# <u>Wellenreiter-Invest</u> Studie

# Ausblick 2010

Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe

plus Dekadenausblick

©Robert Rethfeld, Alexander Hirsekorn

Oberursel, im Dezember 2009

## Inhaltsangabe

		Seite
	Einführung	4
1.	Das verlorene Jahrzehnt	8
2.	Zwischen Finanz- und Staatenkrise	11
2.1	Der Kapitalmarkt-Trend	11
2.2	Staatsverschuldung	19
2.3	Konjunkturindikatoren	26
2.4	Inflation und Konjunkturentwicklung	34
3.	Der Anleihemarkt	38
3.1	Entwicklung der Renditen am langen Ende	40
3.2	Entwicklung der Renditen am kurzen Ende	48
4.	Der Währungsmarkt	51
4.1	Euro/Dollar	51
4.2	Dollar/Yen	57
5.	Der Rohstoffmarkt	60
5.1	Rohstoffmarkt langfristig	60
5.2	Kupfer	61
5.3	Erdöl	63
5.4	Gold	66
5.5	Silber	72
5.6	Nachwachsende Rohstoffe	75
6.	Der Aktienmarkt	79
6.1	Das große Bild	79
6.2	Dekadenmuster	84
6.3	Zwischenwahljahre	85
6.4	Marktstruktur	90
6.5	Sentiment	96
6.6	Sektoren im Fokus	102
6.7	Zyklen und Zeitproiektionen	105

6.8	Fazit für den US-Finanzmarkt	108
7.	Unsere 10 Thesen für 2010	110
8.	Die kommende Dekade (2010 – 2019)	111
Disclaimer		124
Über uns		125
Abbildungsverzeichnis		126

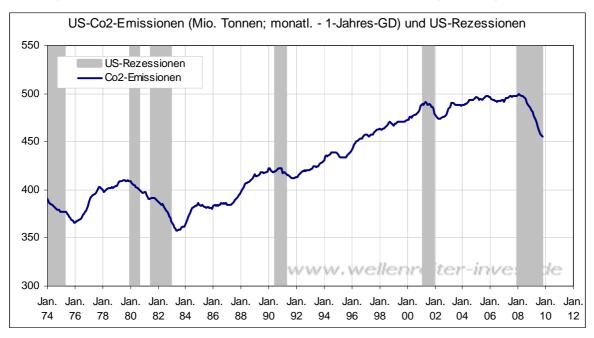
#### **Einführung**

Wie wird das Börsenjahr 2010? 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 sowie eine Vorausschau auf die kommende Dekade.

Ob sich die wirtschaftliche Erholung und die Preisanstiege von Aktien und Rohstoffen auch zu Beginn der neuen Dekade fortsetzen werden, wollen wir im vorliegenden Jahresausblick 2010 erörtern, der als ein "roter Faden" für die Kapitalmarktentwicklung 2010 anzusehen ist. Nachdem das Kapitalmarktjahr 2009 ganz unter der Entwicklung des US-Dollars als wichtigem Intermarketfaktor im Zentrum der Marktinterdependenzen stand, erläutern wir in diesem Ausblick, warum das Jahr 2010 das Jahr sei dürfte, in dem die Zinsentwicklung im Mittelpunkt steht.

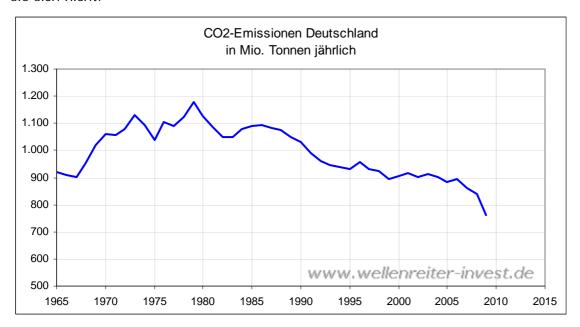
Zuvor noch eine Vorbemerkung. Wir verfolgen die Klimadebatte intensiv, schreiben aber nicht so häufig darüber. Dieses Thema hat sich längst derart politisiert, dass der Kampf um Forschungsgelder, Macht und Zertifikatehandel die eigentliche wissenschaftliche Arbeit überlagert. Das ist schade, denn das Verständnis um die Zusammenhänge in der Atmosphäre bedarf weiterhin der Verbesserung, um zuverlässig klimatologische Zusammenhänge verstehen zu können.





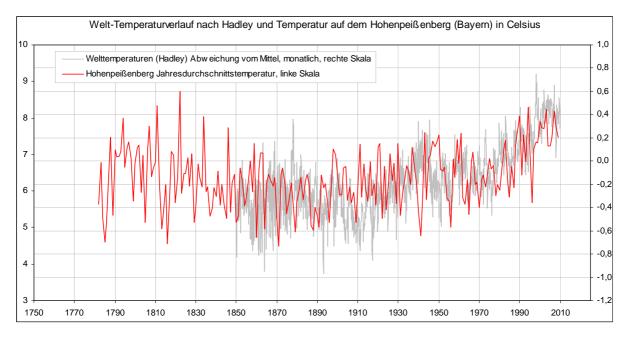
Der obige Chart zeigt für die USA, dass Rezessionen den CO2-Ausstoss verringern, genauso wie Phasen des Aufschwungs die Emissionen erhöhen. Die Finanzkrise hat dazu geführt, dass sich der CO2-Ausstoss in den USA derzeit auf dem Niveau des Jahres 1997 befindet.

In Deutschland werden die CO2-Emissionen seit Ende der 80er Jahre kontinuierlich gesenkt: In Rezessionen fallen sie etwas stärker, und in Aufschwungphasen erhöhen sie sich nicht.



Maßnahmen zur Reduzierung des CO2-Gehalts sind notwendig. Ich selbst bewohne ein Passivhaus mit minimalem Energieverbrauch. Aber angesichts der laufenden Reduzierungen empfinden wir es unangebracht, der Bevölkerung ständig ein schlechtes Gewissen über den "CO2-Fußabdruck" einzureden. Dieser ist heute bei uns viel kleiner als in den 70er oder 80er Jahren, als dieses Thema überhaupt keine Rolle spielte. Manchmal hat man den Eindruck, dass das Klima als Waffe eingesetzt wird, um einen weltweiten Sozialismus unter Führung der UNO in Gang zu bringen.

Interessant ist in diesem Zusammenhang ein Blick auf die Temperaturentwicklung. Die offiziellen Datenreihen - wie vom britischen Hadley Center oder der NASA – reichen bis 1850 zurück. Seit etwa 1910 zeigen diese einen Aufwärtstrend, der insbesondere zum Ende des vergangenen Jahrhunderts deutlich an Fahrt gewann (graue Linie nächster Chart). Seit etwa 10 Jahren ergibt sich eine Seitwärtsbewegung auf vergleichsweise hohem Niveau.



Aber was ist mit dem Zeitraum vor 1850? Befinden wir uns wirklich in einer Klimaphase, die absolut außergewöhnlich ist, wie uns dies "der Konsensus der Klimaforscher" glauben machen will? Die Wetterstation Hohenpeißenberg ist die älteste Bergwetterstation der Welt. Sechzig Kilometer südlich von München gelegen, wird seit 1781 regelmäßig dreimal pro Tag die Temperatur gemessen. Selbst 1945 kam es nur zu einer kurzzeitigen Unterbrechung. Gemäß dieser Klimareihe war der Zeitraum um 1800 ähnlich warm wie heute, und das mit einem wesentlich geringeren CO2 Gehalt der Luft. Die Temperaturen sind in den vergangenen 100 Jahren angestiegen, seit Mitte/ Ende der 1990er Jahre aber nicht mehr. Schaut man sich den Temperaturverlauf auf dem Hohenpeißenberg an, so befinden sich die heutigen Temperaturen im oberen Bereich einer "Handelsspanne", wie man bei einem Aktienchart sagen würde.

Ein Trend ist dann vorbei, wenn die Medien ein Thema einfach zu vermittelndes Thema allzu gerne aufnehmen. Insofern sollte man nie aufhören, sich selbständig Gedanken über die Zukunft zu machen. Dies gilt nicht nur an der Börse. Und es sollte einen nicht wundern, wenn das Gegenteil geschieht von dem, was gerade "gehypt" wird. Der ein oder andere antizyklische Gedanke folgt in unserem Jahresausblick 2010. Die "Masse Mensch" dürfte diese Gedanken und Entwicklungen als Überraschungen erleben. Wir können wie immer nur versuchen, uns an die Speerspitze der erwarteten Entwicklungen zu stellen.

Einen ausführlichen Abgleich des jetztjährigen Ausblicks mit den tatsächlichen Entwicklungen in 2009 sparen wir uns auch diesmal. Nicht deshalb, weil wir den Vergleich scheuen: Die Jahresausblicke der vergangenen vier Jahre sind frei herunterladbar (<a href="http://tinyurl.com/6ws9to">http://tinyurl.com/6ws9to</a>) und haben eine durchgängig anständige Trefferquote.

Vielmehr laufen wir ansonsten Gefahr, dass unser Jahresausblick zu einem Buch mutiert. In den täglichen Frühausgaben werden wir den mit diesem Ausblick erstellten Fahrplan immer wieder auf seine Gültigkeit hin überprüfen.

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 2010 als neue Abonnenten begrüßen zu dürfen.

#### Oberursel, im Dezember 2009

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn Wellenreiter-Invest

-----

#### 1. Das verlorene Jahrzehnt

Der Spiegel-Titel vom 7. Dezember 2009 lautet "Das verlorene Jahrzehnt". Das vergangene Jahrzehnt war von zwei großen Rezessionen gekennzeichnet. Hinzu kam eine reale Bedrohung des Finanzsystems. Die Dekaden-Endstände der Leitindizes DAX, S&P 500 oder Dow Jones Index bestätigen, dass die jetzt abgelaufene Dekade eine Verlustdekade war.



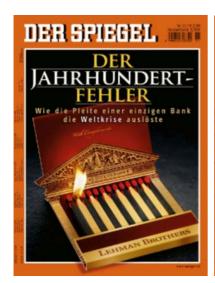
Gleichzeitig aber stimmt dieses Titelbild hoffnungsvoll. Hoffnungsvoll deshalb, weil es den Pessimismus reflektiert, der in den entwickelten Industrieregionen wie Nordamerika, Europa oder Japan vorherrscht. Ende 1999 wäre ein solches Spiegel-Titelbild undenkbar gewesen. Damals herrschte Partystimmung: Das Volk verdiente an der Börse so kräftig mit wie zuletzt in den 1920er Jahren in den USA. Doch Stimmung ist ein Kontraindikator. Meist ist das Gegenteil richtig von dem, was die Masse denkt oder was medial transportiert wird. Für den Einstieg in Gold in den Jahren 2000/01 wurde nicht geklingelt. Die "Idioten", die damals eingestiegen sind, wurden vom Volk mit Unverständnis bedacht und von den Bankern ignoriert. Politiker wie Gordon Brown verkauften die Goldbestände der Notenbank Großbritanniens nach über 20 Jahren Baisse am Tiefpunkt der Abwärtsbewegung. Der Mut, antizyklisch zu reagieren, wurde bis heute fürstlich belohnt!

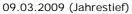
Der Optimismus von damals ist verflogen. Gut so, dann steht einem Aufschwung in diesem Jahrzehnt nichts im Wege (aber nicht sofort, wie wir später sehen werden). Wir sind uns ziemlich sicher, dass ein solches Titelbild im Dezember 2019 nicht erscheinen wird. Rückblickend aus 2019 dürfte in der zweiten Dekade das nachgeholt

worden sein, was in der erste Dekade versäumt wurde: Nämlich zu Problemlösungen zu kommen. Die zweite Dekade eines Jahrhunderts ist häufig eine Dekade, in der eine "neue Ordnung" entsteht: Man denke nur an den im Jahr 1714 beendeten spanischen Erbfolgekrieg, an den Wiener Kongress von 1814/15 im Gefolge der napoleonischen Kriege oder an den ersten Weltkrieg 1914 bis 1918. Diese Ereignisse zogen in vielen Belangen eine Neuordnung incl. Neuanfang nach sich. Eine solche erscheint – mit Blick auf unser Finanzsystem – dringlicher den je. Ein Neuanfang kommt nicht allein: Er wird durch Ereignisse erzwungen. Das muss nicht notwendigerweise Krieg bedeuten. Wirtschaftliche Negativereignisse können stark genug sein, um die Staatengemeinschaft dazu zwingen, die Finanzwelt neu zu ordnen. Solche Ansätze sind bis dato nur zögerlich erkennbar: Strengere Regulierungen der Banken und höhere Eigenkapitalquoten werden zwar eingefordert, aber eine (Los-)lösung der "too big to fail"-Politik ist jedoch noch nicht erkennbar.

Übrigens: In China, Indien oder Brasilien würde das oben gezeigte Titelbild mit Unverständnis aufgenommen werden. Für diese drei Staaten bedeutet die erste Dekade des neuen Jahrtausends den Durchbruch in Richtung Industrienation.

Nachfolgend noch einige Spiegel-Titelbilder aus den vergangenen 12 Jahren, die dokumentieren, dass das Sentiment eine wichtige Rolle als Kontraindikator spielt. Der Optimismus der 90er Jahre kulminiert in Jubel-Pose auf einem Juli-1999-Titelbild.







29.12.2008 (ungerechtfertigter Pessimismus)



17.12.2008 (Rohstoffe, Gold und Nasdaq bereits mit Tiefs)



06.10.2008 (Ende der Panik, das Gröbste war vorbei)



19.06.2008 (Inflationshoch; Subtitel: "Wie Spekulanten das Leben immer teurer machen")



26.11.2007 (Ende der Dollar-Panik)

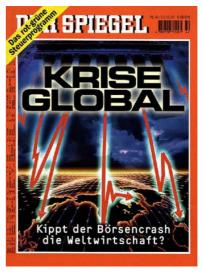


14.10.2002 (Bärenmarkttief)





2.07.1999 (Optimismus zum Ende des vorvergangenen Jahrzehnts)



12.10.1998 (Panik-Tief LTCM-Krise)

Fairerweise fügen wir hinzu, dass es auch einige Spiegel-Titelbilder gab, die nicht als "Contrarian Indikator" gewertet werden können. Und bemerkenswert ist auch, dass der Spiegel es unterlassen hat, auf dem Höhepunkt der Nasdaq-Blase des Jahres 2000 überschwängliche Titelbilder zu bringen (wie z.B. die Bild-Zeitung dies tat).

#### 2. Zwischen Finanz- und Staatenkrise

#### 2.1 Der Kapitalmarkt-Trend

Im ersten Halbjahr 2009 beherrschten Schlagwörter wie Finanzkrise, Rezession und Vertrauensverlust die aktuelle Finanzmarkt-Diskussion. Im zweiten Halbjahr "war die Krise vorbei", es gab ein "New Normal" und der Aktienmarkt bewegte sich stetig aufwärts. Begonnen hatte die Aufwärtsbewegung in Asien und Südamerika. Entsprechend zählten die Börsenplätze in Mexiko, Peru, Brasilien und Argentinien einerseits sowie diejenigen in Indonesien, China und Indien andererseits zu den besten Jahresperformern. Am anderen Ende der Skala befinden sich die Börsenplätze Japans, Griechenlands und Italiens. Die entwickelten Volkswirtschaften wie Deutschland (DAX), die USA (S&P 500) oder Japan (Nikkei 225) befinden sich mit einem Plus um 20% im hinteren Mittelfeld der Jahresentwicklung.

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

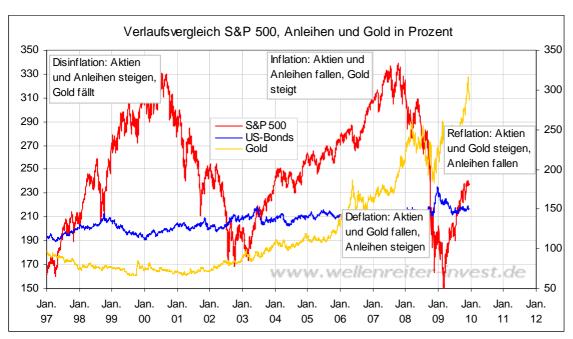


Abb. 1: Verlaufsvergleich S&P 500, Bonds und Gold in Prozent

Gemäß dieser Definition liegt ein klassisches reflationäres Umfeld am Kapitalmarkt vor: Die Aktienmärkte steigen, Gold steigt und die Anleihen fallen. Die Schaffung eines reflationären Umfeldes wird häufig von einem inflationären Umfeld abgelöst. Warum? Weil Zentralbanken dazu tendieren, den Fressnapf nicht nur so lange hinzustellen, bis der erste Hunger gestillt ist. Der erste Speck sollte bereits wieder auf den Rippen zu erkennen sein. Die Zentralbanken wollen sicher gehen, dass ein durch Reflation erzwungener Aufschwung tatsächlich wirkt. Inflationsrisiken sind aus Sicht der Zentralbanken beherrschbarer als Deflationsrisiken. Gerade die amerikanische Notenbank FED hat aufgrund der Erlebnisse der großen Depression mit ihrem Vorsitzenden Ben Bernanke einen Vordenker, der ein deflationäres Kapitalmarktumfeld a la Japan auf jeden Fall verhindern möchte. Bernankes Rede aus dem Jahr 2002 vor seiner Wahl zum Chairman mit dem Titel "Deflation: Making sure it doesn't happen here" ist aktueller denn je: <a href="http://tinyurl.com/jfxob">http://tinyurl.com/jfxob</a>

Im übergeordneten Bild ist der disinflationäre Trend der 80iger und 90iger Jahre in dieser Dekade nicht zu beobachten gewesen, sondern ein Mix aus Deflation (Platzen der Technologieblase 2000-2/3 sowie Immobilienblase 2007-9) und Reflation. Ein inflationäres Umfeld würde bei einer CPI ab etwa 5% vorliegen. Ob ein solches Kapitalmarktumfeld bereits in 2010 vorliegen wird, werden wir im Einzelnen erörtern. Mit Blick auf die Ratio Gold zum S&P 500 überwiegt das reflationär/ inflationäre Trendmuster.

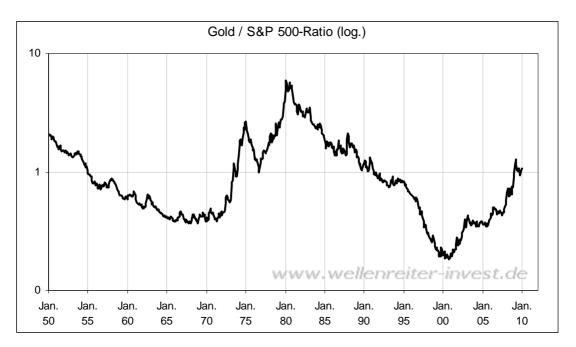


Abb. 2: Ratio Gold zu S&P 500

Momentan notiert die Ratio nahezu bei 1,0, so dass im langfristigen Trendbild eine Überhitzung des inflationär/ reflationären Trends noch nicht erkennbar ist. In den

70iger Jahren hatte sich die Ratio in der Spitze mehr als verzehnfacht, in der zu Ende gehenden Dekade ist bis dato eine Versiebenfachung der Ratio seit dem Tiefpunkt in 2001 zu beobachten gewesen.

Ein Blick auf die Krisenindikatoren zeigt eine Normalisierung. Ein Zeichen dafür 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 gegen null Prozent rentiert, befindet sich der 3-Monats-Libor im Bereich von 0,25 Prozent.

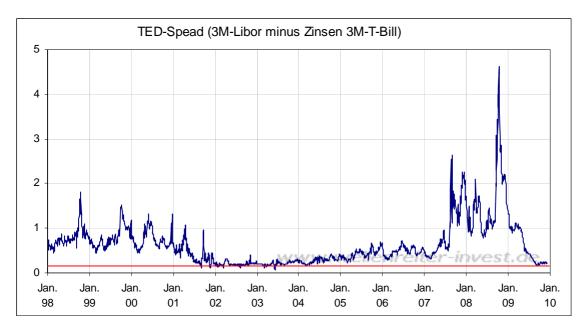


Abb. 3: TED-Spread

Die Zinssätze auf Unternehmensanleihen konnten sich in diesem Jahr beruhigen, nachdem sie Ende 2008 stark stiegen. Die angenommenen Insolvenz-Risiken für die Unternehmen sind derzeit nicht mehr vorhanden bzw. auf ein Vor-Krisen-Niveau zurückgefallen. Dies gilt sowohl für Untenehmen mit sehr guter Bonität ("AAA") als auch für Unternehmen mittlerer Bonität.

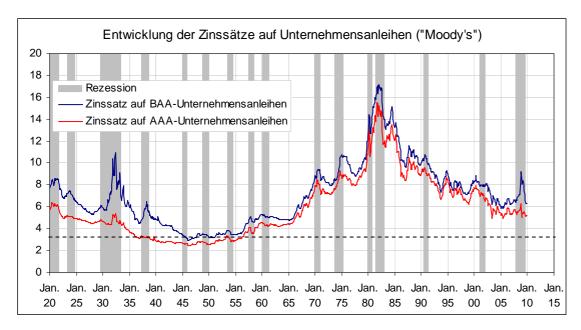


Abb. 4: Zinssätze auf Unternehmensanleihen 1920 - 2010

In den alten Industrieregionen haben die Zentralbanken die Leitzinsen in den Bereich nahe Null gesenkt. Historisch betrachtet stellt diese Aktion einen einmaligen Vorgang dar (nächster Chart).

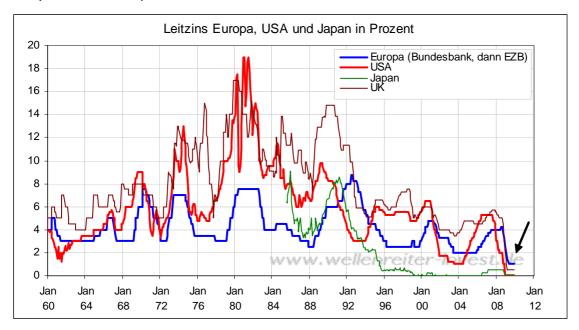


Abb. 5: Leitzinssätze international

In den aufstrebenden Ländern Asiens und Südamerikas befinden sich die Leitzinsen auf Niveaus zwischen 4,5 Prozent (Mexiko) und 9 Prozent (Argentinien). China und Indien reihen sich mit 5,3 Prozent bzw. 4,75 Prozent ein. All diese Länder können ein gesundes Wirtschaftswachstum ausweisen. Erste Zinserhöhungsschritte durch die Notenbank waren z.B. bereits in Australien erfolgt. Sie hat in drei Schritten von jeweils 25 Basispunkten den Leitzinssatz mittlerweile auf 3,75% erhöht, zuletzt aber erklärt, dass sie den Leitzinssatz in Kürze nicht weiter erhöhen wird. Eine Rückkehr zu einem

Leitzinssatz vor Ausbruch der Krise in 2007 (7,25%) ist damit für 2010 nicht in Sicht. Die Notenbanken mit ersten Leitzinssatzerhöhungen gehen damit lediglich graduell in vorsichtigen Schritten vor, von einer Bremspolitik kann daher nicht gesprochen werden.

Die amerikanische Zentralbank ("Fed") fährt die Nullprozentpolitik zum ersten Mal seit ihrer Gründung im Jahr 1913. Alternativ zu nicht mehr möglichen Zinssenkungen nutzt (bzw. nutzte) die Fed seit Ende 2008 die folgenden Maßnahmen:

- 1. die Kommunikations-Politik, um die öffentlichen Erwartungen zur Zinspolitik zu formen ("der Leitzins bleibt für längere Zeit bei null").
- 2. die Ausweitung der Fed-Bilanzsumme ("Quantitative Easing")
- 3. die Veränderung der Fed-Bilanz-Zusammensetzung, indem z.B. US-Anleihen am langen Ende gekauft werden, um die langfristigen Zinsen zu reduzieren.
- 4. Die Durchführung von "Reverse Repo"-Operationen: Dabei verkauft die Fed Aktiva Treasuries etwa gegen Bargeld an Banken und kauft sie später zu einem etwas höheren Preis wieder zurück. Dadurch werden Bankreserven aus dem System genommen.

Die Kommunikationspolitik Bernankes ist dabei für die Investoren/Spekulanten sehr wichtig, da eine berechenbare Politik der Notenbank zu einer höheren Risikoneigung der Marktteilnehmer führt. Ein Wechsel in der Kommunikationspolitik ("Die Leitzinsen liegen auf einem zu tiefen Niveau") führt hingegen zu Unsicherheit, da die Marktteilnehmer schwerlich abschätzen können, wie stark die US-Notenbank reagieren wird.

Bisher konnte man von den FED-Offiziellen vernehmen, dass bei einem Einsetzen eines Leitzinserhöhungskurses nicht wie unter Alan Greenspan in kleinen Schritten von 25 Basispunkten vorgegangen werden soll, sondern in größeren Schritten. Bei ihrer jüngsten Sitzung im Dezember hat die FED jedoch noch keinen Politikwechsel ("der Leitzins wird für eine längere Zeit auf einem sehr niedrigen Niveau verharren, zudem werde eine schwache Wirtschaftserholung in 2010 erwartet") erkennen lassen, so dass im ersten Quartal 2010 noch nicht mit einem ersten Leitzinssatzschritt zu rechnen ist.

Die Zeit nach dem Fallenlassen von Lehman Brothers hat bei den Notenbankern ihre Wirkung nicht verfehlt. Keiner von ihnen möchte als derjenige in die Analen eingehen, der die wirtschaftliche Erholung abgewürgt hat. Daher sind sehr aggressive Schritte der Zentralbanken für das Jahr 2010 nicht zu erwarten. Es geht in der Tendenz zu

einer Normalisierung der Entwicklung bei den Leitzinssätzen und eine Anpassung auf ein leicht höheres Niveau. Die Devise in 2010 dürfte lauten, dass die "1" als erste Ziffer stehen muss und ein Leitzinssatz um 1,50 Prozent angestrebt wird.

Für Investoren stellt sich die Frage nach dem Zeitpunkt des Beginns des Zinserhöhungszyklus. Zwischen dem Verlauf der US-Arbeitslosenquote und dem Verlauf des US-Leitzinses ergibt sich ein signifikanter Zusammenhang. Etwa ein halbes bis ein Jahr nach dem Überschreiten des Höhepunktes der US-Arbeitslosenquote wird der Leitzins erhöht (folgender Chart). Manchmal geschah dies bereits nach wenigen Monaten.

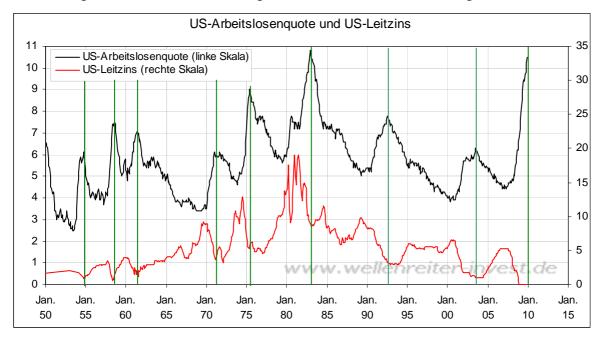


Abb. 6: Leitzins und US-Arbeitslosenquote

In der Vergangenheit war es üblich, dass zunächst die Arbeitslosenquote einen Hochpunkt ausbilden musste, bevor eine erste Leitzinssatzerhöhung folgte. Der Hochpunkt in der Arbeitslosenquote dürfte sich mit hoher Wahrscheinlichkeit im November 2009 gebildet haben, so dass eine erste Leitzinssatzerhöhung ab Frühjahr 2010 erwartet werden kann.

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, bewegt sich die Bilanzsumme der FED noch immer im Bereich von 2,2 Billionen US-Dollar.

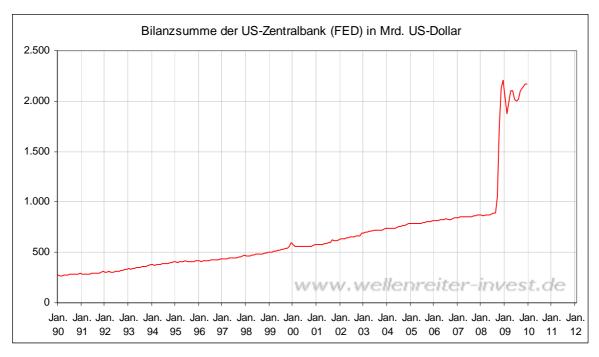


Abb. 7: Bilanzsumme US-Zentralbank

Der Direktkauf von US-Staatsanleihen wurde im Oktober 2009 eingestellt. Die Fed sah das Programm als weitgehend erfolgreich an, der Zinssatz der 10jährigen US-Staatsanleihen in den sieben Monaten der Direktkäufe stets unterhalb der 4-Prozent-Marke verblieb. Im März 2010 soll auch der Ankauf von US-Hypothekenanleihen eingestellt werden, wobei sich die Fed noch ein Hintertürchen offen lässt. Die SNB hat die Obligationskäufe bereits gestoppt; die EZB stoppt die Refinanzierungsgeschäfte mit sechsmonatiger Laufzeit Ende März 2010. Insofern ist das Zuführen von zusätzlicher Liquidität als ein Auslaufmodell im ersten Quartal 2010 anzusehen. Keine weitere Liquidität zuzuführen ist das eine, Liquidität zu entziehen jedoch ein anderes Paar Schuhe. Die Exit-Strategie – oder wie Peer Steinbrück fragte: "Wie bekommen wir die Zahnpasta wieder in die Tube?" – wird in den kommenden Monaten stark in den Vordergrund treten. Leitzinserhöhungen sind ein Mittel, jedoch ist dieses Mittel nicht hinreichend.

Auch wenn Ben Bernanke noch andere potentielle Maßnahmen erwähnt wie z.B. das Zahlen von Zinsen auf die Überschussreserven der Banken und das Verkaufen von Wertpapieren an Investoren, so stellen die reversen Repo-Geschäfte die realistischste Maßnahme nach, wie die FED sukzessive den Liquiditätspegel absenken könnte. Das richtige Maß beim Liquiditätsentzug bei dieser Methode zu finden, wird aber mit Blick auf die "Erfolgsbilanz" der FED ohne den einen oder anderen Unfall nicht gelingen können.

Wenn man die erste Amtszeit Ben Bernankes resümiert, dann bleibt festzuhalten, dass der Chef der US-Notenbank von den Märkten in seinen Aktionen getrieben wurde und lediglich auf Entwicklungen reagierte, aber nie das Heft des Handelns fest in der Hand hatte. Er bekommt jetzt zu Beginn seiner zweiten Amtszeit die Möglichkeit, zu agieren. Die Zeitphase, in der er agieren kann, ist jedoch deutlich begrenzt, da alleine die Basiseffekte bei der Inflation den Handlungsdruck im ersten Halbjahr 2010 deutlich erhöhen. Mit Blick auf die Entwicklung der Märkte in den letzten Wochen erscheint es wahrscheinlich, dass Bernanke weiterhin in der Rolle des Reagierens verharren wird. Das "Stopp-Signal" hin zu einer Exit-Strategie dürfte von den Anleihemärkten ausgehen, wenn bestimmte Marken unterboten werden (siehe Kapital Anleihen).

Fazit: Eine Neuordnung geschieht nicht von selbst, sondern ergibt sich aus vielen Interessenslagen. Marktteilnehmer mit Interessenslagen bewegen Märkte. Marktbewegungen wiederum erzwingen Handlungen. Politiker, aber auch Zentralbankpräsidenten sind häufig nicht Subjekte, sondern Objekte des Handelns. Die Zentralbanken der Welt haben im Sommer 2007, als sich die Finanzkrise immer deutlicher anbahnte, nicht agiert, sondern reagiert. Der Markt erzwang Leitzinssenkungen und Interventionen. Dieses Muster wird sich nicht verändern. Warum auch? Die von manchen geäußerte These, dass die FED und die EZB einen Fehler machen werden und freiwillig die Leitzinsen zu früh erhöhen werden, ist nicht stimmig. Wenn, dann erzwingt der Markt diesen Schritt.

Die EZB befindet sich in einer anderen Ausgangssituation als die FED oder die Bank of England. Während das Wohl und Wehe der Volkswirtschaften der USA und Großbritanniens von einem großen finanzwirtschaftlichen Wasserkopf abhängig ist, ist Euroland eher realwirtschaftlich orientiert. Geld muss nicht Geld produzieren, um die Wirtschaft am Laufen zu halten. Deshalb liegt für die EZB eine andere Ausgangssituation als für die FED und die BoE vor.

Der Kapitalmarkttrend heißt "Reflation". Der nächste Schritt in diesem Trendumfeld sind erste Leitzinssatzerhöhungen der FED, die im zweiten Quartal einsetzen dürften.

#### 2.2 Staatsverschuldung

Gegen Ende des vergangenen Jahrhunderts schien es, als könnten sich die öffentlichen Haushalte in vielen Ländern sanieren. "Den Vereinigten Staaten geht es so gut wie nie zuvor", titelte die Rheinische Post:

#### Den Vereinigten Staaten geht es so gut wie nie zuvor

### Clintons hielt seine letzte Rede zur Lage der Nation

zuletzt aktualisiert: 28.01.2000

Washington (dpa). In seinem achten und letzten Bericht zur Lage der Nation hat US-Präsident Bill Clinton eine Bilanz außerordentlicher innen- und außenpolitischer Erfolge gezogen. Den USA sei es noch nie so gut gegangen wie heute, sagte Clinton unter tosendem Applaus am Donnerstagabend (Ortszeit) in der traditionellen jährlichen Ansprache vor beiden Häusern des Kongresses.

In den USA konnte im Jahr 2000 ein Haushaltsüberschuss erwirtschaftet werden. Auch der damalige deutsche Finanzminister Hans Eichel sprach im Jahr 2000 von einem langfristigen Schuldenabbau bis zum Jahr 2010. Soweit zum Thema Politiker und Wirtschaftszyklen. Mit Worten wie nie oder niemals sollte man vorsichtig sein. Wenn es einem Staat so gut geht wie nie zuvor, dann ist dies ein Kontraindikator im Bezug auf die weitere Entwicklung, denn dann kann es nur noch schlechter werden. Die erste Dekade des neuen Jahrhunderts bedeutete einen massiven Schuldenaufbau. In den USA stieg der Anteil der öffentlichen Verschuldung am BIP von 60 Prozent im Jahr 2000 auf aktuell etwa 90 Prozent.

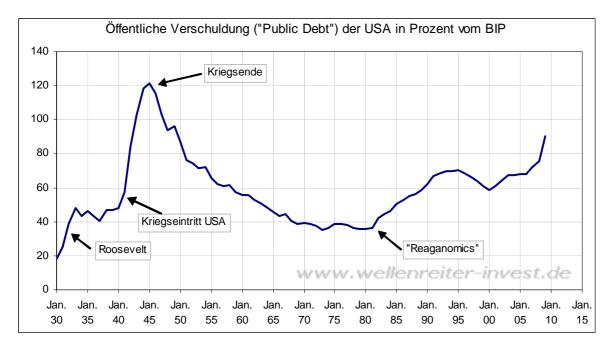


Abb. 8: Verschuldung der USA in Prozent vom BIP

Dieses Phänomen ist nicht allein auf die USA beschränkt. Fast alle westlichen Industrieländer haben im Zuge der Finanzkrise Risiken der Privatwirtschaft übernommen und damit den Anteil der Verschuldung am BIP nach oben getrieben. Doch höhere Schulden allein sind keine Gefährdung der Existenz eines Staates. Japans Verschuldungsgrad befand sich bereits im Jahr 2008 bei etwa 170 Prozent des BIP und dürfte jetzt auf 200 Prozent des BIPS gestiegen sein. Dennoch existiert Japan in einem seit zwei Jahrzehnten deflationären Umfeld weiter. Solange Japan Anleihen mit nahezu null Verzinsung ausgeben kann, kann der Staat seine Schulden sehr günstig refinanzieren.

Entscheidend ist nicht die absolute Verschuldungshöhe, auch nicht der Prozentsatz der Verschuldung von BIP. Wichtig ist die Fähigkeit, die Zinslast tragen zu können. Ein Blick auf die Entwicklung in den USA zeigt, dass die Zinslast der dortigen öffentlichen Hand seit Mitte der neunziger Jahre weitgehend konstant ist (etwa 400 Mrd. US-Dollar jährlich).

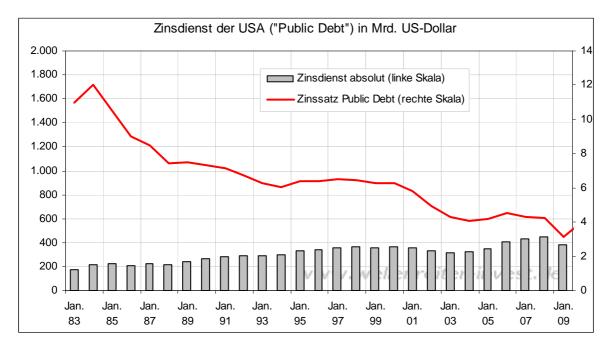


Abb. 9: Zinsdienst der USA

Warum ist das so? Betrug der Zinssatz für die "Public Debt" Anfang der 80er Jahre etwa 12 Prozent, rutschte sie im Verlaufe der vergangenen 30 Jahr auf aktuell drei Prozent ab (rote Linie obiger Chart).

Setzt man den Zinsdienst der USA ins Verhältnis zum US-BIP, so erhält man eine deutlich positive Entwicklung. Mussten im Jahr 1983 noch 5 Prozent des BIP für den Zinsdienst aufgebracht werden, so waren es im Jahr 2009 nur noch 2,68 Prozent.

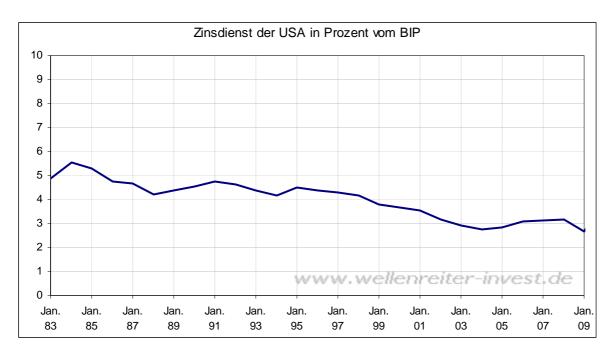


Abb. 10: Zinsdienst der USA in Prozent vom BIP

Nach Berechnungen des US-Kongresses soll die Verschuldung der öffentlichen Hand in den kommenden Jahren weiter zunehmen. Von heute 12,3 Billionen US-Dollar könnte die Verschuldung auf projektierte 17 Billionen US-Dollar im Jahr 2014 steigen. Wir haben diesen Anstiegsweg auf dem nächsten Chart eingezeichnet (ab 2010 Projektion).

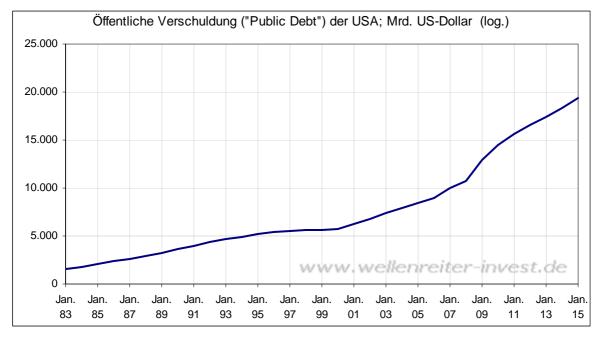


Abb. 11: Öffentliche Verschuldung USA bis 2015

Würden solche Beträge zukünftig weiterhin mit einem Zinssatz von drei Prozent bedient werden können, würde der Zinsdienst zwar leicht steigen, wäre aber für eine Volkswirtschaft wie die USA ohne weiteres verkraftbar.

Gemäß unserem 30-Jahres-Zyklus sollten die Zinsen jedoch um das Jahr 2010 herum ihren Boden erreichen. Wir haben nachfolgend projektiert, was es bedeuten würde, wenn die Zinsen in den kommenden Jahren von 4 Prozent in 2010 auf 6,5 Prozent im Jahr 2015 ansteigen würden. Dies ist angesichts der Erwartung eines steigenden Zinszyklus nicht unrealistisch.

Das Ergebnis: Die Doppelbelastung aus steigender Verschuldung und steigenden Zinsen würde den Zinsdienst stark anschwellen lassen (nächster Chart).

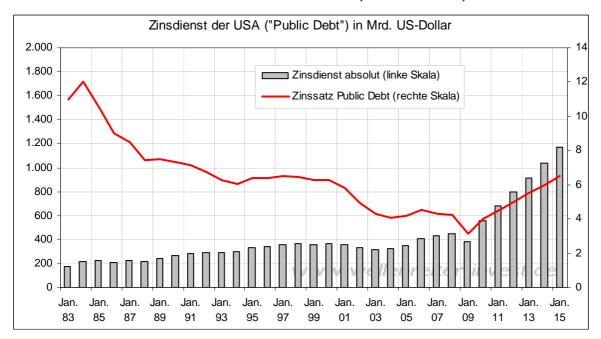


Abb. 12: Zinsdienst der USA bis 2015

Von unter 400 Milliarden US-Dollar im Jahr 2009 wurde der Zinsdienst auf knapp 1,2 Billionen US-Dollar im Jahr 2015 steigen. Das wäre eine Verdreifachung innerhalb von sechs Jahren und würde den Zinsdienst zu einem der Top-US-Haushaltsposten aufwerten. Zum Vergleich: Das US-Haushaltsbudget 2009 geht von Einnahmen in Höhe von 2,1 Billionen und von Ausgaben in Höhe von 3,9 Billionen US-Dollar aus. Ein Zinsdienst von 1,2 Billionen Dollar in 2015 würde den Rahmen der US-Haushaltsplanung sprengen. Die Finanzierung dieses Dienstes wäre nur mit neuen Schulden zu machen, so dass sich die Schuldenspirale noch stärker nach oben schrauben würde als hier dargestellt. Die USA würden das AAA-Rating wohl schon früher verlieren, was die Zinsen noch stärker ansteigen ließe.

Um ein solche Ausweitung des Schuldendienstes finanzieren zu können, dürfte ein altmodischer Begriff wie "Sparen" ins Spiel zurückkommen. Kürzungen beim Militärbudget oder bei den Staatsbediensteten stehen dann auf der Top-Agenda. Da alleine das
Thema Sparen nicht sehr populär ist, ist eine Mischung aus Einnahmensteigerung und
Ausgabenkürzungen zu erwarten. Um eine Balance der "Gerechtigkeit" herzustellen,

werden etliche Maßnahmen der Regierungszeit von George W. Bush ab 2000 rückgängig gemacht werden müssen. Zu einem solchen Maßnahmenpaket gehören höhere Steuersätze für Besserverdiener. Gerade der Aspekt des Grenzsteuersatzes für Topverdiener birgt deutliches Steigerungspotential, wenn man berücksichtigt, dass er von einem Spitzenwert von 91% (1964) über 70% (1981) und 50% (1984) auf nur 35% in dieser Dekade gefallen war. Von 1932 bis 1984 lag der niedrigste Wert beim Grenzsteuersatz bei 63%: <a href="http://tinyurl.com/2csxp5">http://tinyurl.com/2csxp5</a>. Insofern ist eine "Change-Politik" Obamas zu einer signifikanten Anhebung der Grenzsteuersätze für Topverdiener zu erwarten.

Im Jahr 2007 (siehe Pfeil) lag ein nahezu ähnlich hohes Einkommensungleichgewicht vor wie zuletzt Ende der 1920iger Jahre. Die Top 1% der US-Haushalte hatten einen Anteil von 23,5 Prozent am Einkommen aller US-Haushalte.

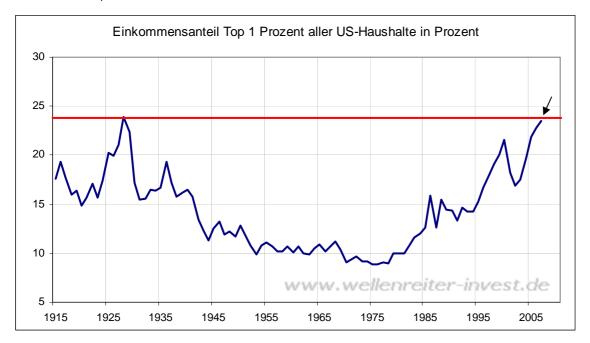


Abb. 13: Einkommensverteilung Top 1 Prozent aller US-Haushalte Quelle: Emmanuel Saez, Univ. Berkeley

Neuere Zahlen liegen zwar noch nicht vor, aber die Forscher rechnen für die Jahre 2008 und 2009 mit signifikanten Einbrüchen des Top-Verdiener-Anteils am Gesamteinkommen. Ein Blick zurück zeigt, dass sich der Anteil der Topverdiener am Gesamtvermögen vom Ende der 1920er Jahre bis zum Ende des ersten Weltkrieges halbierte. Die Ursache dafür waren die lange Seitwärtsbewegung des Aktienmarktes und die signifikant höhere Steuersätze. Bis in die 1980er Jahre notierte der Top-Verdiener-Einkommensanteil in einem Bereich von etwa 10%. Eine ähnliche Entwicklung ist für die nächsten Jahre bzw. Jahrzehnte absehbar.

Fazit: Im Hinblick auf den Erhalt der Zahlungsfähigkeit der USA hat der Chef der Federal Reserve Bank, Ben Bernanke, eigentlich keine Wahl: Die Möglichkeit einer größeren Leitzinsanhebung besteht für ihn nicht. Am langen Ende muss er ein Auge auf die Zinsen haben. Das Thema Steuererhöhungen dürften in den kommenden 12 Monaten als Maßnahme zur Steigerung der Einnahmen deutlich in den Vordergrund treten. Gerade bei Spitzenverdienern wird man sich das "Melken" nicht nehmen lassen. Ähnliches war ab 1932 zu beobachten.

Abschließend noch ein Blick auf die Verschuldung der US-Haushalte in Prozent vom BIP. Der Verschuldungsabbau ("Deleveraging") der US-Haushalte hat eingesetzt (aktuell 95,4% vom BIP), aber der Weg zu einer maßgeblichen Verringerung ist weit.

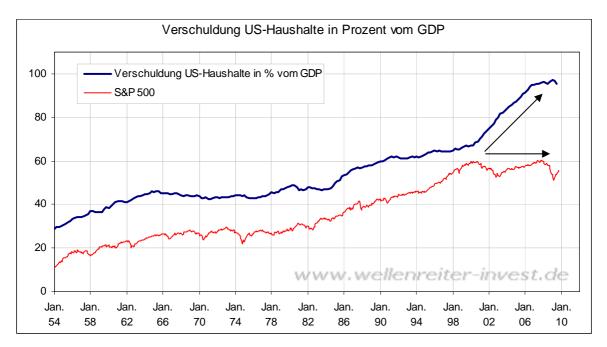


Abb. 14: Verschuldung der Privathaushalte in Prozent vom BIP

Das "Deleveraging" der privaten Haushalte dürfte in den Kinderschuhen stecken und daher zu einer längerfristigen Belastung für die Entwicklung der Wirtschaft werden.

Die US-Sparquote ist seit Beginn der Rezession von etwa 0,8 auf jetzt 4,4 Prozent angestiegen.

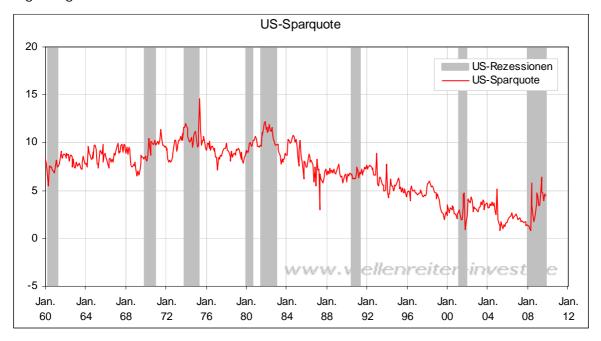


Abb. 15: US-Sparquote

Eine Quote von 4,4 Prozent zeigt, dass die Verbraucher gewillt sind, trotz der niedrigen Zinsen mit dem Sparen zu beginnen. Bei wieder steigenden Zinsen würde sich die Sparneigung weiter erhöhen und so für einen Anstieg der Konsumausgaben wenig Raum lassen. Konjunkturell bedeutet eine steigende Sparneigung eine Abnahme der Konsumbereitschaft und damit eine Belastung für die US-Konjunktur. Bis sich eine längerfristige Gesundung in der Verschuldungssituation der Privathaushalte einstellt, vergeht wohl eine weitere Dekade.

#### 2.3 Konjunkturindikatoren

Steht die US-Wirtschaft vor einer bedeutsamen zyklischen Erholung? Werfen wir einen Blick auf wichtige Konjunkturindikatoren. Der ECRI Leading Index lässt noch keine Abschwächung des US-Wirtschaftswachstums erkennen.

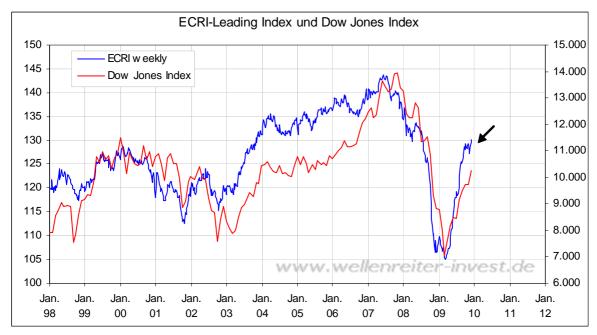


Abb. 16: ECRI-Leading Index (Economic Cycle Reseach Institute)

Im Gegenteil: Er signalisiert eine V-förmige Erholung. Der ECRI-Index notiert – genauso wie der Dow Jones Index – auf dem Niveau von Ende 2003.

Nachdem das US-Verbrauchervertrauen in der ersten Hälfte des Jahres 2009 ansteigen konnte, hat es sich in der zweiten Jahreshälfte auf niedrigem Niveau stabilisiert.

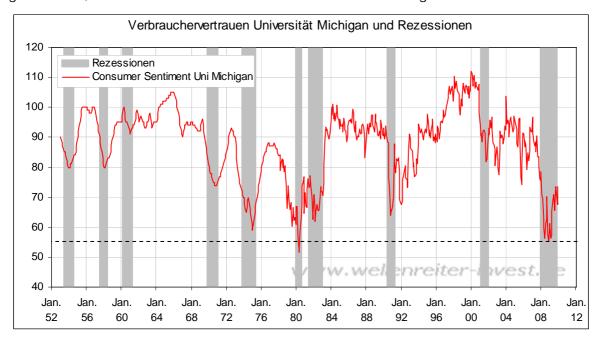


Abb. 17: Verbrauchervertrauen Universität Michigan seit 1952

Anders als Anfang der 80er Jahre, als sich Inflationsraten, Rohstoffpreise und Zinsen auf dem Höhepunkt ihrer vorläufigen Entwicklung befanden und somit die Chance hatten, deutlich zu fallen (was auch eintraf), ist das Umfeld derzeit komplett anders: Die Rohstoffpreise sind stabil und können weiter anziehen, die Zinsen können nicht mehr weiter fallen und die Inflationsrate droht – bei stabilen bis aufstrebenden Rohstoffpreisen - ebenfalls weiter anzusteigen. Es ist daher zweifelhaft, ob sich das Verbrauchervertrauen im kommenden Jahr so kräftig erholen kann, wie es von 1982 bis 1984 der Fall war.

Entscheidend ist, dass der Absturz der US-Wirtschaft dermaßen brutal war, dass diese Mühe hat, sich auf normale zyklische Art und Weise zu erholen. Dies ist am Beispiel der US-Industrieproduktion zu erkennen (bisher mickrige Erholung; nächster Chart).

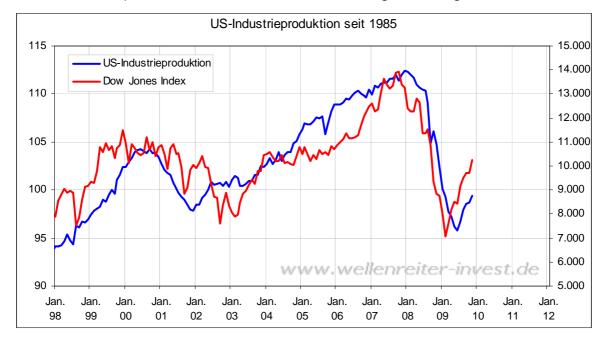


Abb. 18: US-Industrieproduktion seit 1998

Von einer durchgreifenden Erholung auf das Niveau von 2007 kann momentan nicht die Rede sein. Der Ansatz einer Erholung ist jedoch erkennbar. Die Industrieproduktion befindet sich auf dem Niveau von 1999. Auf diesem Niveau liegt auch der Durchschnitt der Industriewerte im Dow Jones. Insofern kann man mit Blick auf die Industrieproduktion in der Tat von einer verlorenen Dekade sprechen, da per Saldo Stagnation zu beobachten war. Wir gehen davon aus, dass sich diese Erholung im kommenden Jahr fortsetzt, dass es aber noch Jahre dauern wird, bis das Vor-Krisen-Niveau wieder erreicht ist.

Ein Grund für diese Einschätzung ist die Entwicklung der US-Kapazitätsauslastung. Diese hat sich von ihrem Rekordtief im Juni 2009 (68 Prozent) kaum erholen können. Mit einem November-Wert von 71,3 Prozent befindet sich der Durchschnittwert der 70er bis 90er Jahre (etwa 80 Prozent) in weiter Ferne.

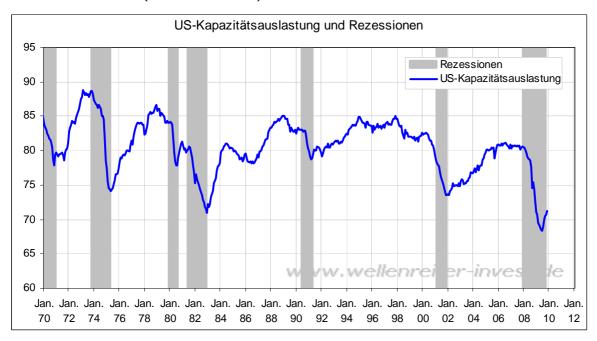


Abb. 19: US-Kapazitätsauslastung seit 1970

Der Trend der US-Kapazitätsauslastung ist seit Mitte der 90er Jahre abwärts gerichtet. Die USA (und auch Großbritannien) haben ihre produzierende Industrie zum Großteil nach Asien ausgelagert. Die Kosten für den "Produktionsfaktor Arbeit" sind für Unternehmen häufig die entscheidende Größe für die Verlagerung von Arbeitsplätzen. Diese werden von Wechselkursmechanismen beeinflusst. Ein steigender Euro/Dollar führt zu Überlegungen wie kürzlich von Daimler, den Anteil der Autoproduktion in den USA zu erhöhen.

Im Falle der USA und China sind Wechselkursmechanismen nicht im Spiel, da der Yuan von der chinesischen Regierung an den Dollar gekoppelt wird. Bevorzugt wird in Schwachwährungsländer investiert. Eine Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar hätte zur Folge, dass – neben Inflation – auch Arbeitsplätze in die USA exportiert werden würden. In den USA droht das Facharbeiterwissen zu versiegen, da die Langzeitarbeitslosigkeit rapide ansteigt. Während Deutschland über eine realwirtschaftliche Basis mit hohem Facharbeiterwissen verfügt, hat die Finanzwirtschaft in den USA und UK der Realwirtschaft den Rang abgelaufen. Dieser Prozess rächt sich in dem Moment, in dem realen Gütern - im Vergleich zu bedrucktem Papier namens Geld - mehr Bedeutung zukommt.

Wie tief der US-Hausbaumarkt noch immer in der Depression steckt, zeigt die Anzahl der monatlichen US-Baugenehmigungen. Der tiefe Fall scheint zwar gebannt, aber Erholungstendenzen sind kaum erkennbar. Die Tiefs der früheren US-Rezessionen wurden noch nicht wieder zurückerobert (rote Linie).

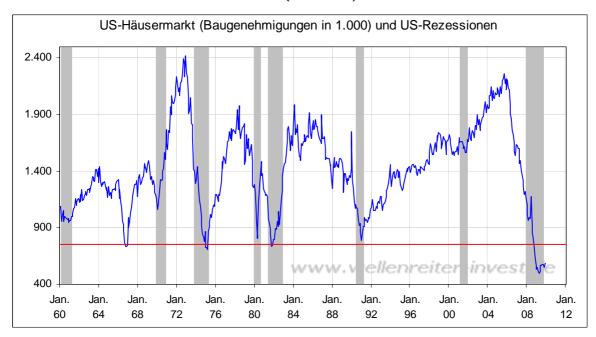


Abb. 20: US-Hausbaumarkt seit 1960

Der annualisierte (aufs Jahr hochgerechnete) November-Wert beträgt 584.000 Baugenehmigungen. Jahr für Jahr wächst die US-Bevölkerung um drei Millionen Einwohner. Rechnet man zwei Bewohner pro Wohneinheit, so wird die "statistische Unterversorgung" der US-Bevölkerung mit Wohneinheiten deutlich. Dank des langjährigen Baubooms ist diese Unterversorgung lediglich statistischer Natur. Es wird noch eine Weile dauern, bis das Überangebot vom Markt absorbiert ist. Im Gegensatz zu Deutschland – das derzeit jährlich etwa 50.000 Einwohner verliert – ist in den USA dank des anhaltenden Bevölkerungsdrucks der Beginn eines neuen Hausbau-Boomzyklus auf längere Sicht wahrscheinlich. Aber eben nicht sofort. Der Hausbau-Boom wurde nicht zuletzt durch die US-Babyboomer verursacht, die in den vergangenen Jahren in einem Alter waren, in dem der Hausbau Priorität genießt (Etwa Mitte/Ende 40).

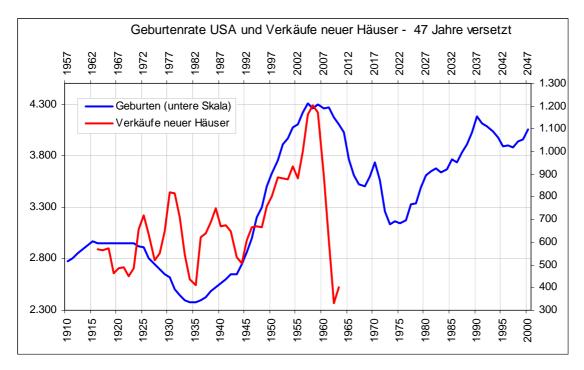


Abb. 21: Geburtenrate USA und Verkäufe neuer Häuser

Die nachfolgenden Geburtenjahrgänge (das betrifft die 1965 bis 1975 Geborenen) waren jedoch schwach besetzt, sodass hier eher eine sinkende Nachfrage zu erwarten ist. Zudem scheint die Phase der günstigen Zinsen scheint zunächst einmal vorbei zu sein. Daher scheint eine Stabilisierung im Sektor auf sehr niedrigem Niveau mit temporären Stabilisierungen in den kommenden Jahren wahrscheinlich, ein neuer Boom ist auf absehbare Zeit nicht zu erwarten. Popularisiert hat dieses Lebenszyklusmodell der US-Ökonom Harry Dent. Mehr dazu im Dekadenausblick, wo die Modelle von Harry Dent nochmals eine wichtige Rolle spielen werden.

Problematisch im Hinblick auf einen neuen Hausbau-Boom ist ein weiterer Faktor. Die Zahl der US-Arbeitsplätze stagniert seit dem Jahr 2000 bei etwa 130 Mio. Und dass, obwohl die US-Bevölkerung Jahr für Jahr um knapp drei Mio. Einwohner wächst. Das bedeutet: Im Jahr 2000 teilten sich 282 Mio. Einwohner 130 Mio. Arbeitsplätze; heute kommt auf 310 Mio. Einwohner die gleiche Anzahl an Arbeitsplätzen. Die nachfolgende Grafik zeigt diese – erstmals seit dem zweiten Weltkrieg auftretenden – Ermüdungserscheinungen deutlich als Abweichung von der Trendgeraden (nächster Chart).

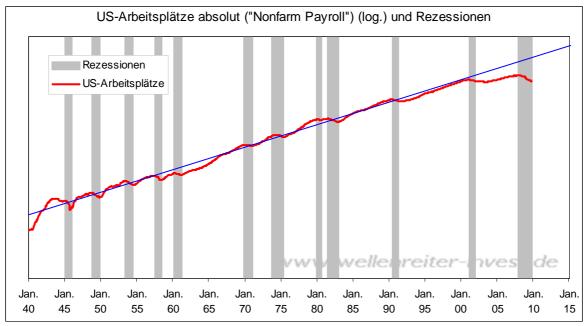


Abb. 22: US-Arbeitsplätze und Rezessionen

Der permanente Bevölkerungsanstieg bedeutet auch: Selbst wenn Monat für Monat 100.000 neue Arbeitsplätze geschaffen würden, würde sich die Arbeitslosenquote nicht wesentlich drücken lassen. Auch wenn wir in 2009 frühzeitig auf eine Verbesserung der US-Arbeitsmarktsituation hingewiesen hatten, so hatten wir immer betont, dass eine solche Verbesserung nur temporärer Natur sein dürfte.

Wenn die Entwicklung der Inflation ein ausschließlich monetäres Phänomen sein soll, dann müsste sie sich in der Entwicklung des Geldmengenwachstums zeigen. Die US-Geldmenge MZM steht für "Money of zero maturity". Sie entspricht der Geldmenge M2 minus Termineinlagen plus Geldmarkt-Fonds. Sie misst das Angebot an Geld, das jederzeit für die sofortige Verwendung für Käufe oder Investitionen zur Verfügung steht.

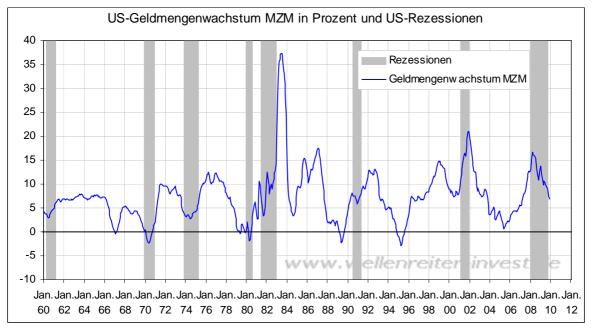


Abb. 23: US-Geldmengenwachstum MZM

Aus der obigen Abbildung wird deutlich, dass eine Beschleunigung des Geldmengenwachstums häufig innerhalb von Rezessionen stattfindet. Das hört sich verquer an, denn eigentlich sollte in Rezessionen weniger Geld als in Boomzeiten in Umlauf sein. Tatsächlich steuert die Zentralbank über Zinssenkungen und Zinserhöhungen die Geldmenge: In Rezessionen werden die Zinsen meist heftig gesenkt, die Kredite verbilligen sich und die Geldschleusen werden geöffnet. Die Geldmenge weitet sich aus. Kommt es zu einem selbsttragenden wirtschaftlichen Aufschwung, so werden die Schleusentore langsam zugedreht: Die Geldmenge kontrahiert. Zuletzt ist das Geldmengenwachstum deutlich rückläufig und liegt bei einer jährlichen Veränderung von etwa 7 Prozent.

Auf dem folgenden Chart ist dieser Mechanismus gut zu erkennen: Eine Periode der Zinssenkung (rote Linie fällt) geht mit einer Periode steigenden Geldmengenwachstums einher (blaue Linie steigt).

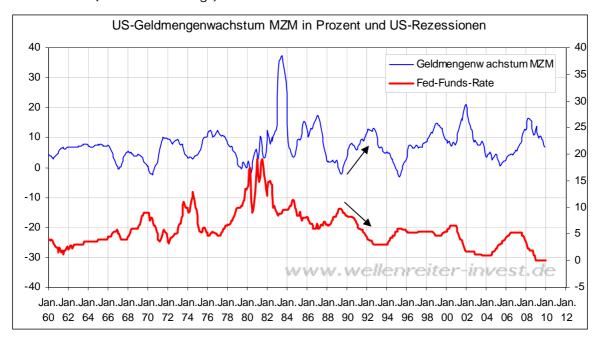


Abb. 24: US-Geldmengenwachstum MZM und Fed Funds Rate

Fazit: Das Wachstum der US-Geldmenge MZM ist zyklisch. In Rezessionen wird die Geldpolitik gelockert und die Geldmenge nimmt zu. Ob die Geldmenge tatsächlich in den Wirtschaftskreis eingeht, ist eine ganz andere Frage. Darüber geben zwei andere Charts zumindest teilweise Aufschluss. Die US-Banken haben die Kreditvergabe im Rahmen der Finanzkrise auf ein Minimum zurückgefahren. Zum ersten Mal seit mindestens den 70er Jahren ist das Kreditvergabewachstum negativ (nächster Chart).

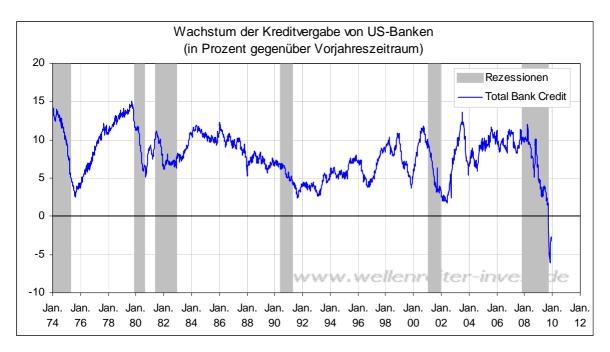


Abb. 25: US-Geldmengenwachstum MZM und Fed Funds Rate

Das bedeutet, dass das Geld, was den Banken von der Fed zur Verfügung gestellt wurde, nicht in den Geldkreislauf einfließt. Stattdessen wird das Geld bei der Fed geparkt (zu minimalen Zinsen). Immerhin ist dies ein Betrag von einer Billion US-Dollar: Dies entspricht etwa sieben Prozent des US-BIPs.

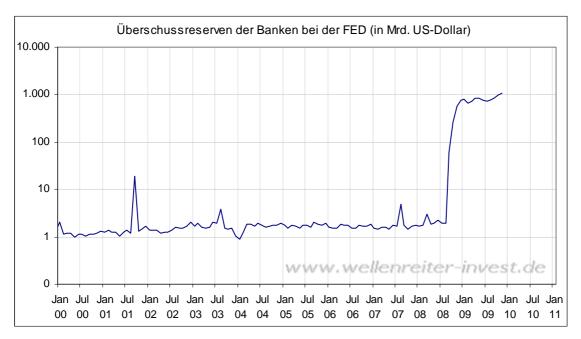


Abb. 26: Überschussreserven der Banken bei der FED

Sollten die Banken entscheiden, diese Überschuss-Reserven abzubauen und als Kredite an die Realwirtschaft zu vergeben, würde dieses mehr an Liquidität das BIP-Wachstum unterstützen. Andererseits bestünde die Gefahr, dass die "Hockey-Stick-Kurve" der Überschuss-Reserven die Inflation anheizt.

Bei einer Investition der gesamten Überschussreserven in den Aktienmarkt wäre eine erneute "Asset-Price-Inflation": Die Summe von einer Billion US-Dollar Überschussreserven würde auf eine Marktkapitalisierung des S&P 500 von etwa sieben Bio. US-Dollar aufgepfropft werden. Der Freefloat des S&P 500 liegt noch bedeutend niedriger. Die Folge: Der S&P 500 würde in die unmittelbare Nähe seiner Preishochs von 2000 und 2007 ansteigen. Um eine Blase zu vermeiden, ist es wichtig, dass die Fed dieses Geld via Reverse-Repro-Geschäfte bzw. über eine Zinserhöhung wieder absaugt.

#### 2.4. Inflation und Konjunkturentwicklung

Seit 1980 ist ein Abwärtstrend der US-Inflationsrate erkennbar. 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.

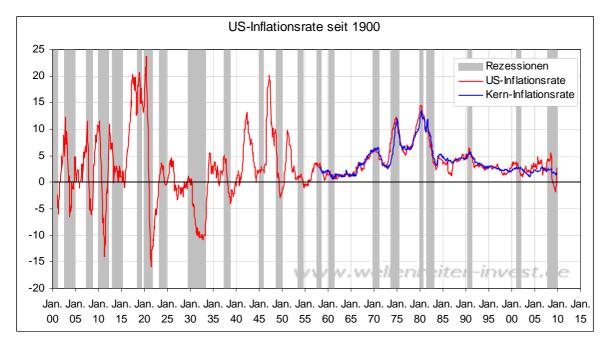


Abb. 27: Inflationsentwicklung seit 1900 (Kerninflationsrate seit 1957)

Der Realzins ist eine der wichtigsten Größen zur Bestimmung des US-Wirtschaftswachstums. Der Realzins errechnet sich aus dem Zinssatz 10jähriger US-Anleihen minus der offiziellen Inflationsrate. Auf dem nachfolgenden Chart ist gut zu erkennen, wie groß die Differenz zwischen der Inflationsrate und dem Zinssatz in den 80er und 90er Jahren war.

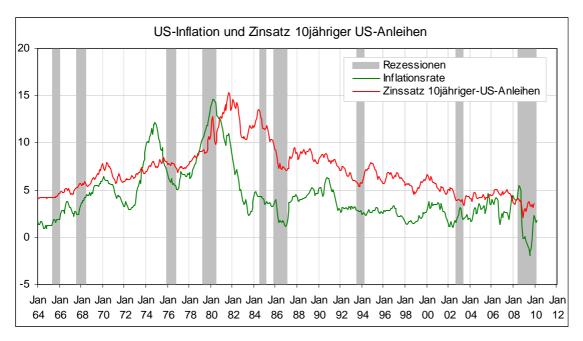


Abb. 28: Inflationsentwicklung und Zinssatz 10jährige Anleihen

In dieser Dekade gab es eine Trendumkehr: Während die Zinsen am langen Ende weiter fielen, begann die Inflationsrate mit den ab 2002 steigenden Rohstoffpreisen nach oben zu klettern. Offiziell zwar nur moderat, aber das reichte in dieser Dekade zweimal dazu, die Inflationsrate über den Zinssatz klettern zu lassen. Das bedeutete jeweils einen negativen Realzins.

Der Realzins hat aber noch eine andere Bedeutung: Er weist eine hohe Korrelation mit der Entwicklung des US-BIP auf.

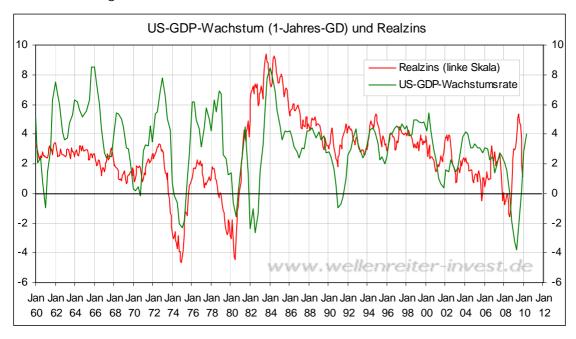


Abb. 29: US-BIP und Realzins

Der fallende Realzins ist ein erster kleiner Hinweis darauf, dass sich am Horizont bereits wieder dunklere Konjunktur-Wolken zusammenbrauen. Aus Sicht des Realzinses dürfte das Wachstum des US-BIP im Bereich von 5 Prozent toppen und ab der Jahresmitte 2010 wieder zu sinken beginnen. Eine neue Rezession ist für 2010 jedoch nicht in Sicht.

Ein aus unserer Sicht mindestens genauso wichtiger Taktgeber für die US-Konjunktur ist die Zinsspanne zwischen 3-Monats- und 10-Jahres-US-Anleihen. Bereits Ende 2005 konnten wir in unserem Jahresausblick für 2006 mit Hilfe dieses Instruments den Beginn der US-Rezession in 2007 vorhersagen. Wir schrieben u.a.: "Eine inverse Zinsstrukturkurve führte die US-Wirtschaft seit 1950 mit schöner Regelmäßigkeit 1 bis 1 ½ Jahre nach dem Beginn der Inversion in eine Rezession." Genauso wenig sollte man die Rolle der Zinsstrukturkurve (Zinsspanne) im Hinblick auf eine Konjunkturerholung unterschätzen.

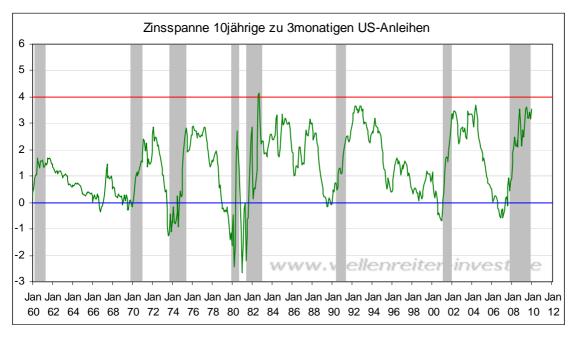


Abb. 30: Zinsspanne 10jährige zu dreimonatigen US-Anleihen

In schöner Regelmäßigkeit schwankt die Zinsspanne zwischen -1 und 4 Prozentpunkten (obiger Chart). Die Zinsspanne verläuft aktuell sehr steil, da sich die Zinsen
am kurzen Ende nahe null und die Zinsen im 10jährigen Bereich bei etwa 3,8 Prozent
befinden. Sollten die Zinsen am langen Ende in den Bereich von 4 Prozent steigen,
während am kurzen Ende gleichzeitig die Nullzinspolitik weiterbetrieben wird, dann
würde die Zinsspanne eine historische Größenordnung erreichen. In einem solchen Fall
hat die Fed früher das Gas vom Pedal genommen, um der Entwicklung von Inflation
keinen Vorschub zu leisten. Insofern leistet diese Zinsspanne einen weiteren Hinweis,
wann die erste Leitzinssatzerhöhung der FED zu erwarten ist.

Beschäftigt man sich mit dem Zusammenhang zwischen der Zinsstrukturkurve und dem US-BIP, so kommt man zu dem Ergebnis, dass die US-Zinsstruktur dem US-BIP-Wachstum um etwa anderthalb bis zwei Jahre vorausläuft.

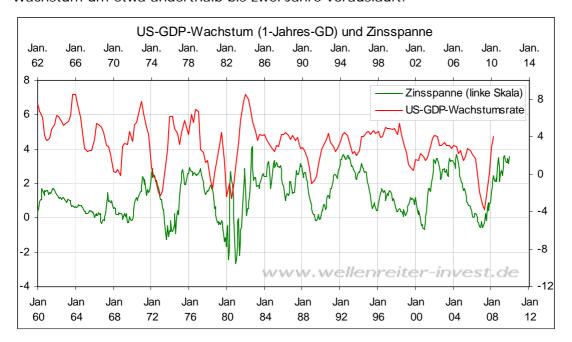


Abb. 31: US-BIP Wachstum und Zinsspanne

Goldman Sachs und JPMorgan haben jüngst das US-BIP-Wachstum für das bald abgelaufende vierte Quartal 2009 nach oben revidiert, und zwar um einen ganzen Prozentpunkt (von 3,5 auf 4,5 Prozent). Nur dreimal wurde in dieser Dekade ein noch stärkeres Wachstumsquartal notiert: in Q2 2000, in Q3 2003 und in Q1 2006. Nach den uns vorliegenden Mustern hat diese Veränderung der Einschätzung seine Berechtigung. Der Hochpunkt der zyklischen Aufwärtsbewegung dürfte frühestens im dritten Quartal 2010 zu finden sein.

Fazit: Die wirtschaftliche Erholung ist intakt und durchaus als stabil zu bezeichnen. Die wirtschaftliche Erholung geht mit einer anziehenden Inflationsrate einher. Ab dem Sommer 2010 dürften die Basiseffekte dämpfend auf die Inflation wirken. Zuvor sollte es jedoch zu einem Anstieg kommen, der die Marke von 4 Prozent erreichen kann. Bernanke hofft - gemäß seiner jüngsten Äußerungen -, seine Nullzinspolitik fortsetzen zu können. Die Märkte sagen eher: Nein, es reicht: Die Anleihen fallen, die Inflationserwartungen steigen, die Zinskurve ist so steil wie selten zuvor. Alle Märkte haben sich normalisiert, es fehlt nur noch die Normalisierung der Leitzinsen. Bernanke müsste eine solche Aktion früh im Jahr ankündigen (möglicherweise bereits im Januar). Dann wäre er gerade zu einer zweiten Amtszeit berufen worden und könnte es sich durchaus leisten, auch mal etwas Unbequemes zu sagen oder zu tun. Unsere Charts sprechen durch die Bank für Leitzinserhöhungen im ersten Halbjahr.

### 3. Der Anleihemarkt

Der weltweite Anleihemarkt umfasst etwa 67 Billionen US-Dollar (2008). Etwa 50% dieses Marktes entfällt auf die USA, der Rest verteilt sich weitgehend auf Großbritannien, Japan und Deutschland. Der US-Anleihemarkt hat einem Umfang von etwa 34,5 Billionen US-Dollar (2009). Seit dem Jahr 2000 verdoppelte sich der Markt.

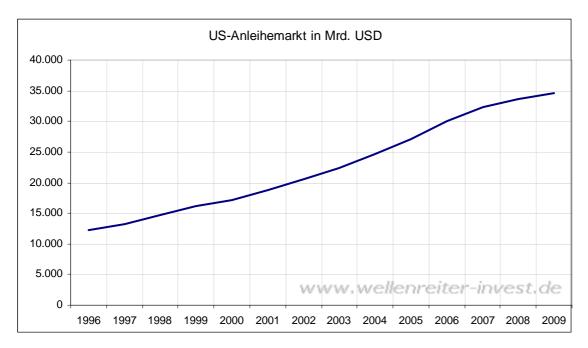


Abb. 32: US-Anleihemarkt in Mrd. USD

Interessant ist ein Blick auf die Marktsegmente. Danach notiert der US-Hypothekenanleihenmarkt (bes. Fannie Mae, Freddie Mac) als größtes Marktsegment, gefolgt vom Markt für US-Staatsanleihen und vom Unternehmensanleihenmarkt.

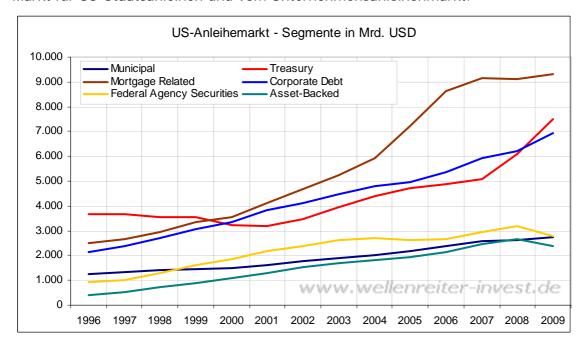


Abb. 33: US-Anleihemarkt - Segmente

Die beiden zuletzt genannten Märkte (US-Staats- und – Unternehmensanleihen) haben in den vergangenen beiden Jahren deutlich zugelegt.

Im Falle der US-Unternehmensanleihen beflügelten die nach dem "Spike" von Ende 2008 fallenden Kurse den Markt, der in 2009 mit einem Ausgabevolumen von 600 Mrd. US-Dollar einen neuen Jahresrekord aufstellte. Die Kurse stiegen im Jahresverlauf sehr deutlich (die Renditen fielen; siehe Pfeil nächster Chart).

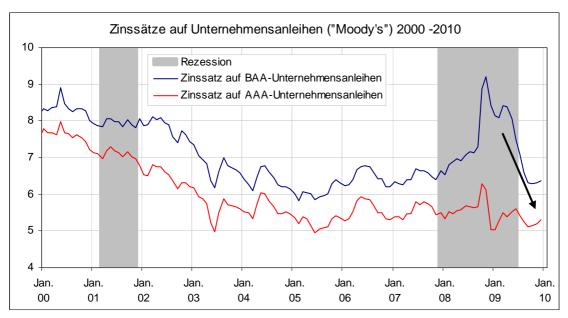


Abb. 34: Zinsen auf Unternehmensanleihen

Aufgrund des mittlerweile sehr niedrigen Zinssatzes und damit letztlich "hoher" Kurse durch das Erreichen der Niveaus der Boomjahre 2005-7 sind weiter steigende Kurse in 2010 nicht zu erwarten. Kursgewinne sind damit unwahrscheinlich, es lockt nur der fixe Kupon. Tendenziell drohen eher Kursverluste, wenn die Staatsanleihen ihre Abwärtsbewegung in 2010 fortsetzen. Der Spread zwischen Staats- und Unternehmensanleihen würde in diesem Fall weiter schrumpfen.

Am stärksten wuchs der Markt für US-Staatsanleihen. Allein im Jahr 2009 wurden Staatseinleihen im Wert von 1,5 Billionen Dollar emittiert, um den US-Haushalt ausgleichen zu können. Bei einem Gesamtmarktvolumen von 7,5 Billionen Dollar bedeutet dies eine erhebliche Ausweitung der Staatsschuld im zweistelligen Bereich. In 2009 gab es daher erstmals deutliche Kursverluste bei stagnierender Nachfrage aus China und Japan. Die Neuemissionsflut wird sich im Jahr 2010 fortsetzen, was weiterhin eine Belastung für die Staatsanleihen bedeuten wird.

## 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 fielen im Dezember 2008 auf 2,0 Prozent und erreichten damit ein 60-Jahres-Tief. Das historische Zinstief wurde mit 1,67 Prozent im Jahr 1945 erzielt. Die Rendite der 30jährigen fiel im Dezember 2008 auf 2,52%. Nachfolgend zeigen wir den Zyklus anhand der 30jährigen Renditen.

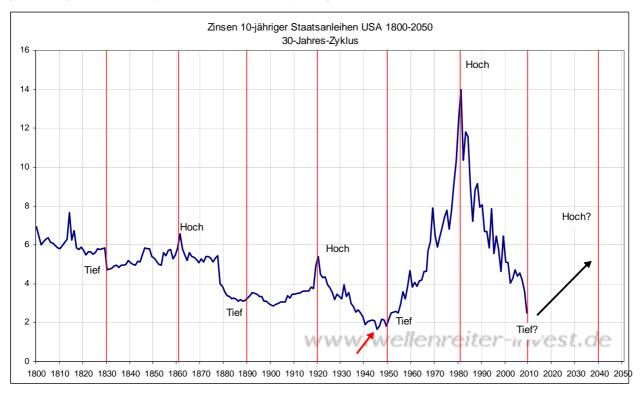


Abb. 35: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800

Die Beschleunigung im Abwärtstrend Ende 2008 ist üblicherweise ein Zeichen für eine Panik am Ende eines Trends, die den Trend beendet. Ein weiteres Zeichen für das Ende eines Trends ist der Ankauf von Staatsanleihen durch die Notenbank (wie in den 1940er Jahren und in den Jahren 2008/09). Nachfolgend ein Chart, der die Entwicklung des Zinssatzes für 30jährige US-Bonds der vergangenen einhundert Jahre zeigt.



Abb. 36: nominaler Zinssatz 30jähriger US-Bonds seit 1915

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

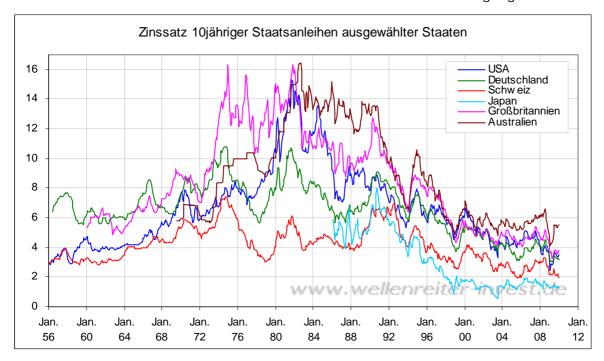


Abb. 37: nominaler Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten

Schaut man genau hin, so erkennt man, dass sich seit dem Frühjahr 2009 in vielen Staaten – nicht nur in den USA - eine Tendenzwende andeutet. In Australien sind die Zinsen bereits kräftig gestiegen. Großbritannien erlebt momentan ebenfalls einen Zinsanstieg, während die Zinsen in der Schweiz und in Japan auf niedrigem Niveau verbleiben. Das Zinstief Japans von 2003 wurde 2008/9 nicht mehr unterschritten, insofern zeigt der Anleihenmarkt eine positive Divergenz gegenüber den anderen

großen etablierten Volkswirtschaften (USA, Europa). Eine solche Divergenz ist ein wichtiger Hinweis auf einen langsam einsetzenden Trendwechsel. Die Rendite Schweizer Staatsobligationen befindet sich auf einem ähnlichen Niveau wie im Oktober 2005. Hier könnte sich ein Doppeltief andeuten.

Im vergangenen Jahresausblick schrieben wir: "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."

Die Entwicklung der Zinsspreads (Deutschland als Basis) innerhalb der Eurozone ist nicht so dramatisch in der Öffentlichkeit vermutet. Lediglich der Spread zu den griechischen Staatsanleihen hat das Niveau von Anfang 2009 nahezu wieder erreicht.

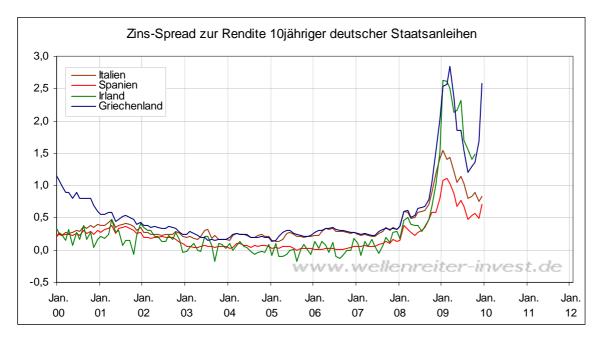


Abb. 38: Zins-Spread Deutschland – diverse EU-Länder

Die Spreads gegenüber anderen häufiger genannten Staatsbankrott-Kandidaten wie Irland, Italien und Spanien sind nicht besonders groß. Lässt sich daraus schließen, dass die Staatsbankrottgefahren vorüber sind? Sicher nicht. Man sollte nicht zu sehr auf die Spreads schielen. Sollten die Zinsen in allen Märkten steigen, so würde dies die Spreads nur marginal beeinflussen. Im Zuge der Finanzkrise ist der Anteil der Staatsverschuldung am BIP in allen westlichen Industrieländern sowie in Japan gestiegen. Doch nicht nur dort: Selbst im aufstrebenden Schwellenland Indien hat der Anteil der öffentlichen Verschuldung am BIP im Zuge der Finanzkrise deutlich – auf 73 Prozent – zugenommen.

Die Gefahr für die Staatsfinanzen ist klar benennbar: Es ist der Umstand, dass die Zinsen - im Zuge ihre 30-Jahres-Zyklus - ihre historischen Tiefs höchstwahrscheinlich hinter sich haben. In den kommenden drei Dekaden ist mit steigenden Zinsen zu rechnen.

Weiter oben haben wir gesehen, dass der Markt für Unternehmensanleihen in den USA in etwa so groß ist wie der Markt für US-Staatsanleihen. Wie der folgende Chart zeigt, laufen beide Märkte im Bezug auf die Zinsentwicklung weitgehend parallel.

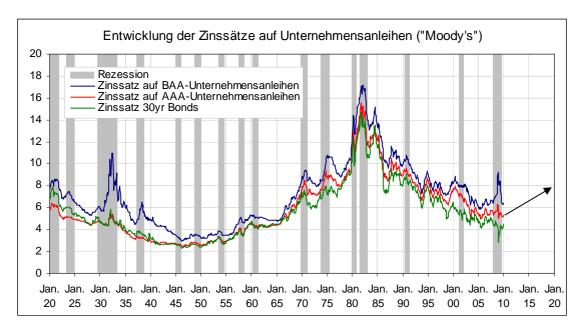


Abb. 39: Zinssätze Unternehmensanleihen und Bonds

Der vermeintliche Ausreißer im Bereich der Unternehmensanleihen mittlerer Bonität (BAA) wäre im Fall wieder anziehender Zinsen keiner, sondern würde lediglich als erster Hinweisgeber auf wieder steigende Zinsen gelten können. Hierin läge auch der Unterschied zu den 30er Jahren: Der Zinszyklus war von 1920 bis 1950 abwärts gerichtet, sodass der Anstieg in den 30er Jahren lediglich eine kurze Unterbrechung des Abwärtstrends bedeutete. Jetzt – in 2010 – befinden sich die Zinsen am Ende eines 30 Jahre langen Abwärtstrends und sind im Begriff, nach oben zu drehen.

Was ist der Grund dafür, dass die Zinsen jetzt längerfristig steigen sollten? Im Juli 1982 befand sich der Zinssatz für 30jährige US-Anleihen im Bereich von 17 Prozent. Das Vertrauen in die Handlungsfähigkeit des Staates befand sich auf niedrigstem Niveau. Einen Monat später – im August 1982 - begann an den Aktienmärkten einer der längsten Bullenmärkte überhaupt. Im Dow Jones Index zog sich der Bullenmarkt bis ins Jahr 2007 hin, genauso wie in vielen Schwellenländern. In jener Zeit wuchs das Vertrauen in die Handlungs- und auch Zahlungsfähigkeit nicht nur der USA Jahr für Jahr, was mit stetig fallenden Zinsen belohnt wurde. Zinsen bestehen aus zwei Komponenten: Einmal sind sie eine Gebühr dafür, dass man das Geld an den Schuldner

verleiht (Opportunitätsverlust) und zweitens ist eine Risikoprämie gegen Zahlungsausfall Bestandteil eines Verleihgeschäfts. Die Risikokomponente war in den vergangenen Jahren deshalb extrem niedrig, weil fast alle Industriestaaten als gute Schuldner galten. Mit der Übernahme der Rolle des letzten Kreditgebers in der Finanzkrise haben die Industriestaaten diesen guten Leumund verloren.

Erstmals in der Geschichte der USA stellen Rating-Agenturen das Triple A ("AAA") - Rating in Frage. Da das Vertrauen in die Handlungs- und Zahlungsfähigkeit der USA und vieler Industriestaaten schwindet, fordert der Markt sukzessive steigende Risikoprämien ein, die sich in Form einer höheren Verzinsung bemerkbar machen. Die Ratingagenturen Standard&Poors (S&P) und Moody's, beides US-Unternehmen, standen zuletzt stark unter Druck, da sie Subprime-Papieren Top-Ratings verpasst hatten und nunmehr unter besonderer Beobachtung stehen. Insofern besteht von Seiten der Ratingagenturen eher die Gefahr eines Überschießens bei Downratings. Im Dezember hat S&P zuerst Griechenland, Portugal und zuletzt mit einer negativen Veränderung des Ratings gedroht, indem der Ausblick gesenkt wurde.

Sowohl in einem deflationären (bis Ende 2008) wie reflationären (ab Anfang 2009) Umfeld korrelieren Aktienmärkte und Zinsen gut miteinander. Fallende Renditen bedeuten fallende Aktienmärkte, und steigende Renditen bedeutet eine Aufwärtsentwicklung an den Aktienmärkten. Dabei zeigen die Renditen meist einen gewissen Vorlauf. Dieses Verhalten war von 2007 bis Ende 2009 erkennbar.

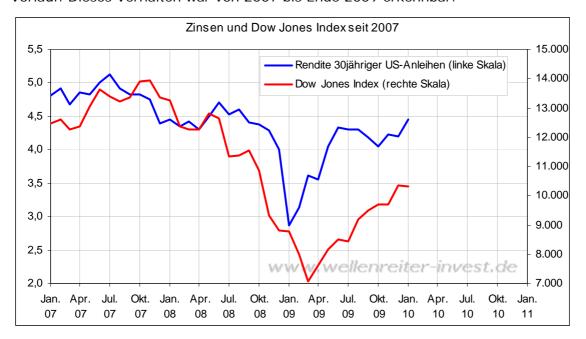


Abb. 40: Anleihen in Nachwahljahren

Anders ist es in einem inflationären Umfeld: Die Renditen steigen weiter, aber Aktienmärkte haben es in einem solchen Umfeld schwer. Als Beispiel zeigen wir nachfolgend den Aktienmarkt von 1972 bis 1976 (inflationäres Umfeld).

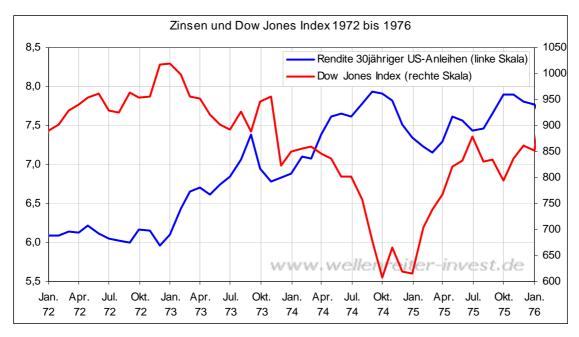


Abb. 41: Anleihen in Nachwahljahren 1972 bis 1976

Der Aktienmarkt bekam Probleme, als die Zinsen zwischen dem Herbst 1972 und dem Herbst 1974 von sechs auf acht Prozent stiegen. Die Korrelation zwischen Anleihenund Aktienmarkt ist in einem inflationären Umfeld als invers anzusehen: Steigende Renditen gehen mit fallenden Aktienkursen einher, fallende Renditen mit steigenden Aktienkursen. Eine ähnliche Situation (allerdings auf niedrigerem Niveau) ist für die kommenden Jahre vorstellbar.

Aus Sicht des 60-Jahres-Verlaufsvergleichs würden Zinsen ihre Bodenbildung jetzt abschließen und einen langsamen, aber stetigen Anstieg beginnen.

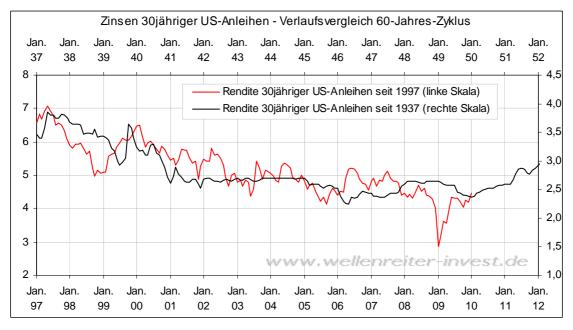


Abb. 42: Zinssatz 30jähriger US-Anleihen - Verlaufsvergleich

Der saisonale Chart der Bonds (umgekehrt denken) spricht für einen Fall der Bonds (Anstieg der Zinsen) bis etwa Juni (folgender Chart). Diese Chartdarstellung stellt im wesentlichen die Verläufe des Bullenmarktes dar. In einem Bärenmarkt können sich davon Abweichungen ergeben. Es ist jedoch auffällig, dass auch in einem Bullenmarktumfeld die Bonds im ersten Halbjahr deutlich zur Schwäche neigten.

Daher ist zu erwarten, dass das erste Halbjahr 2010 eine deutliche Preisschwäche bei den Staatsanleihen mit sich bringen wird. Diese Entwicklung hat zudem Konsequenzen auf alle Intermarketfaktoren. Der Realzins dürfte steigen, was eine Belastung für den Goldpreis darstellt. Der Dollar dürfte von steigenden Zinsen profitieren. Das aus den Anleihen fließende Kapital dürfte zunächst noch den Aktienmärkten zu Gute kommen. Später ergibt sich aus dem starken Zinsanstieg eine Belastung für die Aktienmärkte.

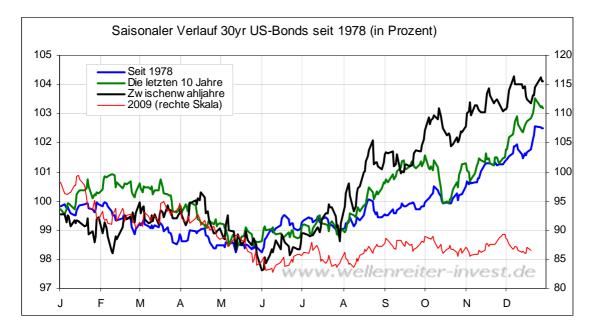


Abb. 43: Anleihen in Nachwahljahren

Der folgende Monatschart zeigt, dass er Bereich um 110 Punkte die untere Begrenzung des Aufwärtstrendkanals darstellt (siehe Pfeil folgender Chart).



995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 Abb. 44: 30jährige US-Anleihen Monatschart

Fazit: Der Anleihen-Spike vom November 2008 (siehe roten Pfeil) dürfte den Hochpunkt des 30jährigen Anleihen-Zyklus darstellen. Der Gipfel ist überschritten: Die Anleihen befinden sich bereits auf der anderen Seite des Berges. Der Einbruch von Januar bis Juni war sehr stark, die anschließende korrektive Bewegung schwach. Die Unterstützung der untere blauen Trendlinie dürfte im Laufe des ersten Halbjahres herausgefordert werden. Ein Bruch ist wahrscheinlich. Von einem deutlich niedrigeren Niveau dürfte der Anleihenmarkt im zweiten Halbjahr nochmals einen Anstiegsversuch starten.

Einerseits bleibt der Angebotsdruck durch die steigende Verschulung auf hohem Niveau. Andererseits zeichnet sich im Falle der Chinesen bereits ab, dass sie nicht gewillt sind, immer noch mehr US-Staatsanleihen zu erwerben. Seit Mitte 2009 sind die chinesischen Dollar-Bestände in US-Anleihen nicht mehr gestiegen (siehe Chart).

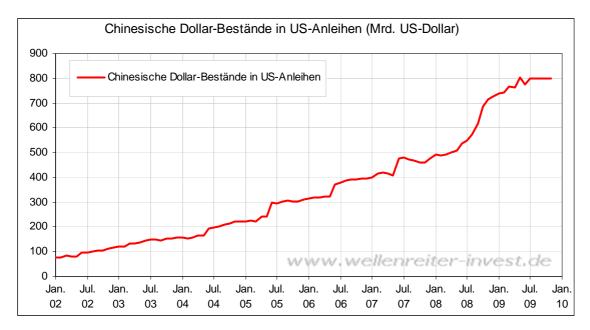


Abb. 45: Chinesische Dollar-Bestände in US-Anleihen

Für die lang laufenden Staatsanleihen ergibt sich ein historischer Gezeitenwechsel, der mittelfristig steigende Zinsen einläutet.

# 3.2 Entwicklung der Renditen am kurzen Ende

Das Experiment der "Nullzins-Politik" läuft seit Dezember 2008. Der Dezember 2008 war der Monat, in dem die Zinsen am langen Ende ihr Tief markierten, in dem die Frühindikatoren unten waren und auch die Rohstoffpreise "unten" waren: Kupfer bildete im Dezember 2008 einen Boden aus, der Ölpreis war dort praktisch unten. Gold markierte bereits im November 2008 sein Tief, genauso wie der Nasdag Index.

Rückwirkend kann man die Frage stellen, ob diese Märkte wegen der Nullzinspolitik und der damit verbundenen extremen Stimulierung einen Boden ausbildeten oder ob sie es sowieso getan hätten. Aufgrund der Panik-Muster vom Oktober 2008 neigen wir dazu, dem "sowieso" den Vorzug zu geben. Fakt ist: Bernanke agierte prozyklisch, indem er in einer Phase der Bodenbildung die Reflation auf Anschlag stellte und eine V-förmige Erholung finanzierte. Doch der Preis, der dafür entrichtet werden muss, ist hoch. Es ist eine Ironie des Schicksals, dass die Staatsverschuldung ausgerechnet in dem Moment steil nach oben geschraubt wird, in dem ein Übergang zu höheren Zinsen wahrscheinlich ist.

Interessant erscheint, 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.

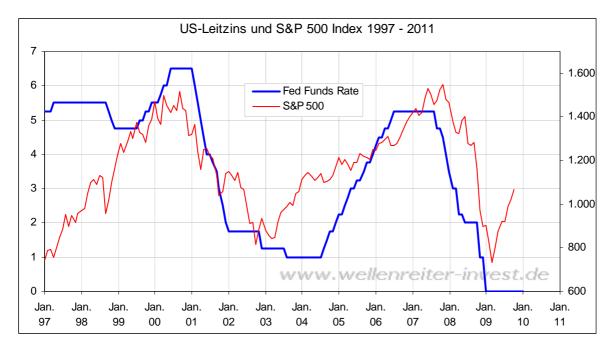


Abb. 46: US-Leitzins und S&P 500 Index

Insofern erscheint es nur logisch, dass die Fed durch die Märkte zu Zinsanhebungen gezwungen wird. Der S&P 500 hat in 2009 - ähnlich wie 2003 – vorgelegt, indem er seit März 2009 einen Anstieg vollzog.

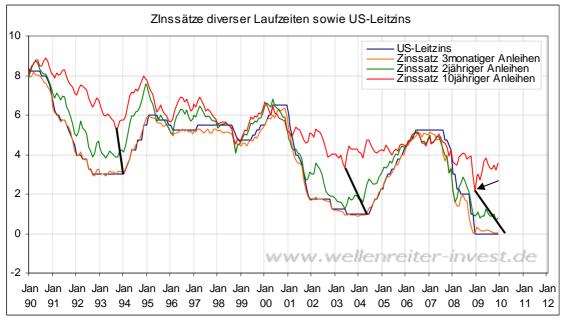


Abb. 47: Fed Funds Rate, Zinssatz 3-Monats-T-Bills und Zinssatz 2jährige Anleihen

Man achte besonders auf den zeitlichen Zusammenhang zwischen den Zinssätzen verschiedener Laufzeiten. Auf dem obigen Bild ist zu erkennen, dass in einer Phase der Bodenbildung die Zinsen am langen Ende (10 Jahre) zuerst wieder anziehen. Es folgen die mittleren und kurzen Laufzeiten und zuletzt der US-Leitzins.

Auf dem obigen Chart wird diese Entwicklung durch die schwarzen Balken symbolisiert. Vor genau einem Jahr bildeten die Zinsen am langen Ende ihr Tief aus (siehe Pfeil). Die Zinsen für zweijährige Anleihen müssten folgen. Sie erreichten Ende November mit einem Wert von 0,66 einen Tiefststand. Seitdem befinden sie sich in einer – allerdings noch schwachen – Aufwärtsbewegung. Wir nehmen an, dass sich diese Bewegung weiter nach oben fortsetzen wird.

Fazit: Bereits im Kapitel 2.1 sind wir ausführlich auf die Fed-Politik eingegangen. Die Zinsen sollten im ersten Halbjahr 2010 steigen. Am langen Ende ist der Anstieg bereits im Gange, am kurzen Ende sollte er in Kürze folgen. Gemäß dem saisonalen Muster dürfte der Zinsanstieg zur Mitte des Jahres hin gebremst werden. Die zunehmende Verschuldung vieler Industriestaaten lässt eine Zinserhöhung praktisch nicht zu. Aus konjunkturzyklischen Gründen ist sie aber notwendig. Das beschreibt die Entscheidungs-Zwickmühle, in die demnächst einige Zentralbanken geraten werden.

## 4. Der Währungsmarkt

#### 4.1 Euro/Dollar

Man muss 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. Nachfolgend zeigen wir die Entwicklung der Realzinsen der drei großen Wirtschaftsräume USA, Euroland und Japan.

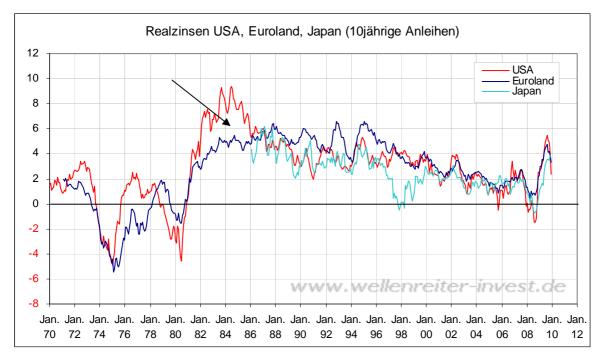


Abb. 48: Realzinsen USA, Euroland, Japan

Um dieses Konzept zu erklären, erscheint ein Blick auf den Zeitraum 1983 bis 1985 notwendig (siehe Pfeil obiger Chart). In jenem Zeitraum wurde die bisher größte Realzinsdifferenz zwischen den USA und Europa zugunsten der USA registriert. Der Grund war der starke Fall der US-Inflationsrate ab 1980 bei bis 1985 vergleichweise hohen Nominalzinsen.

Nachfolgend haben wir die Realzins-*Differenz* zwischen Euroland- und US-Realzins gemeinsam mit dem Verlauf des Euro/Dollar charttechnisch abgetragen.

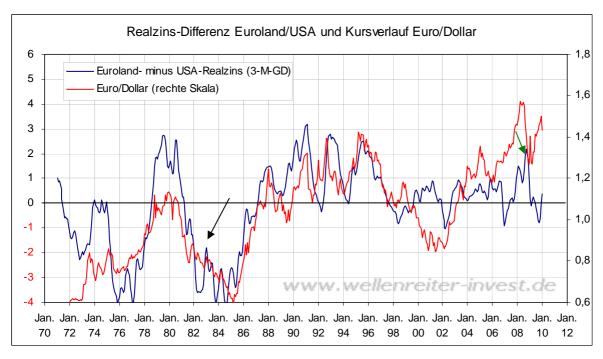


Abb. 49: Realzins-Differenz Euroland/USA

Der schwarze Pfeil verweist auf den eben zitierten Zeitraum von 1980 bis 1985. In jenen Jahren wurde die Realzins-Differenz Euroland/USA beständig zu Gunsten der USA größer und größer. Dies führte zu einem starken US-Dollar in den Jahren 1983 bis 1985. Als die Realzins-Differenz zugunsten des Euro Mitte 2008 wieder einmal recht groß war (siehe grünen Pfeil obiger Chart), erreichte der Euro/Dollar mit Werten zwischen 1,55 und 1,60 neue Höchstkurse.

Halten wir fest: Grob gesagt fließt das Kapital fließt in das Land, welches die besten Realzinsen bietet. Ein ideales Realzinsumfeld bietet hohe Zinsen bei geringen Inflationsraten. In diesen Ländern herrscht häufig ein nahezu inflationsfreies, aber deutliches Wirtschaftswachstum vor. Eine solche idealtypische Konstellation besteht derzeit – mit Blick auf Industrie- und Schwellenländer - lediglich in China und in Indonesien.

Wie dürfte sich die Realzinsdifferenz zwischen Euroland und den USA entwickeln? Dafür muss man Annahmen zur Entwicklung der Inflationsraten einerseits und der Entwicklung der Zinsen am langen Ende andererseits treffen. Wir nehmen an, dass die Zinsen in den USA zunächst stärker steigen werden als in Euroland. Dies würde mit der Annahme einhergehen, dass die USA mit einem stärkeren Wirtschaftswachstum ins Jahr 2010 gehen als Europa. Im Rahmen einer wirtschaftlichen Erholung sind Inflationstendenzen in der Wirtschaft, die sich am stärksten erholt, ebenfalls am deutlichsten ausgeprägt. Sollte sich in den USA zunächst einen stärkerer Zinsanstieg als in Europa bei noch moderaten Inflationsraten aufbauen, würde dies den US-Dollar gegenüber dem Euro Auftrieb geben.

Sollten hingegen die Zinsen in den USA relativ schwach steigen, aber die Inflation stärker anziehen, dann würde der Euro gegenüber dem Dollar den Vorzug erhalten. Letzteres würde z.B. dann geschehen, wenn Bernanke den Deckel auf die Zinsen am langen Ende legen würde und/oder den Leitzins nicht erhöhen würde. Zwischenfazit: Die Fed hat es in der Hand. Sollte sie sich dafür entscheiden, die Zinsen auf niedrigem Niveau zu deckeln, so würde der Euro davon profitieren. Eine solche Lösung erscheint zunächst nicht wahrscheinlich, sodass sich die Entwicklung der Realzinsdifferenz zunächst "pro Dollar" auswirken würde.

Dies zeigt auch der Blick auf das saisonale Verlaufsmuster. In den ersten Monaten eines Jahres zeigt der US-Dollar meist Stärke.

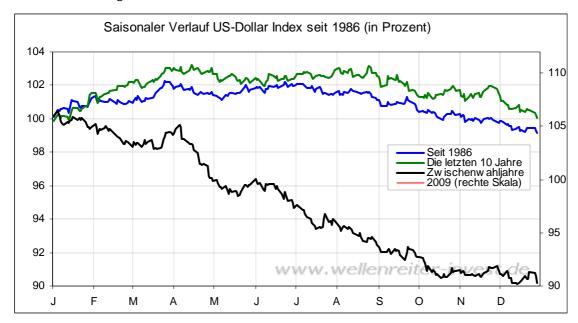


Abb. 50: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index

Aber man sollte zur Kenntnis nehmen, dass diese Stärke besonders in Zwischenwahljahren üblicherweise ab April in eine Schwächephase übergeht. Durchschnittlich fiel
der US-Dollar-Index in allen Zwischenwahljahren seit 1986 um zehn Prozent. Wie die
nachfolgenden Einzelverläufe zeigen, hat der US-Dollar bisher in keinem Zwischenwahljahr seit 1986 ein Plus verbuchen können.

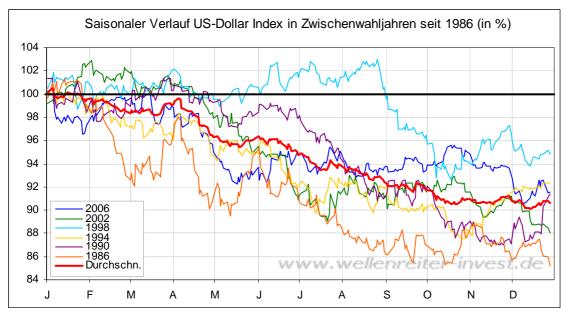


Abb. 51: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index - Einzelverläufe

Dem US-Dollar-Index lässt sich ein Blasenverlaufsmuster zuordnen. "Vorgesehen" war danach ein Tiefpunkt des US-Dollar-Index im März 2010 (gestrichelte Linie).

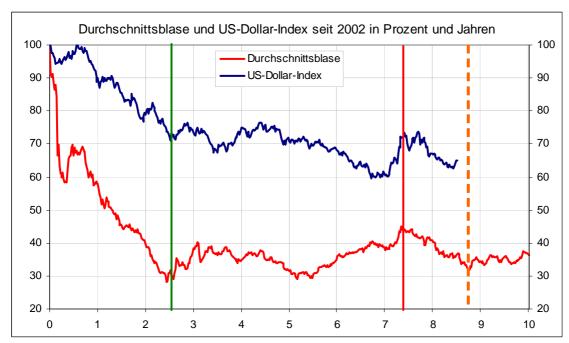


Abb. 52: Durchschnittsblase und US-Dollar-Index

Anschließend würde sich der US-Dollar bis zum Jahresende seitwärts entwickeln. Die Schwankungen im Blasenverlaufschart sind für das Jahr 2010 relativ gering.

Charttechnisch hat der USD hat ein potentielles zweites höheres Preistief mit steigendem Volumen ausgebildet (siehe Pfeil nächster Chart).

## **US-Dollar-Index Wochenchart**



Abb. 53: US-Dollar-Index Wochenchart

Die Volumina sprechen pro USD-Befestigung. Bernanke äußerte sich im November 2009 explizit zur Währungsentwicklung und nannte eine weitere Schwächung der US-Währung nicht willkommen. Der Grund für den Dreher nach oben ist eher dem Umstand zu verdanken, dass die US-Arbeitslosenstatistik im November deutlich freundlicher war als von den meisten Analysten erwartet. Angesichts des hohen Aufwärtsvolumens sollte man annehmen, dass der US-Dollar-Index seinen Anstieg weiter fortsetzen sollte. Nur ein Punkt spricht dagegen, und das ist die langfristige Charttechnik.

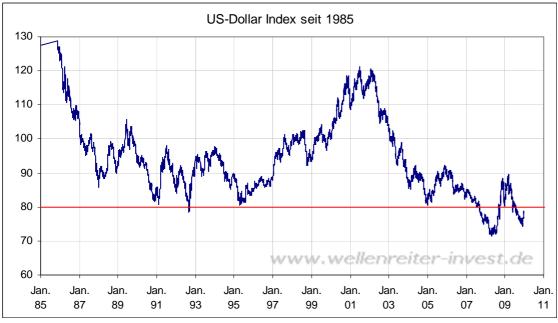


Abb. 54: US-Dollar-Tageschart seit 1985

In den Jahren 1991, 1992, 1995 und 2005 hatte sich der US-Dollar-Index stets oberhalb der roten Linie – sie bezeichnet die 80-Punkte-Marke - fangen können. Noch befindet sich der Dollar-Index unterhalb dieser Linie, die einen mächtigen Widerstand darstellt. Wir nehmen nicht an, dass der US-Dollar-Index diesen Widerstand so einfach überwinden kann.

Fazit: Der US-Dollar-Index steigt bereits jetzt in der Erwartung einer Zinserhöhung durch die Fed. Dieser Erwartungshaltung dürfte die Fed wohl noch im ersten Halbjahr folgen. Insofern sollte man dem Dollar noch Luft nach oben einräumen. Kommt aber der Zeitpunkt, an dem die Zinsen auch in Euroland deutlich zu steigen beginnen – und die EZB die Zinsen am kurzen Ende anhebt, ohne dass der Inflationsdruck die Größenordnung der USA erreicht, würde der Euro profitieren. Das gleiche gilt, wenn sich die Fed zu einer Zinsdeckelung entschließen sollte. Das kann beispielsweise auch dann geschehen, wenn die Fed erst nach einer Leitzinserhöhung im ersten Halbjahr merken sollte, dass sie abermals zum Mittel der Direktkäufe von US-Anleihen greifen muss, um die Zinsen auf einem annehmbaren Niveau zu halten. Der wahrscheinliche Fahrplan für den US-Dollar Index lautet demnach: Aufwärts/ Seitwärts im ersten Quartal, von dort an Seitwärts mit Schwäche.

Für den Euro/Dollar bedeutet dies den umgekehrten Weg: Zunächst Schwäche/ Seitwärts und dann eine "aufwärts geneigte Handelsspanne". Insgesamt erwarten wir vergleichsweise wenig Volatilität in diesem Währungspaar. Damit sollte sich der zyklische 5/10-Jahres-Chart im Laufe des Jahres 2010 oder 2011 mit einem Hoch im Euro/Dollar erfüllen können (folgender Chart).

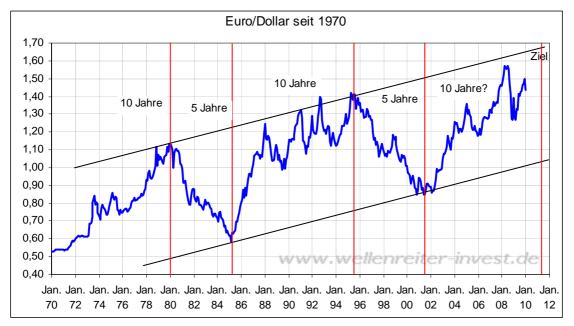


Abb. 55: Euro/Dollar seit 1970

### 4.2. Dollar/Yen

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

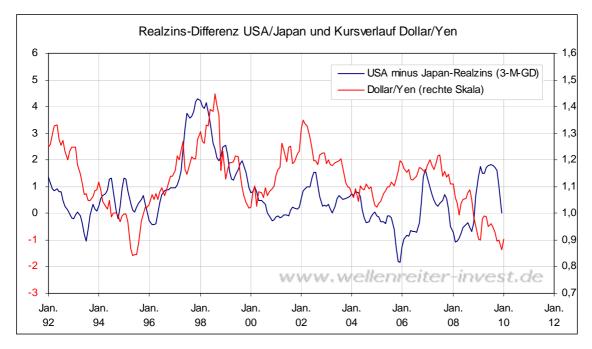


Abb. 56: Realzins-Differenz USA/Japan

Japan befindet sich derzeit in der größten Deflation seit 1990 (Preisverfall minus 2,5% im November). Deshalb kann der japanische Realzins - trotz weiterhin niedriger Nominalzinsen - mit dem US-Realzins mithalten. Sollten sich die Deflationstendenzen in Japan abschwächen (was wir für wahrscheinlich halten, man schaue nur auf die Preise für Erdöl und Kupfer), aber gleichzeitig die Zinsen vorerst noch niedrig bleiben, dann dürfte die Realzinsdifferenz den Ausschlag zugunsten des US-Dollar geben (was einen schwächeren Yen bedeuten würde). Eine Leitzinserhöhung in den USA bei einem vorerst weiterhin niedrigen japanischen Leitzins würde diese Ansicht unterstützen.

Die weiterhin enge Korrelation zwischen Dollar/Yen und der Rendite 10jähiger US-Anleihen zeigt an, dass ein Anstieg des Dollar/Yen den Anstieg der US-Renditen unterstützt (nächster Chart).

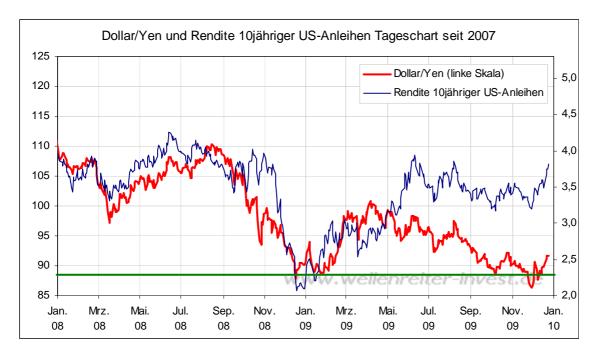


Abb. 57: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Auf dem Langfristchart des Dollar/Yen ist der Ansatz eines Doppeltiefs erkennbar.



Abb. 58: Dollar/Yen

Fazit: Der Dollar/Yen dürfte zunächst seine wichtige Unterstützung im Bereich von 88 bis 90 Punkten halten können. Der Bereich zwischen 90 und 100 Punkten dürfte die Zone sein, in der sich der Dollar/Yen über weite Strecken des Jahres aufhalten sollte. Ein Leitzinsanstieg in den USA bei gleichzeitiger weiterer Nullzinspolitik in Japan würde eine Renaissance des Yen-Carry-Trades ermöglichen. Die Folge wäre ein Anstieg des Dollar/Yen. Aufgrund der positiven Korrelation zwischen Dollar/Yen und der Rendite der 10jährigen US-Anleihen würde dies das Szenario steigender Renditen in den USA

bestätigen. In diesem Fall könnte der Dollar/Yen die 100-Punkte-Marke angreifen. Eine Überwindung dieser Marke würde eine W-Formation vollenden, die wiederum auf die Marke von 110 Punkten verweisen würde. Da der Yen üblicherweise im zweiten Halbjahr Stärke zeigt, dürfte der Dollar/Yen im zweiten Halbjahr zur Schwäche neigen.

### 5. Der Rohstoffmarkt

## 5.1 Rohstoffmarkt langfristig

Steigende Rohstoffpreise erzeugen Inflation, während fallende Rohstoffpreise deflatorisch wirken. Das ist die gängige Marktmeinung, und die ist auch nicht falsch. Wenn Rohstoffpreise und Inflation zu hundert Prozent Hand in Hand gehen würden, müsste der inflationsbereinigte Rohstoff-Index einer waagrecht verlaufenden Linie entsprechen. Im Groben stimmte diese Annahme, wenn man sich auf den Zeitraum 1800 bis etwa 1980 bezieht. Doch wie der folgende Chart zeigt, geschah nach 1980 etwas Ungewöhnliches: Die Rohstoffpreise (in Dollar gerechnet) fielen deutlich stärker als die US-Inflationsrate (schwarzer Pfeil).

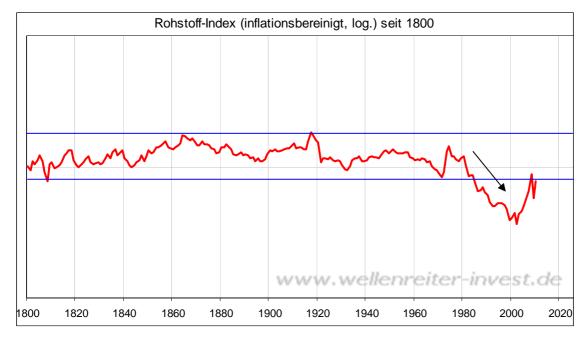


Abb. 59: CRB-Rohstoff-Index inflationsbereinigt

Bevor wir auf dieses seltsame Verhalten näher eingehen, erscheint uns die folgende Feststellung wichtig: Die Rohstoffpreise waren nicht etwa in den 1970er Jahren auf ihrem inflationsbereinigten Höhepunkt. Die beiden Hochpunkte stellen die Nachkriegszeiten des amerikanischen Sezessionskrieges (1861-65) sowie die Zeit nach dem ersten Weltkrieg dar. Damals waren Rohstoffe selbst im Verhältnis zur bereits hohen Inflationsrate sehr teuer. "In der Not frisst der Teufel Fliegen", lautet ein altes Sprichwort. Man kann auch sagen: "In der Not steigen die Preise". Einer hohen Nachfrage steht kein oder ein geringes Angebot gegenüber. In einer solchen Situation befinden sich die Märkte bisher nicht. Im Gegenteil: Historisch betrachtet sind die Rohstoffpreise im Verhältnis zur allgemeinen Inflation weiterhin zu preiswert.

Der starke reale Fall der Rohstoffpreise zwischen den Jahren 1980 und 2000 kann *nicht* mit den Schatten-Inflationsraten erklärt werden. Würde man diese als Maßstab nehmen, dann wäre der reale Fall der Rohstoffpreise noch stärker gewesen. Wichtig erscheint uns die folgende Erkenntnis: Niemals zuvor in den vergangenen 200 Jahren sind die Rohstoffpreise inflationsbereinigt (=real) derart stark angestiegen wie im Zeitraum von 2002 bis 2008. Dies wirft die Frage auf, ob sich die Rohstoffpreise in ihre angestammte Handelsspanne (blaue Linien obiger Chart) zurückmanövrieren können. Dazu müssten die Rohstoffpreise weiterhin stärker steigen als die Inflationsrate. Das dürfte eine ziemliche Herausforderung sein, da wir davon ausgehen, dass die Inflationsrate das relativ niedrige Niveau der 90er und 00er Jahre in der jetzt beginnenden Dekade mittel- und längerfristig überschreiten wird. Betrachten wir einzelne Rohstoffmärkte.

## 5.2 Kupfer

Kupfer gilt zu Recht als einer der besten Inflationsindikatoren. Nachfolgend zeigen wir den Verlauf der US-Inflationsrate und des Kupferpreises seit dem Jahr 2000.



Abb. 60: US-Inflationsrate und Kupfer 2000 - 2012

Man beachte, dass sich der Kupferpreis bereits wieder nahe seinem Hoch aus dem Jahr 2008 befindet. Sollte die US-Inflationsrate ebenfalls ihr Hoch aus dem Jahr 2008 angreifen wollen, so müsste sie einen Anstieg in den Bereich von fünf Prozent vollziehen. Dies dürfte dann als wahrscheinlich gelten, wenn Kupfer tatsächlich auf ein neues nominales Allzeithoch steigen sollte.

Der Blick auf den inflationsbereinigten Kupferchart zeigt, dass das Basismetall bereits wieder auf dem Weg zu alter Stärke ist.

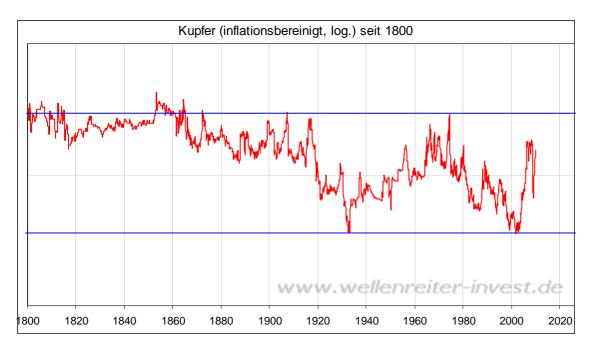


Abb. 61: Kupfer inflationsbereinigt seit 1800

Hält die Nachfrage der Chinesen an und gewinnt die Weltwirtschaft weiter an Fahrt, so dürfte sich der Preis für Kupfer auch real Richtung Allzeithoch bewegen (obere blaue Linie). Es fällt auf, dass Kupfer deutlich stärker agiert als der CRB-Rohstoff-Index.

Der nominale Verlauf von Kupfer zeigt einen Trendkanal.



Abb. 62: Kupfer seit 1900

Der steile Aufwärtstrend ist nach wie vor intakt, so dass wir davon ausgehen, dass Kupfer in 2010 an sein Allzeithoch von 2008 heranlaufen kann. In der Nähe dieses Hochpunktes ist jedoch mit einem Abprallen und einer "Verschnaufpause" zu rechnen, so dass der Kupferpreis in 2010 zunächst toppen dürfte.

### 5.3. Erdöl

Die 40-Dollar-Marke bedeutete zwischen 1980 und 2005 einen 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. Wie der folgende Chart zeigt, bedeutete die 40-Dollar-Marke eine ganz wichtige Unterstützung.

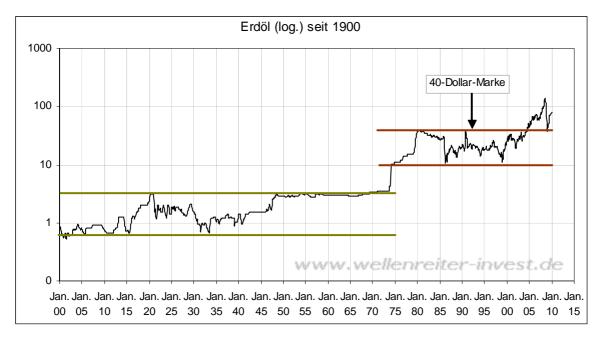


Abb. 63: Erdől seit 1900

Von der 40-Dollar-Marke ausgehend stieg der Ölpreis in 2009 stetig an. Zum Jahresende befindet er sich nur noch wenige Punkte von seinem Sommerhoch entfernt. Der Ölpreis hat sich im Dezember 2009 trotz eines steigenden US-Dollars nach oben bewegt. Das ist ungewöhnlich. Es zeigt, dass der Ölpreis momentan in allen Währungen teurer wird. Dies deutet auf eine steigende weltweite Inflationsgefahr hin. Böse ist der, der denkt, dass Abu Dhabi zwecks Refinanzierung seines Dubai-Engagements hinter dem Ölpreisanstieg steckt...

Öl ist einer der wenigen Rohstoffe, für den man auch real einen aufsteigenden Trendkanal einzeichnen kann (nächster Chart).

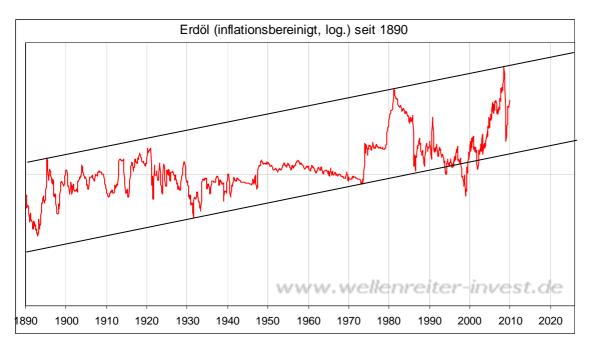


Abb. 64: Erdöl inflationsbereinigt seit 1890

Das bedeutet, dass der Ölpreis stärker als die Inflation steigt. Das schafft in diesem Ausmaß sonst nur noch der Aktienmarkt.

Den Zusammenhang zwischen der Veränderungsrate von Erdöl und der US-Inflationsrate zeigt dieser Chart.

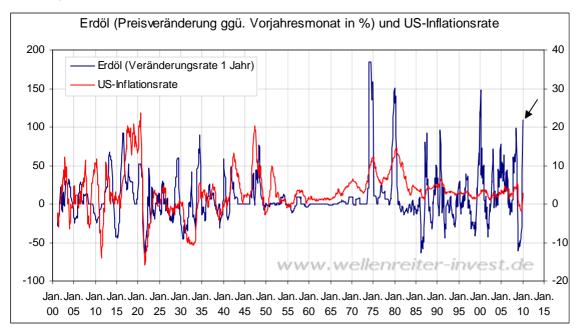


Abb. 65: Erdöl-Preisveränderung seit 1900 und US-Inflationsrate

Der aktuelle Spike (siehe Pfeil obiger Chart) ist bereits größer als der von 2008. Es ist damit zu rechnen, dass auch die Inflationsrate nachzieht, so wie sie es in der Vergangenheit meist getan hat.

Der nominale Verlauf des Ölpreises erfolgt im Rahmen eines an dieser Stelle bereits häufiger beschriebenen Trendkanals.



Abb. 66: Erdöl-Trendkanal seit 1900

Es ist bemerkenswert, wie positiv der Ölpreis im Jahr 2009 die saisonal schwierige Phase von Oktober bis Dezember gemeistert hat.

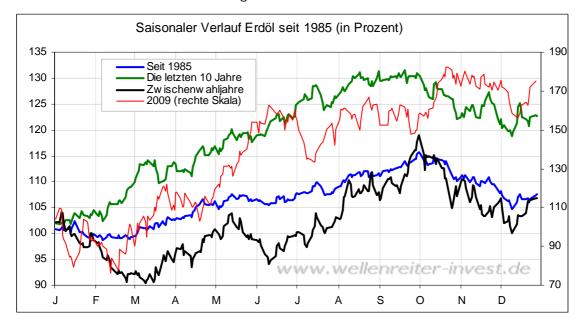


Abb. 67: Saisonaler Verlauf Erdöl in Zwischenwahljahren

Dies lässt für das kommende Jahr weitere relative Stärke erwarten. Wir gehen davon aus, dass der Ölpreis im kommenden Jahr (bevorzugt im zweiten Quartal) die 100-Dollar-Marke erreichen kann, dann aber einen Rückgang erfahren sollte.

### 5.4. Gold

Der Goldpreis entwickelte sich inflationsbereinigt nicht ganz so dynamisch wie der Ölpreis. Dies ist weitgehend dem Umstand geschuldet, dass der Goldpreis lange Zeit gedeckelt war.

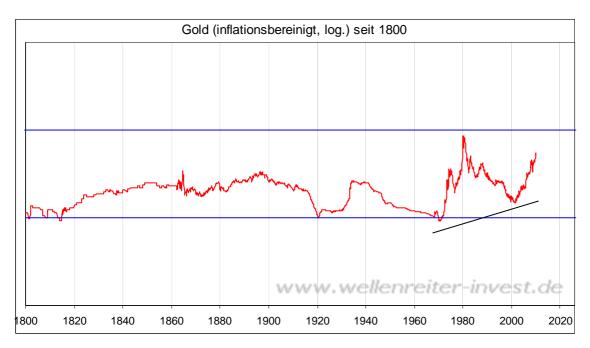


Abb. 68: Goldpreis inflationsbereinigt

Man kann aber feststellen, dass Gold 1980 ein Hoch auf realer Basis markierte, das bis heute noch nicht übertroffen wurde. Positiv ist jedoch die Ausbildung eines höheren Tiefs im Jahr 2000 gegenüber dem Jahr 1970. Nominal hat Gold bereits ein neues Allzeithoch erzielen können (in US-Dollar).



Abb. 69: Goldpreis seit 1900

Interessant ist, dass sich der Goldpreis in Euro ebenfalls auf einem neuen Allzeithoch bewegt....



Abb. 70: Gold in Euro seit 1970

...dass aber die japanischen Goldanleger von einer solchen Situation noch weit entfernt sind.



Abb. 71: Gold in Yen seit 1970

Aber was will man erwarten: Wie soll Gold in einem Land glänzen, dass in eine fast zwei Jahrzehnten andauernde Phase der Deflation gerutscht ist? Gold zeigt seine Stärke meist dann, wenn Inflation den Wirtschaftszyklus dominiert. Der Anstieg im Goldpreis korreliert positiv mit einem Anstieg im Euro/Dollar. Auch aktuell ist diese Korrelation zu beobachten. Als negativ für den Goldpreis ist zu bewerten, dass der Euro/Dollar im Gegensatz zum Goldpreis in 2009 kein Allzeithoch erzielen konnte. Auch beim Anstieg Ende der 70er Jahre zeigte Euro/Dollar eine negative Divergenz zum Goldpreis (siehe Pfeil folgender Chart).



Abb. 72: Goldpreis und Euro/Dollar

Der Goldpreis neigt in Rezessionen zu relativer Stärke gegenüber dem Rohstoffindex. Der Grund ist, dass Gold als sicherer Währungsersatzhafen ("Fluchtwährung in Krisenzeiten") akzeptiert ist, während sich die Rohstoffpreise mehr am Wirtschaftszyklus orientieren. Dies ist auf dem folgenden Chart gut zu erkennen.

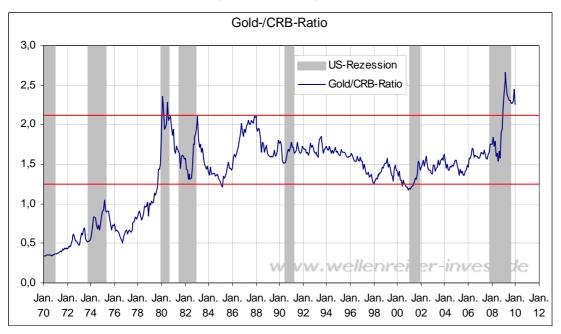


Abb. 73: Gold-/CRB-Ratio

Es ist von einem Pullback auf die rote Linie im ersten Halbjahr auszugehen. Insofern wird der Goldpreis gegenüber dem CRB-Index im ersten Halbjahr relative Schwäche zeigen.

Die Ratio des XAU Gold-Index zum Goldpreis hat sich von ihrem Ende 2008 gesetzten Tiefpunkt nur unerheblich erholen können.

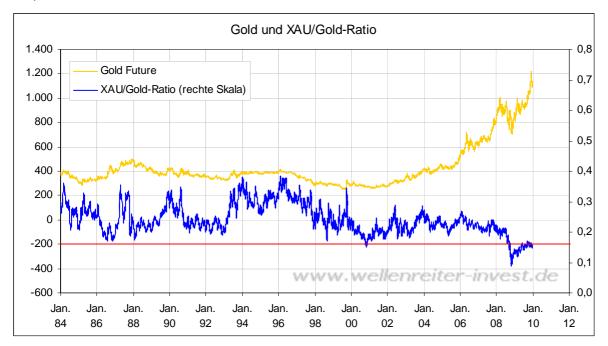


Abb. 74: Gold und XAU/Gold-Ratio

Die historisch belegbare Erfahrung, dass die Goldminen den Goldpreis ziehen, scheint momentan außer Kraft gesetzt worden zu sein. Dies belegt auch der nächste Chart.

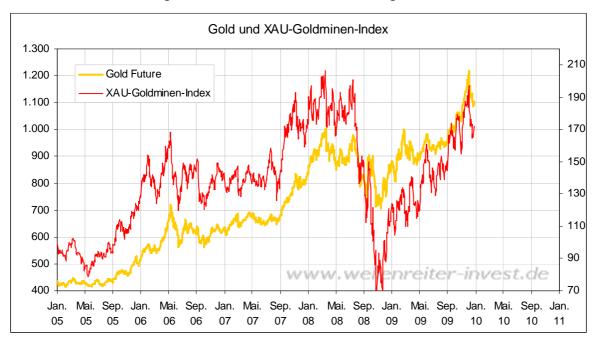


Abb. 75: Gold und XAU-Goldminen-Index

Während der Goldpreis in 2009 auf ein neues Allzeithoch klettern konnte, ist dies dem XAU-Goldminen-Index noch nicht gelungen. Der XAU notiert lediglich auf dem Preisniveau von Mai 2006, als der Goldpreis bei 730 US-Dollar in der Spitze toppte.

Der Blick auf den saisonalen Verlauf von Gold in Zwischenwahljahren zeigt, dass das Edelmetall in solchen Jahren üblicherweise gut performt.

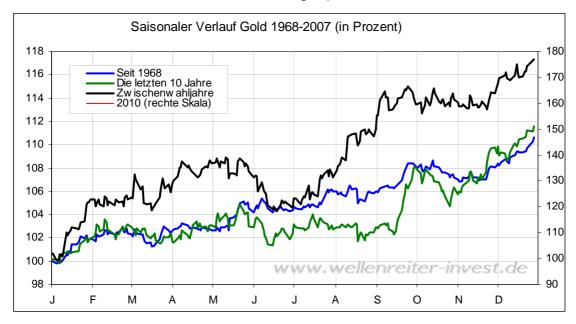


Abb. 76: Saisonaler Verlauf Gold

Immer dann, wenn sich der Realzins auf den Weg nach Süden machte oder gar negativ wurde, konnte der Goldpreis deutlich zulegen. Zuletzt war dies Anfang des Jahres 2009 der Fall (schwarze Pfeile folgender Chart). In 2010 könnten steigende Renditen zu einer Belastung für den Goldpreis werden. Das jedoch nur dann, wenn die Zinsen stärker steigen als die Inflationsrate (=steigender Realzins).

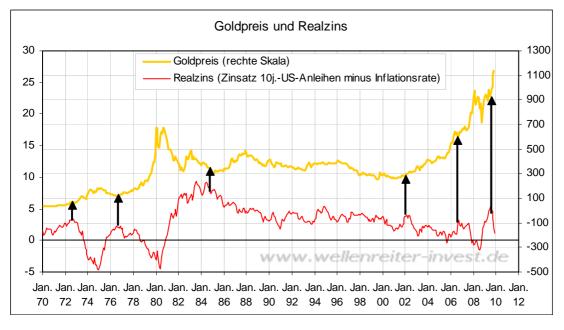


Abb. 77: Goldpreis und Realzins langfristig

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. Auch wenn die Verläufe auf kurze Sicht nicht immer übereinstimmen, so kann man doch ein grobes Bild zeichnen, wonach für den Zeitraum zwischen 2012/13 und 2017 ein starker Goldpreisanstieg angenommen werden kann (siehe Pfeil folgender Chart).

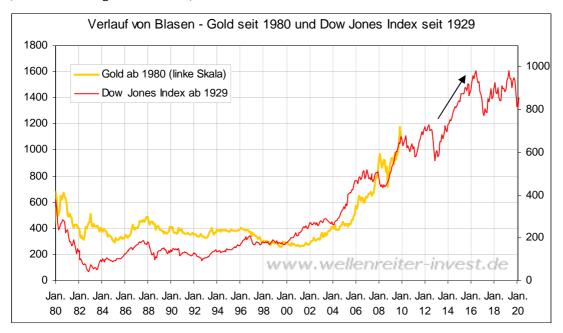


Abb. 78: Verlauf von Blasen – Dow seit 1929 und Gold seit 1980

Ein solcher Verlauf entspräche unserer Einschätzung, dass die Gefahr einer stark ansteigenden Inflationsrate insbesondere für die zweite Hälfte dieser Dekade anzunehmen ist. Für den Zeitraum von 2010 bis 2012/13 würde sich eine volatile Seitwärtsphase einstellen, in deren Verlauf der Bereich von 900 bis 1.000 US-Dollar nicht unterschritten werden sollte.

Fazit: Unsere Analyse zeigt für Gold einige Schwachpunkte auf. Der Euro/Dollar hat – genauso wie der XAU-Index - gegenüber Gold eine negative Divergenz ausgebildet. Steigende Renditen könnten in 2010 zur Belastung für den Goldpreis werden. Hinzu kommt, dass das Blasenverlaufsmuster zunächst eine Phase der Konsolidierung für Gold vorsieht. Saisonal neigt das erste Halbjahr zur Schwäche. Der Aufwärtstrend des Goldpreises ist intakt, eine Toppbildung durch ein Doppelhoch oder ein zweites niedriges Preishoch existiert derzeit nicht. Insgesamt dürfte der Goldpreis vor einem Jahr der Konsolidierung stehen, neue Rekordkurse sind nicht zu erwarten. Würde Japan als zweitgrößte Volkswirtschaft Probleme mit der Zahlungsfähigkeit bekommen, könnte eine Flucht aus Yen in USD stattfinden, was wiederum den Goldpreis unter Druck setzen könnte. Gold in Yen wäre aber wahrscheinlich der Outperformer.

### 5.5. Silber

Silber zeigt einen ähnlichen inflationsbereinigten Verlauf wie Kupfer. Die Tiefpunkte stammen aus den Jahren 1933 und 2001.

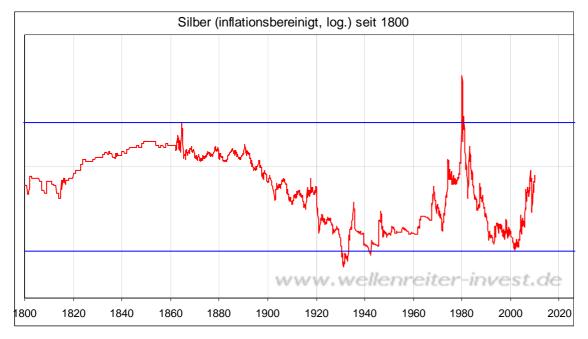


Abb. 79: Silber inflationsbereinigt seit 1800

Silber hat bisher weder nominal noch real sein Hoch von 1980 überwinden können (Gold hat es zumindest nominal geschafft).

Die Dreiecksformation in Silber mit einem potentiellen Tasse-/Henkel-Ausbruch zeigten wir bereits im vergangenen Jahresausblick.



Abb. 80: Silber seit 1900

Wir bleiben dabei, dass das Preishoch von 1980 (54 Dollar) im Falle eines Ausbruchs aus dem Dreieck übertroffen werden sollte. Allerdings ist es durchaus wahrscheinlich, dass die Ausbildung des Henkels (siehe Pfeil) noch einige Zeit benötigt. Das würde für Silber zunächst eine volatile Seitwärtsphase in 2010 bedeuten.

Der salsonale Chart zeigt für Silber in Zwischenwahljahren einen verhältnismäßig großen Einbruch. Dies unterstreicht die Möglichkeit der Ausbildung einer volatilen Phase.

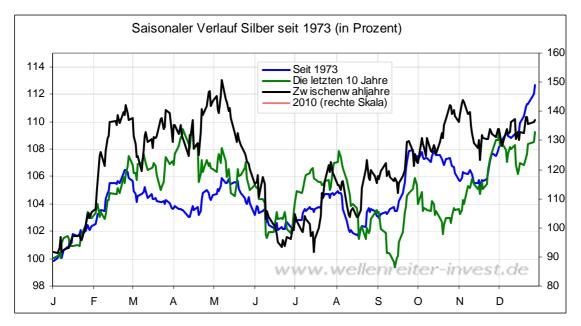


Abb. 81: Saisonaler Verlauf Silber

Auf dem nächsten Chart haben wir die Silber-/Gold-Ratio gemeinsam mit dem S&P 500 abgetragen. Die Ratio gab in den vergangenen 20 Jahren wertvolle Hinweise auf den Verlauf des S&P 500.

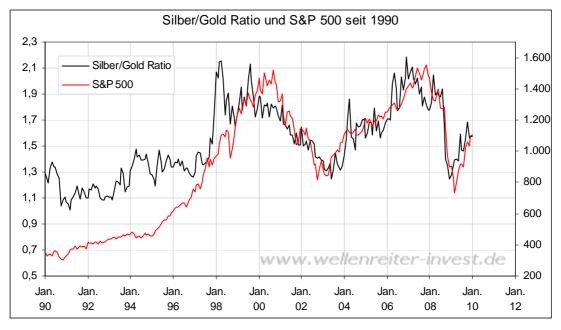


Abb. 82: Silber/Gold-Ratio und S&P 500

Die Erklärung dafür ist, dass Silber in Rahmen eines Wirtschaftsaufschwungs als Industriemetall besser performt als Gold. Man sollte jedoch nicht sklavisch an diesem Zusammenhang festhalten, denn von 1980 bis 1990 fiel die Ratio, obwohl sich der S&P 500 in jener Zeit deutlich nach oben entwickelte. Interessant ist aber, dass die Ratio das Jahreshoch 2009 bereits im September 2009 ausbildete.

Der Silberpreis sowie die Zinsen für langlaufende US-Staatsanleihen entwickelten sich seit mindestens dem Jahr 1800 parallel. Nachfolgend die Entwicklung seit 1920.



Abb. 83: Silber und US-Zinsen seit 1920

Eine Erklärung für die ab Mitte der 90er Jahre auftretende Diskrepanz bietet die seit Mitte der 90er Jahre anhaltende Nullzinspolitik der japanischen Zentralbank. Seitdem konnte man sich kurzfristig nahezu zinslos in Yen verschulden und US-Anleihen am langen Ende kaufen (Der sogenannte Carry-Trade). Dies führte zu künstlicher Nachfrage von US-Anleihen, was wiederum die Zinsen am langen Ende drückte, was wiederum den US-Hausbaumarkt anheizte und schließlich zur Finanzkrise führte. Aus historischer Sicht müssten sich die Zinsen schon längst wieder auf einem Niveau von etwa 8 Prozent befinden. Sobald diese künstliche Refinanzierungsquelle zu sprudeln aufhört (sprich: die Zinsen in Japan steigen), dürfte das lang am Boden festgehaltene Gummiband nach oben zurückspringen.

Fazit: Silber dürfte sich im kommenden Jahr ähnlich wie Gold mehr oder weniger seitwärts bewegen. Probleme in den Industrieländern wie Japan würden dazu führen, dass die Nachfrage nach den Industriemetallen (auch nach Silber) fällt.

## 5.6 Nachwachsende Rohstoffe

In weiten Teilen Asiens ist Reis das Grundnahrungsmittel. Anfang 2008, als der Reispreis einen Spike nach oben ausbildete, kam es auf den Philippinen und in Indien zu Knappheiten. Reis wird in weiten Teilen Asiens staatlich subventioniert. In Indien beträgt die Nahrungsmittelinflation bereits 12 Prozent. Ein erneuter Preisanstieg dieses Grundnahrungsmittels würde in weiten Teilen Asien zu einem Anstieg der Inflationsraten führen.

Charttechnisch ist die auf dem nachfolgenden Chart eingezeichnete rote Linie interessant. Zwanzig Jahre lang (von 1988 bis 2007) fungierte diese Linie stets als zuverlässiger Widerstand.



Abb. 84: Reis seit 1986

Ende 2007 brach der Preis jedoch nach oben aus. Die jahrzehntelang aufgebaute Spannung entlud sich in einer starken Eruption. Anfang 2009 kam es zu einem erfolgreichen Rücktest dieser jetzt zur Unterstützung mutierten Widerstandslinie. Die Phase der Bodenbildung von 1988 bis 2007 ist abgeschlossen. Wir gehen davon aus, dass die Aufwärtsentwickung auch in 2010 anhalten sollte. Neue Verlaufshochs erwarten wir nach dem Blowoff im ersten Quartal 2009 allerdings nicht. Der Bereich um 20 USD ist als sehr starker Widerstand einzustufen, der die Aufwärtsbewegung zunächst stoppen dürfte.

Weizen befindet sich weiterhin in einem langfristigen Aufwärtstrendkanal. Das technische Bild entspricht etwa demjenigen des Reispreises. Auch der Weizenpreis befindet sich auf einer wichtigen Unterstützung.



Abb. 85: Weizen seit 1900

Nach dem 60-Jahres-Zyklus sollte der Weizenpreis weiter steigen.

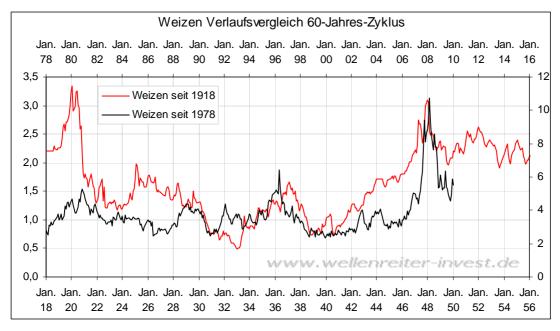


Abb. 86: Weizen 60-Jahres-Zyklus

Der saisonale Verlaufschart sieht eine Schwächephase im ersten Halbjahr vor. Mit Beginn des zweiten Halbjahres 2010 würde der Weizenpreis an Fahrt aufnehmen.

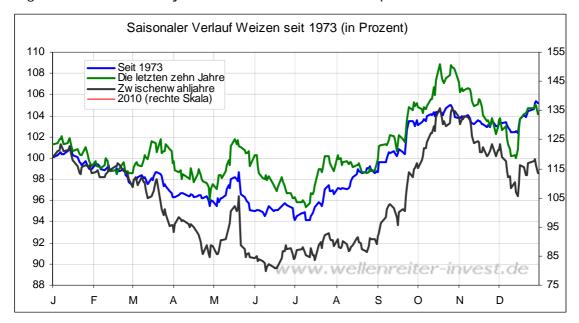


Abb. 87: Weizen saisonaler Verlauf

Wir gehen davon aus, dass Weizen mittelfristig eine positive Tendenz aufweisen wird. Die Agrarrohstoffe sind in einem inflationären Umfeld im Vergleich zu Öl und Gold in der Regel "Spätstarter", sodass das Szenario mit einer Seitwärtsphase im Frühjahr und einem Preishoch im Spätsommer/Herbst nicht unwahrscheinlich ist.

Zucker ist aus der im vergangenen Jahresausblick vorgestellten Dreiecksformation nach oben ausgebrochen.



Abb. 88: Zucker seit 1960

Der Aufwärtstrend ist intakt, der preisliche Anstieg dauert jedoch bereits seit Frühjahr 2009 an. Beschleunigungsphasen bei Agrarrohstoffen fallen preislich stark aus, allerdings zeitlich kurz. Üblicherweise dauern sie selten länger als ein Jahr an. Eine Toppbildung durch einen finalen Blow-Off oder eine Fehlausbruchsformation liegt jedoch noch nicht vor. Historisch betracht befindet sich der Zuckerpreis auf einem real niedrigen Preisniveau, allerdings hat er auch bei dieser Betrachtungsweise seinen starken Widerstand aus der Handelsspanne der letzten 25 Jahre beinahe erreicht (gestichelte Linie nächster Chart).

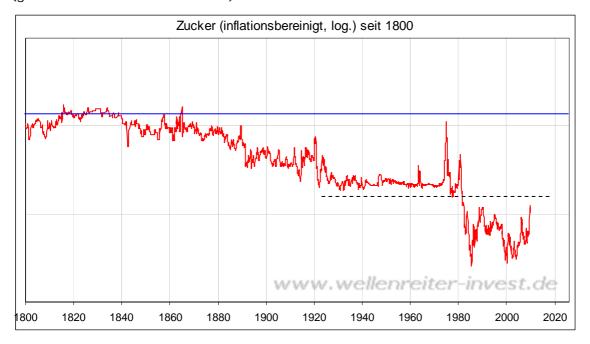


Abb. 89: Zucker inflationsbereinigt

Insofern ist der Zuckerpreis ein Kandidat für ein Preishoch früh im Jahr 2010.

Fazit: Die Agrarrohstoffe sollte man nicht als homogene Gruppe ansehen, da die Kursentwicklungen zu unterschiedlich verlaufen sind. Highflyer wie Zucker stehen vor einem Preishoch in Kürze, ein schwacher Rohstoff wie Weizen befindet sich hingegen in einer Bodenbildung und dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte 2010 deutlich positiv entwickeln.

## 6. Der Aktienmarkt

# 6.1 Das große Bild

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



Abb. 90: Dow Jones Index 1800 - 2025 (inflationsbereinigt)

Eine wichtige Rolle im nominalen (nicht preisbereinigten) Dow Jones Index spielt der langfristige 24-Jahres-GD. Er fungierte sowohl Ende der 70er Jahre als auch in 2009 als wichtige Unterstützung.

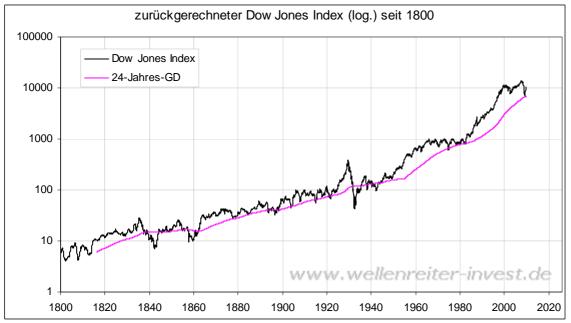


Abb. 91: Dow Jones Index 24-Jahres-GD

Wellenreiter-Jahresausblick 2010

Das Tief war erreicht, als der 4-Jahres-GD (1.000 Handelstage) um 40 Prozent überdehnt war (siehe Pfeil nächster Chart)

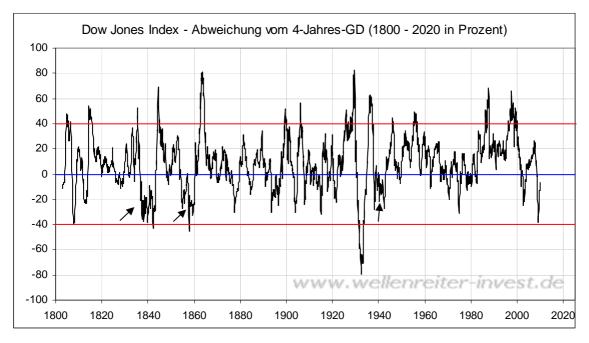


Abb. 92: Dow Jones Index Abweichung vom 4-Jahres-GD

Üblicherweise springt das Gummiband nach einer solchen Überdehnung wieder ins positive. Die Beispiele 1837 bis 1843, 1854 bis 1860 und 1937 bis 1942 zeigen jedoch, dass ein Gummiband über mehrere Jahre ausgeleiert sein kann. In diesen Zeiträumen verblieb der Dow konstant unterhalb seines 4-Jahres-GDs (blaue Mittellinie).

Betrachtet man die Entfernung des Dow Jones Index von seinem 1-Jahres-GD (250 Tage), dann erscheint bereits ein recht hohes Niveau erreicht zu sein.

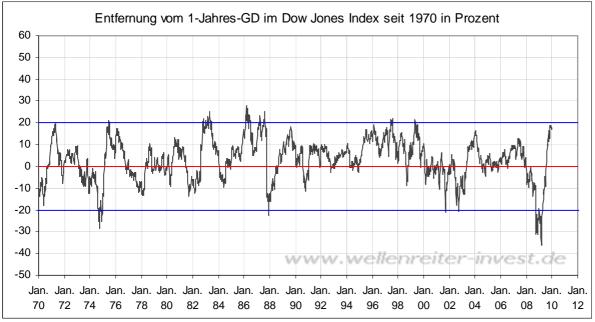


Abb. 93: Dow Jones Index Entfernung vom 1-Jahres-GD

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 22.

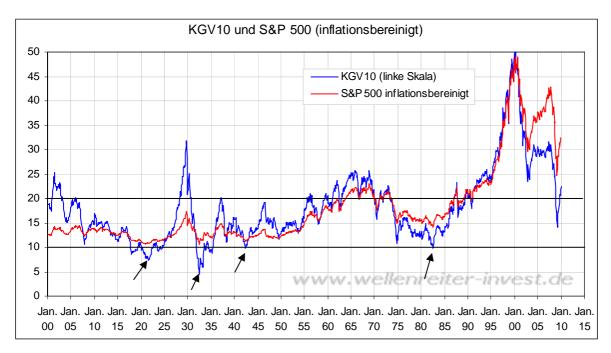


Abb. 94: KGV und S&P 500

Im März 2009 wurde ein Tiefstwert von 14 gemessen. Das bedeutet, dass sich die Bewertung des S&P 500 derzeit bereits ein wenig oberhalb des Normalbereichs 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). Ein KGV10 wurde in der Phase des aktuellen Bärenmarktes bisher nicht erreicht. Es steht zu erwarten, dass mit dem Erreichen eines solchen Wertes das Tief vom März 2009 nochmals getestet wird.

Nachfolgend eine Übersicht über die fünf großen Bullen- und Bärenmärkte der vergangenen 200 Jahre. Üblicherweise dauern inflationäre geprägte Bärenmärkte zwischen 10 und 15 Jahren. Deflationär geprägte Märkte neigen zu scharfen Abwärtsbewegungen, 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 %	
2000 - offen	9 (bisher)	55 (inflationär)
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)
Durchschnitt	9	73

Stark steigende Rohstoffpreise sorgten dafür, dass sich die Dekade von 2000 bis 2010 – trotz des deflationären Einschubs in 2008 – als inflationäre Dekade bezeichnen lässt. Entsprechend muss der Bärenmarkt seit 2000 als "inflationär" gewertet werden (siehe rote Markierung obige Tabelle). Inflationär geprägte Bärenmärkte neigen dazu, sich länger auszudehnen (siehe 1906 - 1921 oder 1966 – 1982). Wir gehen deshalb davon aus, dass sich der in 2000 begonnene Bärenmarkt bis zur Mitte der neuen Dekade erstrecken wird.

Nachfolgend zeigen wir das Verlaufsmuster der genannten inflationär geprägten Bärenmarkte gemeinsam mit dem aktuellen Verlauf.

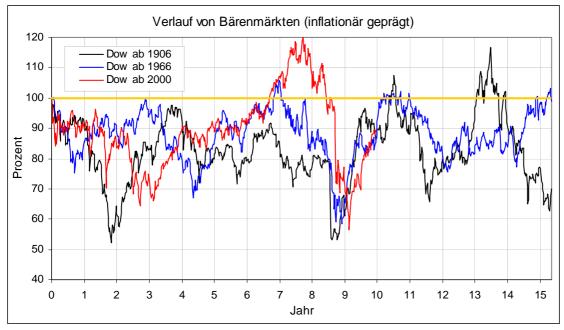
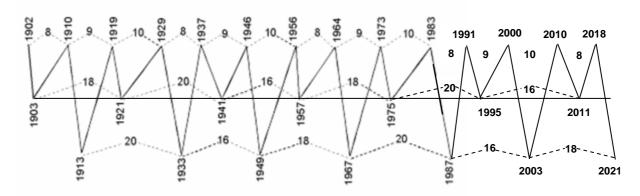


Abb. 95: Verlauf inflationär geprägter Bärenmärkte

Danach würde es in der ersten Hälfte 2010 noch zu einem vergleichsweise positiven Verlauf kommen können: Sogar eine Rückkehr zu den vorherigen Hochs ist nach diesem Muster nicht auszuschließen. Zwischen Mitte 2010 und Mitte 2011 würde sich der Dow Jones Index in eine scharfe Abwärtsbewegung begeben, bevor rechtzeitig zur Wahl Obamas im November 2012 eine erneute Aufwärtsbewegung einsetzen würde.

Die zyklische Seite sei an dieser Stelle kurz angesprochen. Der sogenannte "Benner-Zyklus" wurde 1875 zum ersten Mal veröffentlicht. Auf einen solchen Zyklus muss man erst einmal kommen, aber vielleicht ist das ja sein Erfolgsgeheimnis. Hochpunkte treten alle 8,9 und 10 Jahre auf. Tiefpunkte alle 16,18 und 20 Jahre und das auf zwei verschobenen Ebenen. Wirft man einen Blick auf die Grafik, so ist dieser Zyklus nicht schwer zu verstehen. Die Zahlen nach 1987 haben wir nach dem gegebenen Schema ergänzt.



PEAKS:8-9-10. repeat. TROUGHS: 16-18-20. repeat. MAJOR TROUGHS: 16-18-20. repeat. Abb. 96: Benner-Zyklus

Die Hochpunkte passen bis auf das Hoch von 1991 (das wichtige Hoch kam bereits Mitte 1990 zustande). Danach würde es im Jahr 2010 zu einem wichtigen Hoch an den Aktienmärkten kommen. Doch kein Zyklengebilde ist perfekt: Das Hoch von 2007 wird durch den Benner-Zyklus nicht erfasst. Ein Tiefpunkt wäre für das Jahr 2011 zu erwarten. Zyklen mit fixen Punkten sollte man mit einer gewissen Vorsicht begegnen. Allerdings kann ein Blick auf die Zyklik helfen, Bestätigungen oder Nicht-Bestätigungen für Herleitungen aus anderen Indikatoren zu finden.

Fazit: Im großen Bild ist der Bärenmarkt weiterhin intakt. Zyklik und Verlaufsmuster sprechen für einen durchwachsenen Aktienmarkt insbesondere im Zeitraum Mitte 2010 bis Ende 2011/Anfang 2012.

## 6.2 Dekadenmuster

Der durchschnittliche Verlauf der Oer-Jahre (Jahre, die auf null enden, wie 1900, 1910, 1920 usw.) zeigt eine Abwärtsbewegung in den ersten beiden Monaten, die sich – nach einer kurzen Gegenbewegung im März bis in den Sommer hinein fortsetzt. Die zweite Jahreshälfte verläuft seitwärts.



Abb. 97: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Oer-Jahre 1900 - 2000

Das Jahr 2010 ist jedoch nicht nur ein Jahr, das auf null endet, sondern auch ein Zwischenwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Nachfolgend zeigen wir den Durchschnitts-Verlauf von 0er-Jahren, die gleichzeitig Zwischenwahljahre sind.



Abb. 98: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Oer-Jahre/Zwischenwahljahre

Dieser Chartverlauf ändert an der vorhergehenden Einschätzung nichts. Wie nahe diese Durchschnittsverläufe einem wirklichen Verlauf kommen können, zeigte sich im Falle des vorhergehenden Oer-Jahres (Jahr 2000; nächster Chart).

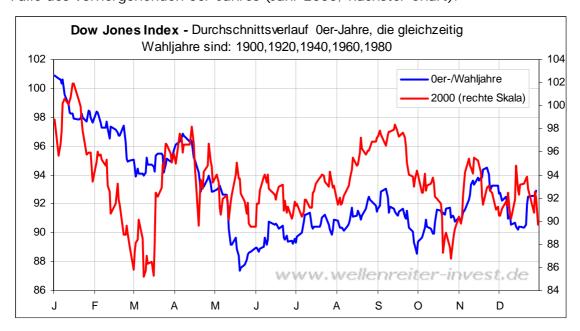


Abb. 99: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Oer-Jahre/Zwischenwahljahre

Fazit: Das Dekadenmuster der Oer-Jahre zeigt eine schwächere erste Hälfte, gefolgt von einer Seitwärtsphase in der zweiten Jahreshälfte.

# 6.3 Zwischenwahljahre

Das Jahr 2010 ist ein "Zwischenwahljahr". Zwischenwahljahre sind die Jahre, die im US-Präsidentschaftszyklus zwei Jahre von einem Wahljahr entfernt sind (engl. "Midterm-Year"). Seit 1898 standen 16 positiven Zwischenwahljahren genauso viele negative Jahre gegenüber. Die durchschnittliche Rendite betrug dabei 3,4 Prozent.

Dow Jones seit 1897	Rendite in %	Anzahl positive	Anzahl negative Jahre
		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 Zwischenwahljahren fällt auf, dass diese zwischen 1934 und 1958 bis auf eine Ausnahme teils deutlich positiv verliefen. 1914, 1930 und 1974 ragen als Negativjahre heraus.

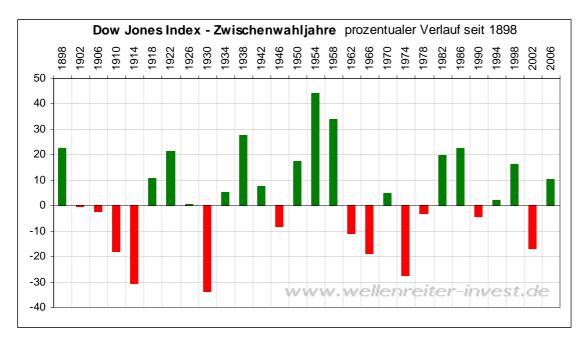


Abb. 100: Dow Jones Index Verteilung Zwischenwahljahre

Erwähnenswert ist, dass die Zwischenwahljahre seit 1930 teils erhebliche innerjährige Einschnitte hinnehmen mussten. Der durchschnittliche maximale Verlust beträgt etwa 20 Prozent. Bekannte Jahre im Rahmen dieses Vier-Jahres-Zyklus sind die Jahre 1930, 1974, 1998 und 2002.

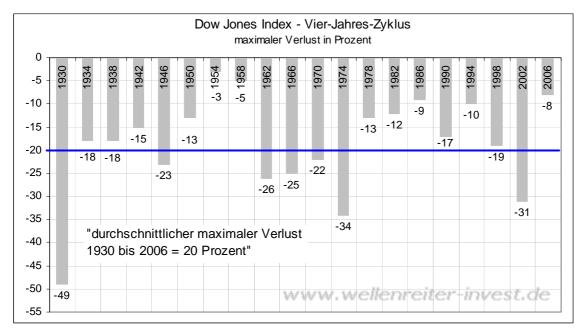


Abb. 101: Dow Jones Index Verteilung Zwischenwahljahre

Der durchschnittliche Verlauf eines Zwischenwahljahres ist durch eine längere Seitwärtsphase mit Einschnitten im Juli und September gekennzeichnet (nächster Chart).

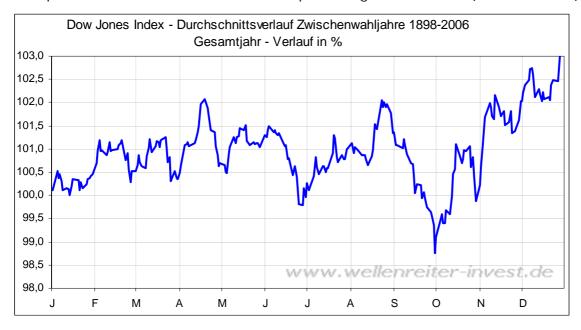


Abb. 102: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Zwischenwahljahre 1898 - 2006

Die letzten fünf Zwischenwahljahre zeichneten sich durch einen relativ homogenen Verlauf aus. Einem positiven Start folgt ein "Sell in May" mit Kaufpunkten im Juli und Oktober.

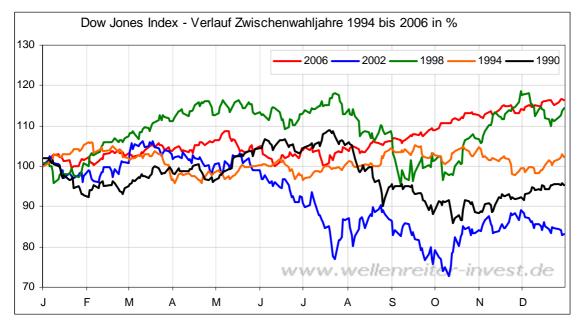


Abb. 103: Dow Jones Index Verlauf Zwischenwahljahre 1990 bis 2006

Nachdem die US-Präsidentschaftswahl mit einem Wechsel von den Republikanern zu den Demokraten verbunden war, halten wir es für interessant, sich den Verlauf von Zwischenwahljahren nach solchen "Wachablösungen" anzusehen.



Abb. 104: Amtswechsel Zwischenwahljahre

Auch hier ist das Seitwärtsmuster gut zu erkennen. Allerdings scheint insbesondere der Zeitraum Mai bis August in solchen Jahren zur Schwäche zu neigen. Ab Oktober setzt eine Jahresendrallye ein. Nimmt man alle Muster (Oer-Jahre, Zwischenwahljahre) zusammen, so ergibt sich in der Prognose einer Schwächephase von April/Mai bis in den Sommer 2010 hinein die größte Übereinstimmung. Desweiteren dürfte der Jahresbeginn relativ schwach sein, bevor Ende Januar oder im Februar eine Aufwärtsbewegung einsetzt. Der März, der in den vergangenen Jahren sehr häufig ein Wendemonat war, dürfte diesmal eher ein Trendmonat (Tendenz nach oben) werden.

Im Hinblick auf den Präsidentschaftszyklus ist üblicherweise folgender Ablauf zu beobachten: Die ersten beiden Jahre einer Präsidentschaft verlaufen unterdurchschnittlich, da wenig populäre Maßnahmen von Seiten der Politik getroffen werden (müssen). Im dritten Jahr – und damit im Jahr vor der Wahl – wird ein wirtschaftsfreundlicher Kurs gefahren. In diesem Zyklus ist dies anders: Obama blieb nichts anderes übrig, als die noch in der Bush-Ära aufgelegten Konjunkturprogramme fortzuführen und auszubauen. Ein überdurchschnittlich positiver Verlauf in einem Nachwahljahr war die Folge.

Versetzt man sich in die Situation von Obama und seiner Administration, so muss man mit Blick auf die Präsidentschaftswahl Ende 2012 versuchen, wieder in den normalen Zyklus hineinzukommen. Die Erfahrung zeigt, dass dem Bürger in Wahljahren große politische und steuerliche Härten nicht zugemutet werden. In der Regel versucht man, in den ersten beiden Präsidentschaftsjahren unpopuläre Maßnahmen durchzubringen (wie jetzt die US-Gesundheitsreform). Auch wenn im November US-Kongresswahlen anstehen, so bietet dieses Jahr die letzte Möglichkeit, unpopuläre Entscheidungen zu treffen. Bereits im vergangenen Jahr zogen wir Vergleiche zwischen den Präsident-

schaften Roosevelts, Kennedys und Obamas. Roosevelt und Kennedy zählen zu den populärsten Präsidenten der USA. Obama ist der Präsident mit den höchsten Vorschusslorbeeren bei Präsidentschaftsantritt. Derzeitige Popularitätseinbussen sind völlig normal und sicher auch ein Stück weit einkalkuliert.

Wird Obama 2012 als derjenige wiedergewählt werden, der die USA aus der Finanz-krise herausgeführt hat? Das Urteil darüber kann naturgemäß noch nicht getroffen werden. Davor steht ein ganzes Stück harter Arbeit. Doch bereits jetzt ist eine Gemeinsamkeit sicher: Die Aktienmärkte verliefen in den Wahljahren Roosevelts (1932), Kennedys (1960) und Obamas (2008) zweistellig negativ. Der Turnaround erfolgte bereits im Wahlmonat (Kennedy) oder im März des Folgejahres (Roosevelt, Obama). Im Fall von Roosevelt stiegen die Börsen bis 1937 deutlich an. Roosevelt hatte gleich zu Beginn seiner Amtszeit härtere und unpopulärere Maßnahmen durchgeführt als Obama, indem er durch eine deutliche Aufwertung des Goldpreises bei gleichzeitigem Verbot den US-Dollar um 45 Prozent abwertete. Damit führte er im Prinzip einen "Staatsbankrott mit Verschuldungsabbau" durch. Bei Kennedy war der Verlauf nicht so glücklich: Der Dow Jones Index fiel 1962 unter das Wahljahrestief von 1960.

Obama dürfte nicht ohne harte Einschnitte durchkommen. Möglicherweise wird der Markt ihn dazu noch vor seiner Wiederwahl dazu zwingen. Es bleibt für ihn zu hoffen, dass er spätestens dann die richtigen Maßnahmen ergreift, um rechtzeitig zur Wahl wieder populär zu sein. Als "Obama, der Retter des Weltfinanzsystems" in den Wahlkampf einzusteigen, wäre nicht der schlechteste Schub für seine Ambitionen. Man sollte aber nicht vergessen, dass das Timing nicht immer gelingt. Bestes Beispiel ist der späte George W. Bush, der es schaffte, im Fall des S&P 500 nahe dem Allzeithoch 2000 gewählt zu werden und nahe dem bisherigen Bärenmarkttief 2008/09 aus dem Amt zu gehen.

### 6.4 Marktstruktur

Das Handelsvolumen der NYSE nahm in den vergangenen 40 Jahren kontinuierlich zu. Dies spiegelt das seit Jahrzehnten steigende Börseninteresse wider.

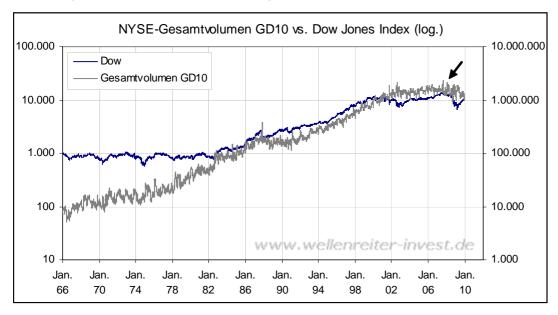


Abb. 105: NYSE-Handelsvolumen langfristig

Schaut man genau hin, dann ergeben sich einige Auffälligkeiten. So bewegte sich das Handelsvolumen nach dem Crash von 1987 mehrere Jahre seitwärts/abwärts. Die Panik hatte vielen Marktteilnehmern das Agieren an der Börse verleidet. Ähnliches – aber in größerem Ausmaß ist seit Beginn dieser Dekade zu beobachten. Das Handelsvolumen erreichte während der Ausbildung der Tiefpunkte von 2002 und 2008 (siehe Pfeil) jeweils den Dekadenhöhepunkt. Insgesamt verläuft das Handelsvolumen seit etwa zehn Jahren seitwärts. Der "Börsenhype der New Economy", der die Massen Ende der 90er Jahre in die Aktienmärkte zog, hat sich seither nicht wiederholt.

Ein Blick auf das Handelsvolumen in der abgelaufenen Dekade zeigt, wie sehr das Interesse an den Märkten abgenommen hat. Und das nicht nur in der Abwärtsbewegung seit Oktober 2007, sondern auch in der Aufwärtsbewegung seit März 2009.

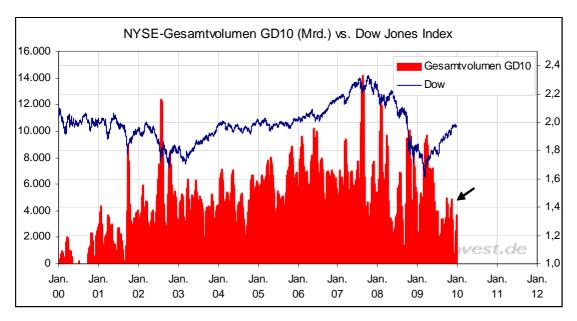


Abb. 106: NYSE-Handelsvolumen kurzfristig

Aktuell befindet sich das Volumen in etwa auf dem Niveau des Jahres 2001. Das Erlahmen des Kaufinteresses ist negativ zu werten.

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

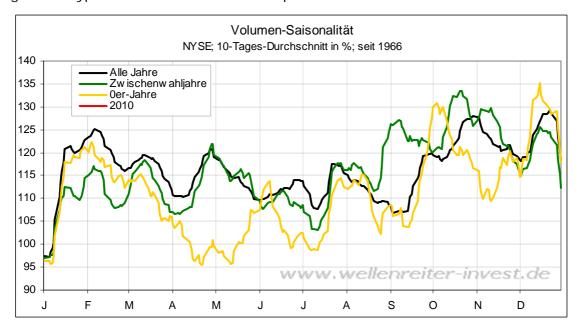


Abb. 107: Volumen-Saisonalität

Ein Abfall des Volumens ab Februar erscheint wahrscheinlich. Oer-Jahre neigen dazu, im April und Mai ein ausgeprägtes Volumen-Tief zu generieren. Insgesamt verlaufen Oer-Jahre bezüglich des Volumens bis in den August hinein eher unspektakulär. Erst im September kommt es zu einem deutlichen Volumensprung, häufig in Folge eines Abverkaufs.

Die Advance-Decline-Linie an der NYSE ist Ende 2009 auf ein neues Dekadenhoch gestiegen und zeigt damit relative Stärke gegenüber dem S&P 500. "Die Flut hebt alle Boote" und unterstreicht die zuvor geäußerten Gedanken eines reflationär geprägten Kapitalmarktumfeldes in der jüngst beendeten Dekade trotz zweier geplatzter Blasen.

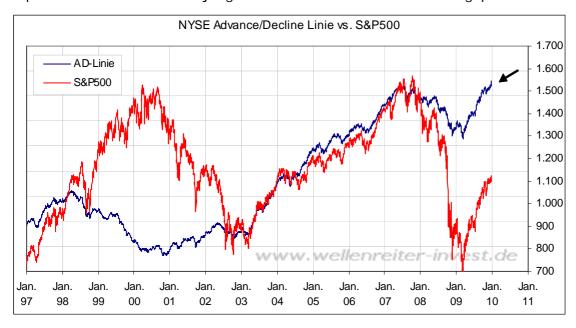


Abb. 108: NYSE AD-Linie langfristig

Die Dynamik des Anstiegs ist auf dem nächsten Chart besonders gut zu erkennen.

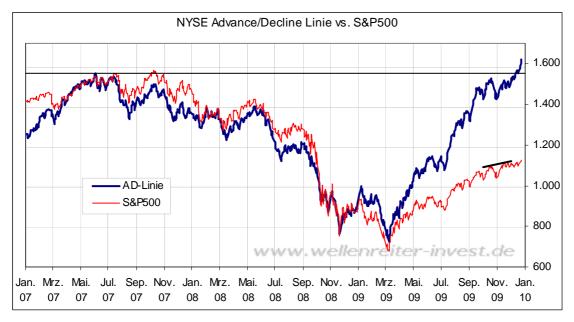


Abb. 109: NYSE AD-Linie kurzfristig

Der Verlauf der AD-Linie unterstreicht den Anstieg der Aktienmärkte seit dem Preistief vom März 2009. Die gesunde Marktbreite lässt ein neues Tief in 2010 unwahrscheinlich erscheinen.

Am 10. Oktober 2008 erzielten 88 Prozent aller an der NYSE notierten Werte ein neues 52-Wochen-Tief. Das ist ein einsamer Rekordwert. Seit April 2009 bewegt sich die Anzahl neuer Tiefs nahe Null.

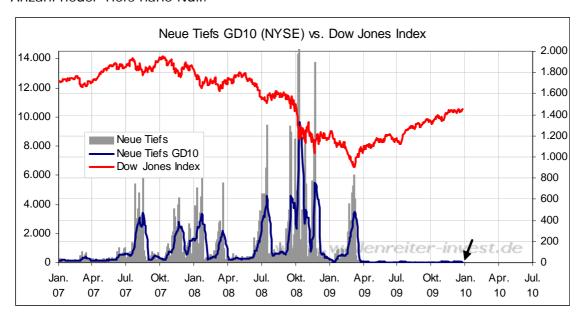


Abb. 110: Neue 52-Wochen-Tiefs in Prozent

Eine derart lange Strecke nahe Null ist ebenfalls sehr ungewöhnlich, resultiert aber aus der V-förmigen Erholung der Märkte, die durchgängig alle Sektoren erfasste.

Die Zahl der neuen Hochs erreichte Mitte Oktober 2009 ein Jahreshoch. Die jüngsten Bewegungshochs im Index im Dezember gingen jedoch mit weniger neuen Hochs einher, so dass bereits eine einsetzende Selektivität zu erkennen ist, ein erstes kleines Schwächezeichen.

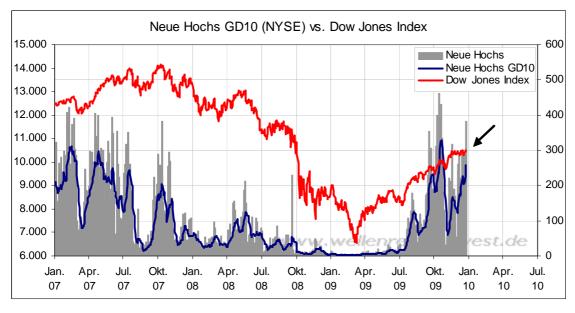


Abb. 111: Neue 52-Wochen-Hochs in Prozent

Wie der folgende Chart verdeutlicht, können sich Hochpunkte an den Aktienmärkten ab etwa 400 bis 500 neuen Hochs ausbilden.

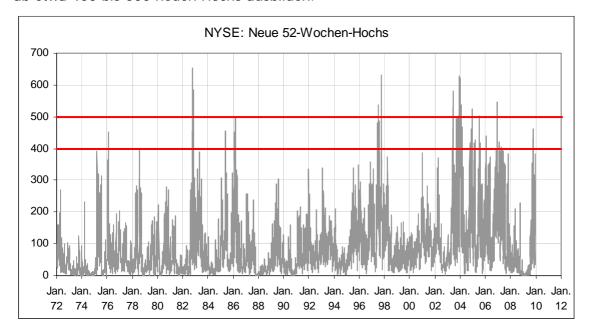


Abb. 112: Neue 52-Wochen-Hochs absolut

Aus Sicht der neuen Hochs wäre die Voraussetzung für die Ausbildung eines Topping-Prozesses an den Aktienmärkten gegeben. Jedoch ist das Erreichen dieser Zone nicht in jedem Fall mit einem sofortigen Aktienmarkthoch gleichzusetzen. Die Ausbildung von Hochpunkten ist ein Prozess, der Zeit benötigt.

Den Abbau der Cash-Allokation in 2009 dokumentiert die Kapital-Allokation von AAII. In dieser Umfrage werden die Anleger monatlich zu ihren Investment-Aufteilungen befragt.

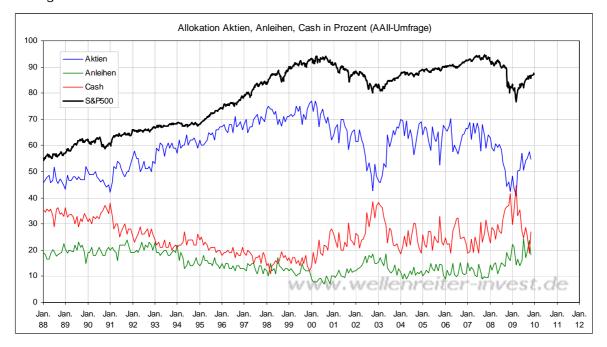


Abb. 113: Kapital-Allokation

Danach beträgt der Cash-Anteil in den Portfolios der individuellen Anleger momentan 27%, der Anleihen-Anteil 19% und der Aktien-Anteil 55%. Der Cash-Anteil befindet sich auf einem normalen Niveau, während er Aktienmarktanteil noch nicht wieder den üblichen Bereich von 60 bis 70% erreicht hat. Der Anleihen-Anteil ist historisch betrachtet zu hoch. Er dürfte weiter abgebaut werden.

US-Geldmarktfonds sind ein Teil des Cash-Portfolios. Seitdem die Investments in Geldmarktfonds im ersten Quartal 2009 ein Rekordniveau erreichten, wurden das Kapital im Zuge der Aktienmarktrallye sukzessive aus den Geldmarktfonds abgezogen.

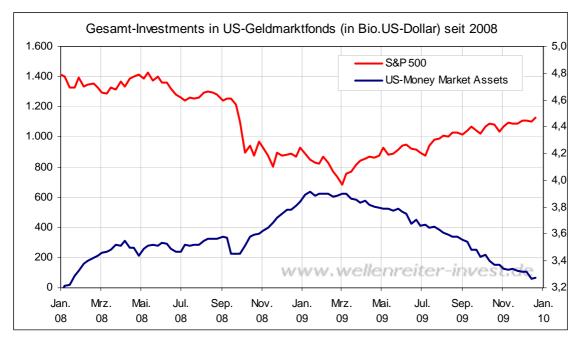


Abb. 114: Investments in US-Geldmarktfonds kurzfristig

Historisch betrachtet befinden sich die Gesamtinvestments in Geldmarktfonds allerdings weiterhin auf hohem Niveau.

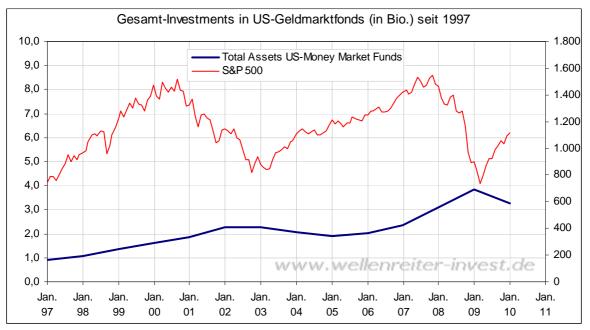


Abb. 115: Investments in US-Geldmarktfonds langfristig

Fazit: Aus Sicht der Marktstruktur stellt die Rallye seit März eine gesunde Aufwärtsbewegung dar, die noch keinen Abschluss gefunden haben sollte. Das schwache Handelsvolumen und die geringer werdende Zahl an neuen Hochs geben jedoch einen ersten Hinweis auf eine erste (kleinere) Schwächephase.

### 6.5 Sentiment

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

Der 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. Das smarte Geld hält sich seit Mitte September (siehe Pfeil nächster Chart) zurück.

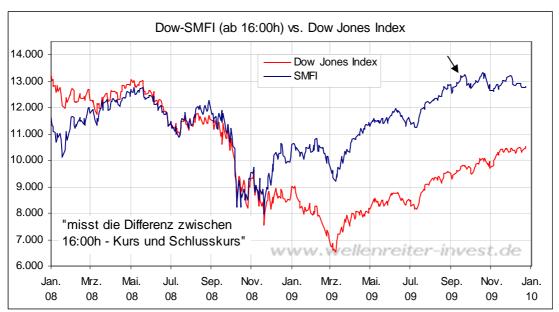


Abb. 116: Smart Money Flow Indikator Dow Jones Index

Das gleiche gilt für den SMFI des Nasdaq 100.

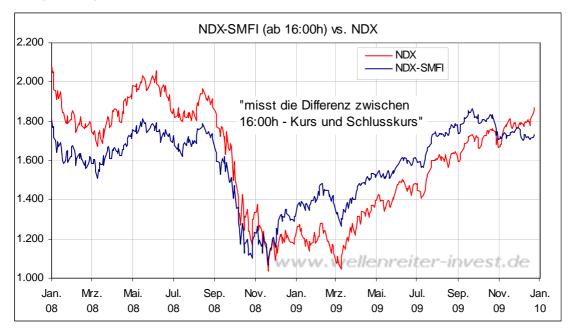


Abb. 117: Smart Money Flow Indikator Nasdaq 100

Beide Indikatoren zeigten im März 2009 eine sehr starke positive Divergenz zu den jeweiligen Indexverläufen an, am Ende des Jahres 2009 haben sich jedoch bearishe Divergenzen gebildet, die darauf hindeuten, dass das Gros der Aufwärtsbewegung bereits absolviert ist.

Der Freitagshandel wird durch unseren "Freitagsindikator" dargestellt. Seit Ende Oktober 2009 endet der Freitagshandel an den US-Aktienmärkten beinahe ausschließlich im Minus (siehe Pfeil).

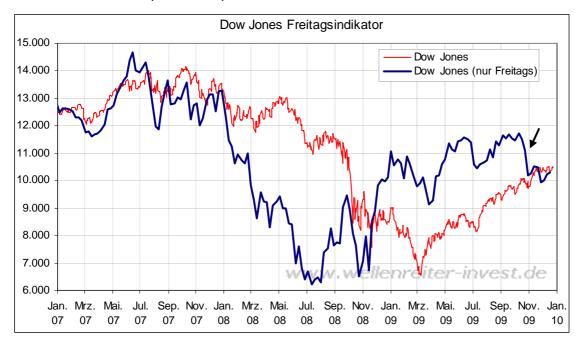


Abb. 118: Dow Jones Index Freitagsindikator

Der "Freitagsindikator" hat die Angewohnheit, der Marktentwicklung vorauszulaufen. Er ist ein Indikator des "smarten Geldes".

Einen gegensätzlichen Hinweis liefert der "Montagsindikator" (nächster Chart). Seit Anfang Oktober enden fast alle Montage deutlich im Plus.

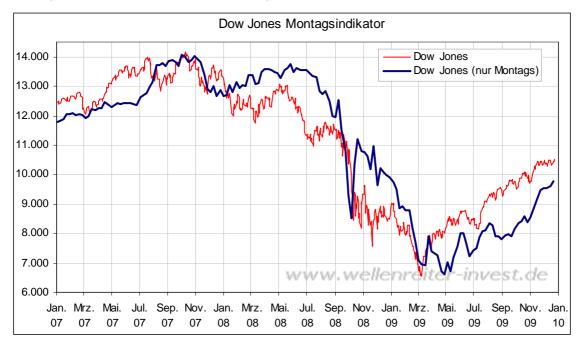


Abb. 119: Dow Jones Index Montagsindikator

Wie der obige Chart zeigt, ist Montagsindikator ein nachlaufender Indikator. Er zeigt, dass an Montagen meist die "Zuspätgekommenen" agieren. Noch bis in den Mai hinein endeten die Montage meist im Minus, weil das "Amateurgeld" nicht an den Marktaufschwung glaubte. Erst seit Anfang Oktober ist dieser Glaube vorhanden.

Erklärung dieses Phänomens: Die Profis beschäftigen sich beruflich mit nichts anderem als den Finanzmärkten. Sie haben Zeit, sich ihre Gedanken den Bewegungen an den Finanzmärkten zu machen und sich entsprechend freitags für die Folgewoche positionieren (z.B. mit der Frage: "Wie hoch ist das Risiko, Positionen über das Wochenende zu halten"). Viele Kleinanleger haben vorwiegend am Wochenende Zeit. Sie lesen dann die Fachartikel und entscheiden häufig auch am Wochenende über ihre Investments. Die Käufe oder Verkäufe werden häufig an Montagen getätigt. Die obigen Charts zeigen, dass der Profi gegenüber den Kleinanlegern im Vorteil ist.

Fazit: Während die Profis seit Mitte Oktober auf der Verkaufsseite stehen, zieht es die Kleinanleger, die der Aufwärtsbewegung zum Großteil bis Ende September misstraut haben und die entsprechend nicht investiert waren, jetzt in Scharen in die Märkte.

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.

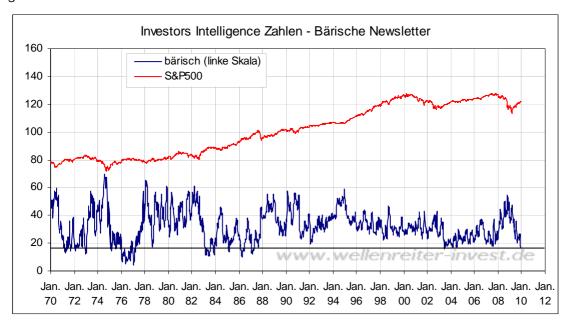


Abb. 120: Investors Intelligence - Baerische Börsenbriefverfasser

Die Rallye seit März hat eins erreicht: Fast alle Bären sind vertrieben. Eine derart geringe Zahl an Bären wie aktuell wurde in den vergangenen 20 Jahren nur einmal registriert: Das war im Juni 2003 – kurz vor einer zweimonatigen Korrektur.

Andererseits wurden die euphorischen Werte aus dem Oktober 2007 (Markthoch) noch nicht wieder erreicht. Damals waren 62 Prozent aller US-Börsenbriefschreiber bullish. besiedelten, aktuell beträgt der bullishe Anteil etwa 52 Prozent.

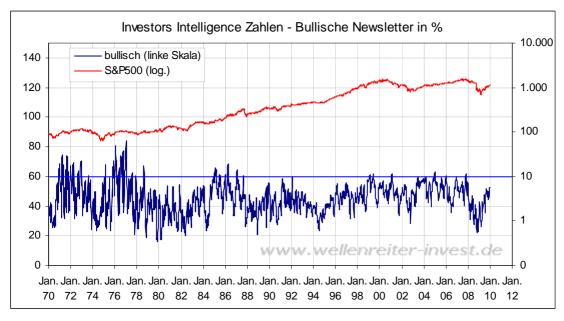


Abb. 121: Investors Intelligence – Bullishe Börsenbriefverfasser

Fazit: Im Hinblick auf ein Top-Bildungs-Signal an den Aktienmärkten fehlt nicht mehr viel. Die geringe Anzahl der Bären macht den Markt dann anfällig, wenn aus dem derzeit gut gefüllten neutralen Lager noch einige Marktteilnehmer ins bullische Lager wechseln.

Die Ratio des Nasdaq 100 zum S&P 500 sowie deren Volumenratio kann man ebenfalls als einen Sentimentindikator ansehen. Nimmt die Risikoneigung der Investoren zu, dann steigt die Ratio Nasdaq 100 zum S&P 500 üblicherweise an. Bei abnehmender Risikoneigung fällt die Ratio hingegen.

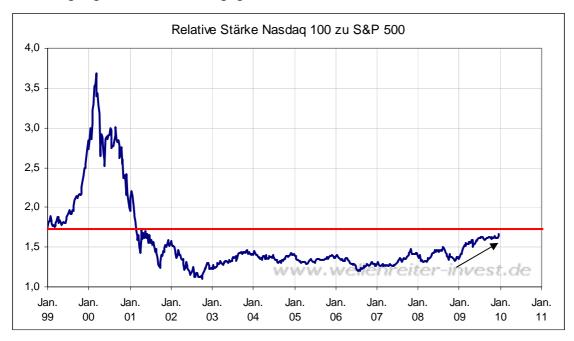


Abb. 122: NDX/S&P500-Ratio

Seit Anfang 2009 entwickelt sich der Nasdaq 100 besser als der S&P 500. Diese Entwicklung beschleunigte sich Ende 2009 nochmals. An der rot eingezeichneten Linie ist ein Widerstand zu erwarten.

Seltsam erscheint dabei, dass die Volumen-Ratio einen anderen Weg geht. In Zeiten hoher Risikoneigung steigt das Volumen der Nasdaq gegenüber der NYSE üblicherweise an. Wie auf dem folgenden Chart zu erkennen ist, fällt die Volumen-Ratio seit Mitte 2009.

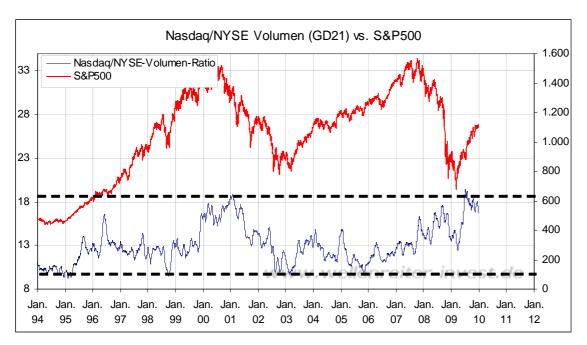


Abb. 123: Nasdaq/NYSE-Volumen-Ratio

Dies relativiert die relative Stärke des Nasdaq 100 gegenüber dem S&P 500 und weist darauf hin, dass die Rolle des Nasdaq 100 als Outperformer nicht von Dauer sein sollte.

Ein Indikator für die Risikobereitschaft ist die Höhe der "Margin Debt". Das ist der Betrag, mit dem die Investoren ihr Portofolio beleihen. Je stärker die Beleihung, desto stärker gehen sie ins Risiko. Wie der folgende Chart zeigt, war der Einbruch der "Margin Debt" im Juli 2007 (siehe Pfeil) ein gutes Signal für das Markthoch im Okt. 2007.

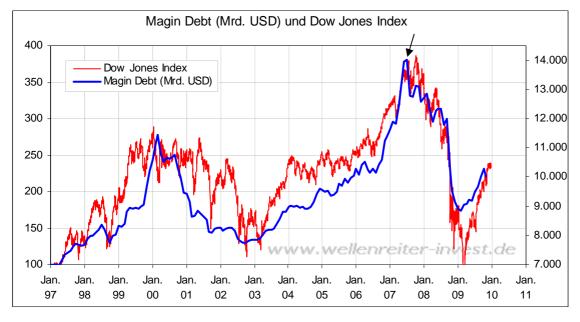


Abb. 124: NYSE-Margin Debt

Die aktuelle Entwicklung zeigt einen kleinen Knick nach unten in den November-Zahlen; der Oktober 2009 bedeutete das bisherige Jahreshoch der "Margin Debt". Die Dezember-Zahlen lagen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Ausblicks noch nicht vor. Sollten diese ebenfalls niedriger liegen als die Zahlen vom Oktober, so würde sich eine negative Divergenz zum Aktienmarkt bestätigen. Die fehlende Risikobereitschaft wäre ein negatives Signal für die Aktienmärkte.

## 6.6. Sektoren im Fokus

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

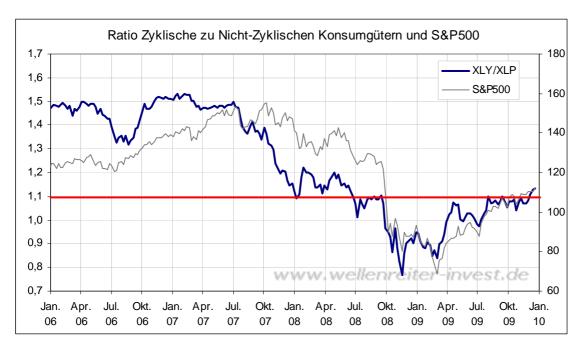


Abb. 125: Ratio zyklische zu nicht-zyklischen Konsumgütern

Wie aus dem obigen Chart hervorgeht, befindet sich die Ratio zyklische zu nichtzyklischen Konsumgütern seit November 2008 in einer Aufwärtsbewegung. Allerdings ist die Erholung insbesondere in der zweiten Jahreshälfte als schwach zu bezeichnen.

Dennoch bleibt festzuhalten, dass die Aufwärtsbewegung intakt ist. Wir gehen davon aus, dass dieser Chartverlauf vorerst keine Chance hat, zu den alten Hochs von 2007 zurückzukehren.

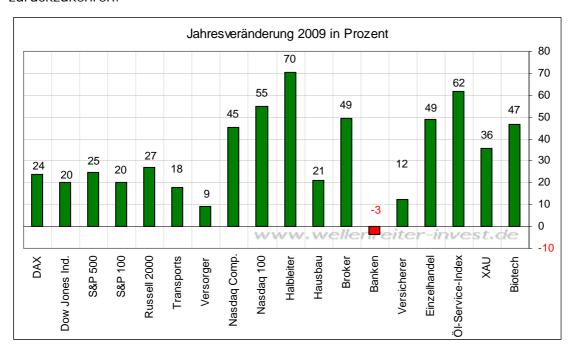


Abb. 126: Jahresveränderung 2009 in Prozent

Der US-Bankensektor ist der einzige wichtige Sektor, der das Jahr 2009 mit einem Verlust abgeschlossen hat. Die großen US-Indizes – wie auch der DAX – stiegen um 20 bis 25 Prozent. Jahressieger der dargestellten Indizes sind die Halbleiterwerte. Sie legten insbesondere seit Ende Oktober deutlich zu. Aber auch die Öl-Service-Werte, die Tech-Werte und der US-Einzelhandel zählen zu den Gewinnern. Wie gering die Erholung des US-Banken-Index relativ zum S&P 500 war, ist nachfolgend zu erkennen.

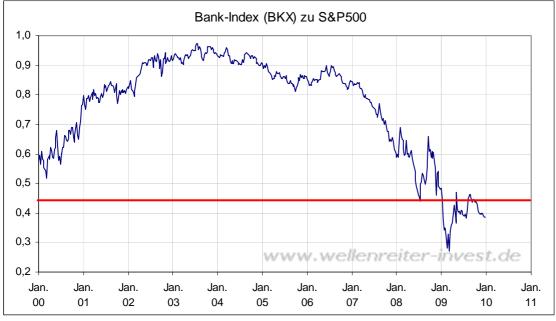


Abb. 127: Ratio Banken zu S&P500

Die Reaktion der Banken auf steigende Zinsen dürfte eines der großen Fragezeichen für das Jahr 2010 sein. Die Zinsstrukturkurve ist momentan derart steil, dass die Bank-Gewinne derzeit auf dem Maximum angekommen sein müssten. Verringert sich die Zinsspanne, so verringert sich in der Regel auch die Gewinnmarge der Banken. Die Gefahr von Staatsbankrotten stellt für die Banken eine besondere Herausforderung dar. Die japanischen Anleihen werden zu mehr als 95 Prozent von japanischen Institutionen gehalten, zu den überwiegend Banken, aber auch Versicherungskonzerne zählen. Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihen, sodass Banken und Versicherungen nicht nur unter dem Gesichtspunkt einer weniger steilen Zinsstruktur, sondern auch wegen fallender Anleihen ihre Gewinnziele verfehlen könnten. Diese Gefahr ist nicht nur auf japanische Banken beschränkt. Der Supergau für japanische Banken und Versicherungen wäre der Ausfall von japanischen Staatsanleihen. Wir gehen aber davon aus, dass dieser Fall (noch) nicht in 2010 eintritt.

Die Favoriten von 2009 sollten zunächst auch die Favoriten für 2010 sein: Halbleiter, Techwerte, Einzelhandel, Öl-Service. Charttechnisch erscheinen auch die US-Hausbauer interessant: Hier steht ein Dreiecksausbruch bevor.

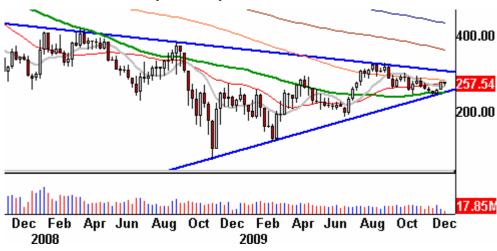


Abb. 128: US-Hausbau-Index Wochenchart

US-Hausbau-Index (DJUSHB) Wochenchart

## 6.7 Zyklen und Zeitprojektionen

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

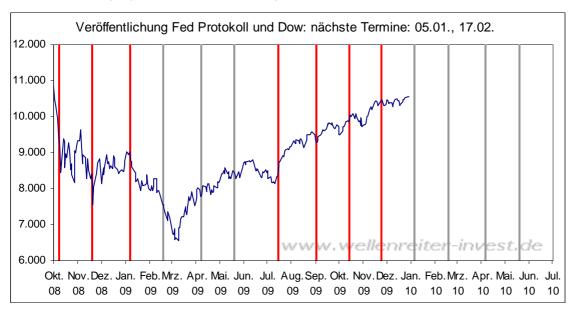


Abb. 129: Veröffentlichungstermin Fed-Protokoll

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. Uns erscheint der Termin um den 17. Februar als möglicher unterer und der Termin um den 6. April als möglicher oberer Wendepunkt interessant.

Aus Sicht unserer Zeitprojektionen erscheinen uns für das erste Halbjahr des Jahres 2010 die folgenden Tage/Zeiträume besonders bedeutsam:

Januar: 14. und 22.

Februar: 7. und 25.

März: 3., 14. und 25.

April: 2.-4. und 29.

Mai: 11. und 31.

Juni: 4.-6. und 22.

Zur Veranschaulichung stellen wir nachfolgend die Zeitprojektionstabelle für den März 2009 dar. Nicht jede Zeitprojektion trifft einen wichtigen Wendepunkt. Aber Zeitprojektionstage belegen bestimmte Tage mit einem "Achtungszeichen". Dann sollte man

genau hinschauen, genauso wie an den Tagen 9. bis 11. März 2009. Das Jahrestief 2009 fand zum Zeitpunkt einer starken Zeitprojektion statt.

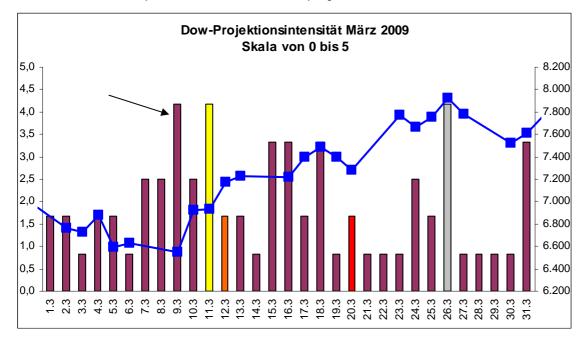


Abb. 130: Zeitprojektion März 2009

Die Projektion wird einige Monate im Voraus in den Abonnentenraum eingestellt, sodass sich die Leser darauf einstellen können.

Da wir annehmen, dass es im April oder im Mai 2010 zu einem oberen Wendepunkt kommen kann, stellen wir nachfolgend die Projektionen für diese beiden Monate dar.

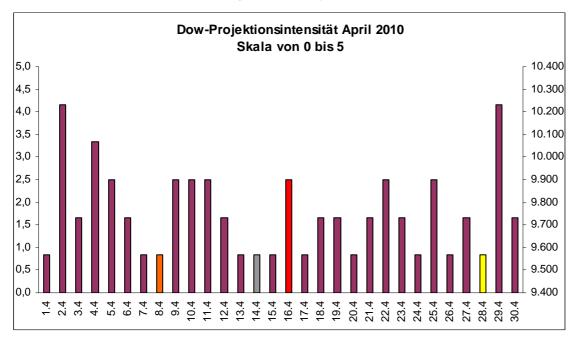


Abb. 131: Zeitprojektion April 2010

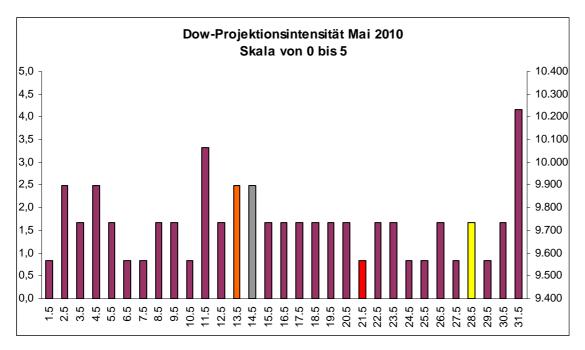


Abb. 132: Zeitprojektion Mai 2010

Wer hinter dem Begriff Zeitprojektion esoterische oder astronomische Berechnungen vermutet, liegt falsch. Die Projektionen errechnen sich aus früheren wichtigen Wendepunkten, die mittels Fibonacci-Relationen zeitlich nach vorn gespiegelt werden. Die Tage, auf die sehr viele Projektionen fallen, sind potentiell bedeutsame Wendepunkte. Eine solche Technik ist in der Charttechnik auf der Preisebene mittlerweile Standard.

## 6.8 Fazit für den US-Finanzmarkt

Nicht die Banken sind die Verlierer der Finanzkrise. Es sind auch nicht die Unternehmen. Der eigentliche Verlierer ist die Staatengemeinschaft. Sie fungiert in der der Krise als letzter Kreditgeber und "Müllschlucker". Nachdem im Jahr 2009 erste Einschläge in Form von ernsthaften Staatsfinanzkrisen in Griechenland und Dubai erfolgten, dürften die Einschläge in 2010 auch andere Industrieländer erreichen. Will man eine Schwachstelle in der Staatengemeinschaft ausdeuten, so heißt diese Japan. Weiter hinten (im Dekadenausblick) haben wir die Konsequenzen der japanischen Malaise herausgehoben. Die Finanzkrise ist vorüber, es lebe die Staatskrise! (Was natürlich auch eine Finanzkrise ist). Wahrscheinlich wird man die Periode zwischen 2007 und 2012/13 später als eine Periode der Bereinigung und Neuordnung empfinden.

Für 2010 sehen wir einen Aktienmarkt, der das in 2009 aufgebaute Momentum ins neue Jahr hinüberretten kann. Dabei dürfte es recht früh im Jahr (Januar, Februar) einen ersten holprigen Aussetzer geben, dem ein nochmaliger Anstieg folgen sollte. Im April/Mai dürfte sich ein Hochpunkt entwickeln, der – wenn nicht sogar das Jahreshoch – ein markantes Top darstellen sollte. Jahre im Vier-Jahres-Zyklus (wie 2010) haben die Angewohnheit, im Laufe des Jahres eine größere Korrektur anzuzetteln. Wir nehmen an, dass diese Korrektur im April/Mai beginnt und im Sommer (Juli?) endet. Im zweiten Halbjahr sollte sich der Aktienmarkt aufwärts bewegen, wobei festgestellt werden muss, dass der September in Zwischenwahljahren meist schwach verläuft. Anschließend sollte eine Aufwärtsbewegung einsetzen, die jedoch nicht notwendigerweise auf ein neues Jahreshoch führen muss.

Die Anleihen dürften in 2010 im Fokus der Aufmerksamkeit stehen. Sie sind der Markt bestimmende Faktor, der auch andere Finanzmärkte massiv beeinflussen dürfte. Wir rechnen damit, dass die Anleihen insbesondere in der ersten Jahreshälfte stark unter Druck geraten. Dabei ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass der seit Jahrzehnten gültige Aufwärtstrend gebrochen werden wird. Im zweiten Halbjahr dürften sich die Anleihen etwas erholen, was jedoch nur einem Pullback an zuvor gebrochene wichtige Marken gleichkommen sollte. Unter dem Druck der wie ein Flitzebogen gespannten Zinsstrukturkurve dürfte die amerikanische Fed um eine Zinserhöhung bereits im ersten Halbjahr nicht herumkommen. Das Gezeter und Geschrei wird besonders für den japanischen Finanzminister zu Angstzuständen führen, aber auch Ben Beranke - "Person of the Year 2009" (Time-Magazin) - dürfte der Schweiß auf der Stirn stehen. Der Ruhm aus dem Vorjahr ("Retter des Finanzsystems") dürfte schnell verblassen. Wir glauben jedoch nicht, dass das Finanzsystem bereits in 2010 kollabiert. Es wird Notoperationen

geben, und am Ende des Jahres wird das System noch einmal davon gekommen sein. An diesem Punkt wird es unserer Meinung nach in 2011 oder 2012 problematisch. Deutlich steigende Zinsen bei einer noch moderaten Inflationsrate – wir rechnen mit dem Erreichen eines Maximums von etwa vier Prozent bereits in der ersten Jahreshälfte – bedeuten steigende Realzinsen. Dies wiederum dürfte dafür sorgen, dass der Goldpreis in eine Phase der Konsolidierung eintritt. Ein Anstieg wie in 2009 dürfte sich in 2010 nicht wiederholen. Öl und Kupfer schieben die Inflationsrate in der ersten Jahreshälfte nach oben. Kupfer könnte sein Allzeithoch aus dem Jahr 2008 erreichen, für Öl ist ein Anstieg auf 100 Dollar drin. Der US-Dollar sollte sich zunächst weiter festigen. Insbesondere auch deshalb, weil eine Leitzinserhöhung zwar in den USA, nicht aber in Japan ansteht (jedenfalls noch nicht). Der Yen-Carry-Trade dürfte eine kleine Auferstehung erfahren, was sich positiv auf den Dollar/Yen auswirken sollte. Insgesamt sehen wir jedoch bei den Währungen keine großen Ausschläge nach oben oder nach unten vom jetzigen Niveau aus.

Fazit: Das Jahr 2010 dürfte vor allen Dingen eines zurückbringen, was über 30 Jahre lang vergessen war: Steigende Zinsen. Es ist keine Kunst, die Staatshaushalte mit immer mehr Schulden zu belasten, solange die Zinsen permanent fallen und somit die Zinsdienste niedrig bleiben. Es ist allerdings eine große Kunst, die Schulden zurückzufahren, wenn die Zinsen steigen.

### 7. Unsere 10 Thesen für 2010

# 1. Die Anleihen fallen im ersten Halbjahr deutlich

Der langjährige Aufwärtstrend steht zur Disposition.

### 2. Aktienmärkte erst stark, im Frühjahr Schwäche

Nach einem Anstieg in den ersten Monaten kommt es zur Schwäche, ab Sommer wieder Anstieg mit Delle im September.

### 3. Erstes Halbjahr mit steigenden Inflationsraten

Danach wieder fallende Inflationsraten aufgrund des Basiseffekts.

## 4. US-Leitzinserhöhung im ersten Halbjahr

Der Anleihemarkt zwingt die Fed zu einer Zinserhöhung bereits im zweiten Ouartal 2010.

## 5. US-Dollar mit Comeback

Spekulation auf frühe Zinserhöhung führt zu US-Dollar-Stärke; auch der Yen-Carry-Trade wird wieder aufgelegt und stärkt den Dollar.

## 6. Das japanische Modell wird angetestet, bricht aber noch nicht

Im Laufe von 2010 dürfe es hektische Aktionen zur Unterstützung Japans geben. Noch dürfte die Rettungsaktion von Erfolg gekrönt sein.

## 7. Ölpreis steigt in die Nähe der runden Marke von 100 Dollar

Dies sollte zunächst die Inflationsängste schüren. Öl sollte im zweiten Halbjahr zurückkommen.

# 8. Agrarrohstoffe wie Weizen dürften steigen

Wir rechnen mit einem über das Jahr steigenden Weizenpreis. Zucker dürfte im Laufe des Jahres an wichtigen Widerständen scheitern.

## 9. Konsolidierung in Gold

In Gold steht eine längere Phase der Konsolidierung bevor.

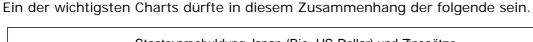
## 10. Steuererhöhungen für Top-Verdiener

Top-Verdiener dürften in den USA, in Japan und in anderen Industriestaaten zur Kasse gebeten werden.

### 8. Die kommende Dekade

Kennzeichnend für das Ende der ersten Dekade des neuen Jahrhunderts ist der historisch hohe Schuldenstand in vielen Industrieländern. Die Aktion "Rettet das Finanzsystem" hat dem letzten Kreditgeber – und das ist die Staatengemeinschaft – eine enorme Staatsverschuldung aufgebürdet. Rechnet man die Staatsverschuldung der beiden größten Industrienationen der Welt (USA und Japan) zusammen, so ergibt sich ein Betrag von 18,3 Billionen US-Dollar. Die öffentliche Verschuldung Japans beträgt etwa 7,8 Billionen, diejenige der USA etwa 10,5 Billionen (jeweils in US-Dollar). Den Unterschied macht das BIP: Während das US-BIP einen Umfand von etwa 14,3 Billionen US-Dollar ausweist, ist das japanische BIP nahezu dreimal geringer: Es beträgt 4,9 Billionen US-Dollar.

Wirft man einen Blick in die neue Dekade, so muss man sich klar machen, dass die Verschuldungsprobleme in Dubai oder Griechenland zwar interessant, aber nicht systemrelevant sind. Das Welt-Finanzsystem würde erst dann neu geordnet werden müssen, wenn ein Land, das "too big to fail" ist, in Schwierigkeiten gerät. Anders als auf der Privatebene existiert auf der Staatsebene kein letzter Kreditgeber. Klar, der internationale Währungsfonds (IWF) ist in der Lage, Ländern wie der Ukraine, Ungarn, Griechenland oder auch Argentinien unter die Arme zu greifen. Aber ein IWF wäre nicht in der Lage, Japan oder die USA zu retten. Hier gibt es einfach keinen letzten Kreditgeber mehr. Das bisherige Finanzsystem – so wie wir es kennen – müsste neu geordnet werden.



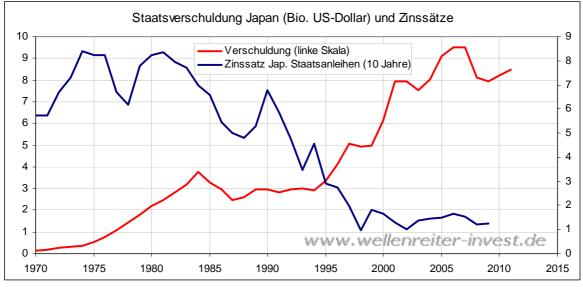


Abb. 133: Staatsverschuldung Japan in US-Dollar (ab 2010 geplant)

Dargestellt ist der Anstieg der Staatsverschuldung Japans in US-Dollar seit 1970 sowie die Entwicklung der japanischen Zinsen am langen Ende (10 Jahre). Der Fall der japanischen Staatsverschuldung in US-Dollar von 2007 bis 2008 ist allein dem starken Yen geschuldet. In Yen hat japanische Staatsverschuldung auch in jenen Jahren zugenommen und befindet sich jetzt auf einem Höchststand.

Zu Beginn der 70er Jahre war die japanische Staatsverschuldung nahe Null, die Zinsen betrugen zwischen 8 und 12 Prozent. Kein Problem für ein nahezu schuldenfreies Land. Seit den 90er Jahren stehen stark steigenden Staatsschulden deutlich fallende Zinsen gegenüber. Man kann das "japanische Problem" wie folgt auf den Punkt bringen:

Niedrige Staatsverschuldung + hohe Zinsen = problemlos Hohe Staatverschuldung + niedrige Zinsen = weitgehend problemlos Hohe Staatsverschuldung + hohe Zinsen = Finanzkollaps

Daraus folgt: Das Niedrig-Zins-Umfeld ist für das Überleben Japans zwingend notwendig. Wie sehr sich die Zwickmühle, in die sich Japan durch die langjährige Deflationsbekämpfung hineinmanövriert hat, jetzt zu schließen beginnt, zeigt das folgende Kuriosum: Da ein Anstieg des Wirtschaftswachstums üblicherweise mit einem Zinsanstieg einhergeht, darf die japanische Regierung nicht ernsthaft daran interessiert sein, größeres Wirtschaftswachstum zu erzeugen. Die Schuldenlast übersteigt das BIP mittlerweile um das zweifache und der Zinsdienst nimmt bereits jetzt 25 Prozent des japanischen Staatshaushalts in Anspruch. Bereits eine Verdoppelung der Zinssätze (von 1,30 auf beispielweise 2,60 Prozent bei den 10jährigen japanischen Staatsanleihen) würde den japanischen Staatshaushalt vor eine unlösbare Refinanzierungsaufgabe stellen.

Man sollte keineswegs glauben, dass sich Japan für immer vom Zinszyklus abkoppeln kann. Der folgende Chart zeigt, dass der japanische Zinssatz sehr wohl auf die Schwankungen des US-Zinssatzes reagiert – allerdings auf niedrigerem Niveau.

-----

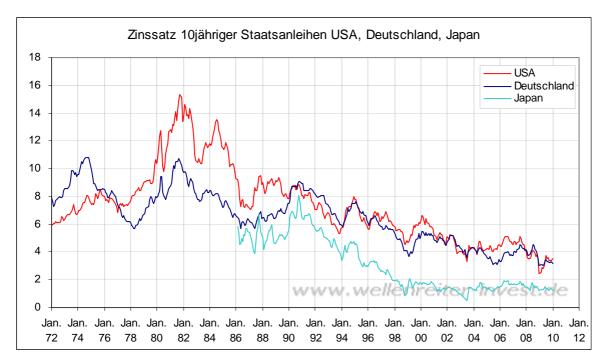


Abb. 134: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen USA, Deutschland, Japan

Sicher: Man könnte über Steuererhöhungen die Ersparnisse der japanischen Bürger anzapfen, die über große Netto-Vermögen verfügen. Es muss auch saufen wollen. Ob eine einsetzende Inflation ausreichen würde, den japanischen Bürger zum "Entsparen" zu bringen? Historisch betrachtet ist dies fraglich.

Die japanische Währung Yen stellt in dieser Hinsicht einen psychologischen Schlüssel dar. Der Yen steigt seit den 70er Jahren gegenüber dem US-Dollar kontinuierlich an (nächster Chart).

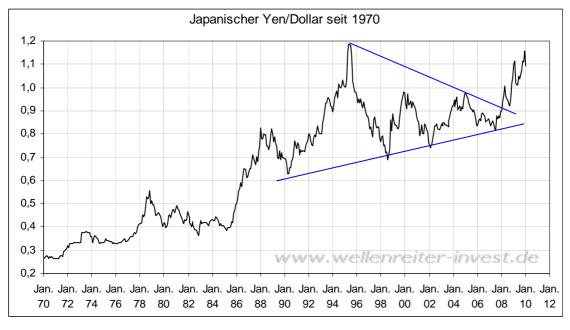
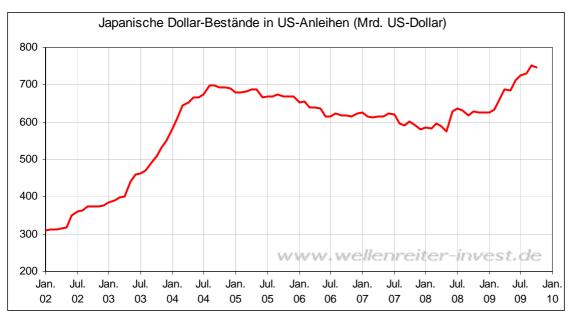


Abb. 135: Yen/Dollar seit 1970

Wenn man bei uns früher von einer "starken Deutschen Mark" schwärmte, wie sehr müssen die Japaner die Stärke des Yen bewundern? Der Yen ist die einzige große Währung, in der der Goldpreis weiterhin schwach wirkt. Von einem neuen Allzeithoch ist Gold in Yen weit entfernt. Warum also soll man derart wertvolles Geld ausgeben?

Ein Mentalitätsumschwung dürfte dann einsetzen, wenn der Yen an Stärke verlieren sollte. Aber derartige Mentalitätsveränderungen benötigen Zeit. Selbst heute noch wird in Deutschland der stabilen Deutschen Mark hinterher getrauert. Neben der psychologischen Komponente würde ein Fall des Yen für die japanischen Exporteure die Absatzsituation im Ausland verbessern, was wiederum zu höheren Gewinnen führen würde. Dann könnte das Wirtschaftswachstum sowohl aus dem Inneren (Entsparen) als auch aus dem Export generiert werden. Dies würde die Steuereinnahmen des Staates zweifelsfrei erhöhen und die Belastung aus den Konjunkturprogrammen senken. Doch ob dies ausreichen würde, um den sich aus einem Zinsanstieg ergebenen Anstieg des Zinsdienstes auszugleichen, ist mehr als fraglich. Wenn der Zinsdienst 50 Prozent eines Staatshaushaltes ausmacht (was bei einer Verdoppelung der japanischen Zinsen anzunehmen wäre), ist die Manövrierfähigkeit eines Staates sehr eingeschränkt. Hinzu kommt, dass eine Yen-Schwäche gegenüber dem US-Dollar (Anstieg des Dollar/Yen) die Staatsverschuldung Japans in US-Dollar steigen lassen würde.



Japan verfügt – ähnlich wie China – über einen hohen Bestand an US-Staatsanleihen.

Abb. 136: Japanische Dollar Bestände in US-Anleihen

Es ist anzunehmen, dass Japan im Falle eines drohenden Staatsbankrotts seine Dollar-Bestände liquidieren wird (was durch den resultierenden Zinsanstieg auch die USA in Schwierigkeiten bringen würde). Fazit: Japan hat sich in eine Zwickmühle hineinmanövriert. Aus dieser kommt das Land nur dann wieder heraus, wenn es ein jahrelanges "zinsfreies Wachstum" hinbekommen würde. Uns ist kein Fall in der Historie bekannt, in der man Wirtschaftswachstum generieren konnte, ohne dass die Zinsen stiegen. Das Niedrig-Zins-Umfeld ist für das Überleben Japans zwingend notwendig. Ansonsten dürfte das Land in der jetzt beginnenden Dekade größte Schwierigkeiten bekommen und auch andere Länder in den Abwärtsstrudel hineinreißen.

Dabei sah es für Japan 40 Jahre lang (zwischen 1950 und 1990) richtig gut aus.

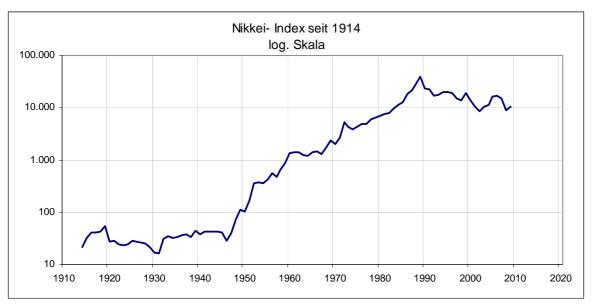


Abb. 137: Nikkei Index seit 1914

Der Nikkei Index stieg innerhalb von 40 Jahren von 40 auf 40.000 Punkte. Es scheint fast so, also sollte Japan nach den Zerstörungen des zweiten Weltkriegs (zwei Atombombenabwürfe) mit ausgleichender Gerechtigkeit besonders entschädigt werden. Aber im Jahr 1990 war das Entschädigungspotential offensichtlich aufgebraucht; seitdem bewegt sich der Nikkei-Index abwärts.

Warum ist dies so? Eine mögliche – und unter allen Erklärungsversuchen noch am wahrscheinlichsten klingende Erklärung – bietet der zeitversetzte Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Geburten und dem Aktienkursverlauf. In den Jahren 1945 bis 1950 wurde in Japan ein deutlicher Anstieg der Geburtenzahlen registriert. Die Baby-Boomer der USA wurden zwischen 1955 und 1965 geboren, diejenigen Deutschlands zwischen 1960 und 1965.

Im Jahr 1949 erreichte der japanische Babyboom seinen Höhepunkt. Genau 41 Jahre später (Anfang 1990) war der Nikkei-Index ganz oben. Den Zusammenhang zwischen Nikkei-Index und Geburtenzahl ist nachfolgend dargestellt.

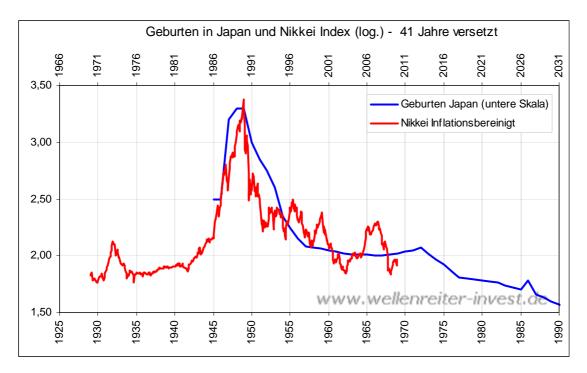


Abb. 138: Geburten in Japan und Nikkei Index

Harry Dent – der diesen Zusammenhang als erster popularisiert hat – sieht die "Middle-Ager" (Altergruppe zwischen 40 und 50) als diejenige Bevölkerungsgruppe mit der höchsten Konsumkraft. Diese Altersgruppe hat häufig Kinder zu versorgen; häufig wird ein Haus gebaut oder erworben. In den höheren Altersgruppen lässt das Ausgabeverhalten nach, und in den jüngern Altersgruppen ist das Kapital noch nicht vorhanden. Dieser Effekt ist statistisch erwiesen. Der lang anhaltende Rückgang der Geburten in Japan nach 1950 dürfte auch in den nächsten Dekaden für Bremsspuren am japanischen Aktienmarkt sorgen.

Ein Blick in die USA zeigt den gleichen Effekt, allerdings gegenüber Japan zeitverzögert. Hier wurde nicht 41, sondern 47 Jahre später das inflationsbereinigte Hoch im Dow Jones Index erreicht (im Jahr 2007; wobei das Hoch in der Realität ein Doppelhoch 2000/2007 ist.

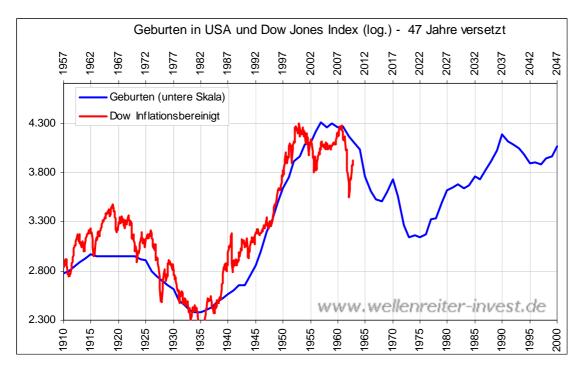


Abb. 139: Geburten in USA und Dow Jones Index

Nach diesem Muster würde der Rückgang der zahlungskräftigen Verbraucher die amerikanische Börse bis etwa ins Jahr 2015 belasten. Danach würde eine Aufwärtsbewegung bis etwa 2017 einsetzen, bevor im Jahr 2020 ein finales Tief erzielt werden würde. Anschließend könnten die Märkte vom "Echo-Boom" profitieren. Ein solcher Echo-Boom existiert übrigens weder in Japan noch in Deutschland. Wie dem Chart zu entnehmen ist, wird die grobe Richtung recht gut beschrieben, die Details eher nicht. Was für diese Kurve spricht, ist der Umstand, dass Harry Dent das Börsenhoch von 2007 bereits Anfang der 90er Jahre als solches beschrieb. Der Zusammenhang zeigt sich somit nicht nur im "Backtesting", sondern auch in der Realität als robust.

Für Deutschland ergibt sich folgender Zusammenhang: Der Höhepunkt des Baby-Booms wurde im Jahr 1962 erreicht. Das inflationsbereinigte Hoch im DAX wurde im Jahr 2000 erzielt. Die Differenz beträgt lediglich 38 Jahre. Rechnet man das Hoch von 2007 als Allzeithoch (nominal korrekt), so beträgt die Differenz 45 Jahre.

Bevor man jedoch diesen Zusammenhang zu sehr festklopft, möchte ich eine Alternative nennen, die unserer Meinung nach nicht ganz unwahrscheinlich ist. Inflationsbereinigt toppte der Dow Jones Index – wie wir gesehen haben - in den Jahren 2000 und 2007. Im S&P 500 wurde das inflationsbereinigte Hoch klar im Jahr 2000 erzielt – genauso wie im DAX. Wie würde das Szenario aussehen, wenn der zeitliche Versatz analog zu Japan nicht 47, sondern nur 41 Jahre betragen würde? Dann hätten wir zumindest eine Erklärung dafür, warum die US-Indizes seit März so deutlich angestiegen sind.

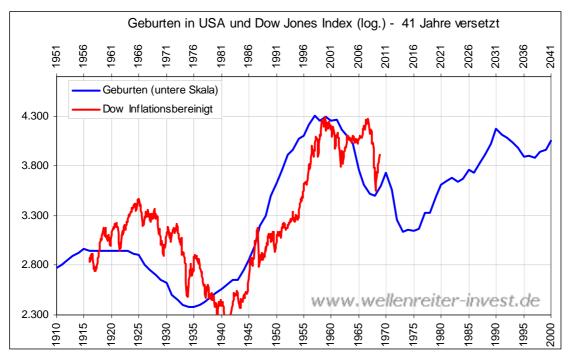


Abb. 140: Geburten in USA und Dow Jones Index

Zudem würde das sich aus dem ersten Chart ergebene "Doomsday"-Szenario (Abwärts bis 2020) deutlich an Schrecken verlieren: Die Märkte würden bereits in den Jahren 2013/14 ein finales Tief ausbilden. Anschließend würde sich eine 15 Jahre andauernde Aufwärtsbewegung ergeben.

Noch aus einem weiteren Grund ist dieser Verlauf nicht uninteressant: Ein solches Szenario würde gut mit unserem Blasenverlaufsmuster korrelieren (nächster Chart).



Abb. 141: Verlauf von Blasen - Aktienmärkte

Das Blasenverlaufsmuster suggeriert ein erstes Tief zweieinhalb Jahre nach dem Platzen einer Blase, gefolgt von einem ersten Hoch nach sieben Jahren und einem weiteren Hoch nach zehn Jahren. Anschließend würde sich eine etwa zwei bis drei Jahre andauernde Abwärtsbewegung ergeben. Diese würde in der aktuellen Phase in etwa bis 2012/13 andauern, bevor eine erneute, aber diesmal nachhaltige Aufwärtsbewegung greift. In die entscheidende Phase zoomen wir mit dem folgenden Chart.

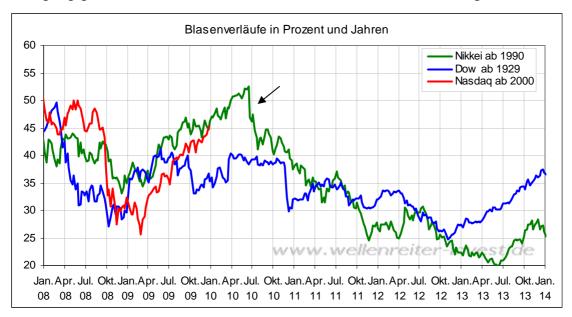


Abb. 142: Verlauf von Blasen - Aktienmärkte kurzfristig

Die seit März 2009 anhaltende Aufwärtsbewegung sollte im zweiten Quartal 2010 zu Ende gehen. Folgt man dem Nikkei-Index (grün), so könnte es Mitte 2010 zu einem recht heftigen Abverkauf kommen (siehe Pfeil obiger Chart).

Statistisch nicht ohne Relevanz sind die bisherigen Aktienindex-Verläufe in den ersten beiden Dekaden eines Jahrhunderts. Danach reflektieren die Jahre 10 bis 13 eine eher schwächere Aktienmarktperiode (blaue Linien folgender Chart), bevor in den Jahren 14 bzw. 15 eine deutliche Aufwärtsbewegung einsetzt.

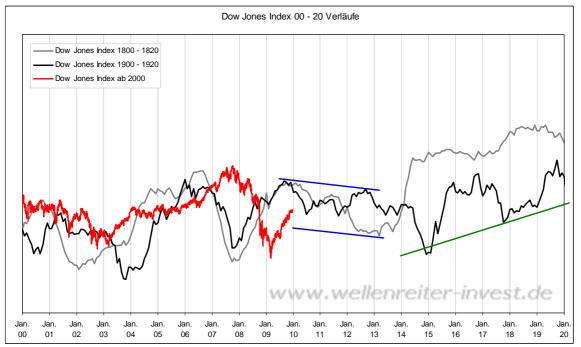


Abb. 143: Dekadenbeginne historisch

Die Mitte der Dekade scheint im Bezug auf das "Triggern" einer Aufwärtsbewegung eine besondere Rolle zu spielen. Wir haben zu Beginn darauf hingewiesen, dass in den vergangenen drei Jahrhunderten in der zweiten Dekade jeweils politische Neuordnungen stattfanden. Diese gingen auch mit einer Neuordnung der Finanzwelt einher. Angesichts der drängenden Probleme, die in der Finanzwelt einer Lösung harren, ist für uns ein Lösungshorizont denkbar, der ab Mitte der Dekade für eine Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten sorgt. Dafür spricht auch die Annahme, dass die kommende Dekade wiederum einen unterdurchschnittlichen Verlauf nehmen wird.

Unterdurchschittliche Dekadeverläufe gab es meist im Doppelpack: 1900 und 1910; 1930 und 1940; 1960 und 1970 (nächster Chart).



Abb. 144: unterdurchschnittliche Jahrzehnte

Da die 2000er Dekade unterdurchschnittlich verlief, müsste bei Fortsetzung dieser Logik auch die 2010er Dekade unterdurchschnittlich verlaufen.

Die zweite Dekade eines Jahrhunderts ist häufig inflationär geprägt. Nicht so sehr zu Beginn, aber im weiteren Verlauf. Man denke nur an die Inflationsraten um die 20 Prozent, die sich zwischen 1917 und 1920 nach dem Ende des ersten Weltkriegs in vielen Ländern Europas und in den USA einstellten. Springt man ein Jahrhundert zurück, so stellt man fest, dass auch der Zeitraum nach dem Wiener Kongress ein Zeitraum hoher Inflation war. Das lässt sich zwar nur indirekt, aber dafür recht stichhaltig nachweisen.

Nachfolgend stellen wir den Preisverlauf für Weizen seit 1700 in US-Dollar dar. Der rote Pfeil (nächster Chart) verweist auf einen Weizenpreisspike im Jahr 1817. Zudem sind uns für die USA zurückgerechnete Inflations-Zahlen bekannt, die ebenfalls auf eine starke Inflation um 1815 bis 1817 (nach Ende des Wiener Kongresses) verweisen. Geht man noch ein weiteres Jahrhundert zurück, so erkennt man ebenfalls einen Inflationsspike, der nach dem Ende des spanischen Erbfolgekriegs entstand (grüner Pfeil). Es lässt sich feststellen, dass es in den vergangenen drei Jahrhunderten jeweils in der zweiten Dekade zu einem Inflationsspike kam (nächster Chart).

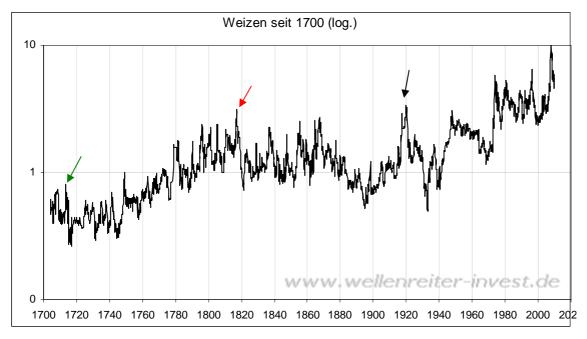


Abb. 145: Weizen seit 1700

Im Bezug auf die jetzt beginnende zweite Dekade des aktuellen Jahrhunderts könnte man argumentieren, dass sich die Welt in einem Zustand des Waffenfriedens – bezogen auf die großen Industrie- und Schwellenländer – befindet. Krieg ist historisch betrachtet zwar eine wichtige Voraussetzung für das Auftreten von Inflation, aber kein Muss. Die Dekade der 1970er Jahre war nicht wegen des Vietnamkrieges, sondern vor allen Dingen wegen der losen Politik der US-Fed im Gefolge des Endes der Goldpreisbindung eine Inflationsdekade.

Der Inflationsdekade der 1970er Jahre folgten zwei Dekaden der Disinflation 1980 bis 2000. Die 2000er Jahre lassen sich als "Reflationsdekade" bezeichnen. Logisch wäre jetzt eine Dekade der Inflation analog zu den 1970er Jahren. Auch deswegen, weil der der Zinszyklus um das Jahr 2010 herum sein Tief im 30-Jahres-Zyklus markieren sollte. Steigende Zinsen und steigende Inflationsraten sind zwar nicht immer, aber häufig Brüder.

Inflationär geprägte Bärenmärkte folgen einem typischen Verlaufsmuster, das war im folgenden Chart darstellen. Danach würde der Aktienmarkt auch in den kommenden Jahren von einem trendlosen Auf und Ab geprägt sein. Die Charakteristika der "verlorenen Dekade" würden sich zunächst fortsetzen.

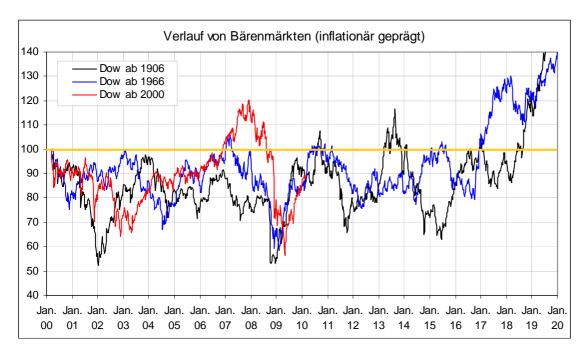


Abb. 146: Verlauf von Bärenmärkten (inflationär geprägt)

Erst in der zweiten Hälfte der jetzt beginnenden Dekade würde sich zumindest nominal ein durchgängiger Aufwärtstrend bemerkbar machen können. Dieser könnte jedoch real durch steigende Inflationsraten gebremst werden. Die Annahme einer besonders in der zweiten Hälfte inflationär geprägten Dekade bestätigt auch der Blasenverlaufschart für den Goldpreis. Zwischen 2012/13 und 2016/17 zeichnet sich ein Anstieg ab.

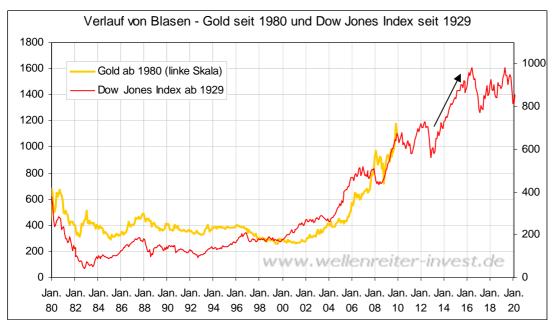


Abb. 147: Verlauf von Blasen - Gold

Aus dem 30-Jahres-Zinszyklus ergibt sich für die kommende Dekade ein Zinsanstieg. Die Periode des billigen Geldes ist vorbei.



Abb. 148: Zinszyklus

Wahrscheinlich steigen die Zinsen in den ersten Jahren der neuen Dekade schneller als die Inflation (steigende Realzinsen). Dies dürfte den Anstieg des Goldpreises zunächst ausbremsen. Mit zunehmender Dekadendauer dürfte die Inflation stärker anziehen als die Zinsen, was zu fallenden Realzinsen und zu einem wieder steigenden Goldpreis führen sollte.

Fazit: Das Ende des billigen Geldes dürfte die Staatengemeinschaft in den ersten Jahren der neuen Dekade zu Problemlösungen zwingen. Japan kommt die Bedeutung eines "Triggers" (Auslösers) für eine solche Neuordnung zu: Erstens ist Japan der Industriestaat mit der größten Schuldenproblematik, und zweiten ist Japan – im Gegensatz zu Griechenland – *systemrelevant*: Japan ist die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. Japan ist "too big to fail". Wie genau eine solche Neuordnung aussehen könnte? Es wird Not-Konferenzen auf höchster Ebene geben. China dürfte dabei eine besondere Rolle zukommen. Kauft China massenweise japanische Staatsanleihen? Die historische Feindschaft zwischen beiden Staaten macht es schwer, an ein solches Szenario zu glauben. Andererseits: China hätte so die Möglichkeit, einen bankrotten Staat zu kaufen. Damit würde China die Machtverhältnisse in Asien klarstellen.

Nach den Turbulenzen in den ersten Jahren der neuen Dekade dürfte die Welt in der zweiten Hälfte der Dekade in ein ruhigeres Fahrwasser geraten. Nach einer schwierigen Phase der Neuordnung dürften am Ende der Dekade stabilere Verhältnisse herrschen als aktuell. Die Dekade wird keine verlorene Dekade sein.

-----

### Disclaimer

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

### Über uns

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

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

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

Das Gesamtprodukt kostet im Monatsabonnement 25 Euro (Halbjahresabo 110 Euro, Jahresabo 200 Euro). Wir bieten ein 14tägiges kostenloses Schnupperabo an. Mehr unter <a href="https://www.wellenreiter-invest.de">www.wellenreiter-invest.de</a>

Wir veröffentlichen Einzelstudien (Jahresprognosen, Rohstoffstudien).

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: Verlaufsvergleich S&P 500, Bonds und Gold in Prozent
- Abb. 2: Ratio Gold zu S&P 500
- Abb. 3: TED-Spread
- Abb. 4: Zinssätze auf Unternehmensanleihen 1920 2010
- Abb. 5: Leitzinssätze international
- Abb. 6: Leitzins und US-Arbeitslosenquote
- Abb. 7: Bilanzsumme US-Zentralbank
- Abb. 8: Verschuldung der USA in Prozent vom BIP
- Abb. 9: Zinsdienst der USA
- Abb. 10: Zinsdienst der USA in Prozent vom BIP
- Abb. 11: Öffentliche Verschuldung USA bis 2015
- Abb. 12: Zinsdienst der USA bis 2015
- Abb. 13: Einkommensverteilung Top 1 Prozent aller US-Haushalte
- Abb. 14: Verschuldung der Privathaushalte in Prozent vom BIP
- Abb. 15: US-Sparquote
- Abb. 16: ECRI-Leading Index (Economic Cycle Reseach Institute)
- Abb. 17: Verbrauchervertrauen Universität Michigan seit 1952
- Abb. 18: US-Industrieproduktion seit 1998
- Abb. 19: US-Kapazitätsauslastung seit 1970
- Abb. 20: US-Hausbaumarkt seit 1960
- Abb. 21: Geburtenrate USA und Verkäufe neuer Häuser
- Abb. 22: US-Arbeitsplätze und Rezessionen
- Abb. 23: US-Geldmengenwachstum MZM
- Abb. 24: US-Geldmengenwachstum MZM und Fed Funds Rate
- Abb. 25: US-Geldmengenwachstum MZM und Fed Funds Rate
- Abb. 26: Überschussreserven der Banken bei der FED
- Abb. 27: Inflationsentwicklung seit 1900 (Kerninflationsrate seit 1957)
- Abb. 28: Inflationsentwicklung und Zinssatz 10jährige Anleihen
- Abb. 29: US-BIP und Realzins
- Abb. 30: Zinsspanne 10jährige zu dreimonatigen US-Anleihen
- Abb. 31: US-BIP Wachstum und Zinsspanne
- Abb. 32: US-Anleihemarkt in Mrd. USD
- Abb. 33: US-Anleihemarkt Segmente
- Abb. 34: Zinsen auf Unternehmensanleihen
- Abb. 35: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800
- Abb. 36: nominaler Zinssatz 30jähriger US-Bonds seit 1915
- Abb. 37: nominaler Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten
- Abb. 38: Zins-Spread Deutschland diverse EU-Länder
- Abb. 39: Zinssätze Unternehmensanleihen und Bonds
- Abb. 40: Anleihen in Nachwahljahren
- Abb. 41: Anleihen in Nachwahljahren 1972 bis 1976
- Abb. 42: Zinssatz 30jähriger US-Anleihen Verlaufsvergleich
- Abb. 43: Anleihen in Nachwahljahren
- Abb. 44: 30jährige US-Anleihen Monatschart
- Abb. 45: Chinesische Dollar-Bestände in US-Anleihen
- Abb. 46: US-Leitzins und S&P 500 Index
- Abb. 47: Fed Funds Rate, Zinssatz 3-Monats-T-Bills und Zinssatz 2jährige Anleihen
- Abb. 48: Realzinsen USA, Euroland, Japan

- Abb. 49: Realzins-Differenz Euroland/USA
- Abb. 50: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index
- Abb. 51: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index Einzelverläufe
- Abb. 52: Durchschnittsblase und US-Dollar-Index
- Abb. 53: US-Dollar-Index Wochenchart
- Abb. 54: US-Dollar-Tageschart seit 1985
- Abb. 55: Euro/Dollar seit 1970
- Abb. 56: Realzins-Differenz USA/Japan
- Abb. 57: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen
- Abb. 58: Dollar/Yen
- Abb. 59: CRB-Rohstoff-Index inflationsbereinigt
- Abb. 60: US-Inflationsrate und Kupfer 2000 2012
- Abb. 61: Kupfer inflationsbereinigt seit 1800
- Abb. 62: Kupfer seit 1900
- Abb. 63: Erdöl seit 1900
- Abb. 64: Erdől inflationsbereinigt seit 1890
- Abb. 65: Erdöl-Preisveränderung seit 1900 und US-Inflationsrate
- Abb. 66: Erdöl-Trendkanal seit 1900
- Abb. 67: Saisonaler Verlauf Erdöl in Zwischenwahljahren
- Abb. 68: Goldpreis inflationsbereinigt
- Abb. 69: Goldpreis seit 1900
- Abb. 70: Gold in Euro seit 1970
- Abb. 71: Gold in Yen seit 1970
- Abb. 72: Goldpreis und Euro/Dollar
- Abb. 73: Gold-/CRB-Ratio
- Abb. 74: Gold und XAU/Gold-Ratio
- Abb. 75: Gold und XAU-Goldminen-Index
- Abb. 76: Saisonaler Verlauf Gold
- Abb. 77: Goldpreis und Realzins langfristig
- Abb. 78: Verlauf von Blasen Dow seit 1929 und Gold seit 1980
- Abb. 79: Silber inflationsbereinigt seit 1800
- Abb. 80: Silber seit 1900
- Abb. 81: Saisonaler Verlauf Silber
- Abb. 82: Silber/Gold-Ratio und S&P 500
- Abb. 83: Silber und US-Zinsen seit 1920
- Abb. 84: Reis seit 1986
- Abb. 85: Weizen seit 1900
- Abb. 86: Weizen 60-Jahres-Zyklus
- Abb. 87: Weizen saisonaler Verlauf
- Abb. 88: Zucker seit 1960
- Abb. 89: Zucker inflationsbereinigt
- Abb. 90: Dow Jones Index 1800 2025 (inflationsbereinigt)
- Abb. 91: Dow Jones Index 24-Jahres-GD
- Abb. 92: Dow Jones Index Abweichung vom 4-Jahres-GD
- Abb. 93: Dow Jones Index Entfernung vom 1-Jahres-GD
- Abb. 94: KGV und S&P 500
- Abb. 95: Verlauf inflationär geprägter Bärenmärkte
- Abb. 96: Benner-Zyklus
- Abb. 97: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 0er-Jahre 1900 2000
- Abb. 98: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Oer-Jahre/Zwischenwahljahre

- Abb. 99: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Oer-Jahre/Zwischenwahljahre
- Abb. 100: Dow Jones Index Verteilung Zwischenwahljahre
- Abb. 101: Dow Jones Index Verteilung Zwischenwahljahre
- Abb. 102: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Zwischenwahljahre 1898 2006
- Abb. 103: Dow Jones Index Verlauf Zwischenwahljahre 1990 bis 2006
- Abb. 104: Amtswechsel Zwischenwahljahre
- Abb. 105: NYSE-Handelsvolumen langfristig
- Abb. 106: NYSE-Handelsvolumen kurzfristig
- Abb. 107: Volumen-Saisonalität
- Abb. 108: NYSE AD-Linie langfristig
- Abb. 109: NYSE AD-Linie kurzfristig
- Abb. 110: Neue 52-Wochen-Tiefs in Prozent
- Abb. 111: Neue 52-Wochen-Hochs in Prozent
- Abb. 112: Neue 52-Wochen-Hochs absolut
- Abb. 113: Kapital-Allokation
- Abb. 114: Investments in US-Geldmarktfonds kurzfristig
- Abb. 115: Investments in US-Geldmarktfonds langfristig
- Abb. 116: Smart Money Flow Indikator Dow Jones Index
- Abb. 117: Smart Money Flow Indikator Nasdaq 100
- Abb. 118: Dow Jones Index Freitagsindikator
- Abb. 119: Dow Jones Index Montagsindikator
- Abb. 120: Investors Intelligence Baerische Börsenbriefverfasser
- Abb. 121: Investors Intelligence Bullishe Börsenbriefverfasser
- Abb. 122: NDX/S&P500-Ratio
- Abb. 123: Nasdag/NYSE-Volumen-Ratio
- Abb. 124: NYSE-Margin Debt
- Abb. 125: Ratio zyklische zu nicht-zyklischen Konsumgütern
- Abb. 126: Jahresveränderung 2009 in Prozent
- Abb. 127: Ratio Banken zu S&P500
- Abb. 128: US-Hausbau-Index Wochenchart
- Abb. 129: Veröffentlichungstermin Fed-Protokoll
- Abb. 130: Zeitprojektion März 2009
- Abb. 131: Zeitprojektion April 2010
- Abb. 132: Zeitprojektion Mai 2010
- Abb. 133: Staatsverschuldung Japan in US-Dollar
- Abb. 134: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen USA, Deutschland, Japan
- Abb. 135: Yen/Dollar seit 1970
- Abb. 136: Japanische Dollar Bestände in US-Anleihen
- Abb. 137: Nikkei Index seit 1914
- Abb. 138: Geburten in Japan und Nikkei Index
- Abb. 139: Geburten in USA und Dow Jones Index
- Abb. 140: Geburten in USA und Dow Jones Index
- Abb. 141: Verlauf von Blasen Aktienmärkte
- Abb. 142: Verlauf von Blasen Aktienmärkte kurzfristig
- Abb. 143: Dekadenbeginne historisch
- Abb. 144: unterdurchschnittliche Jahrzehnte
- Abb. 145: Weizen seit 1700
- Abb. 146: Verlauf von Bärenmärkten (inflationär geprägt)
- Abb. 147: Verlauf von Blasen Gold
- Abb. 148: Zinszyklus

Wellenreiter-Jahresausblick 2010