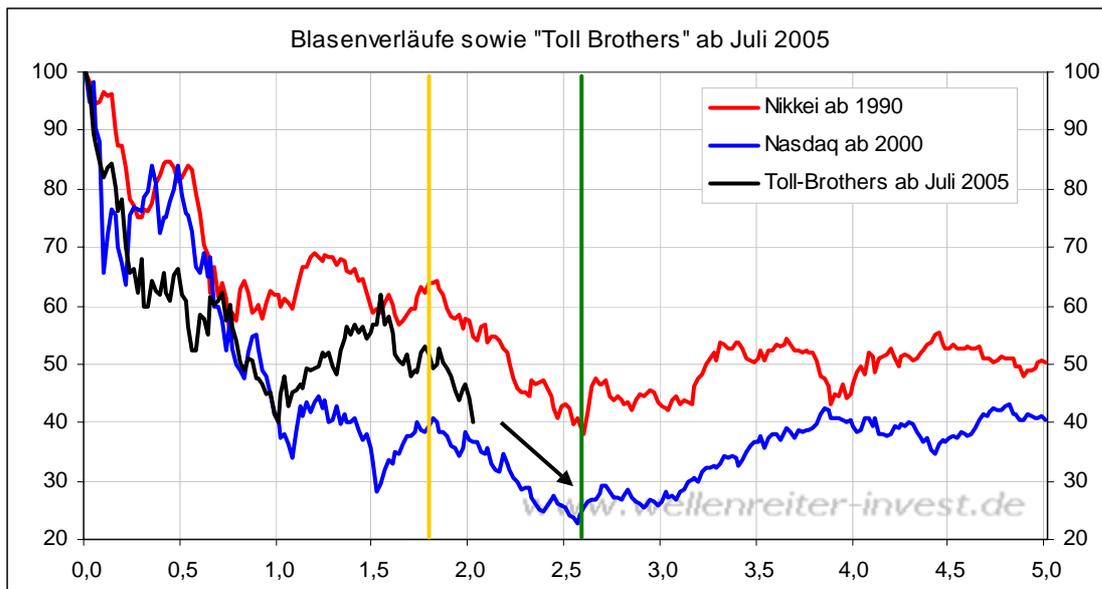


Freitag, den 27. Juli 2007

Gestern schrieben wir: „Derzeit sieht derzeit danach aus, als ob die Gefahren aus dem Hausbau- und Subprime-Sektor erst in einer späteren Phase (im Herbst) auf die allgemeinen Aktienmärkte durchschlagen werden.“ Wir revidieren das Timing dieser Einschätzung. Angesichts der Heftigkeit, mit der die aktuelle Abwärtsbewegung stattfindet, dürften Investoren ihre Risiken weiter zurücknehmen. Dies dürfte das vorläufige Ende der Übernahmeschlachten, den vorläufigen Rückzug des Private Equity, die Eindämmung der Liquidität und das Zurückfahren der Yen-Carry Trade-Aktivität bedeuten. Fast zwangsläufig dürften sich Schief lagen von Hedge-Fonds ergeben.

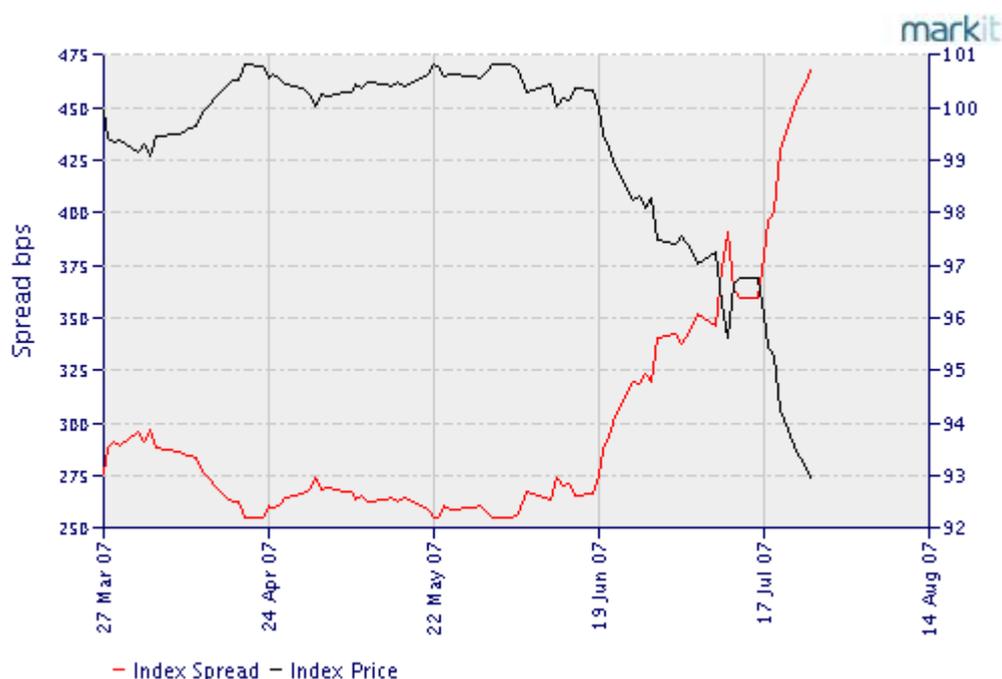
Mit anderen Worten: Die Phase der Vor-Rezession hat unserer Meinung nach begonnen. Genauso, wie sich die Frühjahrskorrektur (Ende Feb. bis Mitte März) sehr zeitig im Jahr entwickelte, scheint die übliche Herbstkorrektur mit einem zweimonatigen Vorsprung an den Start zu gehen. Der Schweizer Fonds-Manager Felix Zulauf sprach auf der Kapitalanlegertagung in Zürich im Januar von zwei Korrekturen in diesem Jahr, einer kleinen und einer großen. Er wusste damals nicht zu sagen, in welcher Reihenfolge diese Korrekturen auftreten werden, nannte aber die Auflösung von Carry-Trades (oder die Angst davor) als Ursachen für beide Korrekturen. Jetzt kristallisiert sich die Reihenfolge heraus: Die Korrektur im Frühjahr war das Vorspiel, die größere Korrektur folgt jetzt. Und die Gründe liegen nicht in China, wie immer wieder befürchtet wurde. Der sprichwörtliche Sack Reis fällt diesmal in den USA um und ist dabei, einen Domino-Effekt auszulösen.

Wir wollen Ihnen einen Eindruck geben, was sich aller Erfahrung nach in den kommenden Monaten abspielen wird. Zunächst ein Blick auf den hier schon öfters gezeigten Blasenverlaufschart für den Immobiliensektor. Dies ist sozusagen unser „Anker“-Chart, von dem wir die weitere Entwicklung ableiten.



Die Hausbau- und Subprime-Krise in den USA dürfte sich nach diesem Chart bis zum Jahresende hinziehen. Die letzte Phase (von 2,0 bis 2,5 Jahren) ist üblicherweise die Kapitulationsphase einer Blase. Gegenwärtig weitet sich die Krise auf den breiten Finanzmarkt aus. Mittels Credit-Default-Swaps hatte man geglaubt, alle Unternehmensrisiken absichern zu können. Das funktioniert auch. Das Problem: Credit-Default-Swaps verteuern sich derzeit in einem rasanten Tempo. Das bedeutet, dass sich das Risiko, Unternehmensanleihen zu halten, in den letzten Wochen deutlich erhöht hat. Der nachfolgende Chart für High Yield Bonds zeigt diese Risikosteigerung an.

### High Yield Credit Default Swaps

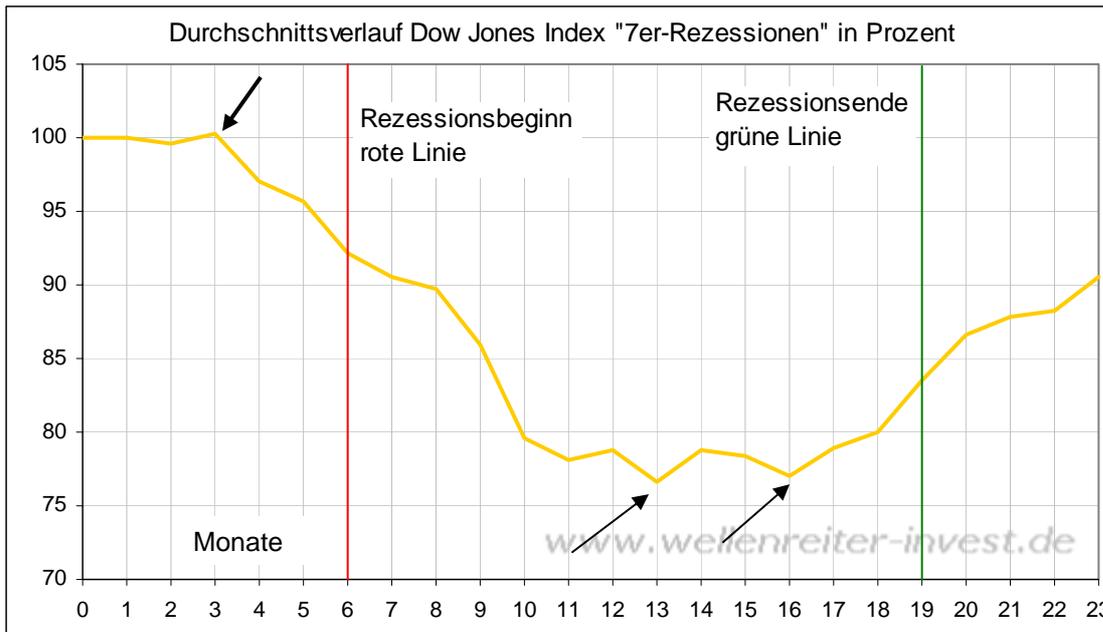


Doch nicht nur im High Yield („Junk“)-Bereich, sondern auch bei den vormals weitgehend risikolosen Unternehmensanleihen erhöhen sich die Preise für Absicherungen drastisch. Beispielsweise sprangen gestern die Credit Default Swaps (CDS) der Deutschen Bank um 12.000 Euro auf 38.000 Euro, was einen Anstieg um 30 Prozent bedeutet. In den USA wurden im Bezug auf CDS von Goldman Sachs, Merrill Lynch und Bear Stearns ähnliche Sprünge registriert. Man vermutet, dass die Banken und Broker durch zweitklassige Hypotheken und Probleme bei Unternehmensanleihen Schaden erleiden könnten. Die Aktienkurse der Banken und Broker fielen ebenfalls drastisch.

In unserem Ausblick für 2007 hatten wir die Rezessionsrisiken für die USA deutlich aufgezeigt. Klassischerweise wird eine Rezession durch Faktoren wie eine nachlassende Wirtschaftstätigkeit und in deren Folge durch einen Anstieg der Arbeitslosigkeit beflügelt. Fällt der ISM-Index unter die 50-Punkte-Marke und steigt die Arbeitslosigkeit an, erhöht sich das Rezessionsrisiko deutlich. Diesmal liegen die Risiken woanders, könnten aber zum gleichen Ergebnis führen. Die anhaltende Schwäche des US-Hausbau-Sektors brachte eine walzenartige Bewegung in Gang, von der niemand weiß, wie sehr sie sich noch intensiviert und wann sie enden wird.

Tatsache ist, dass wir Zeuge sind, wie sich das systematische Risiko für die Finanzmärkte langsam aber sicher erhöht. Wenn es nur um Bear Stearns oder den einen oder anderen Hedge Fonds ginge, würde sich die Broker unter der Leitung von Ben Bernanke zusammensetzen und die Löcher im Hinblick auf insolvente Fonds oder Hedge Fonds stopfen. Dies war die Aufgabe von Alan Greenspan im Jahr 1998, man denke an den LTCM-Fonds. Doch was ist, wenn die Broker zu Ben Bernanke sagen: „Es ist schon schwierig genug, unser eigenes Haus in Ordnung zu halten. Du kannst von uns nicht erwarten, dass wir auch noch bei unseren Wettbewerbern aushelfen“. Bernanke dürfte eine derartige Situation fürchten. Ihm bliebe dann nichts anders übrig, als den Geldhahn weit, weit aufzudrehen. Ein probates Mittel dafür sind Leitzinssenkungen. erinnern Sie sich noch daran, dass die großen Investment-Häuser im Mai/Juni kapitulierten und ihre Zinssenkungsszenarien einkassierten? Diese Häuser werden reuemütig zu ihren Szenarien zurückkehren.

Doch zurück zu den möglichen Verläufen. Nachfolgend zeigen wir einen Chart aus unserer Jahresprognose: Den Durchschnittsverlauf der Aktienmärkte in 7er-Rezessionen. Danach beginnt die Schwächephase des Aktienmarktes drei Monate vor Rezessionsbeginn (schwarzer Pfeil).



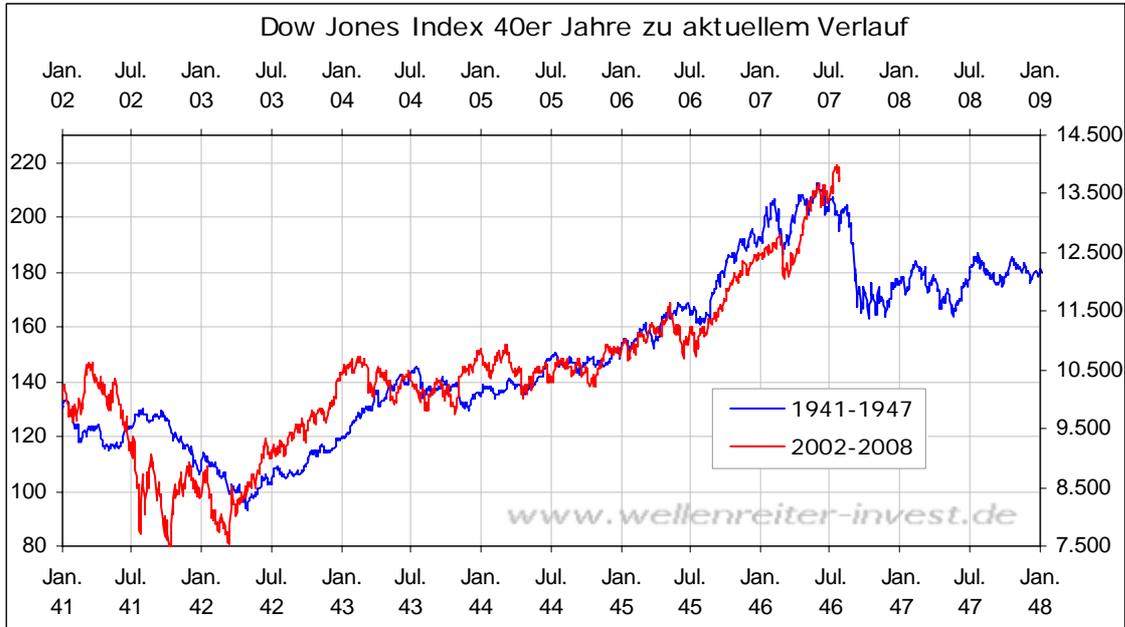
Vom Beginn des Abwärtstrends vor Rezessionsbeginn bis zum Ende des Abwärtstrends inmitten der Rezession kommt es durchschnittlich zu Kursverlusten im Bereich von 20 bis 25 Prozent für den Dow Jones Index. Gegenwärtig beträgt die Korrektur im Dow Jones Index knapp 4 Prozent. Doch wie genau könnte eine solche Abwärtsbewegung verlaufen?

Zunächst zeigen wir ein Muster, auf das wir bereits in unserer Jahresprognose hingewiesen haben. Interessanterweise bewegt sich der aktuelle Verlauf des Dow Jones Index seit mehr als zwei Jahren nach dem Muster von 1996/97.

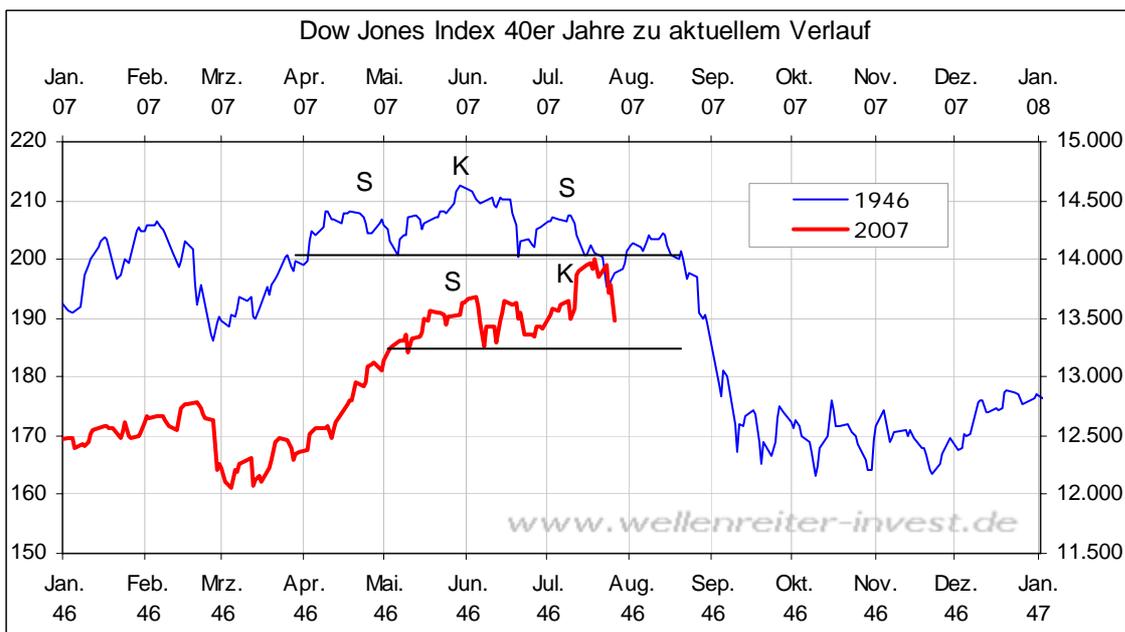


Diese Parallelität ist faszinierend und wird noch dadurch gewürzt, dass das Muster von 1996/97 dem aktuellen Verlauf ein wenig voraus ist. Danach würden die Märkte in der zweiten Jahreshälfte - mit Ausnahme eines scharfen Einbruchs im Oktober – recht glimpflich davon kommen.

Alternativ stellten wir das bärische Muster aus den 40er Jahren vor.

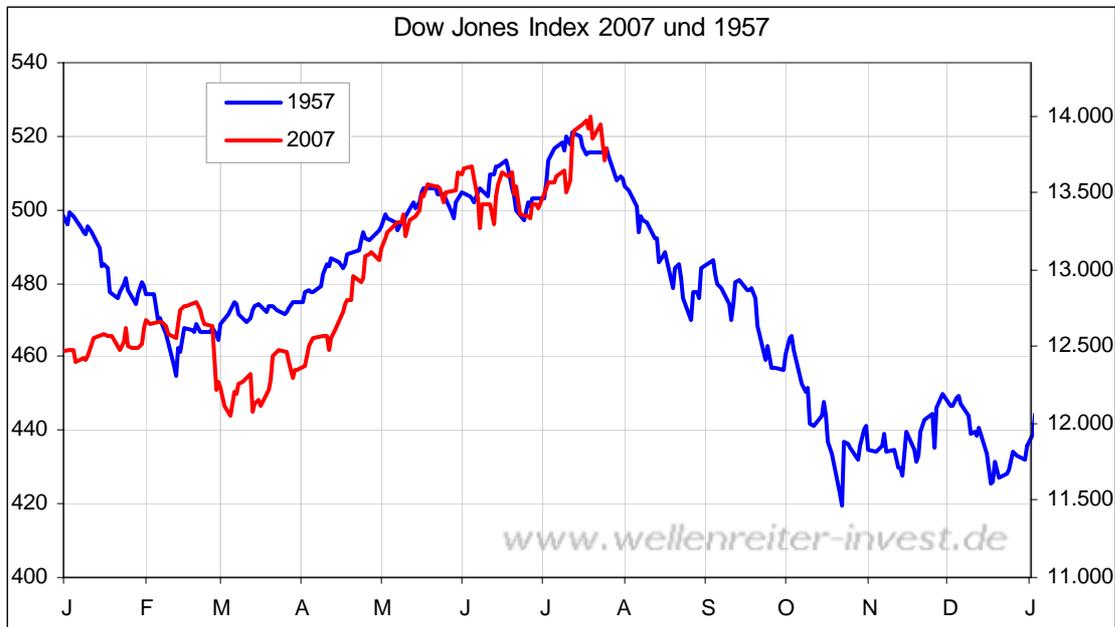


Die Parallelität hat sich in jüngster Zeit ein wenig verwischt, war aber bis zum Juni sehr intensiv. Hier lohnt ein Blick auf die Art und Weise, wie das Top im Jahr 1946 gebildet wurde (nächster Chart). Es kam zu einer SKS-Formation, die sich im August 1946 nach unten auflöste.



Auch derzeit deutet sich eine derartige Formation an. Das würde bedeuten, dass sich die linke Schulter und der Kopf bereits gebildet haben und jetzt die Bildung der rechten Schulter ansteht.

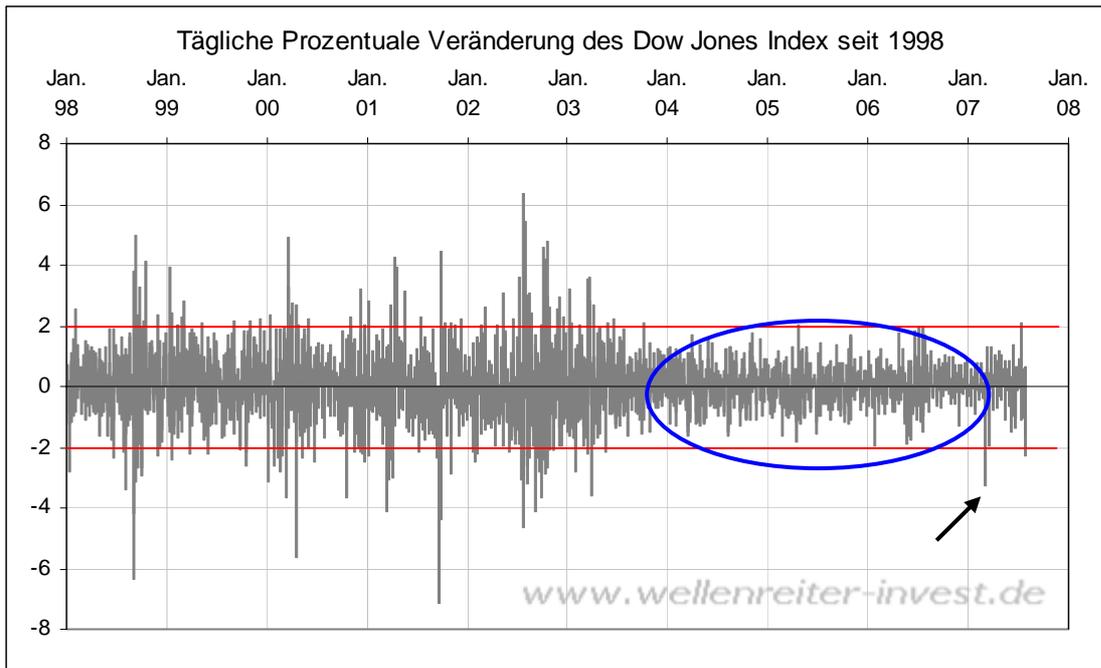
Ein weiterer Parallelverlauf ist mir aufgefallen. Es ist derjenige mit dem Jahr 1957.



Dieser Verlauf belegt, dass der Dow Jones Index in der Lage ist, nach Ausbildung eines Tops ohne nennenswerte Aufwärtsreaktionen zu fallen. Das wäre die bärischste aller Varianten. So unterschiedlich die Verläufe sind: Allen drei Szenarien ist gemein, dass die Abwärtsbewegung erst im Herbst (Oktober/November) ihren Boden findet.

-----

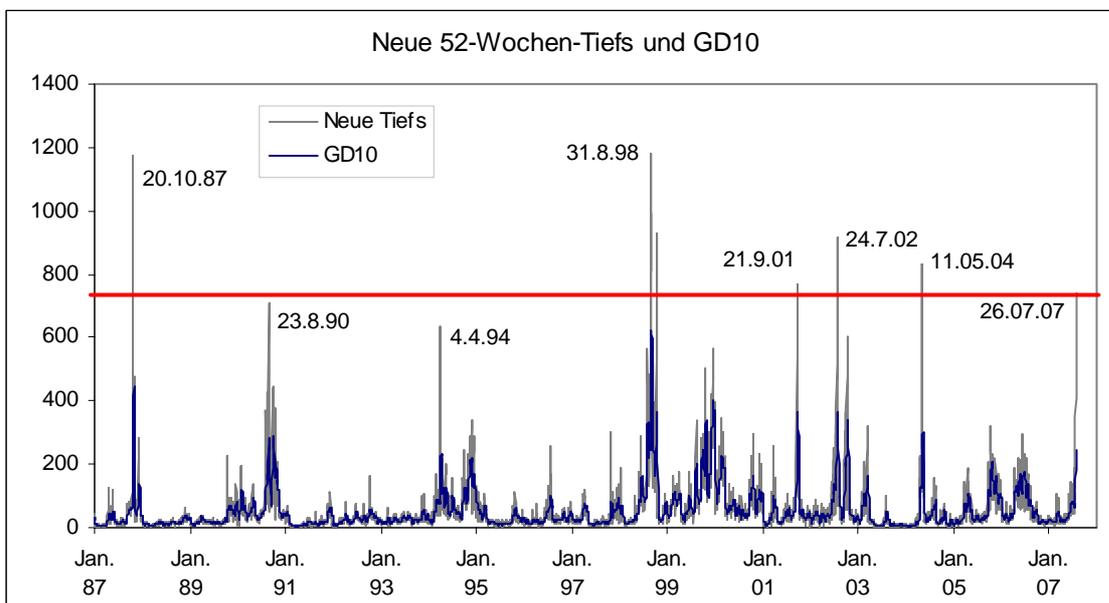
In den Jahren 2004 bis 2006 herrschte Ruhe an der Volatilitätsfront. Nicht ein einziger Tag mit einem Gewinn bzw. Verlust von mehr als zwei Prozent wurde im Dow Jones Index registriert (blauer Kreis nächster Chart).



Seit diesem Jahr ist das anders. Der 27.2.2007 startete die neue Phase der Volatilität mit einem Verlust von 3,3% (siehe Pfeil). Der Chart zeigt, dass derartige Tage zwischen 1998 und 2003 nicht ungewöhnlich waren. Willkommen zurück in der Phase der Volatilität!

-----

In der gestrigen Ausgabe zeigten wir den Chart mit den neuen 52-Wochen-Tiefs an der NYSE. Die Zahl der neuen Tiefs steigt weiter drastisch an (gestern 743 neue Tiefs). Aus diesem Grund haben wir den Chart noch weiter aufgezogen und die Daten der jeweiligen Hochpunkte – inklusive dessen, was 1987 geschah – dort eingetragen.



An dieser Stelle gibt es zwei Möglichkeiten: Entweder hat die Zahl der neuen Tiefs bereits ein Maximum erreicht - was einer vorläufigen Bodenbildung gleichkommen würde – oder die Panik ist derart stark, dass die Zahl der neuen Tiefs in den nächsten Tagen weiter steigt. Sie würde sich im letztgenannten Fall die Zahl dem Niveau der Tiefs vom Herbst 1998 und Sommer/Herbst 2002 nähern. Mehr dazu in den Marktaussichten weiter hinten.

-----

Zu den Märkten.

2,7 Mrd. Aktien wechselten an der NYSE den Besitzer. Das Aufwärtsvolumen betrug 166 Mio., das Abwärtsvolumen 2,57 Mrd. gehandelte Aktien. Das Aufwärtsvolumen ergab 6% vom Gesamtvolumen; 40 neue Hochs standen 743 neuen Tiefs gegenüber.

Der Dow Jones Index schloss mit 13.474 Punkten um 311 Zähler niedriger (-2,3%) als am Vortag.

Der S&P 500 endete bei 1.483 Punkten um 35 Zähler niedriger (-2,3%).

Der Nasdaq Composite Index schloss mit 2.599 Punkten um 48 Punkte (-1,8%) niedriger; der Halbleiter-Index fiel um 2,2%.

Der Transport-Index endete bei 5.106 Punkten (-2,4%).

Größte Gewinner: --; Größte Verlierer: Goldaktien, Öl-Service, Broker

Der T-Bond Future endete bei 109,29 Punkten (108,28).

Crude Öl notiert aktuell bei 75,45 (76,12) und Erdgas bei 6,09 Dollar (6,09).

Der US-Dollar Index befindet sich bei 80,37 Punkten (80,54)

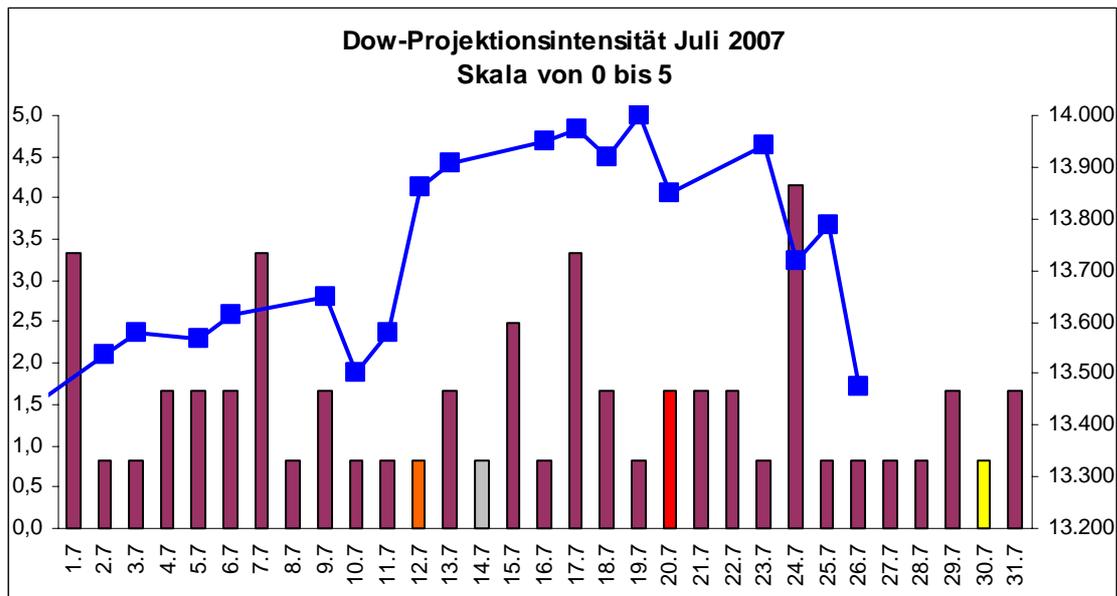
Der Goldpreis notiert aktuell bei 666,60 Dollar/Unze (675,50). Gold in Euro bei 484.

Silber befindet sich bei 12,96 Dollar (13,18).

Der Gold Bugs Index HUI fiel um 3,5% auf 346 Punkte. Der Gold/Silber Index XAU endete bei 147 Punkten. Newmont Mining verlor 173 Cent und endete bei 41,52 Dollar.

Der Volatilitätsindex (VIX) stieg um 14,6% auf 20,75 Punkte; der VXN (NDX-Vola) endete bei 19,50 Punkten. Die Put/Call-Ratio schloss mit 1,53. Die OEX-PCR endete bei 1,60.

Wichtige Zeitprojektionsstage für den Juli: 1.7., 7.7., 17.7., 24.7.



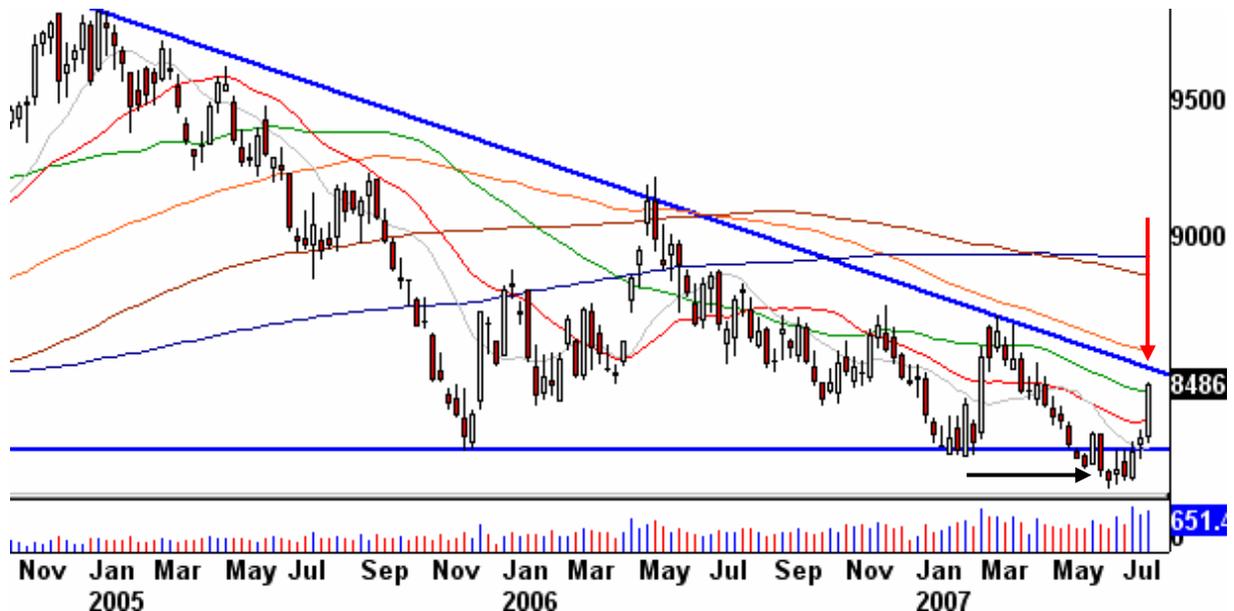
weinrot=normale Zeitprojektion; orange=Donnerstag vor der Verfallswoche; gelb=Vollmond, rot=Verfallstag; dunkelgrau=Neumond; blaue Linie: Verlauf Dow Jones Index

Der S&P 500 ist gestern unter die Marke von 1.490 Punkten gefallen. Diese Marke diente uns als Trennlinie zur bärischen Einschätzung, die jetzt das Regiment übernimmt. Angesichts der panikartigen Stimmung, die sich gestern zum wiederholten Male an den Märkten breit machte (Put-Call-Ratio 1,53, ISEE-Index 84, 94% Abwärtsvolumen bei extrem hohem Handelsvolumen, extrem hohe Zahl der neuen Tiefs) erscheint dennoch eine Zwischenerholung wahrscheinlich. Das Problem ist jedoch das sprichwörtliche „fallende Messer“, in das man möglichst nicht hineingreift. Kommen die Märkte derart drastisch zurück, so benötigt es Zeit, um einen Boden auszubilden.

Wir gehen davon aus, dass ein möglicher Bounce in einer bärischen Formation verlaufen dürfte. Auch wenn sich - a la 1946 - in den kommenden Wochen noch ein niedrigeres Hoch ausbilden sollte, sehen wir angesichts der übergeordneten Marktlage im Hausbau- und Subprimesektor nicht, wie sich die Aktienmärkte aus ihrer immer stärker werdenden Umklammerung befreien können, ohne dass sich die Risikoprämie für die Aktienanlage weiter erhöht.

Der japanische Yen ist der beste Indikator für das Vorhandensein von Liquidität im weltweiten Finanzsystem. Der Kurs des Yen hängt von der Bereitschaft der Anleger ab, sich zu verschulden und damit neue Risiken einzugehen. Gestern stieg der Yen deutlich an und löste den Kursrutsch an den Aktienmärkten aus.

Yen/Dollar Future Tageschart



Auf dem Yen/Dollar-Chart erkennt man, dass der Ausbruch unter die untere blaue Linie ein Fehlaustrich war (schwarzer Pfeil). Gleichzeitig besteht jetzt die Gefahr, dass der Abwärtstrend des Yen/Dollar gebrochen wird (roter Pfeil). Sollte dies geschehen, würde der Yen/Dollar einen konstanten Aufwärtstrend (entsprechend Dollar/Yen und auch Euro/Yen einen Abwärtstrend) ausgebildet haben. Dies dürfte weitere Kursrutsche an den Aktienmärkten auslösen.

Es ist lebhaft vorstellbar, was sich in den Köpfen der Vermögensverwalter, Fonds Manager und Hedge Fonds Manager gerade abspielt. Jeder denkt über Möglichkeiten nach, die Portfolios der veränderten Marktsituation anzupassen. Eine Verschiebung der Gewichtung zugunsten der Staatsanleihen und ein allgemeines Herunterfahren des Aktienrisikos kann in den meisten Fällen nicht auf einmal erfolgen, sondern dürfte - gerade bei großen Fonds - nach und nach geschehen. Insofern ist davon auszugehen, dass die Investmentmanager gelegentliche Rallies nutzen werden, um sich von einem Teil ihres Aktienportfolios zu trennen bzw. die Absicherungen hochzufahren.

Wir verändern unsere Einschätzung für die Aktienmärkte auf bärisch. Wir sind der Meinung, dass eine nachhaltige Markterholung ohne eine Lösung der Hausbau- und Subprimeproblematik nicht möglich ist. Angesichts der oben beschriebenen Markttechnik

ist auf kurze Sicht die gestern an dieser Stelle beschriebene Seitwärtsphase im S&P 500 weiterhin möglich. Doch insgesamt überwiegen die Risiken einer Korrektur bis in den Oktober hinein.

-----

#### **Absacker**

Bloomberg beschreibt das Problem, eine Finanzierung für geplante Leveraged Buyouts zu finden. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=a331E4YuUhnk&refer=home>

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.