

Wellenreiter-Invest Studie

Ausblick 2009

Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe

**©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn**

Oberursel, im Dezember 2008

Inhaltsangabe

	Seite
Einführung	4
1. Aktuelle Situation	7
2. Schlüsselfaktoren der Finanzkrise	12
2.1 Banken	12
2.2 Stress-Indikatoren	14
2.3 Die Rolle der Politik	17
3. Der Anleihemarkt	28
3.1 Entwicklung der Renditen am langen Ende	29
3.2 Entwicklung der Renditen am kurzen Ende	33
3.3 Unternehmensanleihen und Hypothekenkredite	36
4. Der Währungsmarkt	39
4.1 Euro/Dollar	39
4.2 Dollar/Yen	43
5. Der Rohstoffmarkt	45
5.1 Rohstoffmarkt langfristig	45
5.2 Erdöl	45
5.3 Gold	49
5.4 Silber	55
5.5 Kupfer	57
5.6 Nachwachsende Rohstoffe	58
6. Der Aktienmarkt	62
6.1 Das große Bild	62
6.2 Dekadenmuster	68
6.3 Nachwahljahre	69
6.4 Sentiment	71
6.4.1 Hartes Sentiment	71
6.4.2 Weiches Sentiment	73
6.5 Momentum	74
6.5.1 Smart Money Flow Indikator	74

6.5.2	Nasdaq/NYSE-Ratios	75
6.5.3	Kaptial-Allokation	77
6.5.4	Volumen-Saisonalität	78
6.5.5	Neue 52-Wochen-Hochs und -Tiefs	79
6.6	Verlaufsvergleiche	79
6.6.1	Blasenmuster	79
6.6.2	Aktienmarktmuster	81
6.7	Relative Stärke von Sektoren	85
6.8	Zyklen und Zeitprojektionen	89
6.9	Fazit für den US-Finanzmarkt	92
7.	Unsere 10 Thesen für 2008	94
	Disclaimer	95
	Über uns	96
	Abbildungsverzeichnis	97

Einführung

Wie wird das Börsenjahr 2009? Wir ergründen diese Frage im vorliegenden Jahresausblick und betrachten dazu eine Vielzahl an Märkten. Dabei wollen wir untersuchen, wo und wann sich Chancen für Anleger ergeben. Wie Sie dies bereits von uns gewohnt sind, werfen wir bei den jeweiligen Märkten zunächst einen Blick auf das „große Bild“, bevor wir in kleineren Zeiteinheiten denken und dabei u.a. zyklischen Überlegungen ihren Raum geben. Den Abschluss unseres Jahresausblicks bilden zehn Thesen.

Zuvor lassen Sie uns mit Hilfe von zwei Schaubildern eine grundsätzliche Sache verdeutlichen, die auch zentraler Bestandteil des Buchs „Weltsichten/Weitsichten“ war: Die globale Bevölkerungsexplosion, die vor etwa 250 Jahren im Gleichschritt mit der industriellen Revolution begann, flacht sich unübersehbar ab. Die deutsche Bevölkerung erreichte im Jahr 2005 mit 82,4 Mio. Einwohnern ihr Maximum. Seitdem ist die Einwohnerzahl bereits um 300.000 Personen geschrumpft. Dieser Schrumpfungsprozess setzt sich mit hoher Wahrscheinlichkeit in den kommenden Jahrzehnten fort.

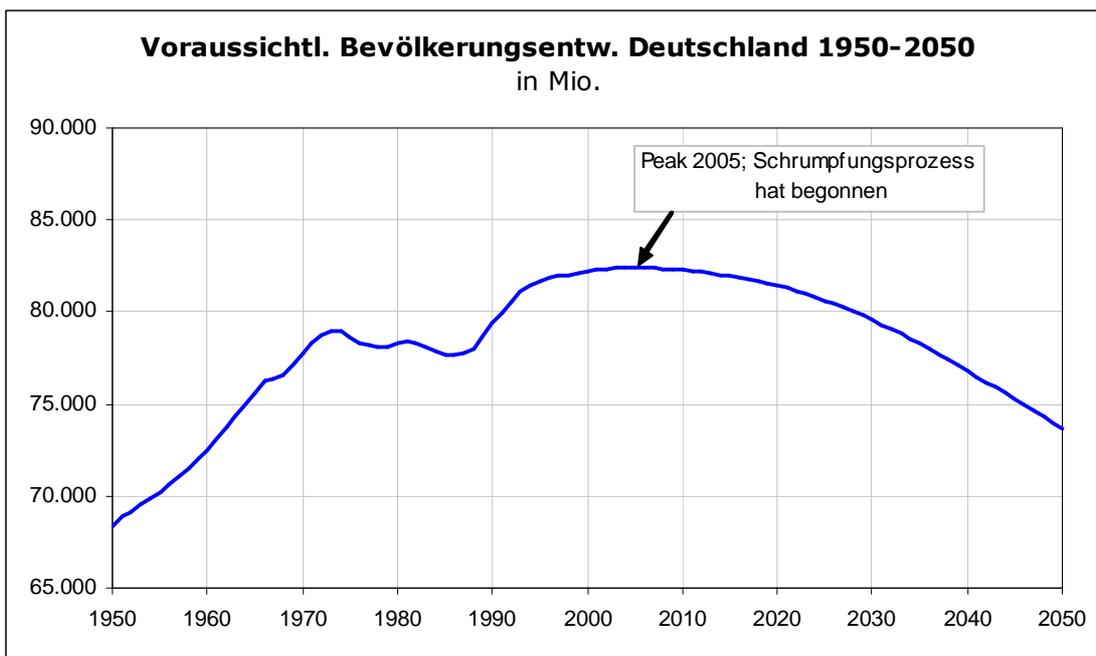


Abb. 1: Voraussichtliche Bevölkerungsentwicklung Deutschland bis 2050 (Quelle: Stat. Bundesamt, Uno)

Wer der Meinung ist, dass eine solcher Rückgang ein regionales, allenfalls Europa einbeziehendes Phänomen darstellt, der liegt (noch) richtig. Allerdings sollte man zur Kenntnis nehmen, dass die Weltbevölkerung die Phase des stärksten Wachstums hinter sich hat. Bereits 1989 – im Jahr des Mauerfalls – wurde mit einem weltweiten Einwohnerzuwachs von 88,1 Mio. der Höchststand erreicht. Im Jahr 2012 dürfte sich mit einem Bevölkerungszuwachs von 80,6 Mio. Einwohnern ein sekundäres Hoch ergeben (nächster Chart). Anschließend dürfte der weltweite Bevölkerungszuwachs von Jahr zu Jahr schwächer werden.

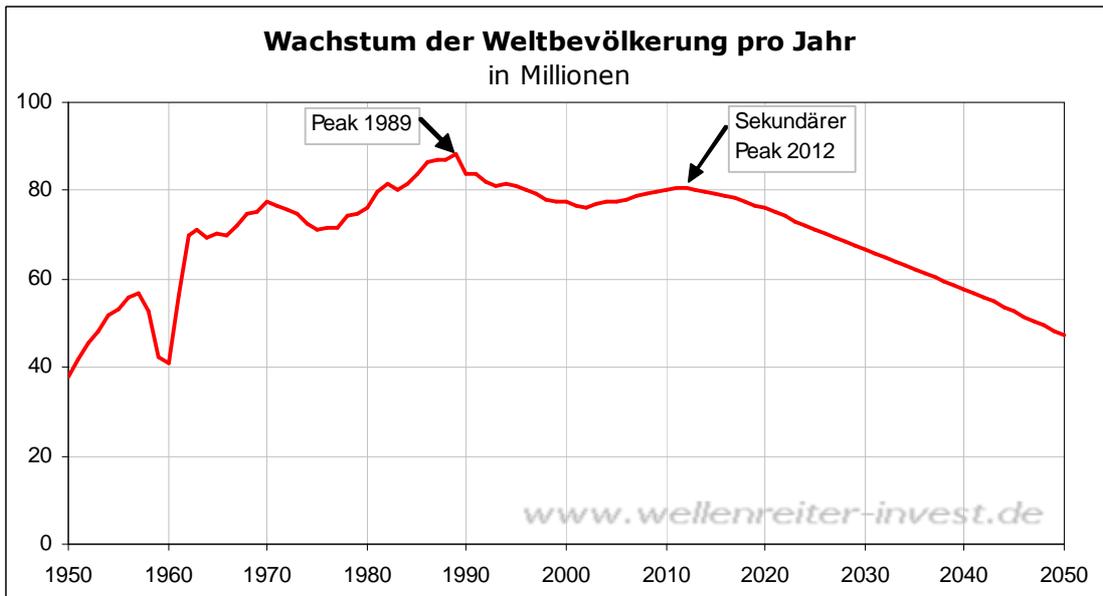


Abb. 2: Voraussichtliches Wachstum der Weltbevölkerung bis 2050 (Quelle: Uno)

Ökonomien leben von Wachstumsdynamiken, nicht von absoluten Zahlen. Selbst wenn die globale Bevölkerung in den kommenden 40 Jahren zunehmen dürfte, so ist das sich abschwächende Bevölkerungswachstum ein struktureller Negativfaktor. Auch in China lässt die Bevölkerungsdynamik seit längerem nach, und selbst in Indien geht das absolute Wachstum mittlerweile von Jahr zu Jahr zurück. Möglicherweise kann in den Schwellenländern die Landflucht den Zustrom in die Städte und damit die wirtschaftliche Dynamik noch eine Weile aufrecht erhalten. Aber dieser Effekt wird nicht auf Dauer bleiben. Diejenigen, die an einen immerwährenden Anstieg des globalen BIP glauben, sollten sich die zentrale Botschaft dieser Einführung vor Augen halten: Das Bevölkerungswachstum und damit auch die wirtschaftliche Dynamik, dies sich seit der industriellen Revolution entfalten konnte, gehören der Vergangenheit an.

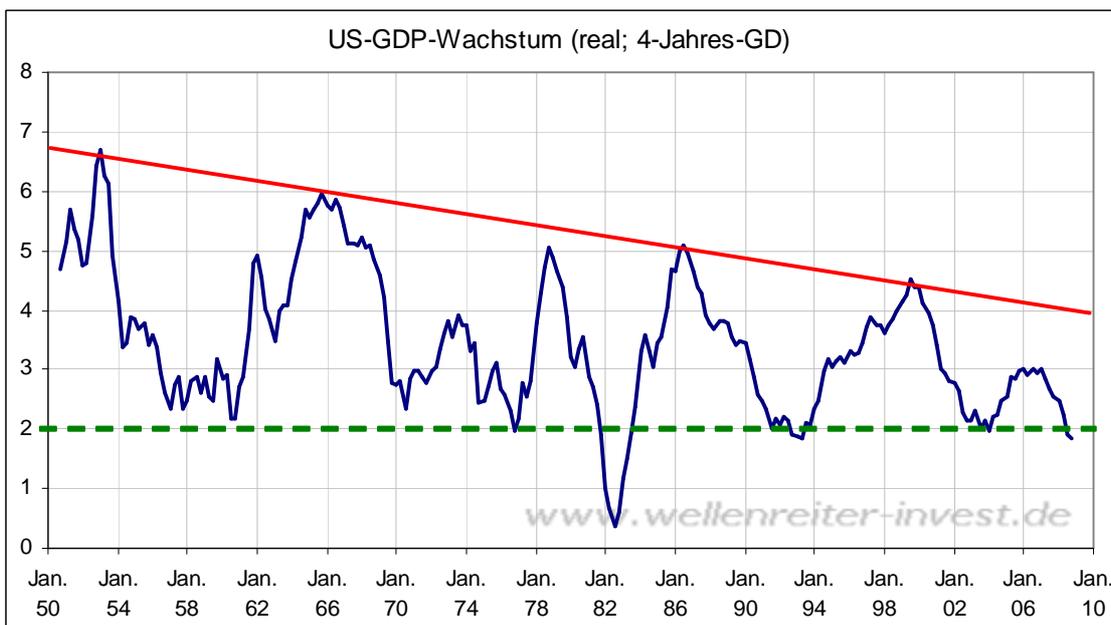


Abb. 3: US-GDP seit 1950

Die Tendenz eines fallenden Wirtschaftswachstums begleitet die USA bereits seit Ende des zweiten Weltkriegs (siehe obiger Chart).

Was hat diese Vorbemerkung über die Tendenz von nachlassender Dynamik mit dem Jahresausblick 2009 zu tun? Die Tendenz zu „weniger“ war das Thema an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft in 2008. Ob und wann ein Trendwechsel stattfinden wird, wollen wir im vorliegenden Jahresausblick 2009 erörtern, der als ein „roter Faden“ für die Kapitalmarktentwicklung 2009 anzusehen ist. In den täglichen Frühausgaben werden wir diesen groben Fahrplan auf seine Gültigkeit hin immer wieder überprüfen. Einen ausführlichen Abgleich des jetztjährigen Ausblicks mit der tatsächlichen Entwicklung in 2008 sparen wir uns diesmal. Nicht deshalb, weil wir den Vergleich scheuen - die Jahresausblicke der vergangenen drei Jahre sind frei herunterladbar <http://tinyurl.com/6ws9to> -, sondern weil wir ansonsten Gefahr laufen, dass unser Jahresausblick zu einem Buch mutiert.

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 2009 als neue Abonnenten begrüßen zu dürfen.

Oberursel, im Dezember 2008

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

1. Aktuelle Situation / Status Quo

Schlagwörter wie Finanzkrise, Rezession und Vertrauensverlust beherrschen die aktuelle Finanzmarkt-Diskussion. Das „Deleveraging“ gilt als Schlüsselbegriff der deflationären Vermögenspreisentwicklung. Der frühere US-Notenbankpräsident Alan Greenspan nannte die Krise ein „Once in a century“-Phänomen (siehe Wochenend-Wellenreiter „Völker, hört die Signale“ vom 2. August 2008). Die Herausforderung der Prognose 2009 wird darin bestehen, einzuordnen, ob Greenspan recht hat und was die Folgen dieser Krise sind, um Verlaufsprognosen für 2009 zu ermöglichen.

Ein Ausgangspunkt der momentan Krise war die inverse Zinsstrukturkurve (siehe Pfeil nächster Chart), über die wir bereits in den Jahresausblicken 2007 und 2008 berichteten. Mit Hilfe dieser Kurve konnten wir die aktuelle US-Rezession bereits frühzeitig ankündigen.

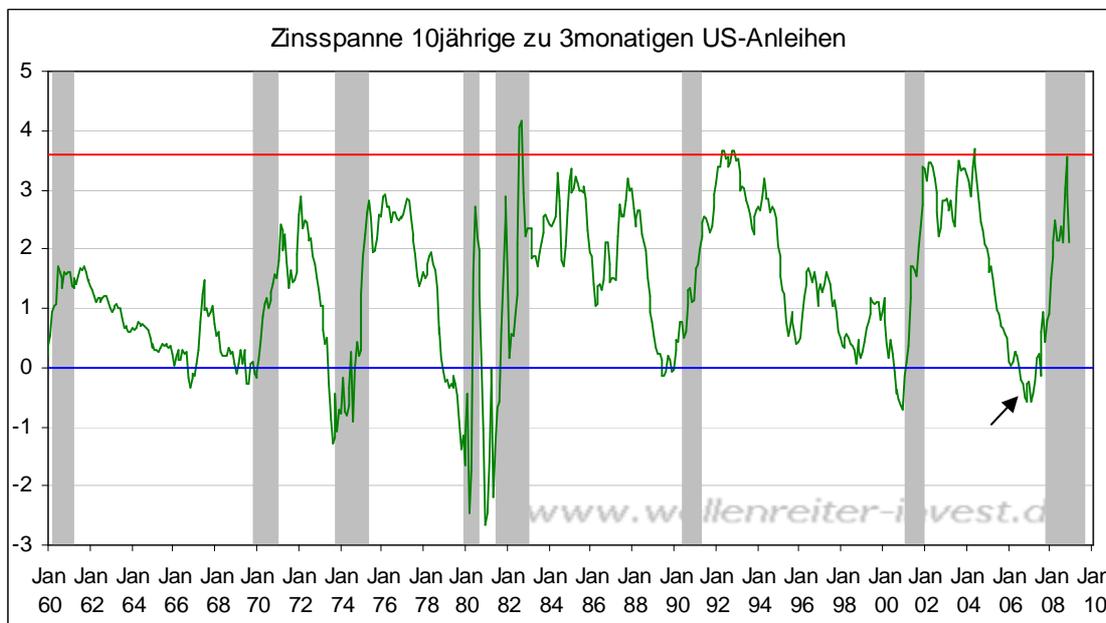


Abb. 4: Zinsstrukturkurve

Mittlerweile ist die Zinsspanne sehr steil, was grundsätzlich positiv für die Entwicklung der Wirtschaft zu werten ist. Allerdings muss die Kreditvergabe hierbei mitspielen, sonst bringt die steile Kurve nichts.

Am besten ist die Tiefe der aktuellen Rezession an der Veränderungsrate des Economic Cycle Research Institute (ECRI) zu erkennen (nächster Chart).

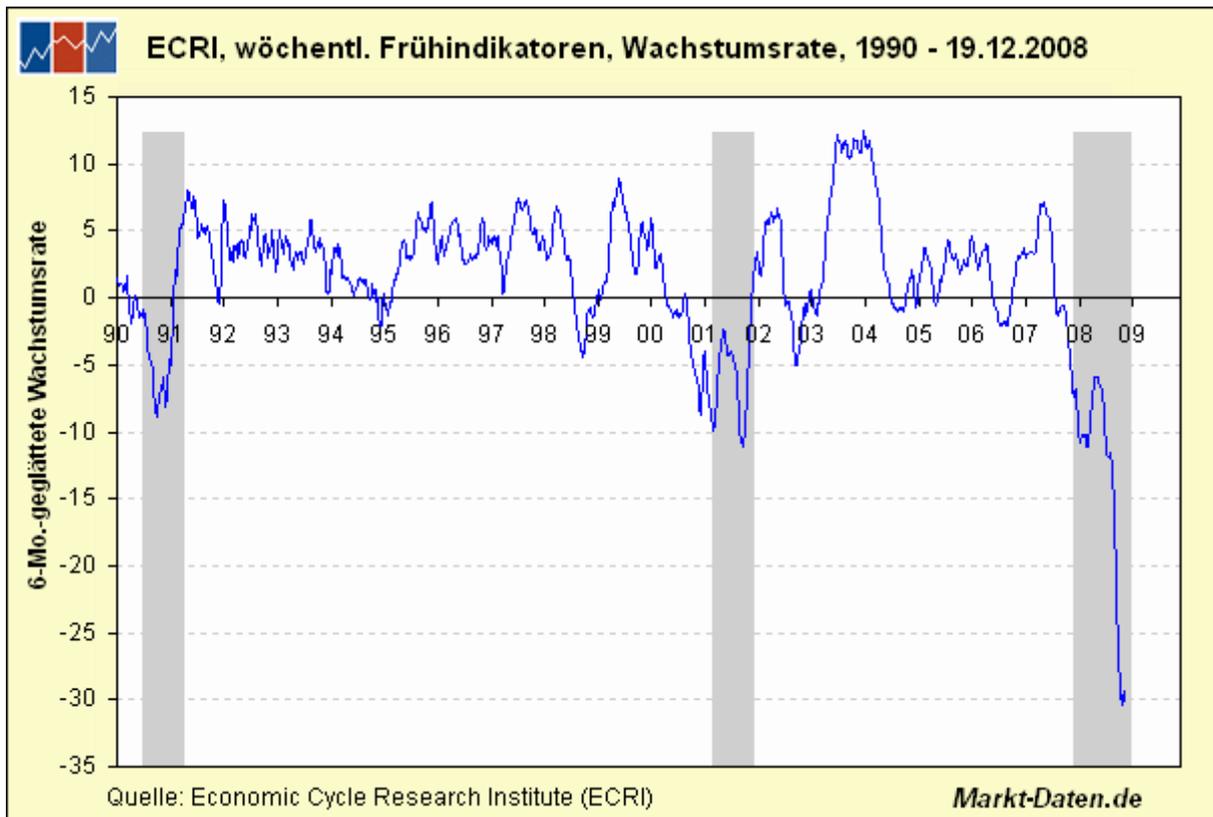


Abb. 5: Wachstumsrate ECRI

Eine derart schlechte Positionierung der Frühindikatoren wurde seit Einführung dieses Indikators im Jahr 1949 nicht notiert. Eine Bodenbildung ist noch nicht erkennbar.

Das kurzfristige Geld rentiert in den USA seit 3 Monaten zu 0%. Bei der letzten Auktion bekam die FED 4-Wochen-Geld für 0% Hier ist die große Frage, ob das Verhalten der Investoren (salopp ausgedrückt: Geld unter die Matratze) anhält. Die Kapitalmarktentwicklung 2008 war deflationär geprägt. Der steigende Ölpreis bis 2008 kaschierte das Bild, dafür war der Abschwung im zweiten Halbjahr umso stärker.

Für den Anlageerfolg ist es wichtig, dass sich der Investor vor Augen hält, welches Kapitalmarktumfeld vorliegt. Man kann dabei generell vier Phasen an den Kapitalmärkten unterscheiden:

- Inflation (Aktien und Anleihen fallen, Gold steigt, Konsumentenpreise und Leitzinsen der Notenbanken steigen)
- Disinflation (Aktien und Anleihen steigen, Gold fällt, Konsumentenpreise und Leitzinsen der Notenbanken fallen)
- Deflation (Aktien fallen, Anleihen steigen, Gold fällt, Konsumentenpreise und Leitzinsen der Notenbanken fallen)
- Reflation (Aktien steigen, Anleihen fallen, Gold steigt, Konsumentenpreise und Leitzinsen der Notenbanken steigen)

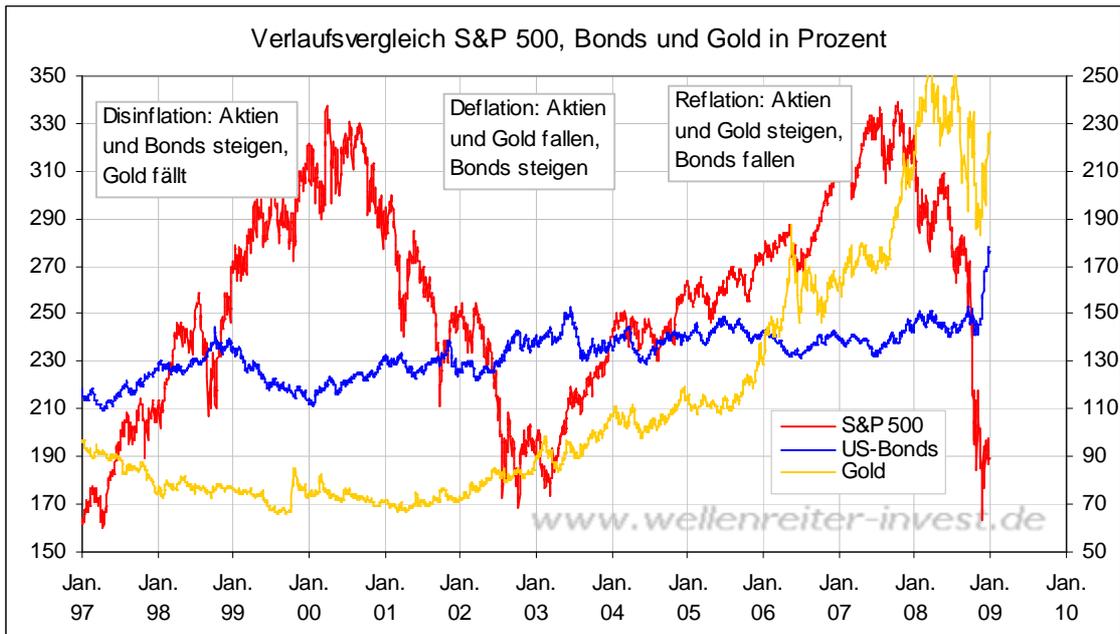


Abb. 6: Verlaufvergleich S&P 500, Bonds und Gold in Prozent

Nach dieser Definition liegt ein klassisches deflationäres Umfeld am Kapitalmarkt vor. Wenn es zu einem Wechsel im Marktverhalten in 2009 kommen sollte, dann folgt Reflation als nächstes Umfeld. Der seit einigen Wochen steigende Goldpreis scheint eine solche Entwicklung anzudeuten.

Wie stark die deflationäre Veränderung ist, ist auf dem Chart „Erdölpreis mit jährlicher Veränderungsrate“ zu erkennen. Ein Minus von 50% oder mehr – wie aktuell – wurde zuvor nur 1921 und 1986 erreicht.

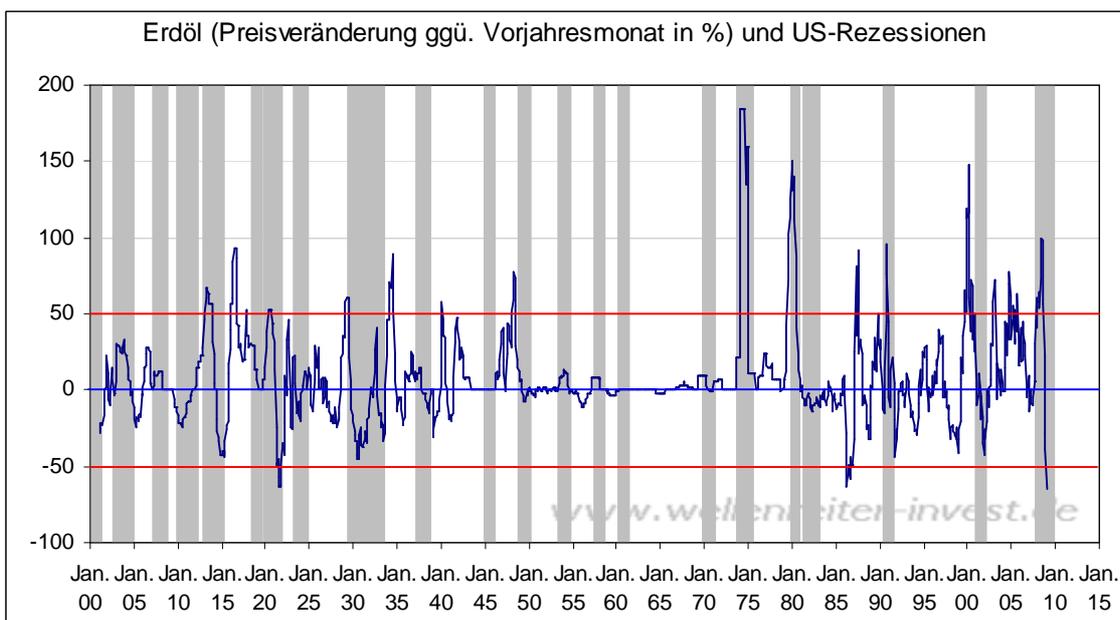


Abb. 7: Erdöl Preisveränderung

Der Carry Trade des Jahrzehnts (USD/Yen) kam außer Mode und wurde rückabgewickelt. Der Trend ist bisher intakt, das sogenannte „Deleveraging“ hält an (siehe Pfeil nächster Chart).

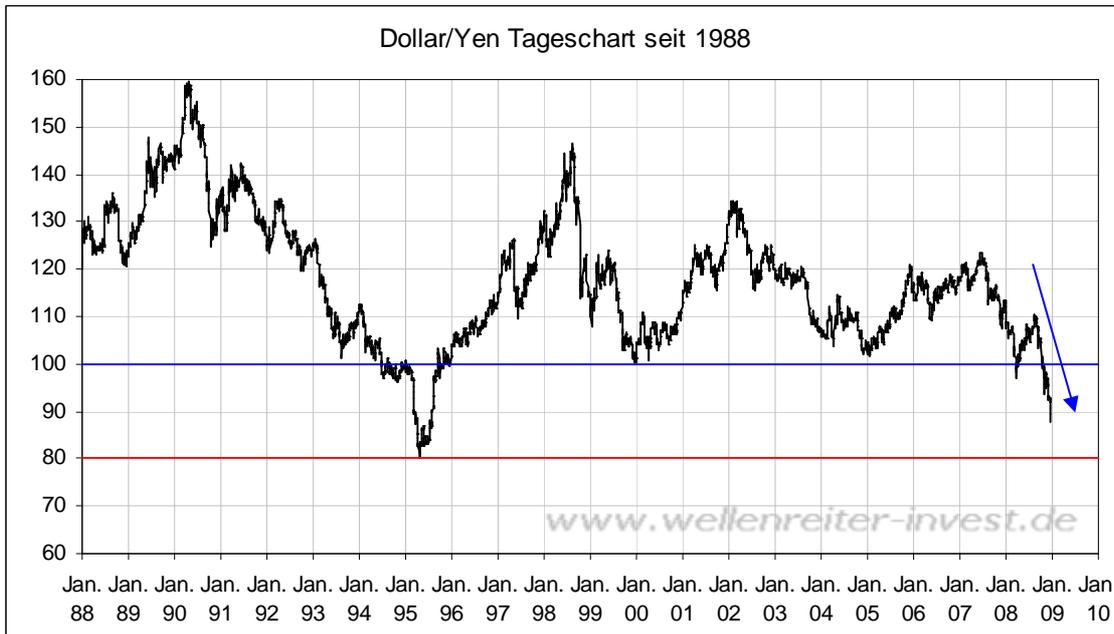


Abb. 8: Dollar/Yen Tageschart

Die Banken haben Positionen abgebaut, um ihre jeweils sehr niedrigen Eigenkapitalquoten zu erhöhen. Zu dieser Entwicklung haben auch die Regierungen beigetragen, die höhere Eigenkapitalquoten einfordern (ca. 10%). Im Investmentbanking endete eine Ära. Die Banken verschwanden bzw. änderten ihr Geschäftsmodell (Goldman Sachs). Die Ära von Eigenkapitalrenditen von 25% ist vorüber. <http://tinyurl.com/6eevm8>

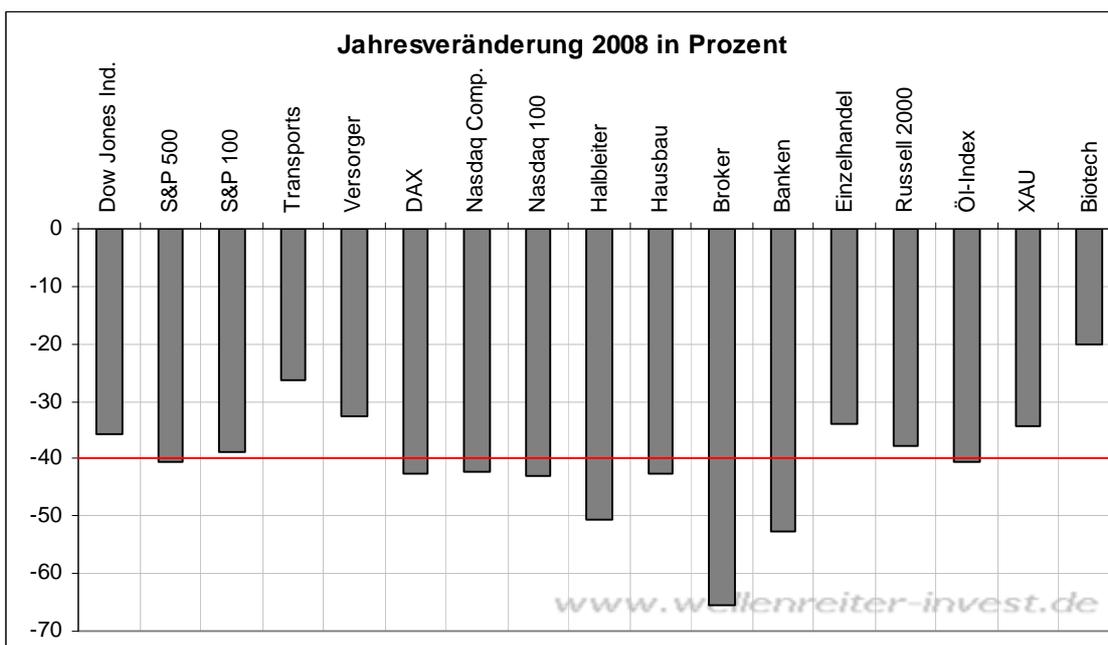


Abb. 9: Jahresveränderung von Sektoren in Prozent

Die Verlierer-Sektoren des Jahres 2008 waren demzufolge die Broker und die Banken. Als relative Gewinner lassen sich der Transport- und der Biotech-Sektor bezeichnen.

Fazit: Alan Greenspan hat recht, wenn er von einer außergewöhnlichen Krise spricht. Das besondere ist die Vertrauenskrise und daraus folgend der global stattfindende extrem scharfe realwirtschaftliche Abschwung, der u.a. an den Rohstoffmärkten zu einem extrem starken Preisverfall in sehr kurzer Zeit geführt hat. Insofern passt die Krise in das Schema einer Jahrhundertkrise. Nachfolgend wird versucht, die weitere Entwicklung übergeordnet, aber auch detailliert für 2009 darzustellen, auch wenn sie unter dem Eindruck der Vertrauenskrise mit größeren Unsicherheiten als in den Vorjahren behaftet ist.

2. Schlüsselfaktoren der Finanzkrise

2.1 Banken

Im Fokus der Krise stehen die Banken. Das Jahr 2008 hat in der Finanzbranche bereits zum Exodus von 25 US-Banken geführt, die bekanntesten waren Bear Stearns (März) und Lehman Brothers (September). Die beiden Hypothekenversicherer Fannie Mae und Freddie Mac mussten verstaatlicht werden. Der Versicherungskonzern AIG sowie die Citigroup brauchten massive finanzielle Zuwendungen. Der US-Bankenindex kennt seit Anfang 2007 nur eine Richtung: Abwärts.



Abb. 10: Chart Banken absolut

Der Sektor zeigt relative Schwäche gegenüber dem Gesamtmarkt und lässt auch auf relativer Basis keine Bodenbildung erkennen. Die Banken haben auf der zeitlichen Ebene ein Preishoch erreicht, bei dem andere frühere Blasen auch ein Zwischenhoch erreicht hatten.

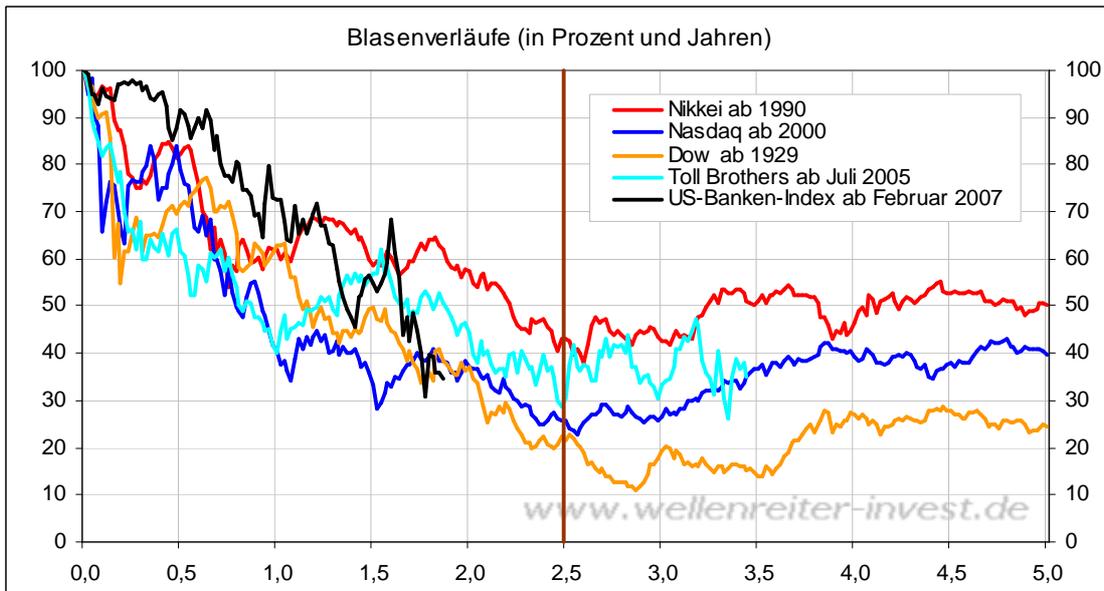


Abb. 11: Chart Banken Blasenverlauf

Danach setzte die letzte Phase der Abwärtsbewegung ein, die jeweils nach etwa 2,5 Jahren mit DEM Preistief der Blase endete. Das würde bedeuten, dass sich der US-Banken-Index noch etwa bis zum Sommer 2009 in einer Abwärtsbewegung befinden würde.

Fundamental hatte sich im Bankensektor eine Blase aufgebaut. Der Gewinnanteil von Finanzunternehmen an den Gesamtgewinnen der US-Unternehmen betrug zwischen 1945 und 1990 12%, zwischen 1945 und 2007 17%. Während der Gewinnanteil in den frühen Achtziger Jahren lediglich bei etwa 7% lag, stieg er in den letzten Jahren auf über 30% an. Diese Überbewertung des Finanzsektors an dem Gewinnanteil aller US-Unternehmen wird momentan korrigiert und dürfte wieder in den langfristigen Durchschnitt zurückkehren, der bei etwa 10-15% liegt.

Die Frage, ob sich der Bankensektor fundamental in einer Blase befand, muss mit „Ja“ beantwortet werden.

2.2. Stress-Indikatoren

Der Blick auf einige Stress-Indikatoren erscheint aufschlussreich. Der Volatilitätsindex auf den S&P500 erreichte im Oktober 2008 beinahe die 100-Punkte-Marke.

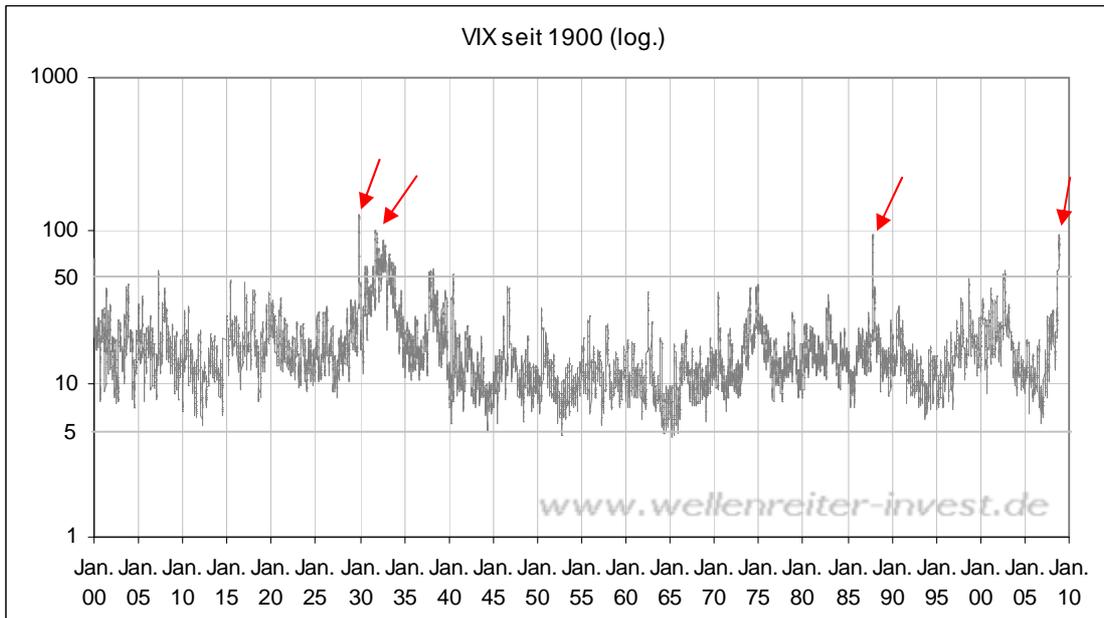


Abb. 12: Volatilität auf den S&P 500

Diese Marke wurde in den vergangenen 108 Jahren lediglich noch im Oktober 1987, Oktober 1931 und Oktober 1929 erreicht bzw. annähernd erreicht. Wie auch nach den Crashes von 1929 und 1987 befindet sich der VIX momentan auf dem Rückzug. Wie der folgende Chart zeigt, fällt er sogar stärker, als der S&P 500 steigt.

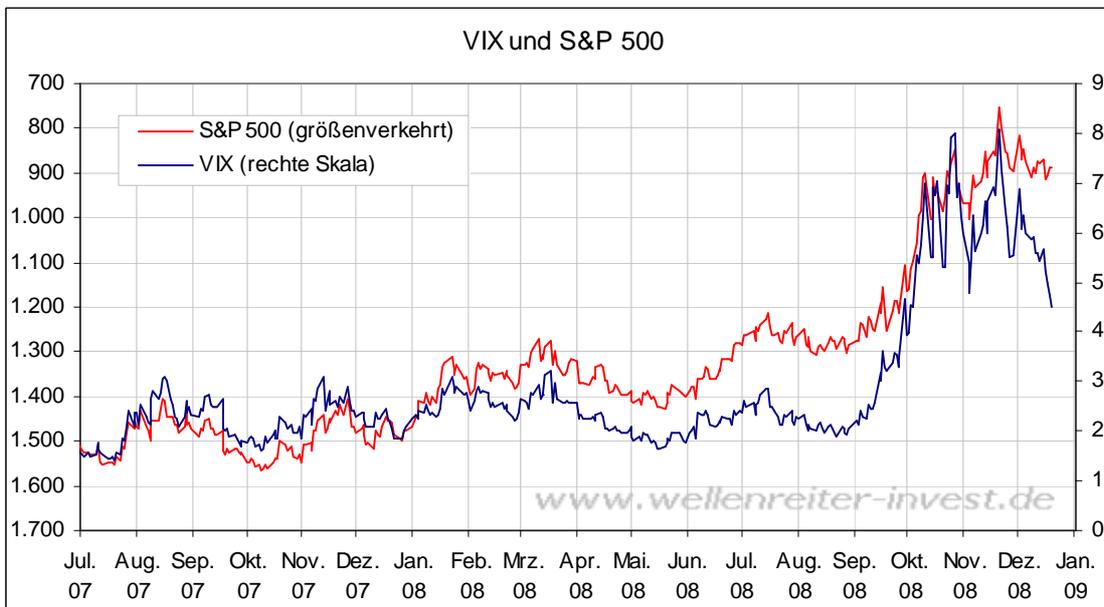


Abb. 13: VIX und S&P 500

Der starke Fall des VIX lässt sich als positives Zeichen dafür deuten, dass die Märkte in 2009 weniger hektisch als in 2008 zu handeln sein werden. Das bedeutet allerdings

nicht, dass die Märkte nicht nochmals fallen können. Es ist üblich, dass sich ein zweites – oder gar drittes - Aktienmarkttief auf einem niedrigeren VIX-Niveau ausbildet (siehe Wochenend-Wellenreiter vom 20.12.2008 mit dem Titel "Gesucht: Tief mit niedriger Vola"). Ein wirkliches Tief war nur der Oktober 1987 (Dezember 1987). Ein VIX-Extrem stellt in der Regel nicht das absolute Preistief dar.

Ein anderes Zeichen für abnehmenden Marktstress ist der Rückgang des TED-Spread. Dieser errechnet sich aus der Differenz zwischen dem 3-Monats-Libor und dem Zinssatz für die US-3-Monats-Anleihe. Während die 3-Monats-Anleihe seit Wochen mit null Prozent rentiert, kam der 3-Monats-Libor erst im Dezember 2008 kräftig ins Rutschen.

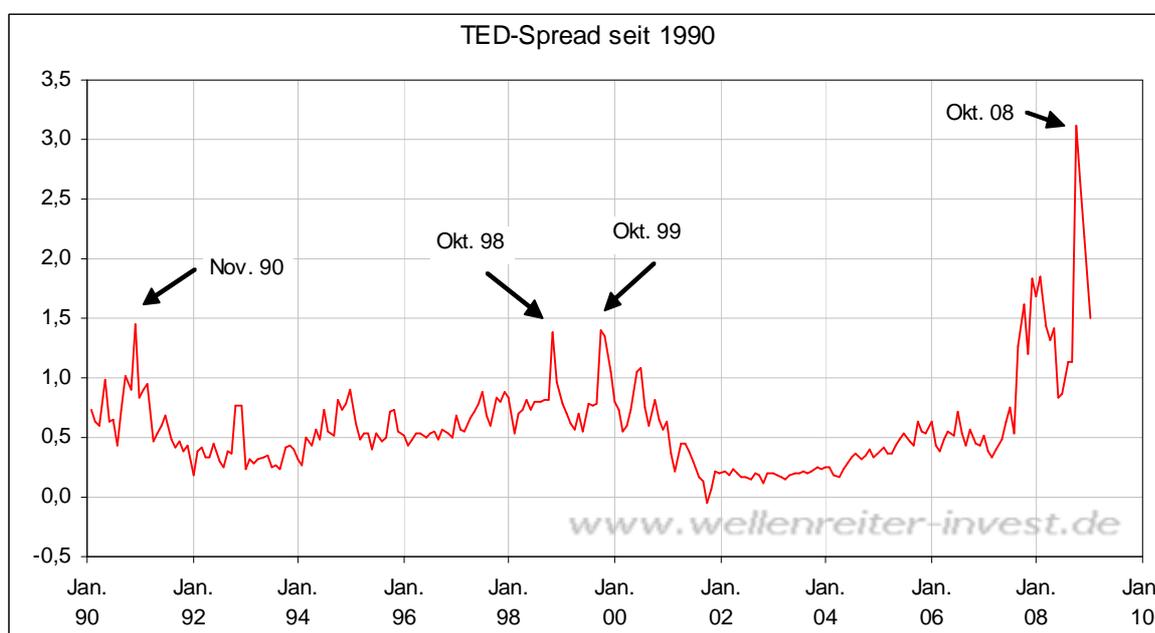


Abb. 14: TED-Spread

Man beachte, dass der TED-Spread in den vergangenen 18 Jahren jeweils wichtige Aktienmarkttiefs signalisiert hat.

Auch die Spanne zwischen Libor Futures und Fed Funds Futures schmolz im Dezember 2008 deutlich.

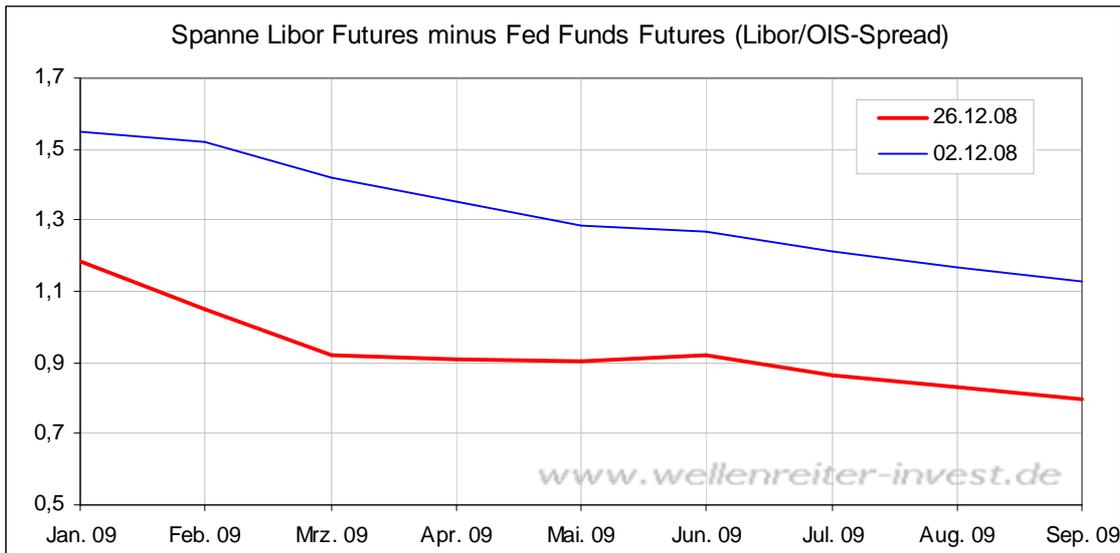


Abb. 15: Libor/OIS-Spread

Je geringer diese Spanne, desto weniger Stress wird für den Kreditmarkt erwartet. Per 26.12. gehen die Marktteilnehmer von einer deutlichen Verringerung der Spanne bis März 2009 aus. Die Erwartungshaltung hat sich dahingehend verändert, dass der Kreditstress zwischen März und Juni nicht abnehmen soll, bevor er im Herbst weiter abnehmen soll.

Die von www.markit.com eingepflegten Indizes für Asset Backed Securities und Credit Default Swaps „bester Bonität“ zeigen im Dezember 2008 eine Aufwärtsentwicklung.

Index für ABX-Papiere bester Bonität

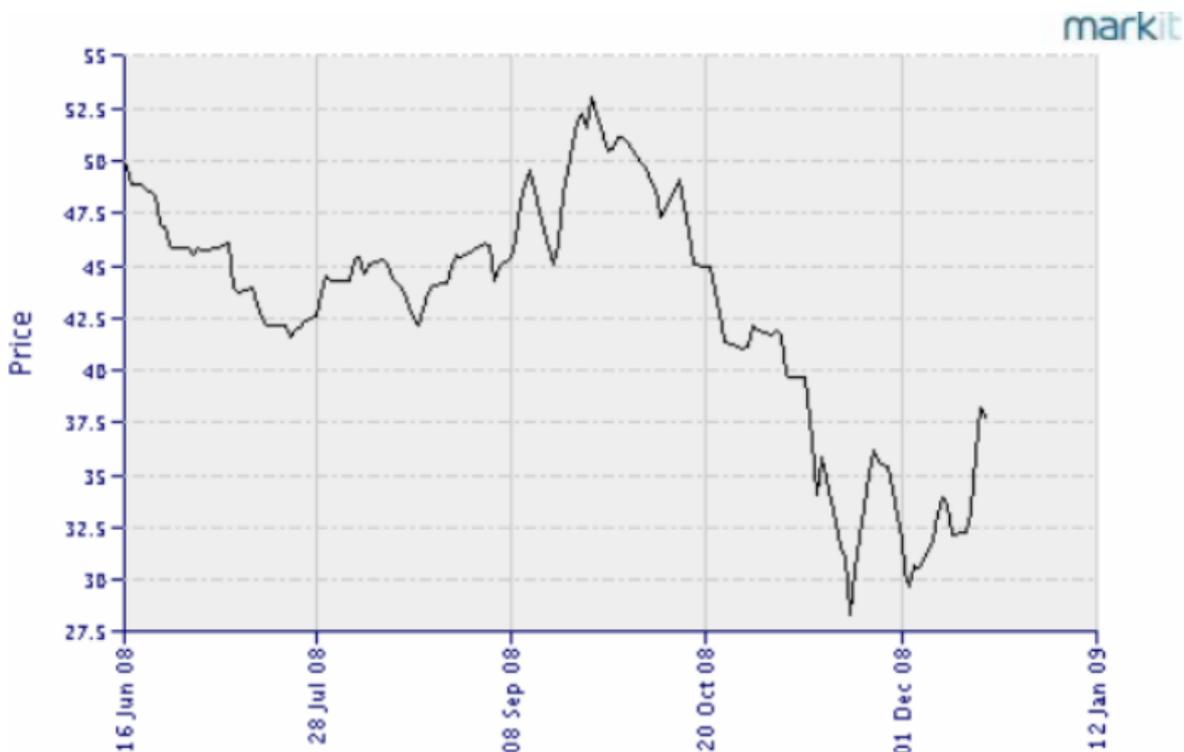


Abb. 16: ABX-Index HE-AAA Quelle: Markt.com

Index für Credit Default Swaps bester Bonität

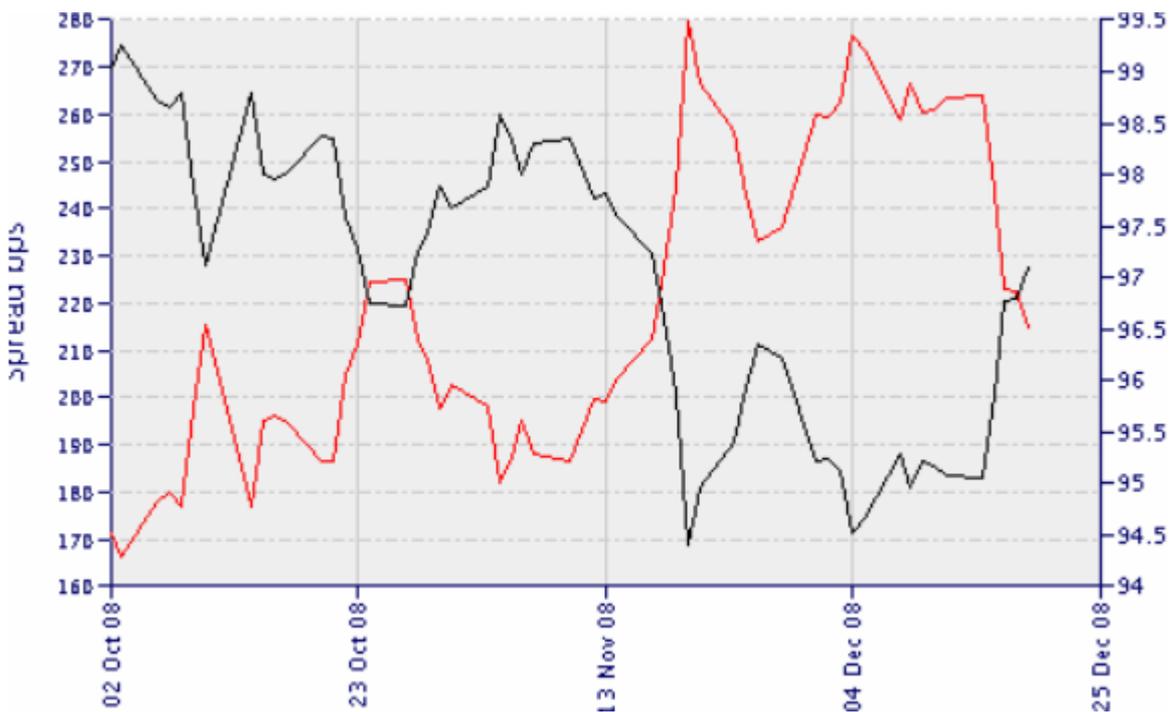


Abb. 17: ABX-Index CDX.NA.IG Quelle: Markt.it.com

Die Bewegung der vergangenen Wochen markiert die Hoffnung auf einen Boden in diesem Sektor. Dies würde bedeuten, dass die Abschreibungen der Banken nicht ganz so hoch ausfallen müssten, wie das noch im November 2008 befürchtet werden musste.

2.3. Die Rolle der Politik

Ein Hoffnungsträger der Investoren ist die Politik. Jedes Momentum einer Aufwärtsbewegung kam aus der Politik (Leitzinssatzsenkungen, Konjunkturpakete, Rettungspakete für Banken oder Autobauer). Insofern kommt mit der „Inthronisierung“ Barack Obamas am 20.01. noch einmal Hoffnung auf ein zweites großes Konjunkturpaket auf. Die Auflegung eines solchen ist jedoch bereits bekannt und somit teilweise eingepreist. Eine Verabschiedung eines zweiten Konjunkturpaketes dürfte im Februar erfolgen. Das Volumen dürfte bei ca. 800 Mrd. US-Dollar für die beiden kommenden Jahre liegen.

Die Hoffnung auf die Politik erscheint momentan als eine der wenigen Hoffnungen auf Besserung. Der folgende Chart zeigt, dass der Staat noch Raum hat, den Verschuldungsgrad zu erhöhen (er tut dies auch). Allerdings rechtfertigte Anfang der 40er Jahre nur der Kriegseintritt der USA eine Verschuldung von bis zu 120 Prozent des US-BIP. Insofern erscheint der Spielraum der Politik für einen sehr starken Ausbau der Verschuldung begrenzter als Anfang der 30er Jahre oder Anfang der 80er Jahre.

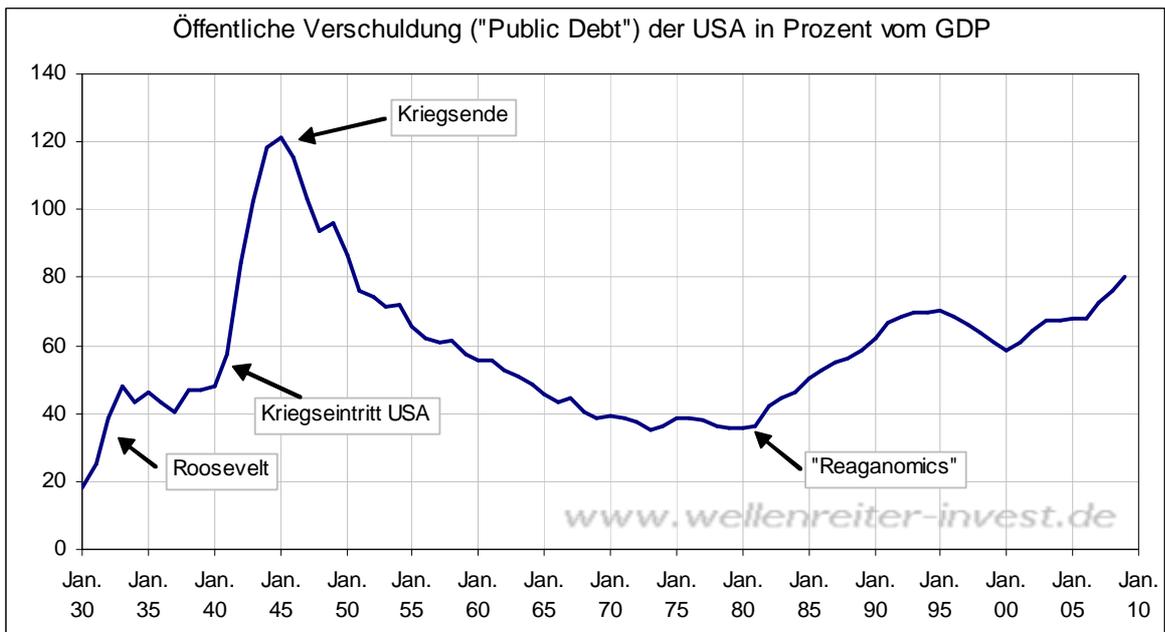


Abb. 18: Verschuldung der USA in Prozent vom BIP

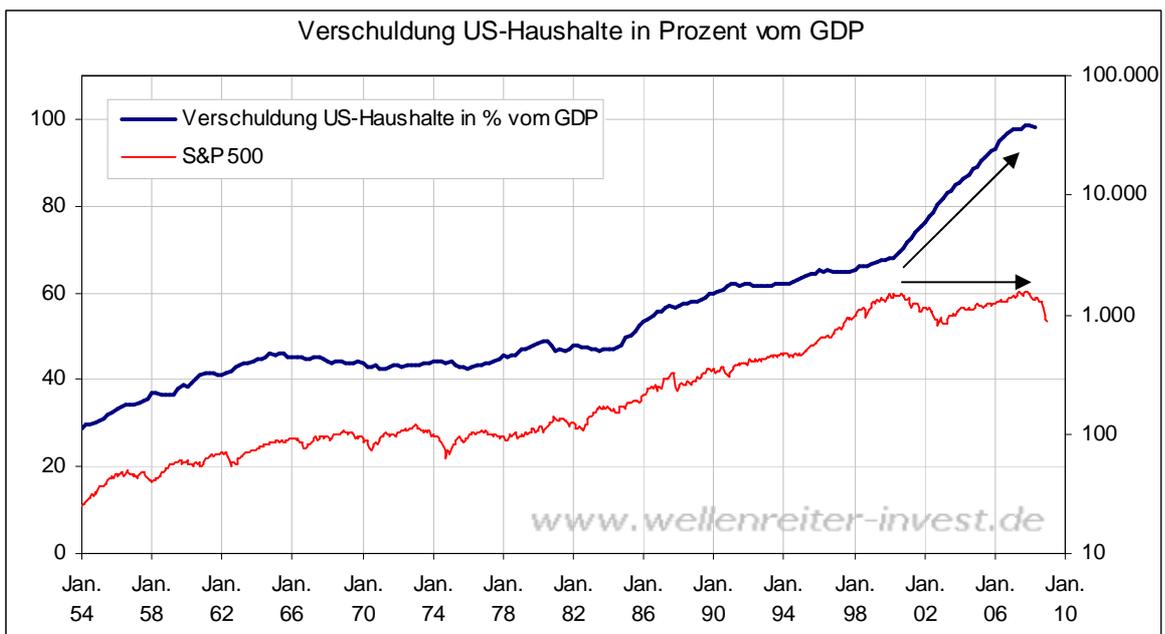


Abb. 19: Verschuldung der Privathaushalte in Prozent vom BIP

Der durchschnittliche US-Privathaushalt hat seine Verschuldung seit 1982 signifikant erhöht. Mit Blick auf die hohe positive Korrelation zwischen der Entwicklung des S&P 500 und der Verschuldung der US-Haushalte ist vor allen Dingen der sehr starke Anstieg der Verschuldung in dieser Dekade - und damit das Öffnen der Schere zwischen Verschuldung und Aktienmarktentwicklung (siehe Pfeile) - auffällig. Das „Deleveraging“ der privaten Haushalte dürfte in den Kinderschuhen stecken und daher zu einer längerfristigen Belastung für die Entwicklung der Wirtschaft werden.

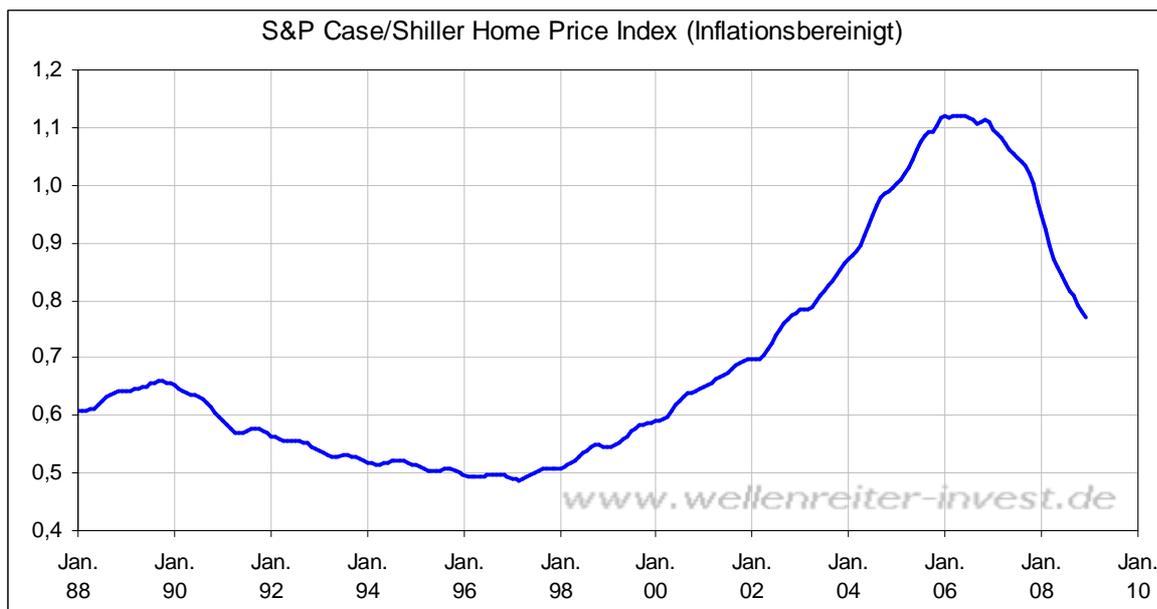


Abb. 20: S&P Case/Shiller Home Price Index

Wie der obige Chart zeigt, ist der reale Wert eines Hauses seit dem Jahr 2006 um durchschnittlich etwa 30 Prozent gesunken. Eine Refinanzierung aus dem Hausbau in großem Stil erscheint daher schwierig.

Fazit: Die Kombination aus stark gestiegener Verschuldung der Haushalte gepaart mit gesunkenem Vertrauen in die Zukunft bei steigender Arbeitslosigkeit lässt eine Trendwende im Verhalten der Privathaushalte in Richtung „mehr Sparen“ erwarten. Der Schere in der Darstellung 18 dürfte sich demnach über eine sinkende Verschuldung der US-Haushalte schließen. Da der Konsum etwa 70% zum US-BIP beiträgt, ist aus Sicht der kommenden Jahre ein Wachstumshemmschuh vorhanden. Wachstumsimpulse sind daher vorläufig lediglich vom Staat zu erwarten.

Das US-Verbrauchervertrauen befindet sich auf niedrigem Niveau und ist die gesamte Dekade über rückläufig. Lediglich 1980 befand es sich kurzzeitig unterhalb des aktuellen Niveaus (Chart nächste Seite).

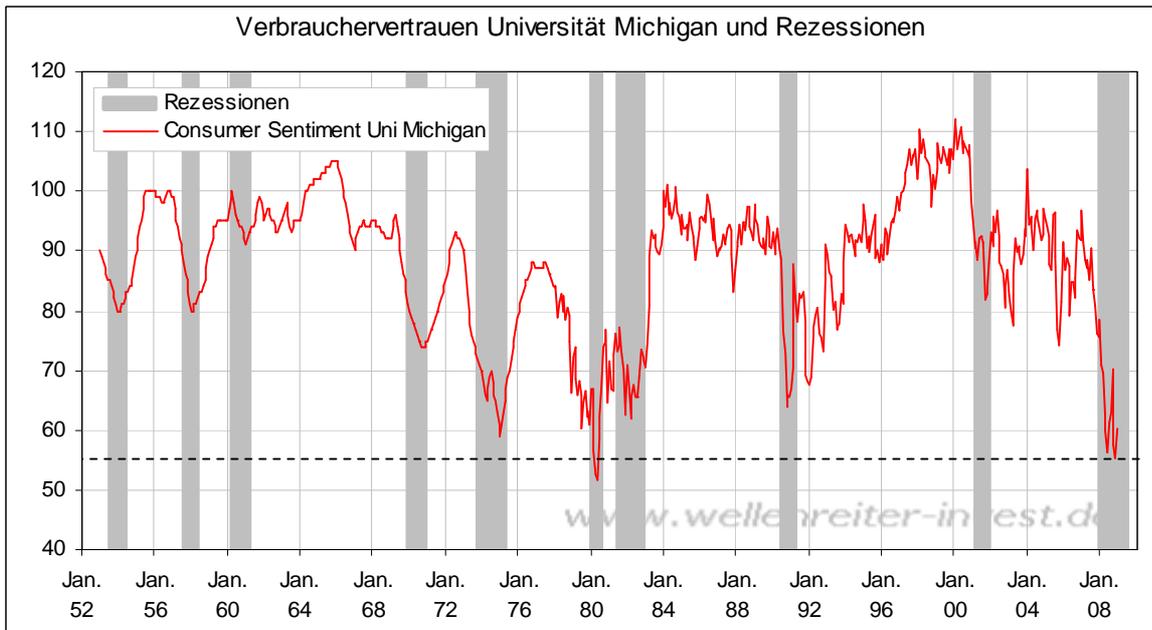


Abb. 21: Verbrauchervertrauen Universität Michigan seit 1952

Die US-Arbeitslosenquote zeigt jüngst einen starken Anstieg, befindet sich aber im historischen Vergleich auf einem mittleren Niveau. Hier zeigt sich noch keine Krise, die historische Dimensionen besitzt.

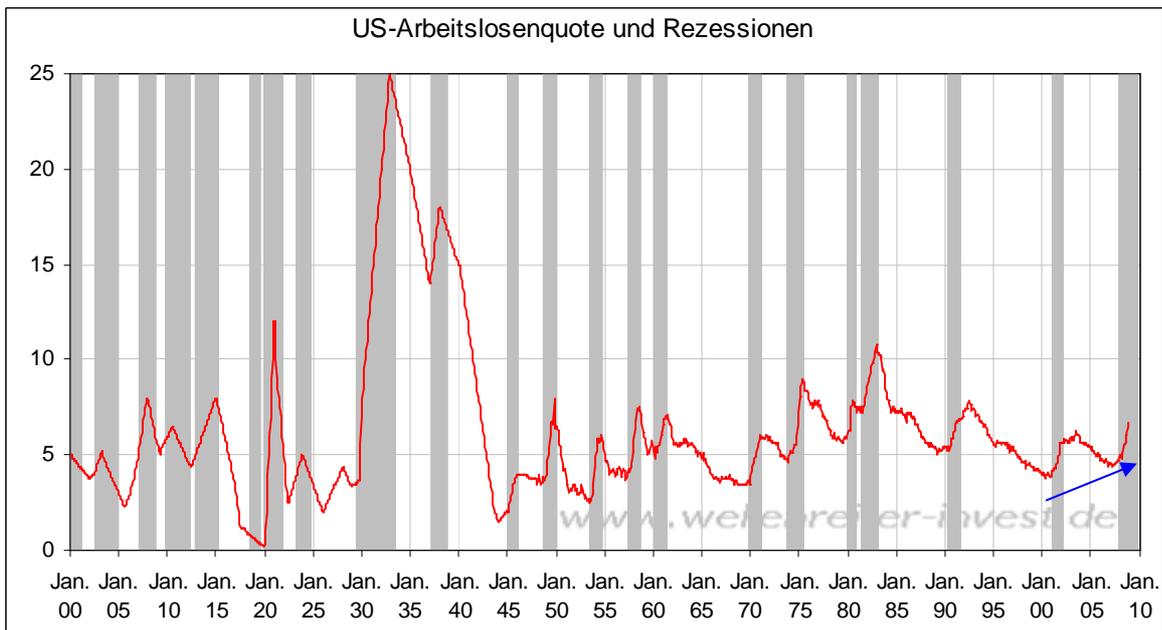


Abb. 22: US-Arbeitslosenquote seit 1900

Die Arbeitslosigkeit ist üblicherweise am Ende einer Rezession am größten, da sie ein nachlaufender Indikator ist. Ein weiterer Anstieg der Arbeitslosenquote ist für 2009 zu erwarten. Der blaue Pfeil unterstreicht, dass sich seit Beginn dieser Dekade in den USA eine Trendumkehr zu höheren Arbeitslosenzahlen entwickelt hat. Der Ruf der Entscheidungsträger nach „mehr Staat“ ist in einer solchen Phase verständlich. Der natürliche Zyklus lässt sich jedoch kaum beeinflussen.

Weitere geldpolitische Maßnahmen kommen von der US-Notenbank. Das Leitzinsniveau wurde im Dezember 2008 auf eine Spanne von 0 bis 0,25 Prozent abgesenkt.

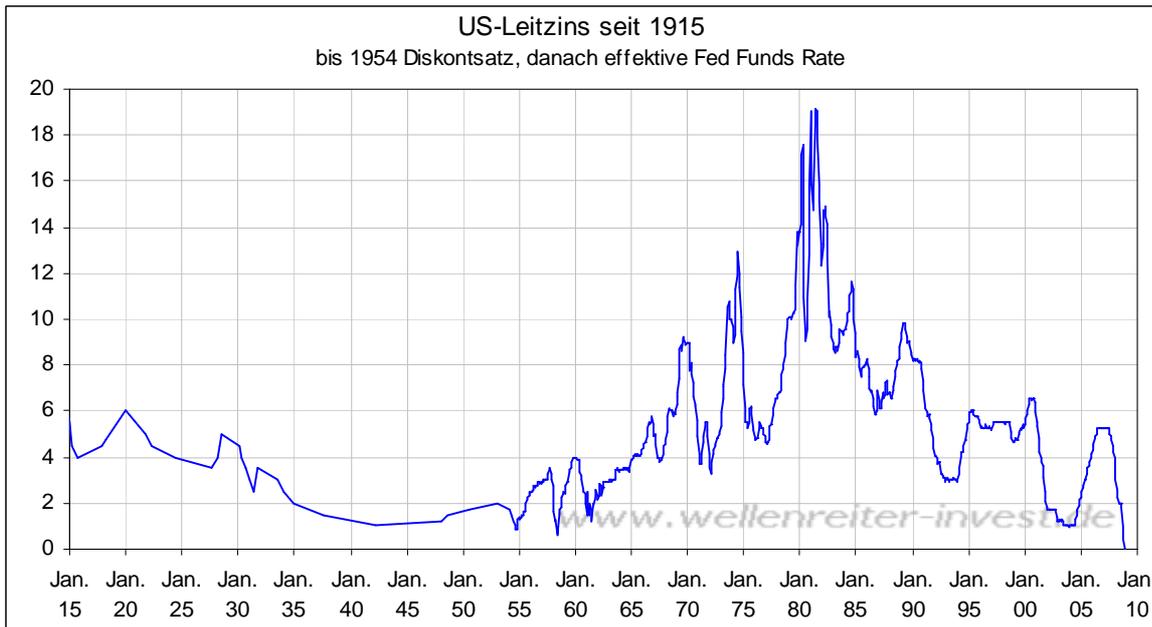


Abb. 23: US-Leitzinsniveau seit 1915

Das bedeutet das niedrigste Niveau seit Gründung der Fed im Jahr 1913. Ideal wäre in deflationären Zeiten die Möglichkeit, einen Zinssatz unter Null verlangen zu können. Eine Inflationsrate von -3% und ein Zinssatz von -1% würden noch immer einen Realzinssatz von plus 2% ergeben. Aber das ist nicht möglich, weil Bargeld und auch Gold einen nominalen Zinssatz von 0% garantieren. Der Realzins würde bei einer Anlage in Bargeld und Gold bei 3% liegen. Da investiert der Anleger sein Geld lieber in Bargeld oder Gold. Da ein Zinssatz unter Null aus den beschriebenen Gründen nicht verlangt werden kann, lassen sich Zentralbanker andere Konstrukte einfallen, mit denen sie glauben, die Märkte auch in Zeiten einer Deflation steuern zu können. Was die US-Fed glaubt tun zu können, hat der aktuelle Fed-Präsident Ben Bernanke im Jahr 2004 – gemeinsam mit zwei weiteren Autoren – beschrieben. Die Analyse „Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound“ (geldpolitischen Alternativen im Rahmen einer Nullzinspolitik) ist hier verfügbar: <http://tinyurl.com/7ykarv>.

Danach bleiben den Zentralbanken drei Möglichkeiten:

- a. die Kommunikations-Politik, um die öffentlichen Erwartungen zur Zinspolitik zu formen („solange Deflation herrscht, bleibt Leitzins bei null“)
- b. die Ausweitung der Fed-Bilanzsumme („Quantitative Easing“)

c. die Veränderung der Fed-Bilanz-Zusammensetzung, indem z.B. US-Anleihen am langen Ende gekauft werden, um die langfristigen Zinsen zu reduzieren

Zu a.

Die Fed hat sich in ihrer Dezember-2008-Sitzung verbal zu einer quasi unbegrenzten Nullzins-Politik verpflichtet. Bernanke beschreibt in seiner damaligen Analyse, dass es sehr wichtig ist, dass der Markt einer solchen Aussage Glauben schenkt. Wie wir noch sehen werden, ist der Markt von einer Fortdauer der Nullzins-Politik – englisch ZIRP („Zero Interest Rate Policy“) – nicht hundertprozentig überzeugt.

Zu b.

Das Quantitative Easing bedeutet eine Ausweitung der Bilanzsumme z.B. durch Käufe im „offenen Markt“. Sogenannte „Open-Market-Operations“ sind das übliche Mittel der Fed, um den Leitzins dort zu halten, wo er laut Fed-Politik sein soll. Weitet die Fed die Käufe über den Punkt hinaus aus, der zur Beibehaltung des Leitzinses notwendig ist, spricht man von einem „quantitativen Easing“, zu deutsch etwa „mengenmäßige Lockerung der Geldpolitik“. Mit einer solchen Maßnahme wird dem Finanzsystem zusätzliche Liquidität zugeführt. Wie der folgende Chart zeigt, ist die Bilanzsumme der FED jüngst von 900 auf 2.200 Mrd. US-Dollar explodiert.

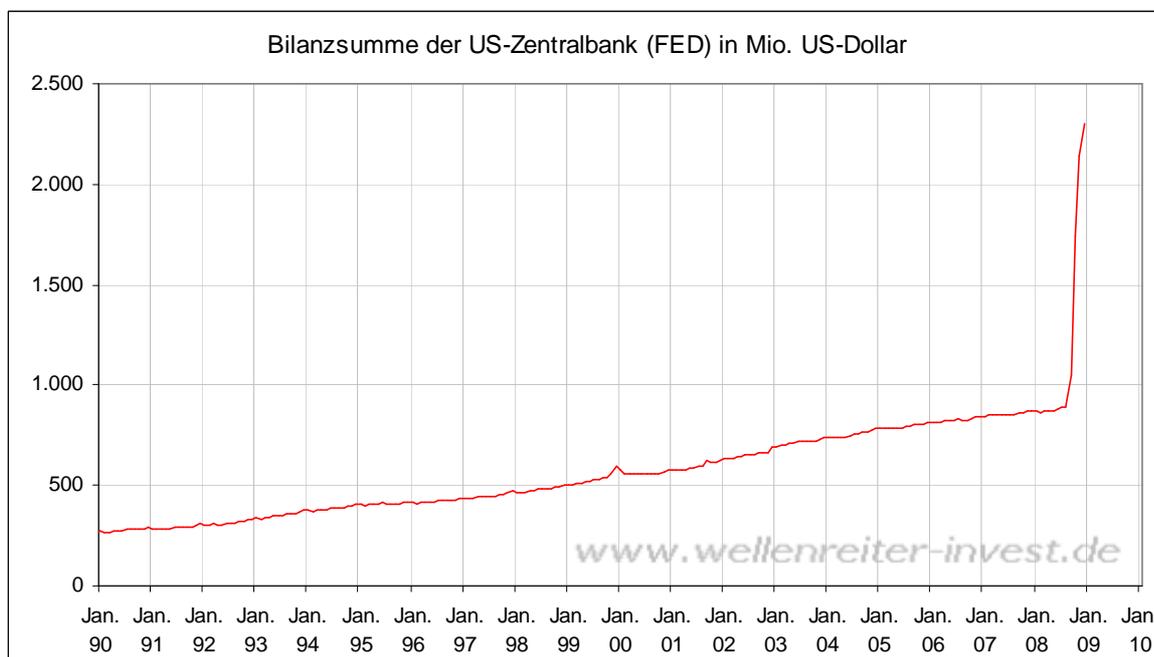


Abb. 24: Bilanzsumme US-Zentralbank

Das bedeutet, dass der zweite Punkt ebenfalls konsequent umgesetzt wird.

Zu c.

Dies ist deshalb ein sehr interessanter Punkt, da Bernanke in dem Papier aus dem Jahr 2004 offen mit dem Gedanken spielt, die Zinssätze der US-Staatsanleihen am langen Ende durch Aufkäufe von US-Bonds nach unten zu drücken. Er hat eine solche Maßnahme im November und im Dezember 2008 wiederholt öffentlich als „zukünftig möglich“ beschrieben. Seit diesem Zeitpunkt fallen die Renditen auch der Anleihen am langen Ende deutlich.

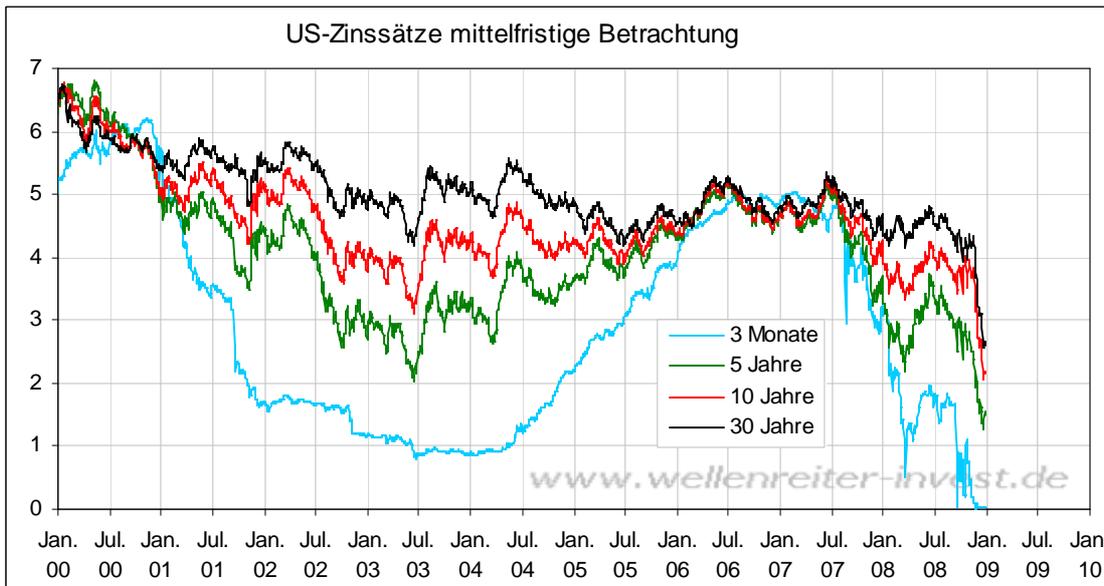


Abb. 25: US-Zinssätze seit 2000

Man könnte hier fast von einem „Bernanke-Put“ für Anleihen sprechen. Das Risiko, Staatsanleihen aller Laufzeiten zu kaufen, ist so lange gering, so lange die Fed ihre schützende Hand über die Anleihen hält. Ziel einer solchen Aktion ist u.a. die Unterstützung des US-Hausbausektors durch die Bereitstellung von Krediten zu niedrigen Zinsen.

In der Analyse aus dem Jahr 2004 spricht Bernanke einen Punkt an, der über den Kauf von lang laufenden Anleihen hinausgeht. Es ist die Überlegung, eine Obergrenze für den Zinssatz von US-Anleihen einzuführen. Dies wäre für die USA übrigens nichts Neues. Bernanke zitiert die in den Jahren 1942 bis 1951 bei den Long-Bonds gültige Obergrenze von 2,5 Prozent. Er beschreibt, dass diese Obergrenze mit einer verhältnismäßig geringen Anzahl von Interventionen gehalten werden konnte.

Der Zinssatz für 30jährige US-Bonds notiert momentan bei 2,62 Prozent. Man benötigt nicht viel Phantasie, um sich vorzustellen, dass Bernanke wiederum eine Obergrenze von 2,5 Prozent anstrebt. Das würde erstens bedeuten, dass er sein Ziel fast erreicht hat. Zweitens wäre der Schluss daraus zu ziehen, dass sich die US-Zentralbank vor-

stellen kann, diese Obergrenze über die kommenden Jahre - bis weit in das nächste Jahrzehnt - zu halten. Bernanke dürfte weiteren Honig für ein solches Handeln daraus saugen, dass die Aktienmärkte von 1942 bis 1946 (also kurz nach Einführung der Obergrenze) kontinuierlich stiegen.

Bernanke spricht einen weiteren interessanten Punkt an. Er beschreibt die Umstände der Amtseinführung von US-Präsident Roosevelt im Januar 1933. Im Verlaufe des Jahres 1933 verschwand die extreme Deflation. Die Inflation kam zurück, die Aktienmärkte stiegen deutlich an und der Wirtschaftsaufschwung gewann an Fahrt. Der überraschend starke Aufschwung rührte laut Bernanke von einer starken Geldmengenausweitung her, die wiederum auf die deutliche und von Roosevelt durchgeführte Abwertung des US-Dollars zurückzuführen war. Der Realzins fiel, als die Wende von der Deflation zur Inflation kam. Bernanke schreibt, dass der Schlüssel zu diesem plötzlichen Umschwung darin zu sehen ist, dass die Öffentlichkeit die Roosevelt'sche Politik als einen „Regime Change“ begriff. Zitat: „Roosevelt demonstrated clearly through his actions that he was committed to ending deflation and “reflating” the economy.“

Der frisch gewählte US-Präsident heißt Barack Obama. Er zeigt momentan – genauso wie Roosevelt - den klaren Willen, die US-Wirtschaft zu reflationieren. Auch verbindet die Öffentlichkeit das Wort „Change“ bereits seit einiger Zeit mit Barack Obama. Bernanke setzt offensichtlich deutlich auf den „Roosevelt-Effekt“. Möglicherweise kann ein solcher Effekt kurzfristig wirken. Jedoch hat Obama gegenüber Roosevelt von Beginn an einen Nachteil: Betrug die Staatsverschuldung zu Roosevelts Amtseinführung etwa 40 Prozent vom US-BIP, so beläuft sie sich aktuell auf 80 Prozent.

Die Fed folgt momentan dem Drehbuch Bernankes aus dem Jahr 2004 konsequent. Der „Change“-Effekt kann – analog zu Roosevelt – durchaus positive Folgen für die Aktienmärkte haben. Das Plus von Obama ist hingegen seine hohe Popularität, in den Medien wird er bereits wie ein erfolgreicher Popstar gefeiert, auch wenn er selbst noch keinen einzigen Hit hatte. Die globale Popularität begründet sich auch nach den Sehnsüchten der Menschen in der Post-Bush-Ära nach Führung und nach dem „alten Amerika“ der Nachkriegsgeschichte. „Yes we can“ ist das Motto Obamas, der damit eine Aufbruchsstimmung induzieren kann. Die historisch hohe Verschuldung zeigt aber an, dass er einen neuen nachhaltigen Boom nicht bewerkstelligen kann.

Das US-Geldmengenwachstum (M2) hat sich jüngst beschleunigt, befindet sich aber noch unterhalb der Zuwachsraten der 70er Jahre und von Beginn dieser Dekade.

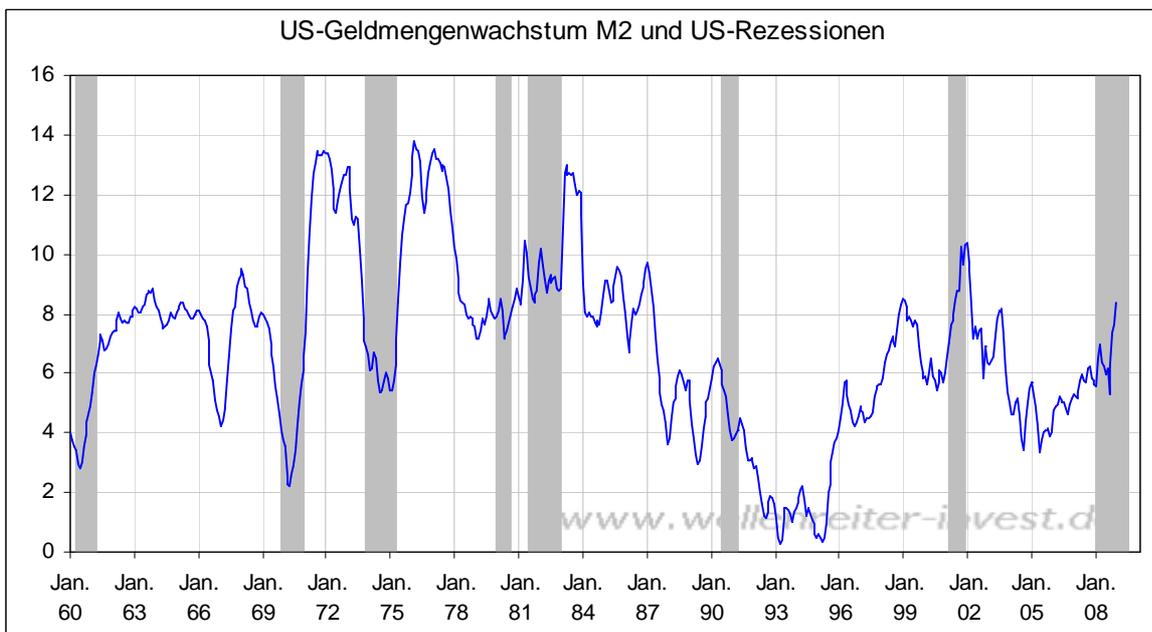


Abb. 26: US-Geldmengenwachstum

Ein höheres Geldmengenwachstum konnte man zuletzt 2001/02 beobachten. Das starke Wachstum war die Vorstufe der Bodenbildung bei den Aktien ab Juli/Oktober 2002. Starkes Geldmengenwachstum kann dann inflationsfördernd wirken, wenn gleichzeitig die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes steigt ($\text{Inflation} = \text{Geldmenge} \times \text{Umlaufgeschwindigkeit}$). Anzeichen für eine Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit sind derzeit nicht erkennbar.

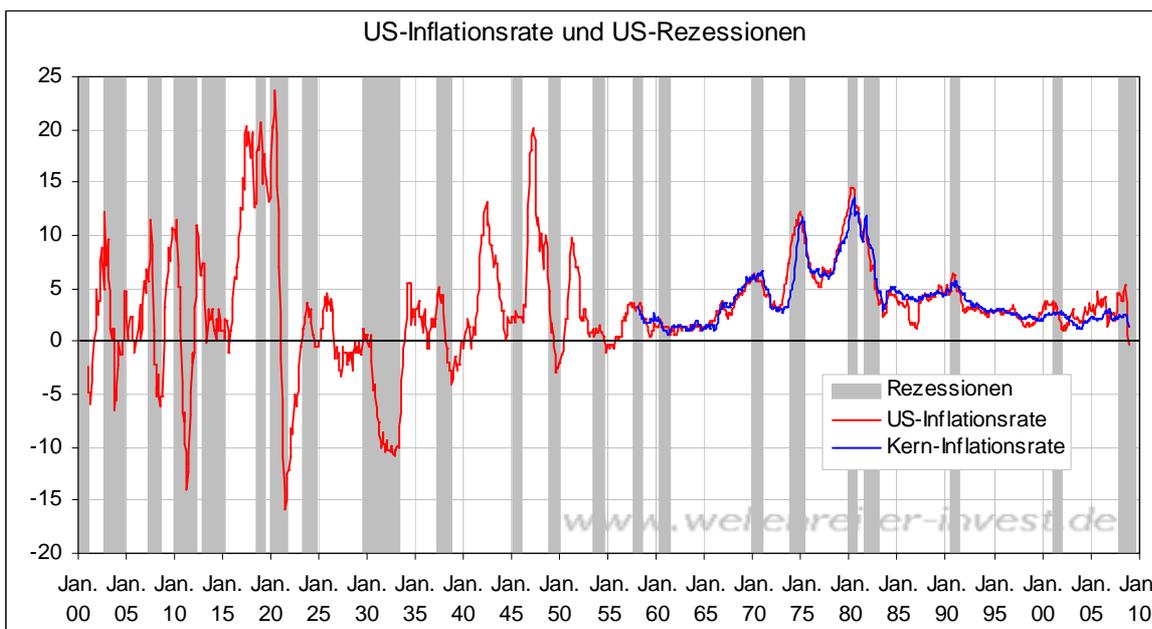


Abb. 27: Inflationsentwicklung seit 1900 (Kerninflationsrate seit 1957)

Insgesamt ist seit 1980 ein Abwärtstrend der Inflationsrate erkennbar. Die damit verbundene Gefahr des Absinkens in die Deflation trieb Ben Bernanke 2004 zu der oben erwähnten Analyse an. Die Kern-Inflationsrate (Teuerungsrate ohne Lebensmittel und Energie) verläuft wie eine geglättete Inflationsrate, macht aber die größeren Bewegungen fast eins zu eins mit. Eine leichte Zeitverzögerung ist erkennbar.

Die US-Inflationsrate dürfte im ersten Halbjahr einen negativen Wert erreichen, so dass das Thema Deflation in den Medien in den ersten Monaten 2009 präsent sein wird. Beispielhaft kann die Entwicklung von Kupfer von 1929 bis 1933 erwähnt werden. Damals fiel der Kupferpreis um 75%. Allein im Jahr 2008 ist Kupfer um 60% gefallen. Ein solch scharfer Preisrückgang in so kurzer Zeit führt zu einer deflatorischen Phase.

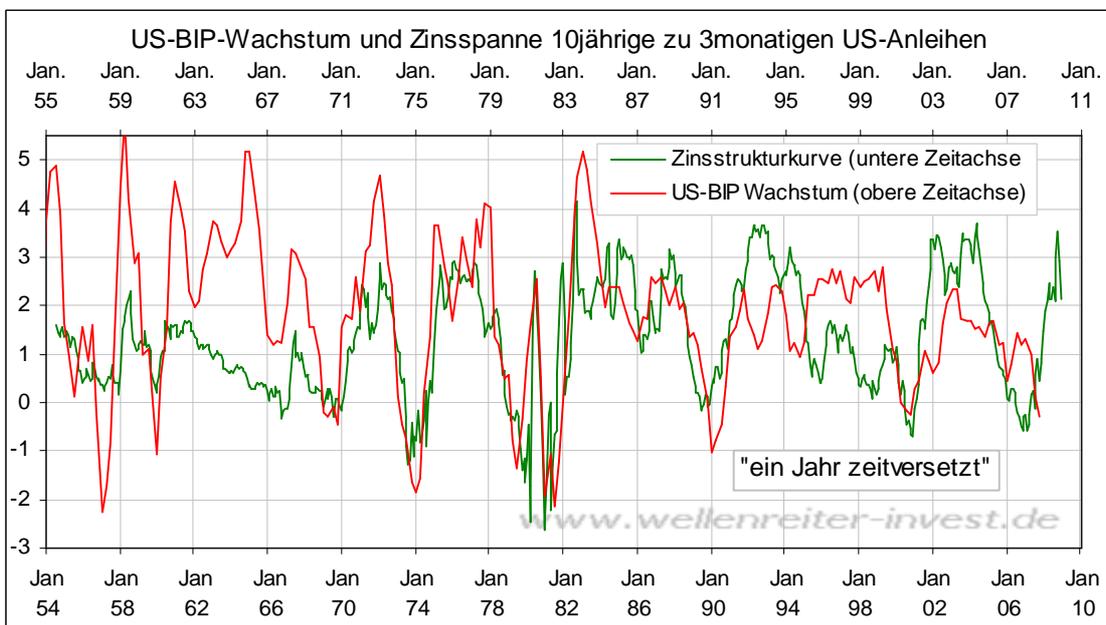


Abb. 28: Zinsstruktur als Taktgeber des US-BIP-Wachstums

Ein Hoffnungsschimmer für das Gelingen der Reflationspolitik bietet der obige Chart. Er zeigt den Zusammenhang zwischen der US-Zinsstrukturkurve und dem US-BIP-Wachstum. In den vergangenen 50 Jahren signalisierte eine steiler werdende US-Zinsstrukturkurve immer auch ein Anziehen des US-BIP. Dieses setzte etwa ein Jahr nach dem Tief der Zinsstrukturkurve ein. Die Rückkehr zu Wachstum wäre zu erwarten, vorausgesetzt, das Vertrauen der Investoren kehrt zurück. Wir werden auch in den nächsten Kapiteln auf die Möglichkeiten zu Reflationierung eingehen.

Die Zinsstrukturkurve hat bereits wieder gedreht. Die Kurve fällt, weil die Zinsen am langen Ende deutlich zurückkommen.

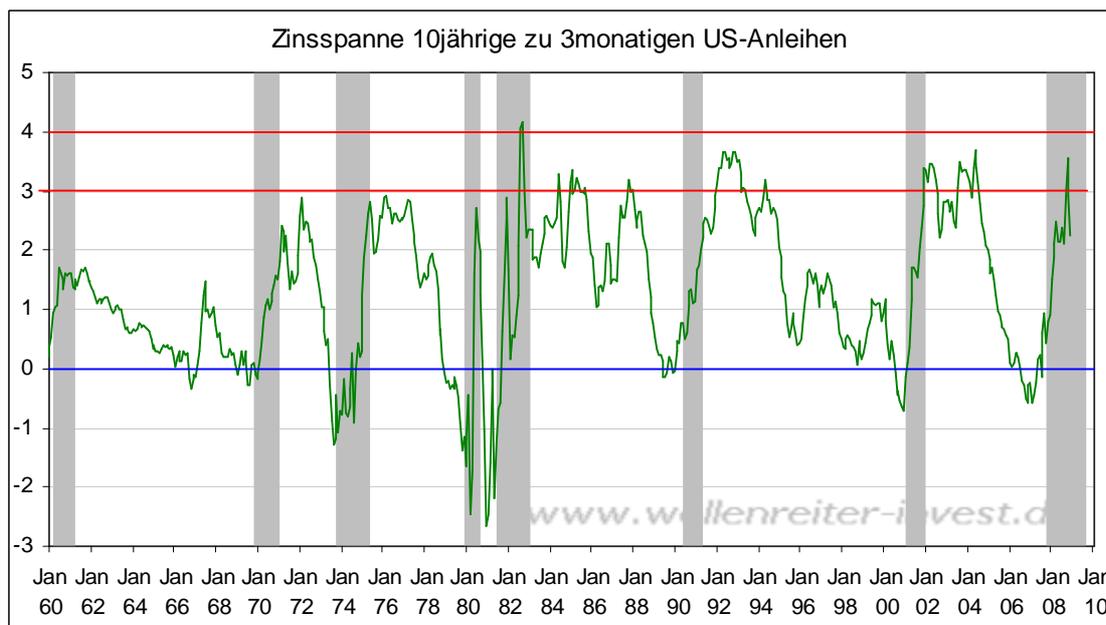


Abb. 29: Zinsspanne 10jährige zu 3monatigen US-Anleihen

Eine Verengung der Zinsspanne kommt meist dadurch zustande, dass die Zinsen am kurzen Ende stärker steigen als die Zinsen am langen Ende. Eine solche Bewegung beschreibt einen echten Aufschwung nach einer Rezession. Aktuell ist es anders: Die Zinsspanne verringert sich, weil die Zinsen am langen Ende fallen und nicht, weil die Zinsen am kurzen Ende steigen. Ein Anstieg der Zinsen am kurzen Ende dürfte aber zunächst – durch die Anti-Deflations-Politik der Fed – ausgeschlossen sein. Sollte die Zinsen am langen Ende jedoch weiter fallen, wird sich die Zinsspanne weiter verringern.

Fazit: Bernankes Arbeitspapier wird momentan von der FED abgearbeitet. Es ist eine theoretische Arbeit, die nun den Praxistest erfährt. Bis dato ist erkennbar, dass sich einige Stressindikatoren auf dem Rückzug befinden, das Vertrauen im Bankensektor ist jedoch noch nicht wieder vorhanden. Daher strahlen die Impulse der FED über die Banken als Kreditvergeber noch nicht positiv in die Wirtschaft aus. Der natürliche Zyklus der Blasenentwicklung unterstellt, dass von Seiten der Banken positive Impulse im ersten Halbjahr 2009 ausbleiben werden. Ob Bernanke mit Hilfe des Hoffnungsträgers Barack Obama den „Change“ von Deflation (Fallende Aktien, fallende Rohstoffe, steigende Anleihen) zu Reflation (Steigende Aktien, steigende Rohstoffe, fallende Anleihen) zu einem früheren Zeitpunkt vollziehen kann, ist das Experiment mit offenem Ausgang. Die Frage nach dem „Wann“ des Wechsels im Marktverhalten wird aber nachfolgend auch unter zyklischen Entwicklungen untersucht und abschließend versucht zu beantworten.

3. Der Anleihemarkt

Herr Quant verfügt über viel Geld und erzielt darauf jährlich eine Rendite von 5 Prozent. Das Bankhaus Goldman Brothers verfügt über wenig Geld. Es möchte sich bei Herrn Quant Geld leihen. Warum sollte Herr Quant dem Bankhaus Geld leihen? Und zu welchen Konditionen? Herr Quant rechnet: Er ist nur bereit, dem Bankhaus Geld zu leihen, wenn seine Rendite um 3 Prozentpunkte über seiner aktuellen Rendite liegt. Das wären Summa Summarum 8 Prozent. Hinzu kommt seine Unsicherheit im Bezug auf die Bonität von Goldman Brothers. Dafür setzt er nochmals 3 Prozentpunkte an. Herr Quant teilt Goldman Brothers mit, dass er bereit ist, ein Teil seines Kapitals für einen Zinssatz von 11 Prozent zu verleihen. Goldman Brothers teilen Herrn Quant mit, dass sie unter diesen Umständen von einem Kreditgeschäft absehen.

Im Zuge der Finanzkrise fällt die Rendite von Herrn Quant auf 1 Prozent. Er hat sich verzweifelt umgeschaut: Kein Markt verspricht derzeit eine höhere Rendite. Er sendet Goldman Brothers eine E-Mail und teilt ihnen mit, dass er bereit ist, das benötigte Kapital zu einem Zinssatz von nur fünf Prozent zu verleihen. Goldman Brothers reagieren jedoch auf diese Nachricht nicht mehr. Sie haben sich bereits zu null Prozent Kapital bei der US-Zentralbank geliehen. Auf beiden Seiten (Kreditgeber und Kreditnehmer) herrscht das ökonomische Prinzip vor: Der Kreditgeber will aus einem fixen Betrag den maximalen Gewinn herausholen, während der Kreditnehmer eine Kreditfinanzierung mit möglichst geringen Kosten anstrebt. Die Zentralbanken versuchen aktuell, dieses rationale Handeln auf ein niedrigeres Niveau herunterzubringen, indem sie Geld zu einem geringen Zinssatz oder zu einem Nullzins anbieten. Insgesamt scheint diese Strategie aufzugehen. Das überraschende: Sogar der Kreditgeber kommt dabei – trotz fallender Nominalzinsen – gut weg (dazu nachfolgend mehr).

Trotz Zinsverböten in der Bibel und entsprechender Verbotsdekrete diverser Päpste gilt der Zins (als Entgelt für das Verleihen von Geld und für den Ausgleich der Opportunitäts- und Risikokosten) als eine wichtige Errungenschaft, ohne die das Wachstum der Menschheit (ob agrartechnisch, industriell, städtebaulich, öffentlich oder im Dienstleistungssektor) schlichtweg nicht möglich gewesen wäre. Mit Ausnahme einiger weniger Jahre um das Jahr 1980 herum bewegten sich die Zinsen am langen Ende nominal zwischen 2 und 8 Prozent. Das sind Werte, die einerseits nicht zu hoch sind, um Investitionen abzuwürgen, aber auch nicht zu niedrig sind, um den Anreiz zum Verleihen von Geld zu zerstören.

3.1 Entwicklung der Renditen am langen Ende

Der 30-Jahres-Zyklus bei Anleihen ist einer der stabilsten Zyklen der Börsengeschichte. Hochs und Tiefs wechseln sich seit 200 Jahren in regelmäßiger Reihenfolge ab. Die 10-jährigen US-Staatsanleihen haben trotz des historischen Zinsrutsches in diesem Jahr noch kein historisches Zinstief erreicht. Das historische Zinstief wurde mit 1,67 Prozent im Jahr 1945 erzielt. Dieses Niveau ist als langfristiges Unterstützungsniveau anzusehen.



Abb. 30: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800

Insofern scheint noch ein gewisses Restpotential für den Renditerutsch vorhanden zu sein. Die aktuelle Beschleunigung in einem langfristigen Trend sollte die Endphase der Abwärtsbewegung darstellen, wobei Tiefs sich üblicherweise über einen längeren Zeitraum ausbilden. Der Direktkauf von Anleihen am langen Ende durch die Fed oder gar die Festlegung einer Zinsobergrenze – beides geschah in den 40er Jahren (siehe roten Pfeil) - ist üblicherweise ein Zeichen, dass sich die Zinsen nahe einem Tief befinden.

Ergänzt man diese US-Betrachtung um weitere Industrieländer, so wird deutlich, dass sich die nominalen Zinsen seit den 80er Jahren weltweit im Rückwärtsgang befinden.

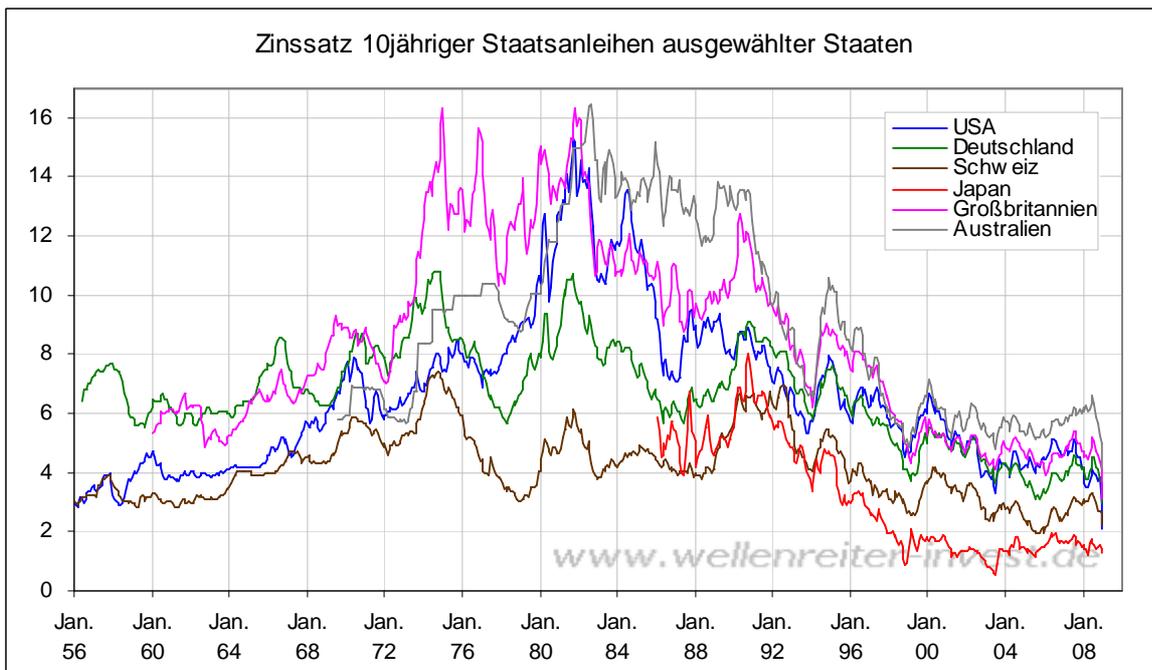


Abb. 31: nominaler Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten

Betrugen die nominalen Zinsdifferenzen in den 70er und 80er Jahren bis zu 10 Prozent, so ist die Spanne zwischen den großen Industrieländern auf aktuell unter drei Prozent geschrumpft (größte Spanne zwischen Japan und Australien). Auffällig ist die aktuell die positive Divergenz Japans, dort wurde in diesem Jahr kein neues Zinstief erreicht. Eine solche Divergenz ist als erster Hinweis zu sehen, dass das „Mutterland“ der Deflation langsam vor einem Trendwechsel am Anleihemarkt stehen dürfte. Wie der folgende Chart zeigt, ist die Zinsspanne auch unter Einbeziehung der jeweiligen Inflationsraten enger zusammen gerückt. Auf dem nächsten Chart ist der Realzins dargestellt.

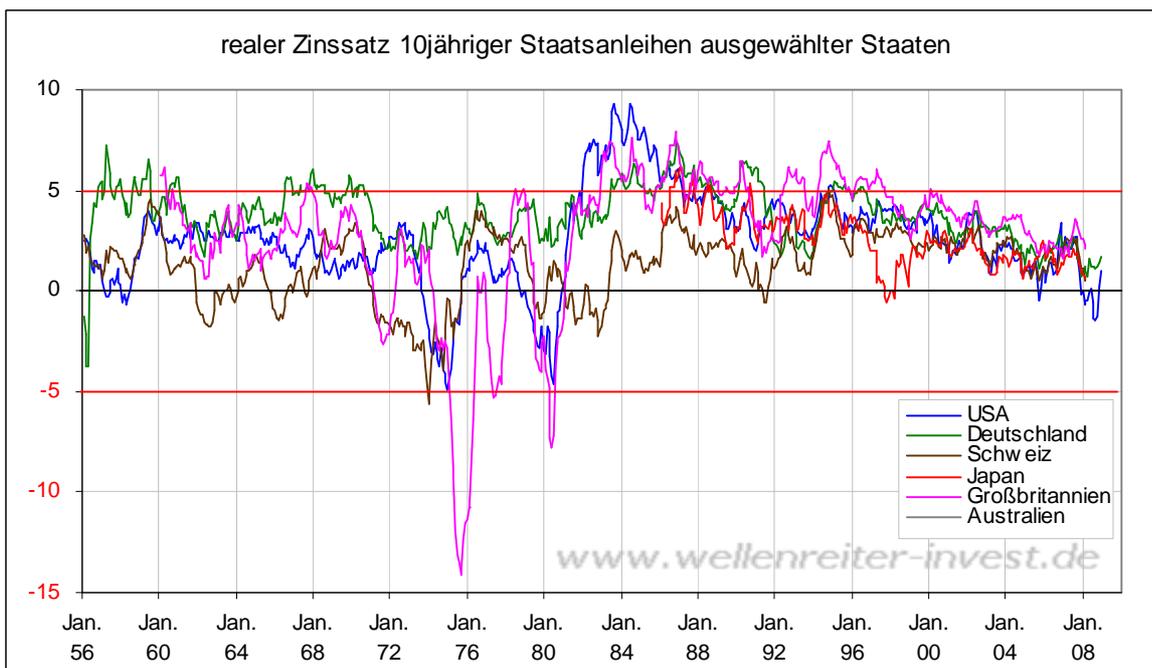


Abb. 32: realer Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten

Die Realrendite bewegt sich üblicherweise zwischen null und fünf Prozent. Nur in den 70er Jahren (dort vor allen Dingen in Großbritannien, den USA und in der Schweiz) entwickelte sich der Realzins teilweise negativ. Aktuell bewegen sich die Realzinsen wieder aus dem negativen Bereich heraus. Dies ist der sich verschärfenden Deflation zu verdanken. Die Abwärtsbewegung der Teuerung ist derart stark, dass sogar der Aufwärts-Crash in den Anleihen gerechtfertigt ist. Bei einer aktuellen US-Inflationsrate um Null und einem Zinssatz von 2 Prozent in den 10jährigen US-Anleihen erhalten die Investoren real zwei Prozent Rendite. Noch im August 2008 war die Realrendite in den USA mit 1,5% im Minus. Übrigens: Geradezu paradiesisch ging es für Käufer von US-Anleihen in der großen Depression zu. Zwischen 1931 und 1933 schwankte die reale Rendite zwischen 10 und 14 Prozent (4 Prozent Zinsen plus 10 Prozent Reduzierung der Lebenshaltungskosten). Die Kehrseite ist natürlich die, dass eine Wirtschaft nur dann ausreichend stimuliert werden kann, wenn die Realrendite möglichst gering ist.

Im Jahresausblick 2008 hatten wir für den Herbst 2008 ein Zinstief prognostiziert. Aktuell befindet sich der Zinssatz für 30jährige US-Anleihen bei 2,6 Prozent. Die Historie zeigt, dass lang laufende US-Anleihen üblicherweise nahe dem Ende einer Rezession ein Hoch (= Zinstief) erreichen. Da wir nicht davon ausgehen, dass die Rezession bereits Ende 2008 beendet wurde, bedeutet dies, dass das aktuelle Zinstief in 2009 unterboten werden sollte. Allerdings muss dies nicht zu Beginn des Jahres geschehen. Anleihen haben die Angewohnheit, im ersten Quartal von US-Nachwahljahren nachzugeben. Ein deutlicher Anstieg ist erst wieder für das späte Frühjahr (Mai, Juni) zu erwarten.

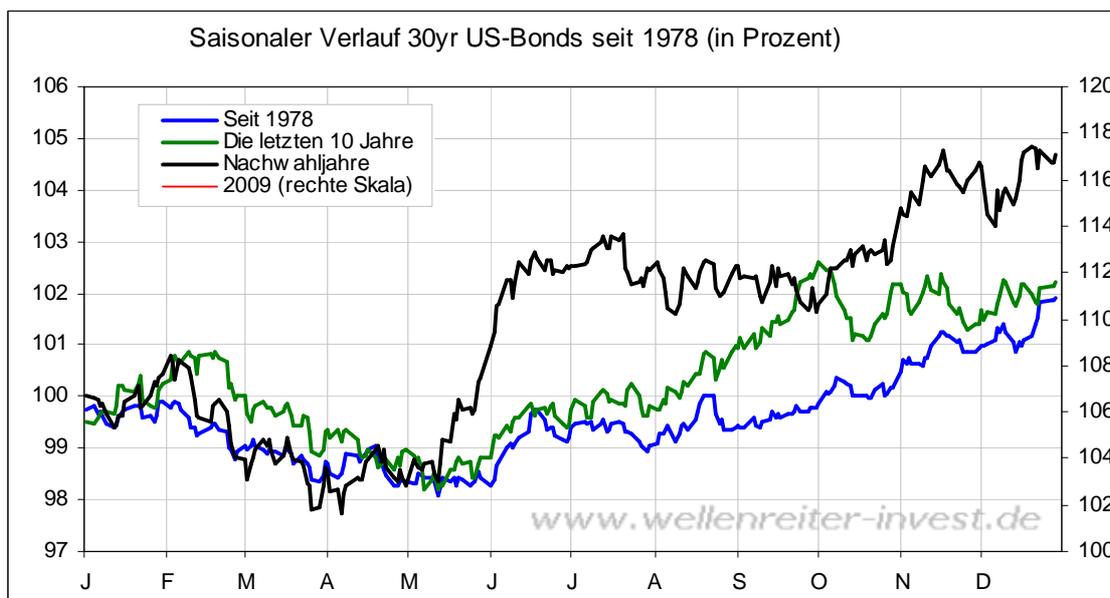


Abb. 33: Anleihen in Nachwahljahren

Üblicherweise korreliert der Anleihenmarkt in einem wirtschaftlichen Abschwungsszenario deflationärer Prägung als „Anti-Aktienmarkt“. Insofern sollte man annehmen,

dass bei einem wichtigen Aktienmarktief auch ein wichtiges Anleihenhoch beobachtet werden kann. Der Anleihenmarkt dürfte bei wichtigen Wendepunkten einen geringen zeitlichen Vorlauf aufweisen, in der Vergangenheit betrug dieser Vorlauf etwa vier Wochen (zuletzt Juni/Juli 2007).

Für 2009 bedeutet eine solche Entwicklung, dass sich der rasante Anstieg der Anleihen der letzten Monate sich allenfalls noch im Januar fortsetzen sollte. Danach sollte eine Phase der Konsolidierung einsetzen. Jedoch dürfte spätestens im Sommer ein erneuter Angriff auf die aktuellen Zinstiefs erfolgen. Eine Phase der Konsolidierung in den Anleihen würde für die Aktienmärkte aller Voraussicht nach einen positiven Effekt haben, da Kapital aus den Anleihen in Aktien rotiert werden würde. Das bedeutet, dass aus Sicht der Anleihen zwischen Januar/Februar und Mai/Juni ein positives Zeitfenster für die Aktienmärkte entstehen dürfte.

Die steigenden Zinsspreads zwischen einzelnen Mitgliedsländern der EU (hier: Deutschland und Italien) dürften in 2009 zu einer Belastung der Eurozone führen.

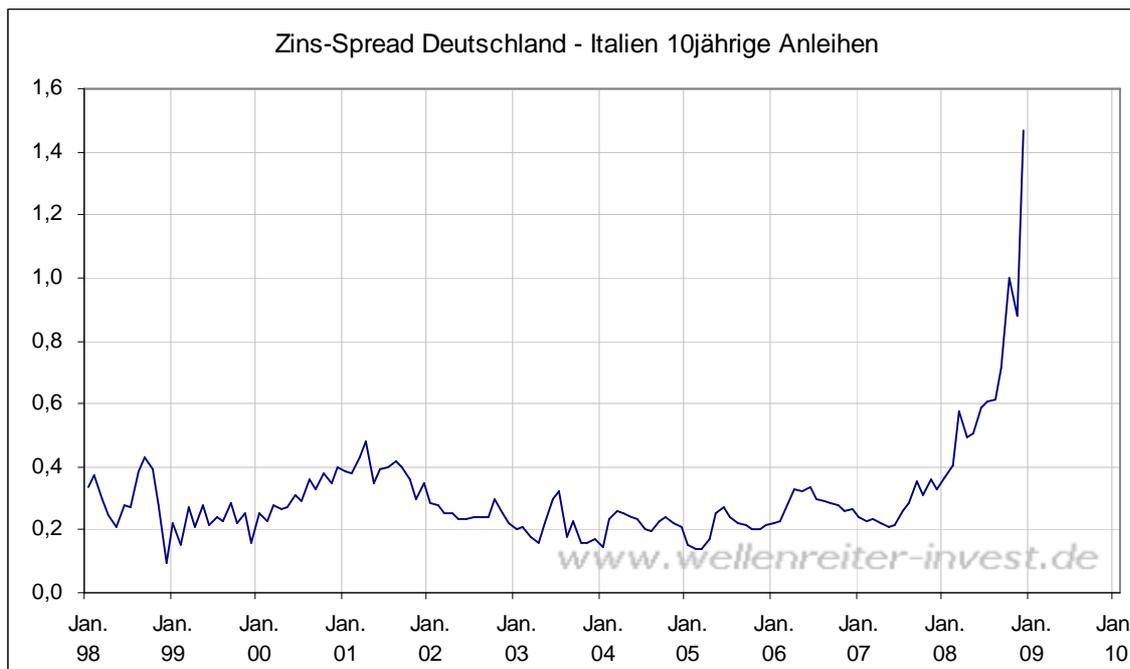


Abb. 34: Zins-Spread Deutschland - Italien

Von der Konvergenz der Jahre 1998 bis 2007 sind die Zinsspreads mittlerweile deutlich entfernt. So wie bei Einführung des Euro das Wort „Konvergenz“ ein großes Schlagwort war, dürfte sich im Jahr 2009 das Wort „Divergenz“ im Bezug auf die Euro-Region mehr und mehr durchsetzen. Insbesondere dann, wenn der Euro weiter steigen sollte, würde sich der Stress erhöhen. Die Exportwirtschaft würde abgewürgt werden. Desweiteren würde Deflation importiert werden, was die Wirtschaft weiter lähmen würde. Insofern hat die EZB ein vitales Interesse daran, dass der Euro sich nicht wesentlich aus einer Bandbreite von 1,30 bis 1,50 hinausbewegt.

Mit Blick auf die Ausweitung der Zinsspreads von Italien oder Griechenland stellt sich die Frage, wie lange sich diese Länder den Euro als Währung noch leisten können. Sollte eine Diskussion über den Ausstieg eines der beiden Länder eintreten, könnte dies eine temporäre Schwäche des Euro/US-Dollars zur Folge haben. Wir glauben allerdings nicht, dass bereits in 2009 einzelne Länder die Eurozone verlassen werden. Jedoch könnte eine solche Diskussion den Euro im ersten Halbjahr 2009 schwächen.

3.2 Entwicklung der Renditen am kurzen Ende

Die Fed hat auf ihrer Dezember-Sitzung den Leitzins praktisch auf null gesenkt und gleichzeitig angekündigt, dass sie den Zinssatz für die „vorhersehbare Zukunft“ auf null halten würde. Dies ist sehr starke Medizin; unkonditionierte Aussagen der Fed sind selten. Damit befinden sich zwei der drei großen Industrieregionen dieser Welt (USA und Japan) auf „ZIRP“-Niveau. ZIRP bedeutet „Zero-Interest-Rate-Policy“ oder „Nullzins-Politik“.

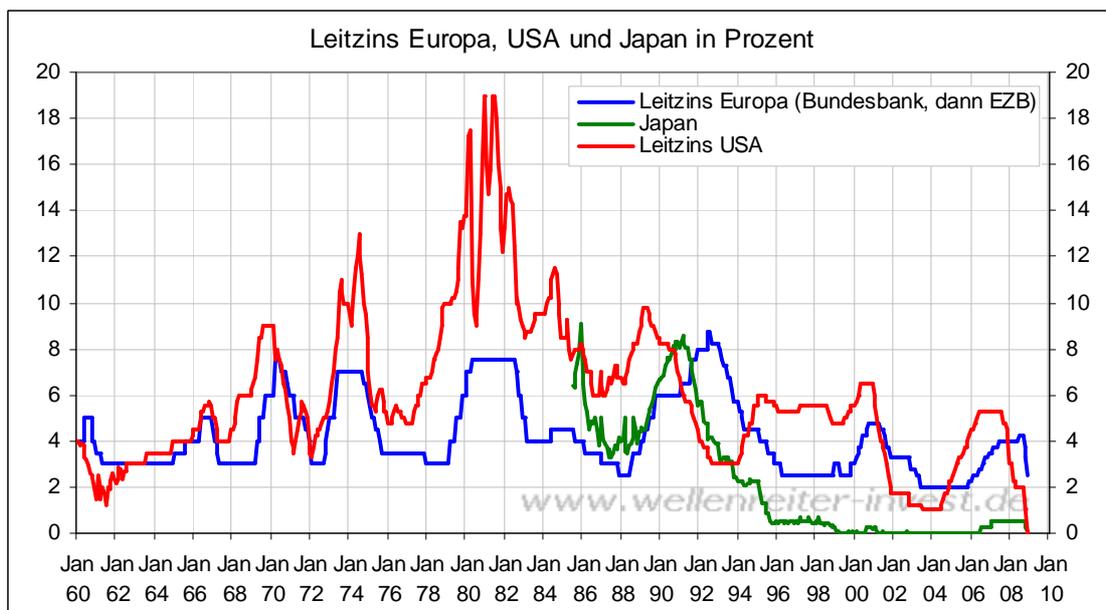


Abb. 35: Leitzinsen Europa, USA und Japan

Lediglich die EZB hält sich mit einem Zinssatz von 2,5% von der Nullzins-Politik fern. Trichet schliesst eine Null-Zinspolitik aus. Insofern ist zu erwarten, dass der Leitzins in Europa lediglich in den Bereich 1,5 bis 2 Prozent fallen wird. Damit ist die EZB – neben der chinesischen Zentralbank – die einzige bedeutende monetäre Institution, die zunächst noch weitere Zinssenkungen vornehmen kann, bevor sie Maßnahmen wie die Expansion der Bilanzsumme oder den Direktkauf von Anleihen am langen Ende in Angriff nehmen muss.

Die Fed Funds Futures spiegeln die Erwartung der Marktteilnehmer für die Entwicklung des US-Leitzinses wider.

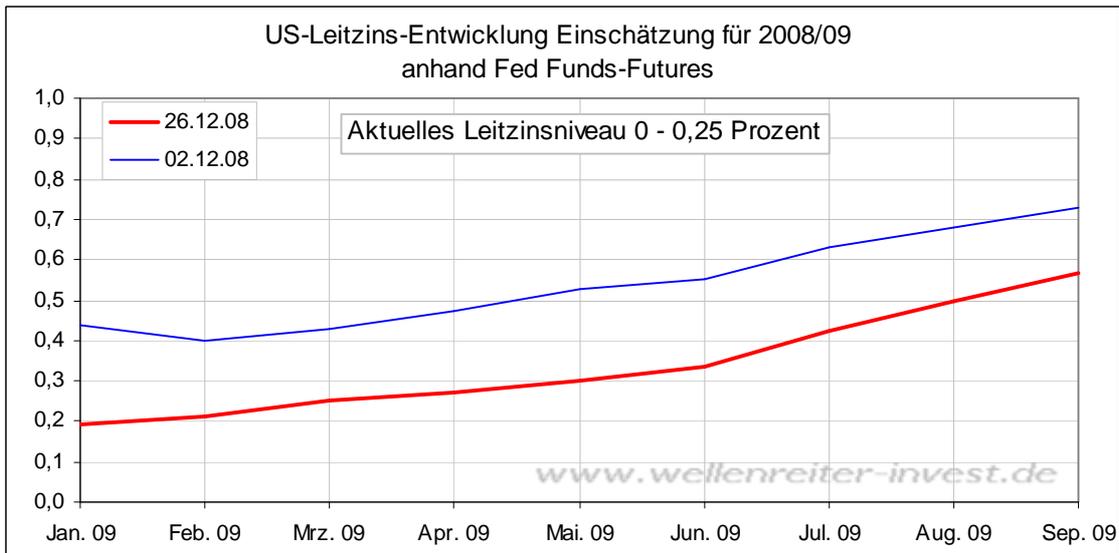


Abb. 36: Fed Funds Rate Einschätzung anhand Fed Funds Futures

Bereits für den August 2009 erwarten die Marktteilnehmer einen Zinssatz von 0,5 Prozent. Offensichtlich wird den Bekundungen der Fed zu einer dauerhaften Nullzinspolitik kein Glauben geschenkt.

Interessant erscheint auch, dass in dieser Dekade der Aktienmarkt dem US-Leitzins vorausläuft. Das bedeutet, dass die Märkte die Fed führen und nicht umgekehrt. Die Fed reagiert lediglich auf die Veränderungen.

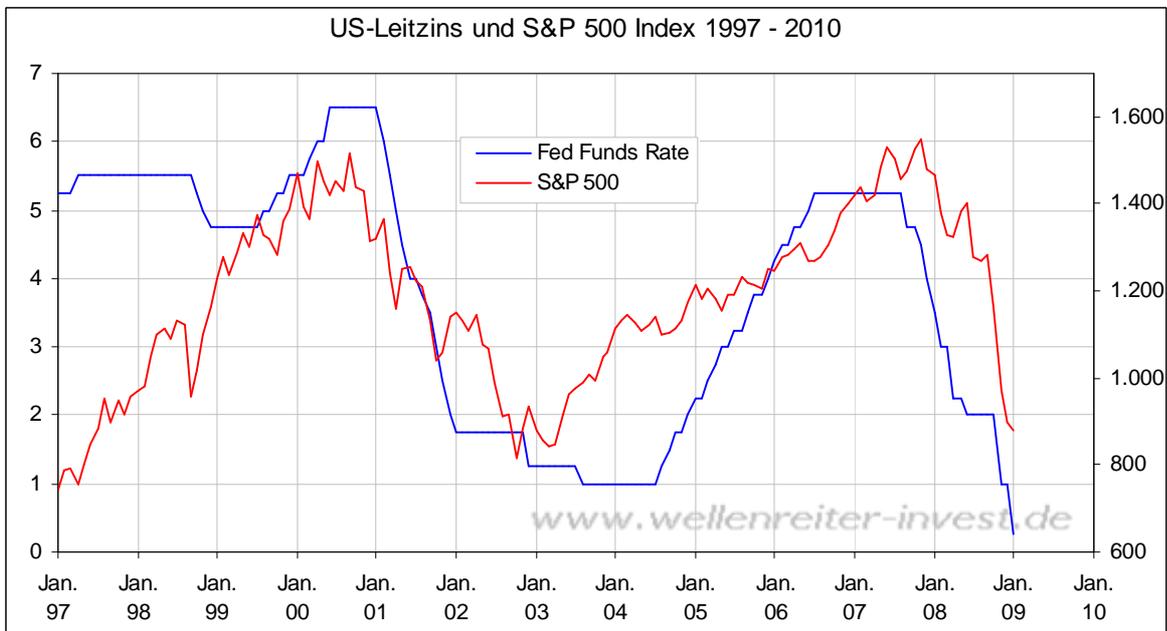


Abb. 37: US-Leitzins und S&P 500 Index

Insofern erscheint es nur logisch, dass die Fed durch die Märkte zu Zinsanhebungen gezwungen wird. Das geschieht dann, wenn sich die Reflationierungspolitik als Erfolg

erweisen sollte. Als Anzeichen dafür gilt eine positive Veränderung im Zinssatz der Drei-Monats-T-Bills (momentan beträgt dieser 0%).

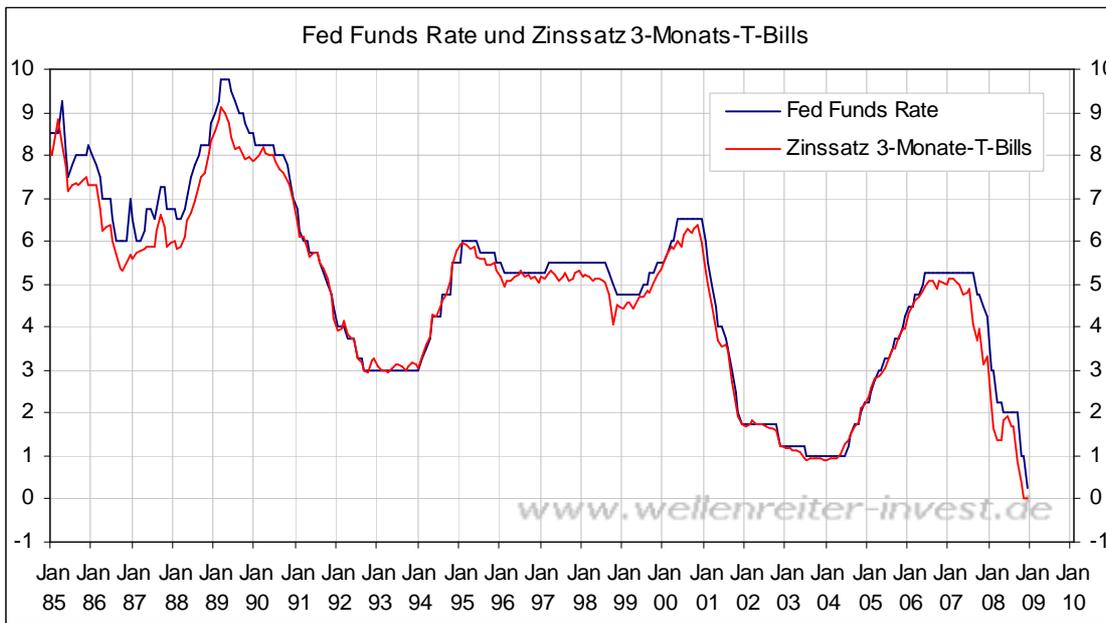


Abb. 38: Fed Funds Rate und Zinssatz 3-Monats-T-Bills

Dieser Zinssatz läuft dem US-Leitzins meist voraus. Springen die Zinsen für die Drei-Monats-T-Bills von aktuell 0 auf 0,2 oder gar 0,5 Prozent, so wäre dies ein Zeichen für die Belebung der US-Wirtschaft und auch ein Zeichen dafür, dass der US-Leitzins bald wieder angehoben werden würde.

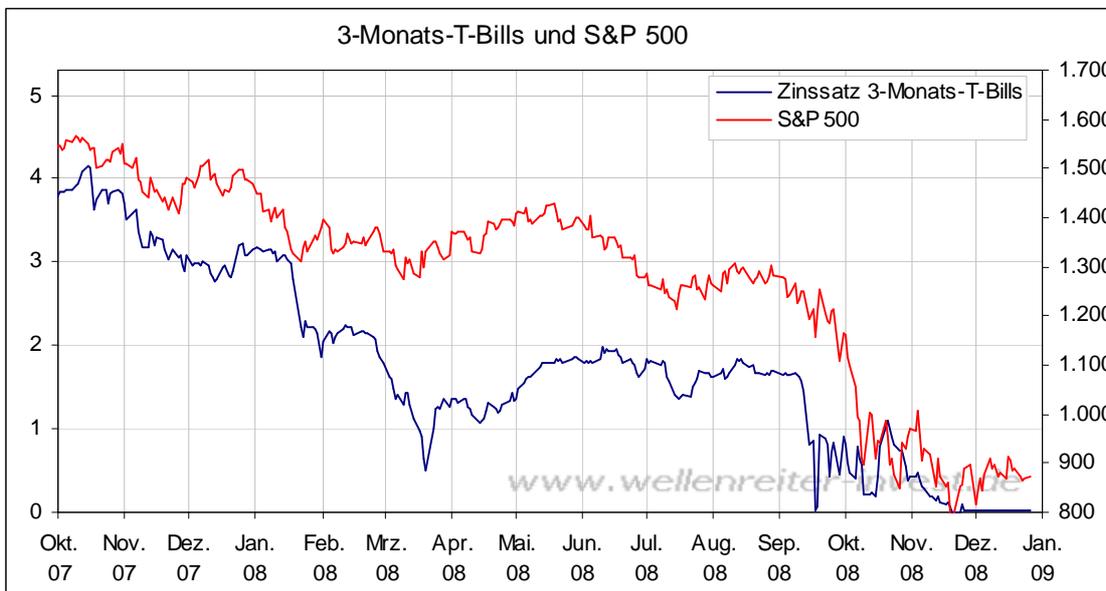


Abb. 39: Fed Funds Rate und Zinssatz 3-Monats-T-Bills

Der breite US-Aktienmarkt und der Zinssatz für 3-Monats-T-Bills entwickeln sich im Rahmen dieser Finanzkrise parallel. Ein Anstieg der Zinsen für 3-Monats-T-Bills dürfte die Aktienmärkte unterstützen.

3.3 Unternehmensanleihen und Hypothekenkredite

Die Zinssätze auf Unternehmensanleihen entwickeln sich aktuell divergent. Während sich Unternehmen mit sehr guter Bonität („AAA“) aktuell Kredite zu sehr günstigen Konditionen beschaffen können (unter 5 Prozent, günstiger war es in dieser Dekade noch nicht), müssen Unternehmen mittlerer Bonität noch immer hohe Zinsen zahlen.

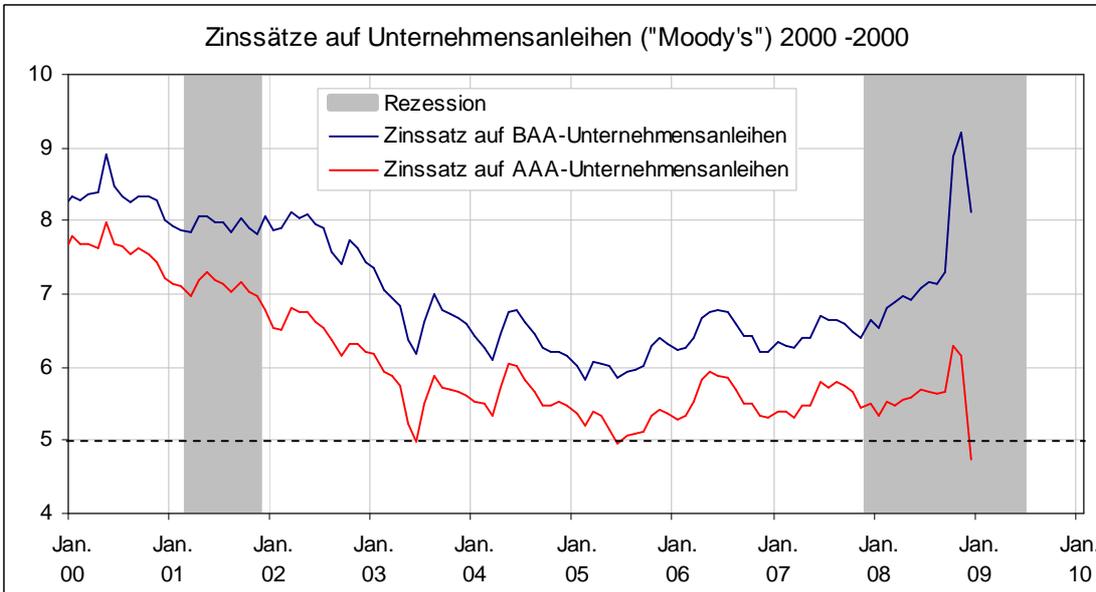


Abb. 40: Zinssätze auf Unternehmensanleihen 2000 - 2010

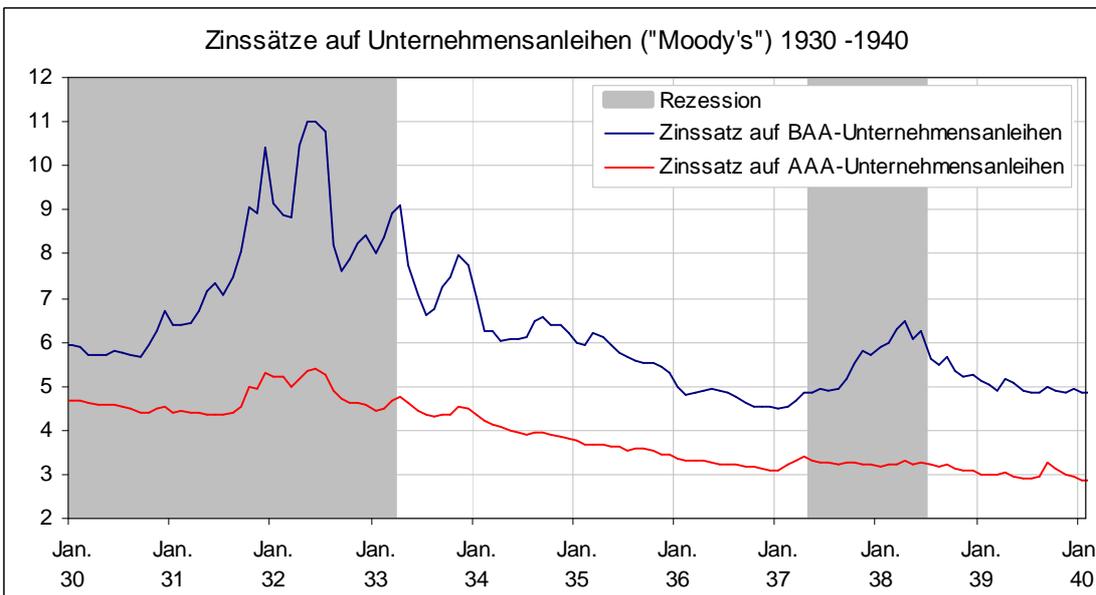


Abb. 41: Zinssätze auf Unternehmensanleihen 1930 - 1940

In der Zeit der großen Depression war ein derart scharfer Rückgang der Zinsen für AAA-Unternehmensanleihen wie aktuell zu keinem Zeitpunkt feststellbar. Das bedeutet, dass Unternehmer guter Bonität aktuell kein Problem haben, sich am Markt zu refinanzieren. In der großen Depression verteuerten sich die Zinssätze auf Unternehmensanleihen allerdings auch erst in der Endphase der Krise, erst zwei Jahre

nach dem Kurshoch 1929 erfolgte der Anstieg der Zinssätze von Triple A-Unternehmensanleihen. Da allerdings auch kein signifikanter Kursrutsch erfolgte, kann man momentan lediglich feststellen, dass die momentane Krise nicht das Ausmaß der damaligen Krise besitzt.

Nicht nur im Corporate AAA-Sektor, sondern auch im Bereich der US-Hypothekenfinanzierung entspannt sich die Lage zusehends. Die Rate für eine 30jährige fixe Verzinsung fällt seit acht Wochen ununterbrochen. Sie hat in der Weihnachtswoche mit einem Durchschnittswert von 5,14% ein neues Rekordtief erreicht. Niemals seit Beginn der Marktbeobachtung im Jahr 1971 durch Freddie Mac waren die Zinsen niedriger als aktuell.

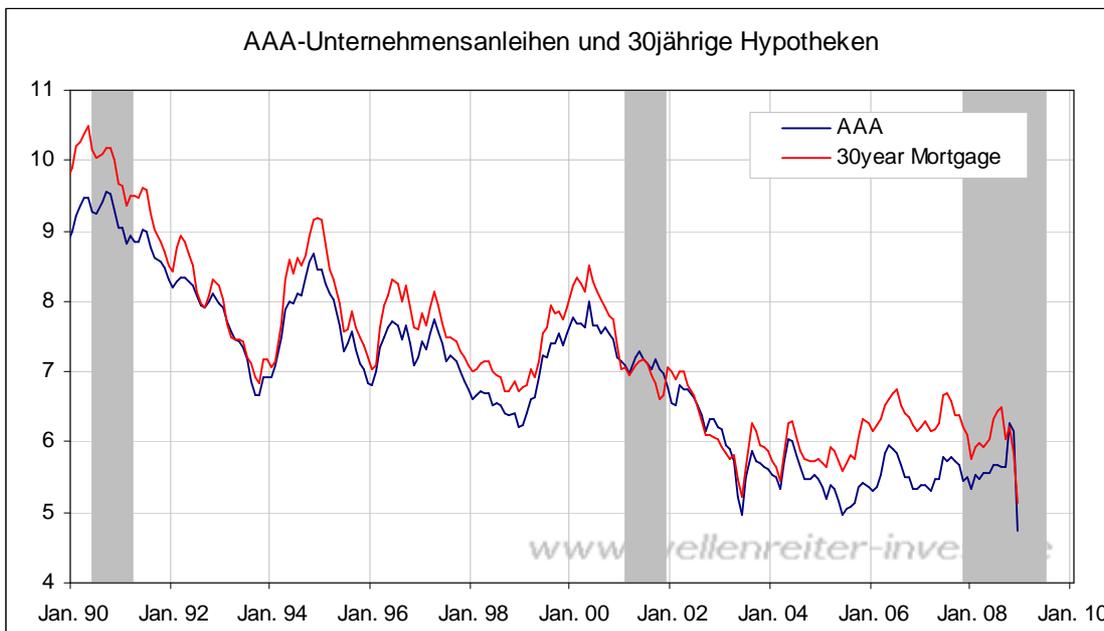


Abb. 42: Zinssätze AAA-Unternehmensanleihen und 30jährige Hypotheken

Übrigens: Die US-Hausbaublase platzte in dem Moment, als der reale Hypothekenzinssatz im Jahr 2005 die seit 2002 anhaltende Abwärtstendenz beendete und wieder zu steigen begann (schwarzer Pfeil unterer Chart). Die Stimulierung des US-Häusermarktes zwischen 2002 und 2005 lässt sich somit gut dokumentieren.

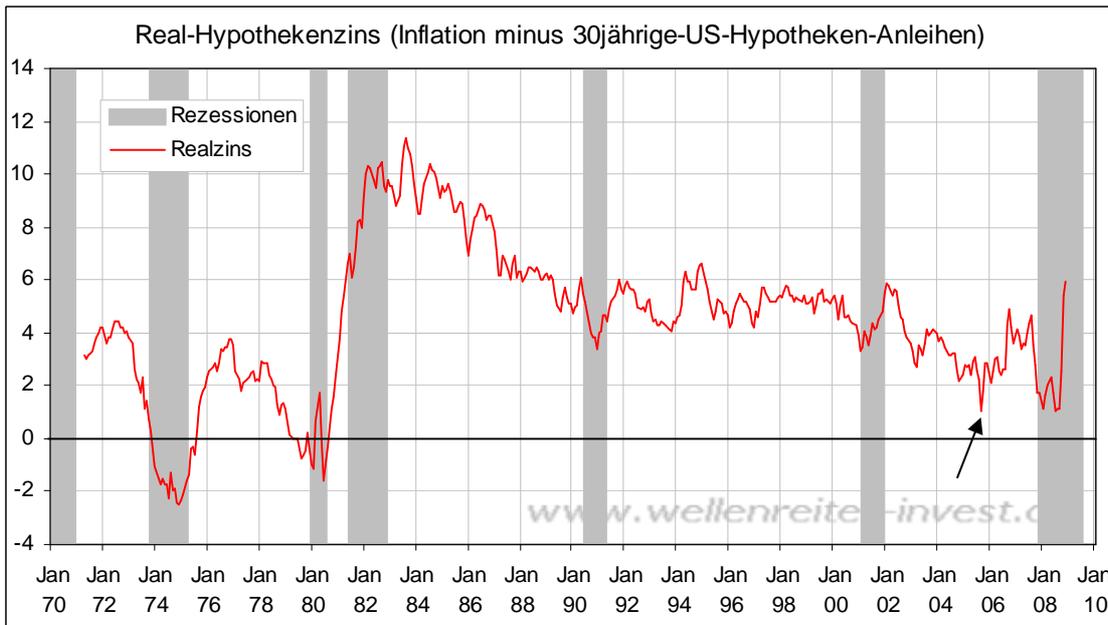


Abb. 43: Realer Hypothekenzinssatz

Fazit: Sowohl im Unternehmens- als auch im Privatsektor entspannen sich derzeit die Nominalzinsen. Sie erreichen Werte, die für die vergangenen 30 bis 40 Jahre Rekordniedrigwerte darstellen. Man sollte jedoch bei aller Euphorie, die von diesen Werten auszugehen scheint, nicht vergessen, dass die Realzinsen aktuell sowohl im Unternehmenssektor als auch im Hausbausektor steigen. Wenn man für Dezember eine Inflationsrate von minus 0,8% annimmt, so bedeutet ein Hypothekenzins von 5,14% real einen Hypothekenzinssatz von knapp 6% (folgender Chart). Das sind Werte, wie sie auch in den vergangenen Jahren nicht unüblich waren.

Insgesamt stellt die anhaltende Deflation - trotz fallender Nominalzinsen - einen Bremsfaktor für die Wiederbelebung der US-Wirtschaft dar.

4. Der Währungsmarkt

4.1 Euro/Dollar

Der Euro bewegt sich in den vergangenen 30 Jahren gegenüber dem US-Dollar in deutlich strukturierten 10- und 5-Jahres-Zeiträumen: Von 1970 bis 1980 stieg der Euro zehn Jahre lang, anschließend fiel er fünf Jahre bis 1985, bevor ein erneuter, zehnjähriger Anstieg begann. Von 1995 bis 2000 fiel der Euro. Anschließend begann er seine derzeitige Aufwärtstendenz, die zwar Mitte 2008 unterbrochen, aber nicht abgebrochen wurde.

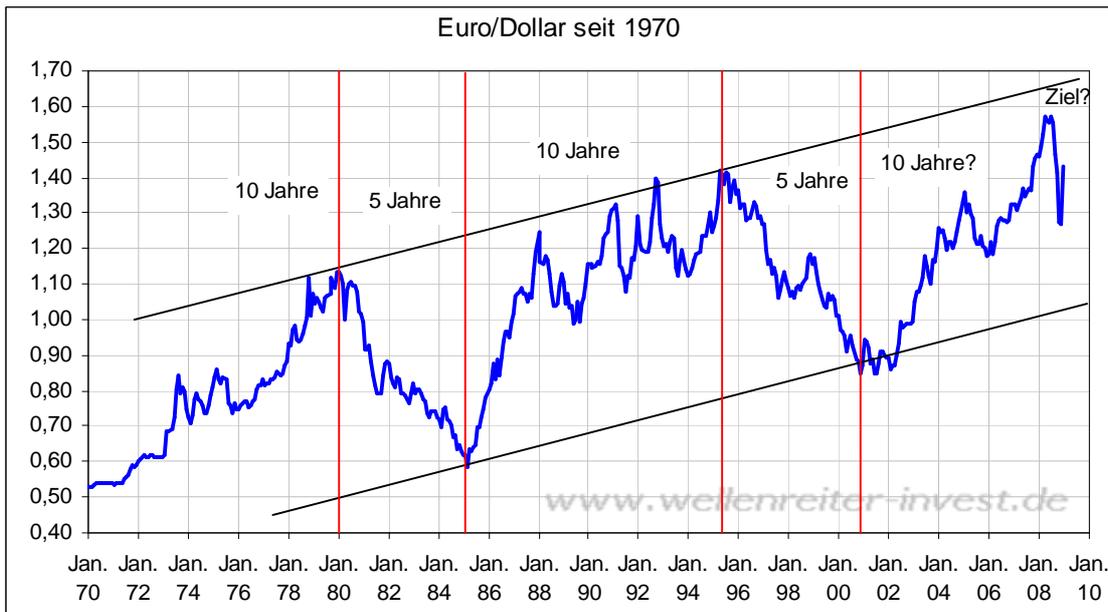


Abb. 44: Euro/Dollar seit 1970

Wir ändern unsere Meinung aus den Jahresausblicken der vergangenen Jahre nicht und definieren das Ziel für den Euro im Bereich von 1,65 US-Dollar. Der Hauptgrund ist darin zu sehen, dass eine Topbildung in Euro/Dollar üblicherweise keine „Hopp und Topp-Geschichte“ ist. Die Ausbildung eines Hochs vollzieht sich üblicherweise über einen längeren Zeitraum.

Neben der charttechnischen Konstellation muss man sich immer wieder vor Augen halten, dass Währungsbeziehungen die relativen Bewegungen von Wirtschaftsräumen zueinander darstellen. 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 nachfolgende Chart zeigt, dass der Euro gegenüber dem US-Dollar immer dann besonders attraktiv erschien, wenn die reale Rendite des Euroraums über derjenigen der USA lag.

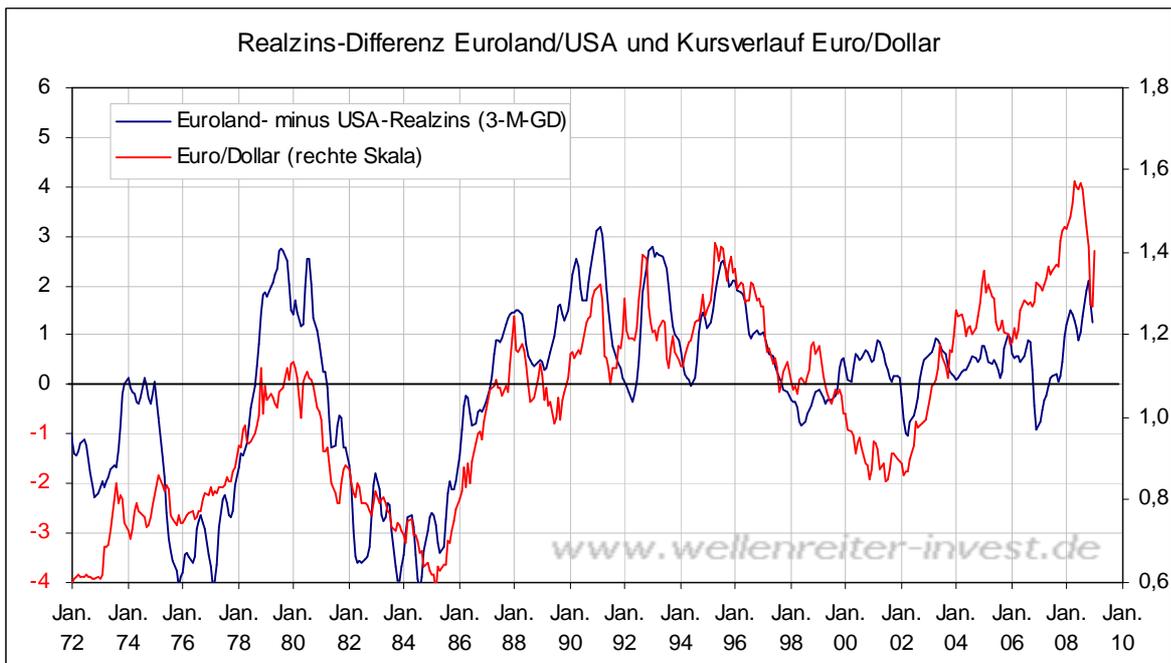


Abb. 45: Realzins-Differenz Euroland/USA

Der Kurs des Euro/Dollar richtet sich zwar nicht hundertprozentig, aber doch im Groben nach der Realzinsdifferenz. Ähnliches gilt auch für andere Währungen. Es ist kein Wunder, dass das Britische Pfund derzeit Schwäche zeigt. Einer Inflationsrate von 4% steht ein Zinssatz von ebenfalls 4% bei 10jährigen Staatsanleihen gegenüber. Das bedeutet eine Realverzinsung von null. Im Euroraum beträgt der Realzins derzeit mehr als 2%, so dass Geld aus dem britischen Pfund in den Euro abwandert.

Doch noch einmal zurück zum Euro/Dollar. Wenn der Kursverlauf maßgeblich von der Realzinsdifferenz beider Wirtschaftsräume abhängt, so sollte man sich für 2009 ein Zins-/Inflationsszenario zurechtlegen.

In den USA dürfte sich die Deflation noch mindestens bis zur Jahresmitte 2009 hinziehen. Das bedeutet, dass man bis dahin mit monatlich negativen Inflationsraten rechnen sollte. Wenn es richtig ist – wie oben beschrieben –, dass die Zinsen am langen Ende ihren Fall in der ersten Jahreshälfte nicht fortsetzen sollten, dann folgt daraus, dass der Realzins in den USA weiter ansteigen sollte. In Europa dürfte sich die Deflation nicht ganz so weit „austoben“ wie in den USA. Die Ausschläge in der Inflationsrate waren in den USA sowohl nach oben als auch nach unten seit dem zweiten Weltkrieg jeweils deutlich stärker als in Euroland. Das würde bedeuten, dass der Realzins in Europa nicht ganz so stark steigen sollte wie in den USA. Ein solches Szenario würde den US-Dollar in der ersten Jahreshälfte gegenüber dem Euro begünstigen. Schaut man sich den saisonalen Verlauf des US-Dollar-Index in Nachwahljahren an, so kommt man zu einem ähnlichen Ergebnis.

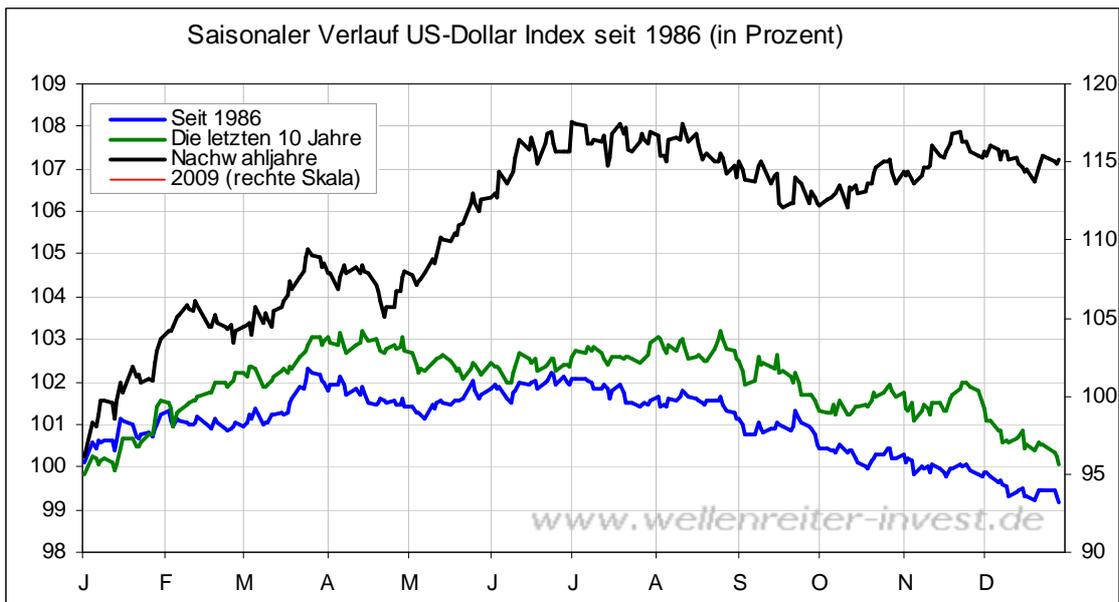


Abb. 46: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index

Gerade in der ersten Hälfte eines Nachwahljahres neigt der US-Dollar-Index zur Stärke. Das würde bedeuten, dass die Unterstützung der 78 bis 80-Punkte-Marke (blaue Linie) zunächst hält.

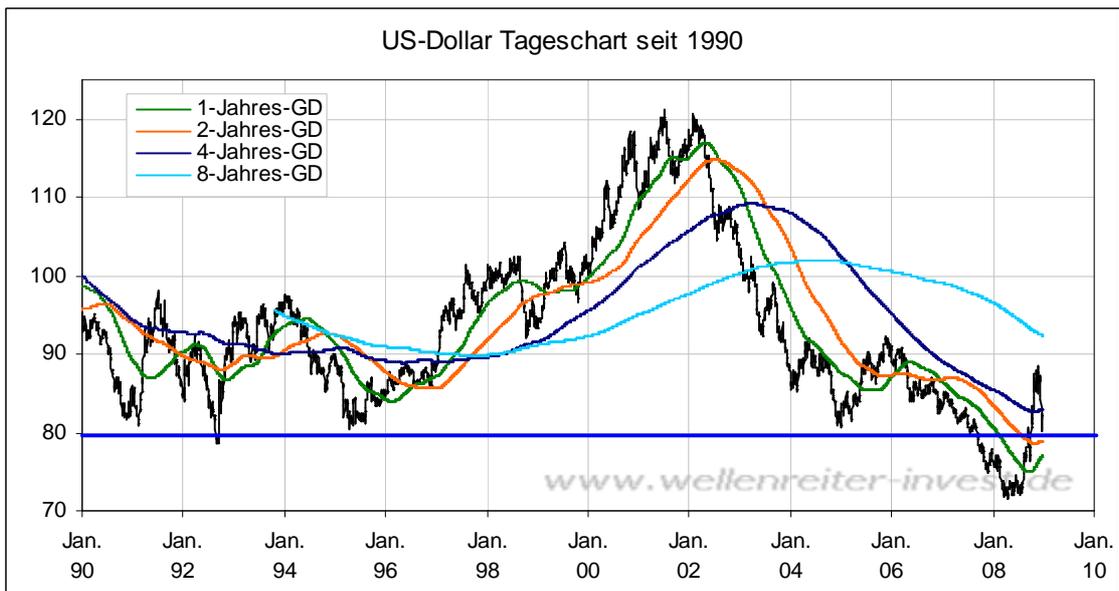


Abb. 47: US-Dollar-Tageschart seit 1990

Eine annähernde Wiederholung des Verlaufs der 80er Jahre (nächster Chart) in Euro/Dollar würde auf eine Euro-Schwäche (Dollar-Stärke) im Frühjahr hinauslaufen.

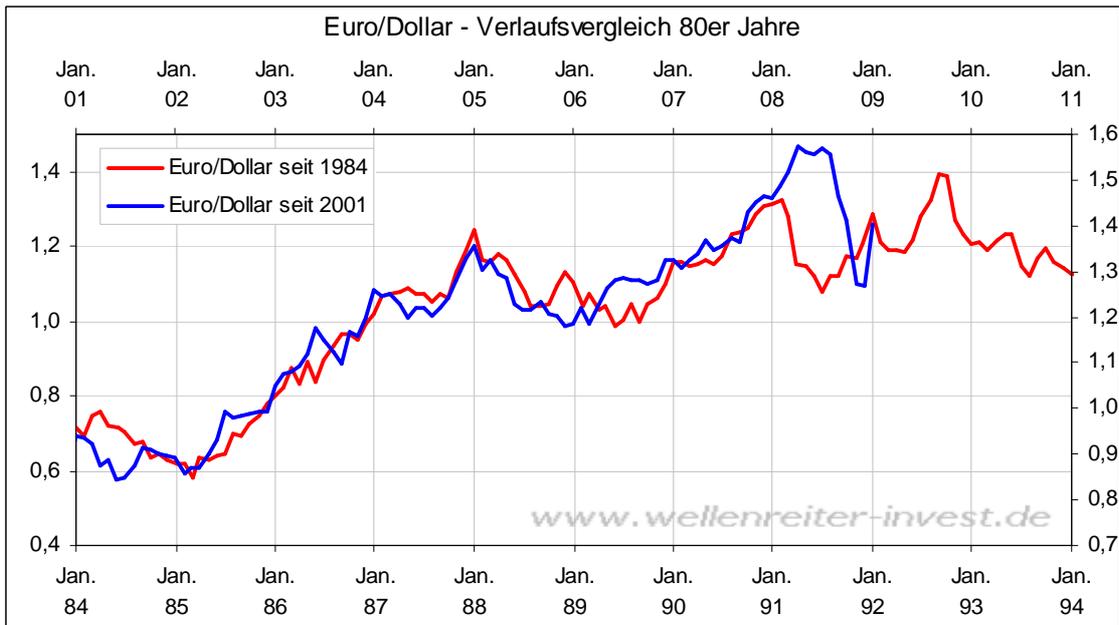


Abb. 48: Euro/Dollar-Verlaufsvergleich 80er Jahre

Anschließend würde der Euro hingegen deutlich zulegen können und sein Hoch von 1,60 anlaufen. Eine solche Bewegung wäre mit dem angenommenen Deflations-/Inflationsverlauf konsistent.

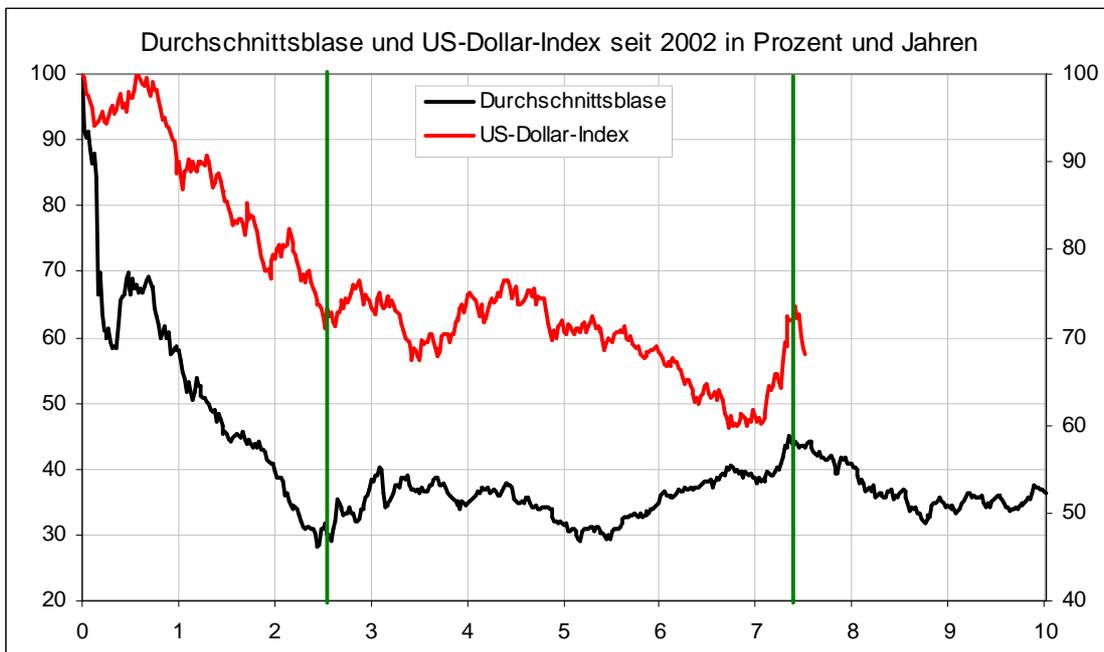


Abb. 49: Durchschnittsblase und US-Dollar-Index

Folgt der US-Dollar-Index dem Durchschnittsblasenverlauf, so steht der US-Dollar vor einer Fortsetzung der Abwertungsspirale. Da ein fallender US-Dollar aufgrund der verbesserten Exportchancen und der importierten Inflation, die einer Deflation

entgegenwirkt, Motor einer wirtschaftlichen Aufwärtsbewegung sein kann, dürfte ein fallender US-Dollar von der Fed und der US-Regierung willkommen geheißen werden.

Fazit: Die zyklischen Kräfte unterstützen eine weitere US-Dollar-Erholung im ersten Halbjahr 2009, die fundamentalen Kräfte hingegen nicht. Im Euroraum liegen sowohl die nominalen als auch die realen Zinsen gegenüber der USA auf einem höheren Niveau und sprechen für Mittelzuflüsse. Zudem ist eine US-Dollar-Abwertung momentan politisch gewollt. Daher ist zu erwarten, dass der Wechselkurs Euro/US-Dollar nach einer Schwächephase im Frühjahr im Jahresverlauf wieder in die Nähe der 2008er Hochs bei 1,60 US-Dollar ansteigen wird.

4.2. Dollar/Yen

Der Dollar/Yen zeigte in 2008 zunächst Stärke, wurde dann jedoch unter die Marke von 100 Punkten gedrückt.

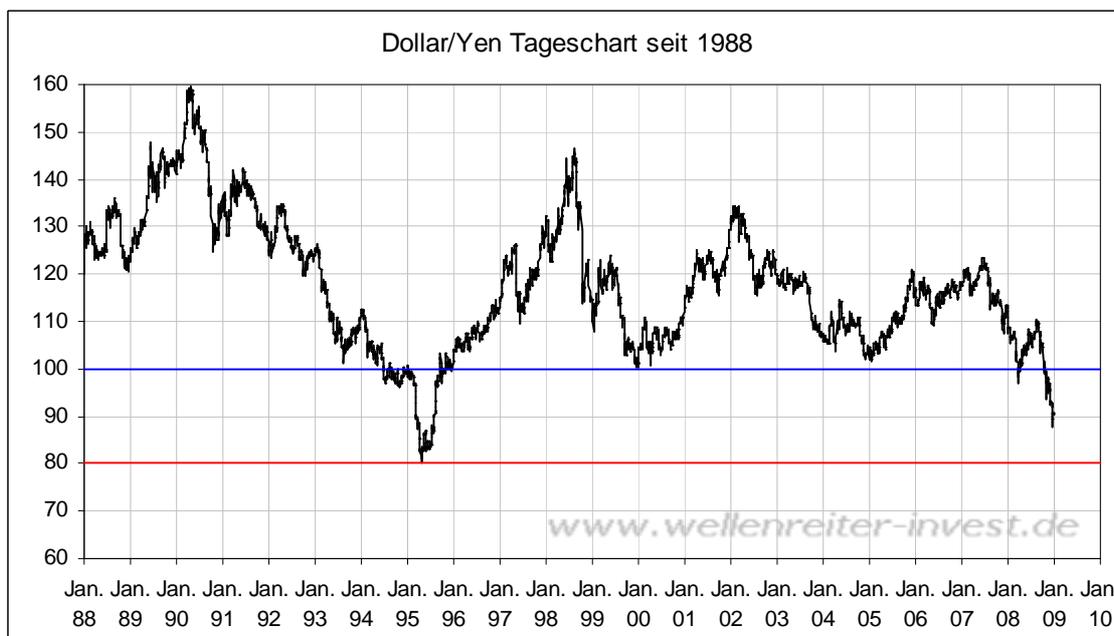


Abb. 50: Dollar/Yen

Der Abwärtstrend im Dollar/Yen ist weiterhin intakt. Eine größere Unterstützung befindet sich bei 80 Punkten. Für 2009 sollte sich eine Handelsspanne im Rahmen von 80 bis 100 Punkten ergeben.

Die enge Korrelation zwischen Dollar/Yen und der Rendite 10jähriger US-Anleihen zeigt an, dass ein Anstieg des Dollar/Yen den freien Fall der US-Renditen stoppen würde.

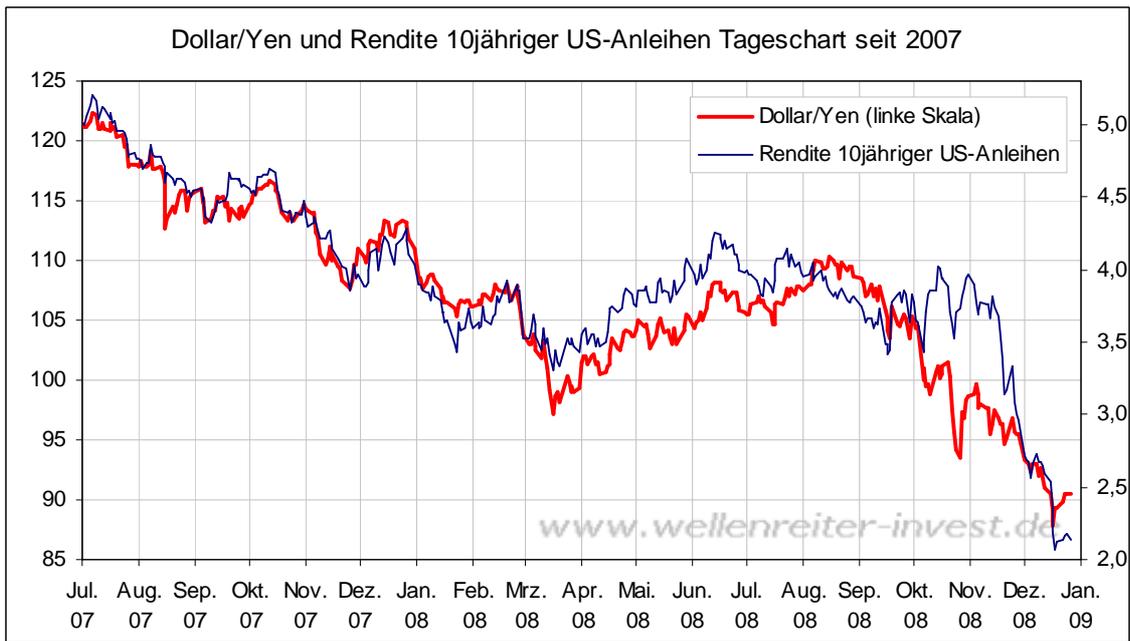


Abb. 51: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Andererseits würde durch die Handelsspanne des Yen auch das Aufwärtspotential der Renditen 10jähriger US-Anleihen begrenzt sein.

Die Korrelation zwischen Euro/Yen und dem DAX deutet darauf hin, dass ein Anstieg des Euro/Yen mit einem Comeback des DAX einhergehen würde.

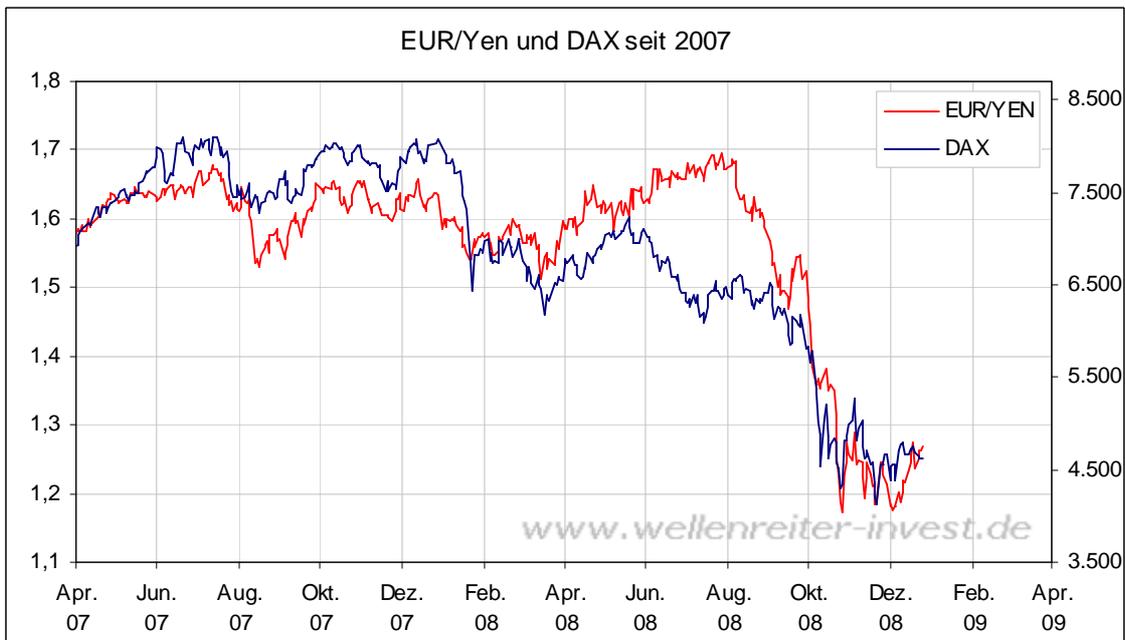


Abb. 52: Euro/Yen und DAX

5. Der Rohstoffmarkt

5.1 Rohstoffmarkt langfristig

Die seit dem Jahr 2002 anhaltende Aufwärtstendenz im Rohstoff(CRB)-Index endete im Jahr 2008. Die 350-Punkte-Marke, die das Hoch aus dem Jahr 1980 darstellt, wurde Ende 2008 angelaufen (nächster Chart). Ein Versagen dieser Unterstützung würde in den Bereich der gestrichelten Linie führen. Wir gehen aber davon aus, dass dies im Jahr 2009 nicht geschieht.

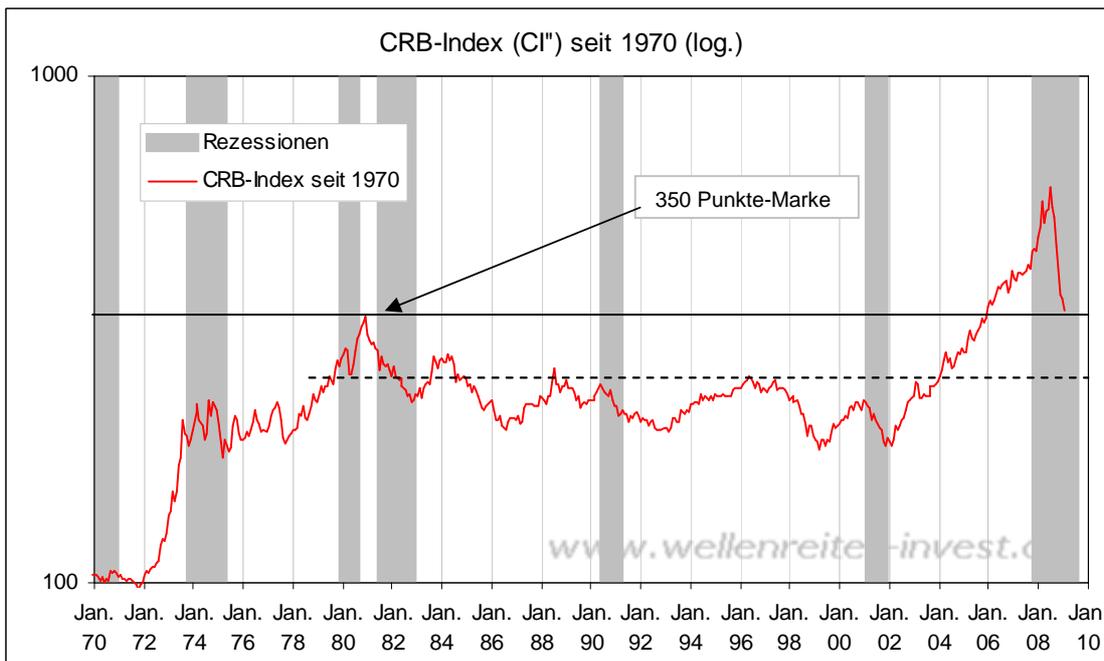


Abb. 53: CRB-Rohstoff-Index

5.2. Erdöl

Die 40-Dollar-Marke im Ölpreis war zwischen 1980 und 2005 der Deckel für den Ölpreis. Nach der Überwindung dieser Marke katapultierte sich der Ölpreis im Sommer 2008 bis auf knapp 150 US-Dollar, bevor er eine Komplett-Umkehr vollzog. Jetzt befindet sich der Ölpreis wieder nahe der 40-Dollar-Marke. Die Marke bedeutet eine ganz wichtige Unterstützung. Wenn allerdings die Marke von 30 Dollar unterschritten werden würde, würde sich das Thema Deflation nochmals signifikant verschärfen. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese Unterstützung im Jahr 2009 hält.

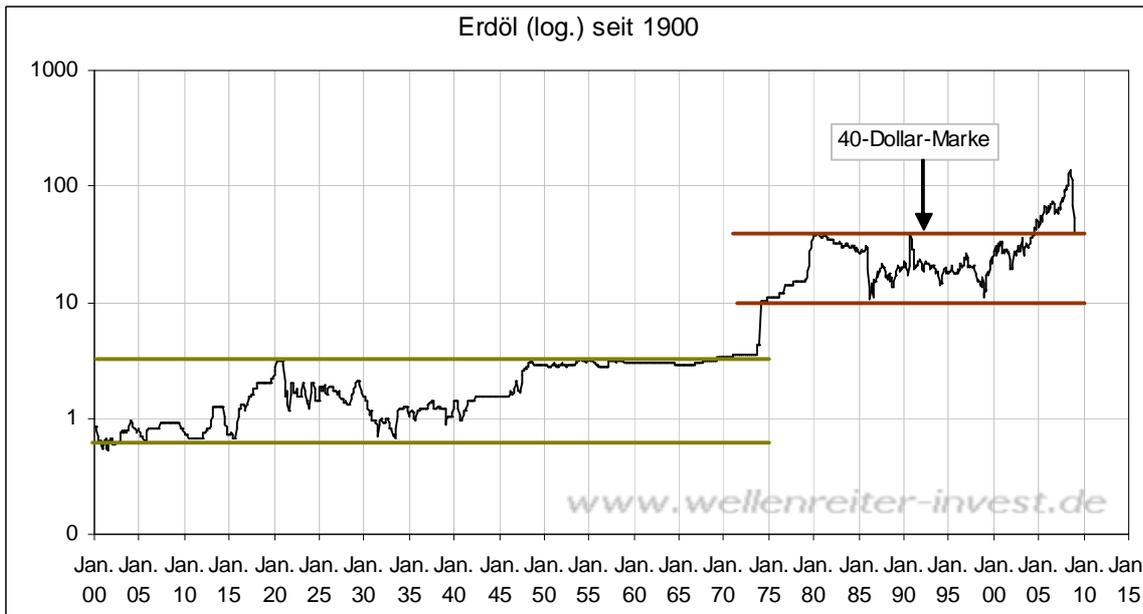


Abb. 54: Erdöl seit 1900

Die extreme Anstiegsphase begann im August 2007, als die US-Notenbank begann, die Zinsen zu senken und damit den USD schwächte. Der Ölpreis wurde als Ersatz für die Aktienmärkte mit viel Geld in passive Investments nach oben getrieben, die Mittelabflüsse führten zum stärksten historischen Rückgang. Die OPEC reagiert mit drastischen Kürzungen der Fördermengen. Die OPEC-Mitglieder sind nervös und brauchen höhere Preise für einen ausgeglichenen Staatshaushalt. Russland kalkuliert im Haushalt für 2008 mit durchschnittlich 70 USD. Die OPEC hat im Dezember einen Wunschpreis von 75 USD genannt.

Im vergangenen Jahresausblick wiesen wir darauf hin, dass der Ölpreis vor 60 Jahren (im Juni 1948) ein längerfristiges Hoch markierte. Wir stellten zwei Überlegungen an: Erstens verwiesen wir auf die Möglichkeit eines Jahreshochs 2008 im Ölpreis noch in der ersten Jahreshälfte (bei etwa 130 US-Dollar). Zweitens gingen wir davon aus, dass sich das Dekadenmuster schon früher erfüllen könnte, als gemeinhin vermutet wird. Und auch die Vermutung, dass sich das Dekadenmuster (Hoch nach 30 Jahren) nicht erst 2010, sondern bereits 2008 erfüllen könnte, scheint sich bestätigt zu haben.

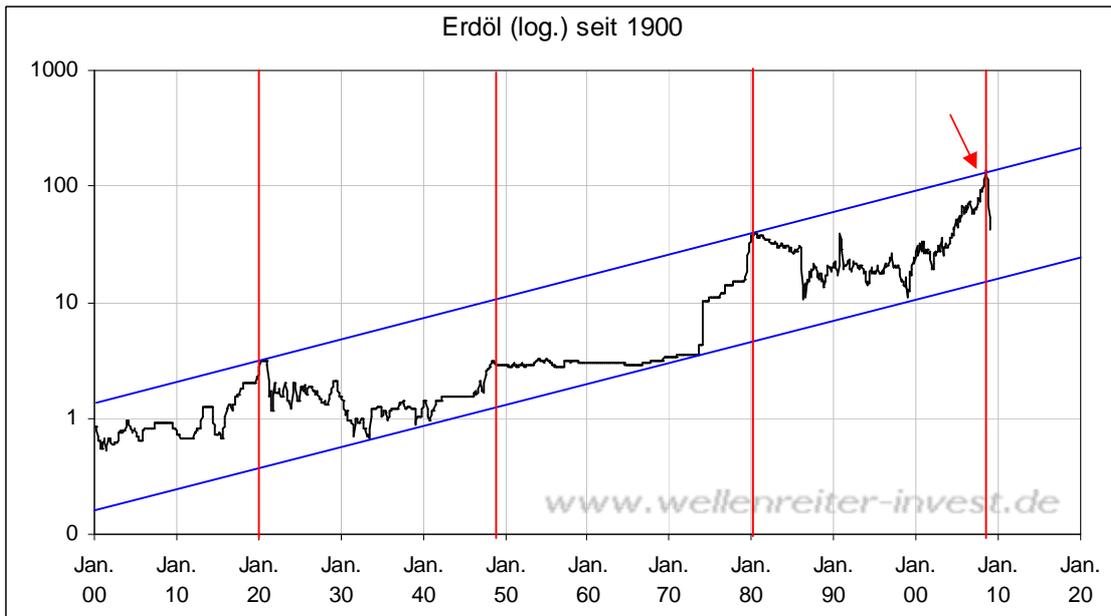


Abb. 55: Erdöl-Trendkanal seit 1900

Positiv ist jedoch zu vermerken, dass die Ölk Aktien zuletzt leichte relative Stärke gegenüber dem Ölpreis zeigen. Dies deutet darauf hin, dass sich eine Phase der Bodenbildung in einem frühen Stadium befindet. Zweitens weist der Ölpreis erst zum dritten Mal nach 1921 und 1986 eine Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat von mehr als 50 Prozent auf.

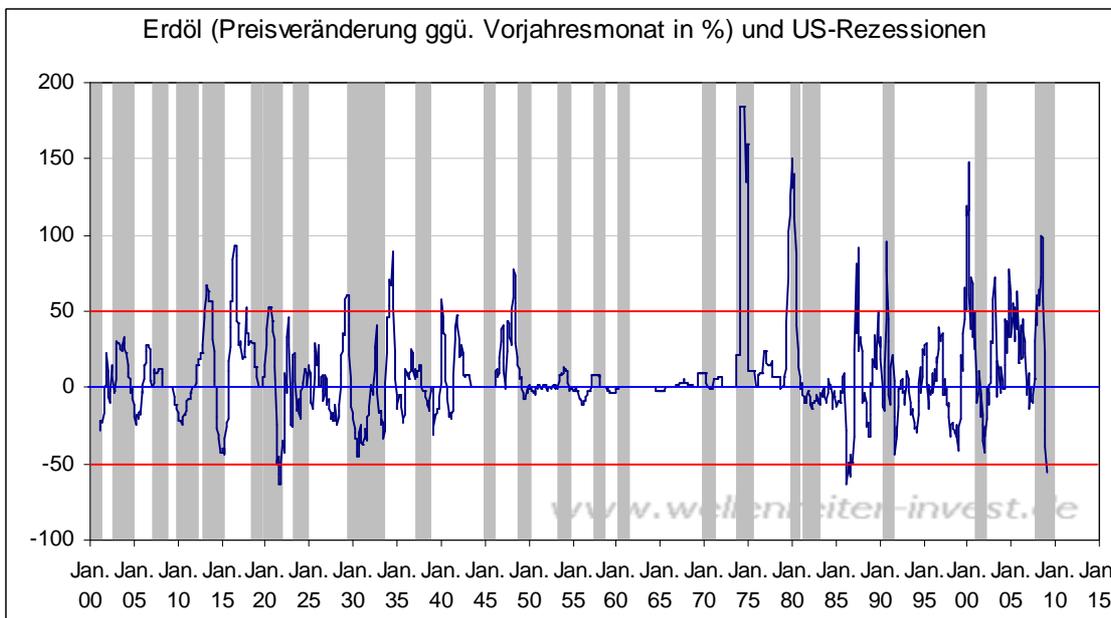


Abb. 56: Erdöl-Preisveränderung seit 1900

1921 und 1986 kam es jeweils zu längerfristigen Tiefs. Die Schocks des drastischen Preisverfalls saßen dem Ölpreis jedoch „lange in den Knochen“. Erst nach jeweils 13 Jahren wurde die anschließende Seitwärtsbewegung beendet (blauer Kreis).

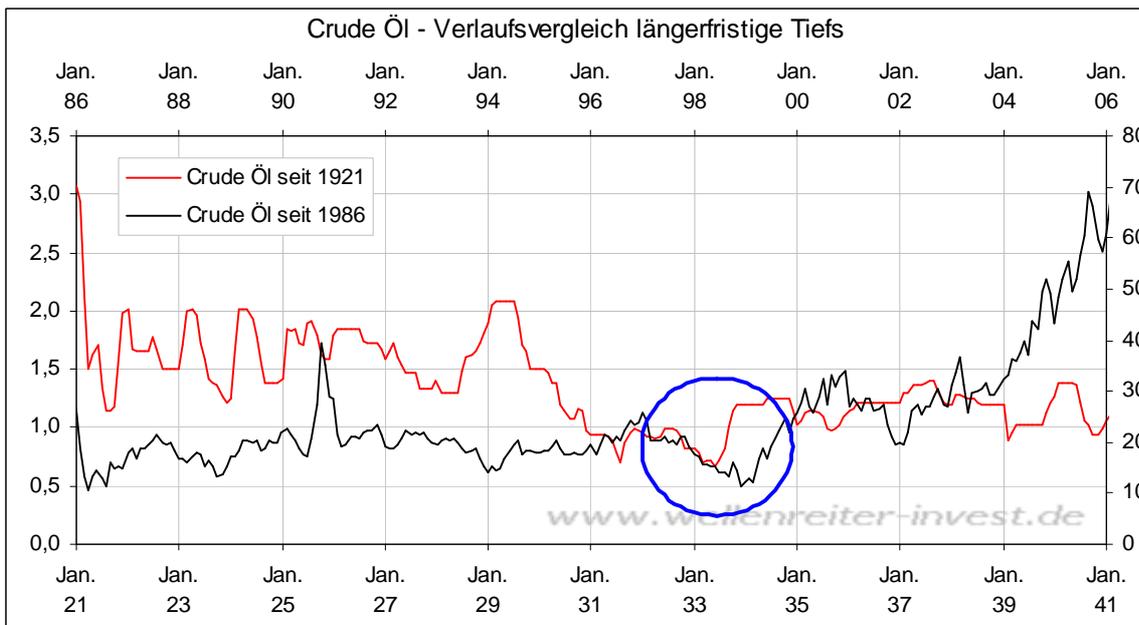


Abb. 57: Erdöl-Verlaufsvergleich längerfristige Tiefs

Für 2009 bedeutet dies, dass sich zwar eine Gegenbewegung ergeben wird, dass aber keine neue starke Trendphase nach oben hin beginnen dürfte. Der saisonale Verlauf des Ölpreises in Nachwahljahren (schwarze Linie nächster Chart) ist nicht von großen Anstiegen geprägt. Sogar der ab Juli übliche starke Sommeranstieg entfällt in Nachwahljahren.

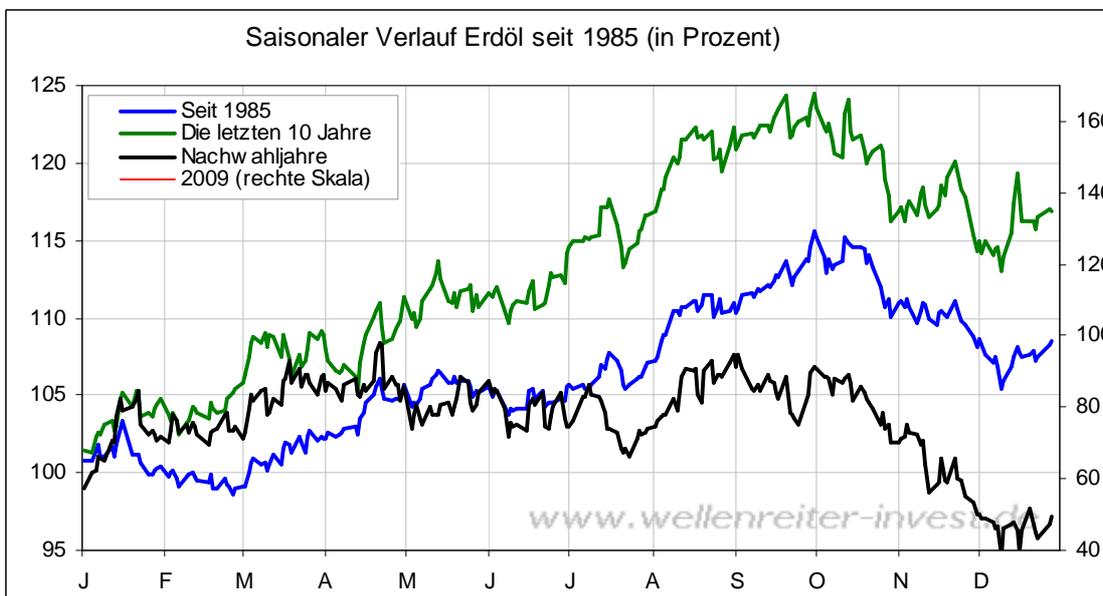


Abb. 58: Saisonaler Verlauf Erdöl in Nachwahljahren

Fazit: Der Schock-Verfall des Jahres 2008 dürfte für den Ölpreis eine längerfristige Seitwärtsphase eingeläutet haben. Die Volatilität in diesem Sektor sollte sich im kommenden Jahr in Grenzen halten. Wir rechnen mit einem Preisband oberhalb der 30-Dollar-, aber unterhalb der 60-Dollar-Marke.

5.3. Gold

Der Goldpreis bewegt sich in der Nähe seines Allzeithochs aus dem Jahr 1980.

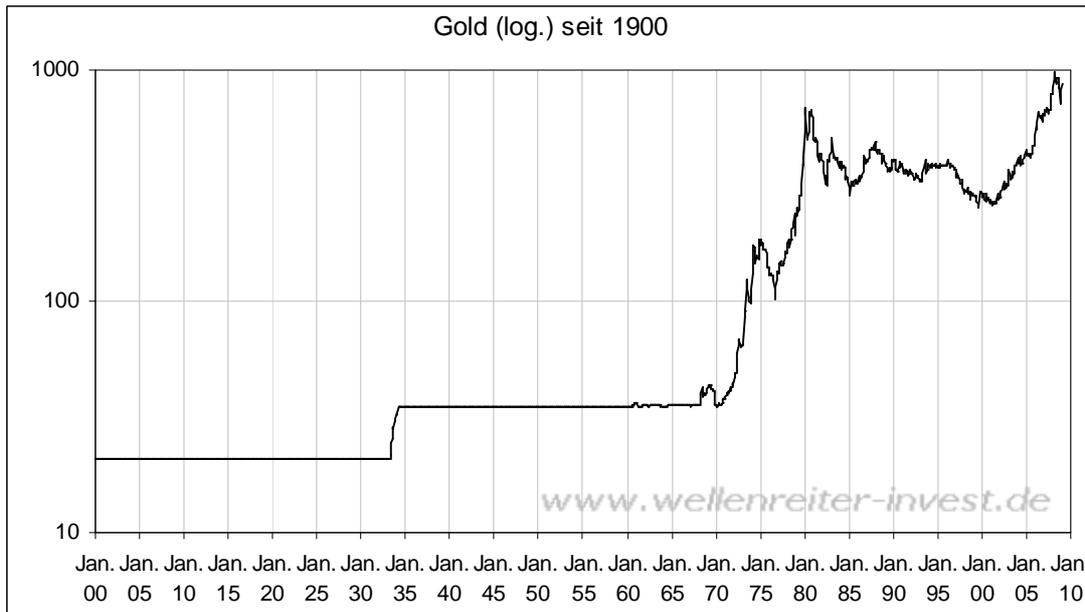


Abb. 59: Goldpreis seit 1900

Das Allzeithoch wurde am 18.03.2008 mit einem Schlusskurs von knapp über 1.000 US-Dollar erzielt.

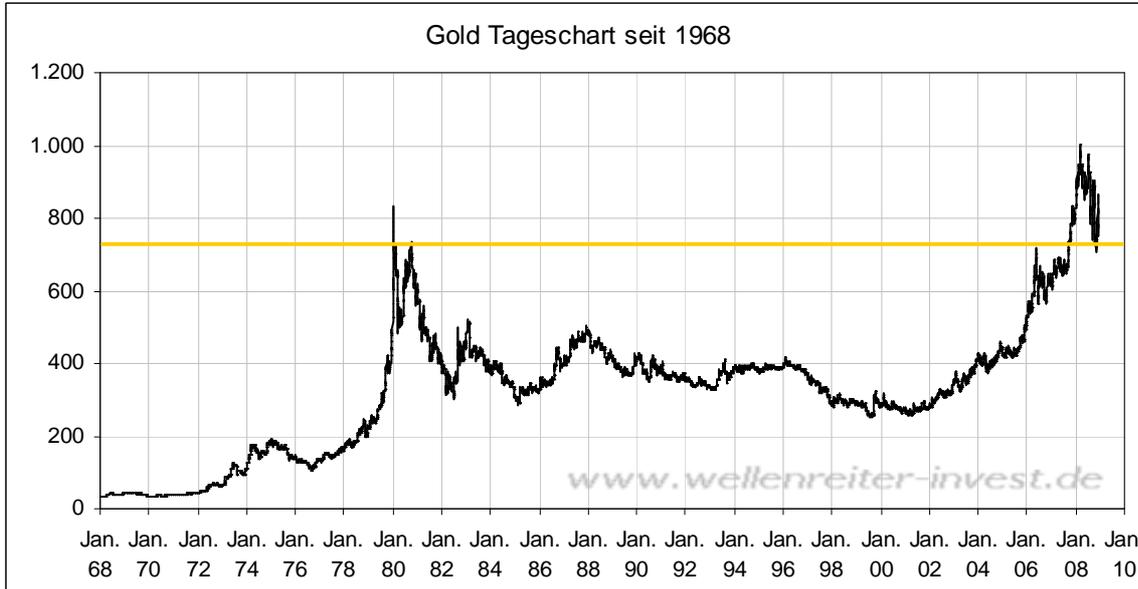


Abb. 60: Goldpreis seit 1968

Die Marke von 750 US-Dollar (gelbe Linie) war Anfang der 80er Jahre und im Jahr 2006 jeweils ein wichtiges Hoch. Jetzt erweist sich diese Marke als wichtige Unterstützung.

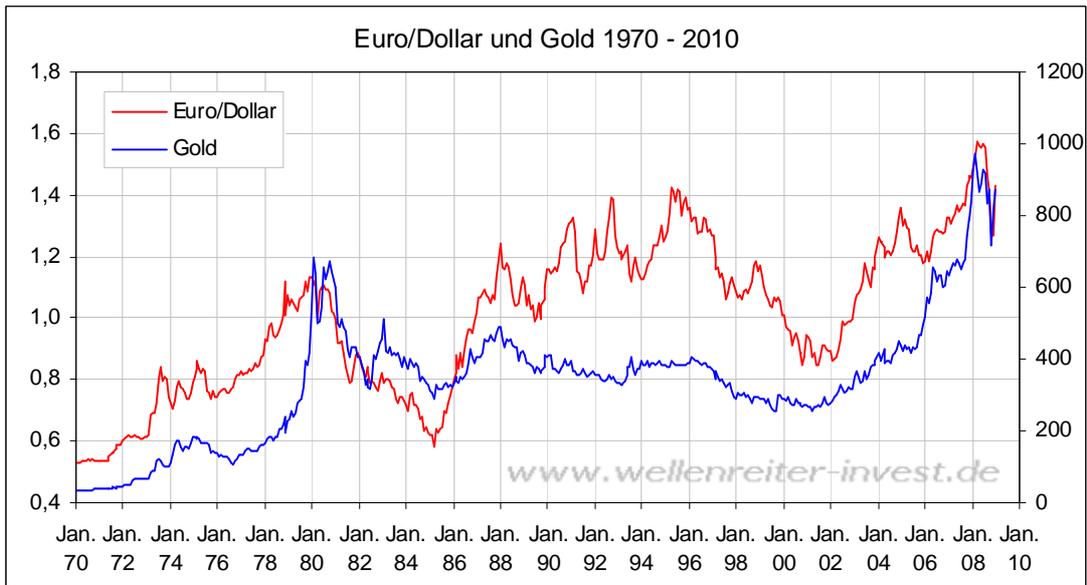


Abb. 61: Goldpreis und Euro/Dollar

Der Anstieg im Goldpreis korreliert positiv mit einem Anstieg im Euro/Dollar. Auch aktuell ist diese Korrelation zu beobachten.

Als einer der Schlüsselcharts für die Einschätzung der weiteren Entwicklung des Goldpreises dürfte sich die Gold/CRB-Index-Ratio erweisen (nächster Chart).



Abb. 62: Gold-/CRB-Ratio

Der Goldpreis neigt in Rezessionen zu relativer Stärke. Der Grund ist, dass Gold als sicherer Währungsersatzhafen („Fluchtwährung in Krisenzeiten“) akzeptiert ist, während sich die Rohstoffpreise mehr am Wirtschaftszyklus orientieren. Umgekehrt bedeutet dies aber auch, dass der Goldpreis an relative Stärke – nicht unbedingt an absoluter Stärke - einbüßen dürfte, sobald sich die Rezession dem Ende nähert.

Die Ratio des XAU Gold-Index zum Goldpreis befindet sich weiterhin nahe eines absoluten Tiefpunktes (siehe Pfeil nächster Chart).

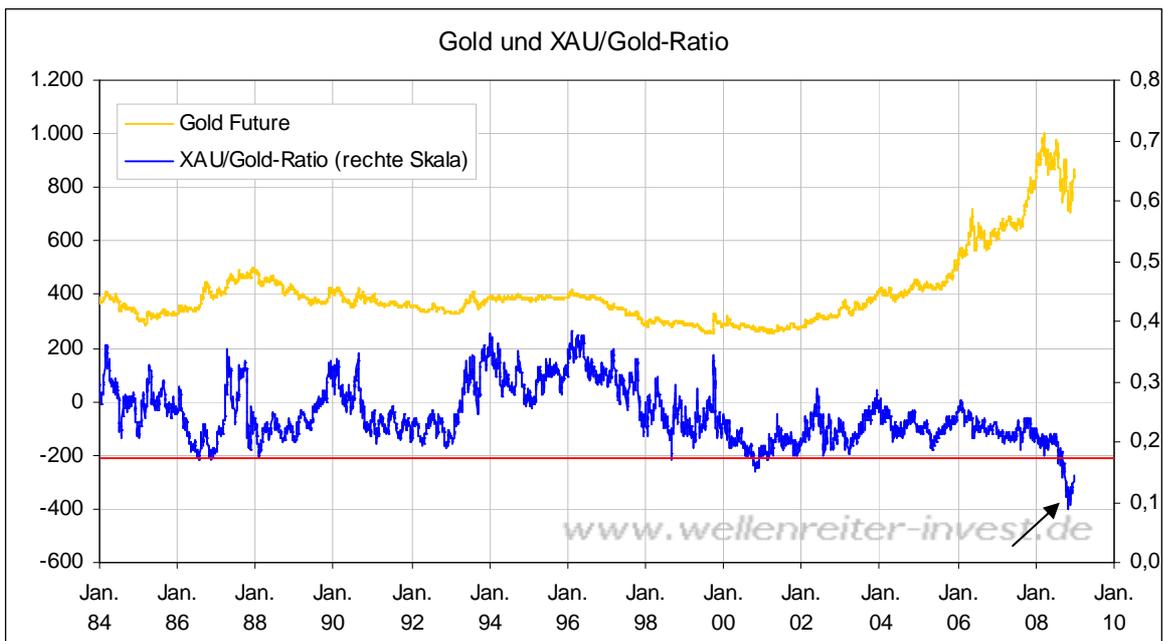


Abb. 63: Gold und XAU/Gold-Ratio

Technisch ist zu erwarten, dass das untere Band (rote Linie) wieder angelaufen wird. Dies bedeutet, dass die Goldminen gegenüber dem Goldpreis weiterhin preiswert erscheinen. Eine fortgesetzte relative Stärke der Goldminen ist ein bullischer Faktor für die weitere Entwicklung des Goldpreises.

Der Chart des Open Interest im Goldpreis zeigt an, dass das Interesse für die Spekulation in Gold in 2008 massiv abgenommen hat.



Abb. 64: Gold Open Interest

Eine Abnahme der Spekulation bei vergleichsweise stabilem Goldpreis ist positiv zu werten.

Ein Blick auf den saisonalen Verlauf von Gold in Nachwahljahren zeigt, dass das Edelmetall in Nachwahljahren üblicherweise flach verläuft.

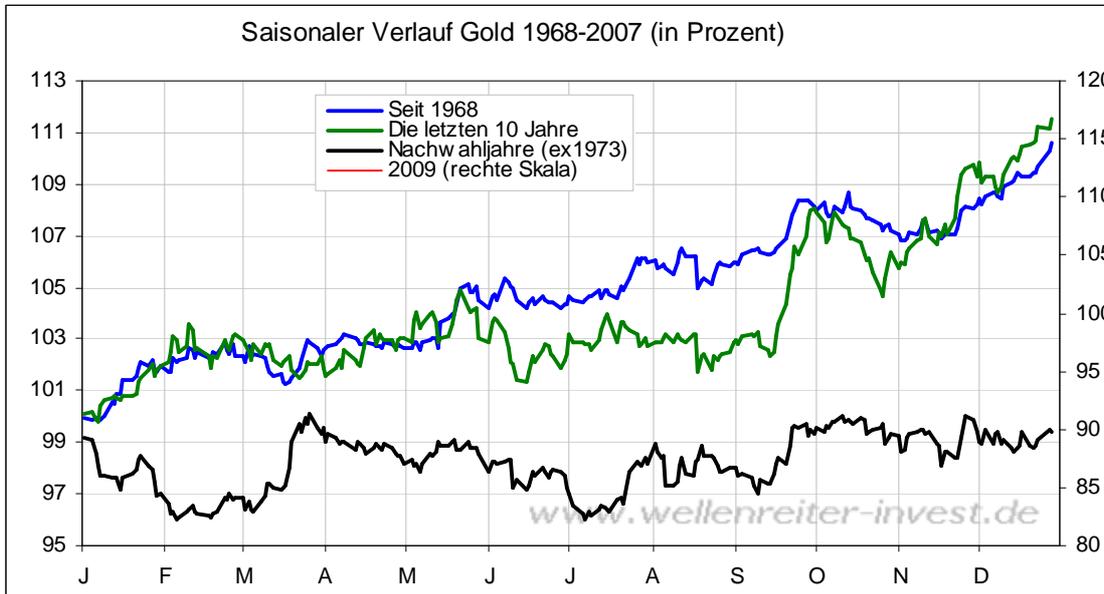


Abb. 65: Saisonaler Verlauf Gold

Viermal herrschte in den vergangenen 30 Jahren ein negativer Realzins, und viermal stieg der Goldpreis in dem Moment deutlich an, in dem der Realzins negativ wurde (schwarze Pfeile).

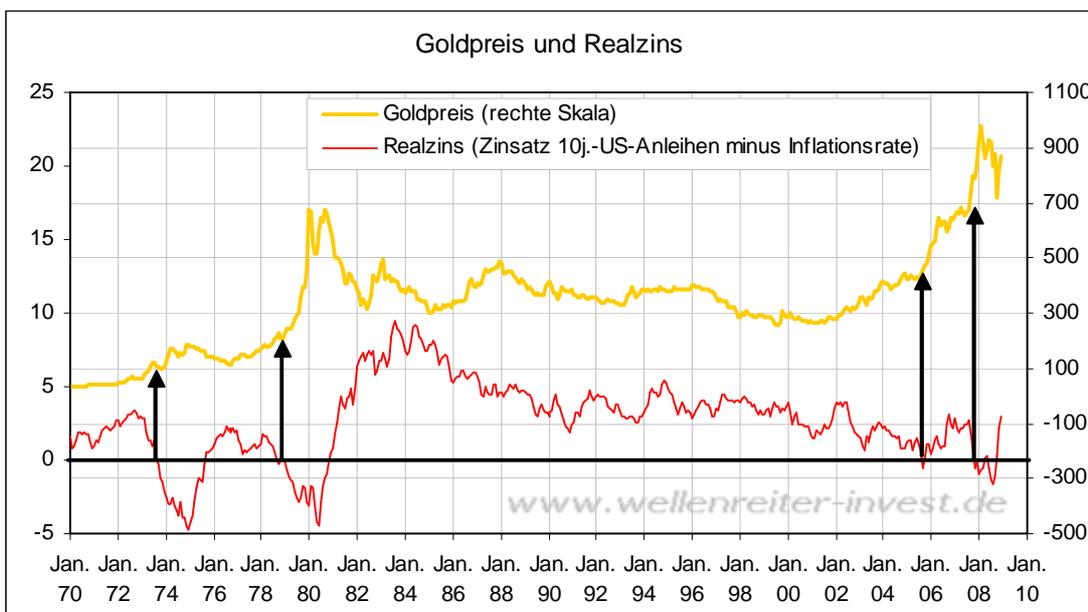


Abb. 66: Goldpreis und Realzins langfristig

Während ein negativer Realzins – bedeutet meist Inflation – beste Voraussetzungen für einen Goldpreisanstieg bietet, bedeutet eine positive Realzinsentwicklung wie

aktuell keinen zusätzlichen Antrieb. Der Realzins dürfte auch im ersten Halbjahr 2009 kein Treiber für Goldpreis sein. Dennoch ergibt sich eine historisch neue Situation: Gold wird als zinslose Anlage umso attraktiver, je weniger Zinsen andere Produkte – wie z.B. Anleihen zu bieten haben. Durch die Deflation verzeichnen momentan alle Anlageklassen, die lediglich eine Seitwärtsbewegung durchführen, real einen Anstieg.

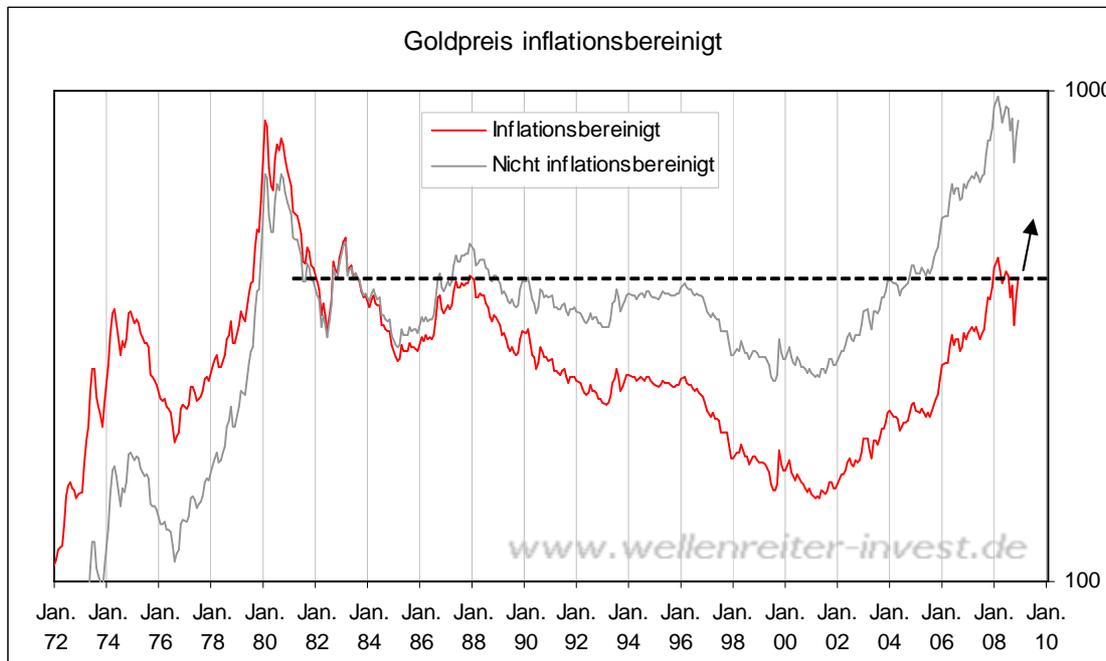


Abb. 67: Goldpreis inflationsbereinigt

Dem realen (=inflationsbereinigten) Goldpreis könnte so mit nur geringer oder gar keiner nominalen Aufwärtsbewegung ein Ausbruch aus der oben eingezeichneten inversen SKS gelingen (siehe Pfeil). Es wäre zudem falsch, einen Anstieg des Goldpreises bei positivem Realzins auszuschließen. Die Aufwärtsbewegung zwischen 2001 und 2005 kam zum Beispiel bei einem positiven Realzins zustande.

Der Goldpreis in Euro (nächster Chart) und der inflationsbereinigte Goldpreis in US-Dollar (obiger Chart) zeigen charttechnische Gemeinsamkeiten (nämlich die einer Tasse/Henkel-Formation).

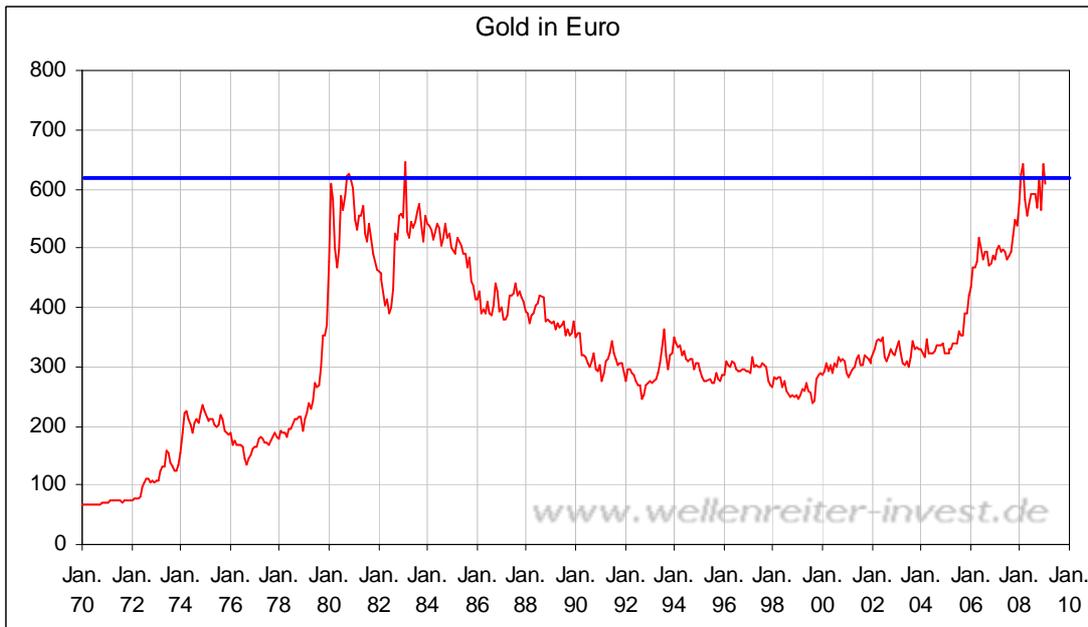


Abb. 68: Gold in Euro seit 1970

Gold in Euro dürfte sich - genauso wie der inflationsbereinigte Goldpreis - aus dieser charttechnisch bullischen Formation heraus in eine Aufwärtsbewegung begeben. Mit Hilfe des nächsten Charts vergleichen wir den Verlauf des Dow Jones Index nach dem Platzen der Blase im Jahr 1929 mit dem Verlauf des Goldpreises nach dem Platzen der Blase im Jahr 1980.

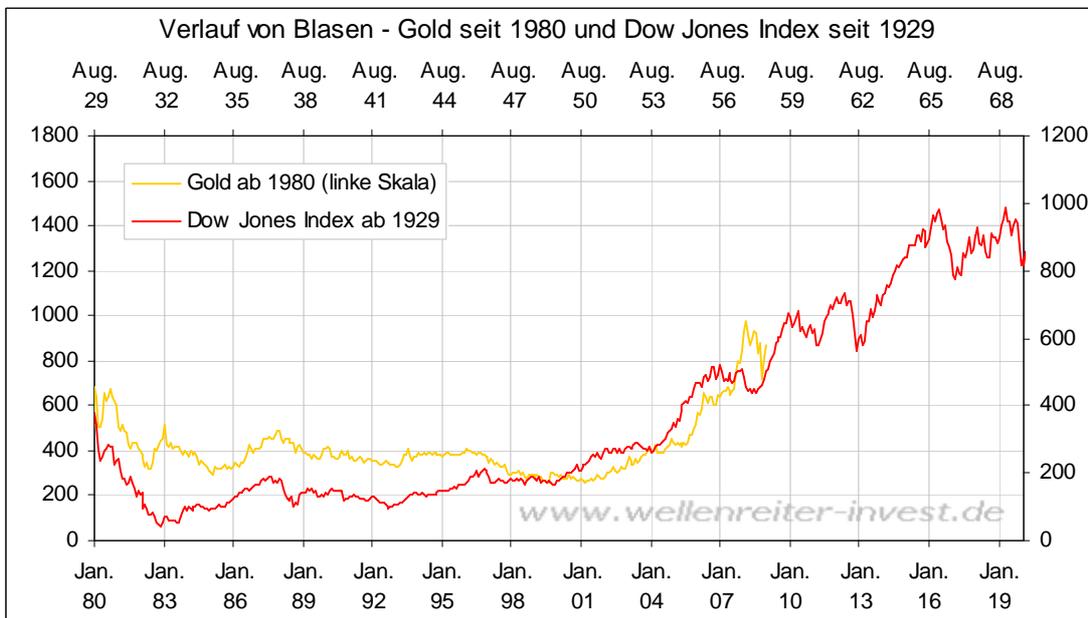


Abb. 69: Verlauf von Blasen - Dow seit 1929 und Gold seit 1980

Fazit: Der Goldpreis hat den deflationären Druck gut überstanden und befindet sich technisch betrachtet weiterhin im Haussemodus, das Krisenjahr 2008 endete auf Dollarbasis mit einem marginalen Plus. Eine negative Realverzinsung, die in der Vergangenheit sehr starke Aufschwungsphasen eingeläutet hat, ist in 2009 nicht in

Sicht. Insofern sollte die erwartete Stärke des Euro/Dollar aufgrund der positiven Korrelation zu Gold ein stärkerer Impulsgeber sein. Wir gehen davon aus, dass der Goldpreis insbesondere im zweiten Halbjahr 2009 seine Aufwärtsentwicklung fortsetzen wird und einen erneuten Anlauf auf die runde Marke von 1.000 US-Dollar nehmen wird.

5.4. Silber

Silber folgt seit Mitte der 30er Jahre einem Aufwärtspfad. Mittelfristig gerät Silber in eine Dreiecksituation (blaue Linien).

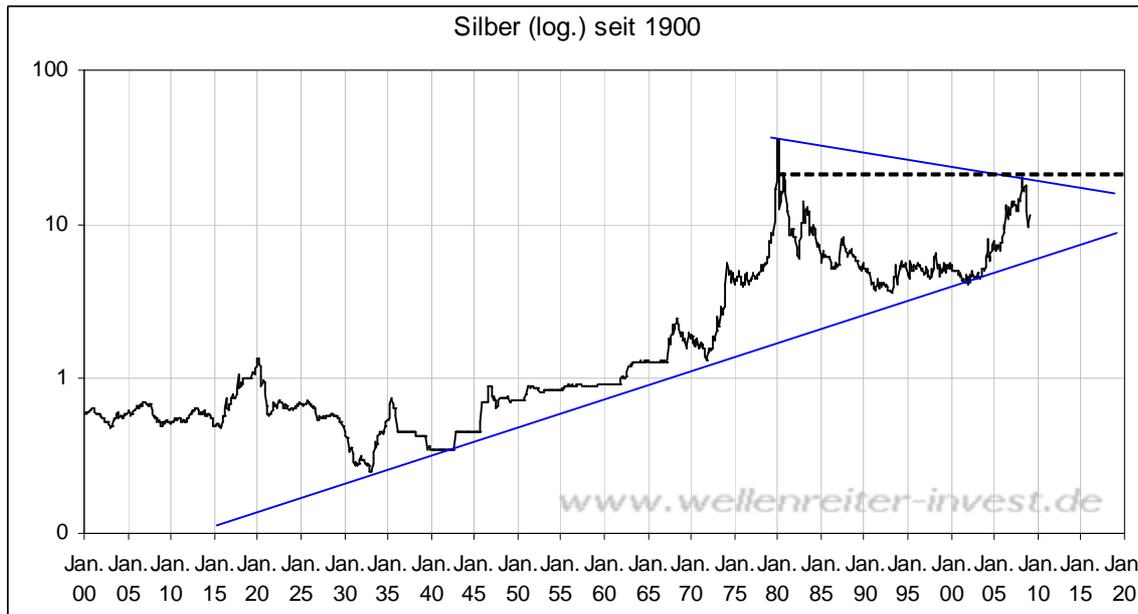


Abb. 70: Silber seit 1900

Das obere Ende des Dreiecks bewegt sich bei aktuell bei etwa 17, das untere bei etwa 6 US-Dollar.

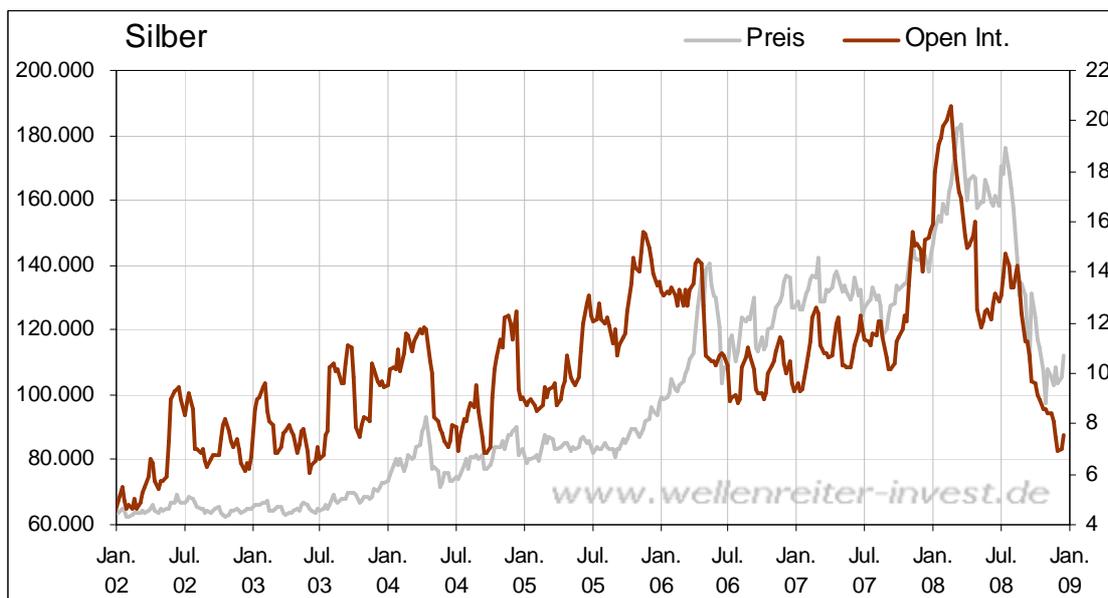


Abb. 71: Open Interest Silber

Wie bei Gold hat das Open Interest auch bei Silber einen starken Einbruch erlebt. Daher kann man auch bei Silber von dem Beginn einer Bodenbildungsphase ausgehen.

Der saisonale Chart zeigt für Silber in Nachwahljahren einen flachen Verlauf bis in den August hinein. Erst danach kommt es zu einer Trendwende mit einem zum Jahresende hin starken Anstieg.

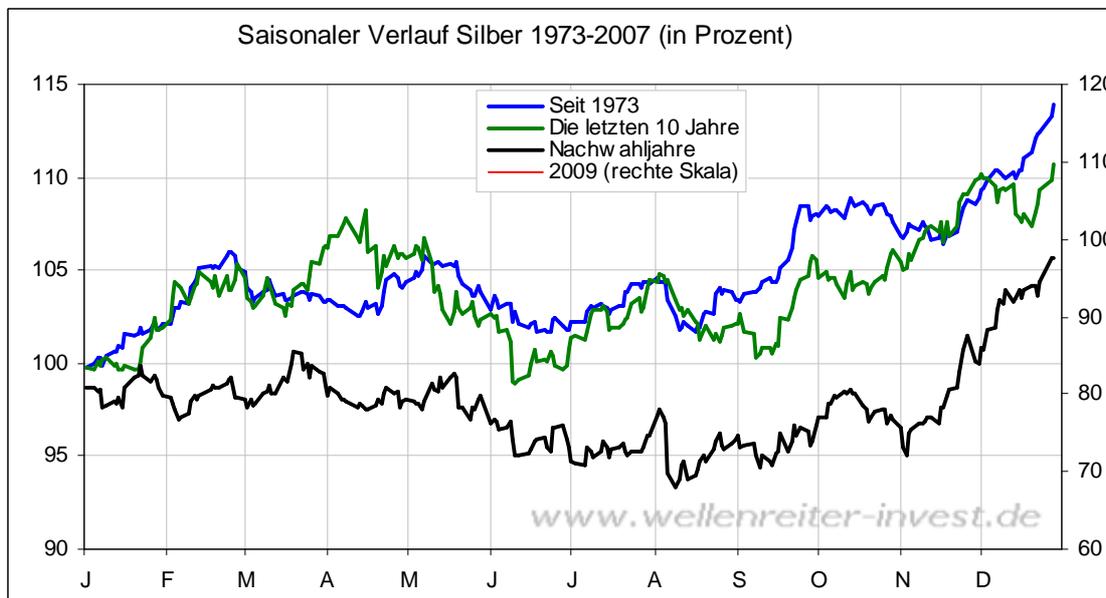


Abb. 72: Saisonaler Verlauf Silber

Auf dem nächsten Chart haben wir die Silber-/Gold-Ratio gemeinsam mit dem S&P 500 abgetragen.

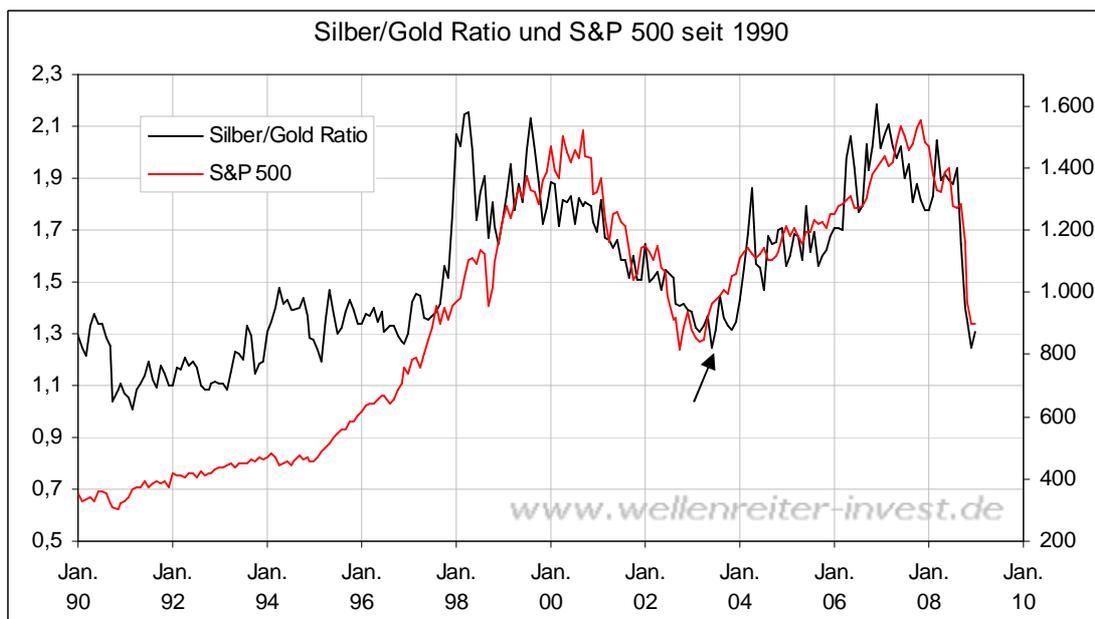


Abb. 73: Silber/Gold-Ratio und S&P 500

Silber performt als Industriemetal bei steigenden Aktienmärkten besser als Gold. Allerdings läuft die Ratio bei der Bodenbildung den Aktien meist hinterher (wie 2002/03 siehe Pfeil).

Fazit: Silber dürfte sich im Frühjahr und Sommer schwächer entwickeln als Gold, sollte aber dafür im dritten, spätestens im vierten Quartal ein größeres Comeback feiern.

5.5. Kupfer

Im vergangenen Jahr zeigten wir den folgenden Chart und schrieben: „Kupfer hat sich in den vergangenen 100 Jahren als guter voraus laufender Indikator für die Inflationsentwicklung erwiesen. Der Preisverlauf von Kupfer sollte als ein großes Warnzeichen für alle diejenigen dienen, die jetzt auf eine galoppierende Inflationsentwicklung in den USA setzen.“ Damals befand sich er Kupferpreis an der oberen blauen Linie.

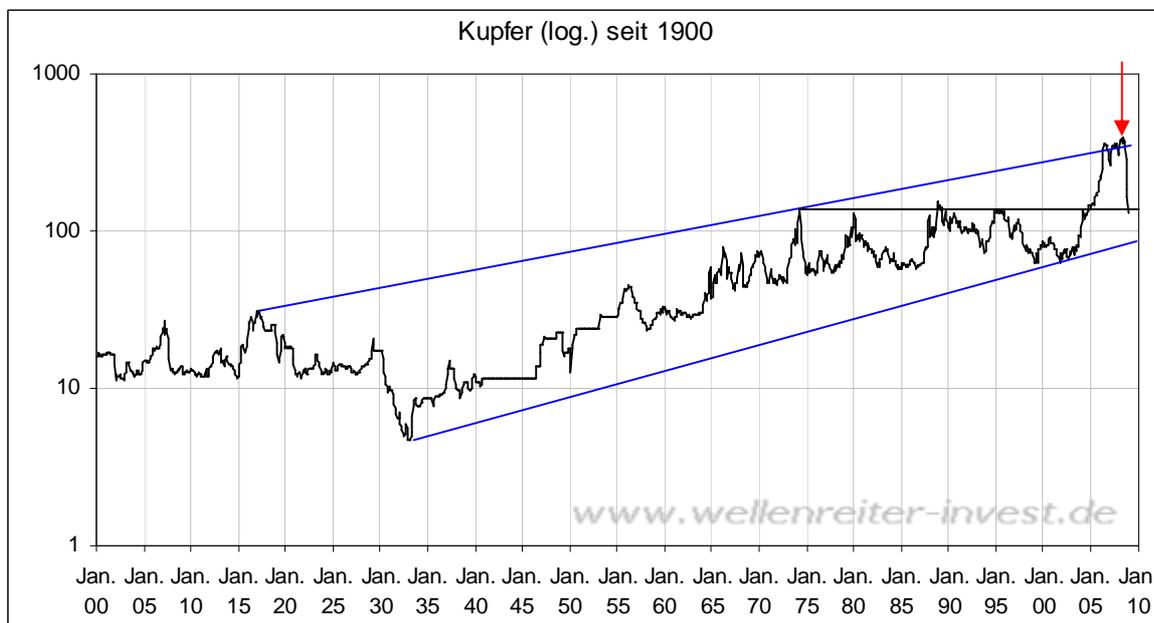


Abb. 74: Kupfer seit 1900

Der nächste Chart zeigt den Zusammenhang zwischen Kupfer und dem Goldpreis.

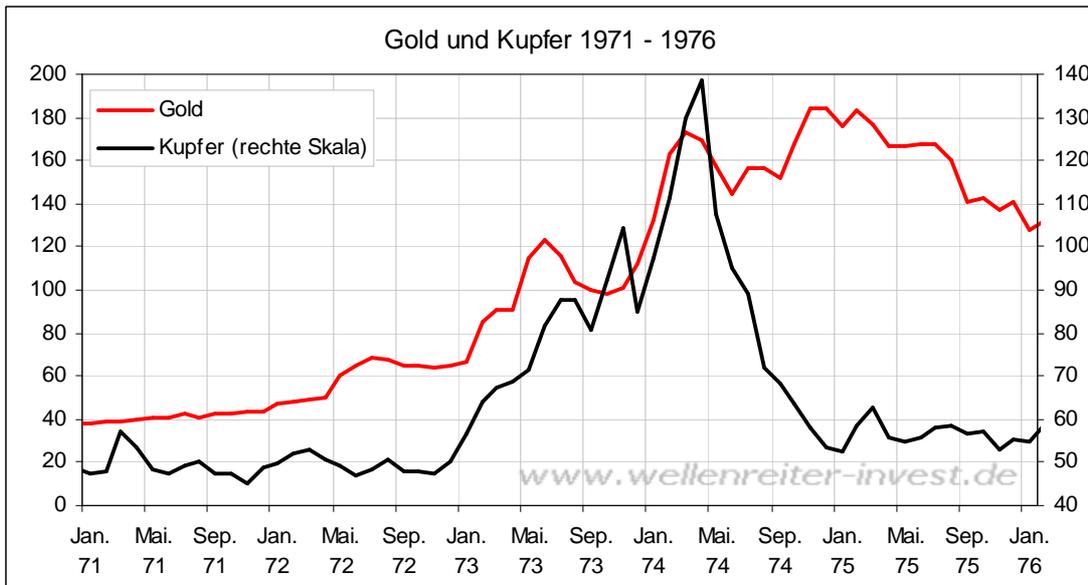


Abb. 75: Gold und Kupfer 1971 - 1976

Ähnlich wie aktuell zeigte der Goldpreis in der Rezession von 1974 Stärke, während der Preis für Kupfer in sich zusammenfiel. Solange Kupfer nicht zu einem Comeback ansetzt, muss nicht mit einer Rückkehr hoher Inflationsraten gerechnet werden. In den 70er Jahren benötigte Kupfer vom Top gerechnet vier Jahre, um einen Boden auszubilden. Erst dann stieg dann stieg die US-Inflation wieder an.

5.6 Nachwachsende Rohstoffe

Nachwachsende Rohstoffe wie die Agrarrohstoffe oder auch Zucker erscheinen uns nicht uninteressant zu sein, aber aus anderen Gründen, als das von vielen vermutet wird. Erstens bieten die Preisspitzen in Weizen der vergangenen 30 Jahre (rote Linie) eine gute charttechnische Unterstützung.

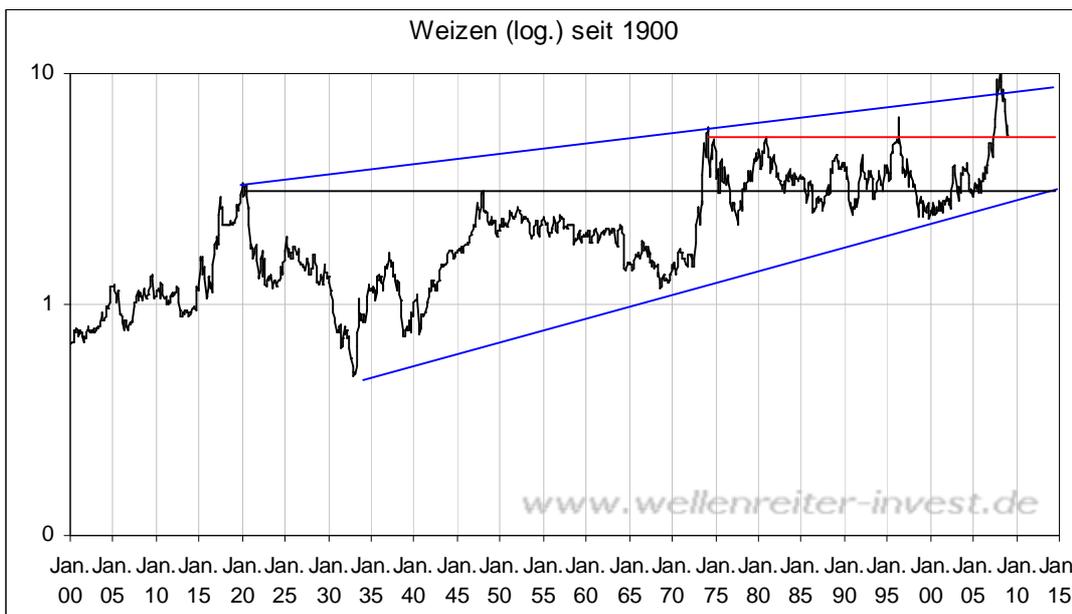


Abb. 76: Weizen seit 1900

Zweitens reift nach dem 60-Jahres-Zyklus der Zeitpunkt für ein zumindest temporäres Comeback des Weizenpreises heran.

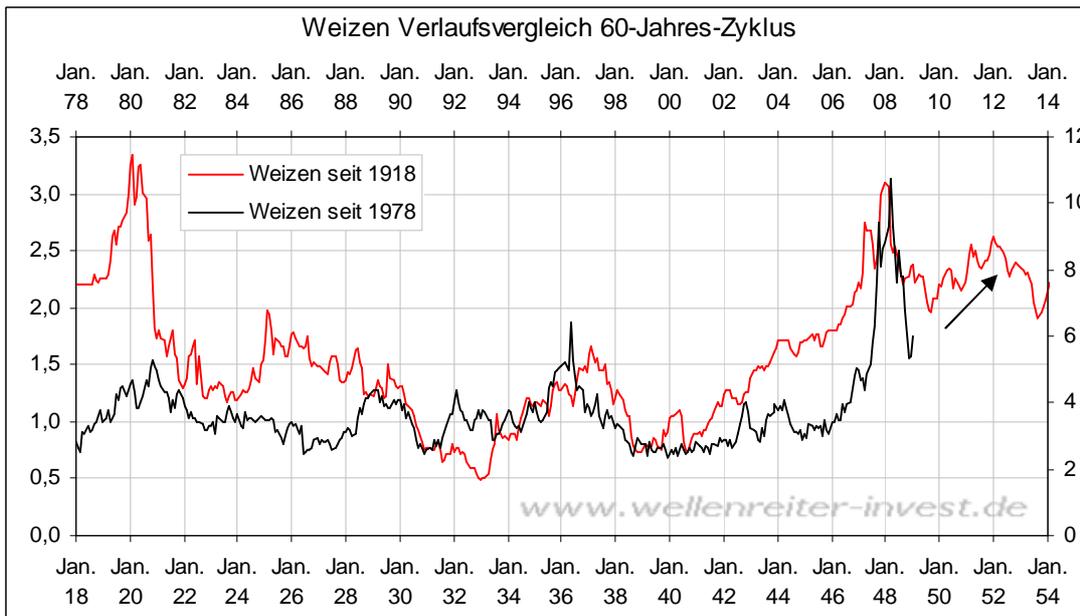


Abb. 77: Weizen 60-Jahres-Zyklus

Nach dem brutalen Abverkauf des Weizenpreises im Jahr 2008 sitzen viele Landwirte noch auf den Beständen des vergangenen Sommers. Bevor die neue Ernte eingefahren werden kann, werden sie gezwungen sein, ihre Bestände auf den Markt zu werfen. Dieses dürfte den Weizenpreis bis zum Sommer nochmals drücken. Dann allerdings dürfte der Zeitpunkt für ein Comeback des Weizenpreises - und der Agrarrohstoffe allgemein - gekommen sein. Der saisonale Verlaufsschart entspricht dieser Annahme.

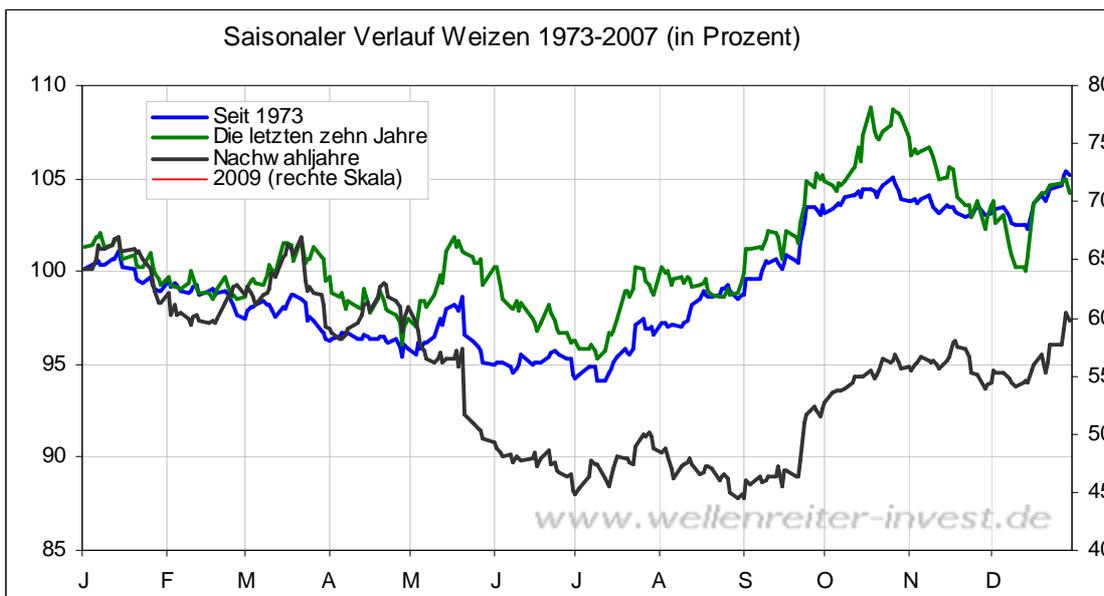


Abb. 78: Weizen saisonaler Verlauf

Drittens glaubt mittlerweile die ganze Welt, dass sich die Erde in den kommenden Jahrzehnten klimatisch aufheizen wird. Dieser Glaube – nein: dieses „Wissen“ wurde noch vor fünf Jahren von der breiten Bevölkerung nicht geteilt. Al Gore hat den Großteil der Überzeugungsarbeit geleistet. Sollte ihn – wie bei der Wahl zum US-Präsidenten im Jahr 2000 – wieder das Pech ereilen, falsch zu liegen? Die These derjenigen, die eher an eine bevorstehende globale Abkühlung als an eine Erderwärmung glauben, lässt sich auf den folgenden Nenner bringen: „Es ist nicht die Erde, es ist die Sonne!“ Tatsächlich hätten sich auf der Sonne gemäß dem elfjährigen Sonnenzyklus schon längst wieder Sonnenflecken bilden müssen. Diese erhöhen – indirekt – die Wärmemenge, die die Sonne ausstrahlt. Doch der Beginn eines neuen Zyklus ist nicht erkennbar. Zwischen den Jahren 1650 und 1700 blieben die Sonnenflecken für ein halbes Jahrhundert verschwunden. Auf der Erde kam es zu einer kleinen Eiszeit. Doch selbst wenn der Zyklus nicht verschwunden ist, sondern nur verzögert auftritt, dürfte sich eine Abkühlung des Erdklimas einstellen. Das Jahr 2008 war das weltweit kälteste Jahr dieser Dekade. Noch vor einigen Jahren glaubten viele Schweizer, dass der Wintersport ab 2010 mangels Schnee zusammenbrechen würde. Dies alles ist bisher nicht eingetreten.

Welche längerfristigen Auswirkungen hätte eine globale Abkühlung auf den Preis für Weizen, Mais, Sojabohnen und Reis? Wie der Chart zeigt, ist der Weizenpreis in den Jahren des starken weltweiten Temperaturanstiegs zwischen 1975 und 2005 nicht gestiegen (und das trotz stark zunehmender Weltbevölkerung). Erst Mitte dieser Dekade sprang der Weizenpreis an. Da aber zeichnete sich bereits ein zumindest vorläufiges Ende des Temperaturanstiegs ab.

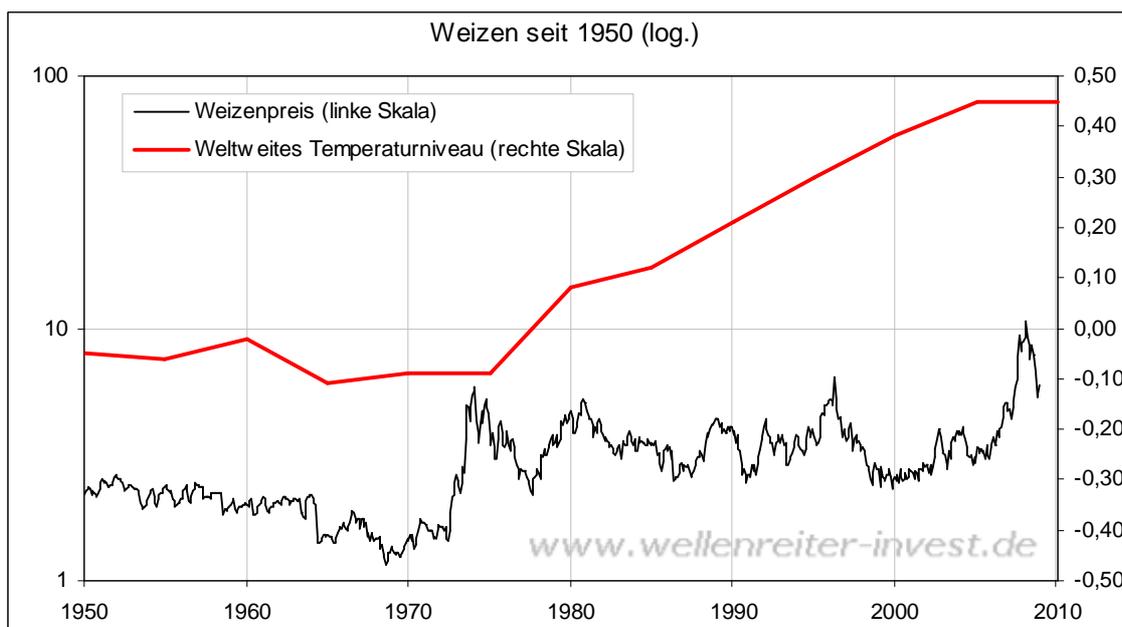


Abb. 79: Weizen und Klima

Das bedeutet, dass in „Warmzeiten“ genügend Weizen vorhanden zu sein scheint. In „Kaltzeiten“ ist es hingegen anders: Die Erntemengen würden durch verkürzte Vegetationsperioden sinken. Dies wiederum dürfte die Preise nach oben treiben. Dieses Szenario ist zugegebenermaßen mit hohen Unsicherheiten behaftet. Doch sollte man es nicht ganz aus den Augen verlieren. Unabhängig vom Klimafaktor ergibt sich für Weizen in 2009 die Chance auf ein kleines Comeback. Bodenbildungen benötigen jedoch Zeit. Das Hoch von 2008 sollte in 2009 nicht erreicht werden können.

Zucker bietet ein interessantes Chartbild.

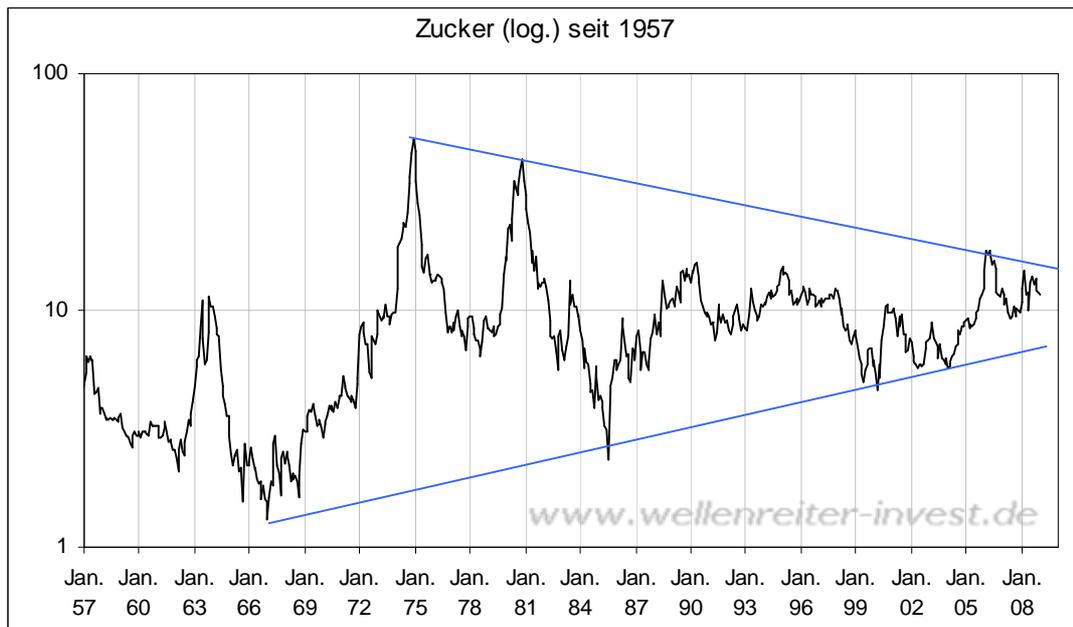


Abb. 80: Zucker seit 1957

Danach verengt sich das große Dreieck immer mehr. Die Konsolidierung erfolgt oberhalb der 10-Dollar-Marke. Wir halten die Wahrscheinlichkeit, dass Zucker nach oben ausbricht, für hoch.

Fazit: Für die Agrarrohstoffe ist bis zum Sommer mit einer schwächeren Bewegung zu rechnen. Erst danach ist mit einem Comeback der Agrarrohstoffe zu rechnen. Zucker könnte dabei ein Ausbruchskandidat auf der Oberseite im zweiten Halbjahr werden.

6. Der Aktienmarkt

6.1 Das große Bild

Vor acht Jahren erreichten die Bewertungen für den US-Aktienmarkt einen absurden, nie zuvor verzeichneten Höchststand. Für das KGV10 (Kurs durch Durchschnittsgewinne der letzten 10 Jahre) des S&P 500 wurde ein Wert von 50 gemessen.

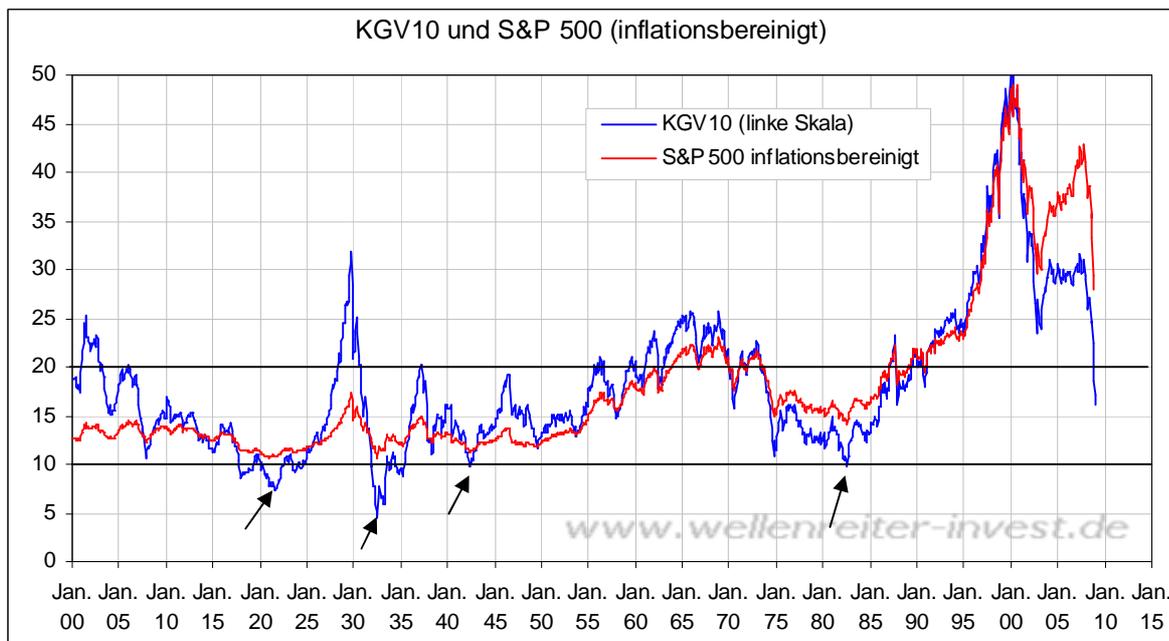


Abb. 81: KGV und S&P 500

Das von Robert Shiller eingeführte KGV10 schwankt im Laufe der Jahre in der Regel zwischen 10 und 20. In diesen Fällen spricht man von einer normalen Marktsituation. Ein KGV10 über 20 weist auf einen überbewerteten, ein KGV10 unter 10 auf einen unterbewerteten S&P 500 hin. Momentan bewegt sich das KGV10 im Bereich von 17. Im November 2007 wurde ein Tiefstwert von 14 gemessen. Das bedeutet, dass sich die Bewertung des S&P 500 derzeit im Normalbereich aufhält. Aus historischer Erfahrung weiß man, dass Bärenmärkte erst dann ihren Tiefpunkt erreichen, wenn das KGV10 in den Bereich von 5 bis 10 fällt. Das war in den Jahren 1921, 1932, 1942 und 1982 der Fall (siehe Pfeile). Solche Bewertungen führten regelmäßig zum Beginn eines neuen Bullenmarktes mit einem Zeithorizont von 15 Jahren (durchschnittlicher Anstieg mehr als 10% pro Jahr im S&P 500).

Auch der aktuelle Bärenmarkt dürfte mit einer Unterbewertung enden. Doch wie weit müssten S&P 500 und Dow Jones Industrial Average (nachfolgend Dow Jones Index genannt) noch fallen, damit die Bewertung ein KGV10 von 10 oder darunter zulässt? Bei unveränderter Gewinnsituation müsste der S&P 500 auf etwa 450 Punkte fallen,

um ein KGV10 von 8 zu erreichen. Das entspricht einem Dow Jones Index von etwa 4.400 Punkten.

Der nächste Chart verdeutlicht, dass ein nominaler Dow Jones Index von knapp über 4000 Punkten einem Pullback zur oberen, seit 200 Jahren gültigen Trendlinie entsprechen würde (siehe Pfeil nächster Chart). Der Crash von 1987 war der Rücktest der langfristigen Ausbruchsbewegung.

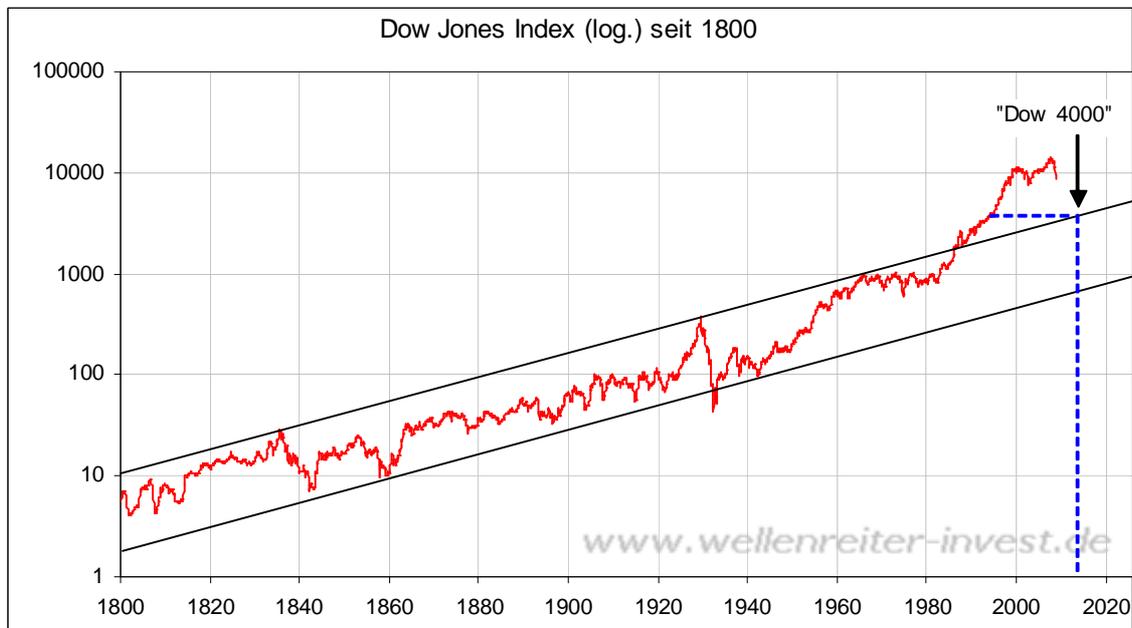


Abb. 82: Dow Jones seit 1800

Zwischenfazit: Langfristig ist sowohl aus charttechnischen als auch gemäß den historischen Erfahrungswerten bezüglich des Kurs-Gewinn-Verhältnisses damit zu rechnen, dass der aktuelle Bärenmarkt nicht eher endet, bis im Dow Jones Index nominal eine Marke zwischen 4.000 und 5.000 Punkten erreicht worden ist.

Man sollte sich diesen Zielprojektionen jedoch aus einem anderen Blickwinkel nähern, nämlich dem realen. Die Begriffe „real“ oder „inflationbereinigt“ stehen beide für das gleiche, nämlich für eine Betrachtung, die die Teuerungskomponente einbezieht. Während die *nominalen* Verluste von Bärenmärkten durchaus variieren, aber selten mehr als 50% erreichen - Ausnahmen waren die Bärenmärkte von 1929ff., 1857ff. und 1835ff.) - betragen die *realen* Verluste in Bärenmärkten recht konstant zwischen 65% und 85% Wir erwarten, dass ein solcher Realverlust am Ende dieses Bärenmarktes ebenfalls erreicht sein wird.

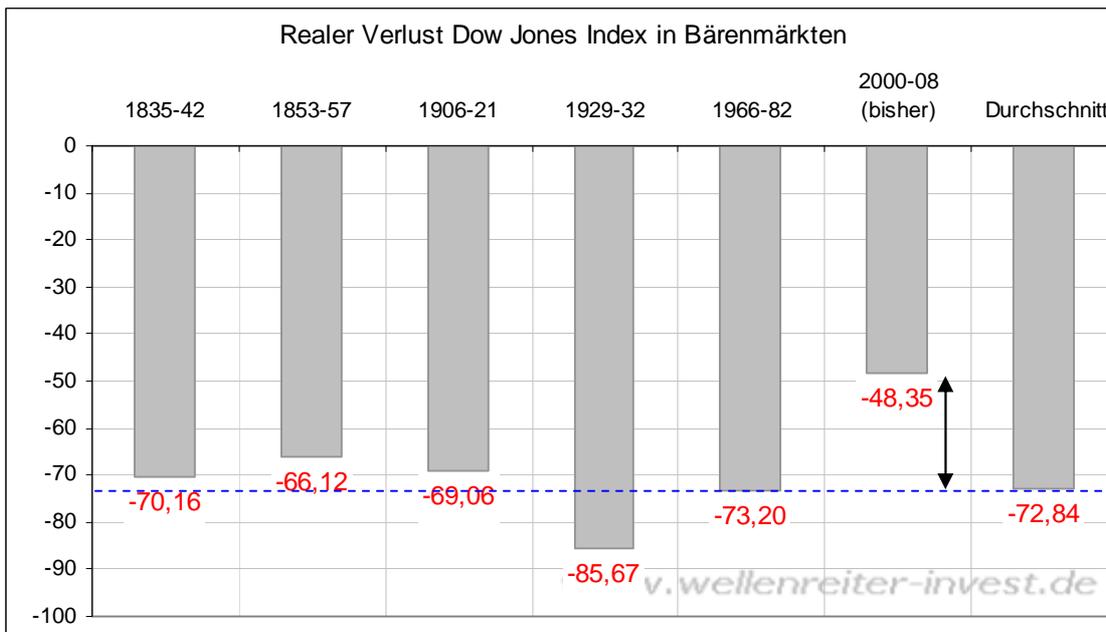


Abb. 83: Realer Verlust Dow Jones Index in Bärenmärkten

Das würde bedeuten, dass der Dow Jones Index real um weitere 20 bis 30 Prozent fallen sollte, bevor der aktuelle Bärenmarkt beendet ist. Wir haben diesen Fall auf dem folgenden Chart simuliert, indem wir den auf dem Chart ablesbaren Durchschnittsverlust von knapp 73% angenommen haben. Nominal würde dies bei unveränderter Inflationsrate ein Bärenmarkttief von – sie können es schon ahnen – etwa 4.000 Punkten bedeuten.

Es lohnt jedoch, noch einen Moment bei der realen Betrachtung zu verharren. Wenn der oben genannte Realverlust von 73% auf dem Chart des inflationsbereinigten Dow Jones Index abgetragen wird, würde das Niveau des Hochs aus dem Jahr 1929 erreicht werden (siehe Pfeil).

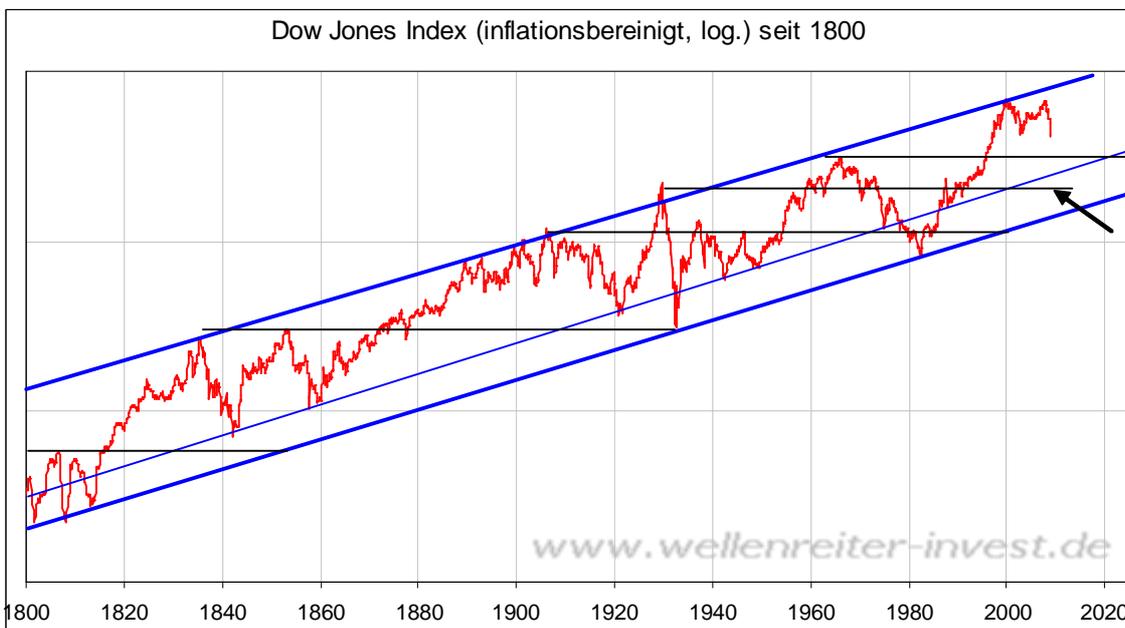


Abb. 84: Dow Jones Index 1800 – 2025 (inflationsbereinigt)

Dies gilt für eine sich unverändert fortsetzende Inflationsrate. Nimmt man hingegen an, dass die Inflation deutlich anzieht (im Durchschnitt auf 6 Prozent) und sich der Bärenmarkt noch über die kommenden sechs Jahre erstreckt, so könnte die bereits nominal erreichte Marke von 7.500 Punkten bestehen bleiben. Umgekehrt wäre es im Fall einer fortgesetzten Deflation. Dann müsste der Dow Jones Index nominal sehr viel stärker fallen, um den realen Durchschnittsverlust von knapp 73% zu erreichen. Dann wären Dimensionen wie die von 1929 bis 1932 zu erwarten.

Weiter oben haben wir gelernt, dass Aktien-Bullenmärkte immer dann entstehen, wenn der KGV10 unter 10 fällt. Man kann hier noch eine weitere Regel zur Hilfe nehmen: Aktien-Bullenmärkte beginnen immer dann, wenn der Realzins auf 10jährige US-Anleihen (8-Jahres-GD) einen unteren Wendepunkt vollzieht, der sich im negativen Bereich befindet. Man sieht auf dem folgenden Chart, dass die Bullenmärkte der 20er, der 50er/60er und der 80er/90er Jahre aus einer solchen Situation heraus entstanden.

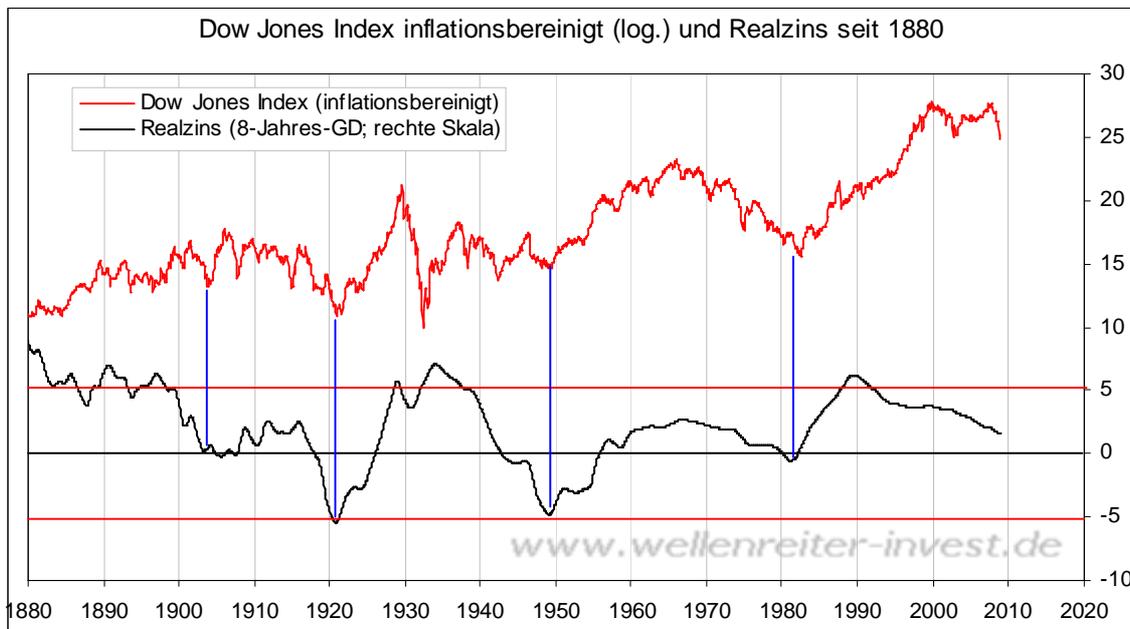


Abb. 85: Dow Jones Index inflationsbereinigt und Realzins

Während das KGV10 beginnende Bullenmärkte in den Jahren 1921, 1932, 1942 und 1982 anzeigte, weist der 8-Jahres-Durchschnitt des Realzinses auf 10jährige US-Staatsanleihen auf die beginnenden Bullenmärkte der Jahre 1903, 1921, 1949 und 1982 hin. Der Beginn eines neuen Bullenmarktes wird aktuell nicht angezeigt.

Nachfolgend eine Übersicht über die fünf großen Bullen- und Bärenmärkte der vergangenen 200 Jahre. Üblicherweise dauern inflationär geprägte Bärenmärkte zwischen 10 und 15 Jahren. Deflationär geprägte Märkte neigen zu scharfen Abwärtsbewegun-

gen, allerdings wird das inflationsbereinigte Tief sehr viel schneller (nach 3 bis 7 Jahren erreicht).

Bullenmärkte

Periode	Dauer in Jahren	realer Gewinn %
1982 – 2000	18	730
1942 – 1966	22	400
1921 – 1929	8	492
1859 – 1889	30	610
1813 – 1835	22	810
Durchschnitt	20	608

Bärenmärkte

Periode	Dauer in Jahren	realer Verlust %
1966 – 1982	16	73 (inflationär)
1929 – 1932	3	85 (deflationär)
1906 – 1921	15	69 (inflationär)
1853 – 1857	4	66 (deflationär)
1835 – 1842	7	70 (deflationär)
2000 - ???	8 (bisher)	48 (bisher)
Durchschnitt	9	73

Die Bestimmung des aktuellen Bärenmarktes hängt davon ab, ob man ihn im Jahr 2000 oder im Jahr 2007 beginnen lässt. Für China und viele Länder Asiens, aber z.B. auch für Österreich oder die osteuropäischen Staaten begann der Bärenmarkt definitiv erst in 2007. In den USA und Westeuropa kann man dagegen den Beginn des Bärenmarktes auf das Jahr 2000 festsetzen. Insofern ergibt sich je nach Ländersicht ein eher inflatorisch geprägter, schon mehr als 8 Jahre andauernder Bärenmarkt oder ein deflatorisch geprägter, erst seit gut einem Jahr andauernder Bärenmarkt. Eine Restlaufzeit von vier bis fünf Jahren würde sich aber in jedem Fall ergeben.

Diesen Zeitraum sieht auch unser Blasenmuster vor (bis etwa 2012/13; siehe Pfeil).

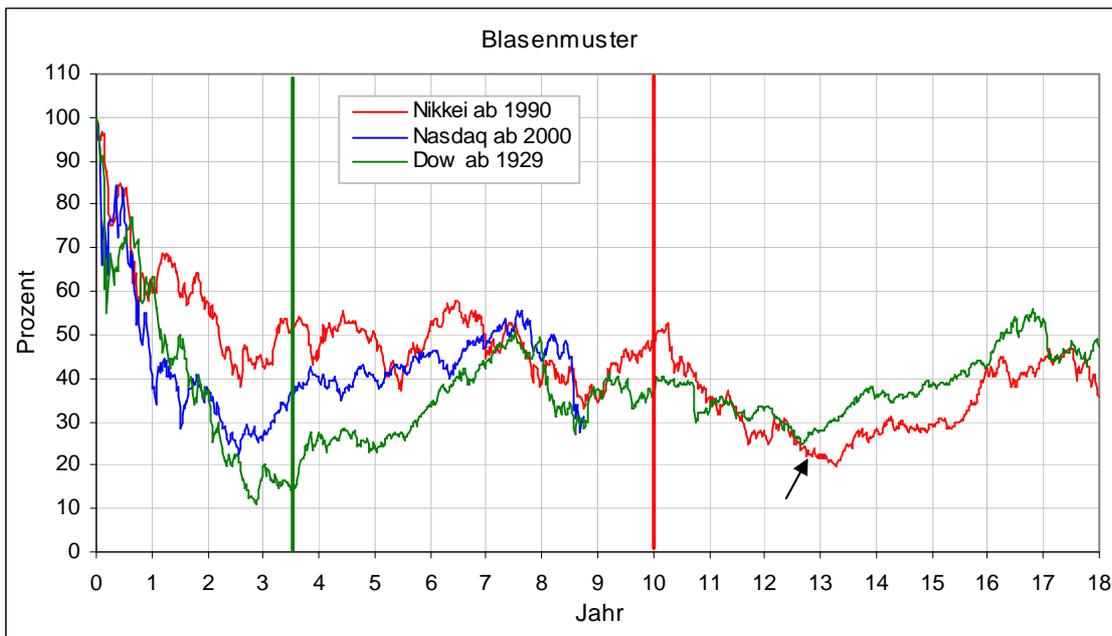


Abb. 86: Blasenmuster

Nach einer kurzen Aufwärtsphase in 2009 würde es zu einer Fortsetzung des Bärenmarktes bis etwa 2012/13 kommen (oberer Chart). Für 2009 wäre aber zu erwarten, dass der Anstieg einen Umfang von etwa 50 bis 60 Prozent vom Preistief beträgt und übergeordnet die positive Phase bis in das zehnte Jahr anhält. Danach könnten die oben genannten Zielmarken für den Dow Jones Index - 4.000 Punkte bei normaler Inflation, 7.500 Punkte bei hoher Inflation - erreicht werden.

Was folgt auf ein „Horrorjahr“ wie 2008 in der Vergangenheit? Seit 1900 wurde sieben Jahre gezählt, in denen der Verlust 25 Prozent oder mehr betrug (1907, 1914, 1920, 1930, 1931, 1937 und 1974). In drei dieser sieben Jahre war das Jahrestief zugleich ein Mehrjahrestief (1907, 1914, 1974). Im Jahr 1920 folgte in Folgejahr ein leicht niedrigeres Tief. Nur in den 30er Jahren (1930, 1931 und 1937) folgten im Folgejahr deutlich niedrigere Tiefs. Aus der Vergangenheit ist nicht ablesbar, dass auf ein katastrophal schlechtes Jahr automatisch ein gutes Jahr folgt.

Übersicht über die bisherigen großen Krisen (etwa alle 75 Jahre)

Jahr	Differenz	
1637	84	Tulpenmanie
1721	72	Südseeblase
1793	64	Panik von 1797
1857	75	Erste Weltwirtschaftskrise
1932	76	Große Depression
2008	72	Finanzkrise

Fazit: Inflationsbereinigt verliert der Dow Jones Index in Bärenmärkten zwischen 65% und 85% Prozent an Wert. Würde die offizielle US-Inflationsrate auch in den kommenden Jahren auf dem aktuellen Niveau bestehen bleiben, so würde ein solches Niveau ein Tief im Dow Jones Index bei etwa 4.000 Punkten bedeuten. Nur ein Gelingen der Reflation (in diesem Fall Re-Inflationierung durch eine deutliche Kreditausweitung durch Politik und Zentralbanken) würde sicher stellen, dass der Dow Jones Index das Niveau des Jahres 2008 (Tief bei 7.500 Punkten) nicht mehr unterschreitet. Den Preis dafür zahlen die Bürger in Form einer höheren „Inflationssteuer“ – eine steigende Inflationsrate ist nichts anderes als eine versteckte Steuererhöhung.

6.2 Dekadenmuster

Der durchschnittliche Verlauf der 9er-Jahre zeigt eine Aufwärtsbewegung von Februar bis in den Sommer und anschließend eine Abwärtsbewegung bis zum Jahresende.

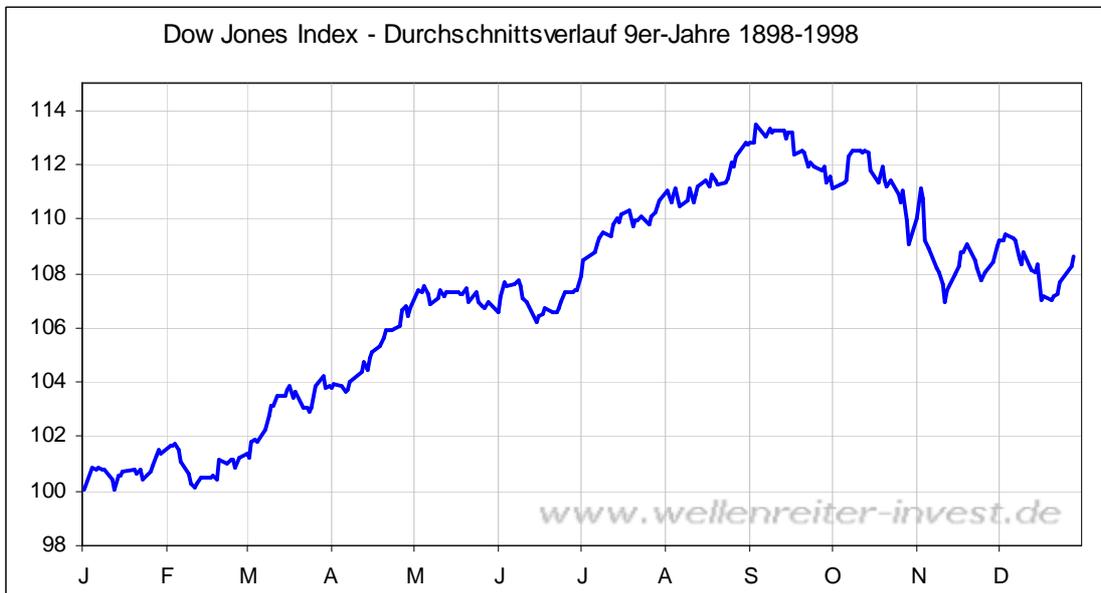


Abb. 87: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 9er-Jahre 1899 - 1999

Dieser Durchschnittsverlauf kann allerdings nicht für sich allein betrachtet werden. Das Jahr 2009 ist ein Nachwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Deshalb werfen wir einen Blick auf den üblichen Verlauf eines Nachwahljahres.

6.3 Nachwahljahre

Das Jahr 2009 ist ein „Nachwahljahr“. Seit 1897 standen 14 positiven Nachwahljahren genauso viele negative Jahre gegenüber. Die durchschnittliche Rendite betrug dabei 5,5 Prozent.

Dow Jones seit 1897	Rendite in %	Anzahl positive Jahre	Anzahl negative Jahre
Vorwahljahre	11,8	22	5
Wahljahre	7,5	19	9
Nachwahljahre	5,5	14	14
Zwischenwahljahre	3,4	16	12

Bei Betrachtung der einzelnen Ergebnisse von Nachwahljahren fällt auf, dass die Bewegungen durchaus bei positiven Jahren in Richtung plus 20% und in negativen Jahren Richtung -20% gehen. Jahre wie 2005 mit einer nur geringen Veränderung sind die Ausnahme.

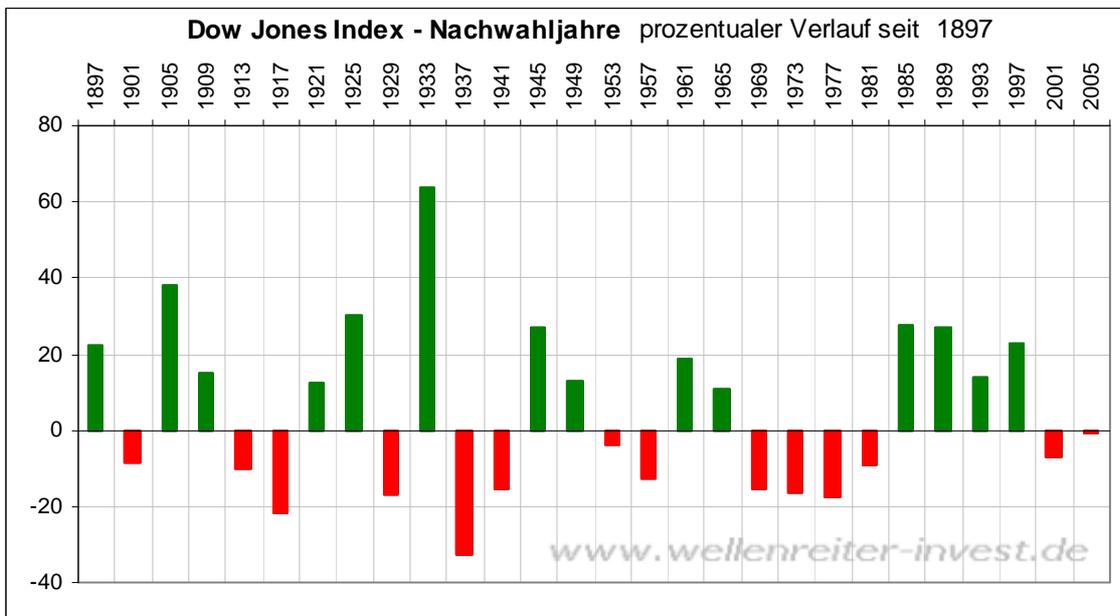


Abb. 88: Dow Jones Index Verteilung Nachwahljahre

Erwähnenswert ist, dass das Jahr der Amtseinführung von US-Präsident Roosevelt bisher das mit Abstand beste Nachwahljahr war. In jenem Jahr ging die Deflation in eine Reflation über.

Der durchschnittliche Verlauf eines Nachwahljahres ist durch eine Anstiegsphase zwischen Februar/März und August gekennzeichnet (nächster Chart).

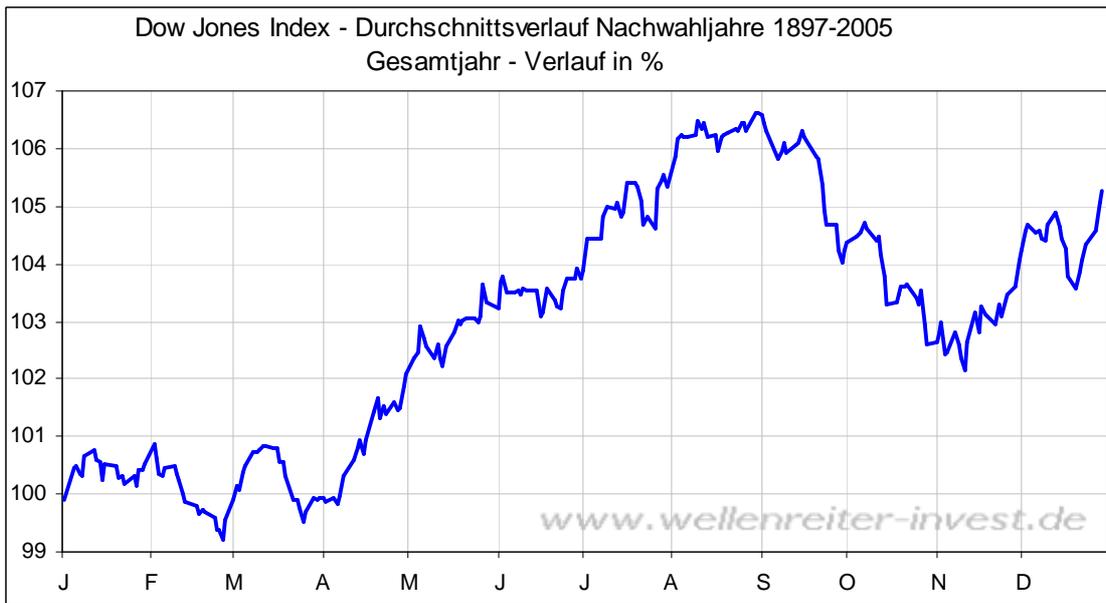


Abb. 89: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Wahljahre 1900 - 2004

Die beiden letzten Wahljahre 2001 und 2005 zeigen jeweils frühe Hochs, gefolgt von einem Abverkauf im März und einem Wiederanstieg in den Sommer hinein. Von dort aus fielen die Kurse erneut, bevor eine Jahresendrallye (Oktober, November) die Indizes jeweils in die Nähe der Null-Linie brachte.

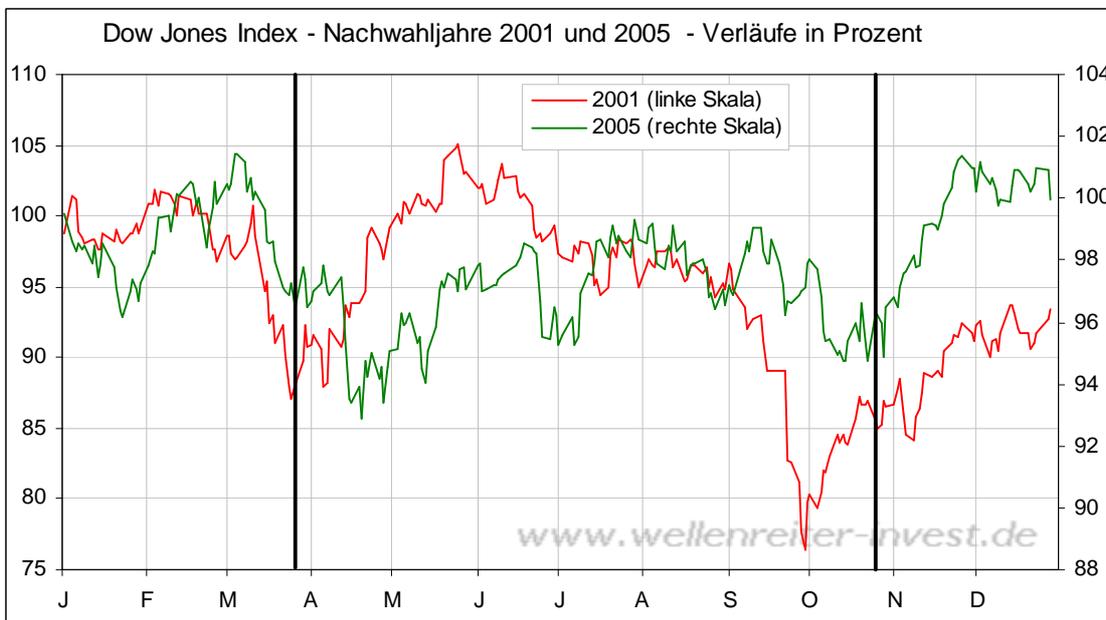


Abb. 90: Dow Jones Index Verlauf Vorwahljahre 2001 und 2005

Nachdem die Präsidentschaftswahl mit einem Wechsel von den Republikanern zu den Demokraten verbunden war, halten wir es für interessant, sich den Verlauf von Nachwahljahren nach solchen „Wachablösungen“ anzusehen.

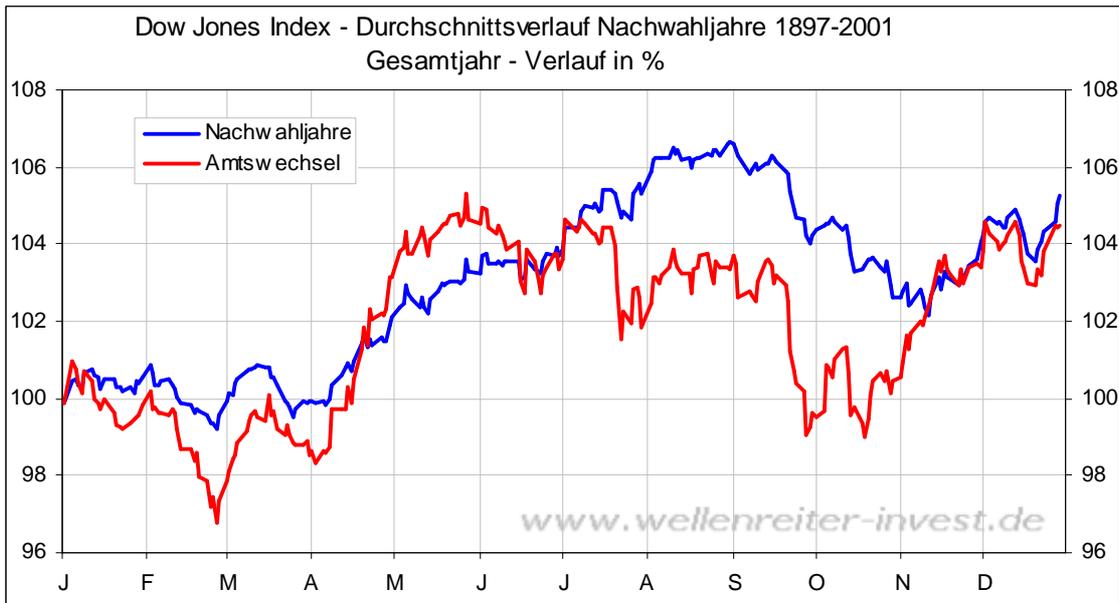


Abb. 91: Amtswechsel Nachwahljahre

Die Aufwärtsbewegung bei einem Amtswechsel-Nachwahljahr setzt Ende Februar ein, endet aber im Mai frühzeitig. Dafür setzt ab Oktober eine echte Jahresendrallye ein.

Fazit: Das Jahr 2009 ist sowohl ein Jahr, das mit einer 9 endet als auch ein Nachwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Eine Gemeinsamkeit ist die Aufwärtsbewegung, die üblicherweise im Februar/März einsetzt und im Sommer endet. Danach setzt eine spätsommerliche Schwächeperiode ein, der ab Oktober eine auffallend starke Jahresendrallye folgt.

6.4 Sentiment

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

6.4.1 Hartes Sentiment/ Put-Call-Ratios

Die Put-Call-Ratios werden aus dem Verhältnis der Zahl der gehandelten Puts zur Zahl der gehandelten Calls gebildet. Bei der Gesamt-Put-Call-Ratio (CBOE) sind sämtliche an einem Tag an der CBOE gehandelten Puts und Calls Grundlage der Betrachtung. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass dieser Indikator ein Kontraindikator ist. Werden mehr Puts als Calls gekauft, drückt dieses Verhalten Angst aus. Umgekehrt regieren Gier und Sorglosigkeit.

Nachfolgend zeigen wir den 10-Tages-Durchschnitt der Gesamt-Put-Call-Ratio.

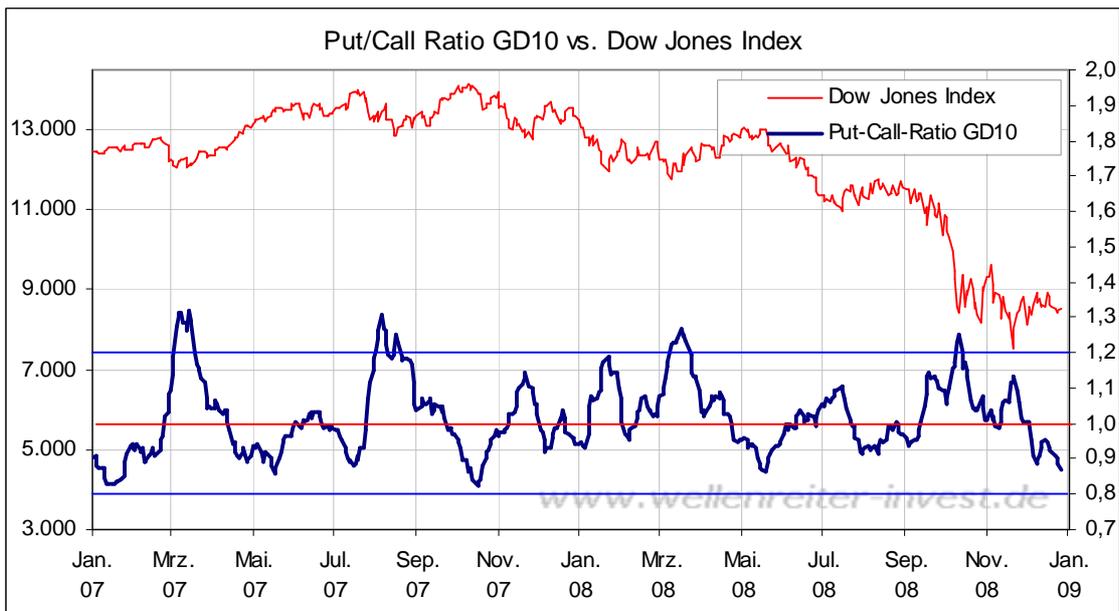


Abb. 92: Put/Call-Ratio 10-Tages-Durchschnitt

Danach reagieren die Anleger derzeit recht gelassen, Angst vor neuen Tiefs scheint nicht vorhanden zu sein. Auf dem aktuellen Niveau hat sich zuletzt im Mai 2008 ein Kurshoch gebildet.

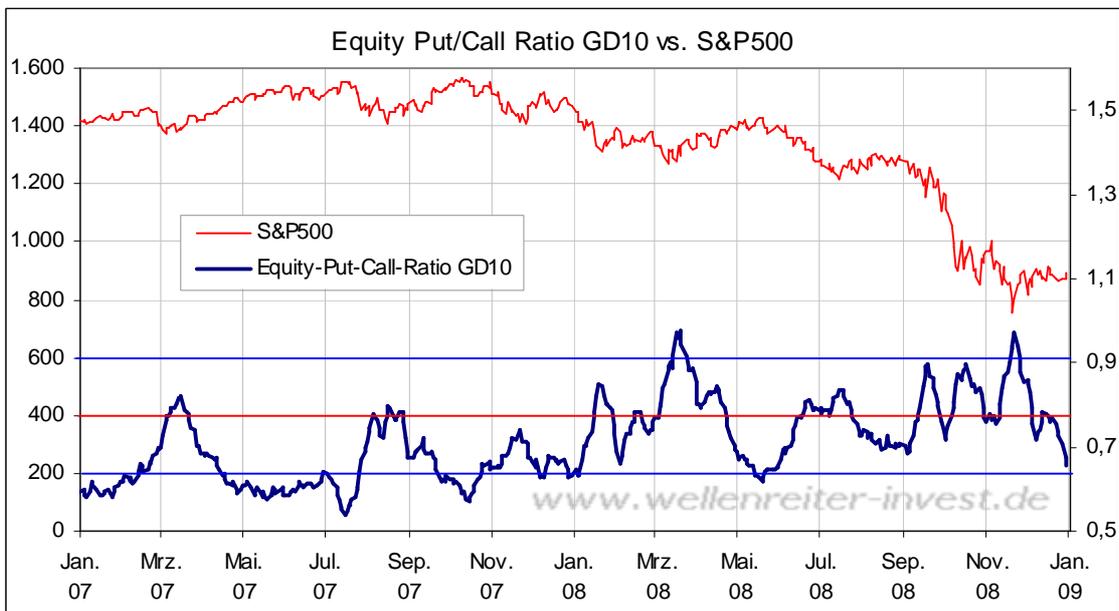


Abb. 93: Equity Put/Call Ratio GD10 vs. S&P 500

Die Put-Call-Ratio auf Aktien („Equity-Put-Call-Ratio“; nächster Chart) bestätigt dieses Bild zum Großteil. Bis zum niedrigen Wert im Mai ist nur noch wenig Luft.

Auch steigt der Optimismus der US-Kleinanleger – ausgedrückt durch den ISEE-Index – an, ohne dass die Indizes diese Aufwärtsbewegung teilen (folgender Chart). Der aktuelle Wert des ISEE ist der höchste Wert des Jahres 2008.



Abb. 94: ISEE – Sentiment-Index

Insgesamt zeigt das harte Sentiment an, dass die Marktteilnehmer gegenüber den Bewegungen in den kommenden Wochen wahrscheinlich zu optimistisch eingestellt sind.

6.4.2 Weiches Sentiment

Unter „weichem Sentiment“ versteht man umfragebasierte Einstellungen zu den Wertpapiermärkten. Die Firma Investors Intelligence untersucht wöchentlich die US-Börsenbriefe auf bullische, neutrale oder bärische Stimmung. Dieser Sentiment-Indikator gilt als Kontra-Indikator. Je bullischer die US-Börsenbriefe, desto näher rückt ein Top.

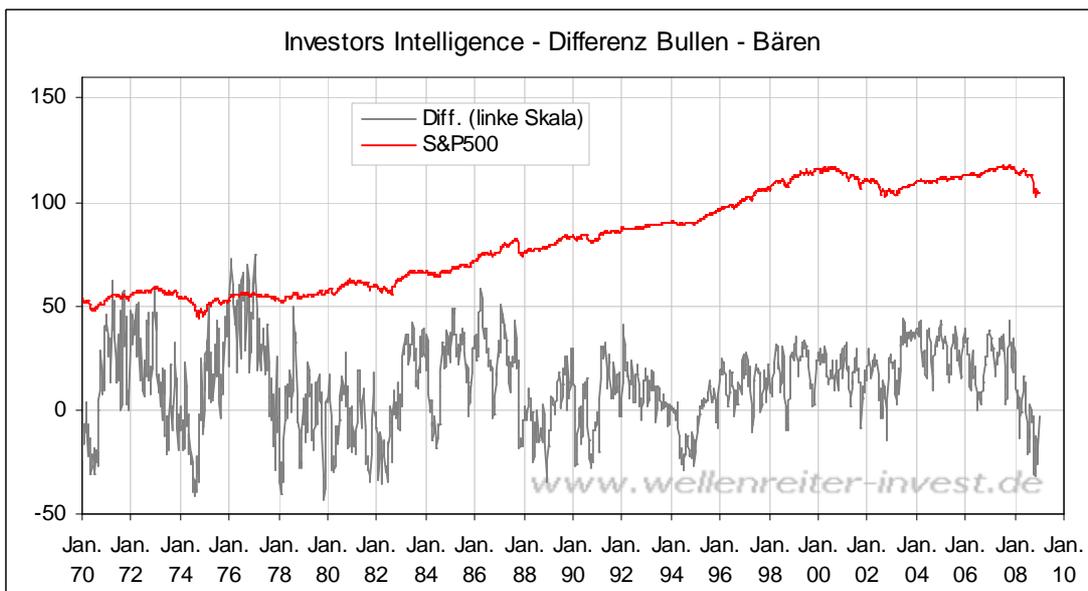


Abb. 95: Investors Intelligence – Differenz Bullen-Bären

Das aktuelle Bild zeigt zum Ende des Jahres 2008 eine sich verbessernde Stimmung – kommend von einem sehr niedrigen Niveau – an. Auch die US-Finanzblogger zeigen sich – gemäß der wöchentlichen Umfrage von „Ticker Sense“ – weiterhin bullisch.

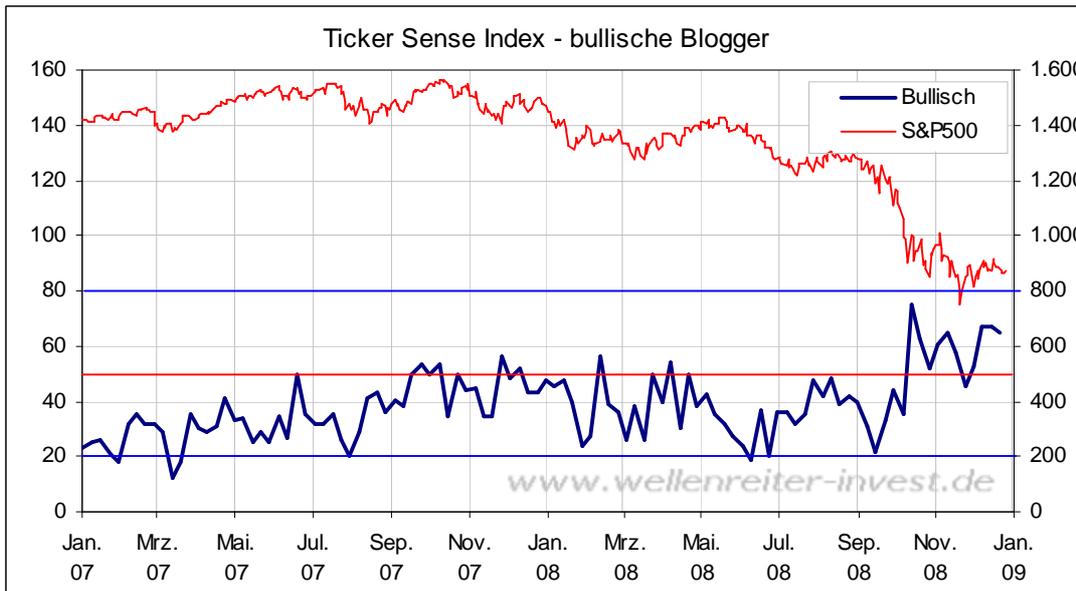


Abb. 96: Blogger-Sentiment

Fazit: Das weiche Sentiment zeigt aktuell – ähnlich wie das harte Sentiment – einen Hang zum Optimismus. Dieser dürfte zunächst enttäuscht werden. Erst dann dürften die Märkte die Gelegenheit erhalten, einen Boden zuzubilden.

6.5. Momentum

6.5.1 Smart Money Flow Indikator

Vor einem Jahr zeigte der Smart Money Flow Indikator an, dass das smarte Geld nicht mitzog und seine Aktien schwachen Händen übergab. Das ist zum Ende dieses Jahres nicht der Fall, denn der Smart Money Flow ist seit Mitte November – trotz des kleinen Rücksetzers – positiv (nächste Seite).

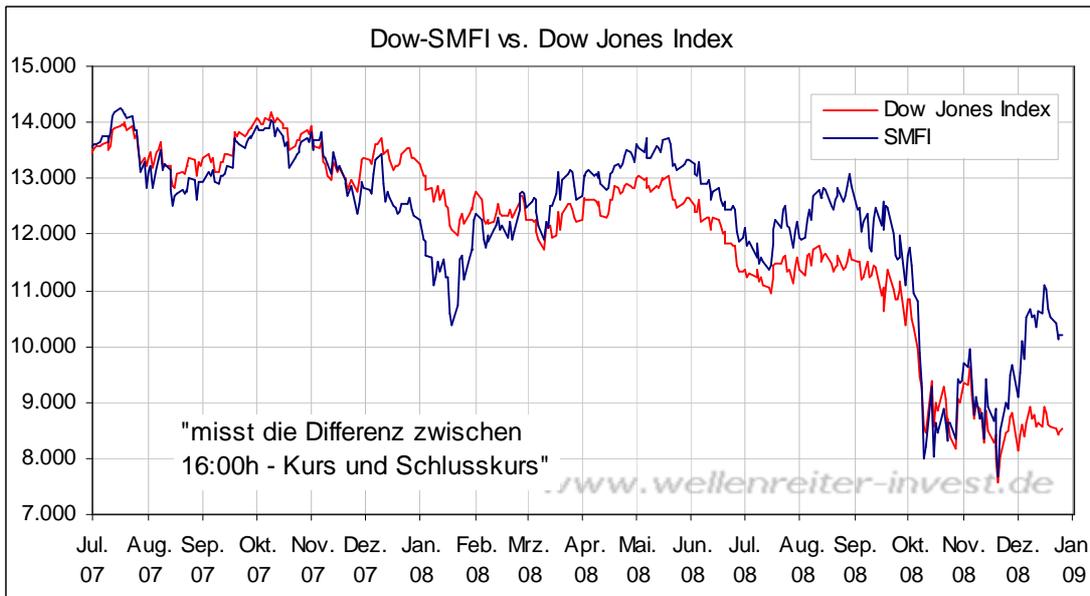


Abb. 97: Smart Money Flow Index Dow Jones

Der Smart Money Flow Indikator (SMFI) misst die Differenz zwischen dem Dow Jones Index von 16.00 Uhr und dem Schlusskurs. Diesem Indikator liegt die Annahme zugrunde, dass die ersten 30 Handelsminuten von „Amateuren“ bestimmt werden.

6.5.2 Nasdaq/NYSE Ratios

Nimmt die Risikoneigung der Investoren zu, dann steigt die Ratio Nasdaq 100 zum S&P 500 üblicherweise an.

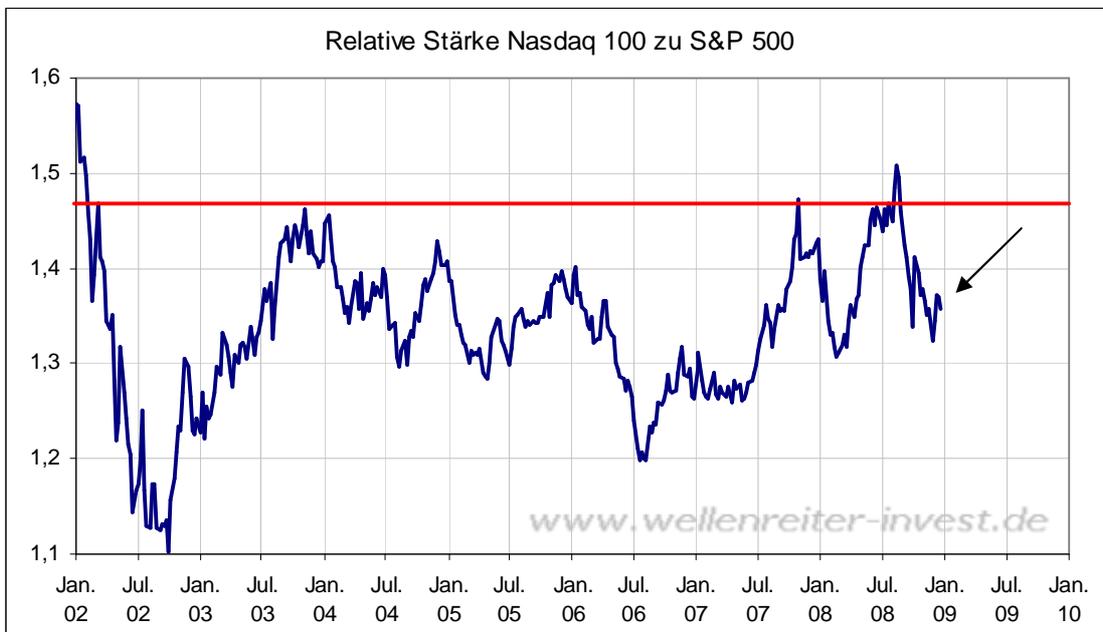


Abb. 98: NDX/S&P500-Ratio

Diese Risikoneigung ist momentan nicht erkennbar.

In Zeiten hoher Risikoneigung fällt das Volumen an der Nasdaq gegenüber der NYSE hoch aus. Nimmt die Risikoneigung ab, dann sinkt das Volumen an der Nasdaq. Deshalb bilden wir nachfolgend die Ratio des Nasdaq-Volumens zum NYSE-Volumen.

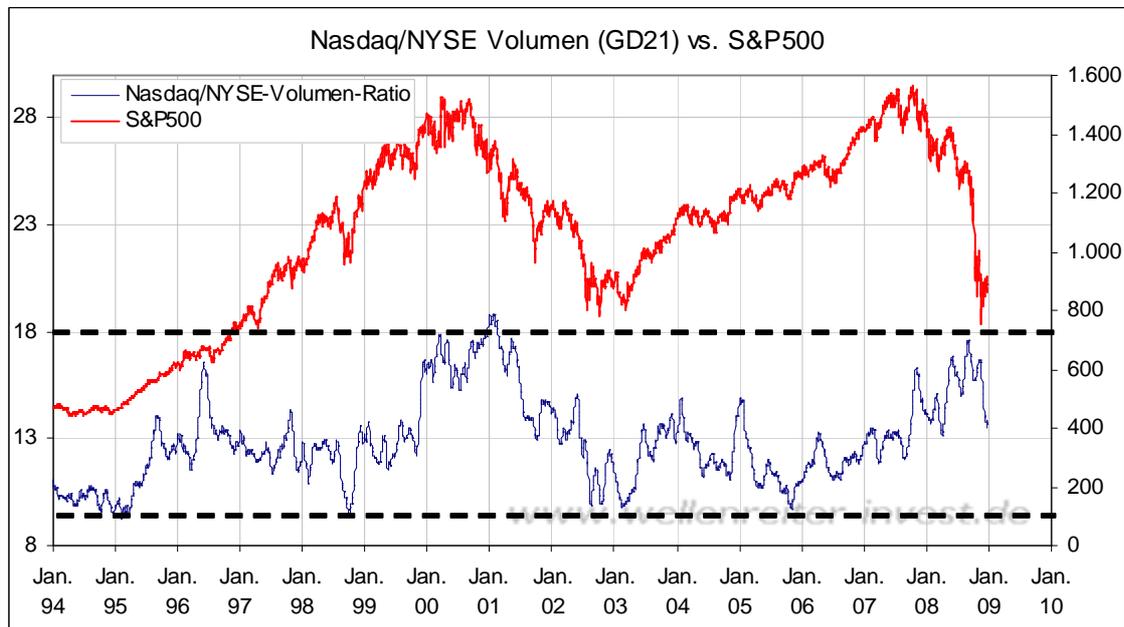


Abb. 99: Nasdaq/NYSE-Volumen-Ratio

Auch diese Ratio zeigt keine besondere Neigung an. Es erscheint eher als negatives Zeichen, dass diese Ratio nach dem November-Tief gefallen anstatt gestiegen ist. Nach einem wichtigen Tief steigt diese Ratio üblicherweise. Langfristige Preistiefs haben sich bei niedrigeren Umsatzniveaus gebildet (siehe 1995, 1998 und 2002/3). Angesichts der Intensität der Krise ist es überraschend, dass die Risikoneigung der Investoren nicht noch stärker gelitten hatte. Bis zu einem unteren Wendepunkt der Vergangenheit besteht demnach noch Luft nach unten, was als Belastung für die Aktienmärkte anzusehen ist.

6.5.3 Kapital-Allokation

Viel Kapital ist derzeit in Cash gebunden. Diesen Schluss lässt die monatlich durchgeführte AAI-Allocations-Umfrage zu.

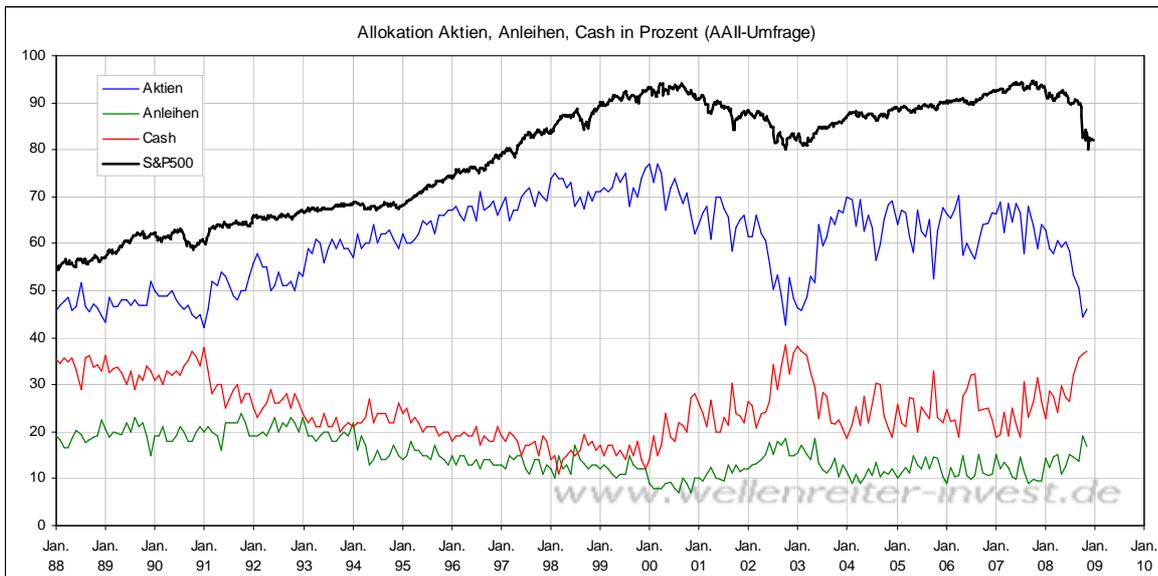


Abb. 100: Kapital-Allokation

Danach beträgt der Cash-Anteil in den Portfolios der individuellen Anleger momentan 37%, der Anleihen-Anteil 17% und der Aktien-Anteil 46%. Der Cash-Anteil befindet sich nahe einem historischen Hoch. Die Positionierung der Marktteilnehmer liegt insgesamt auf dem identischen Niveau wie im Oktober 2002.

Der Vergleich der Gewinnrenditen zwischen Aktien und Anleihen zeigt, dass die relative Attraktivität von Aktien sprunghaft zugenommen hat.

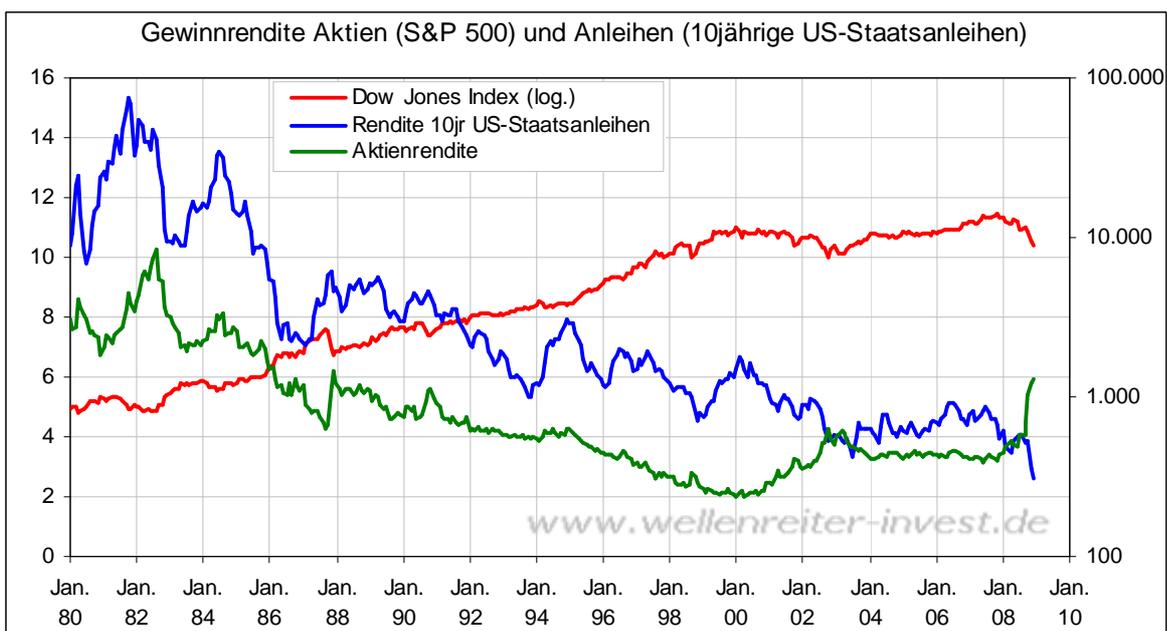


Abb. 101: Gewinn-Renditen Aktien/Anleihen

Auf Basis des KGV10 beträgt die Aktienrendite derzeit 5,88%, während die Rendite auf 10jährige US-Anleihen lediglich 2,06% ergibt. Das bedeutet einen Renditevorsprung der Aktien vor Anleihen von 3,82 Prozentpunkten. Fonds-Manager werden diese Differenz bei ihren Kapital-Allokationen in 2009 durchaus berücksichtigen. Insgesamt dürften sowohl der aktuell hohe Cash-Anteil sowie der Vorteil der Gewinnrendite auf Aktien ein Comeback des Aktienmarktes in 2009 unterstützen.

6.5.4 Volumen-Saisonalität

Nicht nur die Aktienmärkte, sondern auch das Volumen an der NYSE hat übers Jahr gesehen typische Stärke- und Schwächephasen. Die Volumen-Saisonalität lässt sich am besten im 10-Tages-Durchschnitt abbilden.

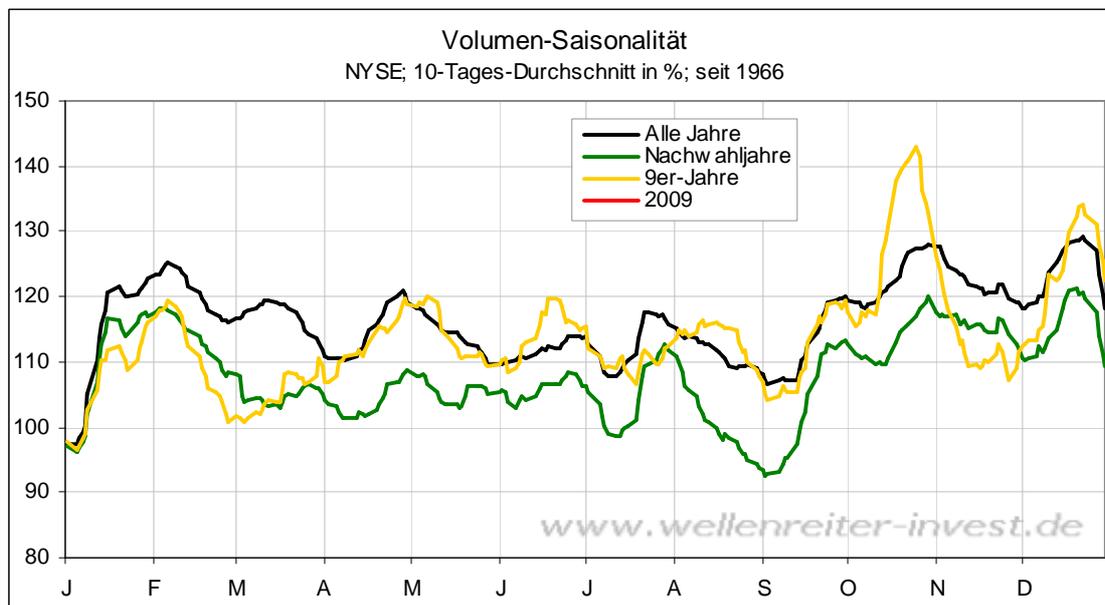


Abb. 102: Volumen-Saisonalität

Nachwahljahre sind üblicherweise von geringen Volumens-Bewegungen gekennzeichnet. Hieraus lässt sich ableiten, dass die Volatilität im Jahr 2009 gegenüber 2008 deutlich zurückgehen sollte.

6.5.5 Neue 52-Wochen-Tiefs

Am 10. Oktober 2008 erzielten 88 Prozent aller an der NYSE notierten Werte ein neues 52-Wochen-Tief.

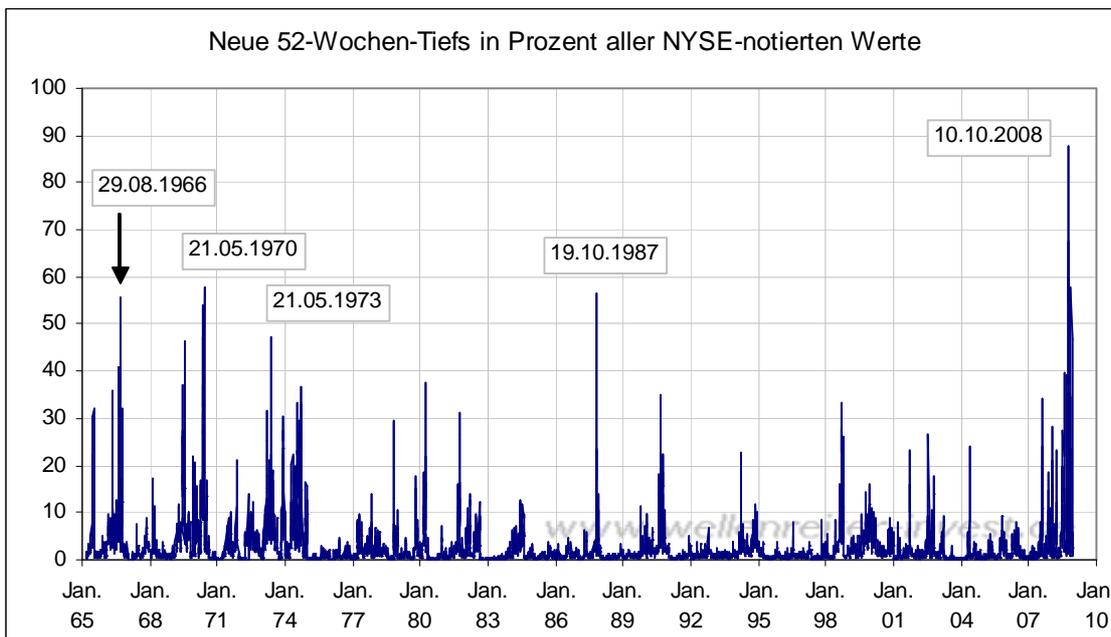


Abb. 103: Neue 52-Wochen-Tiefs in Prozent

Ein solcher Wert dürfte in den kommenden Jahren nicht mehr wiederholbar sein. Wir gehen davon aus, dass sich ein Aktienmarktboden bei einem niedrigeren Wert ergibt. Somit dürfte sich hier eine positive Divergenz ausbilden.

6.6. Verlaufsvergleiche

6.6.1 Blasenmuster

Wenn man aktuell von einem Blasenmuster spricht, so ist in erster Linie der Nasdaq-Index zu nennen, der noch weit von seinem Hoch des Jahres 2000 entfernt ist. Wir vergleichen im folgenden Chart den Verlauf des Nasdaq-Index seit 2000 mit dem Verlauf früherer Blasenmuster. Es zeigen sich deutliche Parallelen beim Verlauf von Blasen nach deren Platzen.

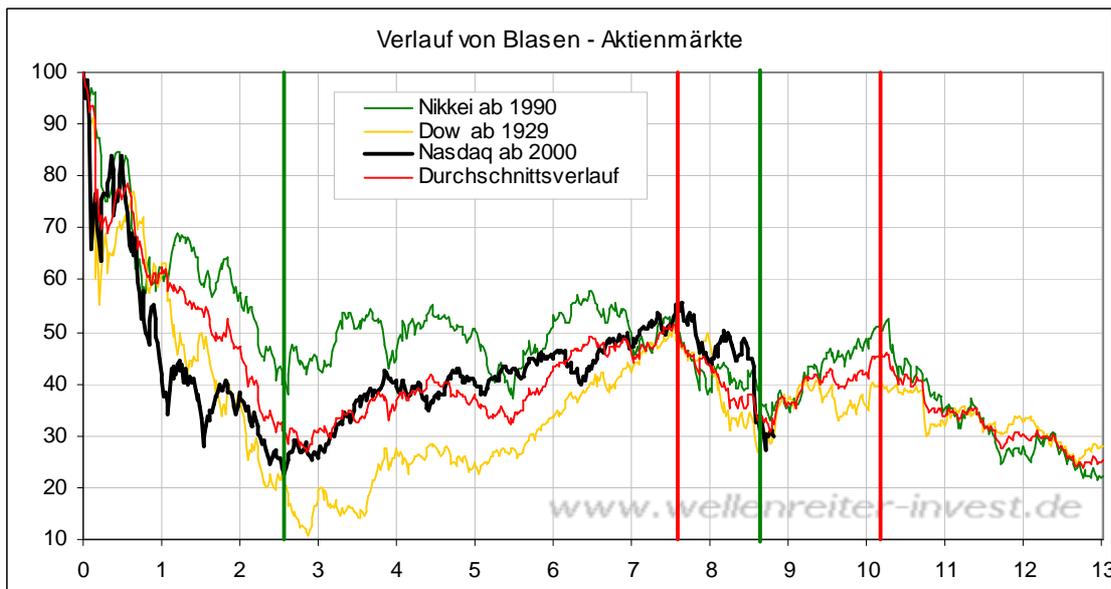


Abb. 104: Verlauf von Blasen - Aktienmärkte

Dem wichtigen Preistief nach ca. 2,5 Jahren (siehe auch Toll Brothers weiter vorn) folgt eine Erholung, die bis in das sechste und teilweise auch siebte Jahr nach dem Platzen der Blase andauert. Im Nasdaq erfolgte das erste Preistief im Oktober 2002 – zweieinhalb Jahre nach dem Hoch im März 2000. Die anschließende Aufwärtsbewegung dauerte exakt fünf Jahre und führte zum Hoch im Oktober 2007.

Nach dem vorliegenden Muster würde sich im achten Jahr nach dem Platzen der Blase ein Tief ausbilden. Mit Hilfe des nachfolgenden Charts erkennt man den aktuellen Stand der Dinge.

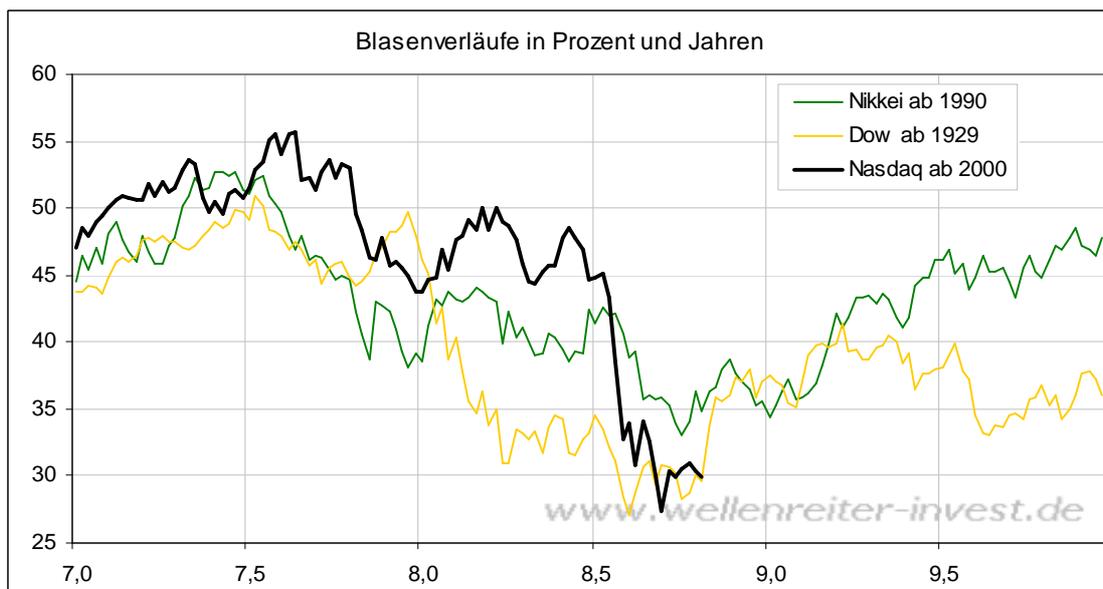


Abb. 105: Verlauf von Blasen – Aktienmärkte 7tes bis 10tes Jahr

Der zweite Aspekt vergleicht die deflatorische Blase des Dow Jones Industrial nach dem Jahr 1929 mit der Entwicklung des japanischen Nikkei 225 ab 1990.



Abb. 106: Verlaufsvergleich Dow ab 1929 zu Nikkei ab 1990

Der Nikkei-Index folgt weiterhin dem Muster des Dow Jones Index von 1929. Danach würde die Leidenszeit des Nikkei in etwa einem Jahr (20 Jahre nach dem Platzen der Blase) beendet werden. Der Nikkei-Index nähert sich dem Zeitraum, ab dem sich ein stabiler Aufwärtstrend entwickeln dürfte.

6.6.2 Aktienmarktmuster

Wir haben drei Chartmuster ausgewählt, nach denen sich der breite US-Aktienmarkt im Jahr 2009 richten könnte. Das erste Muster ist ein Vergleich mit dem Verlauf der Jahre 1907/1908.

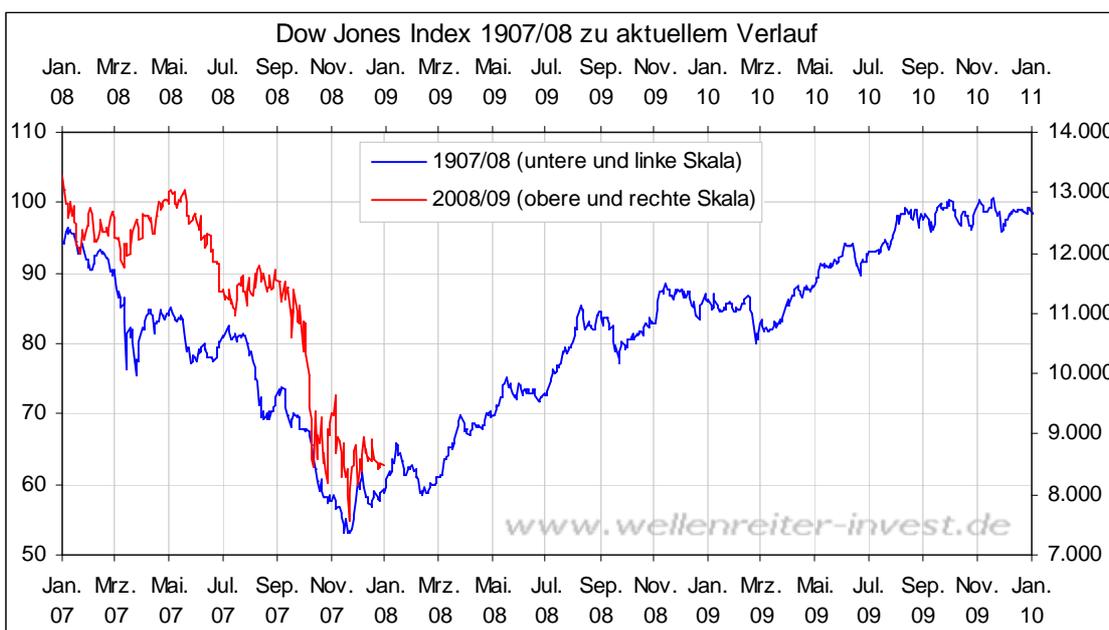


Abb. 107: Verlaufsvergleich Dow 1907/08

Wir halten eine annähernde Wiederholung dieses Musters für eine optimistische Vorgabe, der wir keine große Chance einräumen. Dies würde bedeuten, dass die Reflation in den kommenden Jahren einen neuen Bullenmarkt nach sich ziehen würde.

Der nachfolgende Vergleich mit den 70er Jahren ließe auf eine Aufwärtsbewegung des breiten Aktienmarktes bis in den Sommer hinein schließen. Anschließend käme es zu einer Konsolidierung, der sich gegen Jahresende eine zweite Rallye anschließen würde.

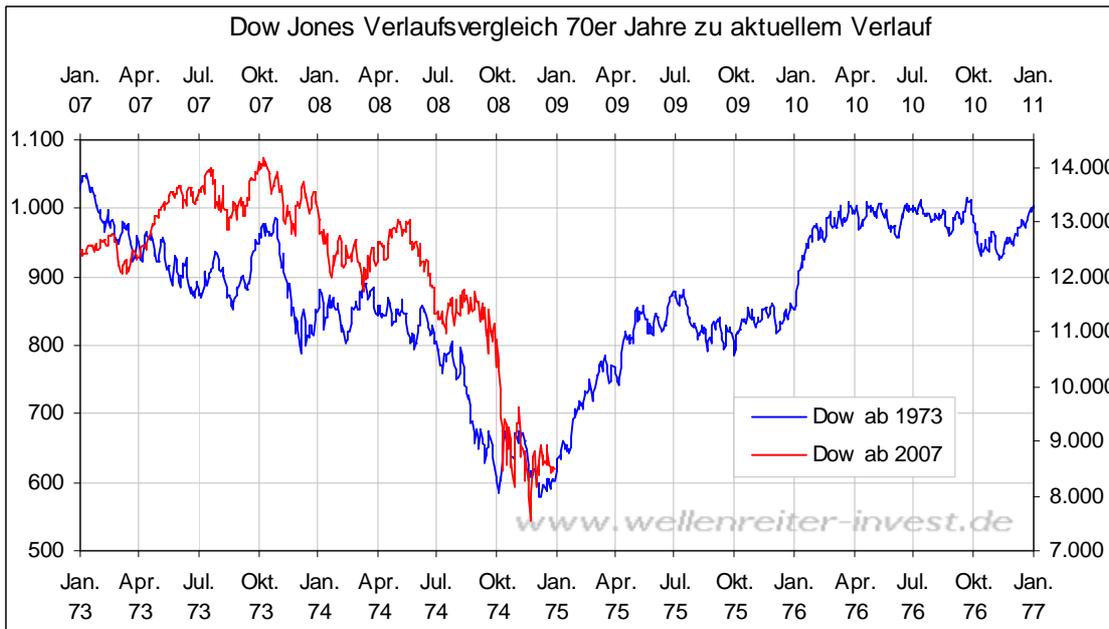


Abb. 108: Verlaufsvergleich Dow 1973/74

Auch die Jahre 1937/38 können als Vorbild für die aktuelle Situation dienen.



Abb. 109: Verlaufsvergleich Dow 1937/38

Dieses Muster einer zunächst rasanten Aufwärtsbewegung, die jedoch bereits im Frühsommer ihr Ende findet, entspricht dem Musterverlauf von Nachwahljahren nach einem Amtswechsel (siehe Kapitel 6.3 Nachwahljahre). Insgesamt lassen die Muster eine nach oben gerichtete Trendbewegung im ersten Halbjahr 2009 erwarten.

Der Chartvergleich des Nasdaq Index ab 2000 mit dem aktuellen Verlauf des Shanghai Composite Index lässt darauf schließen, dass sich die Abwärtsbewegung bis ins Jahr 2010 fortsetzen dürfte (siehe Pfeil).

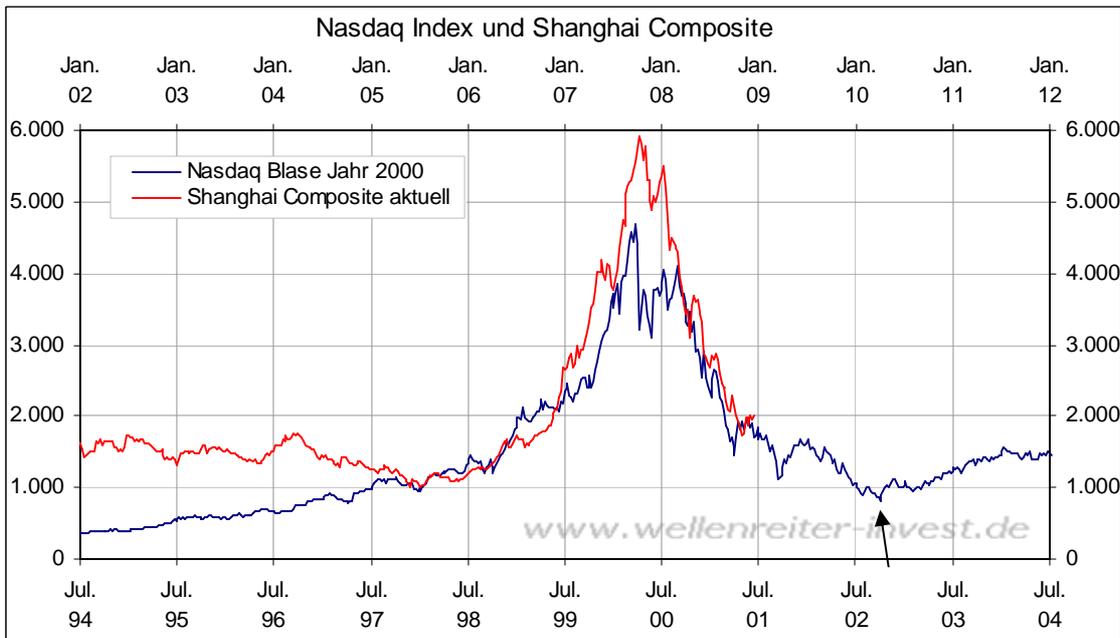


Abb. 110: Verlaufsvergleich Nasdaq Index und Shanghai Composite

Eine ähnliche Aussage lässt sich im Bezug auf den indischen Leitindex Sensex treffen. Auch hier ist – wenn man das Blasenmuster des Nikkei-Index von 1990 zu Rate zieht – mit einem finalen Tief erst im Jahr 2010 zu rechnen.

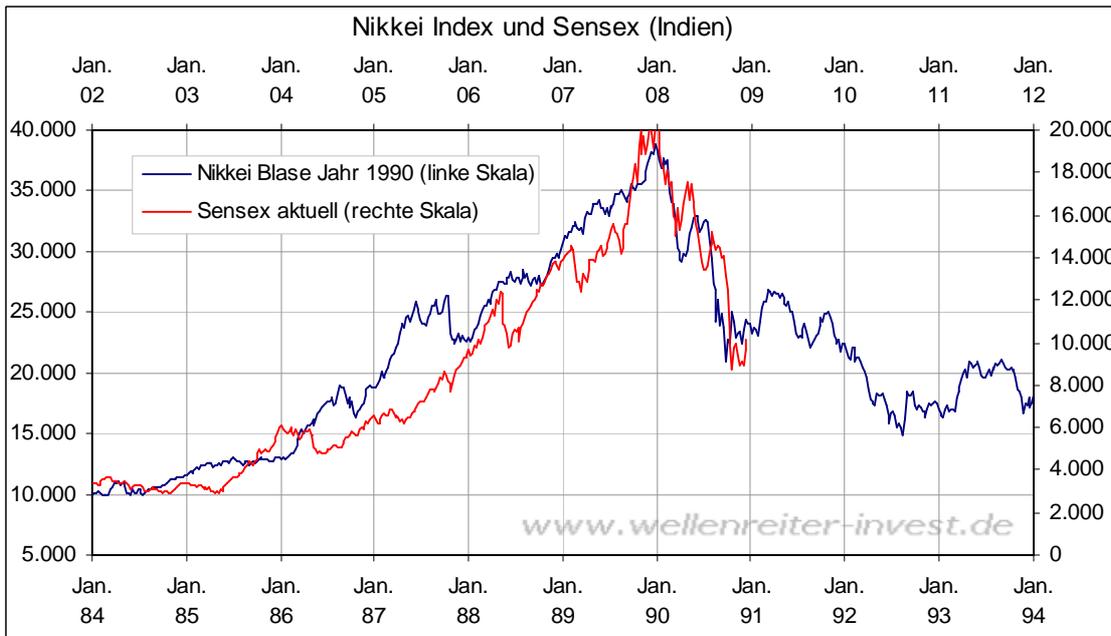


Abb. 111: Verlaufsvergleich Nikkei Index und Sensex

Der indische und der chinesische Aktienmarkt deuten von ihren Mustern eine Baisse bis 2010 an. Diese Entwicklung läuft der Entwicklung der Blasenverläufe der Nasdaq in einem neunten Jahr entgegen. In China würde sich jedoch bereits im ersten Halbjahr 2009 ein Preistief bilden, von dem aus eine deutliche Erholungsbewegung startet. Insofern steht lediglich der Verlauf von Indien etwas isoliert da und stellt einen momentan nicht aufzulösenden Widerspruch dar. Doch Verläufe wiederholen sich niemals exakt. Insofern liefern diese Beobachtungen lediglich Anhaltspunkte für die aktuelle Entwicklung. Das Zinsumfeld spielt für die Entwicklung der Aktienmärkte eine wichtige Rolle (siehe Kapitel 2 über Anleihen).

6.7. Relative Stärke von Sektoren

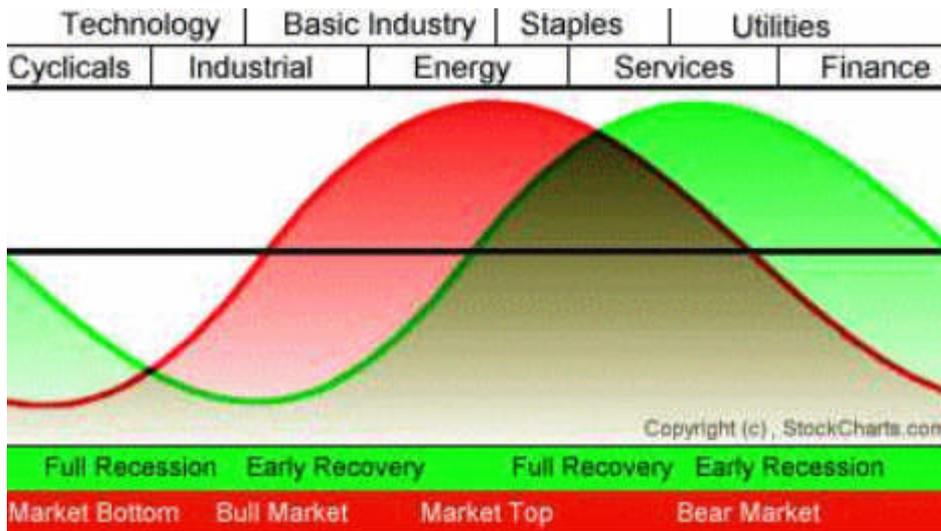


Abb. 112: Sektor Rotations-Modell nach Stockcharts.com

Der US-Aktienmarktaufschwung dauerte von Oktober 2002 bis Oktober 2007. Wir hatten im Ausblick für das Jahr 2007 darauf hingewiesen, dass die im Jahr 2006 invertierte US-Zinsstrukturkurve auf einen wirtschaftlichen Abschwung in den USA hindeutet. Nach dem Sektor-Rotations-Prinzip sollte sich eine Veränderung der Marktpräferenzen von den zyklischen zu den nicht-zyklischen Branchen vollzogen haben. Zyklische Branchen sind beispielsweise die Bereiche Autos, Einzelhandel und Hausbau, während nicht-zyklische Branchen die Bereiche Nahrungsmittel, Getränke, Tabak oder auch der Pharmasektor und die Versorger darstellen. Anleger bevorzugten nicht-zyklische Werte, wenn sie ein schwächeres Wirtschaftswachstum erwarten. Umgekehrt sind zyklische Werte für einen Aufschwung interessant.

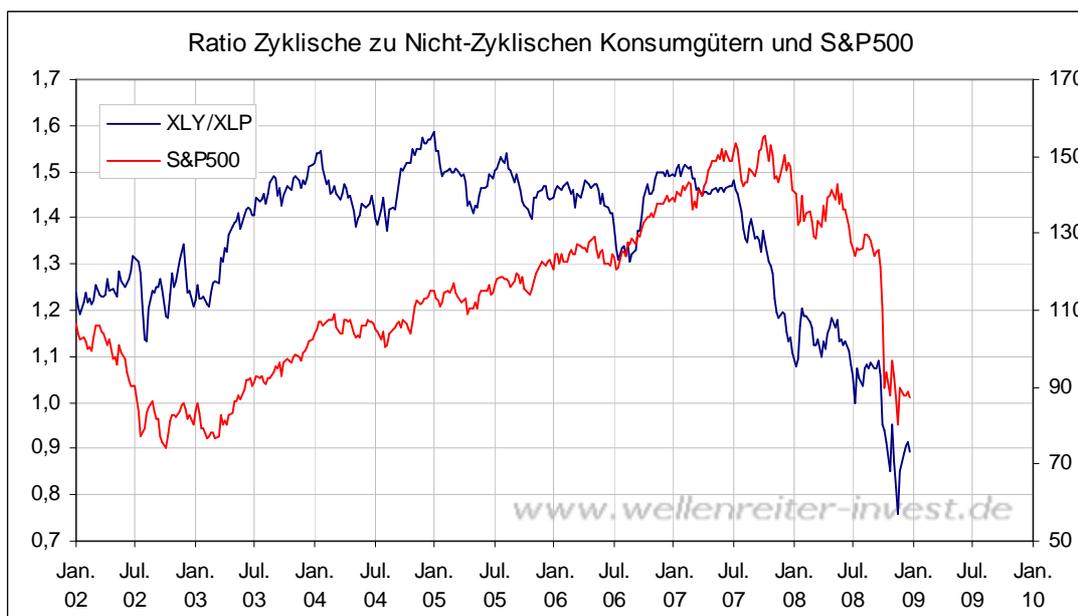


Abb. 113: Ratio zyklische zu nicht-zyklischen Konsumgütern

Wie aus dem obigen Chart hervorgeht, fand der freie Fall der Ratio „zyklische zu nicht-zyklische Konsumgüter“ im November 2008 zunächst sein Ende.

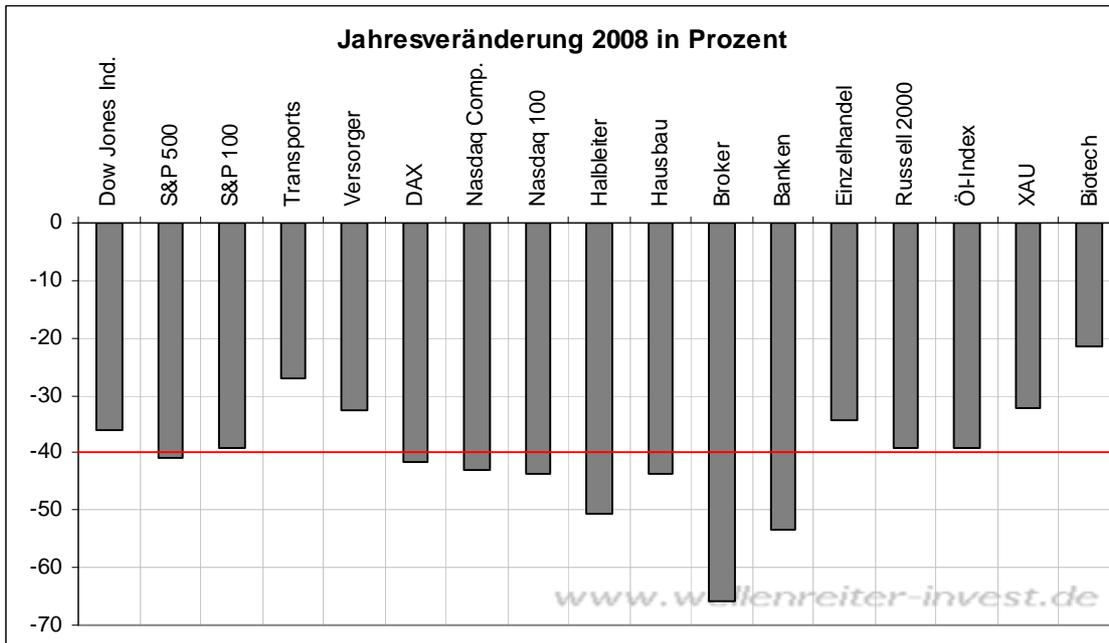


Abb. 114: Jahresveränderung 2008 in Prozent

Finanzwerte (Banken, Broker) und Technologiewerte (insbes. Halbleiter) erlitten in 2008 deutliche Verluste, während sich die Biotechwerte vergleichsweise gut halten konnten. Ein Comeback der besonderen Art schafften die Goldminen, die sich bereits 90% oberhalb ihres Preistiefs vom 27.10.2008 befinden.

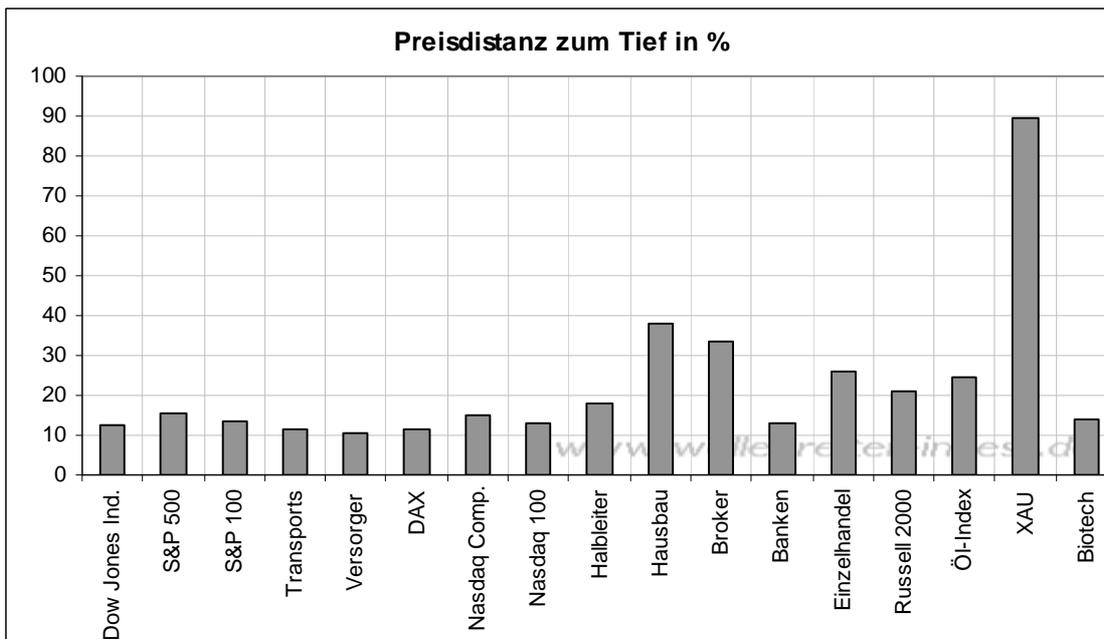


Abb. 115: Preisdistanz zum Tief in Prozent

Wenn man annimmt, dass sich der US-Markt nach dem Sektor-Rotations-Modell inmitten einer Rezession befindet, so müssten die Versorger und in Kürze auch wieder die Finanzwerte zulegen können. Am Marktboden folgen üblicherweise die zyklischen Werte und die Technologie-Aktien.

Der Banken-Sektor könnte in der ersten Jahreshälfte 2009 eine W-Formation relativ zum S&P 500 ausbilden. Eine Entscheidung darüber sollte in den ersten Monaten des Jahres 2009 fallen.



Abb. 116: Ratio Banken zu S&P500

Als einen der Favoriten für 2009 dürfte der Transport-Sektor anzusehen sein. Er zeigte fast das ganze Jahr 2008 über relative Stärke zum S&P 500.

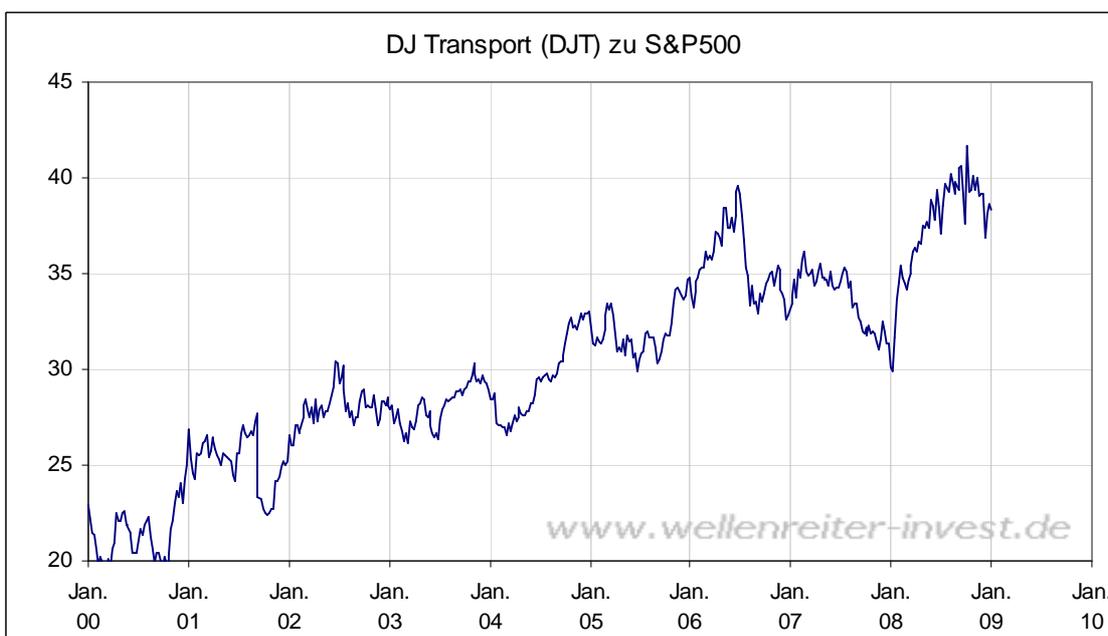


Abb. 117: Ratio Transports zu S&P500

Die Kombination von niedrigen Energiekosten und einer Reflation der Weltwirtschaft würde den Transportsektor unterstützen.

Im Gegensatz zu fast allen anderen früheren Bärenmärkten zeigt der DAX diesmal keine relative Schwäche gegenüber dem S&P500.



Abb. 118: Ratio DAX zu S&P500

Dies zeigt, dass die ausländischen Anleger (darunter die schwergewichtigen aus der angloamerikanischen Sphäre) ihr Kapital nicht wie 2002/3 aus Deutschland abziehen, sondern es hier investiert lassen. Dies ist für 2009 ein positives Vorzeichen.

6.8 Zyklen und Zeitprojektionen

Zu den beachtenswerten Langfristzyklen zählen der Benner- und der Princeton-Zyklus. Während der Benner-Zyklus erst für 2011 den nächsten wichtigen Punkt angibt, verweist das Princeton-Modell auf ein wichtiges Datum am 19.04.2009.

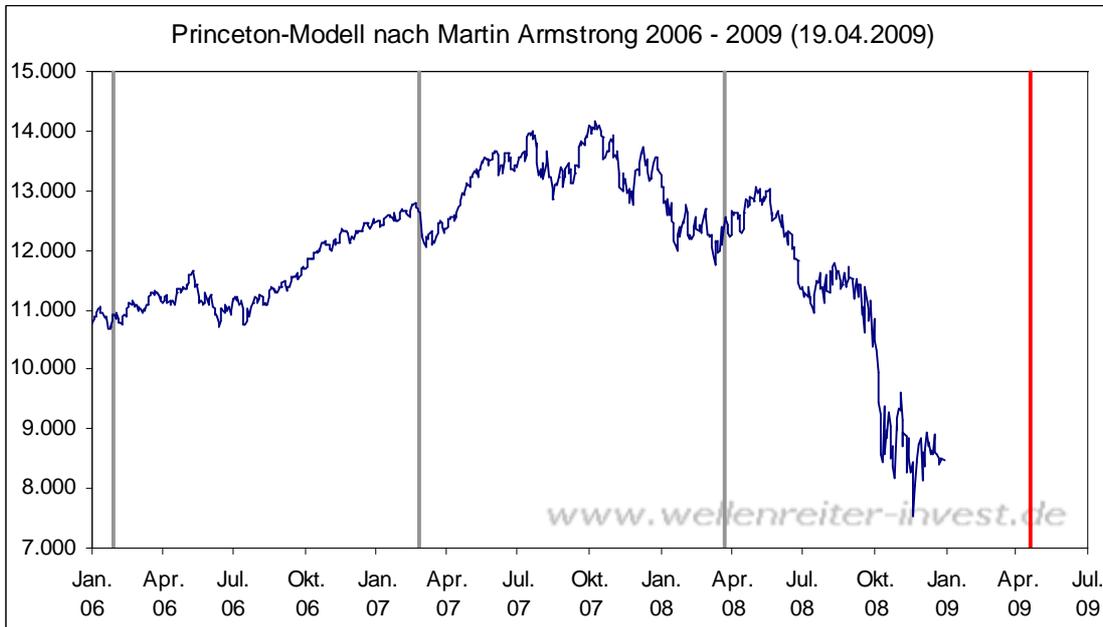


Abb. 119: Princeton-Modell

Problematisch ist jedoch, dass in den Jahren 2007 und 2008 um Princeton-Modell-Tage herum lediglich wichtige Nebenhochs bzw. -tiefs ereigneten. Die Zuverlässigkeit dieses Modells erscheint nicht besonders hoch. Dennoch sollte man sich den 19.04.09 in seinen Kalender eintragen (rote Linie obiger Chart).

Als wichtiger und funktionierender Zyklus hat sich im vergangenen Jahr der Protokoll-Veröffentlichungszyklus der FED herausgestellt.

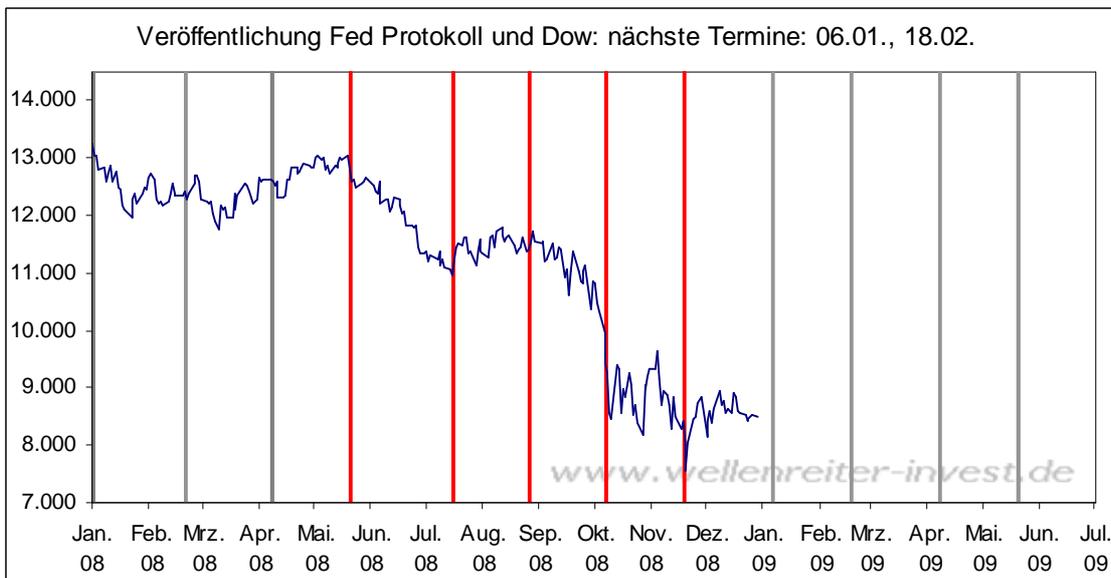


Abb. 120: Veröffentlichung Fed-Protokoll

Um solche Tage herum ergaben sich häufig wichtig Hoch- oder Tiefpunkte. Möglicherweise hat dies damit zu tun, dass die Protokolle etwa in der Mitte zwischen zwei Fed-Sitzungen veröffentlicht werden. Etwa um diese Zeit beginnen häufig Verbalinterventionen durch die Fed. Die Marktteilnehmer beginnen sich im Hinblick auf die nächste Fed-Sitzung in den einzelnen Anlageklassen zu positionieren.

Der 16. und 27. Februar stellen im Jahr 2009 interessante Zeitprojektionen für ein mögliches Tief dar.

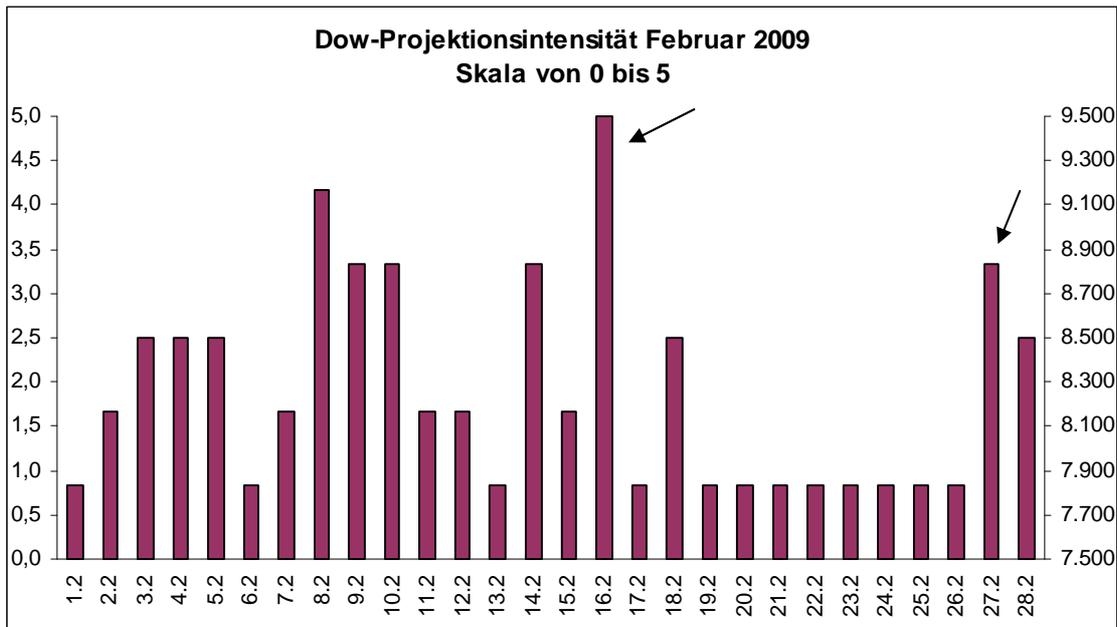


Abb. 121: Zeitprojektion Februar 2008

Für das erste Halbjahr des Jahres 2009 erscheinen uns die folgenden Tage/Zeiträume besonders bedeutsam:

- Januar: 2. - 5. sowie 22. - 26.
- Februar: 8./9., 16. und 27.
- März: 9.- 11. und 26.
- April: 7. und 20.
- Mai: 10.-12. und 17.-19.
- Juni: 13. und 27.

Vor einigen Jahren haben wir unsere Zeitprojektionsmechanik auch einmal über die ganz großen Wendepunkte – angefangen mit der Tulpenmanie von seit 1637 – laufen lassen. Herausgekommen ist dabei der folgende Chart. Das Jahr 2009 spielt darin eine wichtige Rolle.

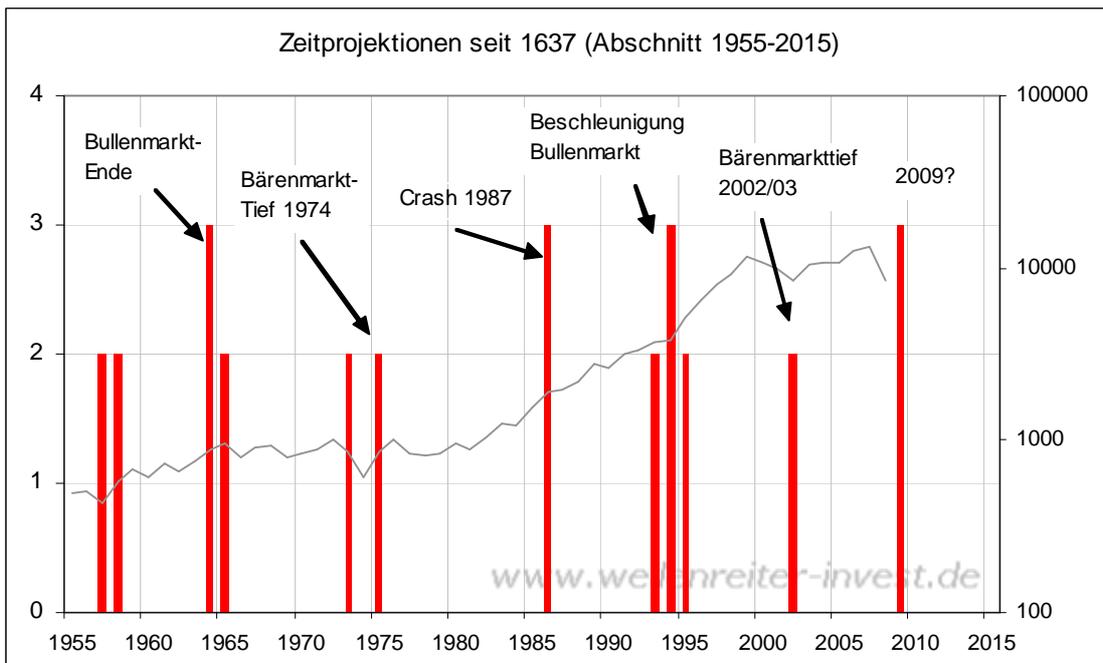


Abb. 122: Zeitprojektionen seit 1637

Im September 2004 veröffentlichten wir den Artikel „Die Anatomie der Spekulationsblase“. Dort wiesen wir auf diesen Zyklus hin und nannten für den Nasdaq-Index den Termin Frühjahr 2009 als wichtiges Tief <http://tinyurl.com/4d6u5b>.

Insofern nehmen wir an, dass sich im ersten Quartal 2009 ein wichtiges Tief bilden wird. Anhand der aktuell vorliegenden Projektionen dürfte der Februar als möglicher Termin für einen Tiefpunkt interessant sein.

6.9 Fazit für den US-Finanzmarkt

Die große Frage lautet: Wann wird das Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung zurückkehren? Auffällig am Ende des Kapitalmarktjahres 2008 ist die Tatsache, dass die Aktien- und Rohstoffmärkte sehr wichtige Unterstützungen erreicht haben. Bei den Aktien war das 50%-Retracement in der Vergangenheit die „Marke aller Marken“, die seit 1900 in jeder Krise außer der großen Depression verteidigt werden konnte. Auch der Rohstoffmarkt hat eine sehr starke Unterstützung erreicht. Insofern sollten diese Marken verteidigt werden können, um ein Gelingen der Reflationierungspolitik im ersten Quartal 2009 einleiten zu können. Ein Scheitern dieser Marken wäre nicht nur arbeitsplatzgefährdend für Ben Bernanke (Anfang 2010 ist die Neuwahl des FED Chairman), sondern würde auch anzeigen, dass die deflatorische Kraft vorläufig gesiegt hätte, so dass dann weitere deutliche Verluste anzunehmen sind.

Unser favorisierte Szenario sieht aber nicht das Scheitern des „New deal 2.0“ vor, sondern ein Gelingen der Reflation bereits in 2009. Jedoch bezweifeln wir die Nachhaltigkeit des dadurch induzierten Aufschwungs. Schon im Jahr 2010 dürfte sich das Blatt wieder in Richtung Abschwung wenden, aber das ist das Thema für den nächsten Jahresausblick.

Ein Gelingen der Reflation bedeutet die Verhinderung des deflationären Japan-Szenarios. Ben Bernanke und die US-Administration arbeiten mit allen Mitteln daran, den durch die Wahl und Amtseinführung von Barack Obama induzierten Stimmungswechsel als „*regime change*“ erscheinen zu lassen. Historisches Vorbild ist die Amtseinführung von US-Präsident Roosevelt im Jahr 1933. Im Herbst 1933 gelang der Umschwung von der Deflation zu einer gemäßigten Inflation. Die Aktienmärkte markierten am 27. Februar 1933 ihr Jahrestief. Roosevelt unterstrich seinen Willen zur Reflationierung, indem er im März 1933 das Halten von Gold verbot und den Goldpreis von 20,67 US-Dollar auf 35 US-Dollar heraufsetzte. Die damit einhergehende Abwertung des US-Dollar war einer der Gründe für die gelungene Reflationierung im Jahr 1933. Auch heute wäre ein weiterer Fall des US-Dollar für die US-Administration eine willkommene Entwicklung. Der Umstand, dass dies den Goldpreis weiter aufwerten würde, würde man – genauso wie 1933 – in Kauf nehmen.

Im ersten Quartal 2009 dürfte das Thema Deflation die Medien beherrschen. Der Dezember 2008, spätestens aber der Januar 2009 dürfte als erster offizieller Deflationsmonat der USA seit den 50er Jahren in die Geschichtsbücher eingehen. Die relative Stärke des Goldpreises nehmen wir als Zeichen dafür, dass eine umfassende und lang anhaltende Deflation jetzt nicht Fuß fassen kann. Unabhängig von einer möglichen Rettung werden die US-Autohersteller weitere Arbeitsplätze abbauen; die Arbeitslosenquoten dürften zunächst weiter steigen. In Nachwahljahren kommt es

häufig im Februar/März zu einem Tief an den Aktienmärkten. In der Nähe dieses Zeitpunktes – möglicherweise Ende Februar - dürfte eine Anstiegsphase beginnen, die sich bis zum Sommer hinziehen sollte. Cash strömt von der Seitenlinie in die Aktienmärkte. Durch eine solche Bewegung würde eine Abmilderung der Deflation antizipiert. Die Rohstoffe könnten einen kleinen Sprung nach oben machen, sollten sich aber mit einer größeren Aufwärtsbewegung schwer tun. Die Anleihen zeigen am langen Ende wenig Bewegung.

Im zweiten Quartal sollte sich die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten fortsetzen. Möglicherweise werden jetzt erste Anzeichen für einen wirtschaftlichen Aufschwung erkennbar. Die Deflation erreicht ihren Höhepunkt.

Im dritten Quartal rechnen wir mit einer Durststrecke an den Aktienmärkten. Hingegen sollten Gold und Euro/Dollar gut performen. Leichte Inflation macht sich bemerkbar. Die Fed gerät unter Zinserhöhungsdruck. Der wirtschaftliche Aufschwung ist jetzt deutlich erkennbar.

Im vierten Quartal sollte es an den Aktienmärkten zu einer Jahresendrallye kommen, die diesen Namen auch verdient. Der US-Einzelhandel dürfte sich über die Rückkehr des Weihnachtsgeschäfts erfreut zeigen. Agrarrohstoffe sollten im vierten Quartal gut performen.

7. Unsere 10 Thesen für 2009

1. Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten im ersten Halbjahr

Die Zyklik lässt den Beginn einer Rallye an den Aktienmärkten im ersten Quartal erwarten. Nach einer sommerlichen Durststrecke dürfte es zum Jahresende 2009 zu einer Jahresend-Rallye kommen.

2. Die Deflation beherrscht die erste Jahreshälfte 2009

Die US-Inflationsrate dürfte im ersten Halbjahr nahezu durchgängig unterhalb der Null-Marke liegen. Erst im zweiten Halbjahr dürften die monetären Anreize zu wirken beginnen. Eine starke Inflation sehen wir für das Jahr 2009 nicht.

3. Der Ölpreis verbleibt in einer Handelsspanne

Nach dem fulminanten Rutsch in 2008 ist ein Comeback des Ölpreises in 2009 nicht zu erwarten. Wir rechnen damit, dass sich der Ölpreis auf niedrigem Niveau einpendelt.

4. Gold erreicht wieder die Marke von 1.000 USD

Mit dem vorläufigen Auslaufen der Deflation und dem dadurch fallenden Realzins gewinnt Gold in der zweiten Jahreshälfte an Stärke. Politische Unruhen beflügeln den Goldpreis zusätzlich.

5. Euroraum bleibt attraktiv

Der Euroraum bleibt gegenüber dem US-Dollar attraktiv. Der Euro/US-Dollar orientiert sich nach einer korrektiven Phase im ersten Quartal im Jahresverlauf wieder in Richtung der 2008er Hochs bei 1,60 US-Dollar.

6. Die Fed gerät im zweiten Halbjahr unter Zinserhöhungsdruck

Die Nullzins-Politik der FED wird uns nicht lange erhalten bleiben. Schon im zweiten Halbjahr 2009 dürfte Ben Bernanke unter Zinserhöhungsdruck stehen. Es bleibt dabei, dass die FED reagiert und vom Markt zu Maßnahmen gezwungen wird.

7. Zinsen verbleiben längere Zeit auf niedrigem Niveau

Die langfristigen Anleihen bleiben durch die Ankündigung der Fed, lang laufende Anleihen zu kaufen, zunächst gefragt. Die Zinsen am langen Ende dürften sich auf niedrigem Niveau einrichten.

8. Agrarrohstoffe leiden im ersten Halbjahr

Der Weizenpreis leidet im ersten Halbjahr unter Schieflagen der Farmer/Landwirte und bleibt bis zum Sommer unter Druck, erst dann ergibt sich ein Comeback. Der Zuckerpreis dürfte im zweiten Halbjahr positiv überraschen.

9. Die Volatilität (VIX) erreicht nicht mehr das Niveau von 2008

Ein Tiefpunkt am Aktienmarkt in 2009 sollte mit geringerer Volatilität als in 2008 einhergehen.

10. Politische Spannungen zeigen sich in 2009 stärker

Wirtschaftlich schwierige Phasen bringen meist Spannungen mit sich. Die Konflikt-Gefahr erhöht sich dort, wo sie sowieso schon schwelt (Israel, Pakistan). Auch in der Eurozone dürften sich aufgrund der divergenten Zinsen die finanzpolitischen Spannungen ausweiten.

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, Musterdepot, internationale Aktienmärkte.

Wir veröffentlichen Einzelstudien (Jahresprognosen, Rohstoffstudien), die im Abonnementspreis enthalten sind.

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

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, CNBC-Europe) und Online-Seiten (u.a. Börsenseiten von ARD und ZDF, Wallstreet Online, Trader's Journal). Sie stellen ihre Analysen und Schlussfolgerungen regelmäßig vor. Rethfeld ist Mitglied der Vereinigung technischer Analysten ([VTAD](#)) und leitet dort den Vorsitz der Jury zur Vergabe des [VTAD-Awards](#).

Abbildungsverzeichnis

- Abb. 1: Voraussichtliche Bevölkerungsentwicklung bis 2050
- Abb. 2: Voraussichtliches Wachstum der Weltbevölkerung
- Abb. 3: US-GDP seit 1950
- Abb. 4: Zinsstrukturkurve
- Abb. 5: Wachstumsrate ECRI
- Abb. 6: Verlaufvergleich S&P 500, Bonds und Gold in Prozent
- Abb. 7: Erdöl Preisveränderung
- Abb. 8: Dollar/Yen Tageschart
- Abb. 9: Jahresveränderung von Sektoren in Prozent
- Abb. 10: Chart Banken absolut
- Abb. 11: Chart Banken Blasenverlauf
- Abb. 12: Volatilität auf den S&P 500
- Abb. 13: VIX und S&P 500
- Abb. 14: TED-Spread
- Abb. 15: Libor/OIS-Spread
- Abb. 16: ABX-Index HE-AAA
- Abb. 17: ABX-Index CDX.NA.IG
- Abb. 18: Verschuldung der USA in Prozent vom BIP
- Abb. 19: Verschuldung der Privathaushalte in Prozent vom BIP
- Abb. 20: S&P Case/Shiller Home Price Index
- Abb. 21: Verbrauchervertrauen Universität Michigan seit 1952
- Abb. 22: US-Arbeitslosenquote seit 1900
- Abb. 23: US-Leitzinsniveau seit 1915
- Abb. 24: Bilanzsumme US-Zentralbank
- Abb. 25: US-Zinssätze seit 2000
- Abb. 26: US-Geldmengenwachstum
- Abb. 27: Inflationsentwicklung seit 1900
- Abb. 28: Zinsstruktur als Taktgeber des US-BIP-Wachstums
- Abb. 29: Zinsspanne 10jährige zu 3monatigen US-Anleihen
- Abb. 30: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800
- Abb. 31: nominaler Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten
- Abb. 32: realer Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten
- Abb. 33: Anleihen in Nachwahljahren
- Abb. 34: Zins-Spread Deutschland - Italien
- Abb. 35: Leitzinsen Europa, USA und Japan
- Abb. 36: Fed Funds Rate Einschätzung anhand Fed Funds Futures
- Abb. 37: US-Leitzins und S&P 500 Index
- Abb. 38: Fed Funds Rate und Zinssatz 3-Monats-T-Bills
- Abb. 39: Fed Funds Rate und Zinssatz 3-Monats-T-Bills
- Abb. 40: Zinssätze auf Unternehmensanleihen 2000 - 2010
- Abb. 41: Zinssätze auf Unternehmensanleihen 1930 - 1940
- Abb. 42: Zinssätze AAA-Unternehmensanleihen und 30jährige Hypotheken
- Abb. 43: Realer Hypothekenzinssatz
- Abb. 44: Euro/Dollar seit 1970
- Abb. 45: Realzins-Differenz Euroland/USA
- Abb. 46: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index
- Abb. 47: US-Dollar-Tageschart seit 1990
- Abb. 48: Euro/Dollar-Verlaufvergleich 80er Jahre
- Abb. 49: Durchschnittsblase und US-Dollar-Index

Abb. 50: Dollar/Yen
Abb. 51: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 52: Euro/Yen und DAX
Abb. 53: CRB-Rohstoff-Index
Abb. 54: Erdöl seit 1900
Abb. 55: Erdöl-Trendkanal seit 1900
Abb. 56: Erdöl-Preisveränderung seit 1900
Abb. 57: Erdöl-Verlaufsvergleich längerfristige Tiefs
Abb. 58: Saisonaler Verlauf Erdöl in Nachwahljahren
Abb. 59: Goldpreis seit 1900
Abb. 60: Goldpreis seit 1968
Abb. 61: Goldpreis und Euro/Dollar
Abb. 62: Gold-/CRB-Ratio
Abb. 63: Gold und XAU/Gold-Ratio
Abb. 64: Gold Open Interest
Abb. 65: Saisonaler Verlauf Gold
Abb. 66: Goldpreis und Realzins langfristig
Abb. 67: Goldpreis inflationsbereinigt
Abb. 68: Gold in Euro seit 1970
Abb. 69: Verlauf von Blasen – Dow seit 1929 und Gold seit 1980
Abb. 70: Silber seit 1900
Abb. 71: Open Interest Silber
Abb. 72: Saisonaler Verlauf Silber
Abb. 73: Silber/Gold-Ratio und S&P 500
Abb. 74: Kupfer seit 1900
Abb. 75: Gold und Kupfer 1971 - 1976
Abb. 76: Weizen seit 1900
Abb. 77: Weizen 60-Jahres-Zyklus
Abb. 78: Weizen saisonaler Verlauf
Abb. 79: Weizen und Klima
Abb. 80: Zucker seit 1957
Abb. 81: KGV und S&P 500
Abb. 82: Dow Jones seit 1800
Abb. 83: Realer Verlust Dow Jones Index in Bärenmärkten
Abb. 84: Dow Jones Index 1800 – 2025 (inflationsbereinigt)
Abb. 85: Dow Jones Index inflationsbereinigt und Realzins
Abb. 86: Blasenmuster
Abb. 87: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 9er-Jahre 1899 - 1999
Abb. 88: Dow Jones Index Verteilung Nachwahljahre
Abb. 89: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Wahljahre 1900 - 2004
Abb. 90: Dow Jones Index Verlauf Vorwahljahre 2001 und 2005
Abb. 91: Amtswechsel Nachwahljahre
Abb. 92: Put/Call-Ratio 10-Tages-Durchschnitt
Abb. 93: Equity Put/Call Ratio GD10 vs. S&P 500
Abb. 94: ISEE – Sentiment-Index
Abb. 95: Investors Intelligence – Differenz Bullen-Bären
Abb. 96: Blogger-Sentiment
Abb. 97: Smart Money Flow Index Dow Jones
Abb. 98: NDX/S&P500-Ratio
Abb. 99: Nasdaq/NYSE-Volumen-Ratio

Abb. 100: Kapital-Allokation
Abb. 101: Gewinn-Renditen Aktien/Anleihen
Abb. 102: Volumen-Saisonalität
Abb. 103: Neue 52-Wochen-Tiefs in Prozent
Abb. 104: Verlauf von Blasen - Aktienmärkte
Abb. 105: Verlauf von Blasen - Aktienmärkte 7tes bis 10tes Jahr
Abb. 106: Verlaufsvergleich Dow ab 1929 zu Nikkei ab 1990
Abb. 107: Verlaufsvergleich Dow 1907/08
Abb. 108: Verlaufsvergleich Dow 1973/74
Abb. 109: Verlaufsvergleich Dow 1937/38
Abb. 110: Verlaufsvergleich Nasdaq Index und Shanghai Composite
Abb. 111: Verlaufsvergleich Nikkei Index und Sensex
Abb. 112: Sektor Rotations-Modell nach Stockcharts.com
Abb. 113: Ratio zyklische zu nicht-zyklischen Konsumgütern
Abb. 114: Jahresveränderung 2008 in Prozent
Abb. 115: Preisdistanz zum Tief in Prozent
Abb. 116: Ratio Banken zu S&P500
Abb. 117: Ratio Transports zu S&P500
Abb. 118: Ratio DAX zu S&P500
Abb. 119: Princeton-Modell
Abb. 120: Veröffentlichung Fed-Protokoll
Abb. 121: Zeitprojektion Februar 2008
Abb. 122: Zeitprojektionen seit 1637