

# Der Wellenreiter

Handelstägliche Frühausgabe

**Freitag, den 29. Juni 2007**

„Kurt Beck will Arbeiter zu Kapitalisten machen“, titelt die FAZ-Online.

<http://www.faz.net/s/Rub594835B672714A1DB1A121534F010EE1/Doc-EA636DA858C8A47E8AC7322A4583B2FFE-ATpl-Ecommon-Scontent.html>

„Millionen Arbeitnehmer sollen sich leichter am wirtschaftlichen Erfolg ihrer Unternehmen beteiligen können. Die beiden Volksparteien sind in diesem Ziel einig, haben Konzepte entwickelt, setzen aber unterschiedliche Akzente. Während die Union die Arbeitnehmer direkt am jeweiligen Unternehmen beteiligen will, um die Beschäftigten zu Mitunternehmern zu machen, vertreten die Sozialdemokraten einen indirekten Ansatz. Der SPD-Vorsitzende Beck schlug in einem Interview die Einrichtung eines „Deutschland-Fonds“ vor, in den die Beschäftigten, unterstützt vom Staat, Teile ihres Einkommens einzahlen sollen, der dann mit diesem Geld ihre Unternehmen finanziert.“

Zu welchem Zeitpunkt im Leben eines Konjunkturzyklus kommen derartige Vorschläge auf den Tisch? Bestimmt nicht in einer Rezession, auch nicht zu Beginn eines Bullenmarktes. Wahrscheinlich auch nicht in der Mitte, da die Arbeitnehmer und Politiker sich dann noch immer in einer „gefühlten Rezession“ befinden. Nein, solche Vorschläge kommen dann, wenn die Aufschwungphase zum allergrößten Teil vorbei ist.

Das Spiel ist grausam, und daran wird sich nichts ändern: Nach dem Beginn eines Bullenmarktes profitieren zunächst einige Mutige, dann die Wohlhabenden und als letztes die Masse. Die Masse profitiert in der Regel nur kurz (einige Wochen bis Monate), da sie in der Nähe des Tops einsteigt.

Die beiden einzigen Ausnahmen von dieser Regel waren Herbst 1927 bis September 1929 und der Herbst 1998 bis zum März 2000. Damals profitierte die Masse lange, sehr lange von der Marktentwicklung, nämlich anderthalb bis zwei Jahre. Für den Herbst 1998 bis März 2000 lässt sich dies an den Investors Intelligence Zahlen festmachen: Zwischen dem 13.11.1998 und dem 13.8.1999 wurde – mit einer Ausnahme – keine Woche unter 50% Prozent bullischer Ausrichtung notiert. Am 19.11.1999 wurde der Wert von 50% bullisch wieder übertroffen und verblieb bis zum 5.5.2000 auf diesem Niveau.

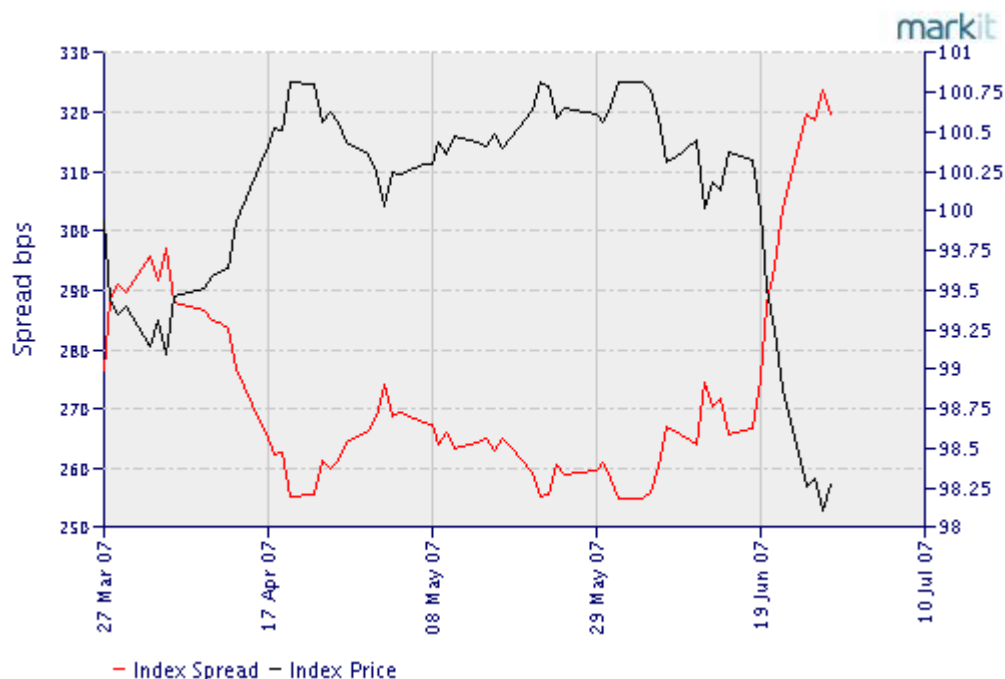
Fazit: Das Drängen von CDU/CSU und SPD, die Arbeitnehmer direkt oder indirekt an den Unternehmensgewinnen zu beteiligen, kommt der aktuellen Denkweise der Masse entgegen. Man könnte es auch „Stimmenfang“ nennen. Für eine derartige Politik ist das

Zeitfenster meist kurz. In einer Phase des Abschwungs oder einer Rezession, in das Wort „Unternehmenspleite“ häufiger durch die Presse gehen würde, würde ein derartiger Vorschlag schnell wieder eingestampft werden. Wir werten einen solchen Vorschlag als Anzeichen für einen Spät-Bullenmarkt.

Der „Credit Default Swap (CDS)“ – Markt ist in den vergangenen Jahren enorm gewachsen. Ein CDS nichts anderes als eine Versicherung gegen einen Kreditausfall in Form eines Derivates. Häufig werden CDS im Zusammenhang mit dem Erwerb von Unternehmensanleihen erworben. Beispielsweise könnte ein Pensionsfonds, der Unternehmensanleihen von General Motors erwirbt, sich gleichzeitig mit einem CDS gegen das Kreditausfallrisiko (z.B. bei Insolvenz des Unternehmens) absichern. Auch bei Leveraged-Buy-Outs ([http://en.wikipedia.org/wiki/Leveraged\\_buyout](http://en.wikipedia.org/wiki/Leveraged_buyout)), an denen gewöhnlich Private Equity Firmen beteiligt sind, kommen CDS zum Einsatz. Eine ausführliche CDS-Erläuterung findet sich [hier](#).

Je höher der Spread eines solchen Derivates, je höher erscheint das Ausfallrisiko. Dow Jones hat mehrere Indizes dazu aufgelegt (siehe „[Dow Jones CDX](#)“). Nachfolgend betrachten wir den Index für „Junk“-Derivate („High Yield“).

### High Yield CDS Index Spread (CDX.NA.HY)



Quelle: Markit

Man erkennt, dass der Index-Spread (rote Linie) Anfang Juni einen Boden ausbildete. Seit Mitte Juni steigt er rasant an und der Index-Preis (schwarz) fällt entsprechend. Das bedeutet, dass die Versicherungsprämie für das Ausfallrisiko im Markt für Junk Bonds in den USA in den vergangenen beiden Wochen geradezu explodiert ist.

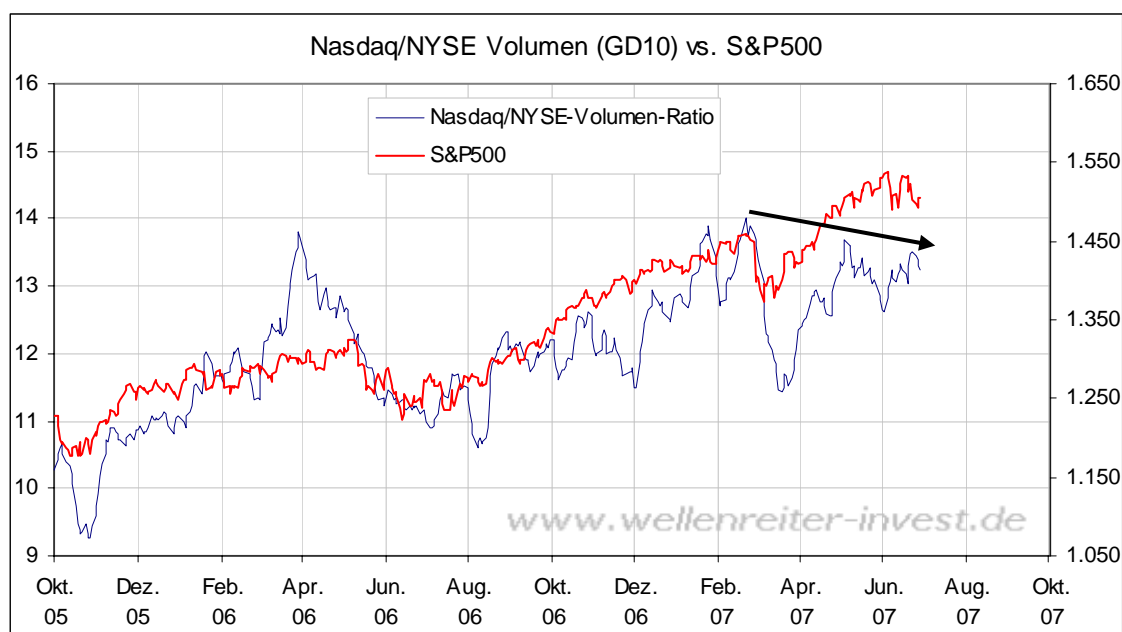
Höhere Risiken und höhere Zinsen am langen Ende führen dazu, dass die Ausgabe von neuen Unternehmensanleihen in den letzten Tagen für viele Unternehmen ins Stocken geriet. Bloomberg gibt einen Überblick über die Gesamtsituation.

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aM6W7dD5PnA0&refer=home>

Fazit: Der Kapitalmarkt läuft gegenwärtig nicht mehr rund. Seit dem Beinahe-Kollaps zweier Bear Stearns Immobilien-Hedge Fonds vor einigen Tagen steigt der Preis für die Versicherung von Ausfallrisiken und geplante Deals werden verschoben. Wenn unsere Annahme stimmt, dass der Immobiliensektor auch in den kommenden Monaten seine Abwärtsbewegung fortsetzen wird, dürften sich die Bear Stearns-Probleme auch auf weitere Hedge Fonds übertragen.

-----

Interessant ist das Verhalten der Ratio Nasdaq-/ NYSE-Volumen. Häufig toppt die Ratio Wochen vor Markthochs im S&P 500 (wie zuletzt im April 2006).



Aktuell scheint sich eine Reihe niedrigerer Hochs (siehe Pfeil) zu bilden, und das im Angesicht der relativen Preisstärke der Nasdaq gegenüber dem S&P 500 in den

vergangenen Tagen. Die Nasdaq/NYSE-Volumens-Ratio deutet darauf hin, dass das Potential der Märkte (ob S&P 500 oder Nasdaq) nach oben hin begrenzt ist.

-----

Zu den Märkten.

1,49 Mrd. Aktien wechselten an der NYSE den Besitzer. Das Aufwärtsvolumen betrug 758 Mio., das Abwärtsvolumen 697 Mio. gehandelte Aktien. Das Aufwärtsvolumen ergab 52% vom Gesamtvolumen; 104 neue Hochs standen 45 neuen Tiefs gegenüber.

Der Dow Jones Index schloss mit 13.422 Punkten um 5 Zähler niedriger (-0,1%) als am Vortag.

Der S&P 500 endete bei 1.506 Punkten um 1 Zähler niedriger (-0,1%).

Der Nasdaq Composite Index schloss mit 2.608 Punkten um 3 Punkte (+0,1%) höher; der Halbleiter-Index fiel um 0,9%.

Der Transport-Index endete bei 5.133 Punkten (+0,1%).

Größte Gewinner: Airlines; Größte Verlierer: Hausbau, Öl-Service

Der T-Bond Future endete bei 106,25 Punkten (107,04).

Crude Öl notiert aktuell bei 69,61 (69,25) und Erdgas bei 6,69 Dollar (7,08).

Der US-Dollar Index befindet sich bei 82,12 Punkten (82,05).

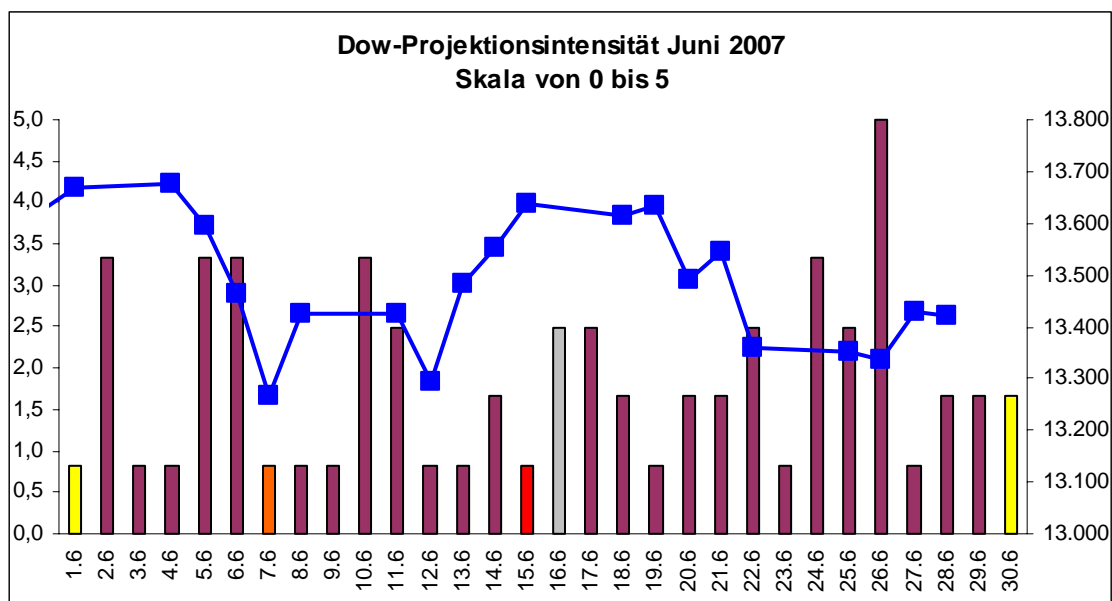
Der Goldpreis notiert aktuell bei 648,90 Dollar/Unze (646,80). Gold in Euro bei 481.

Silber befindet sich bei 12,41 Dollar (12,31).

Der Gold Bugs Index HUI stieg um 0,6% auf 326 Punkte. Der Gold/Silber Index XAU endete bei 135 Punkten. Newmont Mining verlor 4 Cent und endete bei 38,67 Dollar.

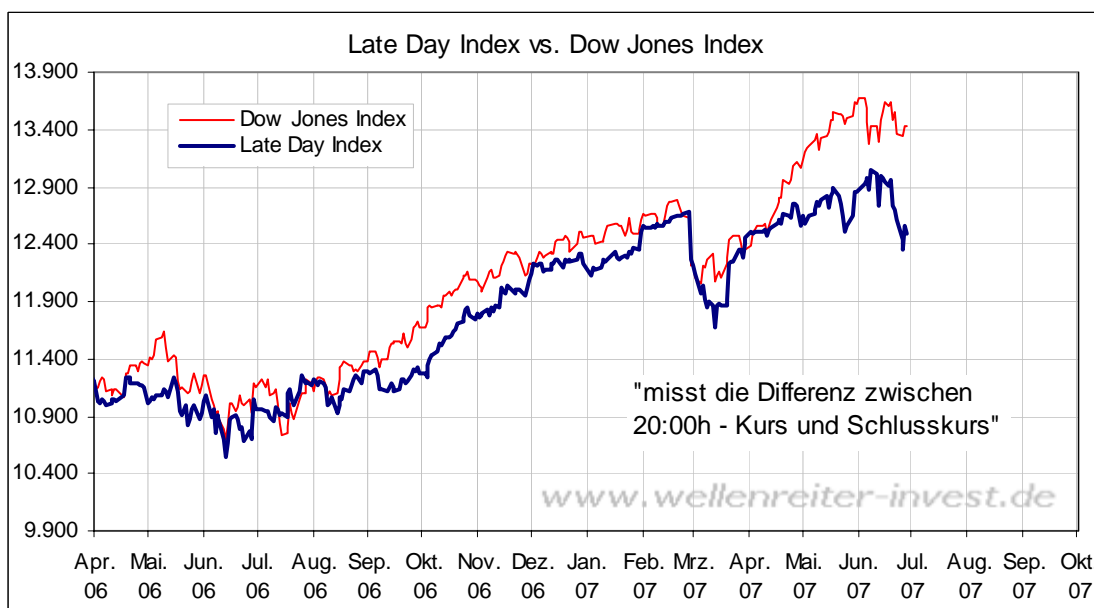
Der Volatilitätsindex (VIX) stieg um 0,1% auf 15,54 Punkte; der VXN (NDX-Vola) endete bei 16,91 Punkten. Die Put/Call-Ratio schloss mit 0,88. Die OEX-PCR endete bei 1,21.

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



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

Das NYSE-Handelsvolumen notierte für einen Zinsentscheidungstag (1,5 Mrd. gehandelte Aktien) unterdurchschnittlich. Nach 20:15h wurde das übliche wilde Auf und Ab registriert. Letztendlich siegte wieder einmal der Distributionswille des smarten Geldes über den Kaufwillen der Masse. Unser Late Day Index zeigt, dass seit Anfang Juni ein Kaufwille in den letzten beiden Handelsstunden kaum noch zu erkennen ist. Die negative Divergenz zum Dow Jones Index weitet sich aus.



Die Put-Call-Ratio endete mit 0,88 und der ISEE-Index mit 152. An den Märkten ist derzeit wenig Angst erkennbar.

Wir schrieben gestern: „Die Anleger werden es sich am Freitag genau überlegen, ob sie voll investiert oder mit ein wenig Cash in das Wochenende gehen. Die Anzeichen sprechen eher dafür, dass der Verkaufsdruck am Freitag durchaus vorhanden sein könnte.“

In den vergangenen beiden Wochen hat sich im Umfeld der Finanzmärkte einiges verändert. Unternehmen haben zunehmend Probleme, ihre Anleihen am Markt zu den bisherigen Konditionen unterzubringen. Private-Equity-Deals inklusive der Finanzierung von Übernahmen mit einem hohen Fremdkapitalanteil werden zunehmend schwieriger. Die Lage ist nicht so wie im Fall des gescheiterten Hedge-Fonds Amaranth. Das Scheitern war ein Einzelfall in einem recht engen Marktsegment (US-Erdgas). Dennoch lässt sich aus dem Amaranth-Fall lernen. Damals gab es Gegenspieler, die wussten, dass Amaranth ein angeschlagener Boxer war und aus seiner Ecke nicht mehr herauskam. Diese Hedge-Fonds profitierten enorm, indem sie Gegenpositionen zu Amaranth bezogen.

Die aktuelle Situation ist breiter angelegt. Viele Fonds und Hedge-Fonds tummeln sich im Immobiliengeschäft. Darüber hinaus ergeben sich bereits Anzeichen eines Schneeball-Effekts. Durch die Schiefelage zweier Immobilienfonds steigen die Preise für die Versicherung von Ausfallrisiken allgemein deutlich an. Viele Banker, Broker und andere Anleger dürften gespannt auf die Halbjahresberichte von Fonds und Hedge-Fonds warten, um zu sehen, ob dort irgendwelche Leichen versteckt sind. Man sollte auch nicht vergessen, dass eine Vielzahl von Hedge-Fonds direkt mit Credit-Default-Swaps (CDS) spekuliert. Wir haben weiter oben gesehen, wie stark der High-Yield-Preis-Index für CDS in den vergangenen beiden Wochen gefallen ist. Es ist immerhin möglich und auch wahrscheinlich, dass sich einige Hedge Fonds hier verspekuliert haben. Die Gegenspieler werden auch hier versuchen, Profite aus den Schwächen anderer zu ziehen und damit den Effekt noch verstärken.

Wie auch immer: Die Frage ist, ob die Investoren an den Aktienmärkten das Risiko eingehen werden, über das Wochenende long zu gehen. Es gibt dafür keinen Incentive. Das Zeitfenster der großen Private-Equity-Deals ist zunächst einmal geschlossen.

Wir bleiben dabei, dass uns eine Zurückeroberung der Marke von 1.510 Punkten im S&P 500 dazu veranlassen würde, unsere bärische Haltung zu überdenken. Das Marktverhalten der vergangenen Wochen (Distribution) sowie die unsicheren Aussichten auf

die kommende Woche sprechen jedoch dafür, dass die Märkte die Marke von 1.490 Punkten nochmals testen möchten. Je öfter ein solcher Test erfolgt, desto schwächer ist die Unterstützung.

-----

### **Absacker**

Der Economist über die angeschlagenen Kreditmärkte

[http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story\\_id=9413745](http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9413745)

Robert Rethfeld

Wellenreiter-Invest

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