

Der Wellenreiter

Handelstägliche Frühausgabe

Mittwoch, den 27. Mai 2009

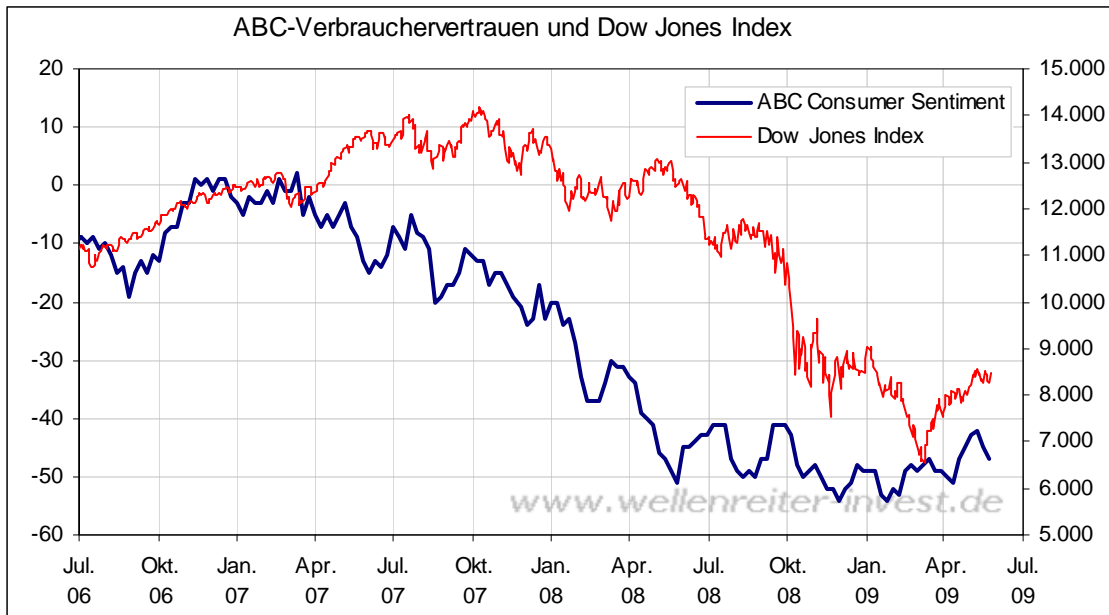
Zuletzt bestimmten wir am 13. Juni 2007 den Status des Wirtschaftszyklus in ausführlicher Form. Wir kamen damals zu folgendem Fazit: „Es ist davon auszugehen, dass sich die Märkte in eine schwierige Phase hineinmanövrieren. Wir gehen weiterhin von dem Beginn einer Rezession noch in diesem Jahr aus.“ Tatsächlich begann die US-Rezession im Dezember 2007. Diese Phase hält seit anderthalb Jahren an, sodass es opportun erscheint, sich den aktuellen Status des Wirtschaftszyklus genauer anzuschauen. Wir betrachten nachfolgend zwei Modelle. Erstens das Modell von Stockcharts.com; zweitens das Zyklenmodell von Martin Pring („All-season Investor“). Der Vorteil dieser Modelle besteht darin, dass sie – im Gegensatz zu den Szenarien der Volkswirte und „Wirtschaftsweisen“ das Verhalten der Finanzmärkte berücksichtigen. Insbesondere die Anleihemärkte spielen in den von uns bevorzugten Modellen zu Recht eine ganz besondere Rolle.

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

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

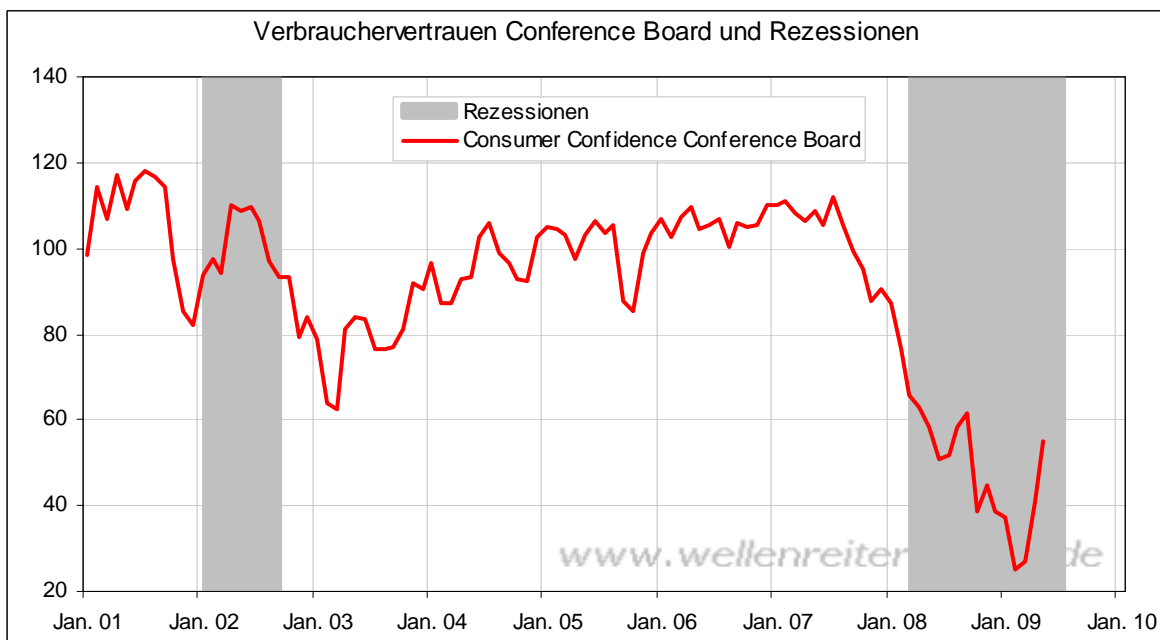
Quelle: <http://www.stockcharts.com/charts/performance/SPSectors.html>

Betrachten wir nachfolgend den aktuellen Stand dieser Indikatoren.

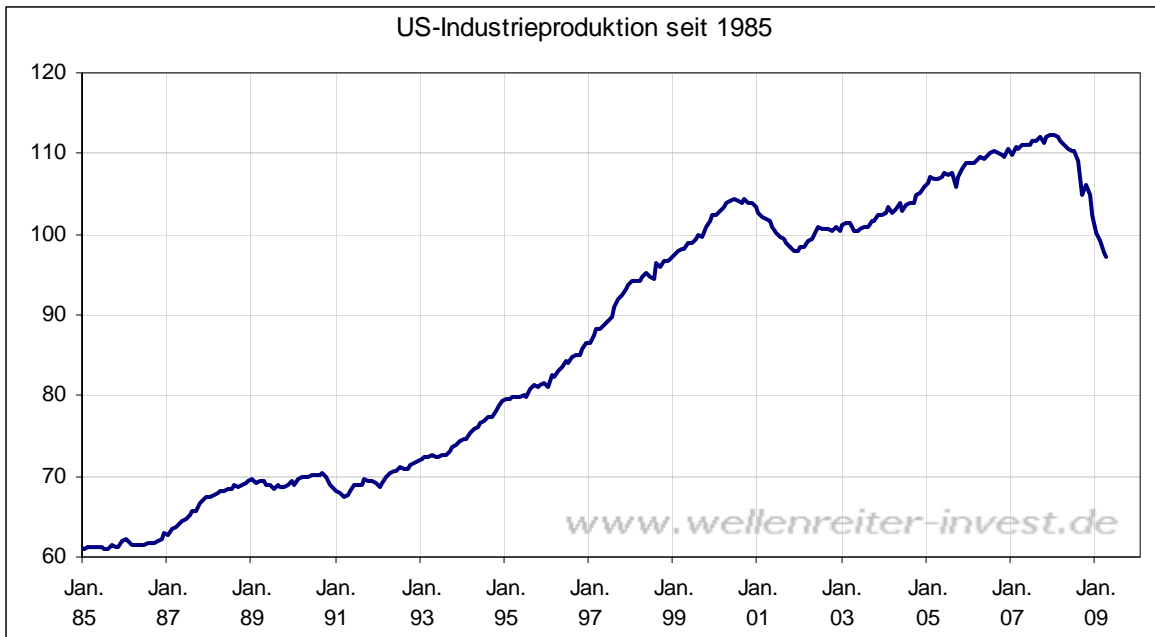


Das US-Verbrauchervertrauen (ABC-Consumer-Comfort-Index) bildete einen Boden aus und stieg von Mitte Januar bis Mitte Mai. In den vergangenen beiden Wochen ließ jedoch die Zuversicht nach (Fall von -42 auf -47 Punkte).

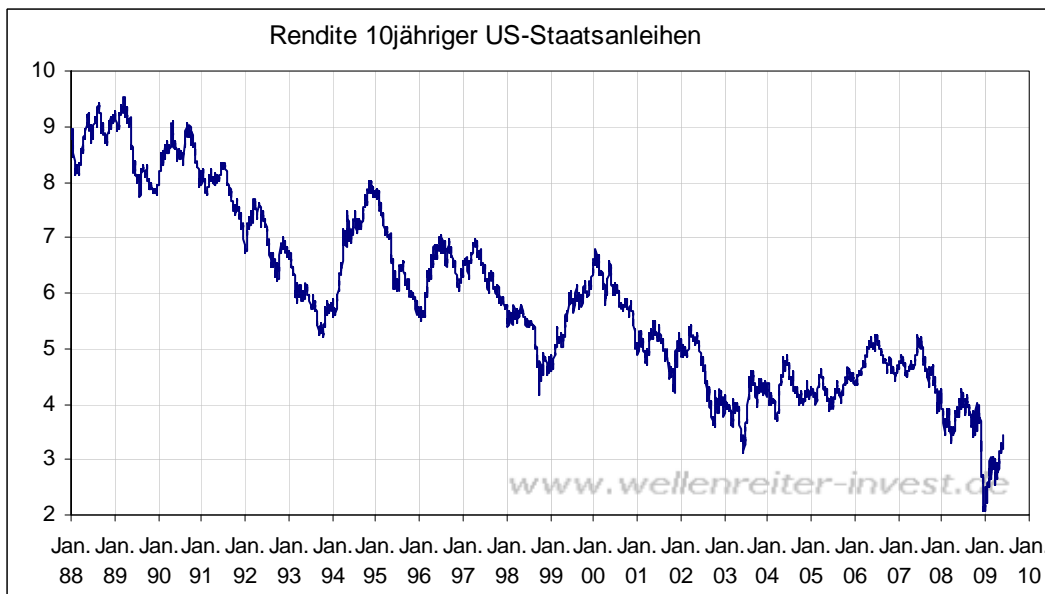
Die gestern veröffentlichten Mai-Sentimentdaten des Conference Board berücksichtigen nicht die jüngsten Entwicklungen. Sie beziehen sich lediglich auf die ersten 18 Tage des Monats.



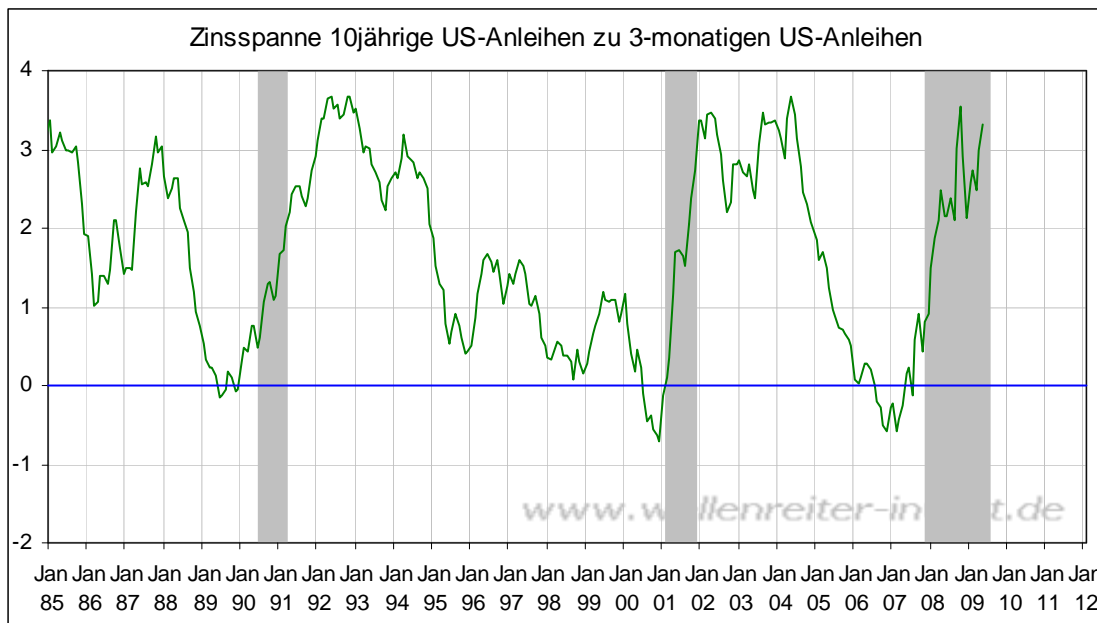
Fakt ist, dass sich das US-Verbrauchervertrauen aktuell auf einem höheren Niveau befindet als im Januar. Ob sich – wie das ABC-Verbrauchervertrauen dies andeutet – bereits wieder eine obere Umkehrformation ausgebildet hat, muss momentan noch dahingestellt bleiben.



Die US-Industrieproduktion befindet sich auf dem Niveau von 1999. Ein Anziehen der Industrieproduktion ist derzeit nicht erkennbar (durchaus aber eine Verlangsamung des Abwärtstrends).

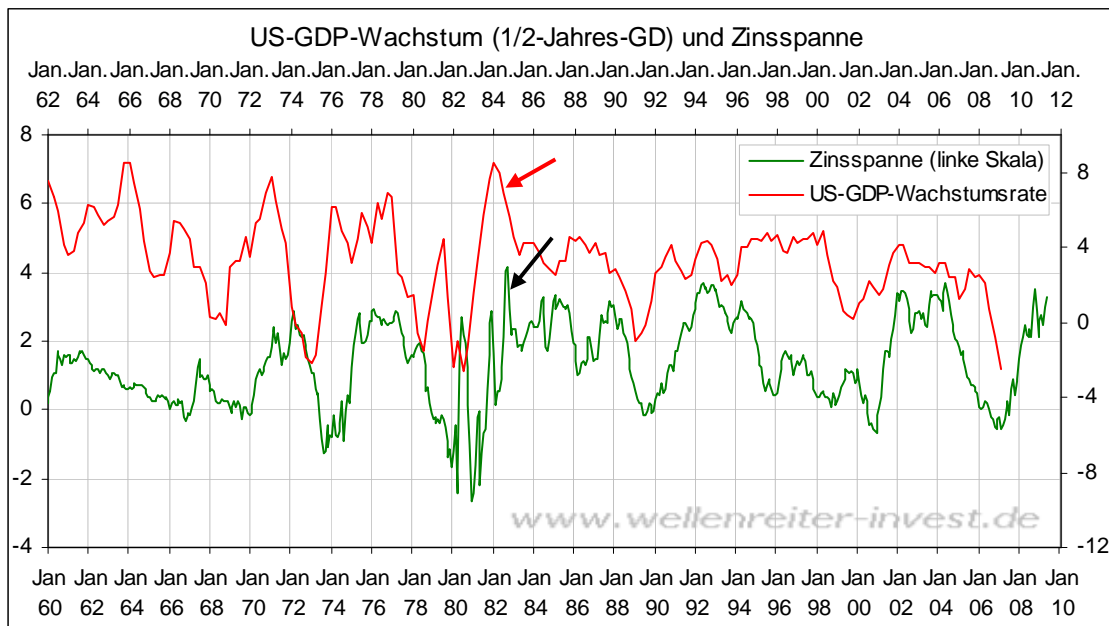


Die Zinsen am langen Ende haben sich seit Dezember deutlich erholen können, entsprechend sind die Anleihen gefallen.



Die Zinskurve hat ihre „Maximalstreckung“ von knapp vier Prozentpunkten fast erreicht. Das bedeutet, dass die Zinsstruktur sehr steil ist. Interpretation: Die Halter von Anleihen am langen Ende glauben, dass sich die Wirtschaft in Kürze deutlich erholen wird. Eine solche Zinsstrukturkurve ist typisch für den Beginn einer wirtschaftlichen Expansionsphase. Die beginnende wirtschaftliche Expansion führt zu anziehender Kapitalnachfrage. Auch steigt die Angst vor Inflation. Dies lässt die Zinsen am langen Ende steigen. Viele der Investoren, die im Dezember Anleihen mit einer Kuponrate von zwei Prozent gekauft haben, haben jetzt Angst, auf ihren niedrigen Renditen sitzen zu bleiben und verkaufen diese mit kräftigen Abschlägen. Investoren am kurzen Ende (z.B. Drei-Monats-T-Bills) haben diese Risiken aufgrund der kurzen Laufzeit nicht zu befürchten.

Nachfolgend zeigen wir den Zusammenhang zwischen der Zinskurve und der Wachstumsrate des US-BIP. Die Verläufe sind zwei Jahre zueinander verschoben (untere Skala: 1960 – 2010; obere Skala: 1962 – 2012)



Lesebeispiel: Die US-Zinsstrukturkurve war Ende 1982 sehr steil (schwarzer Pfeil). Tatsächlich signalisierte diese Zinsstruktur für 1984 ein US-BIP-Wachstum von fast acht Prozent (roter Pfeil). Entsprechend der heutigen Konstellation (größte Steilheit im Oktober 2008) muss man davon ausgehen, dass das BIP-Wachstum ca. im zweiten oder dritten Quartal 2010 ein Top ausbilden dürfte. Da die Aktienmärkte derartige Entwicklungen vorwegnehmen (durchschnittlich um drei bis sechs Monate), ist dadurch unsere Erwartung eines Aktienmarkthochs in der ersten Jahreshälfte 2010 gut begründet.

Aus dem Geschilderten ergibt die folgende Einordnung:

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

Fazit: Die Majorität der Indikatoren deutet auf das Stadium „Frühphase der Erholung“ hin. Lediglich die stark steigenden Zinsen - wenn auch absolut auf vergleichsweise niedrigem Niveau – votieren bereits für eine „Spätphase der Erholung“.

Nachfolgend stellen wir den idealtypischen Geschäftszyklus nach Martin Pring dar.

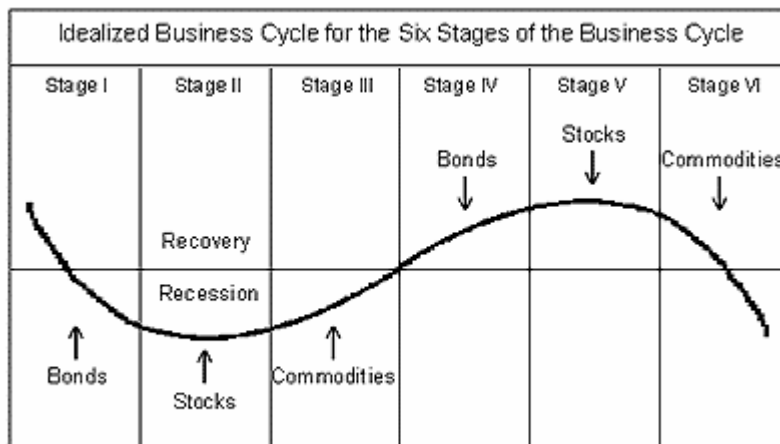


Figure 1

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

Der Autor Martin Pring beschreibt mit diesem Zyklus in idealisierter Form, welche Art Wertpapier man in welchem Stadium des Wirtschaftszyklus favorisieren sollte. Er unterteilt den Wirtschaftszyklus in sechs Phasen. Kurz nach Beginn der Rezession sollte man in Bonds investiert sein (Phase I). Inflation und Zinsen überschreiten in dieser Phase ihren Höhepunkt. Steigende Bonds (fallende Zinsen) beginnen, die Wirtschaftstätigkeit anzuregen. Es folgt die zweite Phase, in der die Aktienmärkte interessant zu werden beginnen. Die verbesserte Gewinnsituation der Unternehmen, die erhöhte Industrieproduktion sowie die verbesserte Kapazitätsauslastung zeigen, dass die Nachfrage in Gang kommt. Unternehmen erhalten ihre „Pricing Power“ zurück und regen die Inflation an.

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

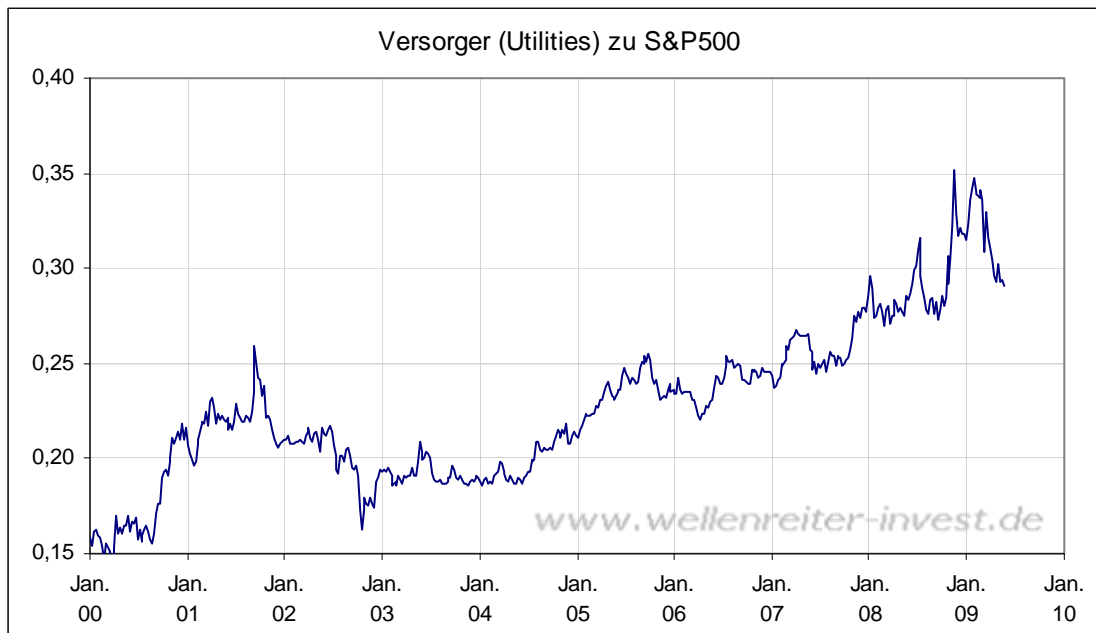
Wir betonen, dass die Darstellung des Wirtschaftszyklus nicht immer diesem idealisierten Zustand entspricht. Gerade in den letzten Jahren scheint nicht viel zusammen zu passen. Trotz aller Unzulänglichkeiten eines idealtypischen Verlaufs hilft der weiter oben gezeigte Sechs-Phasen-Chart, sich die Abfolge eines Wirtschaftszyklus bewusst zu machen.

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

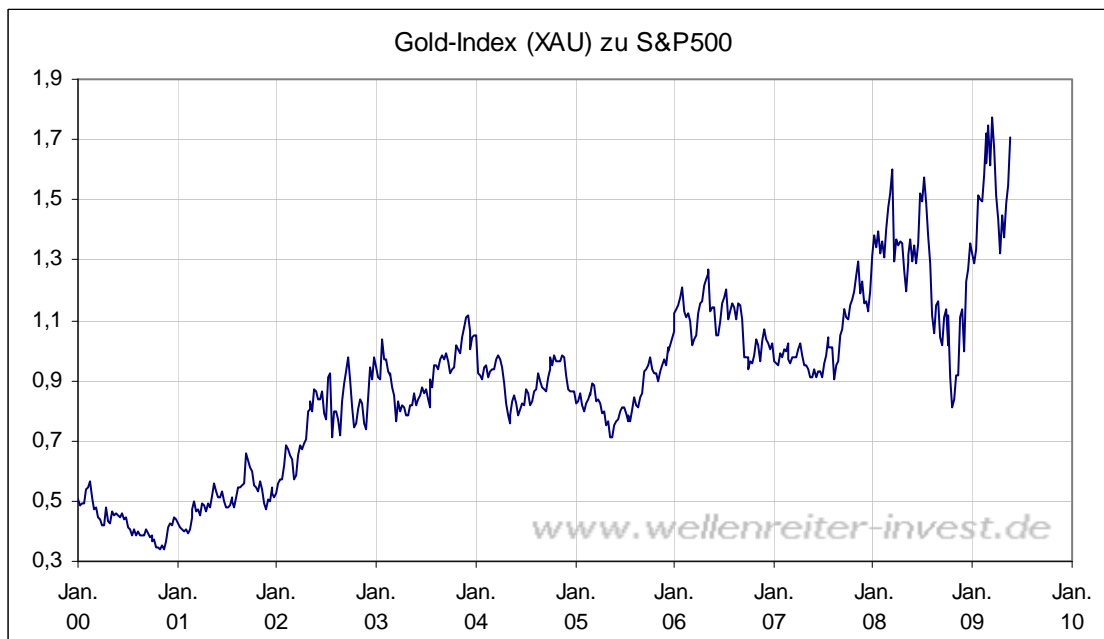
	Fed-Politik	Zinskurve; Zinsen	Wirtschafts-Indikatoren	Ereignisse	Weiteres
Phase I Bonds + Aktien - Rohstoffe -	Erste Leitzinssenkung	Zinskurve flach; Zinsen fallen	Kapazitätsauslastung unter 82%	Bärische Bücher in Bestsellerlisten; hohe Zahl von Entlassungen	Deflationssensitive Aktien (z.B. Finanzwerte) markieren einen Boden
Phase II Bonds + Aktien + Rohstoffe -	Weitere Zinssenkungen	Zinskurve beginnt steiler zu werden; Zinsen fallen	Zahl neuer Bauanträge bilden einen Boden aus; Verbraucher-Vertrauen bildet Boden aus;	Broker entlassen ebenfalls; Auto und Airline Discounts; Entlassungen werden täglich in der Zeitung vermeldet	Aktien steigen ohne Grund und bei schlechten Nachrichten
Phase III Bonds + Aktien + Rohstoffe+		Zinskurve ist steil; Zinsen bilden Boden aus	Verbraucher- vertrauen steigt		Rel. Stärke von Aktien, die von Inflation profitieren (Minen, Energie)
Phase IV Bonds – Aktien + Rohstoffe+	Erste Zinserhöhung	Zinskurve flacht ab; Zinsen steigen	Zahl neuer Bauanträge toppt aus; Kapazitätsauslastung über 82%; Verbraucher- vertrauen fällt		Rohstoff-Rallye nimmt Fahrt auf
Phase V Bonds – Aktien – Rohstoffe+	Weitere Zinserhöhungen	Beginn der Inversion der Zinskurve; Zinsen steigen		Aktienmarkt buch gelangt in die Bestseller-Liste; Exzellente Unternehmenszahlen; Broker ziehen in größere Räume um	Deflationssensitive Aktien sind deutlich schwächer als der Gesamtmarkt
Phase IV Bonds – Aktien – Rohstoffe -		Inversion der Zinskurve wird stärker		Regierung und Medien beklagen hohe Zinsen; Finanzkrise	

Natürlich verläuft kein Zyklus wie der vorhergehende. Aber es hat doch stark den Anschein, als ob sich der Wirtschaftszyklus aktuell in der Phase III befindet. Die Zinsstrukturkurve ist sehr steil; die Zinsen sind dabei, einen Boden auszubilden. Das Verbrauchervertrauen zieht an und die inflationssensitiven Aktien wie Minen zeigen relative Stärke. Hingegen beginnen üblicherweise deflationssensitive Aktien wie

Finanzwerte oder Versorger unter Druck zu geraten. Aktuell zeigen Versorger (nächster Chart) und seit kurzem auch Finanzwerte tatsächlich relative Schwäche...

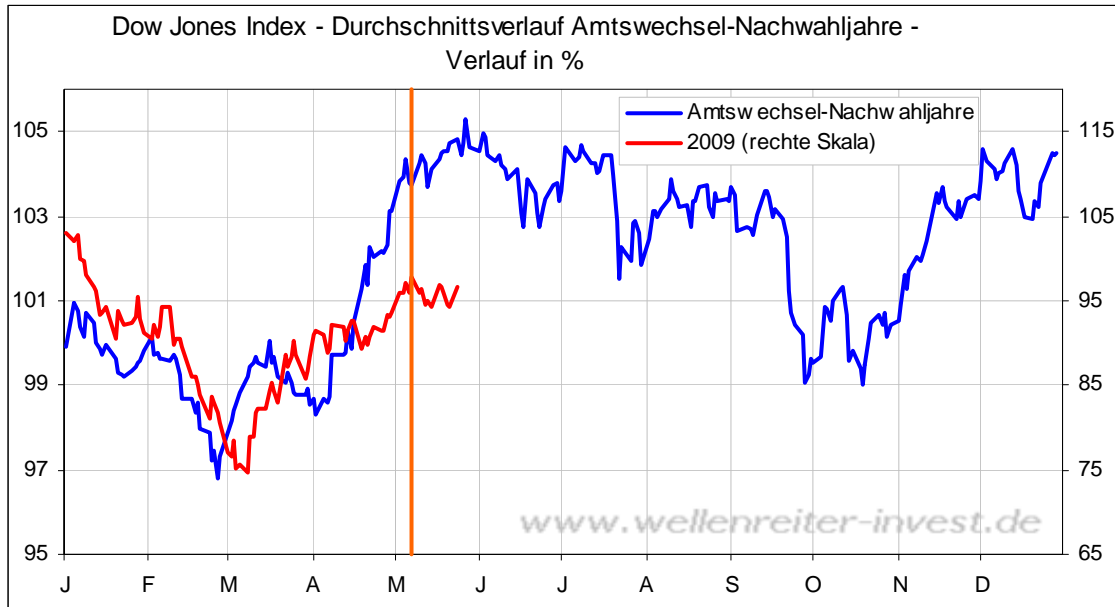


...während z.B. Goldminen relative Stärke zeigen.



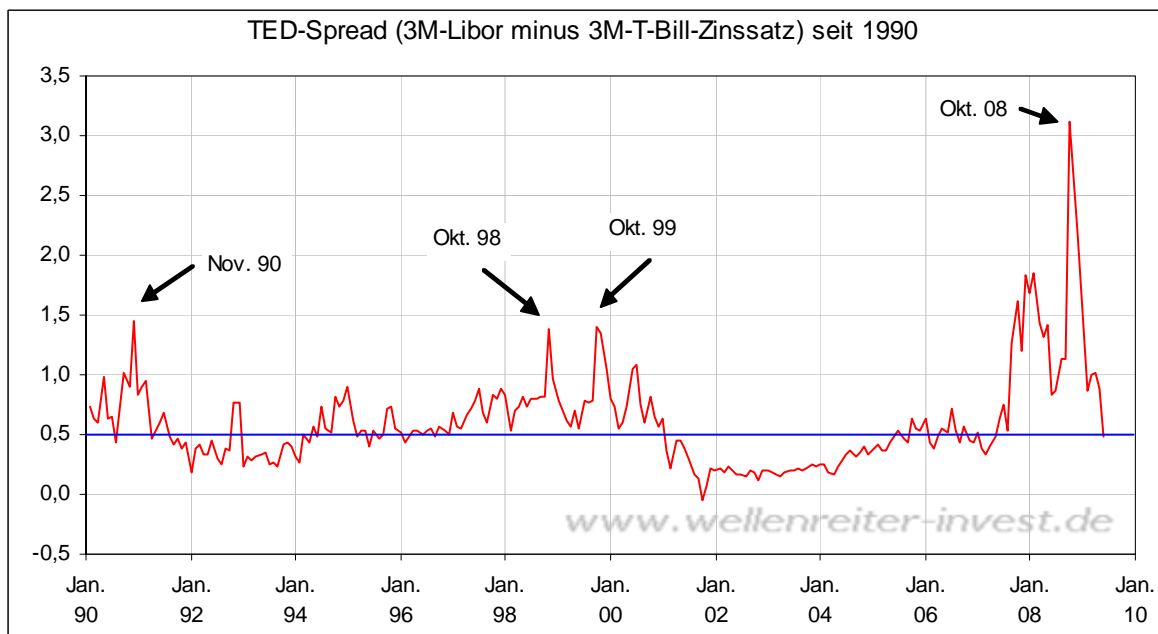
Fazit: Die Phase III des von Martin Pring beschriebenen Geschäftszyklus entspricht in etwa dem Stadium „Frühphase der Erholung“ von Stockcharts.com. Als nächstes würde die Phase IV an der Reihe sein, in der üblicherweise bereits Leitzinserhöhungen stattfinden. Eine solche Phase – in der die Aktienmärkte normalerweise ihr Top ausbilden – wäre idealerweise auf das erste Halbjahr 2010 zu fixieren.

Wir hatten in unserem Jahresausblick darauf hingewiesen, dass sich das Jahr 2009 durchaus positiv entwickeln sollte. Wir betrachten den Chartverlauf Amtswechsel-Nachwahljahre weiterhin als Blaupause für den Verlauf des Dow Jones Index im Jahr 2009, wobei klar ist, dass es sich hier lediglich um eine Annäherung handelt.



Das März-Tief sollte in 2009 das Jahrestief darstellen. Wir erwarten aber auch keinen Crack-up-Boom. Das Jahr 2003 wiederholt sich an dieser Stelle nicht, die Indikatoren-situation ist einfach zu unterschiedlich.

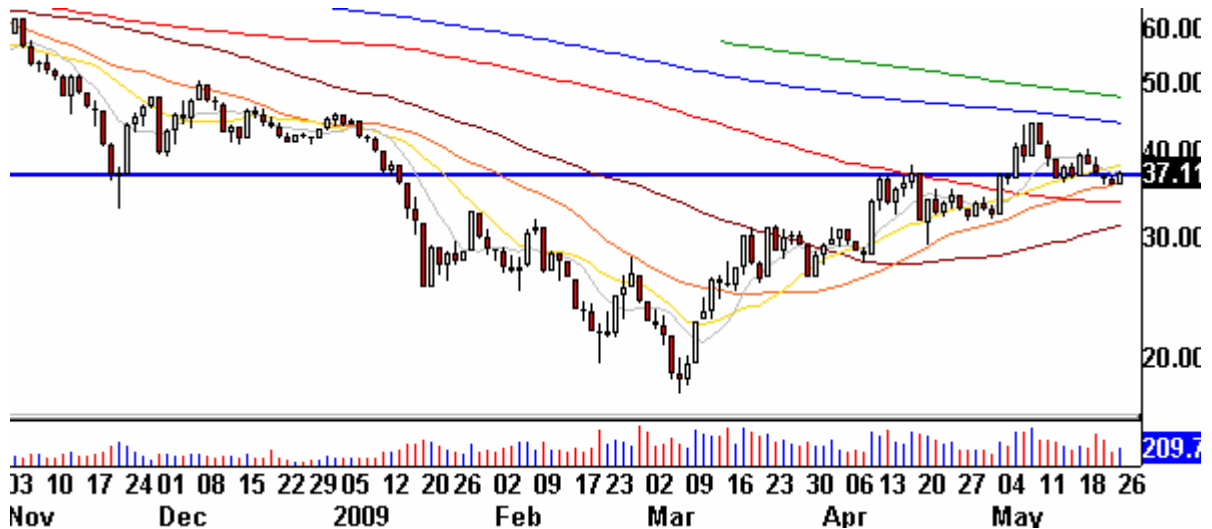
Nachfolgend noch ein Blick auf den längerfristigen TED-Spread.



Der aktuelle Spread von 0,5 Prozentpunkten entspricht dem langjährigen Mittel. Diese Entwicklung ist – genauso wie eine steile Zinsstrukturkurve – ein positives Zeichen für die Entwicklung der Bankenwerte.

Warum aber zeigen die Banken dann in jüngster Zeit relative Schwäche gegenüber dem breiten Markt?

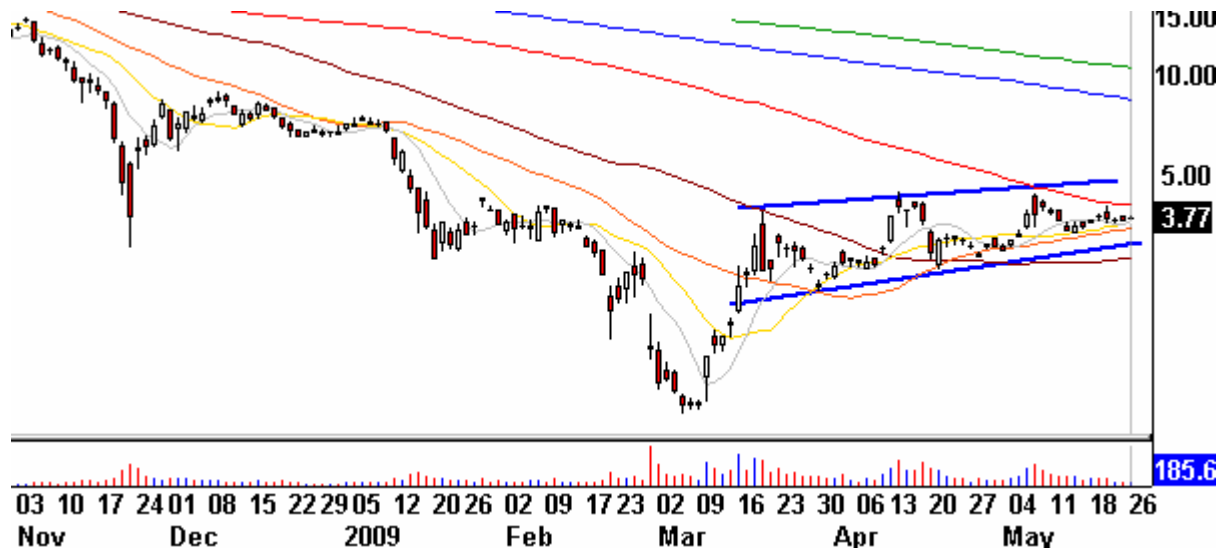
US-Banken-Index Tageschart



Wir schrieben weiter oben, dass es unwahrscheinlich ist, dass die Zinskurve sich noch weiter versteilert. Momentan besteht eine Idealsituation für die Banken (Geld am kurzen Ende geschenkt – am langen Ende vergleichsweise teuer verliehen). Eine solche Phase dauert historisch betrachtet nicht lang an. Die Banken befinden sich momentan im Zenith der Phase des Geldverdienens, wenn man das klassische Geschäft betrachtet. Die Hoffnung ist jetzt, dass die Kreditnachfrage weiter anzieht und man den vorteilhaften Spread weiter aufrecht erhalten kann. Zumindest letzteres dürfte sich als illusorisch erweisen. Auch hatten wir weiter oben festgestellt, dass die Banken aufgrund des steigenden Inflationsdrucks meist in der Frühphase einer Erholung profitieren, aber in der Spätphase nicht mehr zu den Outperformern zählen.

Hinzu kommt, dass charttechnisch in Banken wie Citigroup oder auch Bank of America eine ganze Menge „Müdigkeit“ steckt.

Citigroup Tageschart



Der US-Banken-Index hat sich seit dem März-Tief bereits verdoppelt. Wir gehen davon aus, dass die Banken ihre relative Schwäche zum breiten Markt beibehalten werden.

Hinweis: Am Dienstag, den 16. Juni findet im Büsing-Palais in Offenbach der 6. Fachkongress des Verbands unabhängiger Vermögensverwalter (VuV) statt. Ich werde zum Thema „Wirtschaftskrisen in der historischen Betrachtung – wo stehen wir heute?“ referieren. Angesichts der heterogenen Referentenstruktur (u.a. wird der „Wirtschaftsweise“ Peter Bofinger seine Thesen vorstellen) verspricht dies eine interessante Veranstaltung zu werden. Wer möchte, kann sich unter dem folgenden Link zu der Veranstaltung anmelden: <http://www.vuv.de/fachkongress.html>

Zu den Märkten.

1,37 Mrd. Aktien wechselten an der NYSE den Besitzer. Das Aufwärtsvolumen betrug 1,13 Mrd., das Abwärtsvolumen 204 Mio. gehandelte Aktien. Das Aufwärtsvolumen ergab 85% vom Gesamtvolumen. 12 neue Hochs standen 3 neuen Tiefs gegenüber.

Der Dow Jones Index schloss mit 8.474 Punkten um 196 Zähler höher (+2,4%) als am Vortag.

Der S&P 500 endete bei 910 Punkten um 23 Zähler höher (+2,6%).

Der Nasdaq Composite Index schloss mit 1.750 Punkten um 58 Punkte (+3,5%) höher; der Halbleiter-Index stieg um 3,7%.

Der Transport-Index endete bei 3.128 Punkten (+4,1%).

Größte Gewinner: Nebenwerte (Russell 2000), Transports; Größte Verlierer: ---

Der T-Bond Future endete bei 118,21 Punkten (119,10).

Der US-Dollar Index befindet sich bei 80,20 Punkten (80,22).

Crude Öl notiert aktuell bei 62,45 (61,06) und Erdgas bei 3,57 Dollar (3,47).

Der Goldpreis notiert aktuell bei 950 Dollar/Unze (958). Gold in Euro ist bei 680.

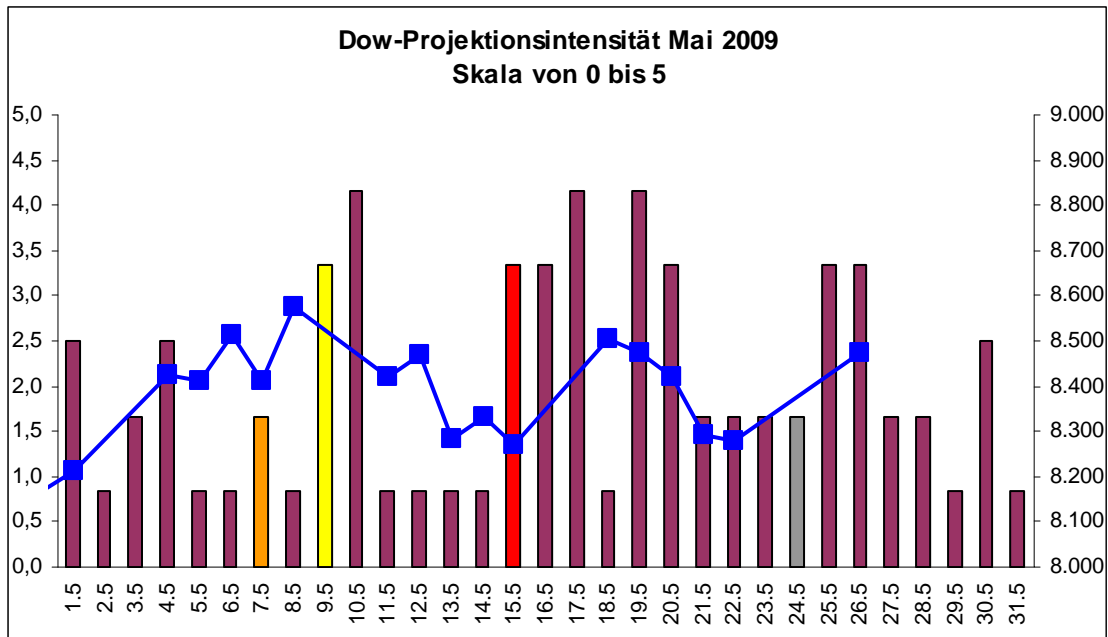
Silber befindet sich bei 14,54 Dollar (14,68).

Der Gold Bugs Index HUI fiel um 0,8% auf 376 Punkte. Der Gold/Silber Index XAU endete bei 151 Punkten. Newmont Mining gewann 15 Cent und endete bei 47,19 Dollar.

Der Volatilitätsindex (VIX) fiel um 6,2% auf 30,62 Punkte; der VXN (NDX-Vola) endete bei 31,23 Punkten. Die Put/Call-Ratio schloss mit 0,72. Die Equity-PCR endete bei 0,54. Die OEX-PCR endete bei 0,94. Der ISE schloss mit 158.

Die Charts zu den Daten finden Sie im handelstäglich gegen 6 Uhr morgens aktualisierten Marktüberblick: <http://premium-ontfsy9nmdfmoj.eu.clickandbuy.com/chartscharts.html?cache-control=no-cache,no-store>
Weitere ausführliche Charts befinden sich im Marktlabor.

Zyklentage: 20.05.; Zeitprojektionstage: 09./10.05., 17.-19.05.



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

Der gestrige Aktienmarkt-Anstieg negierte unserer Einschätzung für diese Woche, dass der S&P 500 den Bereich von 875 Punkten wahrscheinlich unterschreiten wird. Der S&P 500 hat mit dem gestrigen Anstieg die Chance auf Ausbildung einer W-Formation (siehe Pfeile).

S&P 500 Tageschart

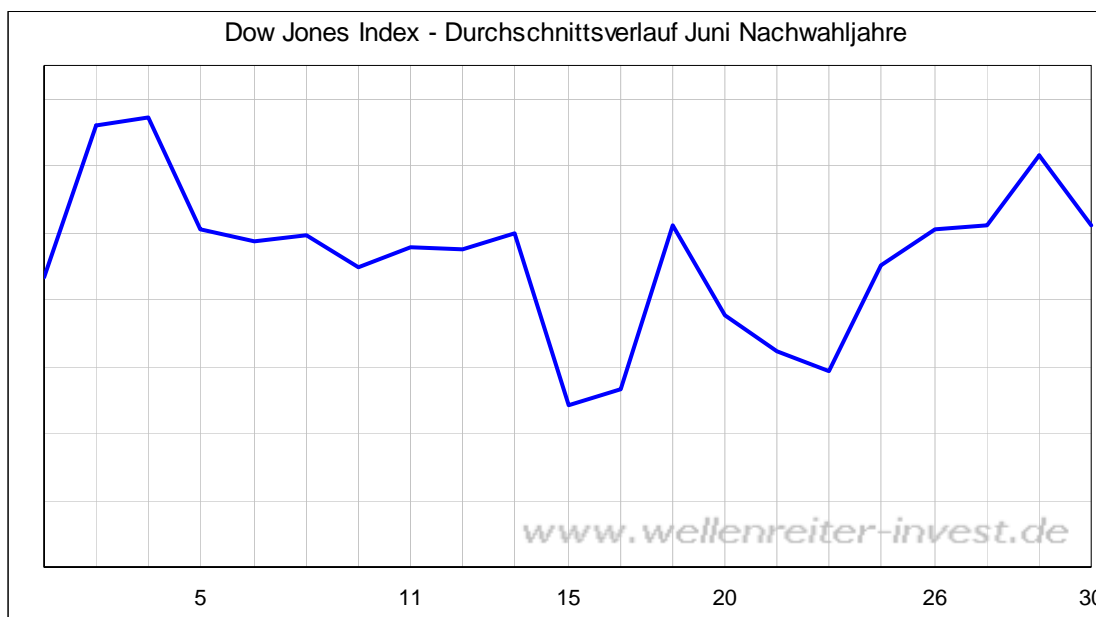


Die Widerstände ergeben sich bei 934 Punkten (200-Tages-Linie) sowie bei 944 Punkten (Jahreshoch).

Die Marktstruktur ist weiterhin nicht so bullish wie beispielsweise im Frühjahr 2003. Die Zahl der Neuen Hochs bleibt mager, die Put-Call-Ratio (0,72) zeigt wenig Ängstlichkeit und das smarte Geld (OEX-PCR) sichert sich ab. Zudem bleibt das Handelsvolumen ins-

gesamt gering (trotz eines 200-Punkte-Gewinns im Dow wurden gestern an der NYSE lediglich 1,37 Mrd. Aktien gehandelt). Dennoch hat der Markt gestern klar gezeigt, dass er willens ist, wichtige Marken – wie die 875-Punkte-Marke im S&P 500 – als Unterstützung zu nutzen. Solange er ein solches Verhalten an den Tag legt, ist der Aufwärtstrend intakt. Deshalb verändern wir unsere Einschätzung zurück von neutral auf bullish.

Gestern schrieben wir, dass die letzten Mai-Tage und die ersten Juni-Tage in Nachwahljahren normalerweise positiv verlaufen (Deshalb rechneten wir auch nur mit einer leichten Korrektur).



Der Anstieg des S&P 500 sollte sich demnach in den kommenden Tagen fortsetzen. Im Juni sollte es dann zu weiteren Korrekturen kommen. Ein Fall unter die Marke von 875 Punkten im S&P 500 würde eine Einschätzungsveränderung zurück auf neutral oder bärisch nach sich ziehen.

Absacker

Conrad Mattern über die momentane Machtlosigkeit der Fed im Bezug auf die Anleihenentwicklung. <http://tinyurl.com/q6esn3>

Bitte beachten Sie unseren [Disclaimer](#). Die Nennung von Einzel- oder Indexwerten stellt keine Kauf- oder Verkaufsempfehlung dar. Der Handel mit Aktien, Zertifikaten, Optionsscheinen oder sonstigen Wertpapieren kann zu Totalverlust führen. Wir schließen dafür jede Haftung aus. Wir weisen darauf hin, dass die Weiterverbreitung oder Wiedergabe von Informationen dieser Seite oder Teilen davon ohne unsere Einwilligung nicht gestattet ist.