

# Der Wellenreiter

Handelstägliche Frühausgabe

Mittwoch, den 13. Juni 2007

Die Basis des folgenden Textes stammt aus der Frühausgabe vom 1. März 2006. Damals untersuchten wir, an welcher Stelle des Wirtschaftszyklus sich die Märkte befinden. Wir wollen versuchen, den heutigen Punkt im Zyklus zu bestimmen.

US-Wirtschaftszyklen dauern von Tief zu Tief gemäß Messungen des National Bureau of Economic Research (NBER) durchschnittlich 55 Monate = 4 ½ Jahre. Die Abwärtsbewegungen – das sind per NBER-Definition die Rezessionen – dauern im Schnitt 17 Monate, während die Erholungsphasen mit 38 Monaten mehr als doppelt so lang sind. Eines der besten Werke zu Wirtschaftszyklen und deren Auswirkungen auf die Märkte ist das von Martin Pring geschriebene Buch „The All-Season-Investor“. Der Schlüsselchart des Buches, der sich auch auf seiner Website wieder findet, ist der folgende:

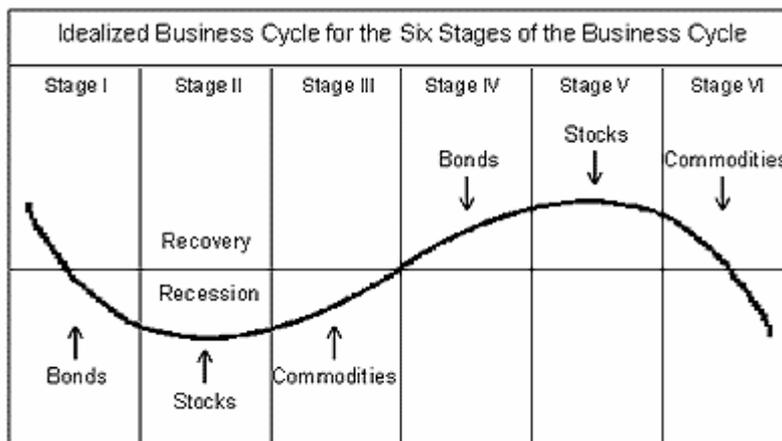


Figure 1

Quelle: <http://www.pring.com/aatheory.htm>

Pring beschreibt darin in idealisierter Form, welche Art Wertpapier man in welchem Stadium des Wirtschaftszyklus favorisieren sollte. Er unterteilt den Wirtschaftszyklus in sechs Phasen. Kurz nach Beginn der Rezession sollte man in Bonds investiert sein (Phase I). Inflation und Zinsen überschreiten in dieser Phase ihren Höhepunkt. Steigende Bonds (fallende Zinsen) beginnen, die Wirtschaftstätigkeit anzuregen. Es folgt die zweite Phase, in der die Aktienmärkte interessant zu werden beginnen - auf die Sektoren gehen wir später noch ein. Die verbesserte Gewinnsituation der Unternehmen, die erhöhte Industrieproduktion sowie die verbesserte Kapazitätsauslastung zeigen, dass die

Nachfrage in Gang kommt. Unternehmen erhalten ihre „Pricing Power“ zurück und regen die Inflation an.

Als Folge beginnen die Commodities zu steigen (Phase III). Zum Thema Gold schreibt Pring in seinem Buch, dass Gold und Goldaktien ein spezieller Fall sind und in der Regel zeitlich vor den anderen Commodities drehen. In der vierten Phase – es ist die erste Phase der Erholung – toppen die Bonds als Folge des erhöhten Inflationsdrucks aus, in der fünften Phase erzielen die Aktien ihr Hoch, u.a. weil sich die Kredite verteuern und dies Auswirkungen auf die Gewinnsituation hat. Die sich verringernde Verbraucher-Nachfrage führt schließlich zum Ende des Commodities-Bullenmarktes (Phase VI).

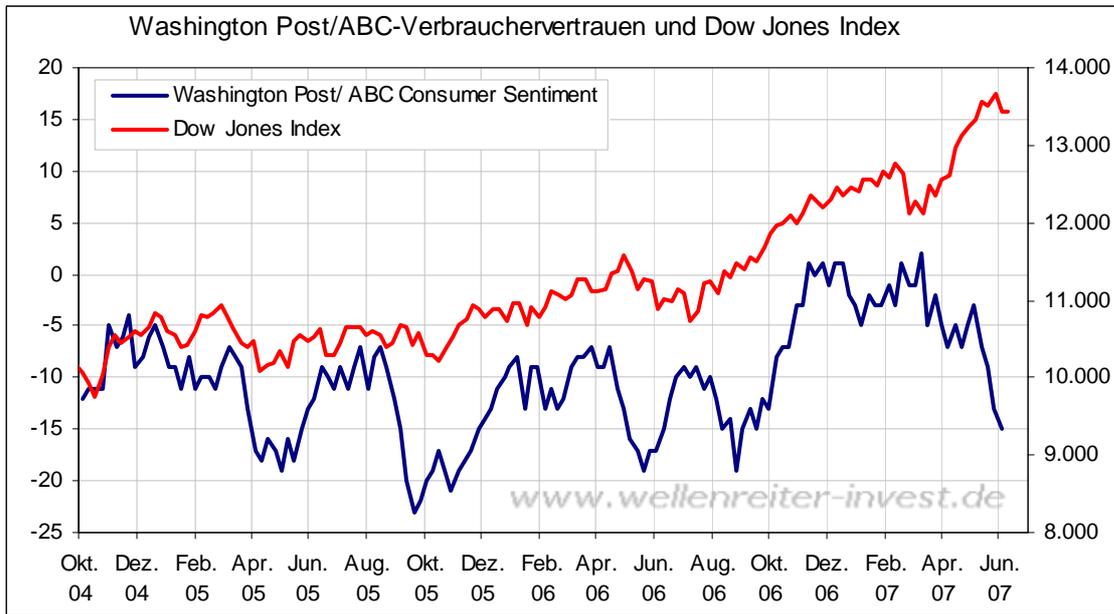
Wir betonen, dass die Darstellung des Wirtschaftszyklus nicht immer diesem idealisierten Zustand entspricht. Gerade in den letzten Jahren scheint nicht viel zusammen zu passen. Beobachtern wird nicht entgangen sein, dass der CRB-Rohstoff-Index bereits seit Ende 2001 steigt, also lange vor den Aktienmärkten mit seinem Aufstieg begann. Normalerweise reagieren die Commodity-Preise auf Inflationsdruck, doch der war in den USA in den Jahren 2001, 2002 und 2003 offiziell kaum vorhanden.

Die vier Elemente Verbrauchervertrauen, Industrieproduktion, Zinsen und die Zinskurve werden von Stockcharts.com als Elementarfaktoren für die Standortbestimmung des Wirtschaftszyklus angesehen.

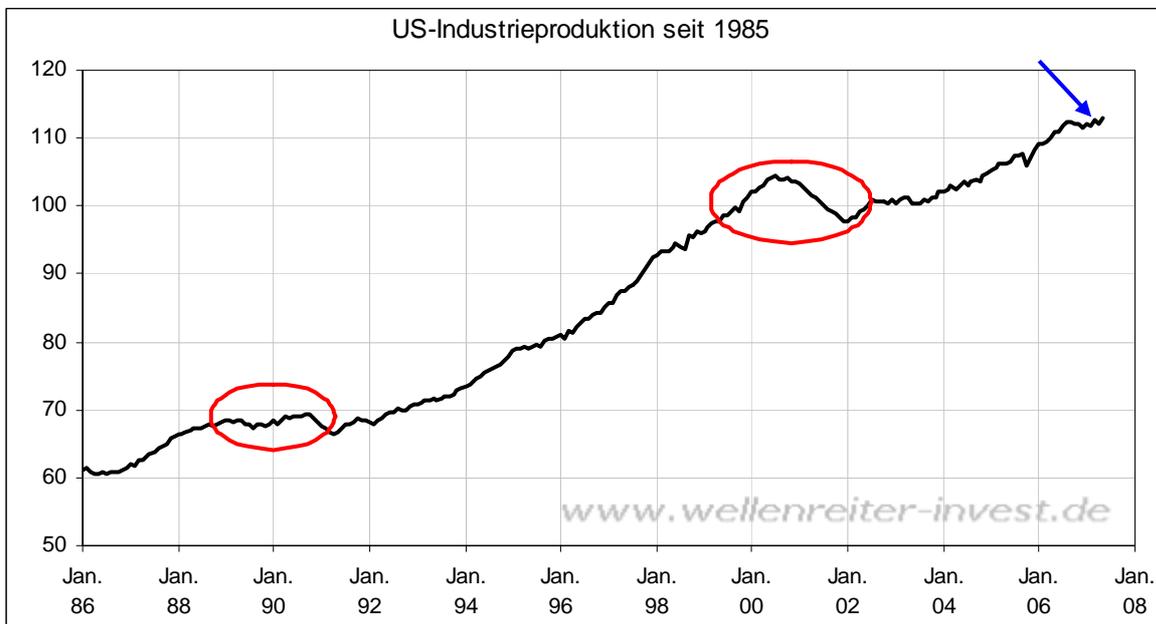
<b>Stadium</b>	<b>Spätphase der Rezession</b>	<b>Frühphase der Erholung</b>	<b>Spätphase der Erholung</b>	<b>Frühphase der Rezession</b>
<b>Verbraucher-vertrauen</b>	sich belebend	Steigend	Fallend	Scharf fallend
<b>Industrie-produktion</b>	Bodenbildung	Steigend	Flach	Fallend
<b>Zinsen</b>	Fallend	Bodenbildung	Stark steigend	Höhepunkt
<b>Zinskurve</b>	Normal	Normal (Steil)	Abflachend	Flach/Invertiert

Quelle: <http://www.stockcharts.com/charts/performance/SPSectors.html>

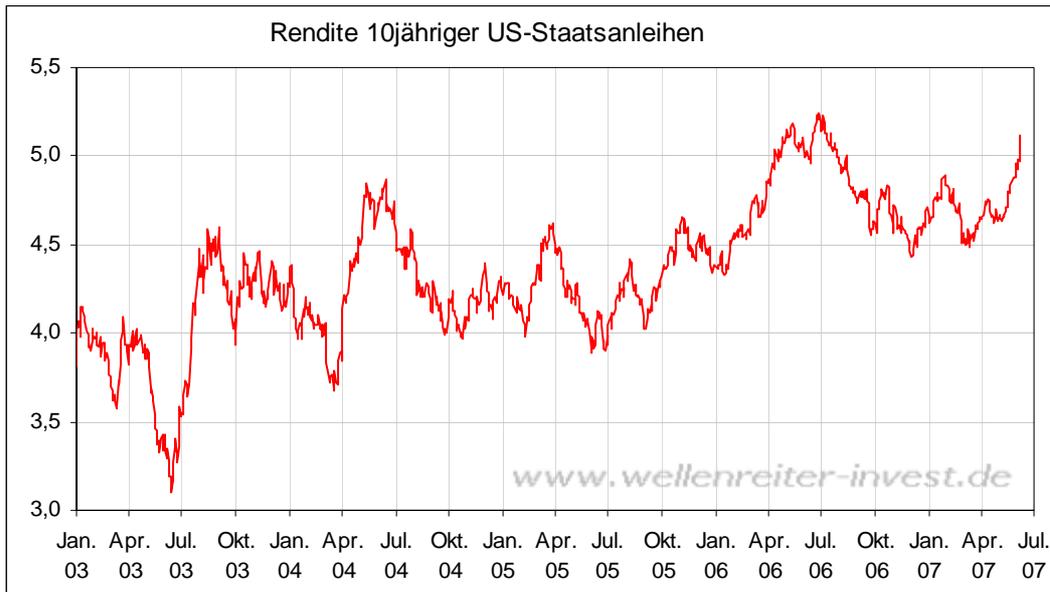
Überprüfen wir die Faktoren für die USA. Das Verbrauchervertrauen fällt in jüngster Zeit recht deutlich.



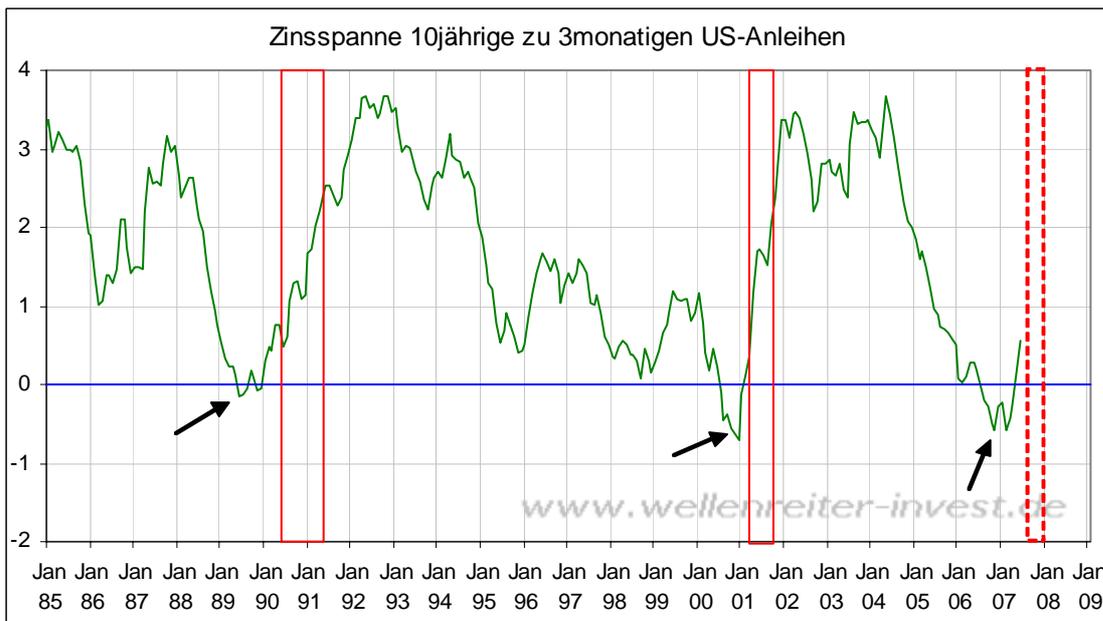
Die Industrieproduktion steigt zwar an, aber nur noch recht mäßig (blauer Pfeil). Vor den Rezessionen von 1990/91 und 2001 toppte die Industrieproduktion jeweils vor Rezessionsbeginn (rote Kreise).



Die Zinsen am langen Ende steigen ohne Zweifel stark an.



Die Zinskurve kommt gerade aus ihrer Inversität heraus.



Das ergibt die folgende Einordnung:

Stadium	Spätphase der Rezession	Frühphase der Erholung	Spätphase der Erholung	Frühphase der Rezession
<b>Verbraucher-vertrauen</b>	sich belebend	Steigend	Fallend	Scharf fallend
<b>Industrie-produktion</b>	Bodenbildung	Steigend	Flach	Fallend
<b>Zinsen</b>	Fallend	Bodenbildung	Stark steigend	Höhepunkt
<b>Zinskurve</b>	Normal	Normal (Steil)	Abflachend	Flach/Invertiert

Fazit: Drei der Indikatoren weisen auf die Spätphase der Erholung hin, während der vierte Indikator sich bereits in der Frühphase einer Rezession befindet.

Lassen Sie uns abschließend den zuerst gezeigten Chart diskutieren. Wir zeigen ihn hier nochmals.

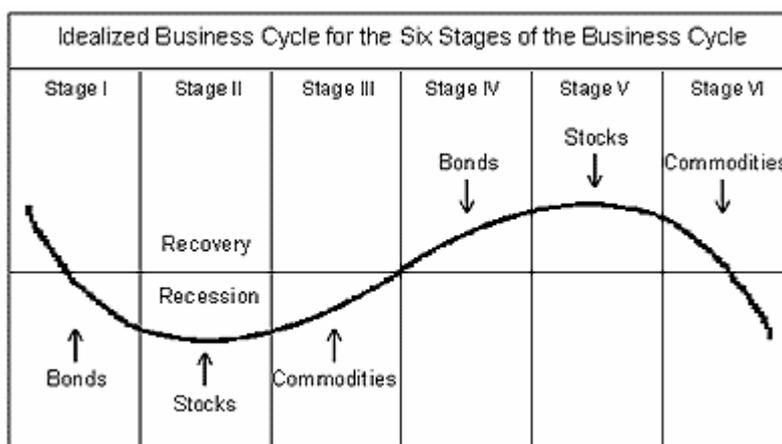
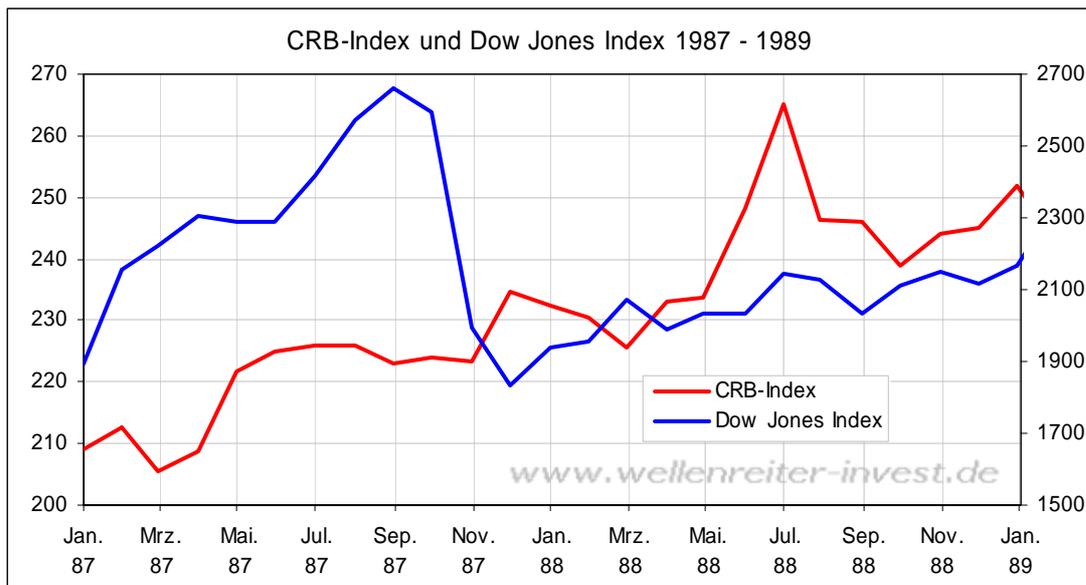


Figure 1

Wenn die Zinsstrukturkurve deutlich invertiert, so schreibt Pring in seinem Buch, befinden sich die Märkte in Phase 5, was in etwa der weiter oben erwähnten „Frühphase der Rezession“ entspricht. In Phase 5 überschreiten die Aktienmärkte ihren Höhepunkt. Der idealisierte Zyklus – und das sind gute Nachrichten für die Besitzer von Rohstoff-Werten – „schreibt vor“, dass nach den Bonds zunächst die Aktienmärkte und erst dann die Rohstoffmärkte ein Hoch markieren. Ein typisches Beispiel ist der Zeitraum 1987/88, als zunächst die Bonds (nicht auf dem Chart), die Aktien (Sept. 1987) und die Rohstoffe (Juli 1988) toppten.



Trotz aller Unzulänglichkeiten eines idealtypischen Verlaufs hilft der weiter oben gezeigte Sechs-Phasen-Chart, sich die Abfolge eines Wirtschaftszyklus bewusst zu machen.

-----

Nachfolgend haben wir die wichtigsten Punkte der einzelnen Phasen zusammengestellt. Sie sind ebenfalls dem Buch von Martin Pring entnommen.

	<b>Fed-Politik</b>	<b>Zinskurve; Zinsen</b>	<b>Wirtschafts-Indikatoren</b>	<b>Ereignisse</b>	<b>Weiteres</b>
<b>Phase I</b> Bonds + Aktien - Rohstoffe -	Erste Leitzinssenkung	Zinskurve flach; Zinsen fallen	Kapazitätsauslastung unter 82%	Bärische Bücher in Bestsellerlisten; hohe Zahl von Entlassungen	Deflations-sensitive Aktien (z.B. Finanzwerte) markieren einen Boden
<b>Phase II</b> Bonds + Aktien + Rohstoffe -	Weitere Zinssenkungen	Zinskurve beginnt steiler zu werden; Zinsen fallen	Zahl neuer Bauanträge bilden einen Boden aus; Verbraucher-Vertrauen bildet Boden aus;	Broker entlassen ebenfalls; Auto und Airline Discounts; Entlassungen werden täglich in der Zeitung vermeldet	Aktien steigen ohne Grund ohne Grund und bei schlechten Nachrichten
<b>Phase III</b> Bonds + Aktien + Rohstoffe +		Zinskurve ist steil; Zinsen bilden Boden aus	Verbraucher-Vertrauen steigt		Relative Stärke inflations-(Minen, Energie) gegenüber deflations-sensitiven Aktien

<b>Phase IV</b> Bonds – Aktien + Rohstoffe+	Erste Zinser- höhung	Zinskurve flacht ab; Zinsen steigen	Zahl neuer Bauanträge toppt aus; Kapazitäts- auslastung über 82%; Verbraucher- vertrauen fällt		Rohstoff- Rallye nimmt Fahrt auf
<b>Phase V</b> Bonds – Aktien – Rohstoffe+	Weitere Zinser- höhun- gen	Beginn der Inversion der Zins- kurve; Zinsen steigen		Aktienmarktbuch gelangt in die Bestseller-Liste; Exzellente Unter- nehmenszahlen; Broker ziehen in größere Räume um	Deflations- sensitive Aktien sind deutlich schwächer als der Ge- samtmarkt
<b>Phase IV</b> Bonds – Aktien – Rohstoffe -		<b>Inversion der Zins- kurve wird stärker</b>		<b>Regierung und Medien beklagen hohe Zinsen; Finanzkrise</b>	

Gleicht man diese Anhaltspunkte mit der Realität ab, so fällt auf, dass die in der Phase V übliche Euphorie bisher nicht eingetreten ist. Der Punkt „Aktienmarktbuch gelang in Bestseller-Liste“ fehlte diesmal. Die exzellenten Unternehmenszahlen waren allerdings vorhanden. Und auch die Broker dürften sich aufgrund der Vielzahl von Beratungsmandaten in letzter Zeit personell vergrößert haben. Anzeichen der Phase VI (in der Liste rot markiert) existieren bereits jetzt. Die Zinsstrukturkurve erreichte im Februar/ März den höchsten Stand ihrer Inversion. Und aktuell sind die hohen Zinsen bei den Medien das Thema Nr. 1. Eine Finanzkrise existiert zwar noch nicht, aber die Banken geben ein schwaches Bild ab.

Fazit: Es ist davon auszugehen, dass sich die Märkte in eine schwierige Phase hineinmanövrieren. Wir gehen weiterhin von dem Beginn einer Rezession noch in diesem Jahr aus. Die Talfahrt der Drei-Monats-Gelder in den USA täuscht unserer Meinung nach nicht. Der häufig in unseren Ausgaben (auch im Jahresausblick) beschriebene „Kamineffekt“ (Zinsen stiegen am langen und fallen am kurzen Ende), der jeweils massiv kurz vor Rezessionsbeginn auftritt, nimmt aktuell an Fahrt auf. Das Thema Inflation dürfte bald keins mehr sein.

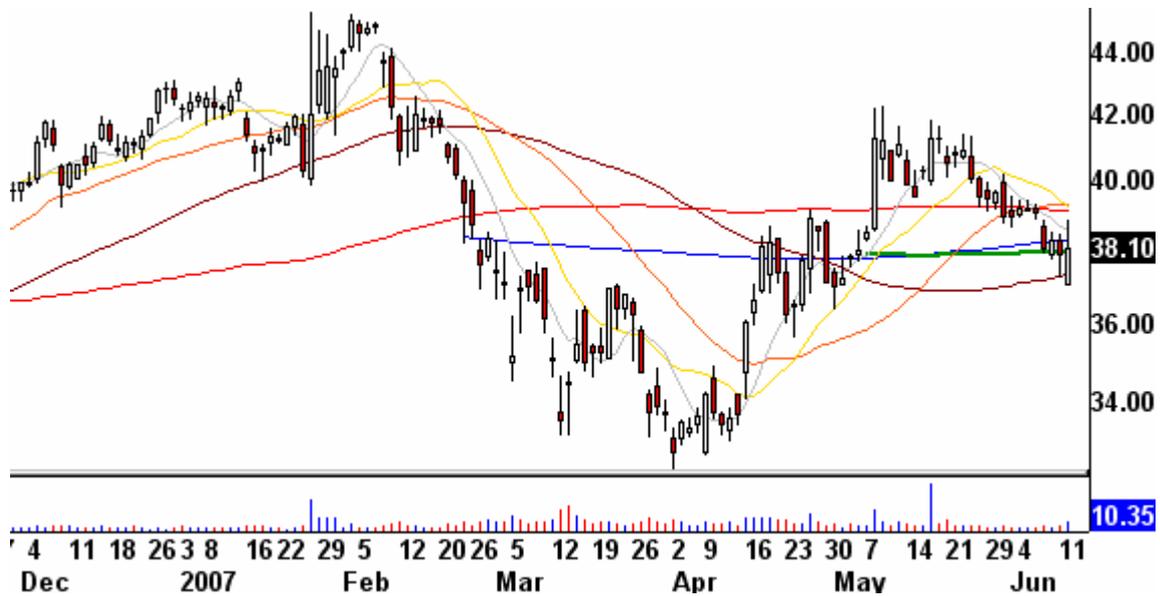
Ein Beispiel: Intel senkt seine Chip-Preise um 50 Prozent.

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aQH1c8bM6ohM&refer=home>

Auch wenn in der Halbleiter-Branche drastische Preissenkungen üblich sind, so ist es doch bemerkenswert, dass ein führendes Tech-Unternehmen in Zeiten steigender Zinsen und angeblich steigender Inflation nicht in der Lage ist, den Preisdruck auf die Konsumenten aufrecht zu erhalten.

-----  
Erinnern Sie sich noch an den Hausbau-Subprime-Finanzierer Countrywide Financial?

### Countrywide Financial Tageschart



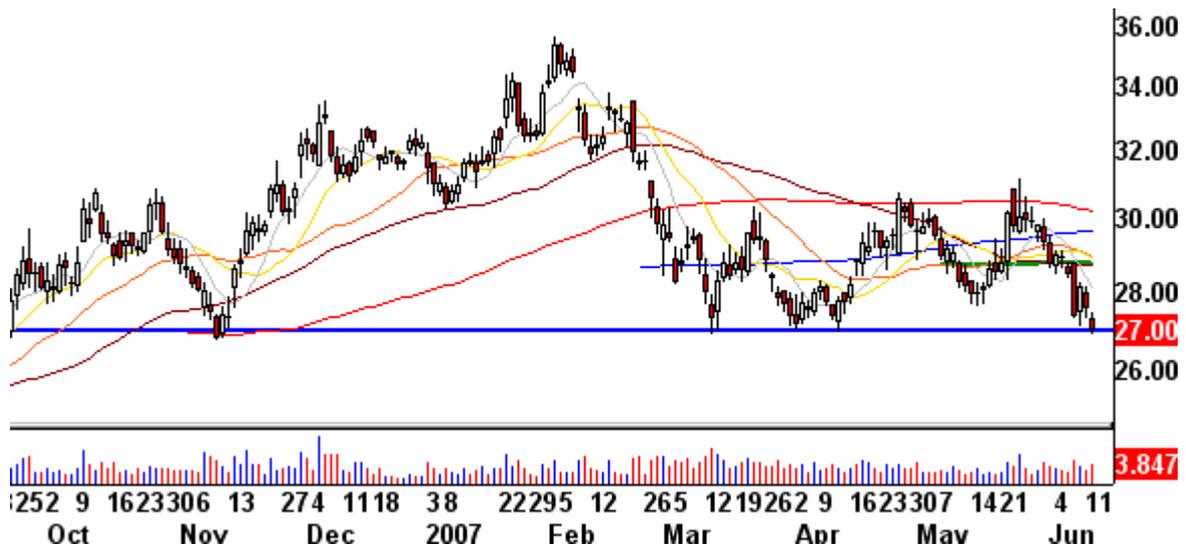
Man sollte meinen, dass die Aktie - angesichts der dramatisch steigenden Zinsen - längst ein neues Verlaufstief hätte erzielen müssen. Eine andere – weit gefährlichere – Situation ergibt sich bei den US-Hausbauern. Der Hausbau-Index hat sein April-Tief bereits wieder erreicht.

### Dow Jones Home Construction Index Tageschart



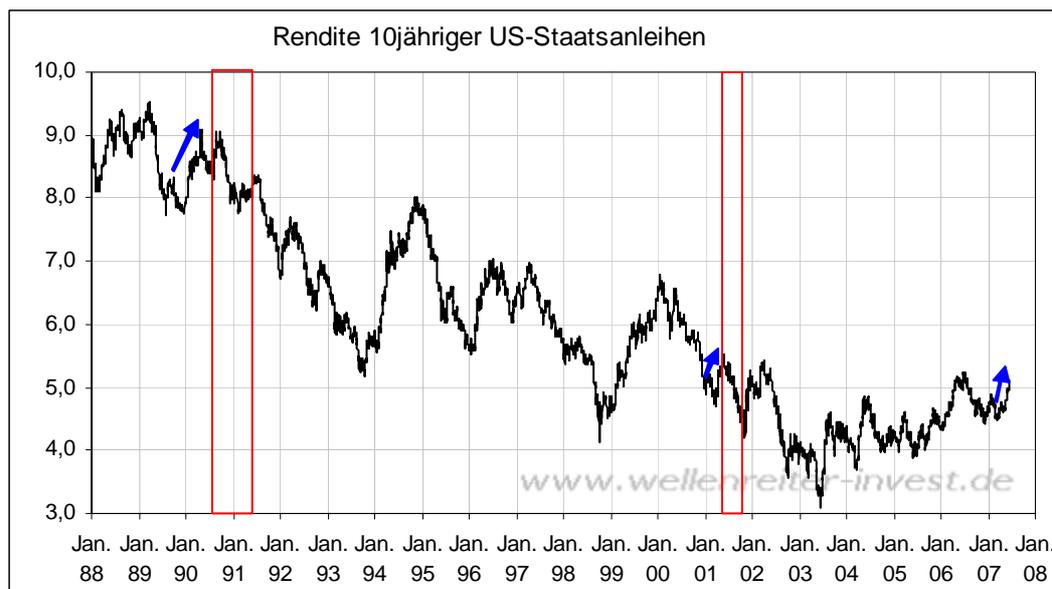
Der US-Hausbauer Toll Brothers testet seine Unterstützungslinie bereits zum fünften Mal, und jeder Test „weicht“ diese Linie weiter auf.

## Toll Brothers Tageschart



Fazit US-Hausbau-Aktien: Noch sind die Unterstützungen nicht gefallen. Die steigenden Zinsen drücken auf den US-Hausbau-Markt. Nur wenn sich die Zinssituation noch in dieser Woche ein wenig entschärfen sollte, dürfte sich ein Bruch der Unterstützungslinien vermeiden lassen.

Noch ein Wort zur Zinssituation. Wenn man die Sache einmal logisch durchdenkt, so erscheint die Fortsetzung des starken Anstiegs am langen Ende unwahrscheinlich. Es sei denn, eine Rezession kann vermieden werden, was ich nach den obigen Ausführungen zum Wirtschaftszyklus beinahe ausschließen möchte.



Der Chart zeigt, dass die Renditen 10jähriger US-Staatsanleihen jeweils vor Rezessionen (rote Kästchen) anziehen, nur um in der Rezession stark zurückzukommen. Ich bleibe dabei, dass der aktuelle Renditeanstieg nur temporärer Natur ist.

-----  
Zu den Märkten.

1,61 Mrd. Aktien wechselten an der NYSE den Besitzer. Das Aufwärtsvolumen betrug 181 Mio., das Abwärtsvolumen 1,42 Mrd. gehandelte Aktien. Das Aufwärtsvolumen ergab 11,3% vom Gesamtvolumen; 57 neue Hochs standen 143 neuen Tiefs gegenüber.

Der Dow Jones Index schloss mit 13.295 Punkten um 130 Zähler niedriger (-1,0%) als am Vortag.

Der S&P 500 endete bei 1.493 Punkten um 16 Zähler niedriger (-1,1%).

Der Nasdaq Composite Index schloss mit 2.550 Punkten um 22 Punkte (-0,9%) niedriger; der Halbleiter-Index fiel um 0,9%.

Der Transport-Index endete bei 4.995 Punkten (-1,9%).

Größte Gewinner: Öl-Service, Versorger; Größte Verlierer: Transports, Hausbau

Der T-Bond Future endete bei 105,11 Punkten (106,18).

Crude Öl notiert aktuell bei 65,16 (65,84) und Erdgas bei 7,71 Dollar (7,58).

Der US-Dollar Index befindet sich bei 82,72 Punkten (82,43).

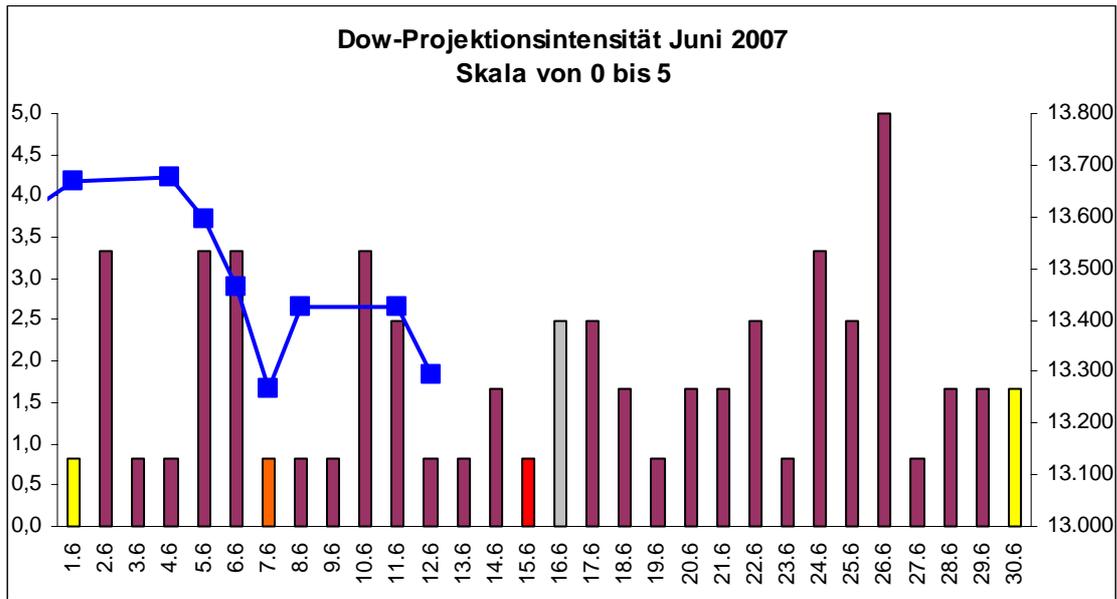
Der Goldpreis notiert aktuell bei 650,90 Dollar/Unze (658,10). Gold in Euro bei 487.

Silber befindet sich bei 13,04 Dollar (13,26).

Der Gold Bugs Index HUI fiel um 1,6% auf 322 Punkte. Der Gold/Silber Index XAU endete bei 135 Punkten. Newmont Mining verlor 58 Cent und endete bei 39,08 Dollar.

Der Volatilitätsindex (VIX) stieg um 13,3% auf 16,67 Punkte; der VXN (NDX-Vola) endete bei 17,70 Punkten. Die Put/Call-Ratio schloss mit 1,10. Die OEX-PCR endete bei 1,09.

Wichtige Zeitprojektionstage für den Juni: 2.6., 5./6.6, 10.6., **26.6.**



weinrot=normale Zeitprojektion; orange=Donnerstag vor der Verfallswoche; gelb=Vollmond, rot=Verfallstag; dunkelgrau=Neumond; blaue Linie: Verlauf Dow Jones Index

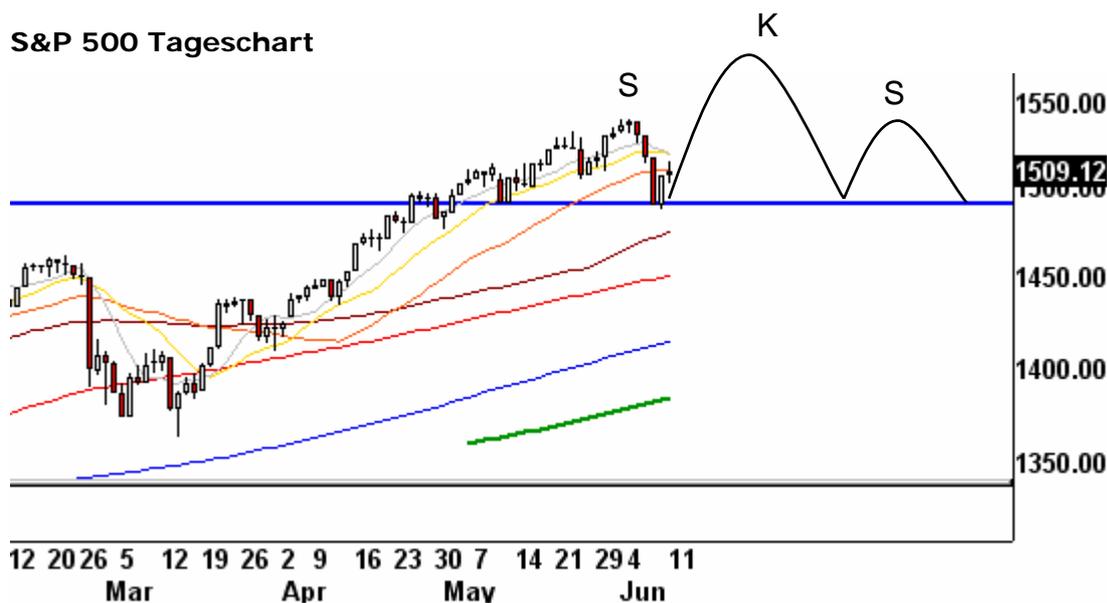
Der S&P 500 verfügt an dieser Stelle über zwei Möglichkeiten. Er könnte eine kleinere SKS-Formation vollenden. Das wäre dann der Fall, wenn er die Marke von 1.490 Punkten (blaue Linie) unterschreiten würde.

### S&P 500 Tageschart



Alternativ könnte er eine kleine „W“-Formation formen, die den Beginn der Entwicklung des „Kopfes“ der gestern beschriebenen großen SKS darstellen würde. Dazu müsste er den Bereich von 1.508 Punkten überwinden. Nachfolgend dazu der gestern gezeigte Chart.

## S&P 500 Tageschart



Verfallswochen neigen dazu, volatil zu verlaufen. Der gestrige Tag zeigte wiederum eine typische Intraday-Marktbewegung. Das Abwärtsvolumen betrug 89% vom Gesamtvolumen. Das ist der zweite Tag innerhalb von vier Handelstagen mit einem Abwärtsvolumen von knapp 90% oder darüber und damit der zweite Paniktag innerhalb von vier Tagen. Die Put-Call-Ratio schloss bei 1,10 und reagierte damit angemessen. Der ISEE-Index zeigte mit einem Wert von 108 deutliche Angst bei den Privatinvestoren an. Die AAII-Zahlen zeigen ebenfalls, dass die Privatinvestoren bärisch sind. Im Februar waren es der Carry Trade und die Subprime Verleiher, heute sind es die dramatisch steigenden Zinsen. Der Ausstieg der Marktteilnehmer erfolgte jeweils abrupt.

Idealtypisch geht ein Bullenmarkt mit einer schönen Topping-Bewegung wie einer größeren SKS (siehe oben) zu Ende. Dies ist bisher nicht eingetreten. Wie im Februar fallen die Indizes direkt vom Allzeithoch wie dicke Regentropfen herunter.

Ich finde, dass die aktuelle Situation viel zu offensichtlich ist. Die Medien kümmern sich sehr „liebervoll“ und ausführlich um das Thema steigende Zinsen und übernehmen dabei die Ansichten von Analysten, die einen Wirtschaftsaufschwung für die USA vorhersagen. Das Wort Rezession ist sowohl bei Merrill Lynch, Goldman Sachs und UBS aus dem Wortgebrauch gestrichen worden.

Aber natürlich: Wir stellen uns einer Abwärtsbewegung nicht in den Weg. Sollte die oben beschriebene kleinere SKS vollendet werden, würden wir unsere Aktien-Markteinschätzung von bullisch auf neutral verändern. Konkret bedeutet dies einen Schlussstand im S&P 500 unterhalb von 1.490 Punkten.

Doch angesichts der aktuellen „Zinshype“, der Volatilität der Märkte in der Verfallswoche sowie der Veröffentlichung von US-Inflationszahlen am Donnerstag und Freitag schließen wir einen deutlichen Rebound, der zu einer scharfen Short-Eindeckung führen würde, keineswegs aus. Das würde dann geschehen, wenn die Marktteilnehmer merken würden, dass die Ängste vor einer Zinserhöhung in den USA übertrieben sind.

-----

### **Absacker**

Der Economist wirft einen Blick auf die US-Wirtschaft und nennt einige interessante Fakten zum US-Hausbau-Markt.

[http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story\\_id=9307810](http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9307810)

Robert Rethfeld

Wellenreiter-Invest

Bitte beachten Sie unseren [Disclaimer](#). Wir weisen darauf hin, dass die Weiterverbreitung oder Wiedergabe von Informationen dieser Seite oder Teilen davon ohne unsere Einwilligung nicht gestattet ist.