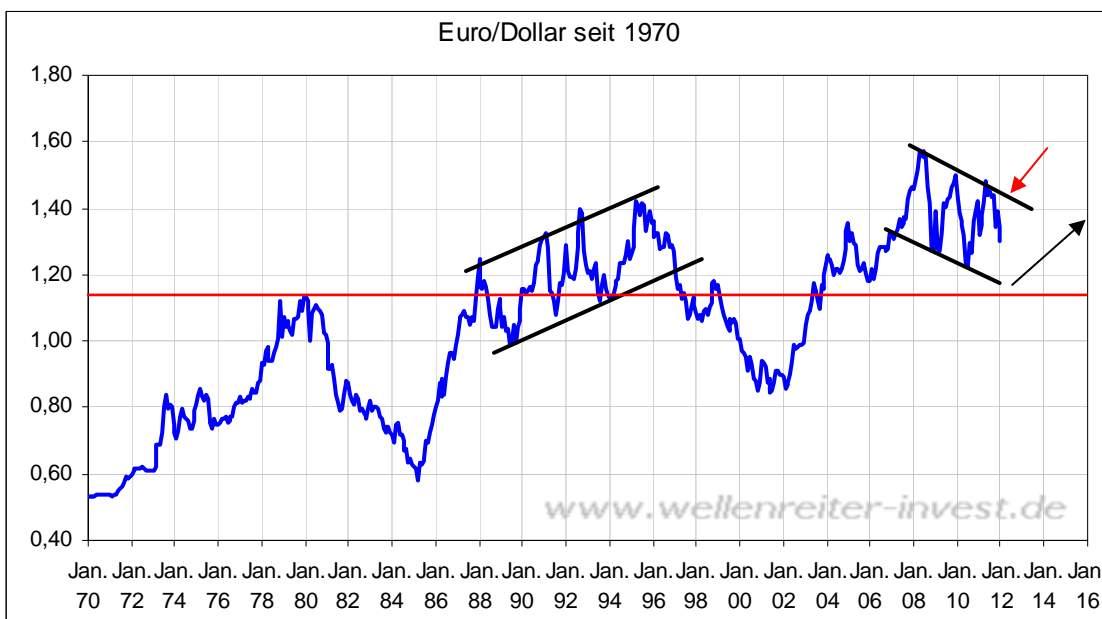


Abb. 5.4: Euro/Dollar seit 1970

Zyklisch ist ein alternierender 10/5-Jahreszyklus erkennbar und ab 2010 dominiert wieder ein Seitwärts-/Abwärtstrend, der Mitte der Dekade anhalten sollte. Der Blick auf die Vergangenheitsentwicklung zeigt an, dass diese Zyklen eine grobe Orientierung darstellen. Im April 2008 erreichte der Euro/Dollar mit einem Wert von 1,60 sein bisheriges Allzeithoch, in 2010 (bzw. im Dezember 2009) bildete sich bei 1,51 US-Dollar ein sekundärer Hochpunkt. Seither bewegt sich der Euro/Dollar in einer nach unten geneigten Handelsspanne (siehe roten Pfeil obiger Chart).

Eine solche Handelsspanne trägt üblicherweise den Keim der Stärke in sich. Denn die Bewegung im Rahmen der Handelsspanne entspricht einer Konsolidierungsbewegung. Würde der Euro/Dollar das untere Ende der Spanne – es liegt bei 1,17/1,18 – erreichen, so erscheint die Wahrscheinlichkeit groß, mit einem antizyklischen Kauf Erfolg zu haben (schwarzer Pfeil obiger Chart). Grundsätzlich weist der Bereich 1,16-19 USD auch aus preislicher Sicht eine sehr starke Unterstützung auf, der sich aus dem Einführungskurs im Januar 1999, dem Preistief zum Jahreswechsel 2005/06 sowie dem Preistief im Juni 2011 ergibt.

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 den Realzinsen für Deutschland und den USA gemeinsam mit dem Verlauf des Euro/Dollar charttechnisch abgetragen. Ein ideales Realzinsumfeld bietet hohe Zinsen bei geringen Inflationsraten.

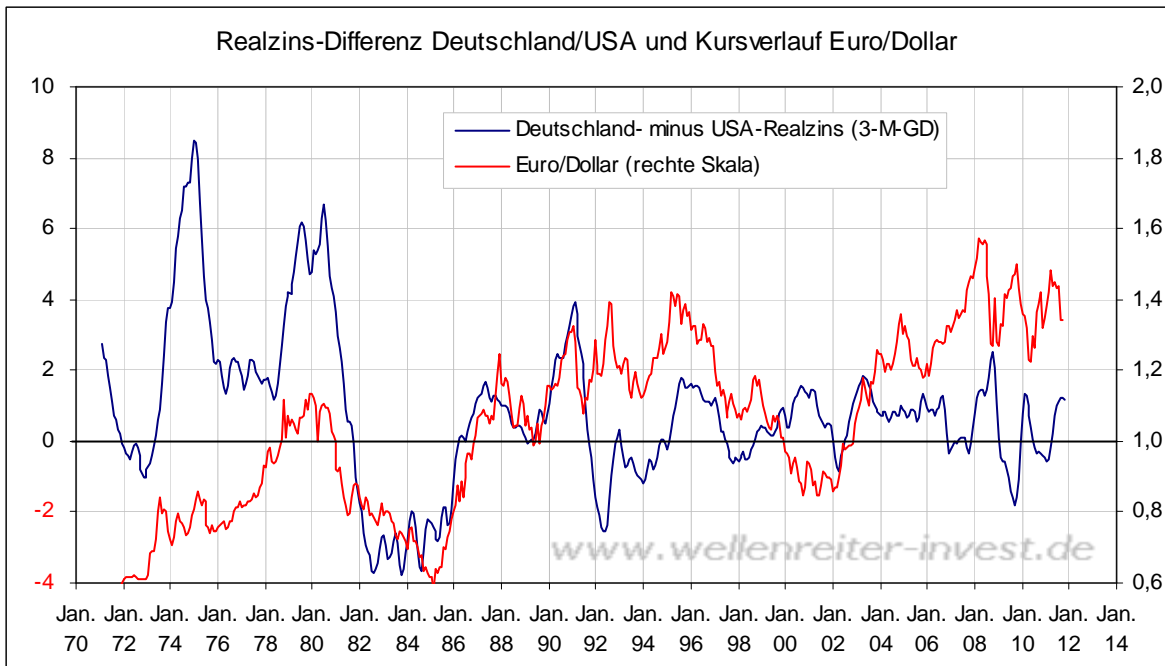


Abb. 5.5: Realzins-Differenz Deutschland/USA

Die Seite, die hohe Zinsen bei relativ geringen Inflationsraten und einem insgesamt gesunden wirtschaftlichem Umfeld bietet, verfügt üblicherweise über die stärkere Währung. Die Renditen Deutschlands und der USA befinden sich etwa auf dem gleichen Niveau (knapp 2 Prozent bei den 10jährigen Anleihen). Der Unterschied liegt in der Inflationsrate: Dieser macht etwa einen Prozentpunkt aus.

In anderen Euroland-Mitgliedsstaaten mit einem hohen wirtschaftlichen Gewicht (Frankreich, Italien, Spanien) notiert die Rendite z.T. deutlich höher, während die Inflationsraten maximal einen Prozentpunkt nach oben abweichen. Würde man Frankreich, Italien und Spanien in die Vergleichsbetrachtung zu den USA mit einbeziehen, so würde die Differenz noch stärker zu Gunsten des Euro/Dollar ausfallen.

Doch die Investoren rechnen derzeit nicht so: Die hohen Renditen sind ja nicht Ausdruck einer wirtschaftlichen Stärke, sondern sie beinhalten einen hohen Risikoaufschlag für das Halten dieser Staatsanleihen. Also sollte man die Realzins-Vergleichsrechnung bis auf weiteres lediglich auf Deutschland beziehen.

Ein weiterer Faktor für die Entwicklung des Währungskurses ist die erwartete Veränderung der kurzfristigen Leitzinsen, die den Euro/US-Dollar durch zwei Leitzins-erhöhungen im ersten Halbjahr 2011 bis auf 1,49 USD anstiegen ließen, bevor Zinssenkungen die Rückkehr zum Niveau des Januar 2011 bedeuteten. Sollte der EZB-Chef Draghi weitere Leitzinssatzsenkungen zur Unterstützung des Bankensektors planen, dann wäre ein weiterer Rückgang des Währungspaares im ersten Halbjahr 2012 zu erwarten. Aufgrund der signifikanten Bedeutung des Niveaus zwischen 1,16-



19 USD und der Trendunterstützung bei 1,17/18 USD erwarten wir spätestens auf diesem Niveau eine politische Maßnahme zur Stabilisierung des Währungspaares. Ein „QE 3“ der FED würde den US-Dollar schwächen, auch die erwähnte Maßnahme der EZB zur Deckelung der Rendite würde das Währungspaar stabilisieren.

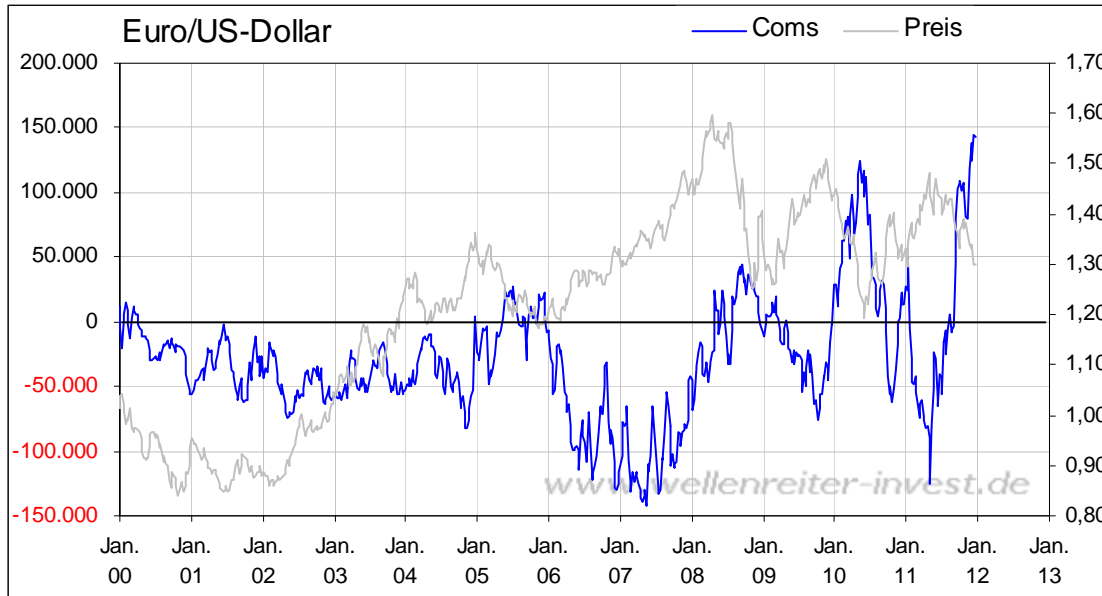


Abb. 5.6: Euro/Dollar Commercials

Auch in 2008 oder in 2010 waren die Commercials etwas zu früh mit einer zur damaligen Zeit relativ positiven Positionierung. Während die Commercials Anfang Mai 2011 massiv short positioniert waren, sind sie nun historisch stark long positioniert und die Trendfolger sind sehr stark short positioniert. Da wir nicht annehmen, dass die fundamentalen Kräfte eines Zerfalls des Euros in 2012 siegen werden, besteht nach der Ausbildung eines Tiefpunktes deutliches Potential für eine Anstiegsphase, wenn die Trendfolger ihre Marschrichtung ändern.

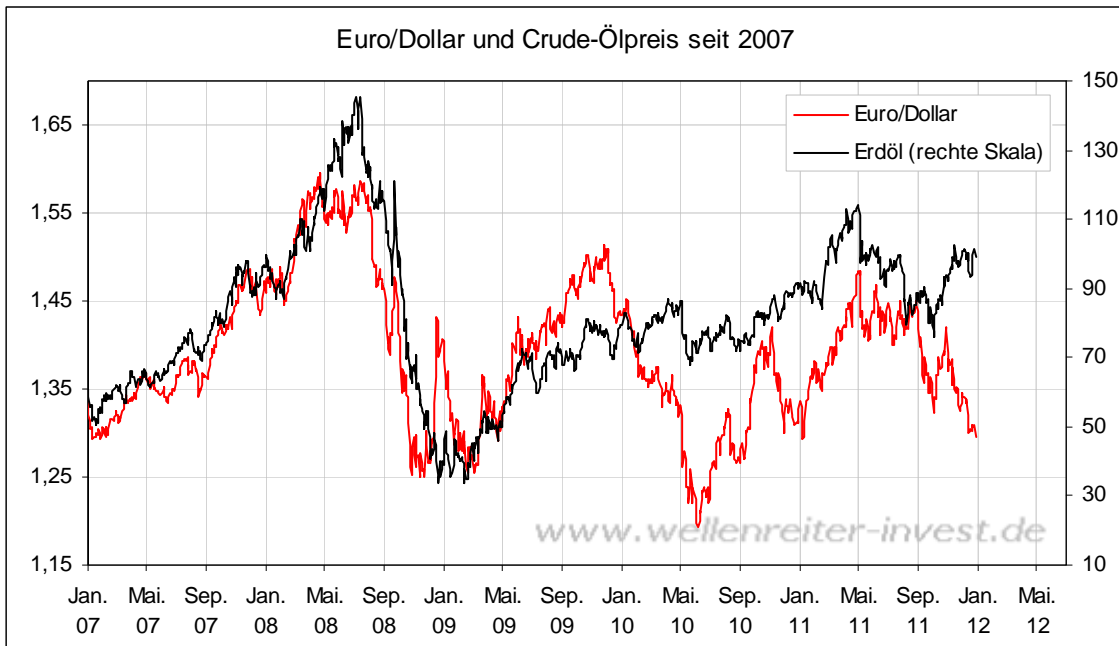


Abb. 5.7: Euro/Dollar und Crude Ölpreis

Zudem agiert die Entwicklung des Euro/US-Dollars als sehr wichtiger Intermarktfaktor, der seit Anfang Mai 2011 eine deflationäre Bewegung indiziert. Bei einer Ausbildung eines Preistiefs wie zuletzt Anfang Oktober wirkt ein steigender Euro/US-Dollar positiv für die Entwicklung auf Aktien und Rohstoffe.

Fazit: Charttechnisch kann die wichtige Unterstützung im Bereich von 1,17/1,18 als wichtige Unterstützung und als Ausgangsbasis für eine neue Aufwärtsbewegung angesehen werden. Spätestens auf diesem Niveau sollte aus politischer Sicht Handlungsbedarf bestehen. Zudem ist das Währungspaar ein sehr wichtiger Intermarktfaktor und führt bei einer unteren Wende dann auch zu steigenden Aktien- und Rohstoffkursen.

### 5.3 Schweizer Franken

Lange galt der Schweizer Franken als Fluchtwahrung und sicherer Hafen. Seit der Entscheidung der Schweizer Nationalbank, einen Kurs von 1,20 (EUR/CHF) mit allen Mitteln zu verteidigen, ist die Schweiz Wahrungstechnisch ein faktisches Mitglied der Eurozone geworden.

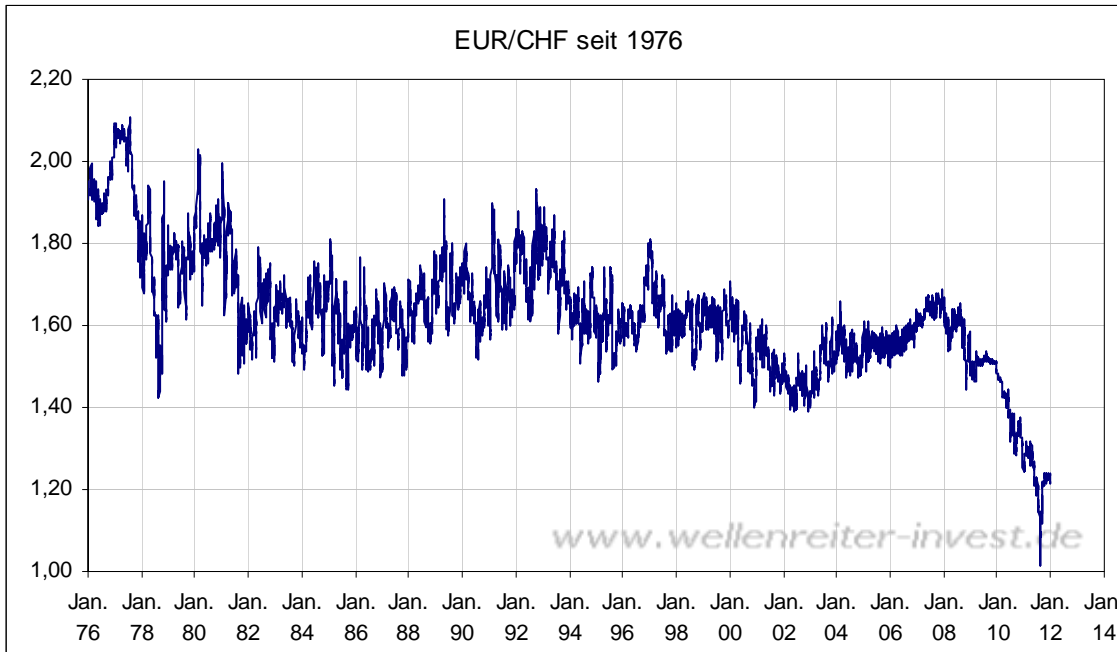


Abb. 5.8: Euro / Franken seit 1976

Die Marke von 1,20 dürfte von der Schweizer Nationalbank verteidigt werden, solange es nicht zu einem unregelmäßigen Auseinanderbrechen der Eurozone kommt. Das Ziel der Schweizer Notenbank ist mittelfristig ein höherer Kurs des EUR/CHF. Allerdings werden die Schweizer Währungshüter wohl abwarten, bis der Euro/ US-Dollar ein Preistief im ersten Halbjahr ausgebildet hat, bevor sie die untere Grenze von 1,20 auf 1,25/1,30 adjustieren werden.

### 5.4. Dollar/Yen

Die japanische Inflationsrate bewegte sich im Jahr 2011 um den Nullpunkt herum. Die Rendite für 10jahrige Staatsanleihen driftete zwischen 0,8 und 1,3 Prozent. Auch wenn die Rendite im internationalen Vergleich niedrig ist, so ist der Realzins aufgrund der Null-Inflation positiv. Da der US-Realzins negativ ist, führt dies im Ergebnis zu einem Vorteil des Yen gegenüber dem US-Dollar (folgender Chart).

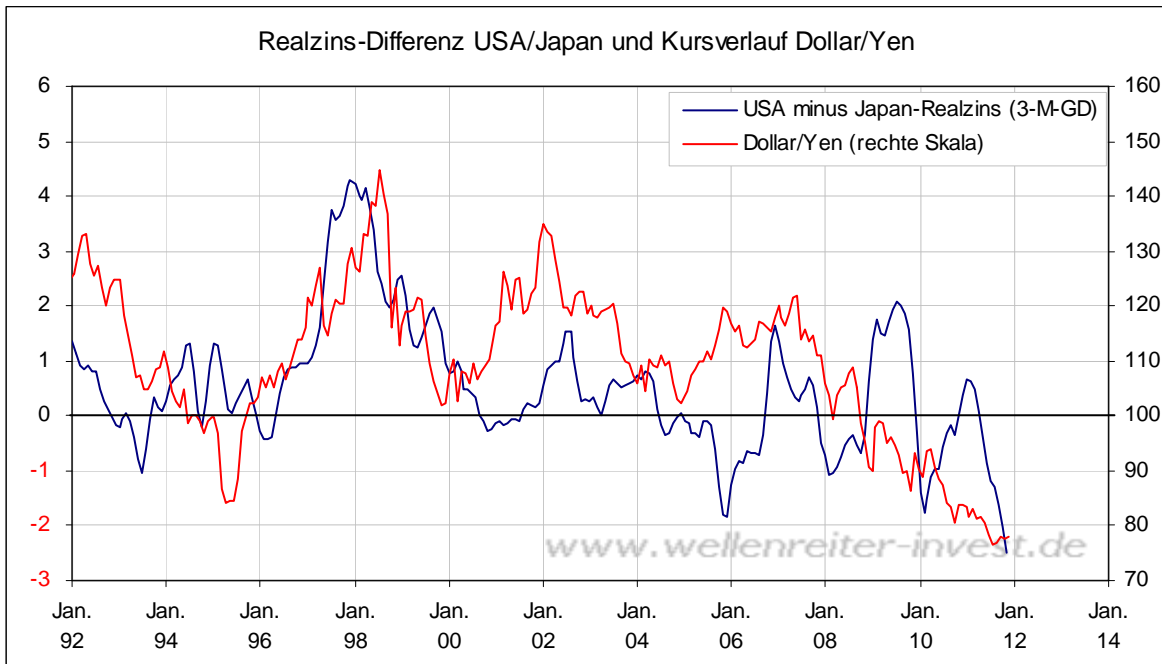


Abb. 5.9: Realzins-Differenz USA/Japan

Japan ist das einzige der nachfolgend dargestellten Industrieländer, in denen der Realzins weiterhin positiv ist (rote Linie nächster Chart).

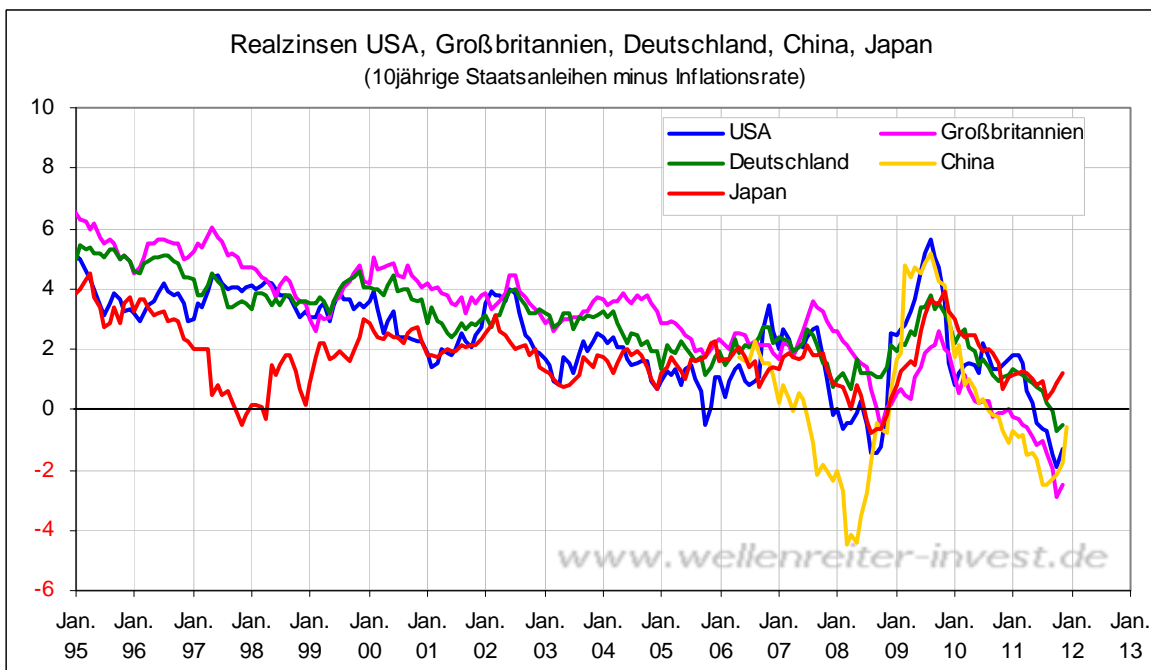


Abb. 5.10: Realzinsen USA, Großbritannien, Deutschland, Japan

Die Realzinsbeziehung zwischen Japan und den USA würde sich umkehren, wenn entweder die japanische Inflationsrate die Rendite übertreffen würde (= negativer Realzins) oder die USA erneut in eine deflationäre Situation geraten würden.

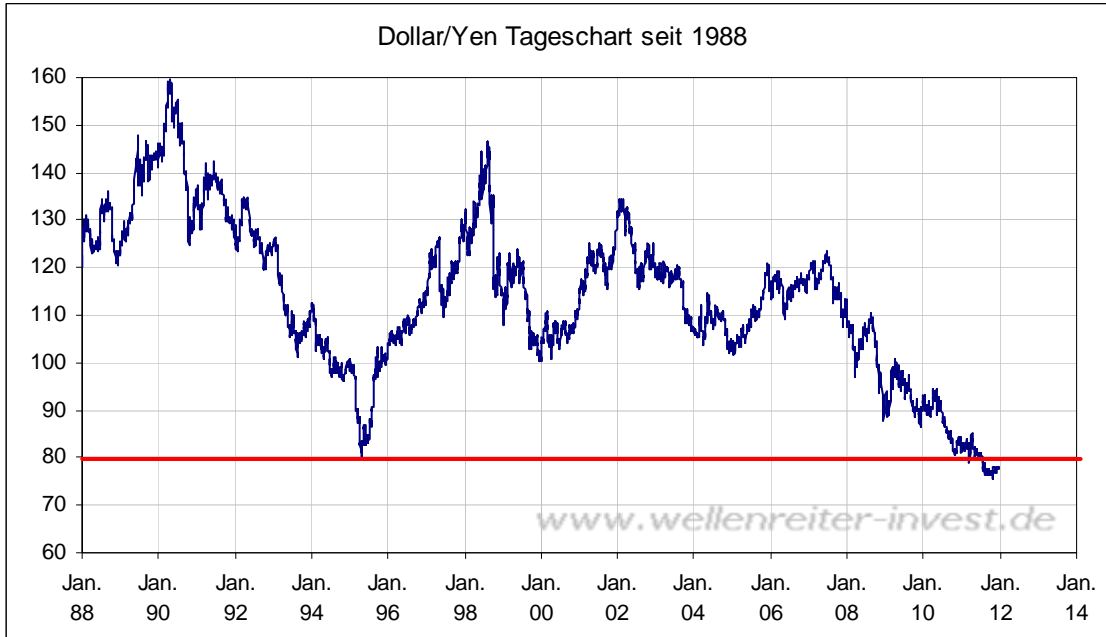


Abb. 5.11: Dollar/Yen

Die Abwärtsbewegung im Dollar/Yen verschärfte sich in jüngerer Zeit nicht mehr: Sie verliert an Momentum. Diese Entwicklung ist auf dem Kurzfrist-Chart (nächster Chart) gut erkennbar.

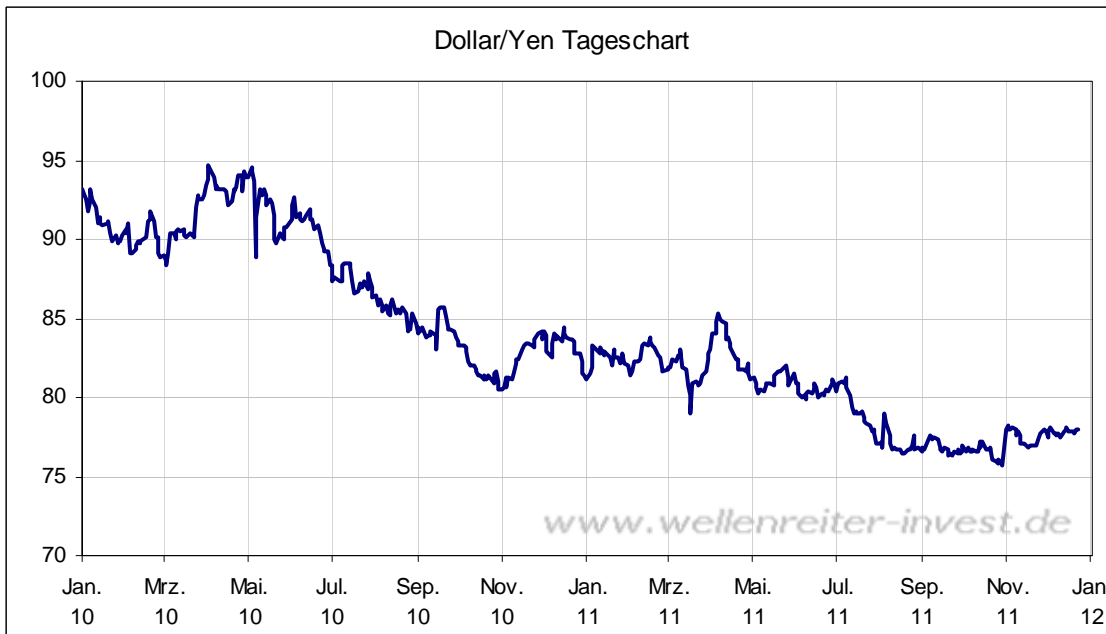


Abb. 5.12: Dollar/Yen Tageschart

Die Stabilisierung des Währungspaares ist auch den verstärkten Interventionen der japanischen Notenbank geschuldet, die dem Aufwertungsdruck auf dem Niveau um 75-77 Yen abfängt. Insofern kann diese Phase der Notenbankintervention als Beginn einer Bodenbildungsphase angesehen werden, die zunächst noch anhalten dürfte, da

der Yen zunächst seinen Status als „sicherer Hafen“ behalten wird. Die Stabilisierung des Währungspaares ist auch ein wichtiger Faktor für die Entwicklung des japanischen Aktienmarktes, dessen Abwärtsbewegung ebenfalls an Schwungkraft einbüßt.

Fazit: Das Währungspaar mit der geringsten Schwankungsbreite dürfte im ersten Halbjahr 2012 der USD/Yen sein, da die japanische Notenbank Kurse unter 75 Yen nicht zulassen möchte. Da eine Trendwende einige Zeit benötigt, ist der USD/Yen für Spekulationen in 2012 als uninteressant einzustufen.

## 6. Der Rohstoffmarkt

### 6.1 Rohstoffmarkt langfristig

Der CRB-Rohstoff-Index (CI) befindet sich seit dem Jahr 2002 in einer Aufwärtsbewegung. Nach dem Einbruch im Jahr 2008 konnte der Index nochmals ein neues Hoch erzielen (April 2011). Seitdem fällt der Rohstoffindex. Die Sequenz höherer Tiefs und höherer Hochs bleibt intakt. Ein Bruch des Aufwärtstrends fand bisher nicht statt.

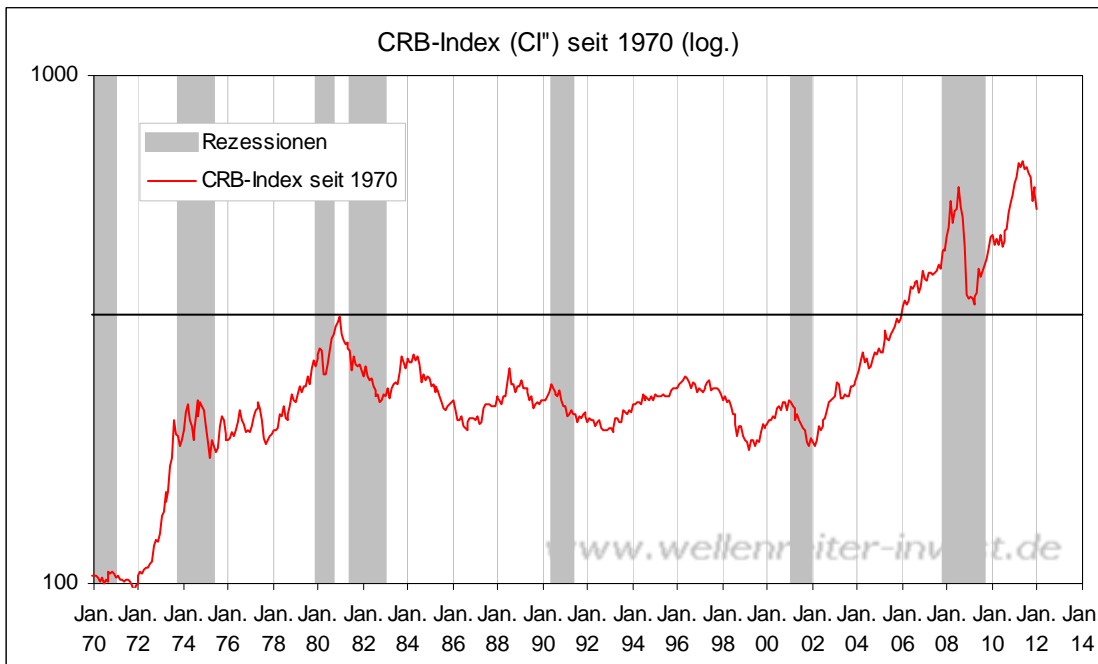


Abb. 6.1: CRB-Rohstoff-Index

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.

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

## 6.2 Erdöl

Der Langfristtrend des Ölpreises ist aufwärts gerichtet. Der obere Trendkanal wurde in den Jahren 1920, 1980 und 2008 angesprochen (folgender Chart).

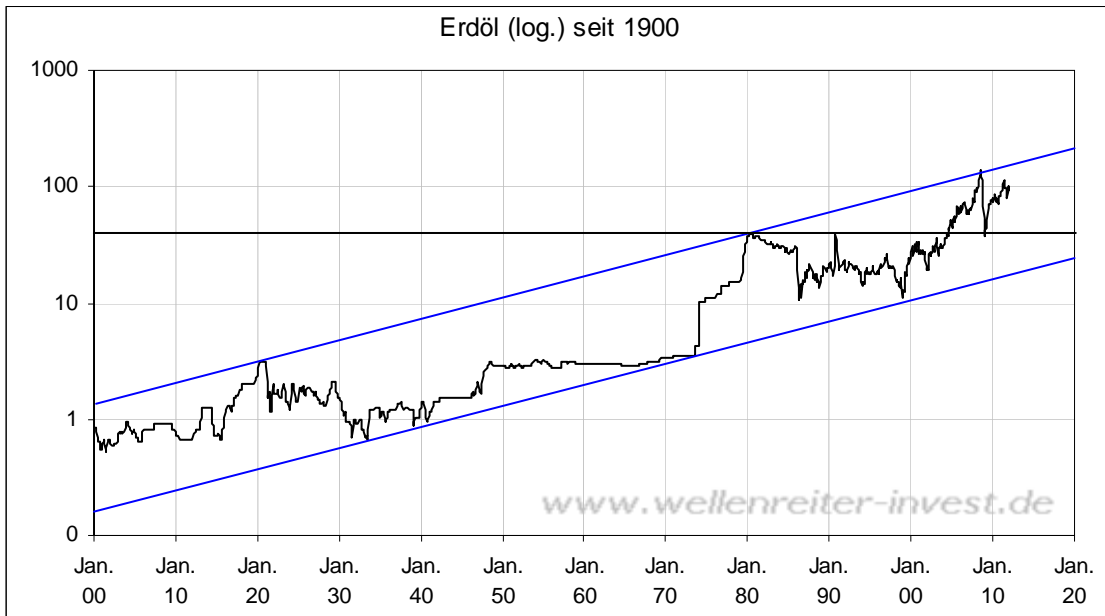


Abb. 6.2: Ölpreis seit 1900

In den ersten siebenzig Jahren des vergangenen Jahrhunderts stieg der Ölpreis nicht stärker als die Inflation. Dies änderte sich schlagartig zwischen 1974 und 1980 (erste und zweite Ölkrise). Die Belastung der Haushaltsbudgets stieg für den Kauf von Erdölprodukten überproportional an.

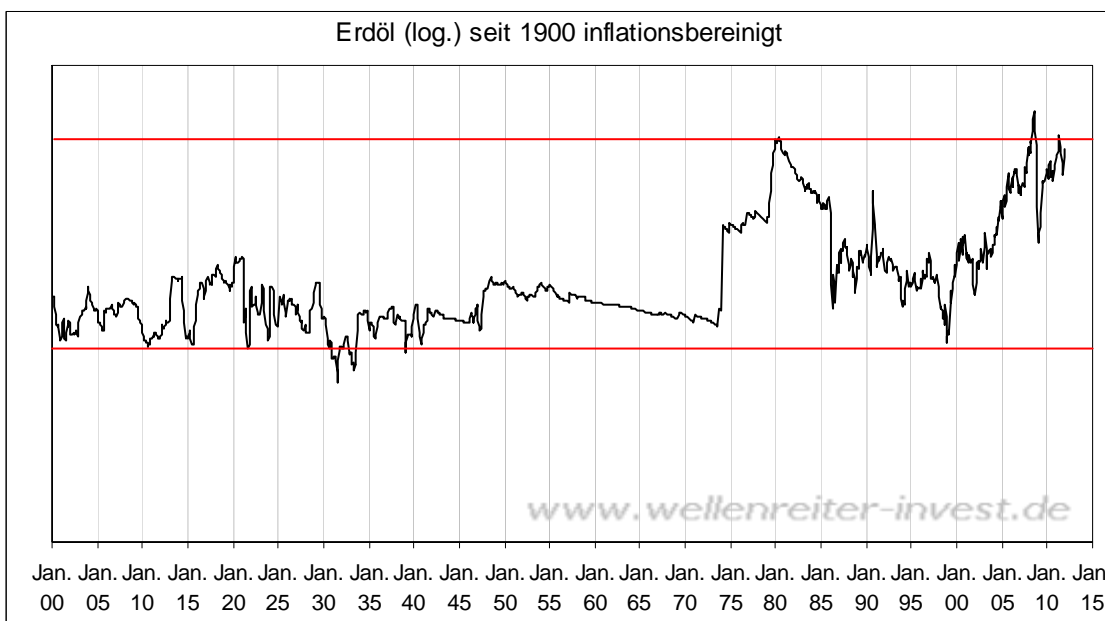


Abb. 6.3: Ölpreis seit 1900 inflationsbereinigt



In den 1980er und 1990er Jahren stieg der Ölpreis langsamer als die Inflationsrate: Erdöl und Erdölprodukte wurden relativ und absolut betrachtet preiswerter. Ende 1998 betrug der Ölpreis 10 Dollar, Mitte 2008 waren es knapp 150 US-Dollar. Der Hauptgrund für den Anstieg dürfte in der Boomphase der Schwellenländer (insbesondere in den BRIC-Staaten) zu finden sein. Denn weder in Europa noch in den USA noch in Japan stieg der Ölverbrauch in dieser Phase.

Inflationsbereinigt befindet sich der Ölpreis weiterhin auf historisch hohem Niveau. Die Frage stellt sich, ob ein Rückgang auf das Niveau von 1998 zu erwarten ist. Oder kann der Ölpreis aus seiner inflationsbereinigten Handelsspanne nach oben ausbrechen?

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.

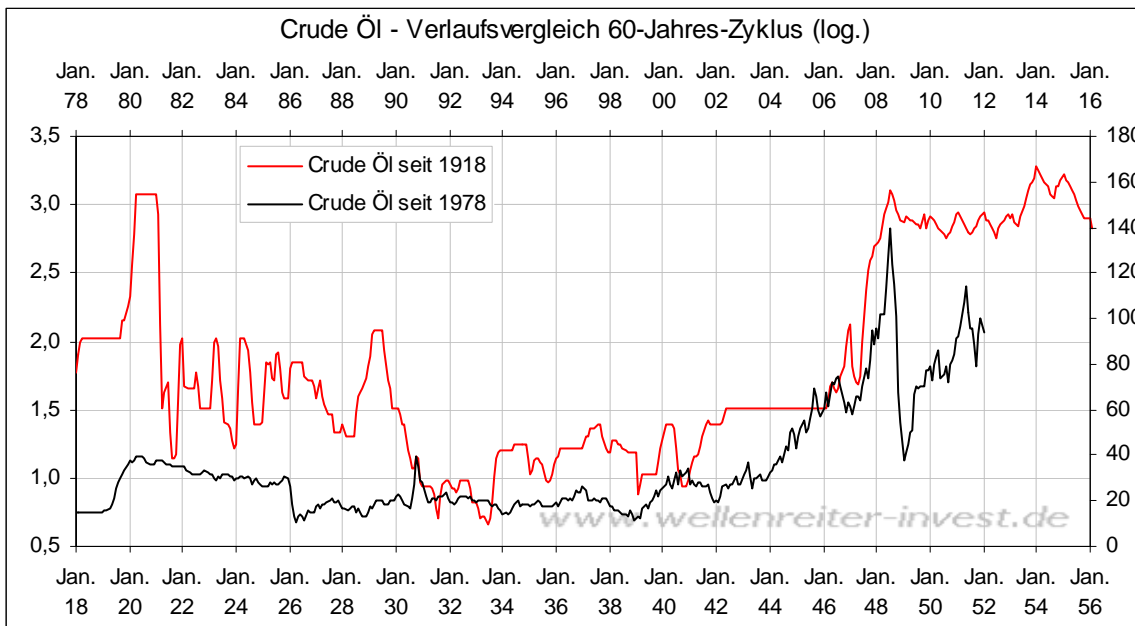


Abb. 6.4: Erdöl 60-Jahres-Zyklus

Momentan ist zu erkennen, dass der Ölpreis die extremen Schwankungen der vergangenen Jahre zu verdauen versucht. Die geschieht mittels Stabilisierung auf einem Niveau zwischen 75 und 110 US-Dollar. Zieht man den 60-Jahres-Zyklus zu Rate, dann „droht“ sich diese Stabilisierung auch 2012 und darüber hinaus fortzusetzen. Weder eine Überwindung des Hochs von 2008 noch eine Rückkehr zum Tief bei 40 Dollar erscheinen wahrscheinlich. Richtung 2014 sollte ein erneuter Anstieg erfolgen.

Die Erdöl-Sorte Brent entwickelte sich sowohl in der Krise von 2008 als auch im Jahr 2011 (bis etwa August) positiver als die Sorte Crude (folgender Chart).

### Ratio Brent Öl zu Crude Öl Monatschart

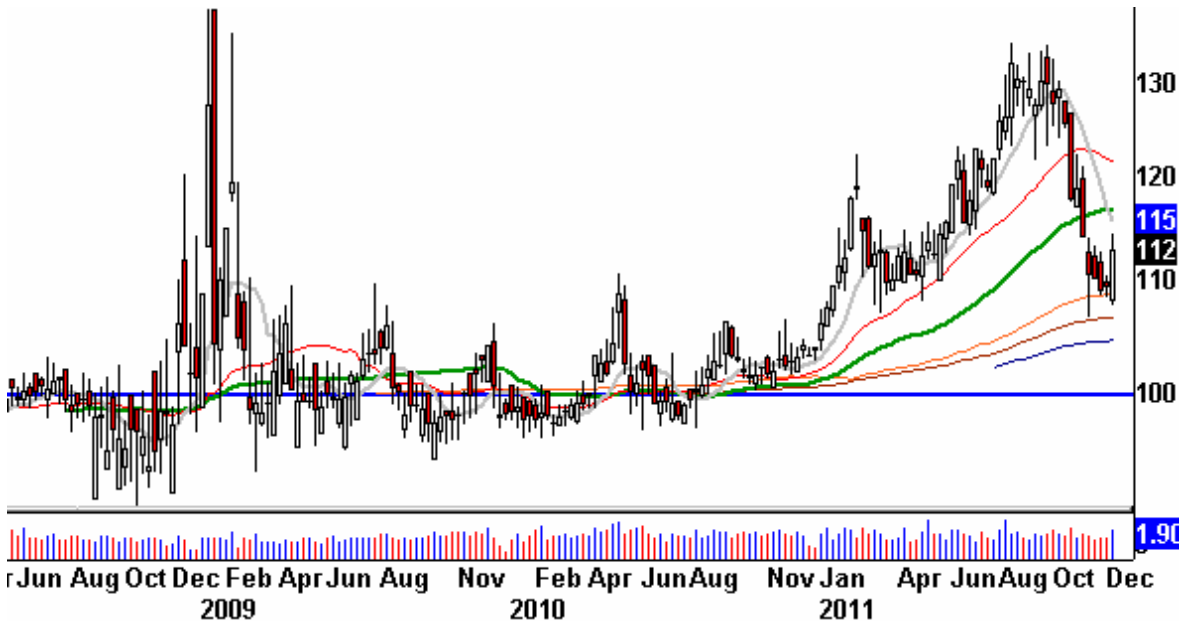


Abb. 6.5: Ratio Brent zu Crude

Seit einigen Monaten sind die Preise für beide Sorten im Begriff sich anzunähern. Der Prozess ist noch nicht abgeschlossen. Wir gehen von einer Fortsetzung der Konvergenz beider Sorten aus. Die Preise für Brent und Crude sollten im Frühjahr 2012 - wie dies historisch üblich - auf annähernd gleichem Niveau sein.

Die Ölpreisverläufe von 2010 und 2011 ähnelten sich mit ihrem April-Hoch und dem wichtigen Tief im Sommer/Herbst (folgender Chart).

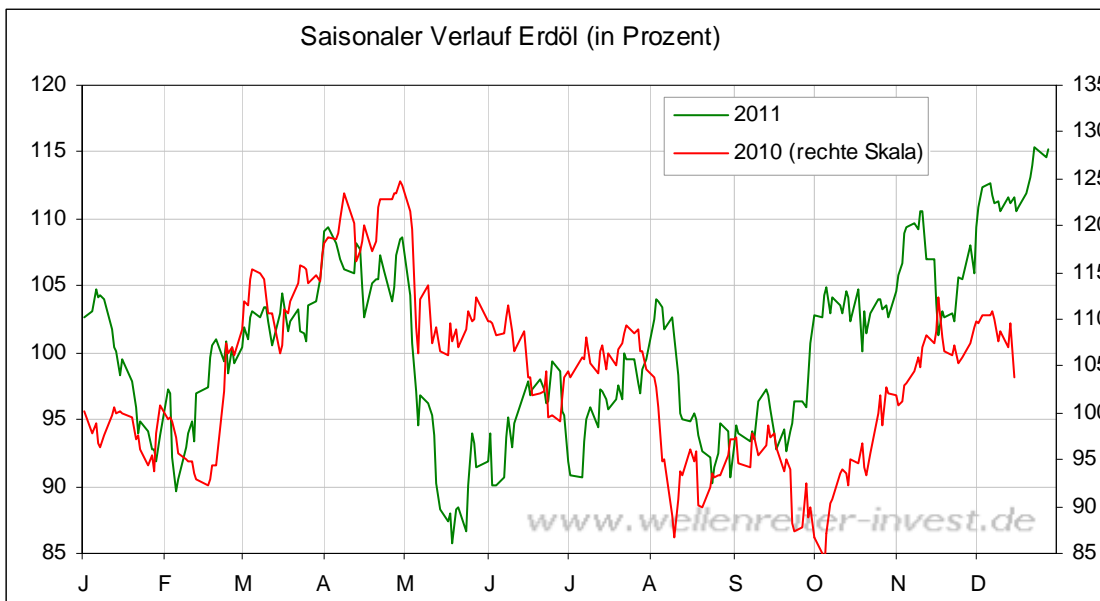


Abb. 6.6: Verlauf Ölpreis 2010 und 2011

Für 2012 sollte man eine nochmalige Verlaufswiederholung nicht erwarten, zumal der Ölpreis üblicherweise ein anderes saisonales Muster aufweist (folgender Chart). In Wahljahren ist der Anstieg der Preise bis kurz vor dem Wahlereignis Anfang November eine typische Erscheinung. Ohne das Jahr 2008 (mit seinem Einbruch von 147 auf 40 Dollar im Herbst) wäre der Anstieg zwischen Mai und Oktober im Durchschnittsmuster deutlich ausgeprägter.

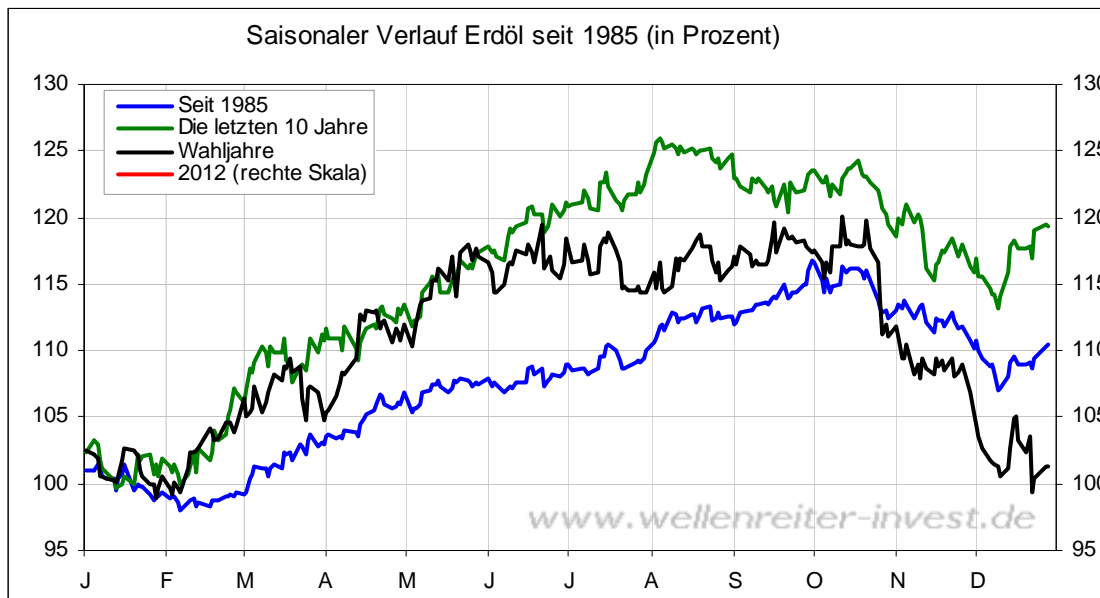


Abb. 6.7: Saisonalen Verlauf Erdöl in Vorwahljahren

Eine Schwäche von Mai bis September – wie in 2010 und 2011 – kommt selten vor. Normalerweise steigt der Ölpreis in dieser Phase. Ein frühes Tief (meist im Februar) ist eine häufige Erscheinung. In diesem Jahr besteht die Option für eine Normalisierung des Zyklus (mit einem stabilen bis positivem Verlauf zwischen Mai und September). Ein derartiger Verlauf würde mit einem im zweiten Halbjahr steigenden Aktienmarkt sowie einem dann steigenden Euro/Dollar korrelieren.

Das Eigenleben des Ölpreises ist seit Beginn der Aktienmarkterholung im Jahr 2009 eng begrenzt. Wie der folgende Chart zeigt, hängt die Entwicklung des Ölpreises am Aktienmarkt.

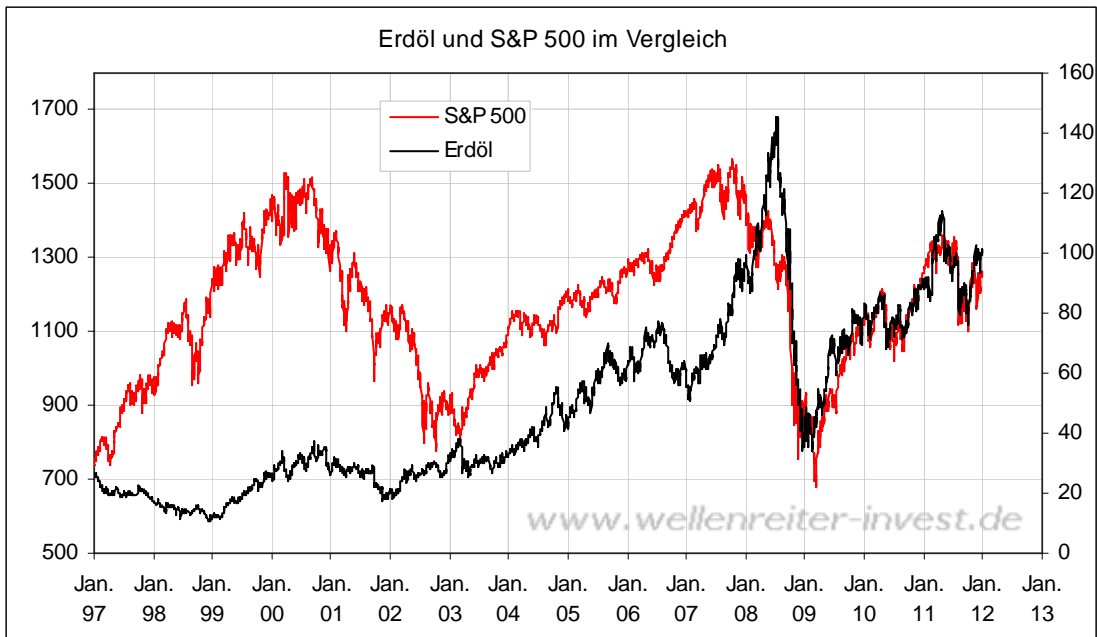


Abb. 6.8: Erdöl und S&P 500 im Vergleich

Eine größere Abweichung ergab sich zuletzt in den Jahren 2007 und 2008. Aktuell sehen wir keinen Grund die intakte Korrelation zwischen S&P 500 und Erdöl in Frage zu stellen.

Fazit: Wir rechnen nicht mit einer Fortsetzung der Muster von 2010 und 2011. In einem typischen Wahljahr zeichnet sich der Ölpreis bis kurz vor der Wahl durch Stabilität aus. Das Thema Reflationierung und damit der Turnaround weg von der soften Deflationsphase ist für 2012 zu erwarten. Die Preistiefs in 2011 lagen bei 75 USD bei Crude im August und Oktober, ein dritter Test der Preistiefs könnte anstehen, während auf der Oberseite der Bereich um 110 USD als starker Widerstand fungiert. Die Handelsspanne des letzten Jahres würde weitgehend erhalten bleiben. Das Verlaufsmuster sollte weiterhin den Aktienmärkten folgen. Wir rechnen mit einem Tief im Laufe des zweiten Quartals. Die Verläufe der Jahre 2010 und 2011 – jeweils mit einem scharfen Einbruch des Ölpreises im Mai – sollten sich kein drittes Mal wiederholen.

### 6.3 Gold

Der Goldpreis in US-Dollar befindet sich in einem langfristigen Aufwärtstrendkanal.

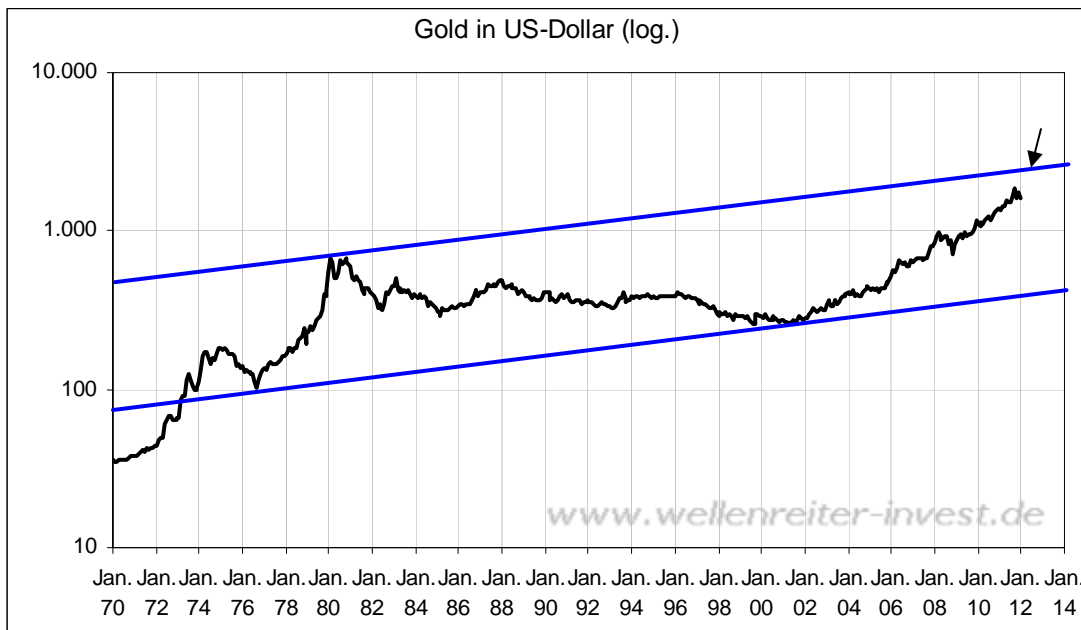


Abb. 6.9: Gold seit 1970

Das obere Ende des Trendkanals befindet sich im Bereich von 2.400 US-Dollar (siehe Pfeil obiger Chart). Aus technischer Sicht ist eine sehr starke Beschleunigung als eine finale Blow-Off-Bewegung wie am Ende der 70iger Jahre beim Goldpreis nicht erkennbar.

Im Falle von Gold in Euro lässt sich ein ähnlicher Trendkanal einzeichnen.

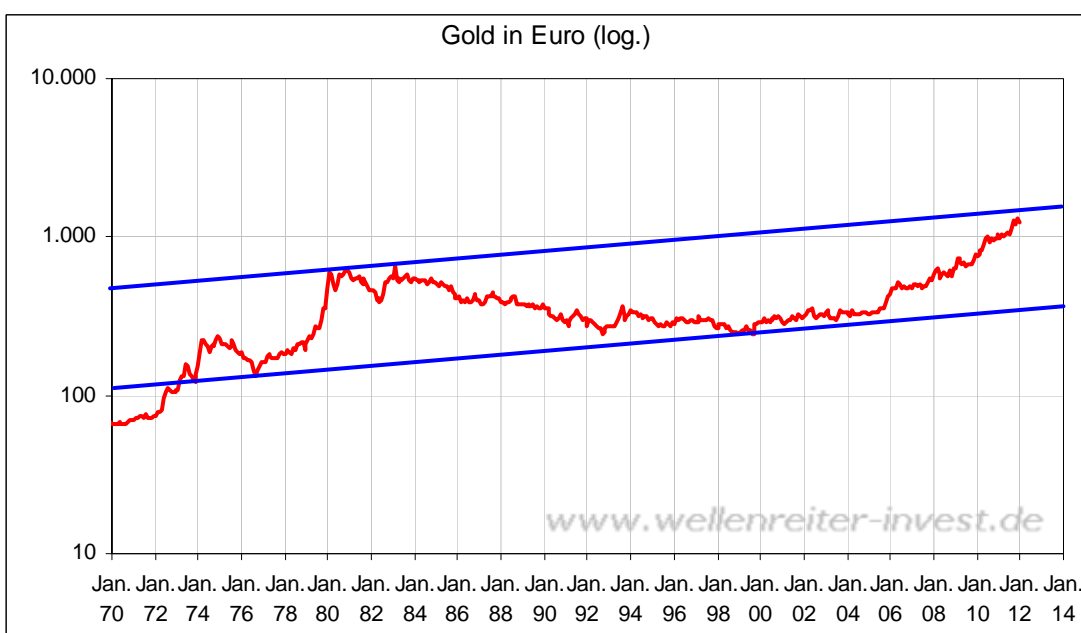


Abb. 6.10: Gold in Euro seit 1970

Gold in Euro ist seinem Ziel näher als der Goldpreis in US-Dollar. Ein Goldpreis von 1.700 US-Dollar bei einem gleichzeitigen Kurs von 1,20 im Euro/Dollar würde dazu führen, dass die obere Trendlinie berührt werden würde (etwa bei 1.420 Euro).

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



Abb. 6.11: Gold in Yen seit 1970

Der Goldpreis konnte in 2011 gegenüber dem Dow Jones Index ein neues Verlaufshoch erreichen. Entsprechend stieg die Gold-Dow-Ratio weiter an (nächster Chart). Der Trend der steigenden Ratio ist weiterhin intakt.

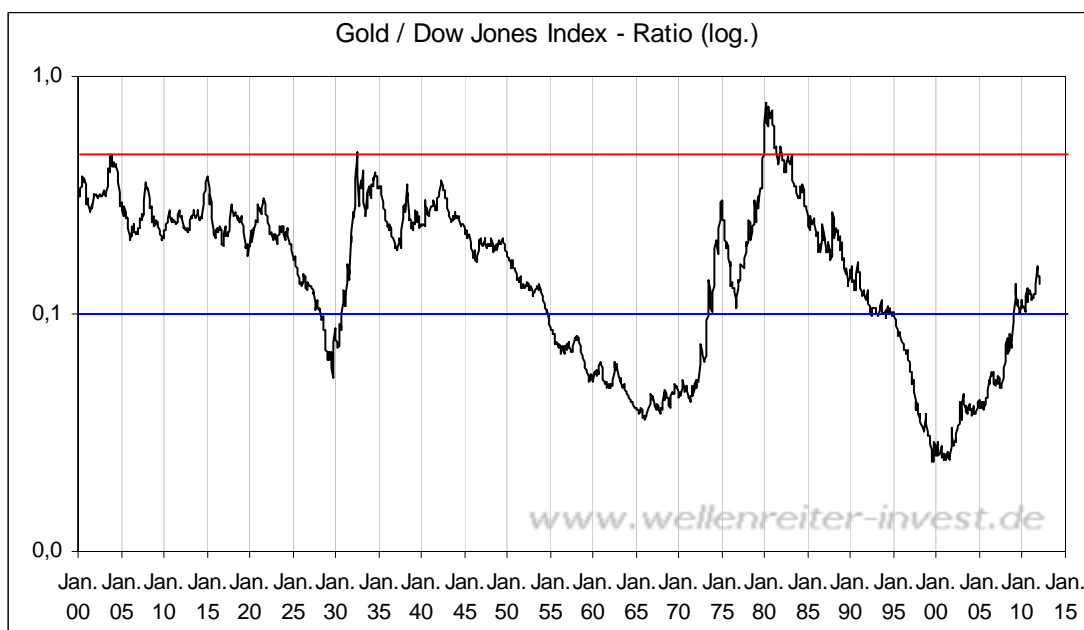


Abb. 6.12: Gold/Dow-Ratio

Die vielgenannte Gold-Dow-Ratio von 1:1 erscheint als Mythos. Maximal wurde in den vergangenen 110 Jahren eine Ratio von 0,8 erreicht (im Januar 1980). Zweimal wurde die Marke von 0,5 erreicht (rote Linie obiger Chart). Nimmt man die letztgenannte Marke als Maßstab, so wäre ein Goldpreis von 5.000 Dollar bei einem Dow Jones Index von 10.000 Punkten bereits als Extrem zu werten. Entsprechend würde ein Goldpreis von 2.500 Dollar bei einem Dow Jones Index von 5.000 Punkten ein ebensolches Extrem darstellen. Aktuell beträgt die Gold-/Dow-Ratio 0,13.

Ein negativer Realzins (Inflation höher als Anleihenrendite) ist einer der größten Treiber des Goldpreises. Umgekehrt bedeutet ein Anstieg des Realzinses - und die damit verbundene deflationäre Entwicklung – eine schwache Goldpreisperformance.

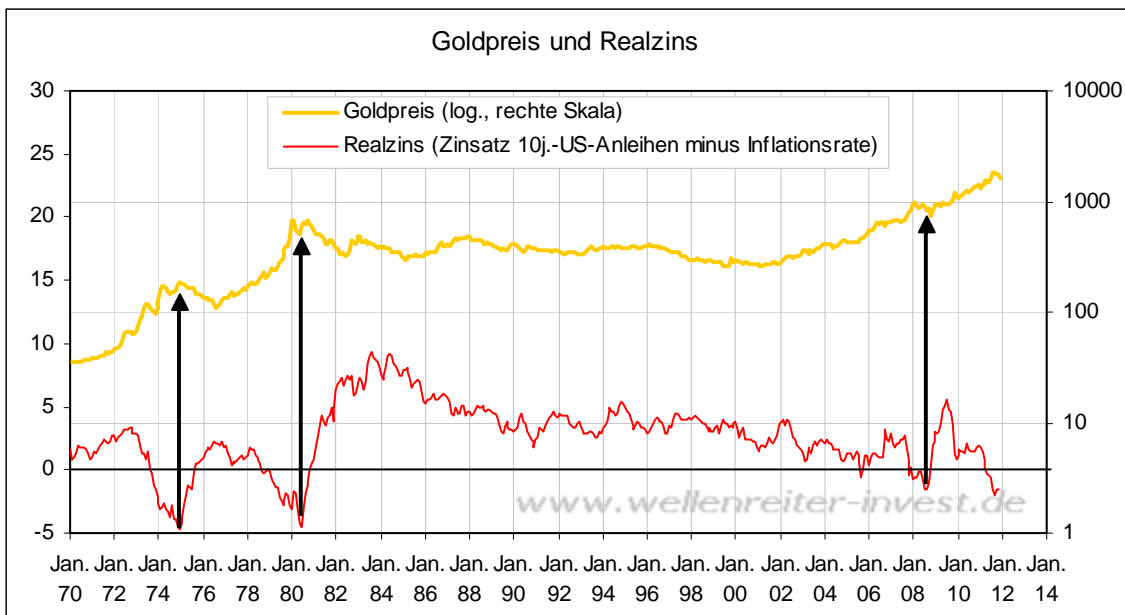


Abb. 6.13: Goldpreis und Realzins langfristig

Aktuell befindet sich der Realzins in einem deutlich negativen Bereich (Inflationsrate bei 3,4%, Rendite 10jähriger US-Anleihen unterhalb von 2 Prozent). Der entscheidende Faktor in der Bestimmung des Realzinses ist die Inflationsrate. Denn diese verfügt über eine vergleichsweise hohe Schwankungsbreite. In den letzten 100 Jahren bewegte sich die US-Inflationsrate zwischen +20 und -15 Prozent. Der Zinssatz für Staatsanleihen kann hingegen nominal nicht negativ sein (es sei denn, die Politik greift entsprechend ein und erhebt einen Strafzins z.B. in Form von „Kommissionen“. In der Schweiz war in den 1970er Jahren die Erhebung einer Kommission von 10% pro Vierteljahr üblich).

Neben dem Realzins, der negativ ist, spielt das Momentum der Realzinsentwicklung eine Rolle. Wenn der Realzins negativer wird, dann befindet sich der Goldpreis in einer Aufwärtsbewegung. Wird der Realzins weniger negativ, dann verliert der Goldpreis

sein positives Momentum und neigt zu Korrekturen. Aufgrund des Basiseffektes ist in den ersten Monaten 2012 mit einer leicht abnehmenden Inflationsrate zu rechnen. Diese Entwicklung ist als eine temporäre Belastung für die Entwicklung des Realzinses zu sehen, der nicht stärker negativ wird. Die positive Nachricht ist jedoch, dass sich im Laufe des Jahres der Basiseffekt in die entgegengesetzte Richtung entwickelt und ab Mai die Basiseffekte wieder zu einem steigenden Inflationsdruck führen sollte.

Auffällig ist die Abweichung US-Erzeugerpreisindex vom Verlauf des Rohstoffindex.

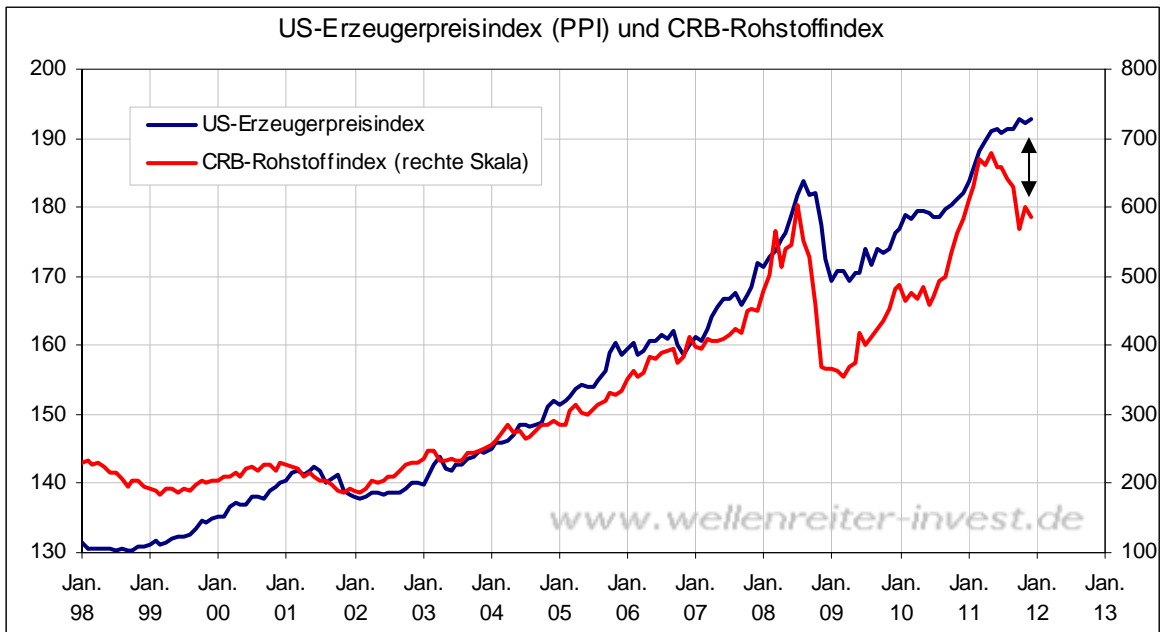


Abb. 6.14: US-Erzeugerpreisindex und Rohstoffindex

Der Erzeugerpreisindex befindet sich weiterhin in einem intakten Aufwärtstrend und hat die Bewegungshochs von 2008 deutlich übertreffen können. Seit Anfang 2000 ergibt sich ein Anstieg von über 40%, so dass der deflationär wirkende Prozess einer geplatzten Technologie- und Immobilienblase in den USA durch den Anstieg der Rohstoffpreise aufgefangen wurde. Der Rohstoffpreisindex läuft in den letzten Jahren der Entwicklung der Erzeugerpreise voraus.

Eine Divergenz wie aktuell konnte im Jahr 2008 nicht festgestellt werden. Man sollte meinen, dass günstigere Einkaufspreise für Rohstoffe von den Produzenten weitergegeben werden. So aber dürften die Unternehmensmargen profitieren. Anders als in 2008 erscheint die Nachfragesituation in den USA stabil. Aus diesem Grund erscheint die Notwendigkeit zur Weitergabe fallender Rohstoffpreise nicht gegeben. Dies belässt die Inflationsrate auf einem vergleichsweise höheren Niveau, was wiederum einem negativen Realzins Vorschub leistet. Dies stabilisiert den Goldpreis.



Der Durchschnittsverlauf des Goldpreises in Wahljahren beginnt meist mit einer positiven Entwicklung im Januar und Februar. Der Zeitraum zwischen März und Mai offeriert in Wahljahren eine auffällige Delle nach unten.

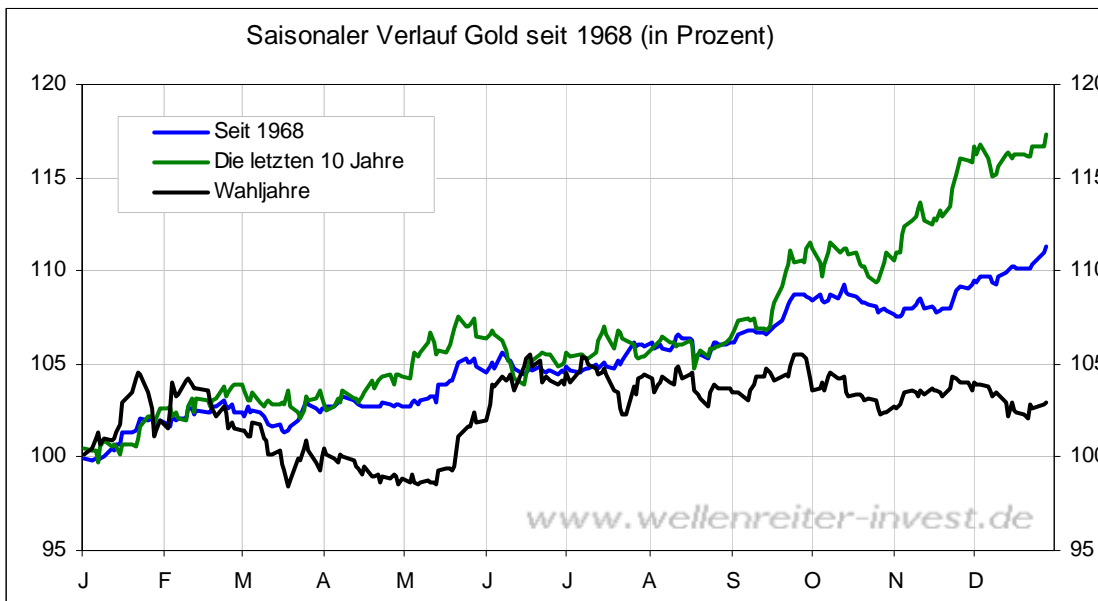


Abb. 6.15: saisonaler Verlauf Gold

Gold zeigte in der zweiten Jahreshälfte der Wahljahre 1968, 1972, 1980 und 2004 eine aufsteigende Tendenz, während die Flopverläufe in den 1980er und 1990er Jahren zu finden waren. Das zweite Halbjahr verläuft demnach in Wahljahren divergent, der Durchschnittsverlauf kann dies naturgemäß nicht anzeigen.

Aufgrund verschärfter Kreditbedingungen nimmt das Open Interest an vielen Rohstoffmärkten in den letzten Monaten ab. So auch in Gold. Der Prozess ist bereits weit fortgeschritten und das Gold Open Interest deutet an, dass sich eine Stabilisierung wohl bereits im ersten Quartal ergeben wird.

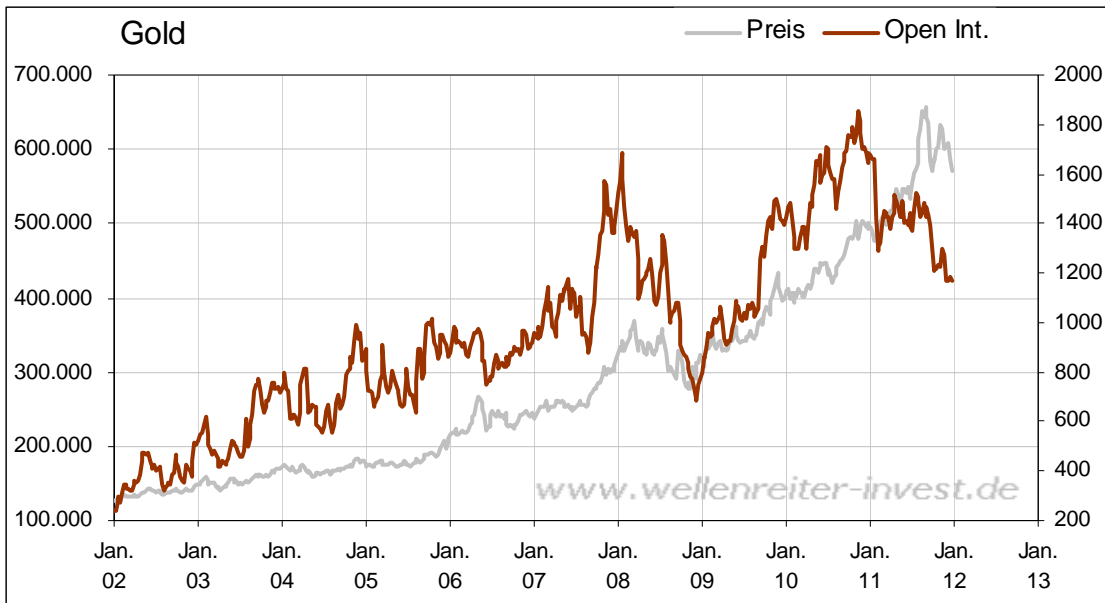


Abb. 6.16: Open Interest Gold

Die Gold/Erdöl-Ratio bewegt sich in der Mitte der Handelsspanne. Gold ist damit gegenüber Erdöl nicht überbewertet (folgender Chart).

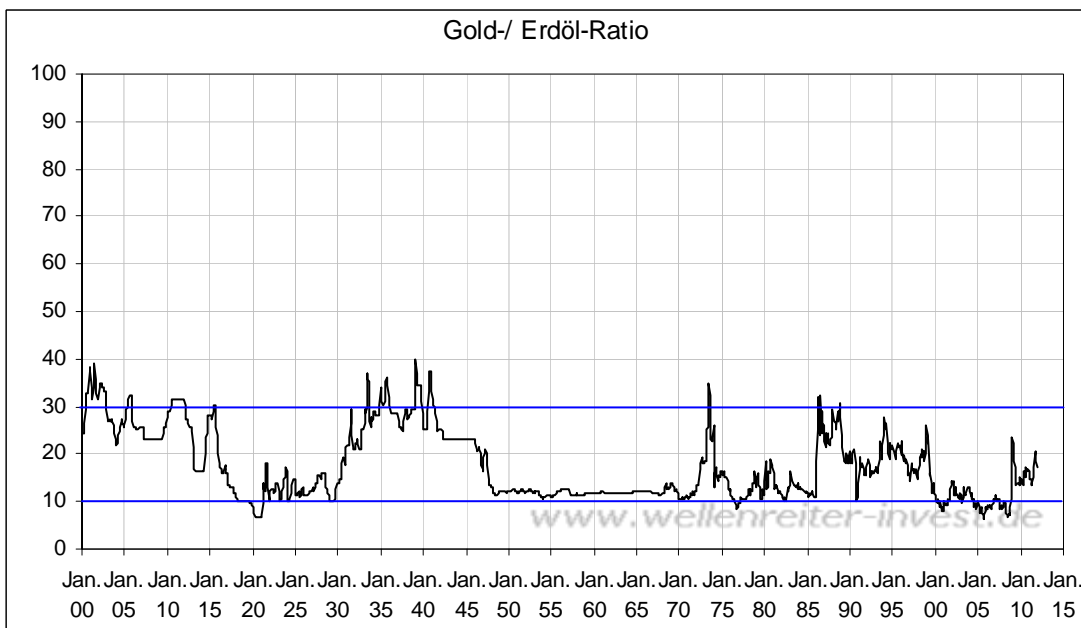


Abb. 6.17: Gold-/Erdöl-Ratio

Die Minengesellschaften zeigen eine signifikante Schwäche. Das Preishoch vom Dezember 2010 konnte in 2011 nicht übertroffen werden (nächster Chart).

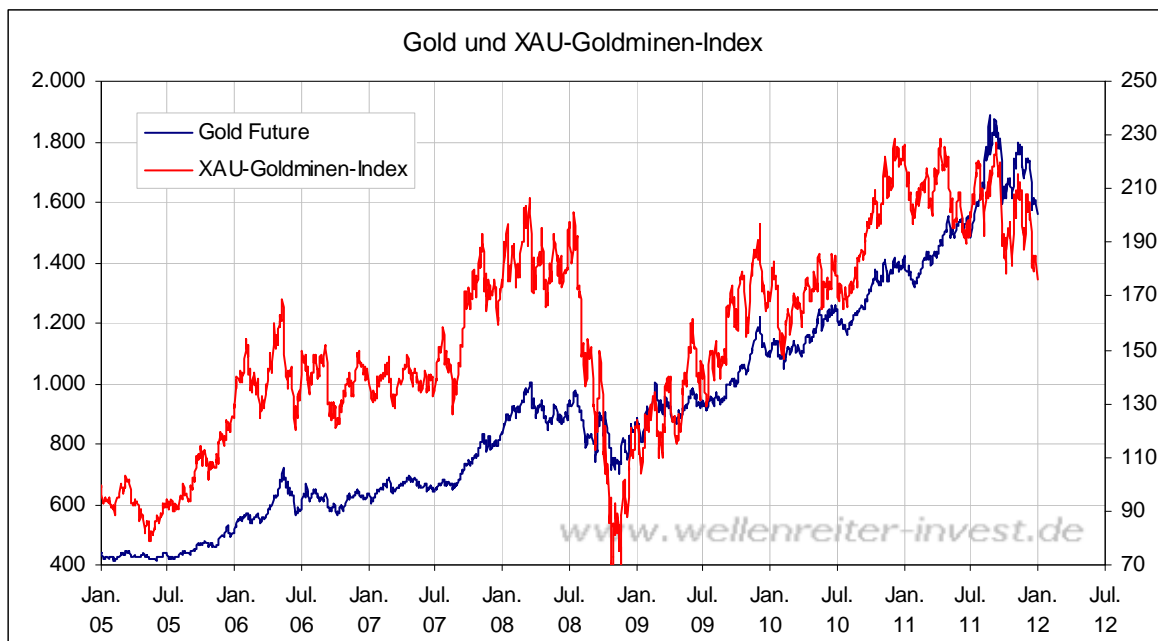


Abb. 6.18: Gold- und XAU-Goldminen-Index

Die Schwäche der Minenaktien deutet damit an, dass der Goldpreis konsolidierungsbedürftig ist.

Fazit: Aus charttechnischer Sicht verfügt der Goldpreis in US-Dollar über ein Anstiegspotential auf etwa 2.400 US-Dollar. Dieses kann er jedoch nur dann ausschöpfen, wenn der Realzins im negativen Bereich verbleibt. Ein deutlich deflationärer „Touch“ mit einem steigenden Realzins würde dem Goldpreis zusetzen. Eine solche Konstellation könnte in einer Rezession zur Geltung kommen.

Man sollte aber gerade in Wahljahren die Bereitschaft der Fed nicht unterschätzen, Liquidität für die Märkte zur Verfügung zu stellen. Wir rechnen damit, dass der Goldpreis die im August begonnene Konsolidierungsphase zunächst fortsetzen wird. Ein 38,2% Retracement der Bewegung von Ende 2008 bis Mitte 2011 würde den Goldpreis in den Bereich von 1.450 US-Dollar zurückführen. Die Marke von 1.420 Punkten war die Horizontalunterstützung vom vierten Quartal 2010. Dort würde sich aller Wahrscheinlichkeit nach eine Kaufgelegenheit für den Goldpreis ergeben.

Der Goldpreis hat sich im Juli/August vom S&P 500 entkoppelt. Diese Spanne schließt sich aktuell. Das Open Interest in Gold deutet an, dass die Ausbildung eines Tiefpunktes im Frühjahr 2012 relativ zeitig erfolgen sollte. Anschließend rechnen wir - im Zuge der Reflationierung - mit einem Anstieg des Goldpreises.

## 6.4 Silber

Der Silberpreis erreichte im Jahr 2011 die 50-Dollar-Marke. Das nominale Hoch des Jahres 1980 wurde somit erreicht. Innerhalb von zweieinhalb Jahren verfünffachte sich der Silberpreis, der Ende des Jahre 2008 teilweise weniger als 10 US-Dollar betrug.



Abb. 6.19: Silber seit 1970

Der 60-Jahres-Zyklus hatte ein Silber-Hoch im Jahr 2011 erwarten lassen.

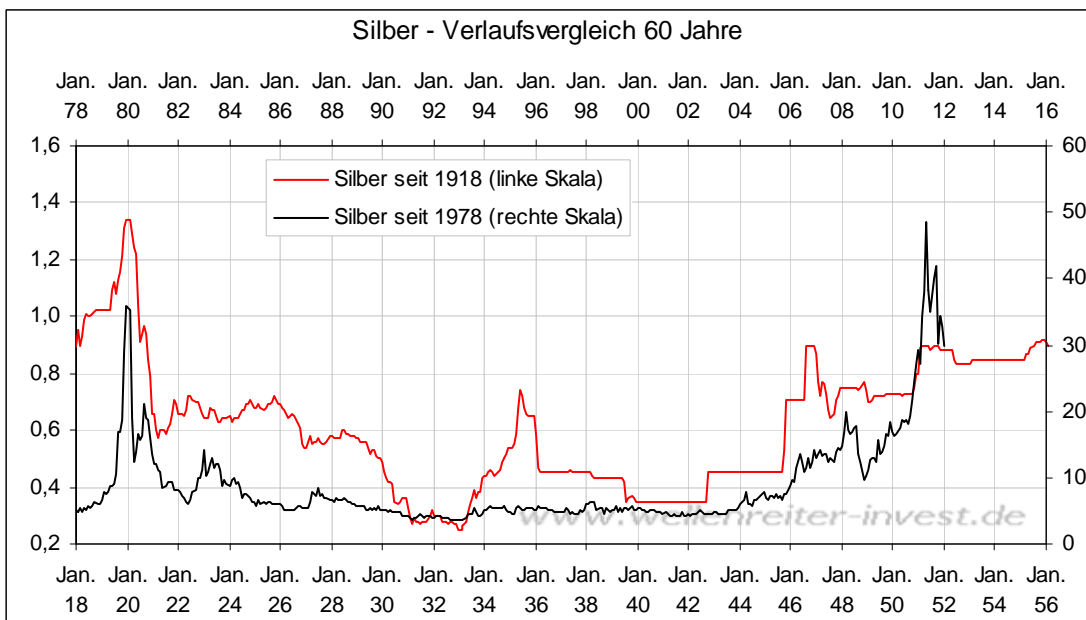


Abb. 6.20: Silber 60-Jahres-Zyklus

Der Zyklus signalisiert, dass ein Fall zurück auf alte Tiefpunkte wenig wahrscheinlich ist. Vielmehr sollte in den kommenden Jahren eine Stabilisierung des Silberpreises einsetzen, die aber nicht notwendigerweise zu neuen Hochs führen muss.

Auch inflationsbereinigt erreichte der Silberpreis in 2011 eine wichtige Widerstandslinie. Diese beschreibt das Silberpreishoch aus dem Jahr 1864 (folgender Chart).

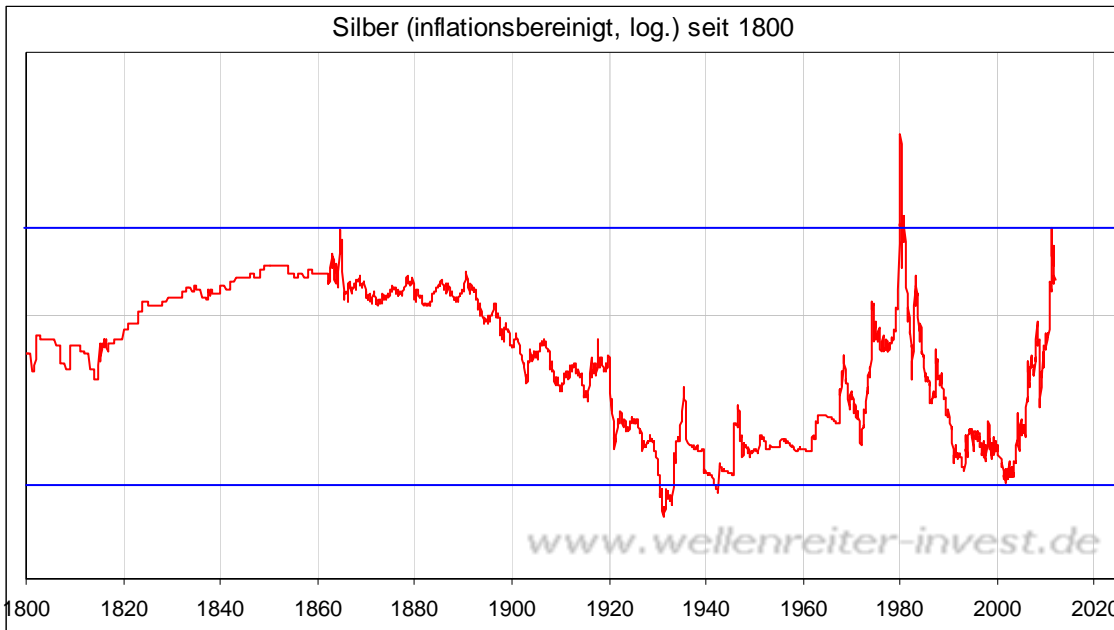


Abb. 6.21: Silber inflationsbereinigt

Aus Sicht der Retracements erscheinen die Marken von 27 US-Dollar (50%) und 21,50 US-Dollar (61,8%) interessant (folgender Chart).

### Silber Monatschart



Abb. 6.22: Silber Monatschart

Würde die 21,50 Dollar-Marke angelaufen werden, so dürfte diese Marke auf längerfristiger Basis einen Kauf darstellen. Silber entwickelt sich übergeordnet mit dem Aktienmarkt, so dass eine neue Anstiegsphase gemeinsam mit dem Aktienmarkt erfolgen sollte.

Fazit: Silber hat mit der 50-Dollar-Marke in 2011 ein wichtiges Ziel erreicht. Der Anstieg von 10 auf 50 Dollar innerhalb von nur zweieinhalb Jahren war kräftig. Eine längere Verschnauf- und Stabilisierungspause erscheint notwendig. Das Erreichen des 61,8%-Retracement bei 21,50 US-Dollar wäre langfristig eine gute Kaufgelegenheit.

## 6.5 Kupfer

Der Kupferpreis konnte sich zwischen den Jahren 2002 und 2006 vervierfachen (siehe Pfeil folgender Chart). Ein derart rasanter Anstieg innerhalb von nur vier Jahren wurde in der Geschichte des Kupferpreises bisher nicht beobachtet.

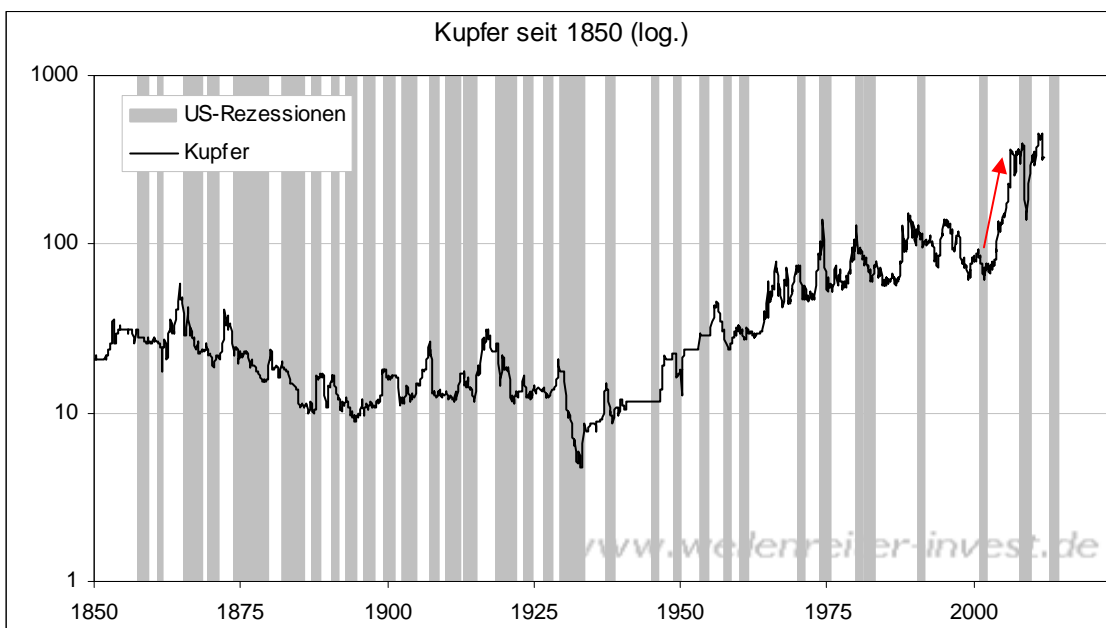


Abb. 6.23: Kupfer seit 1850

Einen solchen Anstieg gilt es zu verdauen. Umso bemerkenswerter war das Comeback des Kupferpreises nach 2008, das im Jahr 2011 zu einem neuen Allzeithoch führte, das aber nicht gehalten werden konnte.

Betrachtet man den 60-Jahres-Zyklus (nächster Chart), so fällt auf, dass der Zyklus für den Kupferpreis in den kommenden Jahren einen weiteren Anstieg suggeriert, auch wenn im Jahr 2012 zunächst eine Ruhepause eintreten sollte.

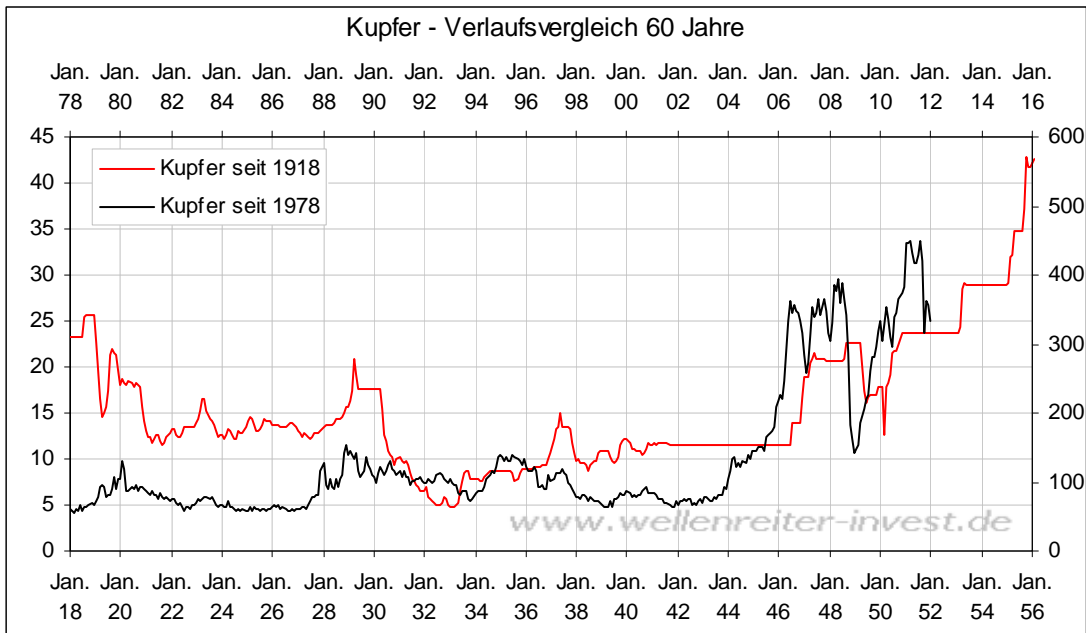


Abb. 6.24: Kupfer Verlaufsvergleich 30-Jahres-Zyklus

Kupfer ist ein Konjunkturmetall und zeigt damit ebenfalls eine positive Korrelation zu den Aktienmärkten auf. Am Terminmarkt ist mittlerweile erkennbar, dass das kommerzielle Kaufinteresse in einer Nettobetrachtung bereits ein relativ hohes Niveau erreicht hat, so dass das weitere Abwärtspotential beschränkt erscheint.

Fazit: Der Risikoabbau ist bereits deutlich vorangeschritten. Der Kupferpreis sollte sich stabilisieren können und mit einem steigenden Aktienmarkt ebenfalls zulegen können.





Wir gehen von einer Stabilisierung des Baumwollpreises oberhalb von 90 US-Dollar aus.

Auch bei Kaffee gab es eine Blow-off-Bewegung. Sie endete an der starken Widerstandsmarke bei 300 US-Dollar (rote Linie folgender Chart).



Abb. 6.27: Kaffee seit 1950

Diese Widerstandsmarke ist auch auf dem langfristigen Chart sichtbar.

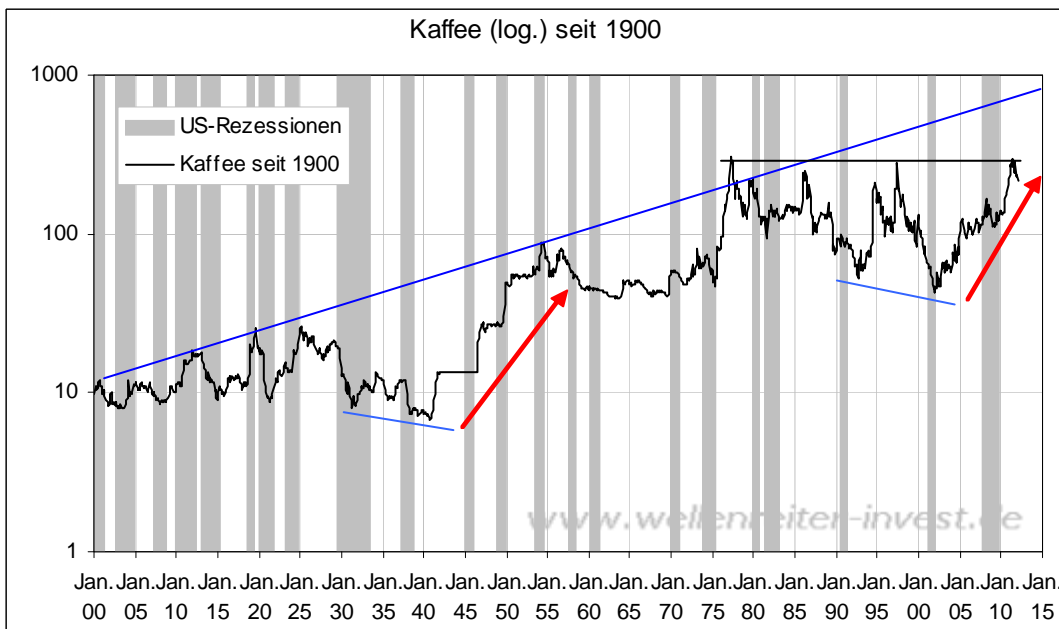


Abb. 6.28: Kaffee seit 1900

Die Frage stellt sich, ob Kaffee mittelfristig über das Potential verfügt, diesen Widerstandsbereich zu überwinden. Der Verlaufsvergleich im 60-Jahres-Zyklus sagt ja, allerdings erst nach einer Fortsetzung der Konsolidierung.

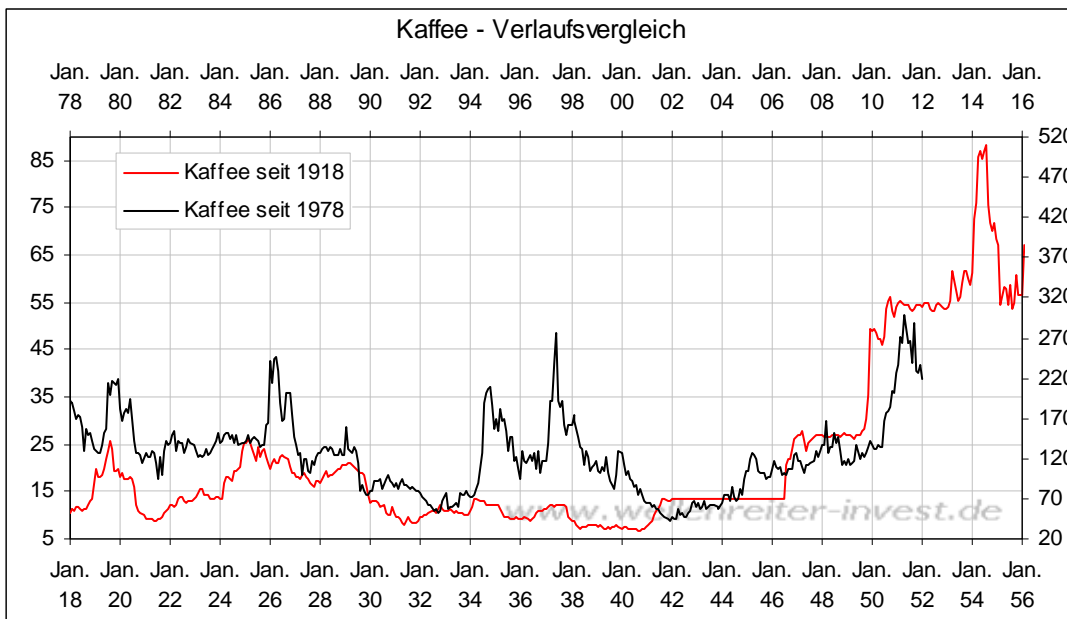


Abb. 6.29: Kaffee 60-Jahres-Zyklus

Das Verhalten der Commercials (nächster Chart) deutet auf ein Preistief in der Nähe der aktuellen Preisniveaus hin und lässt für 2012 einen Preisanstieg bis in die Nähe der 2011er-Hochs erwarten.

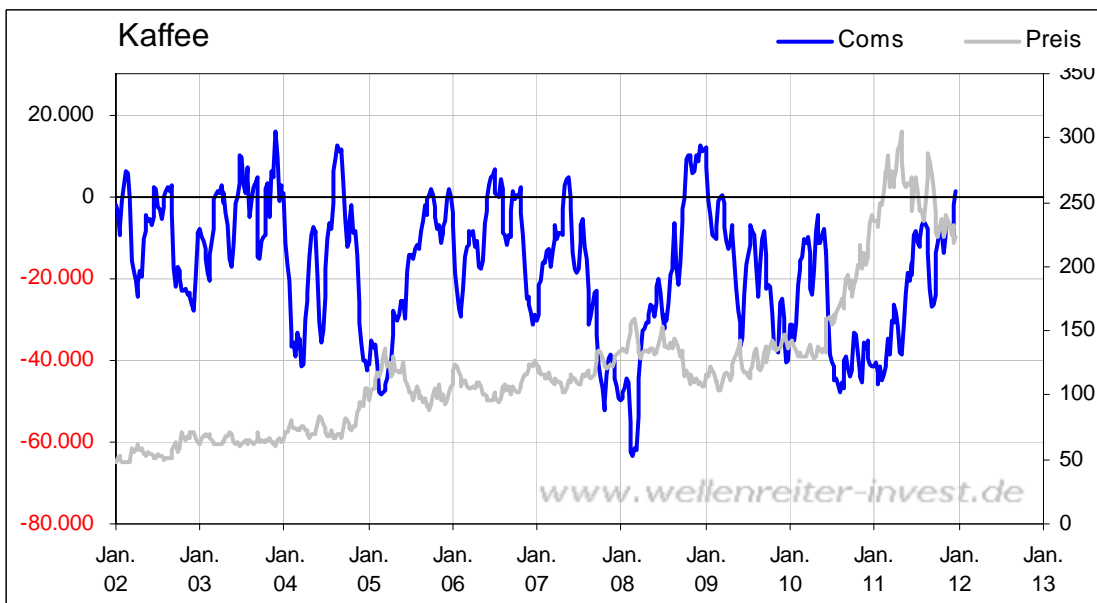


Abb. 6.30: Commercials Kaffee langfristig

Der Zuckerchart zeigt einen Ausbruch aus einer Dreiecksformation an. Zucker befindet sich in einem Aufwärtstrend.

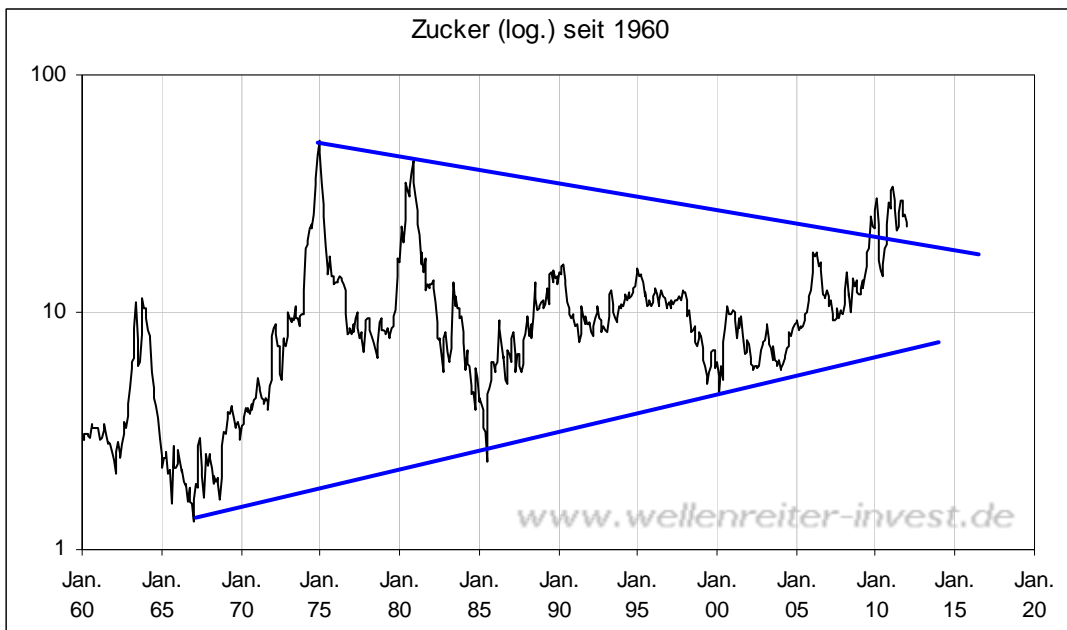


Abb. 6.31: Zucker langfristig

Betrachtet man die „Blow-off“-Spitzen der Jahre 1975 und 1980, so zeigt die aktuelle Formation ein anderes Ablaufmuster. Eine Top-Bildung ist nicht auszuschließen, aber die Wahrscheinlichkeit, dass es sich hierbei um eine Konsolidierung im Rahmen eines intakten Aufwärtstrends handelt, erscheint recht hoch.

Der Zuckerpreis korreliert recht gut mit der US-Inflationsrate.

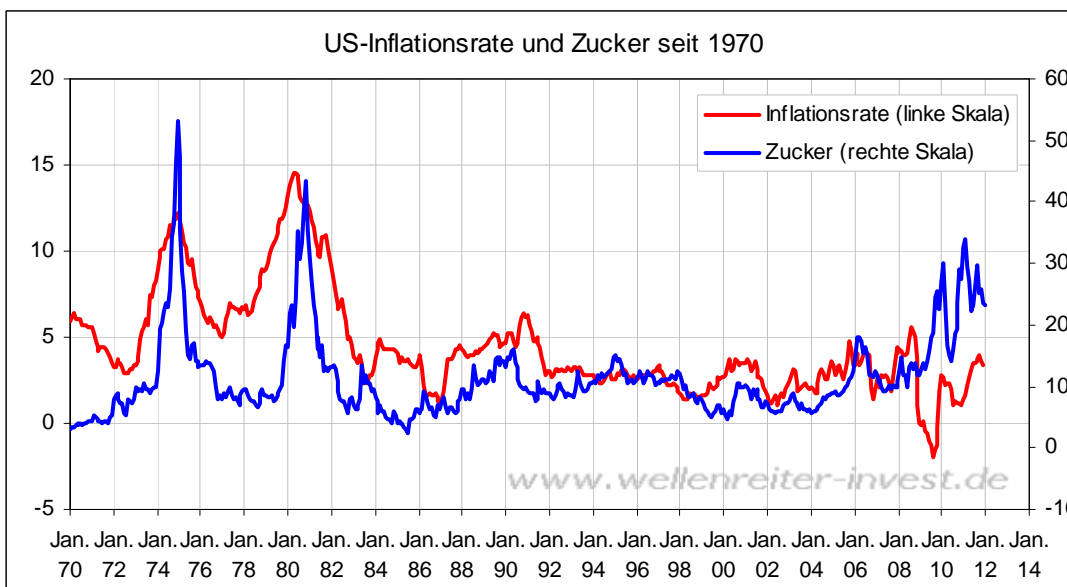


Abb. 6.32: Zucker und Inflation

Sollte Zucker seinen Aufwärtstrend fortsetzen, so würde auch die Inflationsrate wieder zu steigen beginnen.

Viele der nachwachsenden Rohstoffe befinden sich inflationsbereinigt auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Dazu zählt auch der reale Preis von Weizen (folgender Chart).

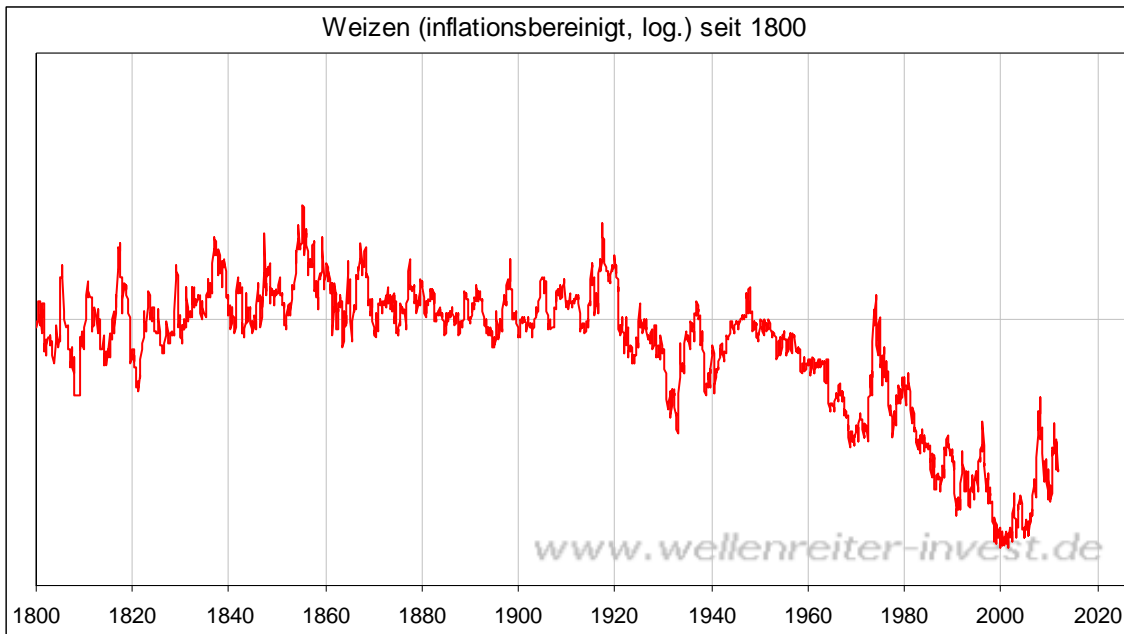


Abb. 6.33: Weizen inflationsbereinigt

Nominal hat sich der Weizenpreis erst seit dem Jahr 2000 von seiner blau eingezeichneten Widerstands-/Unterstützungslinie entfernen können (folgender Chart).

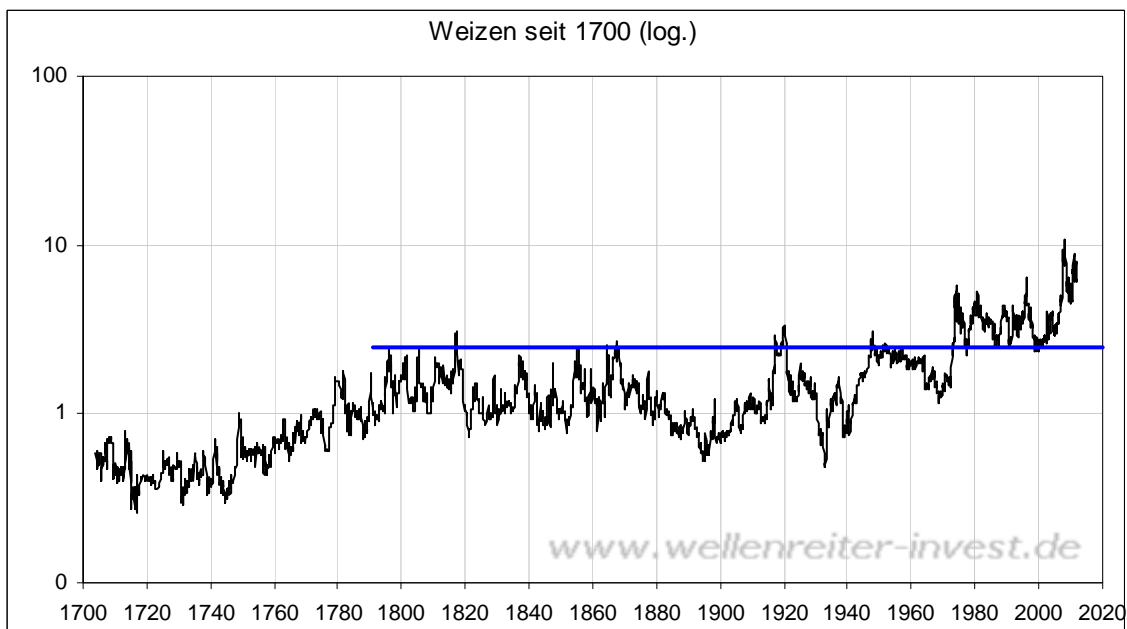


Abb. 6.34: Weizen seit 1700

Im Falle der Entwicklung des Weizenpreises ist eine Abhängigkeit von der weltweiten Temperaturentwicklung zu beobachten.

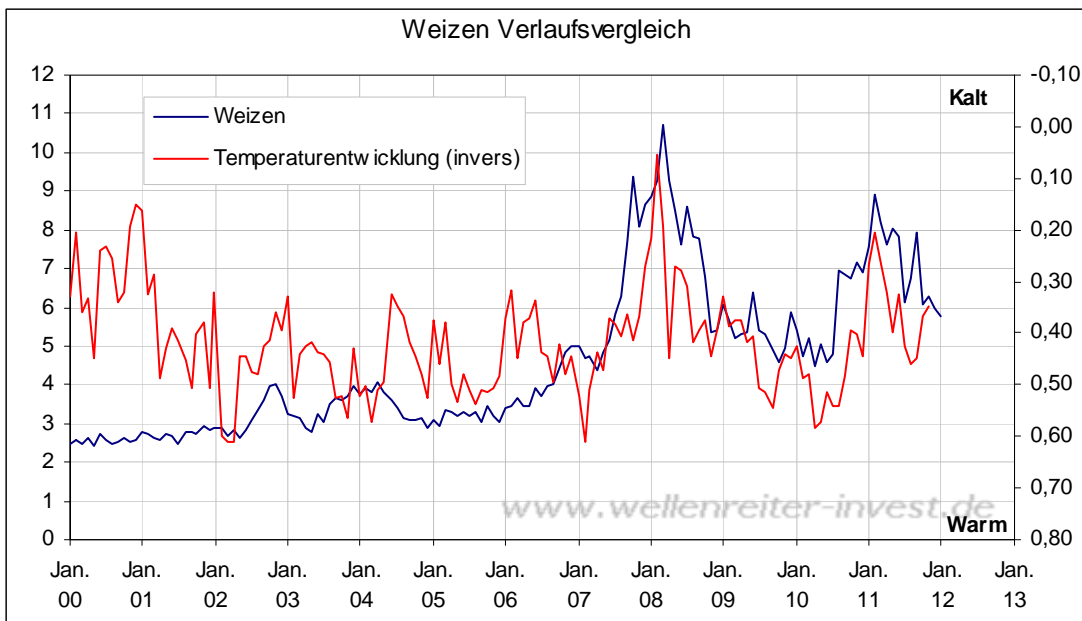


Abb. 6.35: Weizen und Temperaturentwicklung kurzfristig

Je niedriger die Temperatur, desto höher steigt der Weizenpreis (obiger Chart). Diese Beobachtung ist nicht auf das vergangene Jahrzehnt beschränkt, sondern gilt auch für die vergangenen Jahrhunderte. Die Trend-Korrelation zwischen dem realen Weizenpreis und der Temperaturentwicklung ist beeindruckend (folgender Chart).

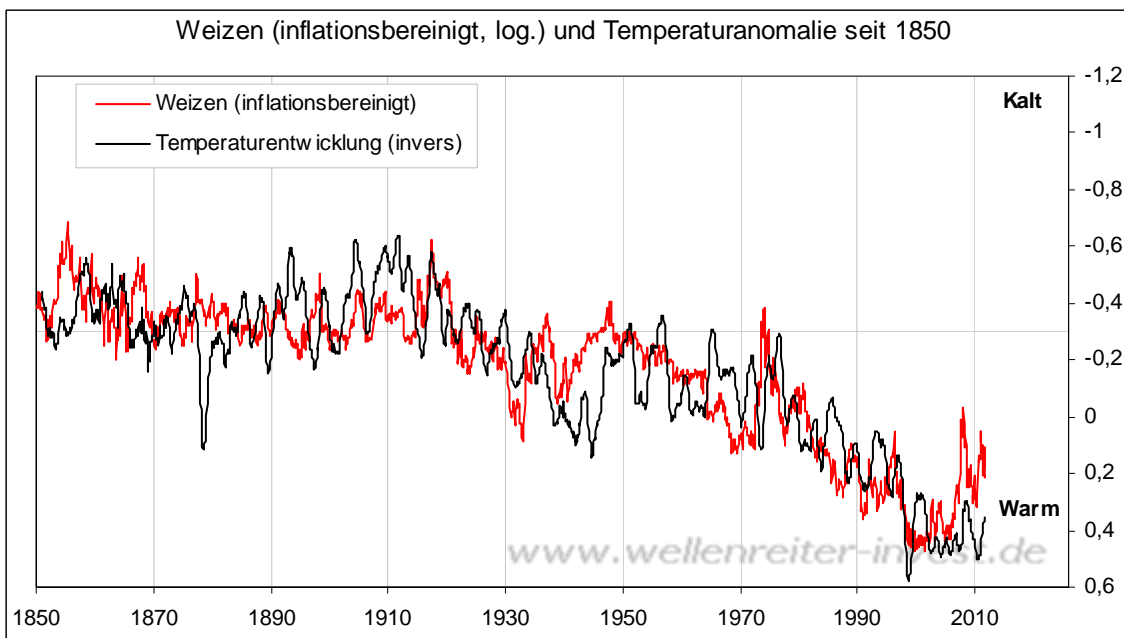


Abb. 6.36: Weizen inflationbereinigt und Temperaturentwicklung langfristig

Klimaforscher, die davon überzeugt sind, dass sich die Erde weiter erwärmt, müssten demnach ihr Geld auf einen fallenden Weizenpreis im Rahmen eines deflationären Prozesses setzen. Diejenigen, die dem Thema globale Erwärmung skeptisch gegenüber stehen, müssten hingehen auf steigende Inflationsraten wetten.

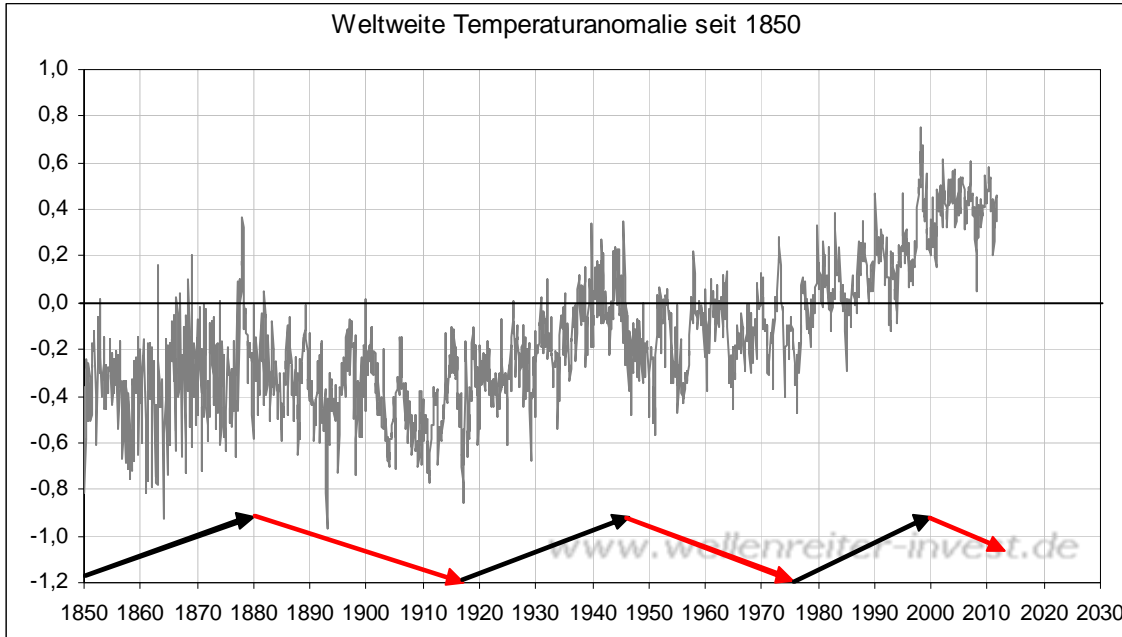


Abb. 6.37: weltweite Temperaturanomalie seit 1850

Der obige Chart zeigt, dass sich die Temperaturentwicklung auf der Erde in 30-Jahres-Zyklen vollzieht (Länge der Zyklen 25 bis 35 Jahre). Der Zeitraum von Mitte/Ende der 1970er Jahre bis zum Jahr 1998 war von deutlich steigenden Temperaturen bestimmt. Für den Zeitraum danach - also bis zu den Jahren 2025 bis 2035 – müsste sich ein Umfeld mit mehr oder weniger fallenden Temperaturen ergeben. Das bedeutet: Der Trend steigender Rohstoffpreise, der um das Jahr 2000 herum begann, wäre zeitlich gerade einmal zur Hälfte durch.

Auch die Korrelation zwischen der Temperaturentwicklung und der Entwicklung des Ölpreises lässt sich auf dem folgenden Chart ablesen.

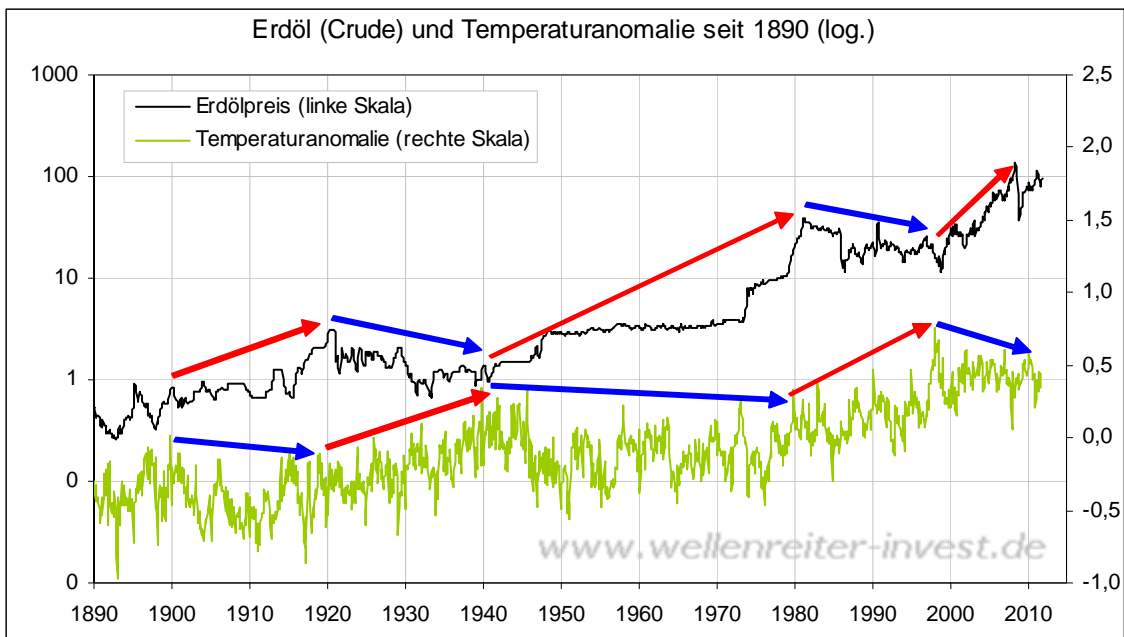


Abb. 6.38: Erdöl und Temperaturanomalie

So dürfte es kein Zufall gewesen sein, dass der Ölpreis ausgerechnet in dem Jahr (1998) auf die 10-Dollar-Marke zurückfiel, in dem die globale Temperatur ihr bisheriges Verlaufshoch erreichte.

Fazit: 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. Die 60-Jahres-Zyklen diverser Rohstoffe deuten mittelfristig auf eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung hin.

Der Zusammenhang zwischen Klimaentwicklung und Rohstoffpreisen verdient eine besondere Beachtung. Sollte sich die - seit dem Jahr 1998 anhaltende - Tendenz zu stagnierenden beziehungsweise fallenden Durchschnittstemperaturen fortsetzen, so würde dieser Impuls einem Fall der Rohstoffpreise entgegenwirken.

Wir schrieben im letzten Jahr folgendes: „Wir erwarten 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.“ Eine solche Bewegung fand statt, und sie ist wahrscheinlich noch nicht beendet. Wir gehen aber davon aus, dass sich die Rohstoffpreise im Laufe des Jahres 2012 erholen werden. Dafür spricht die Agenda der Zentralbanken, die einer Deflation in einem Wahljahr entgegenarbeiten dürften.

Die Charts zeigen eine Erschöpfung vieler Preise auf der Oberseite an. Allerdings bedeutet dies keine deflationäre Entwicklung wie im Jahr 2008, sondern ein langsames Luftablassen. Der Deleveraging-Trend des Jahres 2011 erscheint uns bereits weit fortgeschritten.

Rohstoffe – gerade auch die nachwachsenden Rohstoffe – verfügen über einen leichten vorauslaufenden Charakter im Bezug auf die Entwicklung der Finanzmärkte. Kakao bildete ein Preistief im Dezember 2008, ebenso Erdöl, Kupfer im Februar 2009 etc. In 2011 toppten die Highflyer ebenfalls bereits in den ersten Wochen 2011, Silber knapp vor dem S&P 500, aber das zweite Aktienhoch im Juli wurde nicht bestätigt. Auch in 2003 liefen Rohstoffe wie Kupfer den Aktientiefs im März 2003 voraus.

Wir nehmen an, dass die Rohstoffpreise speziell im Agrarbereich bereits nahe an Preistiefs notieren oder zumindest am Beginn einer Bodenbildungsphase stehen, die einige Wochen/Monate andauern kann. An einem Aktienmarktief 2012 dürften sie eine positive Nicht-Bestätigung anzeigen.



## 7. Der Aktienmarkt

### 7.1 Das große Bild

Der Handel an den Aktienmärkten gilt als Königsdisziplin der Finanzmarkthandels. Hier wird auf Bullen- und Bärenmärkte, auf Branchenbewegungen sowie auf Einzelstorys gewettet. Zwischen den Jahren 2003 und 2007 stieg die Gesamtkapitalisierung der Aktienmärkte von 20 auf über 60 Billionen US-Dollar an. Einen großen Anteil daran hatten die Investitionen in Schwellenländer innerhalb dieser Zeitperiode.

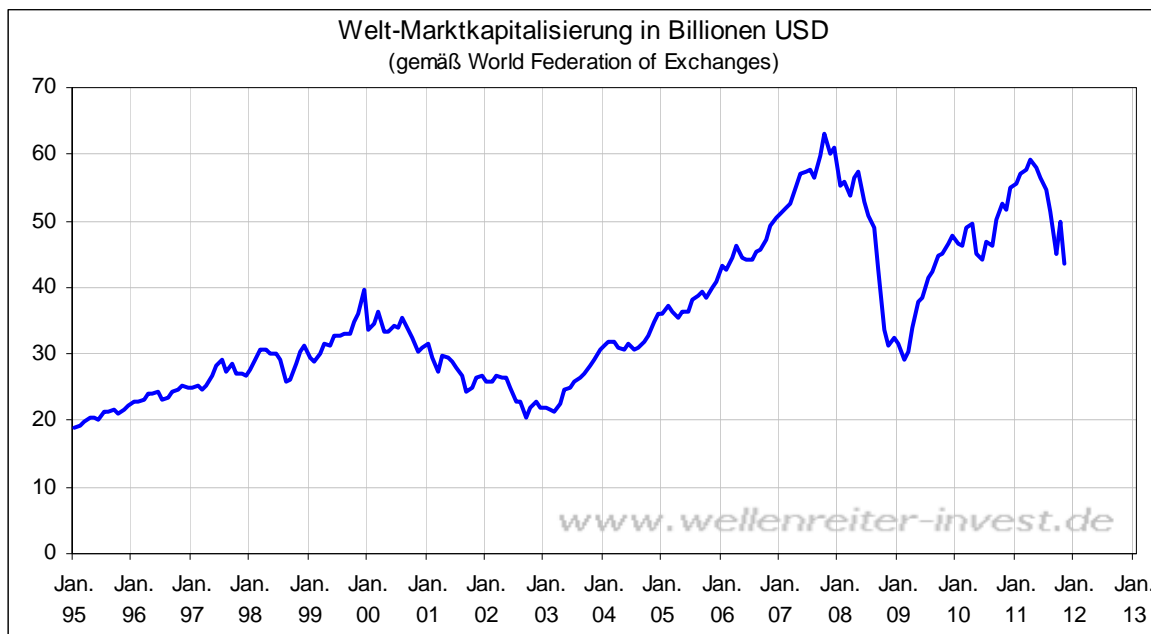


Abb. 7.1: Welt-Marktkapitalisierung Aktienmärkte

Der Euphorie der Internetblase (USA und Europa) in den Jahren 1997 bis 2000 folgte in den Jahren 2003 bis 2007 eine Blase in vielen asiatischen Schwellenländern. Der Absturz des Jahres 2008 halbierte die Marktkapitalisierung. Die V-förmige Erholung lief Anfang 2011 - knapp unterhalb des Allzeithochs - aus. Die Schwellenländer zogen im Rahmen dieser Erholung bereits ab dem Jahr 2010 nicht mehr mit. Der letzte verfügbare Wert für die Welt-Marktkapitalisierung (November 2011) beträgt 43,5 Billionen US-Dollar. Dieser Wert befindet sich knapp oberhalb des Hochpunktes des Jahres 1999 (knapp 40 Bio. US-Dollar). Inflationbereinigt dürfte sich die heutige weltweite Marktkapitalisierung unterhalb der Marke des Jahres 1999 befinden. Somit erscheint die Königsdisziplin der Finanzmärkte als ein gerupfter Adler.

Nichts repräsentiert so stark das Verhalten der „oberen 1 Prozent“ als die Aktie des Auktionshauses Sotheby's.

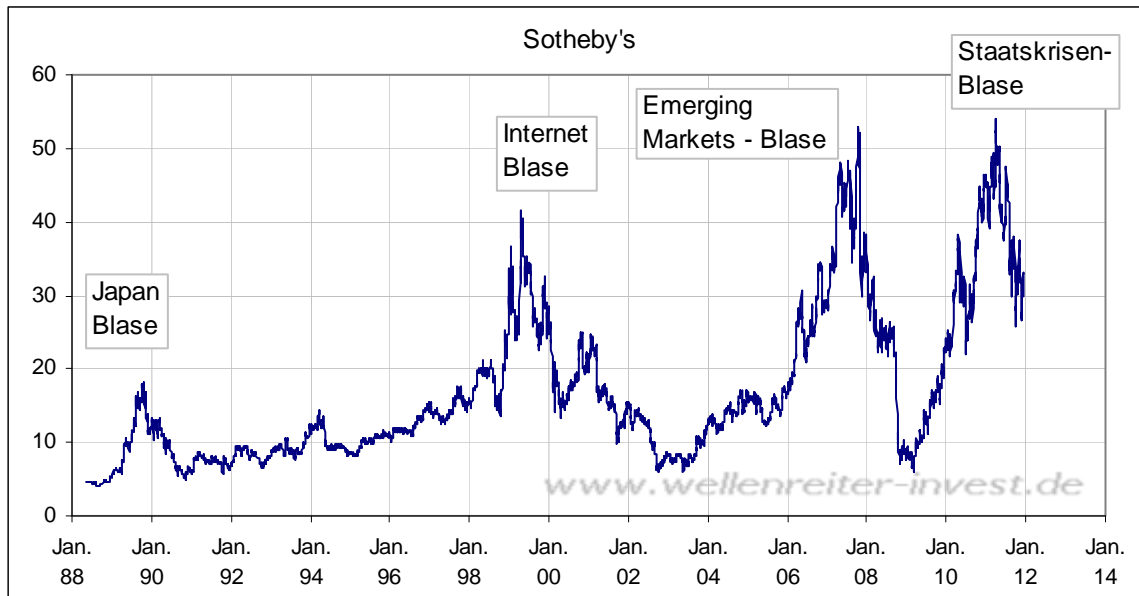


Abb. 7.2: Sotheby's

Diese Aktie besitzt die fast einzigartige Fähigkeit, Blasenbildungen vorhersagen zu können. So begann die Sotheby's-Aktie Monate vor dem Platzen der Japan-Blase, der Internet-Blase und auch der EM-Blase zu fallen. Die jüngste Abwärtsentwicklung begann im April 2011. Seither ist Sotheby's um 45 Prozent gefallen. Eine Bodenbildung der Aktie erscheint auf den aktuellen Niveaus verfrüht, so dass diese Aktie - als Indiz für die Jagd der Superreichen nach Trophäen - noch kein positives Signal aussendet.

## 7.2 US-Präsidentschaftszyklus

Der Präsidentschaftszyklus lässt sich in zwei große Phasen unterteilen. In den ersten beiden Jahren fehlen üblicherweise ökonomische Impulse. In dieser Zeit verlaufen die US-Aktienindizes üblicherweise relativ schwach (Nachwahljahr und Zwischenwahljahr folgender Chart).

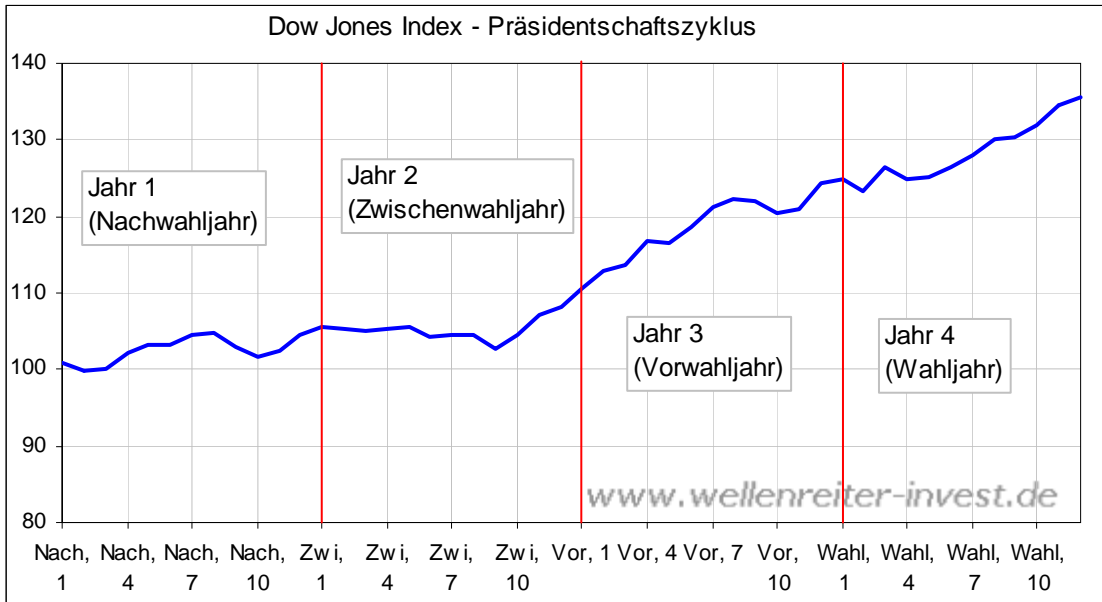


Abb. 7.3: US-Präsidentschaftszyklus

Ab dem dritten Jahr steht die angestrebte Wiederwahl im Vordergrund. Häufig wird versucht, diese durch Konjunkturprogramme abzusichern. Die Wirkung auf die Aktienmärkte ist üblicherweise positiv. Für das Jahr 2012 besteht das Problem fehlender Konjunkturstimulanz, da wohl keine neuen Konjunkturpakete mehr aufgelegt werden. Einzig die Geldpolitik könnte unterstützend tätig werden.

Die Ankündigung von QE 2 im August 2010 setzte eine Aufwärtsbewegung in Gang, die bis zum Mai 2011 einen Anstieg von 32,9% im Dow Jones Index zur Folge hatte (nächster Chart).

Im September 2011 folgte mit „Operation Twist“ eine weitere geldpolitische Maßnahme, die bis Ende Juni 2012 geplant ist. Die US-Notenbank reagierte mit diesem Programm auf den scharfen Kursrückgang Ende Juli/Anfang August. Insofern ist die Geldpolitik der US-Notenbank auch in 2012 als die einzige realistische Option anzusehen, die Aktienmärkte zu stimulieren. Ein solches Programm („QE 3“) würde vor allem dann verkündet werden, wenn die Deflationsgefahren als eine größere Gefahr eingeschätzt werden würden.

Durchschnittlich beträgt der Anstieg des Vierjahreszyklus 54 Prozent. Der aktuelle Anstieg von 32,9 Prozent liegt im Bereich dessen, was man - minimal - für einen Vorwahl-/ Wahljahreszyklus erwarten kann.

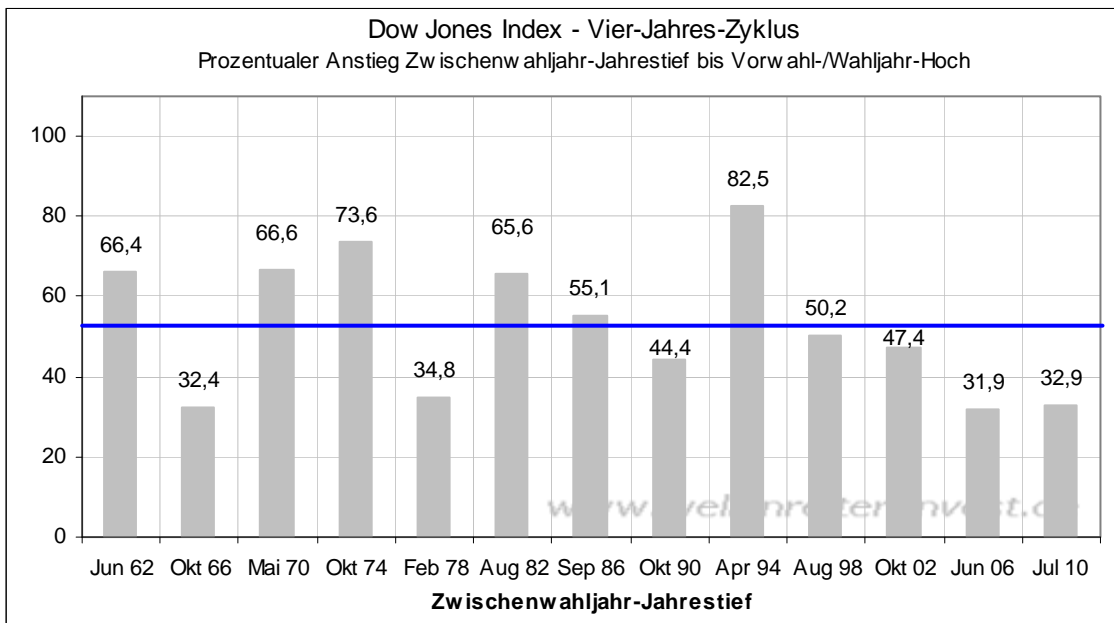


Abb. 7.4: Vier-Jahres-Zyklus

Damit liegt der Zuwachs auf den relativ niedrigen Niveaus der Zyklen, die in den Jahren 1966, 1978 und 2006 begannen.

Ein Blick auf den Verlauf der Wahljahre. Seit dem Jahr 1900 wurde in 28 Wahljahren ein durchschnittlicher Zuwachs von 7,7% notiert. 9 der 28 Wahljahre verliefen negativ. Die Erinnerung an das Negativjahr 2008 (-34% im Dow Jones Index) dürfte noch frisch sein.

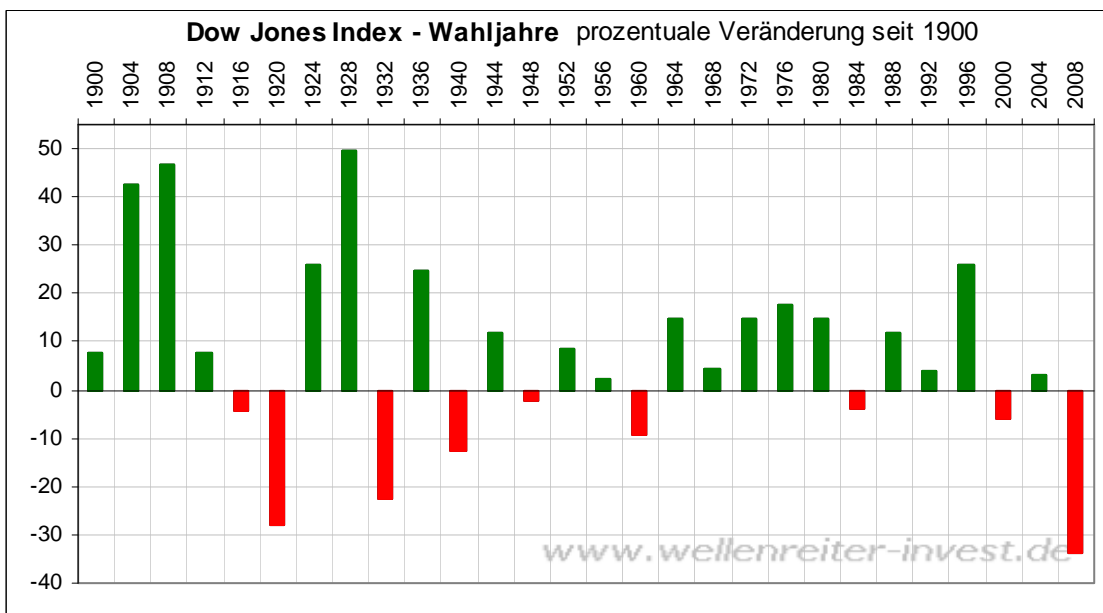


Abb. 7.5: Dow Jones Index Verteilung Wahljahre

Auch die Jahre 1920 und 1932 verliefen stark negativ, wenn auch aus unterschiedlichen Gründen: Im Jahr 1920 herrschte in den USA eine Inflationsrate von mehr als 20 Prozent, 1932 litten die Märkte unter einer Deflation nahe 10 Prozent.

Der durchschnittliche Verlauf eines Wahljahres ist durch eine Seitwärts-/Abwärtsbewegung in der ersten Jahreshälfte, gefolgt von einer positiven zweiten Jahreshälfte gekennzeichnet (nächster Chart).

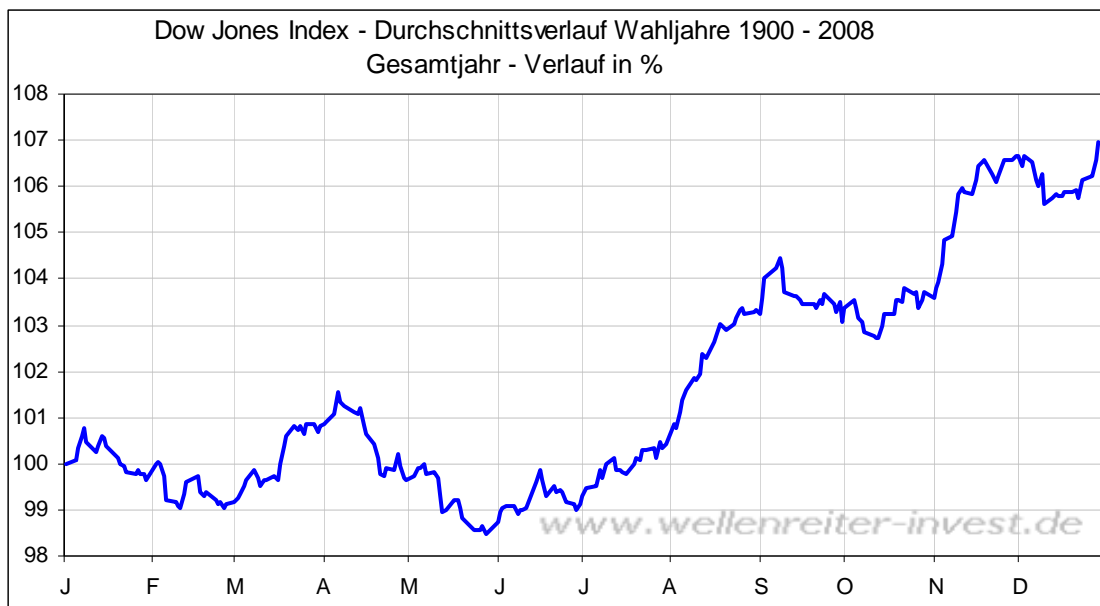


Abb. 7.6: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Wahljahre 1900 - 2008

„Sell in May and go away“ dürfte für 2012 die falsche Strategie sein. „Buy in May and stay“ dürfte es eher treffen. Für den Fall, dass die USA 2012 in eine Rezession rutschen, wäre ein Blick auf den folgenden Chart wichtig. Er zeigt den Durchschnittsverlauf in Rezessions-Wahljahren.

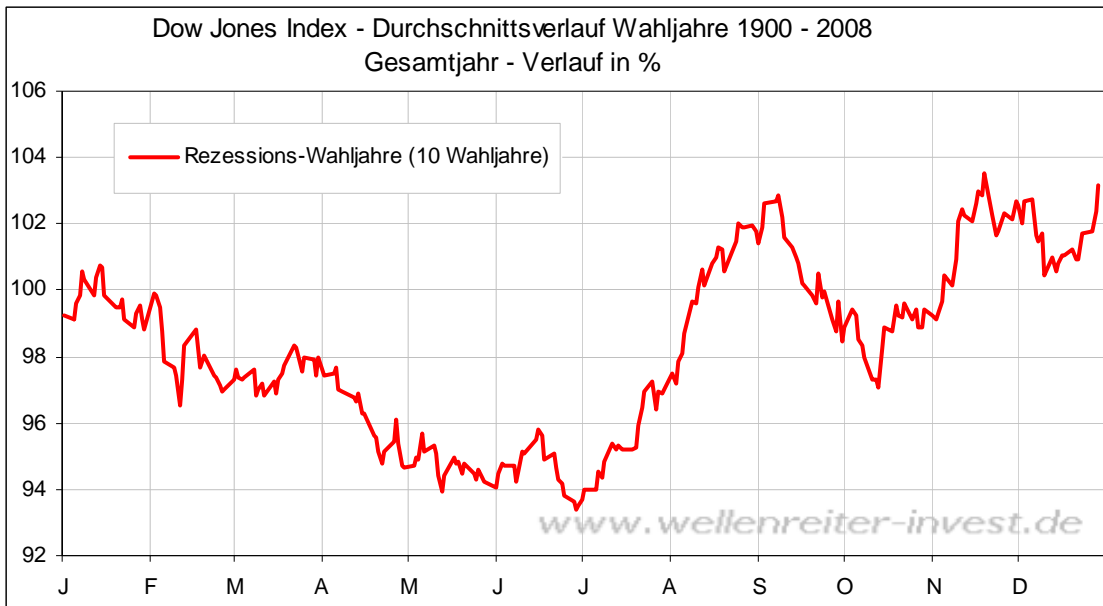


Abb. 7.7: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Rezessions-Wahljahre 1900 - 2008

Auch hier würde sich ab dem Sommer eine Erholung ergeben, allerdings würde die erste Jahreshälfte negativer verlaufen als in Wahljahren ohne Rezession.

Wie wahrscheinlich ist ein Wechsel der Regierungspartei? Nachfolgend eine Liste der gewählten US-Präsidenten seit dem Jahr 1944.

Jahr	Partei	Präsident
1944	Demokraten	Roosevelt
1948	Demokraten	Truman
1952	Republikaner	Eisenhower
1956	Republikaner	Eisenhower
1960	Demokraten	Kennedy
1964	Demokraten	Johnson
1968	Republikaner	Nixon
1972	Republikaner	Nixon
1976	Demokraten	Carter
1980	Republikaner	Reagan
1984	Republikaner	Reagan
1988	Republikaner	Bush
1992	Demokraten	Clinton
1996	Demokraten	Clinton
2000	Republikaner	Bush
2004	Republikaner	Bush
2008	Demokraten	Obama

Barack Obama ist erst 4 Jahre im Amt. Seit 1944 wurde der Amtsinhaber bzw. die amtsführende Partei sieben Mal im Amt bestätigt. Einzig Jimmy Carter im Jahr 1980 und George Bush senior im Jahr 1992 gelang dies nicht. Gemäß dieser Statistik besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Demokraten mit Barack Obama die Präsidentschaftswahlen 2012 gewinnen werden. Andererseits vollziehen die Amerikaner nach 8 Jahren einen Wechsel der Regierungspartei (Ausnahme: 1980). Die Republikaner haben statistisch eine große Chance, im Jahr 2016 ans Ruder zu gelangen.

Im Jahr 2008 verlor der Republikaner John McCain die Wahl gegen Barack Obama. Vorhersehbar war dies ab Anfang September 2008, als die Lehman-Pleite die Aktienmärkte crashen ließ. Der folgende Chart zeigt, dass ein Fall der Märkte im September und Oktober ein deutliches Zeichen für einen Präsidentschaftswechsel darstellt.

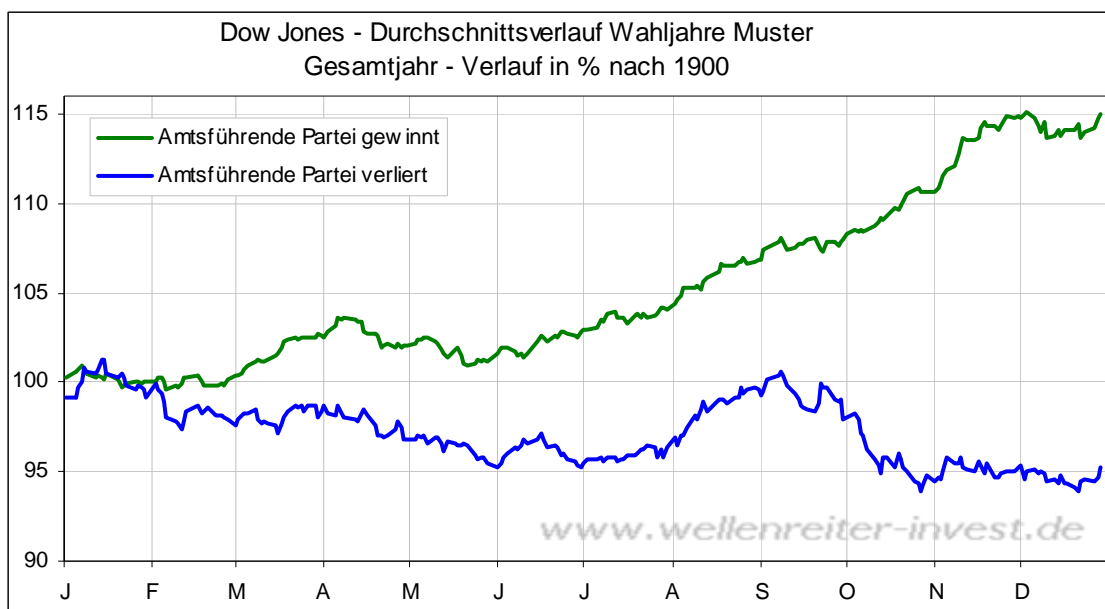


Abb. 7.8: Durchschnittsmuster amtsführende Partei

Der folgende Chart zeigt den Verlauf der vergangenen drei Wahljahre 2000, 2004 und 2008. Die Verläufe der Jahre 2000 und 2008 weisen das typisch schwache Muster eines Amtswechsel-Wahljahres auf.

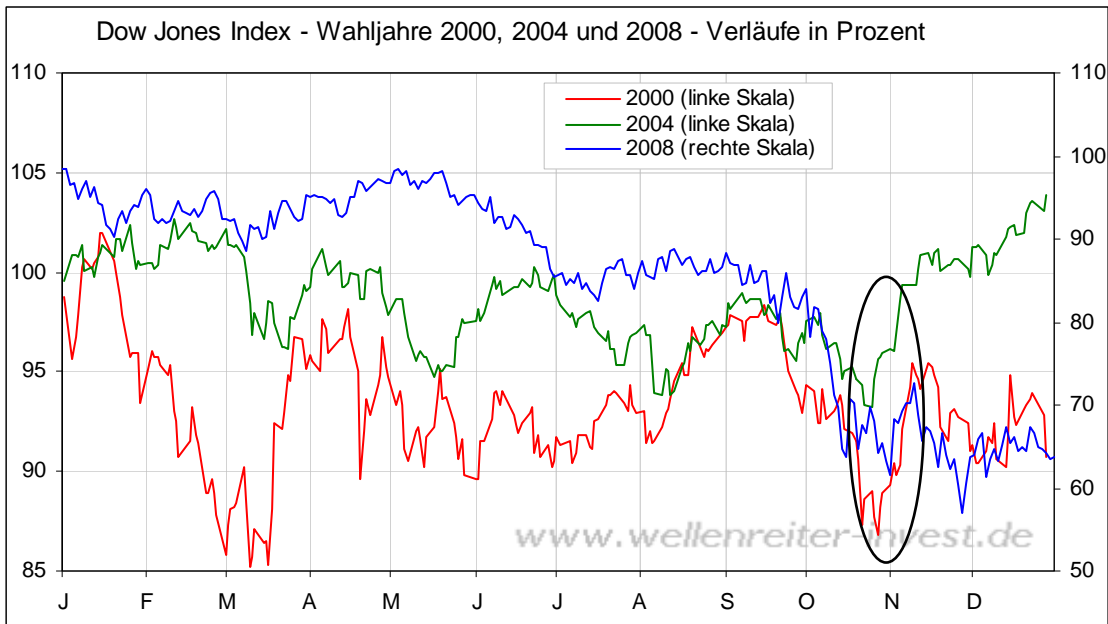


Abb. 7.9: Dow Jones Index Wahljahre 2000, 2004, 2008

In den Jahren 2000, 2004 und 2008 kam es jeweils zu einer Rally von Mitte Oktober bis zur Wahl Anfang November (siehe Ellipse obiger Chart).

Wie die Entwicklung in den Jahren 2000 und 2008 zeigte, gingen die Amtswechsel mit einer beginnenden Rezession und - vor allem in den Monaten September/Oktober - deutlich fallenden Kursen einher. Auch in diesem Jahr sollte diese Zeitphase wahlentscheidend sein. Nach derzeitigen Umfragen würde Barack Obama gegen den republikanischen Herausforderer (sei es Mitt Romney, Newt Gingrich oder Ron Paul) deutlich gewinnen. Wir nehmen an, dass der Verlauf der Aktienmärkte in der zweiten Jahreshälfte eine Wiederwahl von Barack Obama unterstützen wird.

Sollte es zu einem Kollaps des Finanzsystems kommen, hätte Ron Paul eine Chance. Von einer solchen Situation gehen wir nicht aus.



### 7.3 Dekadenmuster

Das Jahr 2012 stellt nicht nur ein Wahljahr, sondern – im Rahmen des Dekadenzyklus – ein Jahr dar, das auf der Zahl 2 endet („2er-Jahr“). Der durchschnittliche Verlauf der 2er-Jahre zeigt ein passables erstes Quartal sowie ein negatives zweites Quartal. Die zweite Jahreshälfte verläuft insgesamt positiv.

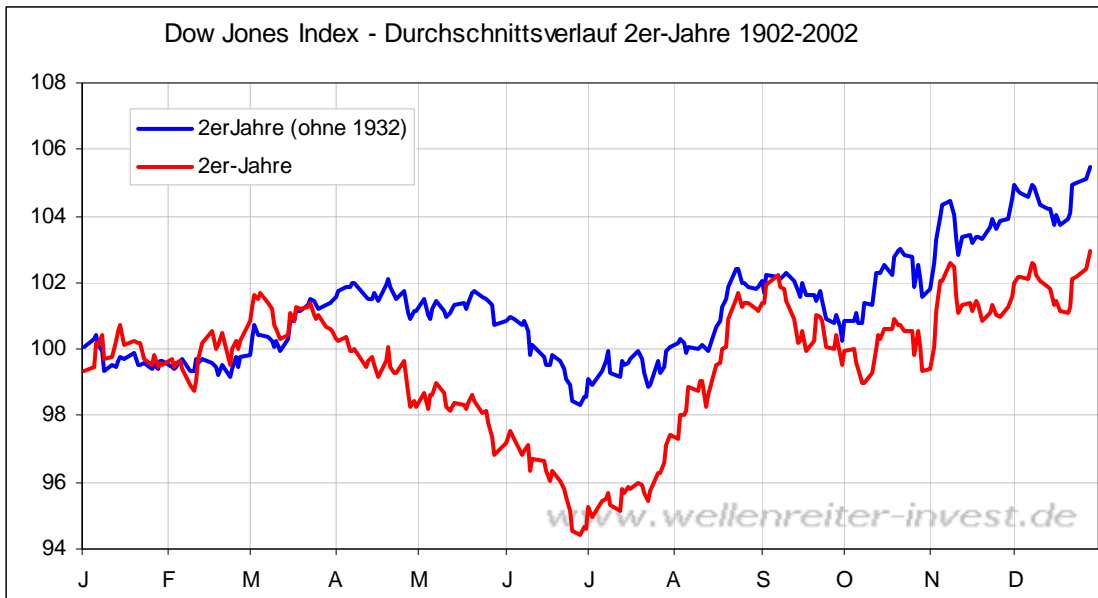


Abb. 7.10: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 1er-Jahre 1901 – 2001

Da das Jahr 1932 ein Extremjahr war, haben wir den Verlauf auch ohne das Jahr 1932 berechnet (blaue Linie obiger Chart). Der Unterschied zeigt sich insbesondere in der Amplitude des Jahrestiefs im Juni. Lässt man das Jahr 1932 außen vor, so zeigt sich das Sommertief recht moderat.

Die Kombination von Präsidentschaftszyklus und Dekadenmuster ergibt dieses Bild.

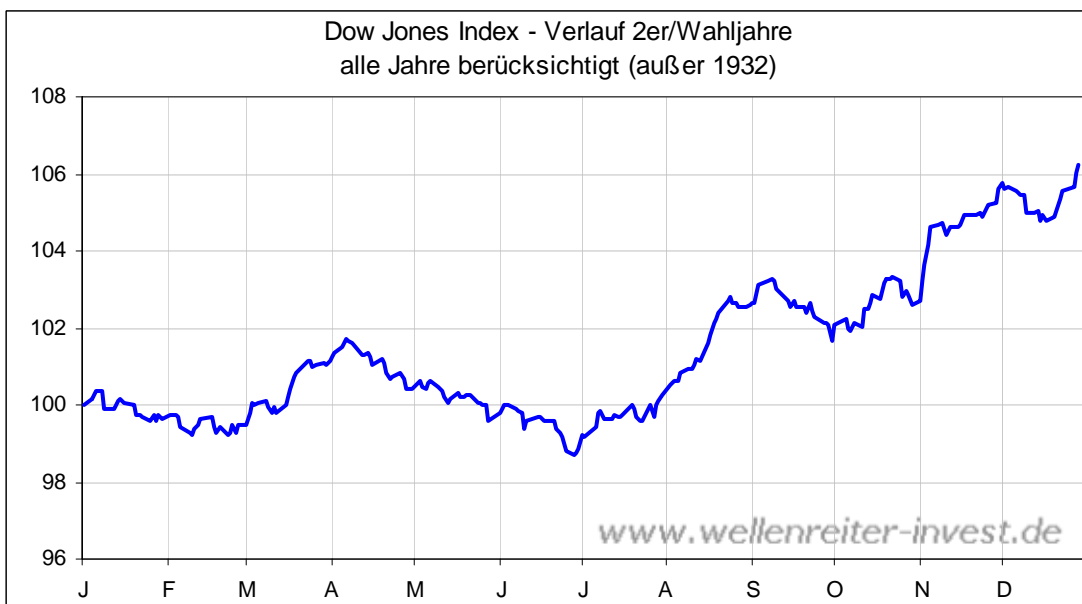


Abb. 7.11: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 2er-Jahre/Wahljahre

Ein erster Anstiegsversuch im März schlägt noch fehl, aber im Juni sollte ein Tief generiert werden können. Danach sollte eine recht konstante Aufwärtsentwicklung einsetzen.

Fazit der zyklischen Betrachtung: Das zweite Quartal 2012 sollte das negativste Quartal darstellen, ein Preistief ist im Mai/Juni zu erwarten. Das vierte Quartal 2012 sollte das positivste Quartal darstellen. Wenn der Zeitraum September/Oktober deutlich negativ ausfallen sollte, dann würde dies höchstwahrscheinlich zu einem Wechsel im Amt des US-Präsidenten führen. Wir nehmen jedoch an, dass Barack Obama in seinem Amt bestätigt werden wird.

#### 7.4 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.

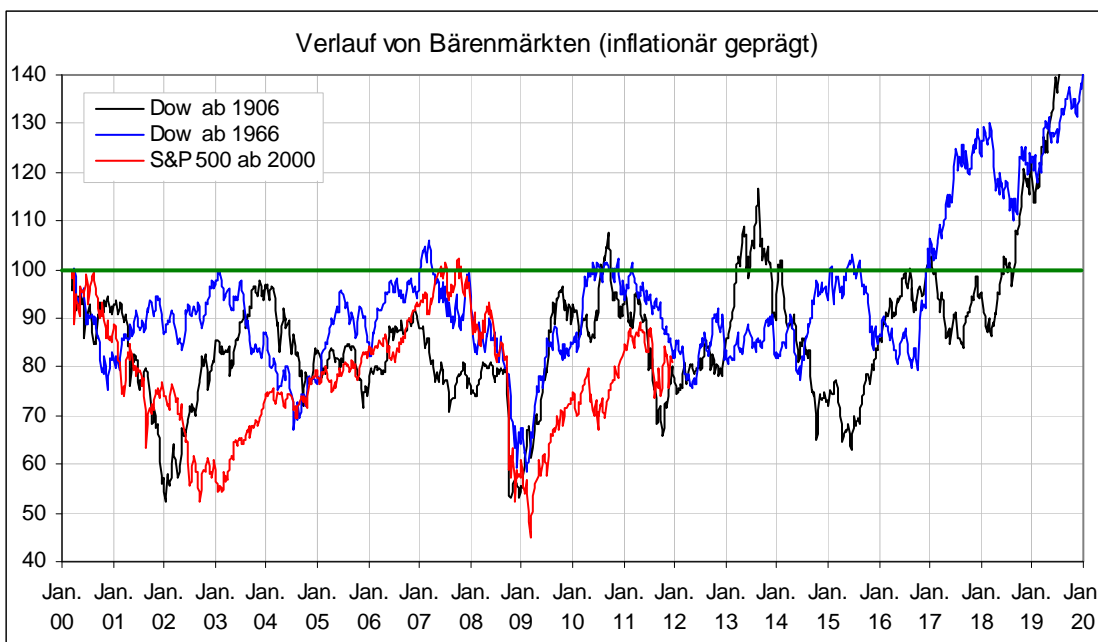


Abb. 7.12: Verlauf inflationär geprägter Bärenmärkte

Der letzte Bärenmarkt in den 70iger Jahren wurde begleitet durch stark steigende Inflationszahlen im Gefolge der sich damals stark vertuernden 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.

Im vergangenen Jahresausblick schrieben wir: „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.“ Schaut man auf den obigen Chart, so ist anzunehmen, dass das Jahr 2012 insgesamt positiv verlaufen sollte. Dies geschähe allerdings nicht ohne Startschwierigkeiten. Im Frühjahr 2012 sollte es zu einem Tief kommen. Je nach Muster dürfte es Ende 2012 bzw. Mitte 2013 ein Hochpunkt an den Aktienmärkten generiert werden.

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.

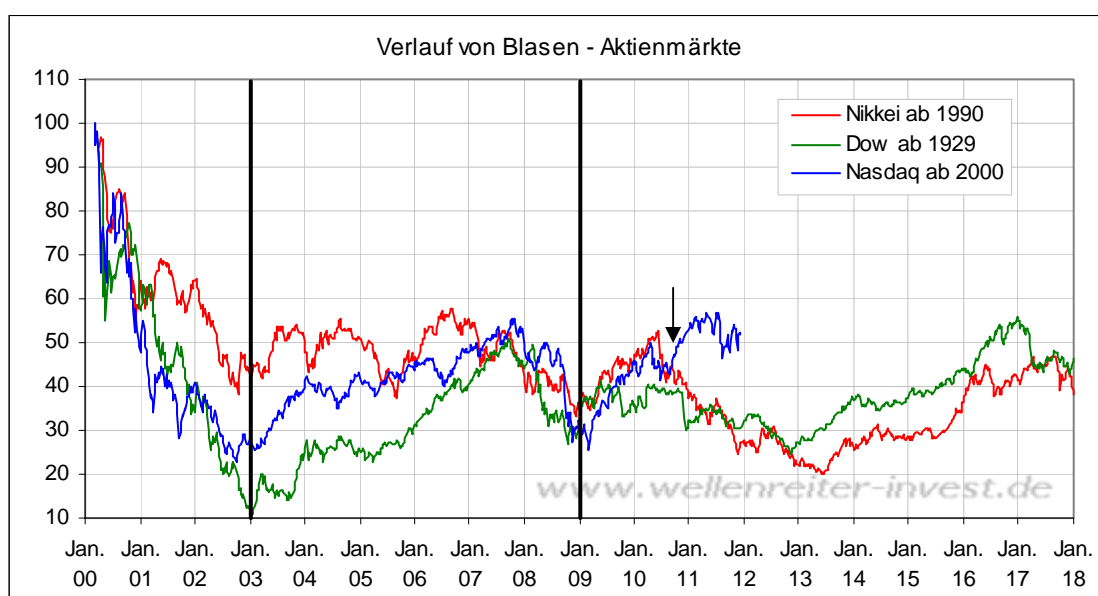


Abb. 7.13: Verlauf deflationär geprägter Bärenmärkte

Als große Wendepunkte sind ein Preistief nach 2,5 Jahren, ein Preishoch nach 7,5 Jahren und ein Tief nach 9 Jahren zu nennen. Seit Mitte 2010 hebt sich der tatsächliche Verlauf des Nasdaq Index positiv von seinem Musterverlauf ab (siehe Pfeil obiger Chart). Das weiter oben gezeigte inflationäre Muster bildet den Verlauf derzeit besser ab als das deflationäre Muster.

Das inflationäre Muster zeigt ein Preistief in der 1. Jahreshälfte 2012 an, das deflationäre Muster weist ein Preistief erst für Herbst 2012/Frühjahr 2013 aus. Wir geben – nicht zuletzt aufgrund der Politik der US-Notenbank - dem inflationären Muster den Vorzug.

Seit 1900 konnte man inklusive der Finanzkrise 2008 lediglich 6 Phasen mit einer Kurshalbierung notieren. Wir haben die Tiefpunkte der Jahre 1907, 1932, 1938, 1974 und 2003 in einem Durchschnittsverlaufsmuster zusammengefasst (nächster Chart).

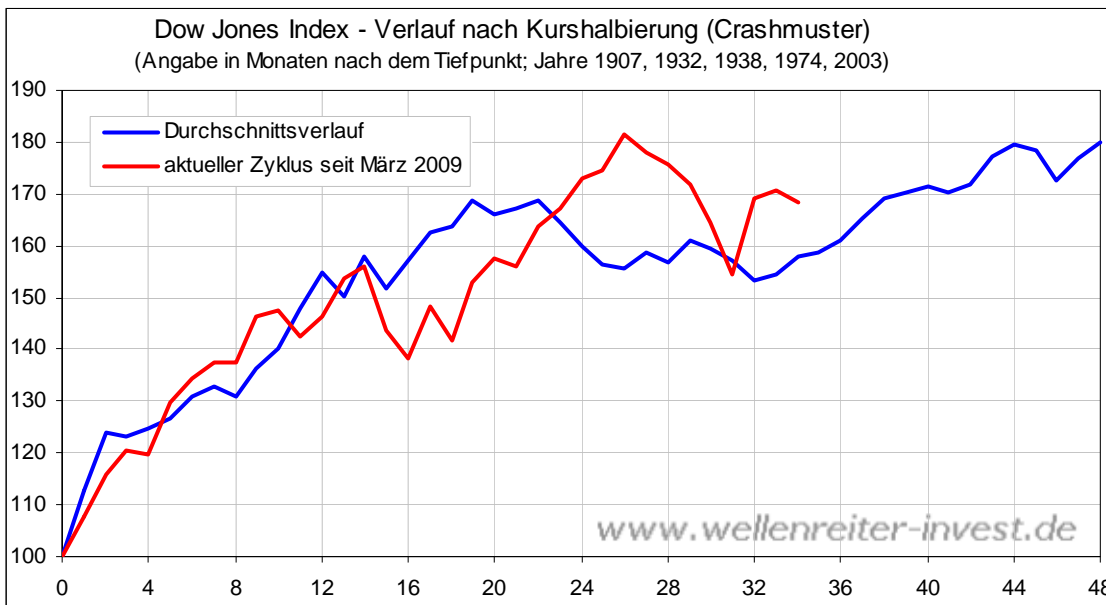


Abb. 7.14: Verlauf nach Kurshalbierung

Nach dem „Dip“ in 2011 sieht das historische Ablaufmuster eine Aufwärtsbewegung für die kommenden zwölf Monate vor. Bei einer Einzelbetrachtung der einzelnen Verläufe ist die Entwicklung im vierten Jahr sehr gespalten, positiv verliefen das vierte Jahr nach 1932 und 2003, negativ waren die Verläufe nach 1907, 1938 und 1974. Die Ähnlichkeit zu 1974 hatten wir bereits beschrieben.

Fazit: Das inflationäre Blasenverlaufsmuster bestätigt den Trend, der sich schon aus der Analyse der Wahljahre- und Dekadenmuster ergab. Danach sollten sich die Aktienmärkte nach Anlaufproblemen positiv entwickeln.

## 7.5 Marktstruktur

Das Handelsvolumen der NYSE befindet sich seit dem Beginn der Finanzkrise auf dem Rückzug. Zum einen hat der Handel über nicht für jedermann zugänglichen „Dark Pools“ zugenommen. Zum anderen ist der Privatanleger seit Beginn der Finanzkrise verunsichert, was zu einem geringeren Interesse am Aktienmarkthandel führt.

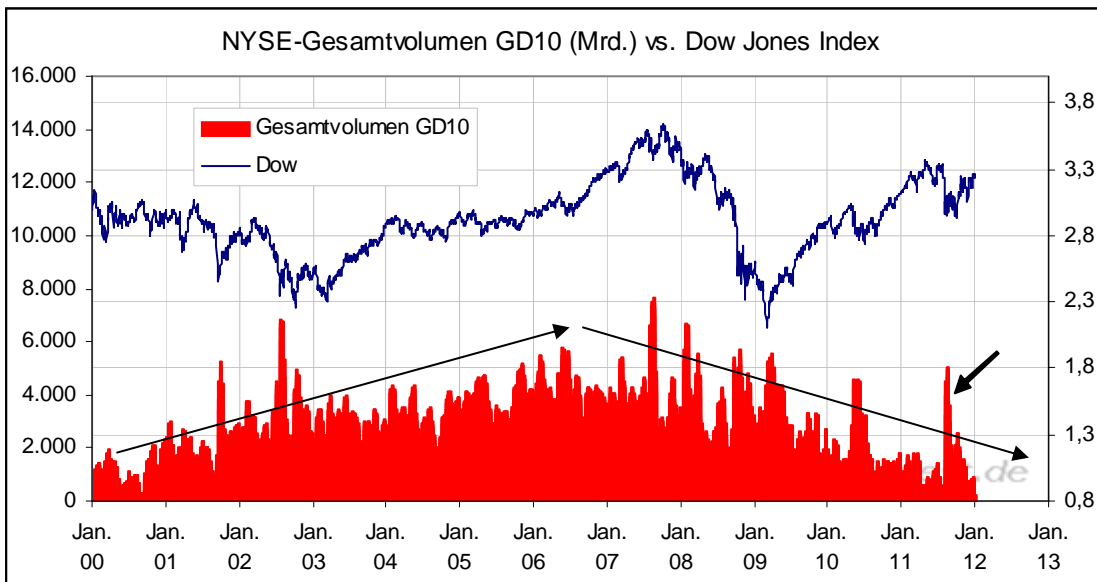


Abb. 7.15: NYSE-Gesamtvolumen

Lediglich die Paniken wie die Abwärtsbewegung Mitte 2010 oder diejenige vom August 2011 werden mit hohem Volumen gefahren. Je länger ein Bärenmarkt andauert, desto geringer wird das Interesse.

Doch es gibt eine alte Regel, die da lautet: Volumen läuft dem Markt voraus. Dafür exemplarisch erscheinen die 1970er Jahre.

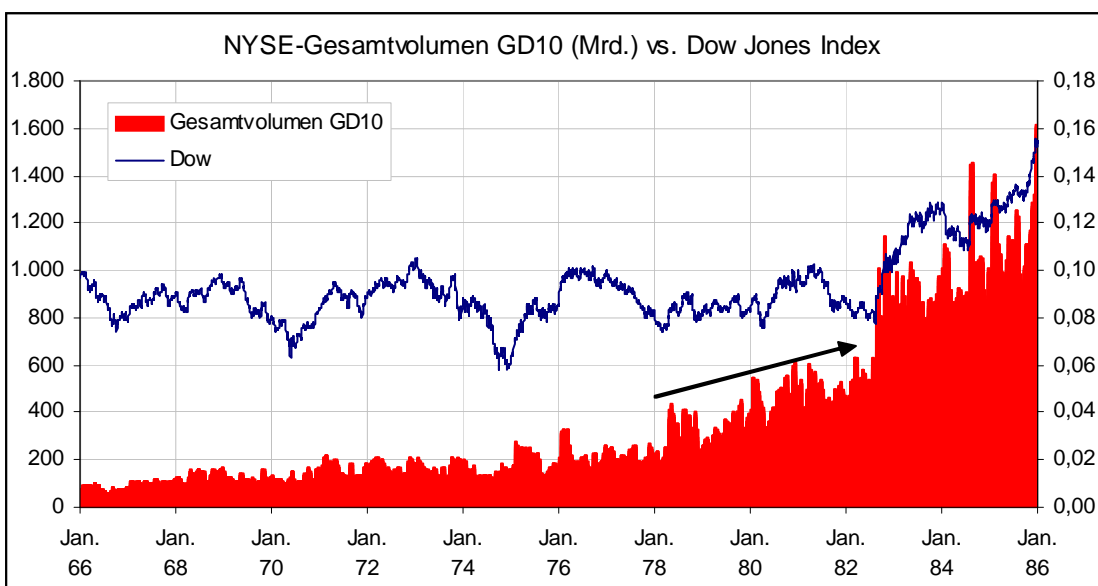


Abb. 7.16: NYSE-Gesamtvolumen 1970er Jahre

Das Interesse am Aktienmarkt war in der Baisse der 1970er Jahre bis Anfang des Jahres 1978 gering. Zwischen 1978 und 1982 zogen die Handelsvolumina an. Doch erst im August 1982 kam es zu einer regelrechten „Volumen-Explosion“: Der neue Bullenmarkt hatte begonnen. Gemäß dem Muster „1974 entspricht 2008“ würde man im Jahr 2012 erste Anzeichen eines wieder steigenden Volumens entdecken müssen. Die Märkte würden aber weiterhin eher seitwärts tendieren. Erst mit einem Beginn eines neuen Bullenmarktes würde das Volumen explodieren.

Zugegeben: Nach einer Renaissance des Handelsvolumens sieht es derzeit nicht aus. Aber sollte es zu einem Anstieg der Aktienmärkte in Q3 2012 kommen (was wir annehmen), so wäre es interessant zu beobachten, ob dieser mit einem höheren Volumen gefahren wird als die Anstiege in 2010 und 2011.

Unser Late Day Index – er misst die Differenz zwischen dem 20:00h-Kurs und dem Schlusskurs im Dow Jones Index um 22:00 MEZ – zeigt seit Anfang November eine negative Divergenz zum Dow Jones Index.

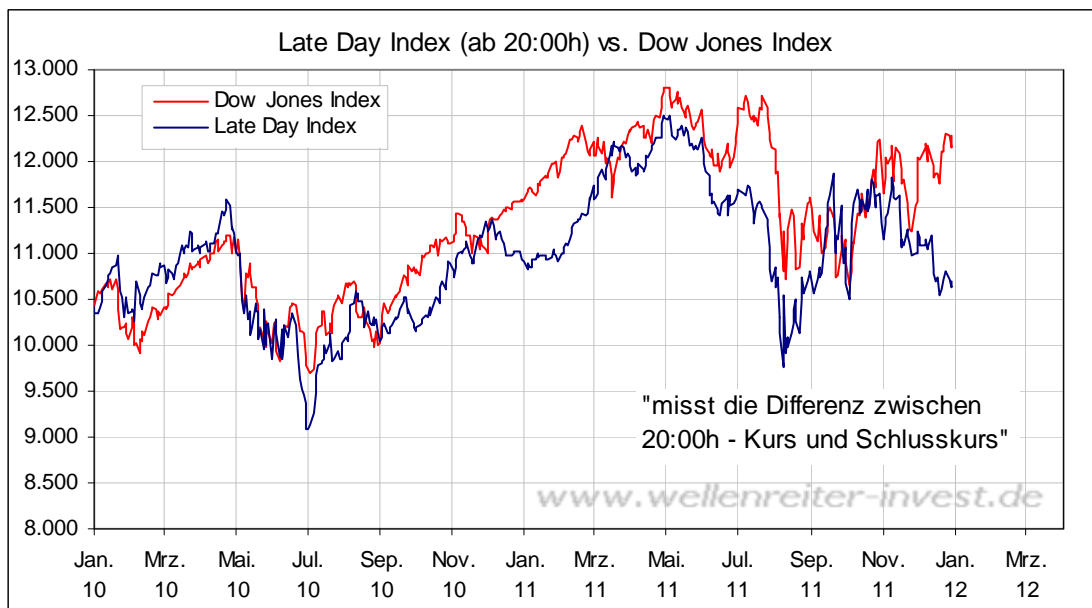


Abb. 7.17: Late Day Index

Das bedeutet: Das große Geld war bisher nicht erpicht darauf, in die im Oktober 2011 begonnene Aufwärtsbewegung einzusteigen. Eine solche Abweichung ist ungewöhnlich und zeigt, dass die Märkte im ersten Quartal nicht davonlaufen sollten.

Die extreme Häufung von „Paniktagen“ in der zweiten Jahreshälfte 2011 bis zum Jahresende deutet an, dass sich der Aktienmarkt nicht in einer neuen Bullenphase befindet.

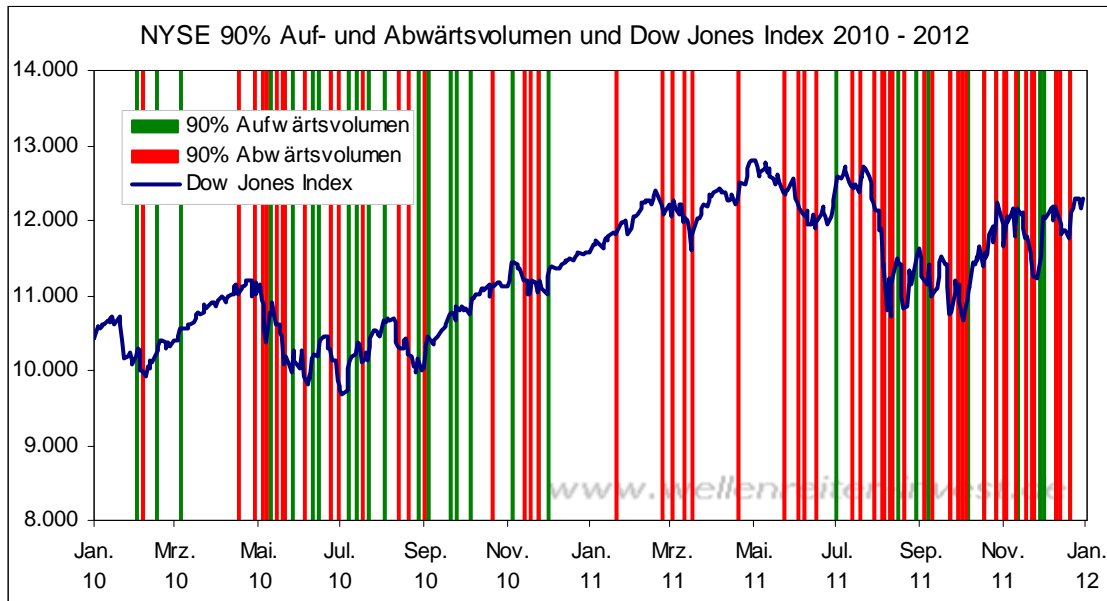


Abb. 7.18: 90%-Volumen

In einer Aufwärtsphase (wie z.B. Ende 2010 bis Mitte 2011) ist die Häufung von Extremtagen üblicherweise geringer.

## 7.6 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 durch Kauf- und Verkaufsbewegungen messen.

Der Aufbau der Anleihen-Allokation in 2011 wird durch die Kapital-Allokationsumfrage von AAIH deutlich (folgender Chart). In dieser Umfrage werden die Anleger monatlich zu ihren Investment-Anteilen befragt. Wir erinnern uns: Die Asset-Allokation war zu Beginn des Jahres 2011 von einem vergleichsweise hohen Risikoverhalten geprägt. Der Aktienanteil betrug im Januar 2011 63,5 Prozent, während der Cash-Anteil mit 17,5% auf niedrigem Niveau verharrte.

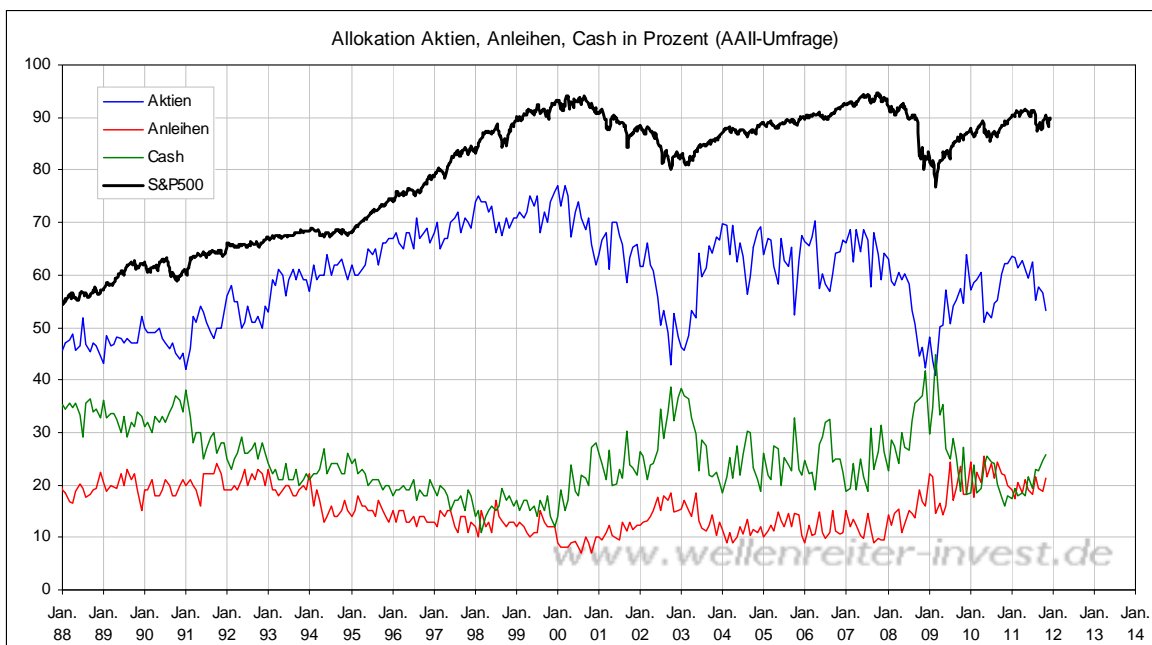


Abb. 7.19: AAIH-Asset-Allocation

Dies hat sich zum Jahresende 2011 gedreht: Der Cash-Anteil wurde auf knapp 26 Prozent hochgefahren, während der Aktienanteil die 60-Prozent-Region verlassen hat und der 50-Prozent-Marke entgegen strebt. Der Anleihen-Anteil lief im Jahr 2011 seitwärts. Er ist mit 21 Prozent weiterhin recht hoch.

Ein Cash-Anteil von 40 Prozent (wie im Herbst der Jahre 2002 und 2008) müsste – wenn er denn nochmals auftritt – als Zeichen für ein Tief an den Aktienmärkten ernst genommen werden. Auch in Korrekturen Ende der 80iger/Anfang der 90iger oder 2004-07 lag der Cashanteil an Zwischentiefs in Aufwärtstrends zwischen 30 und 35 Prozent, so dass der Faktor Cashquote noch Ausbaupotential anzeigt, bevor ein wichtiges Preistief am Aktienmarkt markiert ist.



Investors Intelligence untersucht wöchentlich die US-Börsenbriefe auf bullische, neutrale oder bärische Stimmung. Dieser Sentiment-Indikator gilt als Kontra-Indikator. Zu Beginn des Jahres 2011 betrug der bullische Anteil 59 Prozent, was gleichzeitig das Sentiment-Jahreshoch bedeutete.

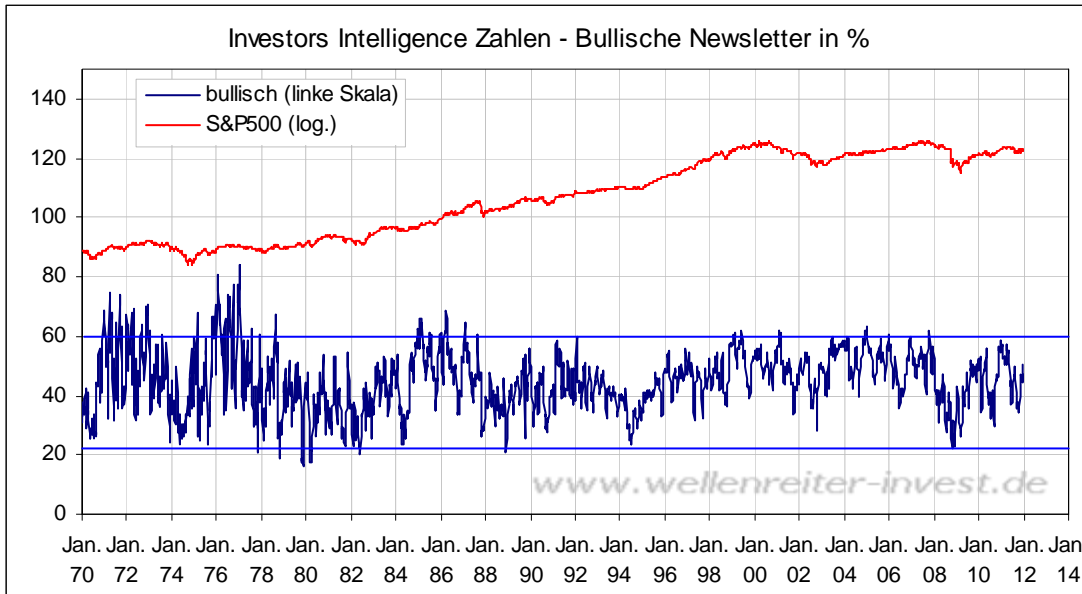


Abb. 7.20: Investors Intelligence – Bullische Börsenbriefverfasser

Der aktuelle Anteil von 50,5 Prozent befindet sich nicht in einem Extrembereich, aber doch schon auf der bullischen Seite. Häufig wird das neue Jahr durch positive Sentimentzahlen eingeläutet. Das war nicht nur zu Jahresbeginn 2010 und 2011 so, sondern auch in den Jahren 2004 bis 2008.

Das Jahr 2009 bildete eine Ausnahme: Mit einem bullischen Anteil von 39 Prozent im Januar 2009 (nahe dem Tiefpunkt der Rezession) war die Stimmung schlechter als aktuell. Diese Stimmung zu Beginn eines neuen Jahres gab auch in den Jahren 1981, 1982 und 1983 (am Ende des 16jährigen Bärenmarktes) sowie 1988, 1989 und 1995. Lediglich in einem dieser Jahre (1981) korrelierte die schlechte Stimmung zu Jahresbeginn mit einem Negativjahr an den Aktienmärkten.

Ein bullisches Sentiment von 50,5% zum Jahresende 2011 erscheint als – für das Jahresende – leicht unterdurchschnittlich. Bei einem Anstieg der Aktienmärkte im ersten Quartal könnte die für Hochpunkte wichtige 60%-Marke angelaufen werden. Sollte dies geschehen, müsste man mit Hilfe weiterer Indikatoren und der Charttechnik prüfen, ob sich von dort aus eine Abwärtsbewegung in das zweite Quartal hinein entwickeln kann. Für uns ist eine solche Bewegung vorstellbar.

## 7.7 Sektoren im Fokus

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 Nahrungs-mittel, 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.

Aktuell sind keine Abweichungen vom Verlaufsmuster des S&P 500 erkennbar.

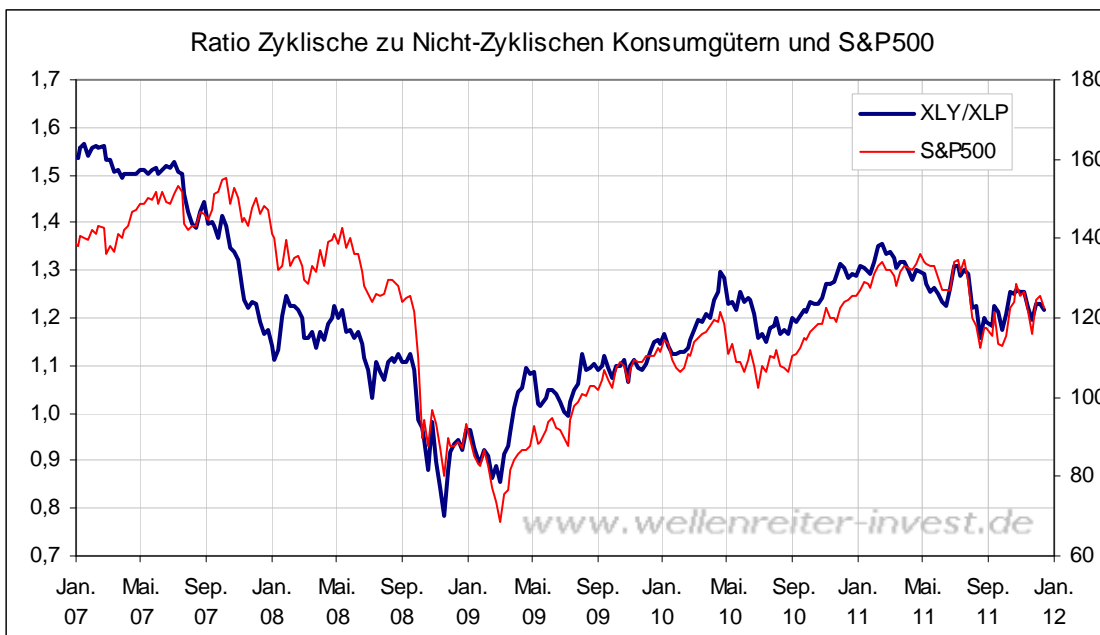


Abb. 7.21: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren

Dies zeigt, dass die Entwicklung der US-Wirtschaft auf einem recht stabilen Pfad verläuft. Erst wenn die Ratio eine negative Divergenz zum S&P 500 ausbildet, wäre dies ein Zeichen für eine bevorstehende wirtschaftliche Schwäche in den USA, die von einem schwächeren Aktienmarkt begleitet werden würde.

Der Verlust der relativen Bedeutung des US-Bankenindex gegenüber des S&P 500 wird durch den folgenden Chart dokumentiert.

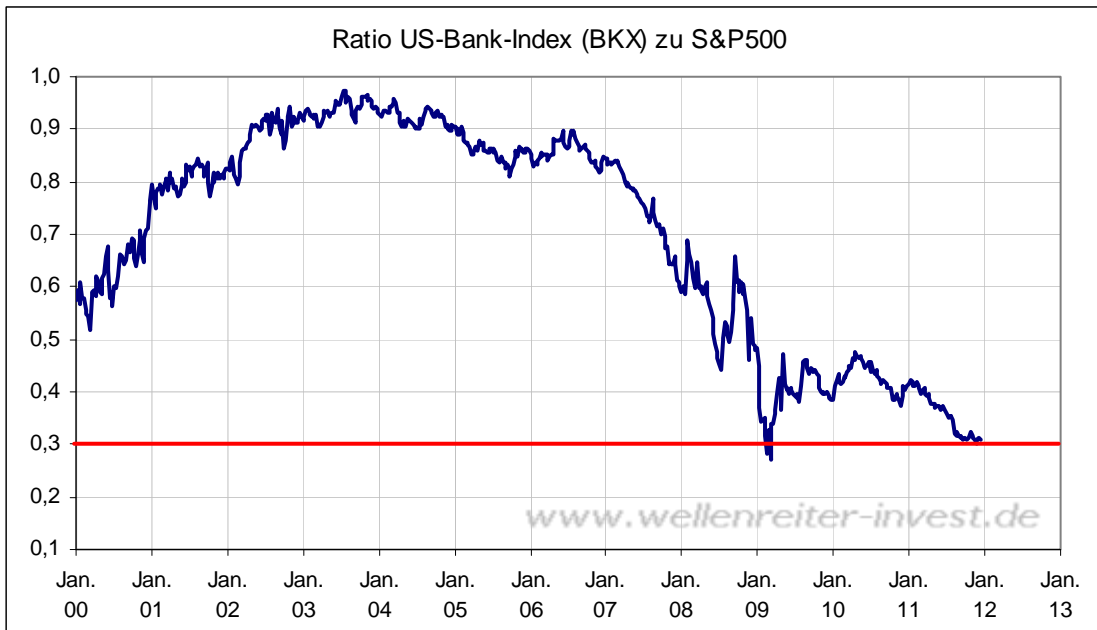


Abb. 7.22: Ratio US-Bankenindex zum S&P 500

Seit dem Jahr 2003, aber insbesondere seit Beginn der Finanzkrise verloren die Banken an Bedeutung. Relativ zum S&P 500 hat der US-Bankenindex das schwache Niveau von Anfang 2009 erneut erreicht.

Nachdem der US-Bankenindex absolut betrachtet im Februar 2007 sein Hoch erreichte, ging es – wie man es beim Platzen einer Blase gewohnt ist – zunächst steil abwärts. Nach gut zwei Jahren wurde ein erstes wichtiges Tief markiert.

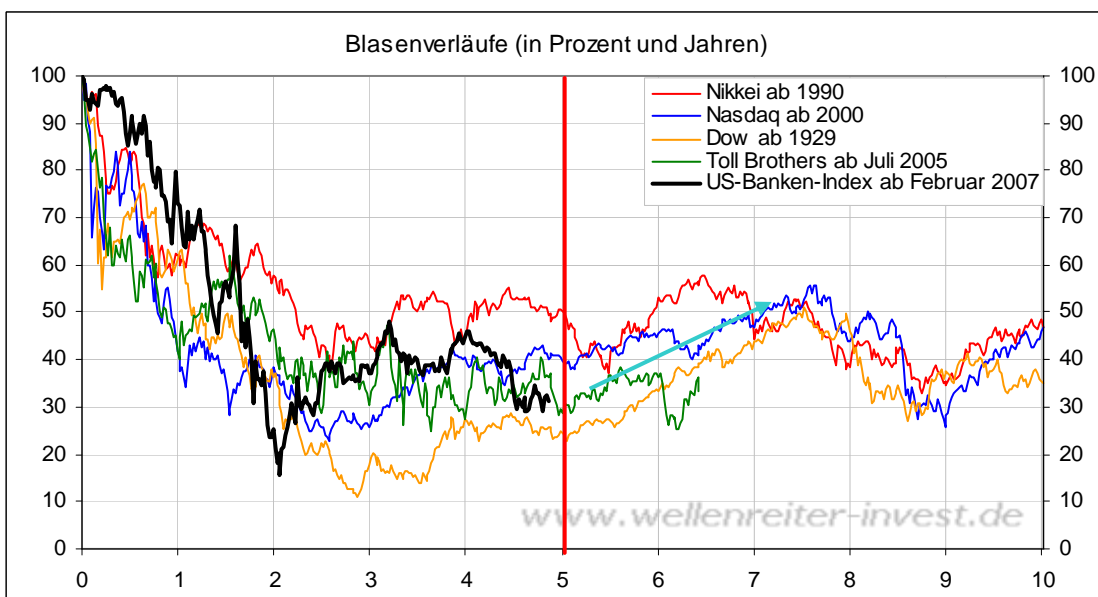
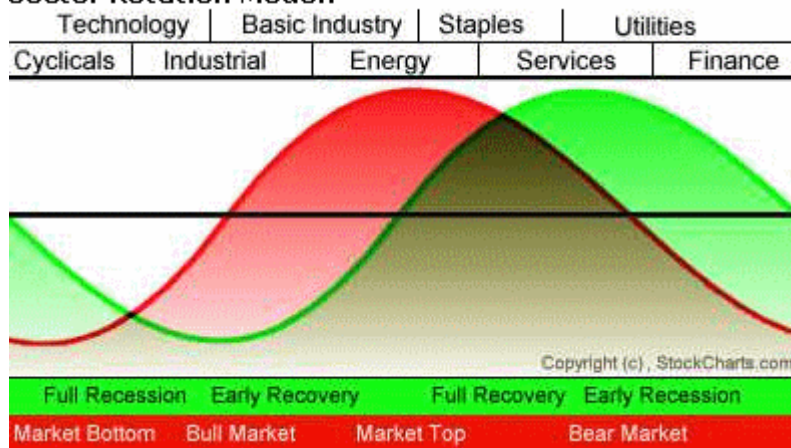


Abb. 7.23: Blasenverläufe inkl. Banken

Die anschließende Aufwärtsbewegung ging in diesem Jahr in eine erneute Abwärtsbewegung über. Im Februar 2012 werden seit dem Platzen der Blase fünf Jahre vergangen sein. Nach fünf Jahren kommt es häufig zu einer etwa zwei Jahre andauernden Aufwärtsbewegung. Eine solche Bewegung kann mehr oder weniger stark ausfallen. Eine Fortsetzung der Abwärtsbewegung sollte sich jedoch nicht einstellen. Die Banken sollten damit ein „Contrarian Play“ für 2012 sein. Für den Gesamtmarkt würde eine Bankenstärke eine Unterstützung bedeuten.

Aus Sicht des Sektor-Rotationsmodells steigen zuletzt Healthcare und Consumer Staples. Diese Werte sind Abschwungs-/Rezessionsleader. Zudem steigen die Nahrungsmittel-Werte als defensive Aktien.

**Sector Rotation Model:**



Quelle: Stockcharts.com

Im Rahmen einer QE 3-unterstützten Aufschwungphase dürften Tech- und Rohstoffwerte Outperformer einer zyklischen Aufwärtsbewegung sein.

## 7.8. Leit-Aktienindizes

### 7.8.1 DAX

Das längerfristige Chartbild des Dax weist auf einen - seit 10 Jahren laufenden - Spannungsaufbau hin.

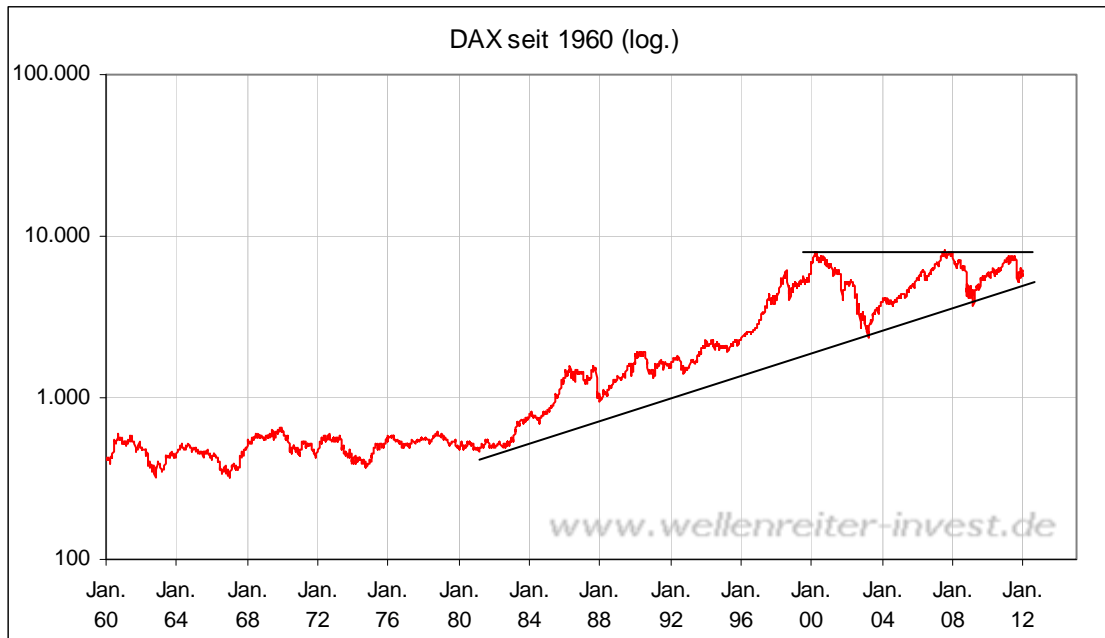


Abb. 7.24: DAX seit 1960

Auf dem Chart ist das Bild eines aufsteigenden Dreiecks zu erkennen. Eine solche Formation ist üblicherweise positiv. Oberhalb von 8.000 Punkten beginnt ein neuer Bullenmarkt. Die Aufwärtstrendlinie von 4.700 Punkten ist eine charttechnisch wichtige Unterstützung. Im Rahmen einer Systemkrise – mit dann deflatorischen Konsequenzen - wäre der Aufwärtstrend nicht zu halten. Da wir jedoch annehmen, dass sich ein eher inflationär geprägter Markt durchsetzen wird, sollte es – nach einem möglicherweise Angst einflößenden Quartal – zu einer Beruhigung der Situation kommen. Einen Ausbruch über die Marke von 8.000 Punkten erwarten wir für 2012 allerdings nicht. Der DAX dürfte weiter in die Spitze des Dreiecks hineinlaufen und hat möglicherweise zwei Jahre später die Chance, die 8.000-Punkte-Marke zu knacken.

## 7.8.2 Dow Jones Index

Wir arbeiten gern mit gleitenden Durchschnitten auf Langfristbasis. Der Dow Jones Index befindet sich zu Beginn des Jahres 2012 oberhalb aller wichtigen gleitenden Langfrist-Durchschnitte.

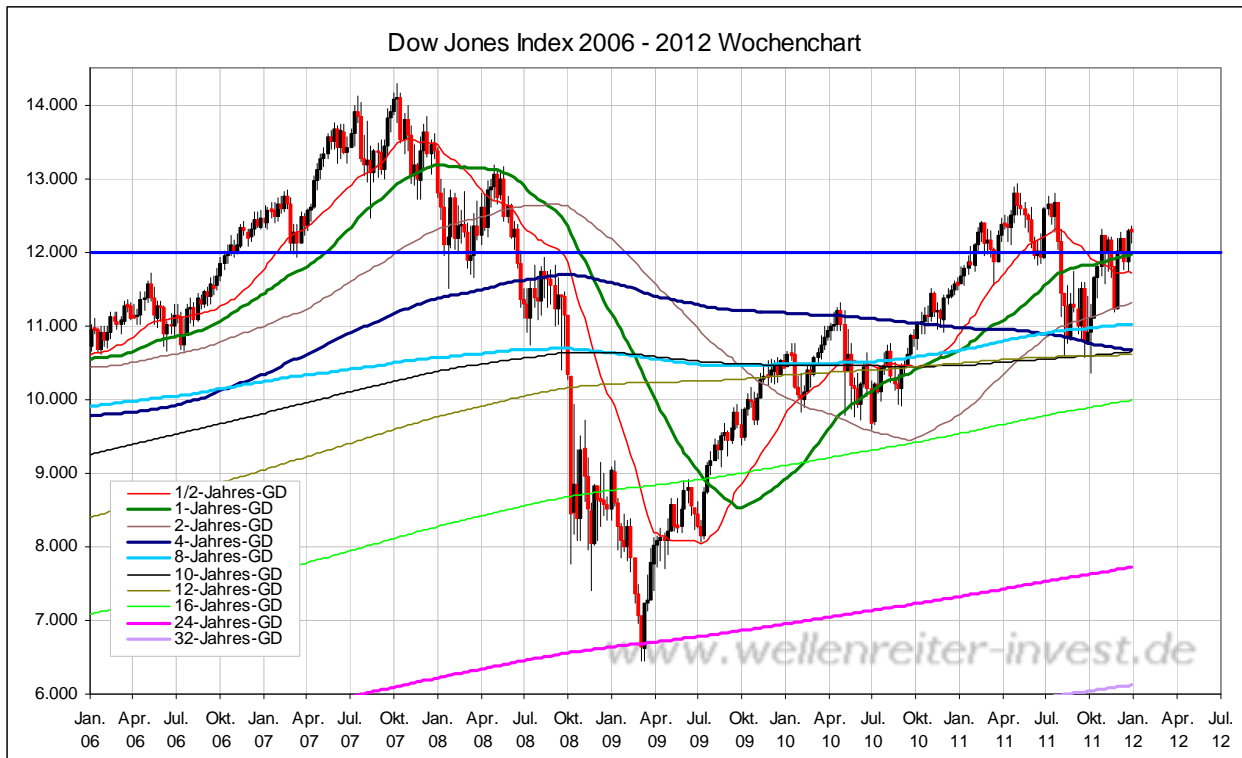


Abb. 7.25: Dow Jones Index 2006 bis 2012

Es ist zu erkennen, wie der 4-Jahres-GD (dunkelblaue Linie) im August und Oktober 2011 als wichtige Unterstützung fungierte. Solange der amerikanische Leitindex, der das Jahr 2011 als einer der wenigen internationalen Indizes positiv abgeschlossen hat, oberhalb der 12.000-Punkte-Marke notiert, kann die Aufwärtsbewegung fortgesetzt werden. Spätestens im zweiten Quartal besteht die Gefahr eines Rückschlages. Kann eine Rezession vermieden werden, so ist die Beibehaltung der relativen Stärke der US-Indizes zu erwarten. Ein Überwinden der 2011er Hochpunkte würde einen Anlauf an das Hoch von 2007 bedeuten, dies ist für das erste Halbjahr 2012 nicht zu erwarten. Auf der Unterseite ist das Preistief von 2011 und die 2010er Preistiefs im Bereich der runden Marke von 10.000 Punkten zu nennen, bei der spätestens mit politischen Maßnahmen von Seiten der US-Notenbank zu rechnen wäre.

### 7.8.3 Nasdaq 100 Index

Für den Nasdaq 100 ist das Jahr 2011 ein Seitwärtsjahr gewesen. Die Bandbreite lag zwischen 2.040 und 2.440 Punkten. Damit oszillierte der Index in einer Bandbreite von etwa 10 Prozent um das Niveau des Jahresendes.



Abb. 7.26: Nasdaq 100 Index

Die Konsolidierung im Nasdaq 100 Index zeigt gegenüber dem Dow Jones Index eine weniger bullische Formation. Entscheidend dürfte die Unterstützung durch die 2.020-Punkte-Marke sein. Ginge es darunter, müsste mit einem Ziel von 1.800 Punkten gerechnet werden. Ein solches Muster wäre dem Scheitern des Ausbruchs auf der Oberseite vieler Emerging-Markets-Indizes nachempfunden, bei denen das Jahr 2010 das Jahr der Toppbildung war und anschließend der Ausbruch auf der Unterseite erfolgte.

### 7.8.4 Nikkei Index

In den Jahren 1915 bis 1947 ging der Nikkei Index 32 Jahre lang seitwärts. Danach folgte eine ungewöhnliche lange, 43-jährige Aufwärtsphase, die der US-Aktienmarkt in dieser Struktur nicht zeigt. Die aktuelle Seitwärts-/Abwärtsperiode läuft seit 22 Jahren. Offenbar sind derart lang anhaltende Konsolidierungsbewegungen für Japan nicht untypisch.

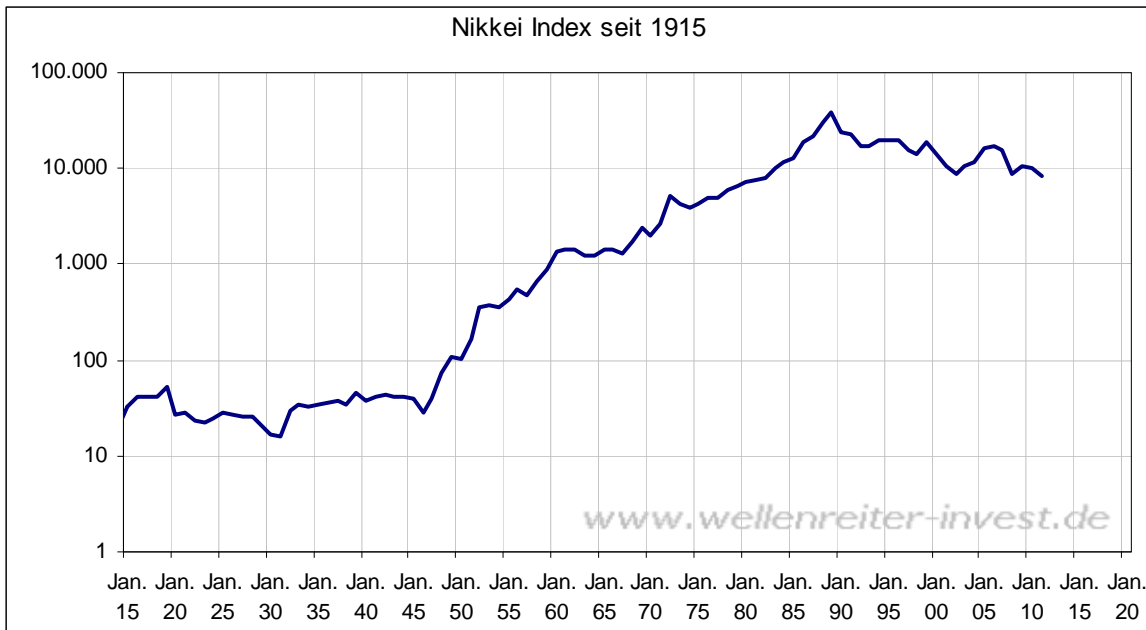


Abb. 7.27: Nikkei-Index seit 1915

Die Abwärtsbewegung seit 1990 zeigen wir nachfolgend im Detail. Man erkennt, dass jegliche Aufwärtsneigung (mit Ausnahme derjenigen zwischen 2003 und 2007) frühzeitig im Keim erstickt wurde.

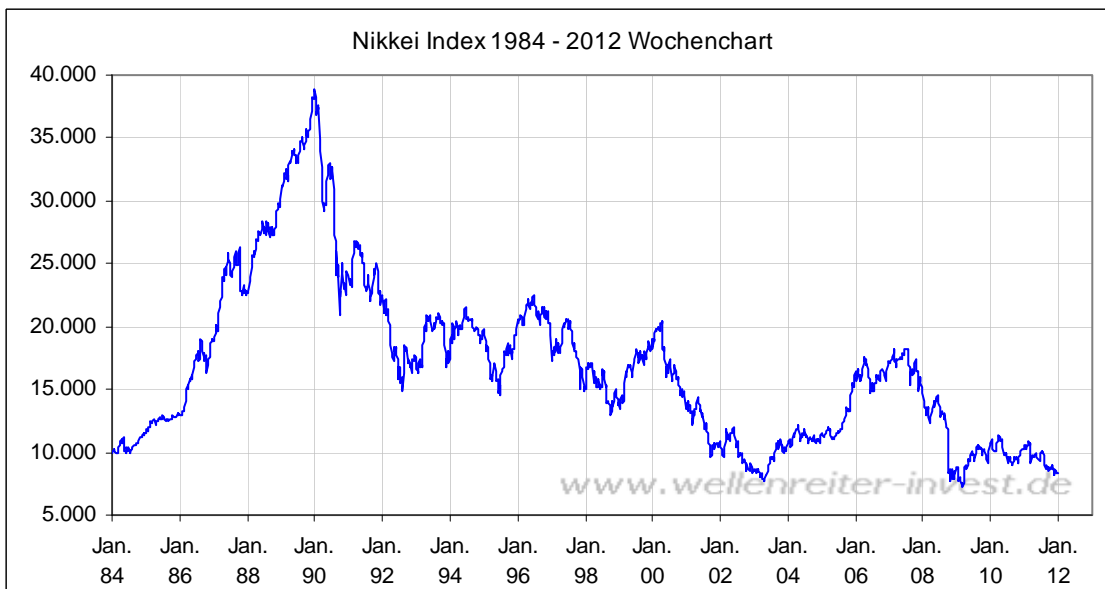


Abb. 7.28: Nikkei-Index 1984 bis 2012



Der japanische Aktienmarkt hat das Jahr 2011 auf dem niedrigsten Schlusstand seit 1982 beendet. Aktuell scheinen sich nur noch wenige Analysten für den japanischen Markt zu interessieren. Er erscheint regelrecht tot, was man an der „Bewegung“ seit dem Tief im Jahr 2009 gut erkennen kann. Charttechnisch betrachtet ist die Marke von 7.000 Punkten eine wichtige Unterstützung. Sollte es dort nochmals hingehen – es wäre der dritte Test -, müsste man von dort ausgehend eine Aufwärtsbewegung erwarten.

### 7.8.5 BRIC-Staaten

Wirft man einen Blick auf die Leitaktienindex-Verläufe der BRIC-Staaten, so haben die Indizes Brasiliens, Russlands, Chinas und Indiens im Jahr 2011 zweistellige Verluste hinnehmen müssen. Die Leitindizes Chinas und Indiens (Shanghai Composite und Sensex) verloren mehr als 20 Prozent.

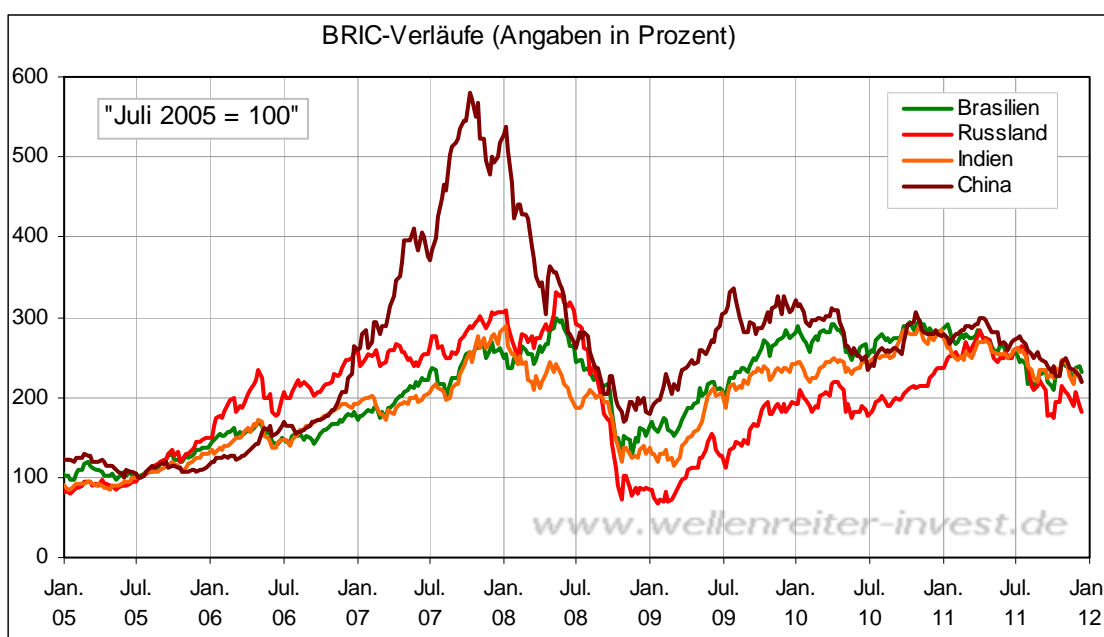


Abb. 7.29: BRIC-Verläufe

Die BRIC-Staaten zeigen gegenüber dem S&P 500 zunehmende Schwäche (folgender Chart).



Abb. 7.30: Ratio BRIC-Index zum S&P 500

Fazit: Weiter oben zeigten wir die Charts der Leitindizes Chinas und Indiens. Insgesamt ist bei den BRIC-Staaten noch keine Wende zum Besseren erkennbar. Eine wichtige Unterstützung im Shanghai Composite Index befindet sich an der Marke von 2.000 Punkten. Von dort aus könnte eine Erholung starten. Der indische Aktienmarkt verfügt noch über eine offene Kurslücke im Bereich von 12.000 bis 13.000 Punkten aus dem Jahr 2009. Dort erscheint der Index gut unterstützt.

### 7.8.6 Peripherie-Staaten

Die Peripherie-Staaten weisen seit dem Herbst 2011 eine nachlassende Abwärtsdynamik auf. Anzeichen einer positiven Umkehr sind jedoch noch nicht zu erkennen.

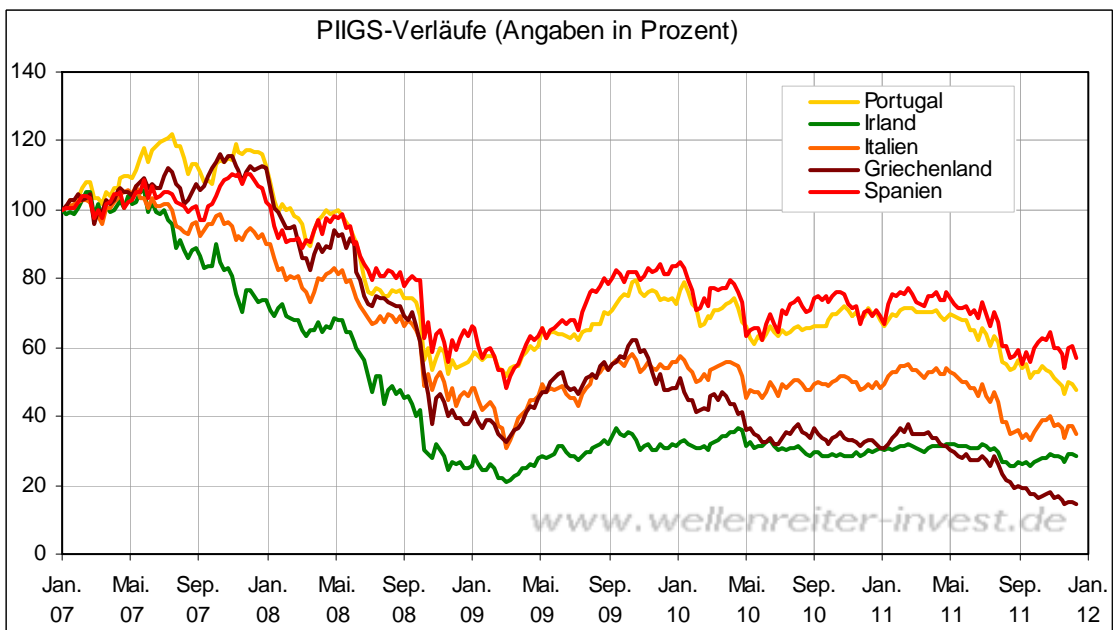


Abb. 7.31: PIIGS-Verläufe

Der Dax zeigt seit August 2011 gegenüber dem PIIGS-Index keine relative Stärke mehr.

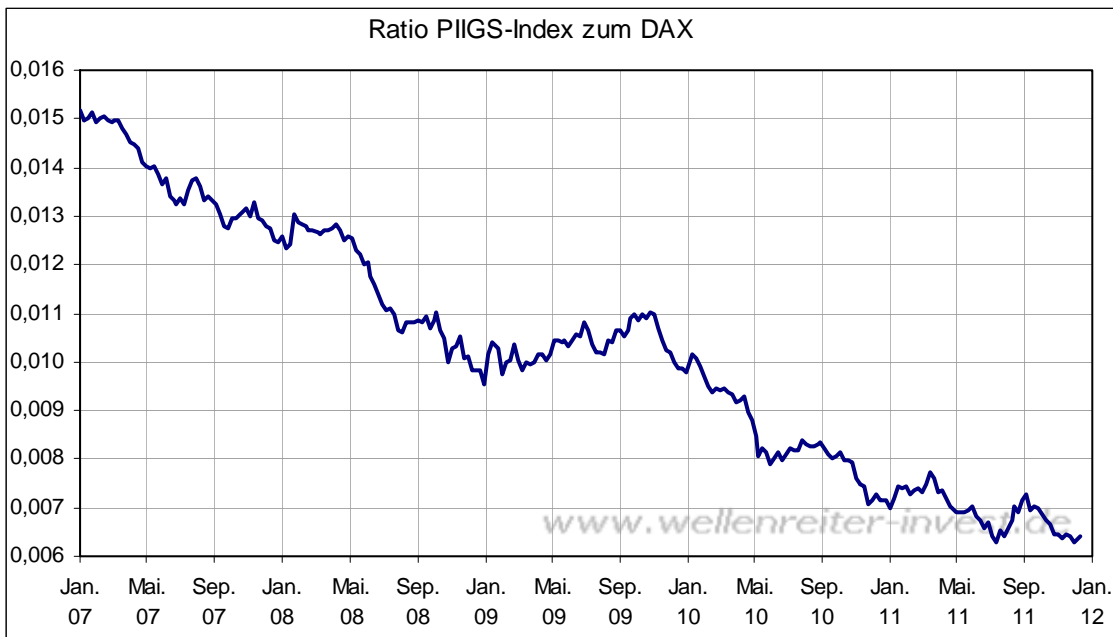


Abb. 7.32: PIIGS-Index

Fazit: Die Leitindizes der Peripheriestaaten zeigen – ähnlich wie die BRIC-Staaten – noch keine untere Umkehrformation. Der DAX hat sich mittlerweile der schwachen Dynamik der Peripherie angepasst. Wir nehmen an, dass sich die schwache Bewegung der Peripheriestaaten zunächst fortsetzen wird. Mit einer Erholung des Euro sollten aber auch die Peripheriestaaten wieder Land sehen können. Wir hatten die Möglichkeit eines Tiefpunktes in dem Moment, in dem Griechenland aus dem Euro-Verbund austreten würde, weiter vorn angesprochen.

## 7.9 Zeitprojektionen

Aus Sicht unserer Zeitprojektionen erscheinen uns für das erste Halbjahr des Jahres 2012 die folgenden Tage/Zeiträume besonders bedeutsam:

Januar: 2., 11. und 18.

Februar: 9. und 25.

März: 7.

April: 7. und 26.

Mai: 4.

Juni: 3., 17. und 29.

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

Exemplarisch stellen wir die Zeitprojektion für den Juni 2012 dar. Möglicherweise ergibt sich an einem der drei Juni-Termine (3., 17. oder 29.) ein wichtiger unterer Wendepunkt.

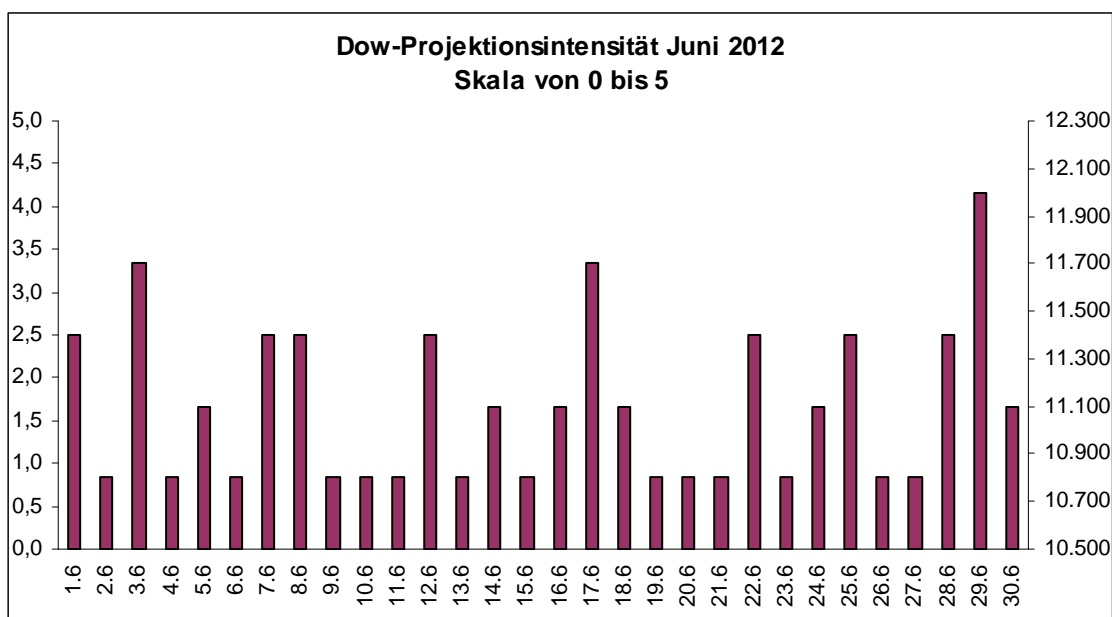


Abb. 7.33: Zeitprojektion Juni 2012

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 schon seit längerer Zeit üblich.

## 8. Fazit für den Finanzmarkt

Ob Eurozone, Europäische Union, IWF oder G20: Im Jahr 2011 war eine Hyperinflation der Politiker-Treffen auf allen Ebenen zu verzeichnen. Im Ausblick des vergangenen Jahres schrieben wir: „Im Jahr 2011 werden die Ruhekissen beiseite gelegt werden müssen. Politiker werden das Jahr 2011 als Stressjahr empfinden. Die internationalen Zusammenkünfte werden sich häufen.“

Das Jahr 2011 hat gezeigt: Trotz der vielen Treffen bleibt die Macht der Politik über die Märkte begrenzt. Das war eigentlich schon immer so. Und das war nicht schlimm. Denn früher haben europäische Politiker ihr Ding gemacht, wie Berlusconi, wie Papandreou oder die entsprechenden Vorgänger. In den USA war und ist dies anders. Die dortige Politik hat die Märkte schon immer als einen Teil ihrer selbst begriffen. Der Spruch „It's the economy, stupid“ ist nicht einfach eine Floskel, sondern ein fester Bestandteil der amerikanischen Politik. Rezessionen kamen trotz Manipulationen. Man kann allenfalls lindern, aber nicht verhindern. Pragmatisch versucht man den „Markt-Flow“ zu erfassen und ihn zu seinem Vorteil zu nutzen.

Es gibt jede Menge Menschen, die ein solches Modell für Deutschland oder Europa ablehnen. Angefangen von den Gewerkschaftern, von Oskar Lafontaine und seinen Linken bis hin zu Gruppierungen, die von Transfereinkommen leben. Aber kann man die Finanzmärkte als Steuerungsinstrument wirklich ausschließen? Sind diese nicht dazu da, auf Fehlentwicklungen hinzuweisen und Korrekturen einzufordern? Die Politik sollte genau das können. Die Vergangenheit zeigt: Sie kann es nicht. Wenn alle gleichzeitig das falsche tun, nutzt auch ein Zweikammer-Kontroll-System nichts.

Aus einem Spiegel-Interview mit dem ehemaligen griechischen Ministerpräsidenten drang hindurch, wie dieser Mensch Papandreou plötzlich und unerwartet von der vollen Breitseite der Märkte getroffen wurde, nachdem er und seine Vorgänger Jahrzehnte lang unbehelligt agieren konnten. Die Märkte übernahmen die Macht. Doch die Märkte sind kein Neutrum, sondern bestehen aus Investoren, von denen jeder einzelne eine für sich rationale Entscheidung trifft. Erst in der Masse werden Einzelentscheidungen zur Waffe. Die Rating-Agenturen sind nur ein Teil des Korrektivs, aber keineswegs der entscheidende Teil. Herabstufungen interessieren die Märkte teilweise, teilweise aber auch nicht. Entscheidend ist nicht das Urteil der Rating-Agenturen, sondern die Reaktion der Märkte.

Die Frage stellt sich, ob wir Europäer mit den Märkten als Korrektiv leben wollen. Ob wir uns mit den Märkten arrangieren wollen. Der einer Demokratie innewohnenden Versuchung des Schuldenmachens setzten die Märkte ein Korrektiv entgegen. Ein

Berlusconi hat sich für die Staatsverschuldung Italiens wenig interessiert, ein Monti schon. Wer ist die viel genannte Generation des neuen Regierungstypus der Technokraten? Doch nichts anderes als Politiker, denen die Finanzmärkte nicht fremd sind. Es passt einfach in diese Zeit, dass solche Menschen „an die Macht kommen“. Als Bundeskanzler wäre Jens Weidmann das deutsche Pendant.

Die Zeit derjenigen Politiker, die die Puppen tanzen lassen, ist fürs erste vorbei. Es wird dauern, bis erneut eine „New Economy“ am Horizont auftaucht. Es wird dauern, bis Menschen vom Typ des „Genusskanzlers Schröder“ nach oben gespült werden. Die Märkte werden ihr Regiment, welches sie jetzt in Europa übernommen haben, nicht so schnell wieder hergeben.

Die Stimmung zum Jahresende 2011 ist gemischt. Während die Europäer für 2012 überwiegend pessimistisch gestimmt sind, erweisen sich die amerikanischen Investoren halbwegs optimistisch. Zu Beginn des ersten Quartals dürften die Aktienmärkte einen kleineren Durchhänger haben, dem zum Ende des ersten Quartals eine nicht nachhaltige Aufwärtsbewegung folgen sollte. Der US-Dollar sollte zunächst stark bleiben und die Rohstoffmärkte unter Druck setzen. Die Anleihen sollten ihre Stärke zunächst beibehalten.

Das zweite Quartal dürfte für die Aktienmärkte mit einer Abwärtsbewegung verbunden sein. Diese Bewegung dürfte die Notenbanken dazu bringen, sich für eine erneute Lockerung der Geldpolitik zu entscheiden. QE 3 sollte im zweiten Quartal kommen. Der deflatorische Prozess sollte in diesem Quartal seinen Höhepunkt erreichen. Eine echte Deflation bleibt allerdings aus. Positive Divergenzen der Rohstoffe zu den Aktienmärkten werden deutlich. In Europa dürfte durch die Wahlen in Frankreich und Griechenland im April Unsicherheit aufkommen. Wenn es zu einem Austritt Griechenlands aus der Eurozone käme, dann wohl im zweiten Quartal. Eine solche Entwicklung könnte mithelfen, einen Tiefpunkt für die Aktienmärkte zu signalisieren. Der Euro/Dollar würde in einem solchen Fall steigen. Die Wahrscheinlichkeit für ein Aktienmarktief im Mai/Juni halten wir für signifikant.

Im dritten Quartal nimmt die Konzentration auf die US-Präsidentenwahl zu. Der Anstieg der Aktienmärkte könnte insbesondere im Juli und August recht robust sein. Die Rohstoffpreise inklusive Gold sollten ebenfalls steigen. Der US-Dollar dürfte aufgrund des Hangs der Marktteilnehmer zu einem erhöhten Risiko stagnieren oder fallen. Mit QE 3 ist ein Anstieg der Renditen in Deutschland, Großbritannien und den USA zu erwarten.

Das vierte Quartal bringt eine US-Wahlentscheidung, von der wir annehmen, dass sie zugunsten von Barack Obama ausfallen wird. Für Trader sollte der Aktienmarkt zwischen Mitte Oktober und der ersten November-Woche interessant sein. Häufig – wie in den Jahren 2000, 2004 und 2008 – neigen die Aktienmärkte in dieser Zeit zu einer Rally.

## 9. Unsere 10 Thesen für 2012

- 1. Die Staatsanleihen treten in eine Topbildungsphase ein**  
Toppbildungen benötigen Zeit und die US-Staatsanleihen bleiben ein "sicherer Hafen" bei Aktienmarktschwäche. Die Renditetiefs der 40iger Jahre werden am langen Ende nicht unterschritten. Beim Initiieren von QE 3 ist Schwäche bei den Staatsanleihen zu erwarten.
- 2. Am US-Aktienmarkt ist in 2012 ein "Buy in May and stay" sinnvoll**  
Die zweigeteilte Entwicklung des Jahres lässt ein schwaches zweites Quartal mit einem Preistief im Mai/Juni erwarten. Das zweite Halbjahr verläuft positiver, die beste Aktienmarktphase ist das vierte Quartal.
- 3. Steigende Inflationsraten kennzeichnen das zweite Halbjahr 2012**  
Auch aufgrund der Basiseffekte nimmt der Inflationsdruck im ersten Halbjahr 2012 ab und erreicht im Frühsommer sein niedrigstes Niveau. Die Inflationsraten bleiben weitgehend in der Spanne zwischen 2 und 4 Prozent, wobei die 4 Prozent eher gegen Jahresende erzielt werden.
- 4. Expansive Notenbankpolitik in 2012: Niedrigzinspolitik der Notenbanken hält an, globaler Zinssenkungszyklus**  
Die US-Notenbank hält an ihrer Nullzinspolitik fest, die EZB wird den Leitzinssatz in den Bereich 0-5-0,75% senken. Die Notenbanken der BRIC-Länder schließen sich dem Zinssenkungszyklus an. Ein neues "QE"-Programm besitzt in den USA eine hohe Wahrscheinlichkeit.
- 5. US-Dollar mit Befestigung bis ins zweite Quartal**  
Der US-Dollar-Index befindet sich in einer langfristigen Dreiecksformation und hat Chancen auf einen Anstieg an das obere Ende. Rohstoffwährungen werden bei steigender Risikoneigung im zweiten Halbjahr Outperformer.
- 6. Der Euro bricht auch in 2012 nicht auseinander**  
Der politische Wille, an der europäischen Währung festzuhalten, bleibt ungebrochen. Das Währungspaar Euro/US-Dollar kann das Niveau des Einführungskurses 1999 erfolgreich verteidigen.
- 7. Der Bullenmarkt in Gold legt lediglich eine Zwischenpause ein**  
Übergeordnet bleibt der negative Realzins in den USA ein Positivfaktor für die Anlageklasse, bei der die Korrektur mit einer Bodenbildungsphase im ersten Halbjahr noch einige Zeit in Anspruch nehmen wird.



**8. Der Ölpreis verharrt in einer erweiterten Handelsspanne**

Die Handelsspanne des Erdölpreises dürfte - wie in den beiden Vorjahren – eine Spanne von 30 US-Dollar umfassen. Die hohe positive Korrelation zum S&P 500 dürfte auch in 2012 anhalten. Der Spread der Ölsorten Brent und Crude fällt wieder auf Null zurück.

**9. Die nachwachsenden Rohstoffe bilden zuerst Tiefpunkte aus, und das nahe der Niveaus von Ende 2011**

Kaffee setzt im zweiten Halbjahr zu einer Aufwärtsbewegung an, die an die Preishochs von 2011 heranreicht. Der Weizenpreis wird im zweiten Halbjahr ein Comeback feiern.

**10. Bei der US-Präsidentenwahl setzt sich Barack Obama durch**

**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](http://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. 1.1: Dow Jones Index inflationsbereinigt seit 1800  
Abb. 1.2: Dow Jones Inflationbereinigt (4-Jahres-GD)  
Abb. 1.3: Zinsen und Dow Jones Index seit 1900  
Abb. 1.4: Dow Jones Index und Realzins seit 1900  
Abb. 1.5: Zinsen und Inflation seit 1920  
Abb. 1.6: Dow Jones Index 2007-18 und 1972-83  
Abb. 1.7: Dow Jones Index 2007-18 und 1972-83  
Abb. 1.8: Dow Jones Index Verlaufsvergleich 1930/40er
- Abb. 2.1: Öffentliche Verschuldung USA seit 1800  
Abb. 2.2: Öffentliche Verschuldung USA in Prozent vom BIP  
Abb. 2.3: Öffentliche Verschuldung USA und Inflationsrate  
Abb. 2.4: Öffentliche Verschuldung USA und Rendite US-Bonds  
Abb. 2.5: Verschuldung US-Haushalte  
Abb. 2.6: Verschuldung US-Haushalte in Prozent vom BIP  
Abb. 2.7: Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte  
Abb. 2.8: Rendite 10jähriger Staatsanleihen  
Abb. 2.9: Spreads Rendite 10jähriger Staatsanleihen  
Abb. 2.10: Kritische Zinsschwellen  
Abb. 2.11: Rendite italienischer Staatsanleihen  
Abb. 2.12: Rendite Staatsanleihen Deutschland und Frankreich  
Abb. 2.13: Öffentliche Verschuldung in Prozent vom BIP
- Abb. 3.1: Verlaufsvergleich S&P 500, Anleihen und Gold in Prozent  
Abb. 3.2: Wirtschaftswachstum China  
Abb. 3.3: Shanghai Composite Index  
Abb. 3.4: Shanghai Composite Index und Nikkei Index Verlaufsvergleich  
Abb. 3.5: Indischer Sensex Index  
Abb. 3.6: Zinsstruktur Australien und China  
Abb. 3.7: ISM-Index und Rezessionen  
Abb. 3.8: US-Realzins und US-Rezessionen  
Abb. 3.9: US-BIP-Wachstum und Realzins  
Abb. 3.10: ECRI-Leading-Index und Dow Jones Index  
Abb. 3.11: US-Hausbau-Beginne  
Abb. 3.12: Geburtenrate USA und Verkäufe neuer Häuser  
Abb. 3.13: US-Arbeitslosenquote und Rezession  
Abb. 3.14: Wachstum der Kreditvergabe von US-Banken  
Abb. 3.15: Überschussreserven der US-Banken  
Abb. 3.16: ZEW-Indikator mittelfristige Erwartungen  
Abb. 3.17: Schaubild Konjunkturentwicklung
- Abb. 4.1: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800  
Abb. 4.2: nominaler Zinssatz 30jähriger US-Anleihen seit 1915  
Abb. 4.3: Rendite 10jähriger Staatsanleihen – diverse Staaten  
Abb. 4.4: Aktienmarktverlauf Portugal  
Abb. 4.5: Zinssatz Japan zeitversetzt  
Abb. 4.6: S&P 500 und Nikkei Index  
Abb. 4.7: Verlaufsvergleich Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen zum S&P 500

Abb. 4.8: 30jährige US-Anleihen Monatschart  
Abb. 4.9: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen  
Abb. 4.10: 30jährige Anleihen und QE  
Abb. 4.11: Renditen Staats-, Unternehmens- und Hypothekenanleihen  
Abb. 4.12: Zinsen auf Unternehmensanleihen

Abb. 5.1: US-Dollar Index seit 1985  
Abb. 5.2: Saisonaler Verlauf US-Dollar Index  
Abb. 5.3: Australischer Dollar / US-Dollar  
Abb. 5.4: Euro/Dollar seit 1970  
Abb. 5.5: Realzins-Differenz Deutschland/USA  
Abb. 5.6: Euro/Dollar Commercials  
Abb. 5.7: Euro/Dollar und Crude Ölpreis  
Abb. 5.8: Euro / Franken seit 1976  
Abb. 5.9: Realzins-Differenz USA/Japan  
Abb. 5.10: Realzinsen USA, Großbritannien, Deutschland, Japan  
Abb. 5.11: Dollar/Yen  
Abb. 5.12: Dollar/Yen Tageschart

Abb. 6.1: CRB-Rohstoff-Index  
Abb. 6.2: Ölpreis seit 1900  
Abb. 6.3: Ölpreis seit 1900 inflationsbereinigt  
Abb. 6.4: Erdöl 60-Jahres-Zyklus  
Abb. 6.5: Ratio Brent zu Crude  
Abb. 6.6: Verlauf Ölpreis 2010 und 2011  
Abb. 6.7: Saisonaler Verlauf Erdöl in Vorwahljahren  
Abb. 6.8: Erdöl und S&P 500 im Vergleich  
Abb. 6.9: Gold seit 1970  
Abb. 6.10: Gold in Euro seit 1970  
Abb. 6.11: Gold in Yen seit 1970  
Abb. 6.12: Gold/Dow-Ratio  
Abb. 6.13: Goldpreis und Realzins langfristig  
Abb. 6.14: US-Erzeugerpreisindex und Rohstoffindex  
Abb. 6.15: saisonaler Verlauf Gold  
Abb. 6.16: Open Interest Gold  
Abb. 6.17: Gold-/Erdöl-Ratio  
Abb. 6.18: Gold- und XAU-Goldminen-Index  
Abb. 6.19: Silber seit 1970  
Abb. 6.20: Silber 60-Jahres-Zyklus  
Abb. 6.21: Silber inflationsbereinigt  
Abb. 6.22: Silber Monatschart  
Abb. 6.23: Kupfer seit 1850  
Abb. 6.24: Kupfer Verlaufsvergleich 30-Jahres-Zyklus  
Abb. 6.25: Index für nachwachsende Rohstoffe  
Abb. 6.26: Baumwolle seit 1750  
Abb. 6.27: Kaffee seit 1950  
Abb. 6.28: Kaffee seit 1900  
Abb. 6.29: Kaffee 60-Jahres-Zyklus  
Abb. 6.30: Commercials Kaffee langfristig  
Abb. 6.31: Zucker langfristig

Abb. 6.32: Zucker und Inflation  
Abb. 6.33: Weizen inflationsbereinigt  
Abb. 6.34: Weizen seit 1700  
Abb. 6.35: Weizen und Temperaturentwicklung kurzfristig  
Abb. 6.36: Weizen inflationsbereinigt und Temperaturentwicklung langfristig  
Abb. 6.37: weltweite Temperaturanomalie seit 1850  
Abb. 6.38: Erdöl und Temperaturanomalie

Abb. 7.1: Welt-Marktkapitalisierung Aktienmärkte  
Abb. 7.2: Sotheby's  
Abb. 7.3: US-Präsidentschaftszyklus  
Abb. 7.4: Vier-Jahres-Zyklus  
Abb. 7.5: Dow Jones Index Verteilung Wahljahre  
Abb. 7.6: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Wahljahre 1900 - 2008  
Abb. 7.7: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Rezessions-Wahljahre 1900 - 2008  
Abb. 7.8: Durchschnittsmuster amtsführende Partei  
Abb. 7.9: Dow Jones Index Wahljahre 2000, 2004, 2008  
Abb. 7.10: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 1er-Jahre 1901 – 2001  
Abb. 7.11: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 2er-Jahre/Wahljahre  
Abb. 7.12: Verlauf inflationär geprägter Bärenmärkte  
Abb. 7.13: Verlauf deflationär geprägter Bärenmärkte  
Abb. 7.14: Verlauf nach Kurshalbierung  
Abb. 7.15: NYSE-Gesamtvolumen  
Abb. 7.16: NYSE-Gesamtvolumen 1970er Jahre  
Abb. 7.17: Late Day Index  
Abb. 7.18: 90%-Volumen  
Abb. 7.19: AAIL-Asset-Allocation  
Abb. 7.20: Investors Intelligence – Bullische Börsenbriefverfasser  
Abb. 7.21: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren  
Abb. 7.22: Ratio US-Bankenindex zum S&P 500  
Abb. 7.23: Blasenverläufe inkl. Banken  
Abb. 7.24: DAX seit 1960  
Abb. 7.25: Dow Jones Index 2006 bis 2012  
Abb. 7.26: Nasdaq 100 Index  
Abb. 7.27: Nikkei-Index seit 1915  
Abb. 7.28: Nikkei-Index 1984 bis 2012  
Abb. 7.29: BRIC-Verläufe  
Abb. 7.30: Ratio BRIC-Index zum S&P 500  
Abb. 7.31: PIIGS-Verläufe  
Abb. 7.32: PIIGS-Index  
Abb. 7.33: Zeitprojektion Juni 2012