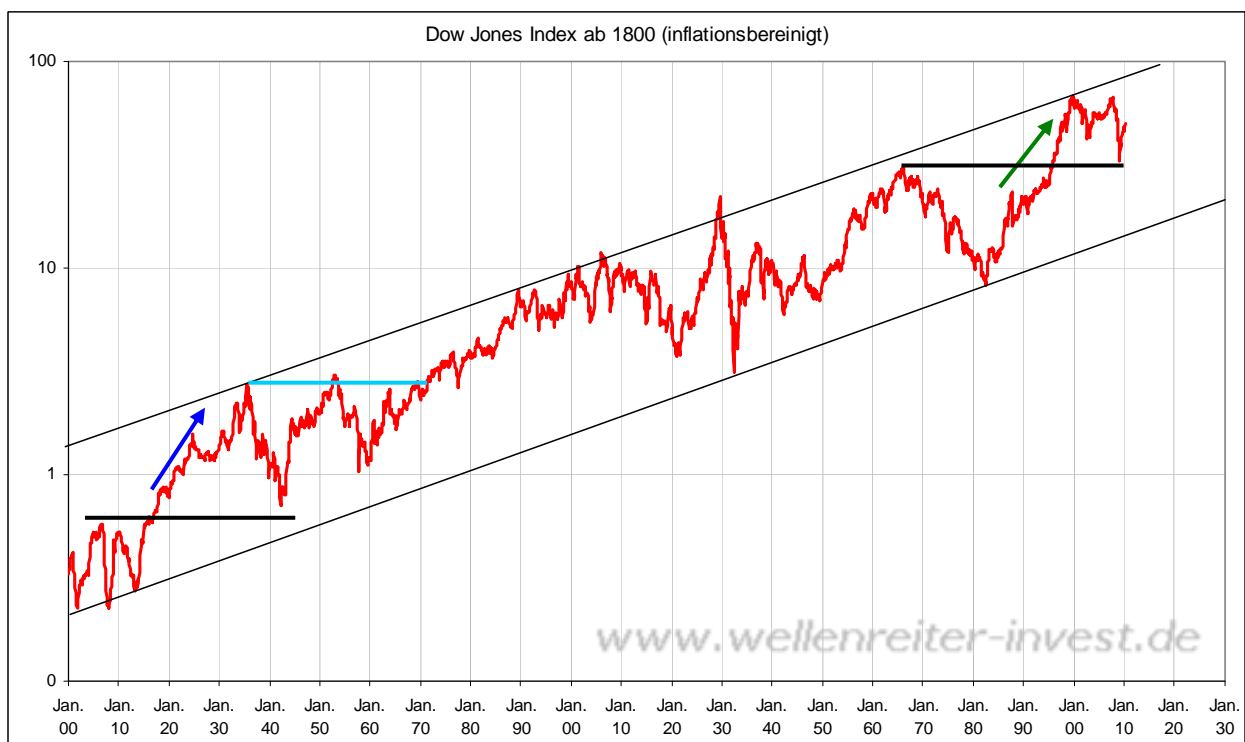


# Der Wellenreiter

Handelstägliche Frühausgabe

Mittwoch, den 14. April 2010

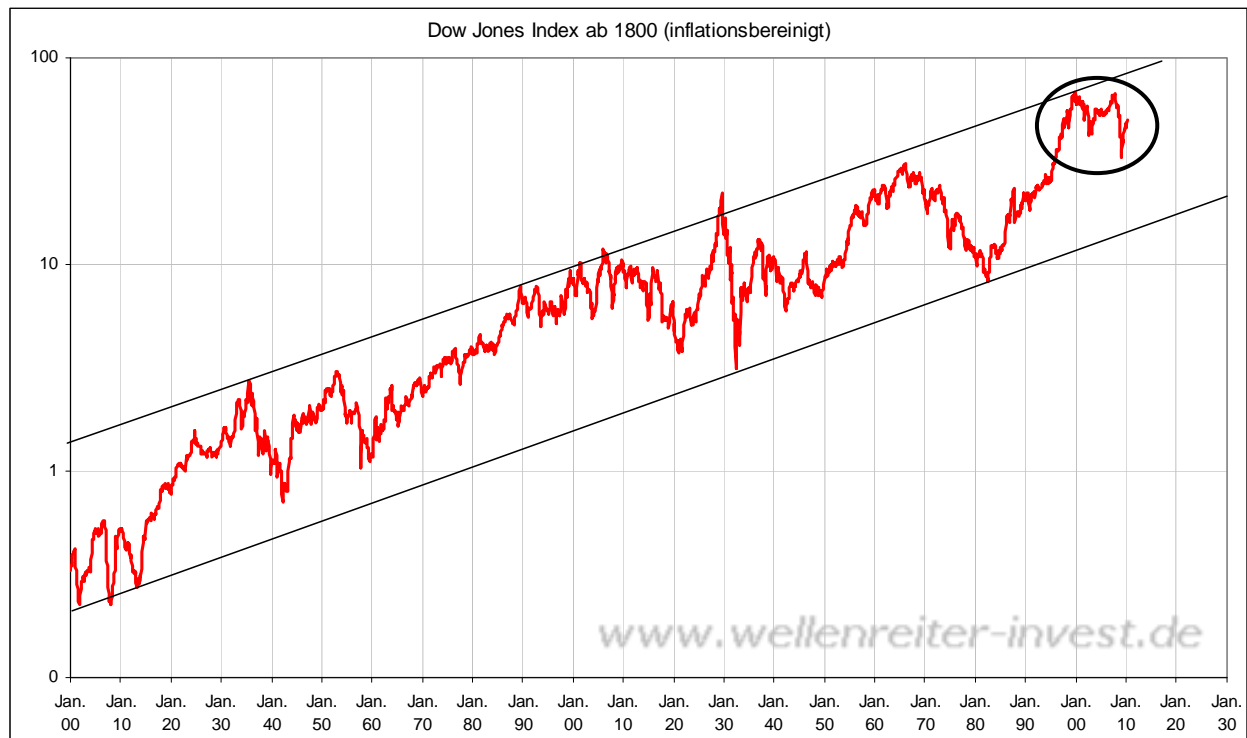
Ohne Zweifel befinden sich die Märkte seit März 2009 auf einer „Erholungsreise“. Um diese Bewegung einschätzen zu können, sollte man sich zurücklehnen und einen Blick auf die Gesamtbewegung des Dow Jones Index seit 1800 werfen. Real (inflationsbereinigt betrachtet) ergibt diese Bewegung einen Trendkanal, der mit einer Rendite von etwa zwei Prozent pro Jahr (ohne Dividenden) ansteigt.



Die Bewegung von 1822 bis 2000 (18 Jahre) ist in Dauer und Anstiegswinkel nur vergleichbar mit der Bewegung von 1813 bis 1835 (22 Jahre; blauer Pfeil obiger Chart). Zwischen beiden Verläufen ergibt sich eine interessante Parallele: Wirft man einen Blick auf die schwarzen, waagrechten Linien, so endete der anschließende Abwärtstrend jeweils knapp oberhalb einer früheren wichtigen Unterstützung. Im aktuellen Fall entstand das März-2009-Tief knapp oberhalb des 1966er-Hochs. Die sich daraus ergebene positive Botschaft lautet, dass das März-2009-Tief inflationsbereinigt einen längerfristigen Tiefpunkt darstellen sollte.

Der Blick auf den Chart enthüllt noch ein weiteres „Geheimnis“: Nach einer 20jährigen, recht steil verlaufenden Hausse folgt in der Regel eine längere Pause, bevor ein Aufwärtstrend wieder aufgenommen werden kann. Das Hoch von 1835 wurde erst 18 Jahre später (im Jahr 1953) wieder erreicht.

Wir zeigen den Chart nachfolgend noch einmal, um auf einen weiteren Aspekt aufmerksam zu machen.

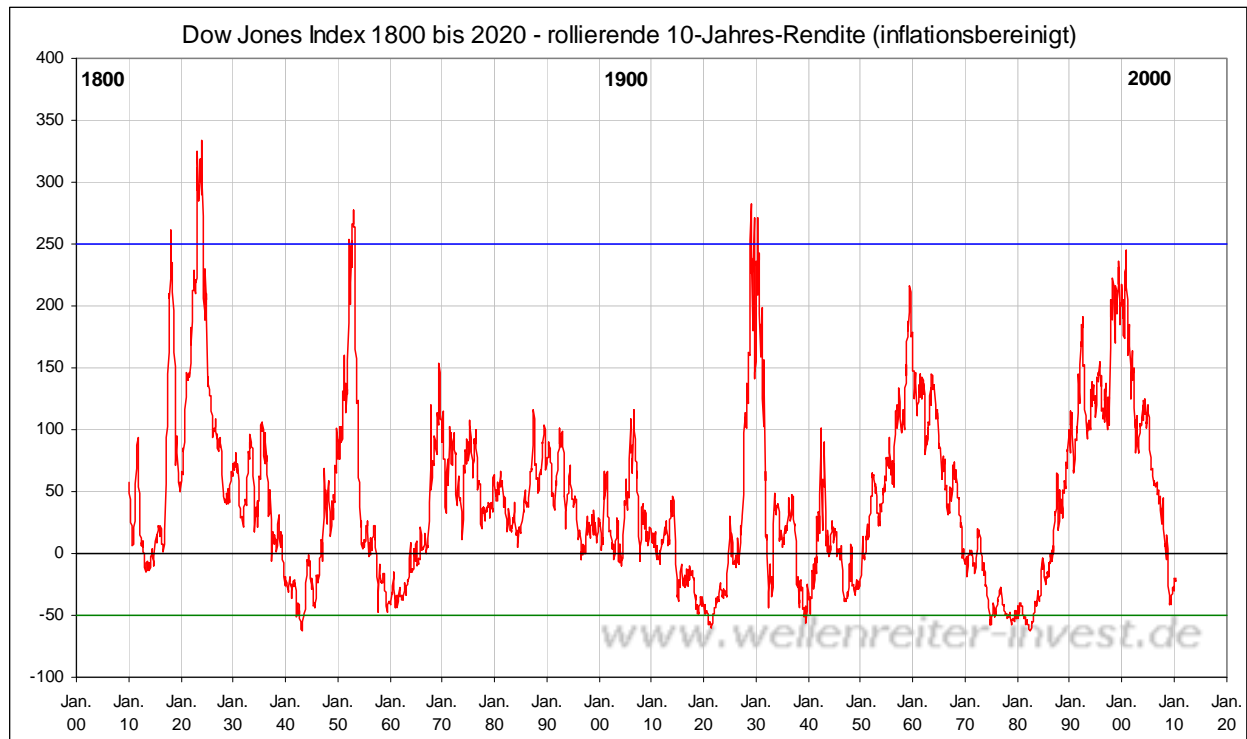


Was für eine Formation befindet sich dort, wo der schwarze Kreis eingezeichnet ist? Ist das ein Doppeltop? Oder eine interessante Fortsetzungsformation? Es erscheint klar, dass eine Überwindung des Doppelhochs von 2000/07 längerfristig bullische Implikationen hätte. Aber angesichts der Nähe zum oberen Trendkanal sowie des sehr steilen Aufwärtstrends zwischen 1995 und 2000 halten wir die Möglichkeit einer Fortsetzungsformation für gering.

Fazit: Die Aktienmärkte werfen längerfristig eine positive Realrendite ab, die aber mit zwei Prozent (ohne Dividende gerechnet) geringer ist, als man das auf dem ersten Blick erwartet. An den steilen Anstieg von 1982 bis 2000 hat sich eine Phase der Konsolidierung angeschlossen, die weiterhin andauert. Wir gehen davon aus, dass diese Phase weitere Jahre in Anspruch nehmen wird.

-----

Die nachfolgend dargestellte inflationsbereinigte rollierende 10-Jahres-Rendite zeigt, dass Investments in den Dow Jones Index, die vor 10 Jahren getätigt wurden, real noch immer „unter Wasser“ stehen.



Ein Fall unter die Null-Linie bedeutet, dass der Realverlust meist für Jahre – teilweise für Jahrzehnte – beibehalten wird. Ein „schneller Bounce“ ist selten. Nominal – hier nicht dargestellt – befinden sich ein Dow-Investment gerade einmal 2,5 Prozent im Plus.

-----

In unregelmäßigen Abständen - zuletzt im Mai 2009 - bestimmten wir den Status des Wirtschaftszyklus in ausführlicher Form. Wir kamen damals zu folgendem 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.“ Die Ausgabe vom 27.05.2009 kann hier gelesen werden: <http://tinyurl.com/yabz6kd>

Ob sich die Märkte tatsächlich in Phase IV befinden, wollen wir nachfolgend zu ergründen versuchen.

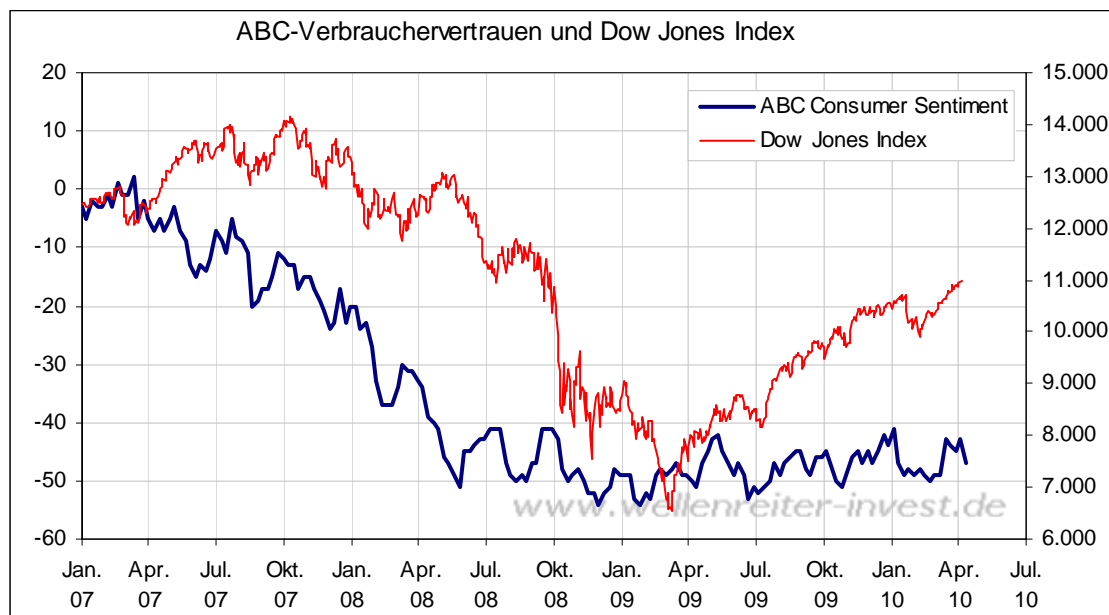
Wir betrachten zwei Modelle. Erstens das Modell von Stockcharts.com; zweitens das Zyklenmodell von Martin Pring („All-season Investor“). Der Vorteil dieser Modelle besteht darin, dass sie – im Gegensatz zu den Szenarien der Volkswirte und „Wirtschaftsweisen“ das Verhalten der Finanzmärkte berücksichtigen. Insbesondere die Anleihenmärkte 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. So sah unsere Einordnung im Mai 2009 aus:

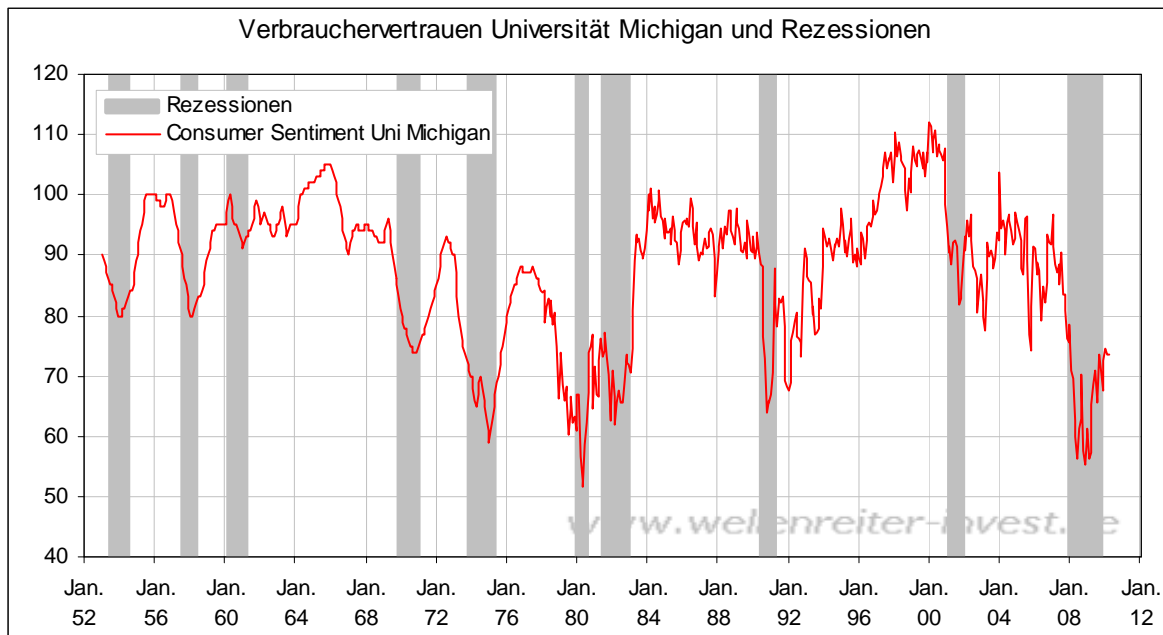
Stadium	Spätphase der Rezession	Frühphase der Erholung	Spätphase der Erholung	Frühphase der Rezession
<b>Verbraucher-vertrauen</b>	sich belebend	Steigend	Fallend	Scharf fallend
<b>Industrie-produktion</b>	Bodenbildung	Steigend	Flach	Fallend
<b>Zinsen</b>	Fallend	Bodenbildung	Stark steigend	Höhepunkt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

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

Seitdem hat sich das Verbrauchervertrauen nicht wirklich verbessert. Das ABC-Verbrauchervertrauen kam gestern mit einem – für mich überraschend schlechten – Wert von -47 Punkten herein. Das waren 4 Punkte weniger als in der Vorwoche.



Dies dürfte negative Konsequenzen für das am Freitag zur Veröffentlichung anstehende Verbrauchervertrauen der Universität Michigan haben.



Dennoch lässt sich das Verbrauchervertrauen gemäß dem Chart als „steigend“ klassifizieren, wenn auch von einem sehr niedrigen Niveau aus. Der Anstieg erfolgt mit nur geringer Dynamik.

Die Industrieproduktion steigt zwar, befindet sich aber weiterhin auf niedrigem Niveau. Die US-Zinsen haben – zumindest am langen Ende - die Phase der Bodenbildung verlassen und befinden sich auf dem Weg nach oben. Die Zinsstrukturkurve ist steil wie selten zuvor. Aus diesen Beschreibungen ergibt sich das folgende Bild:

Stadium	Spätphase der Rezession	Frühphase der Erholung	Spätphase der Erholung	Frühphase der Rezession
<b>Verbrauchervertrauen</b>	sich belebend	Steigend	Fallend	Scharf fallend
<b>Industrieproduktion</b>	Bodenbildung	Steigend	Flach	Fallend
<b>Zinsen</b>	Fallend	Bodenbildung	Stark steigend	Höhepunkt
<b>Zinskurve</b>	Normal	Steil	Abflachend	Flach/Invertiert

Fazit: Es ist überraschend wie wenig sich seit der letzten Einschätzung geändert hat. Gemäß dieser Übersicht befinden sich die Märkte noch immer in der „Frühphase der Erholung“. Bei der Betrachtung der Charts wird deutlich, wie fragil dieser Aufschwung ist. Man hat das Gefühl, dass z.B. das Verbrauchervertrauen jederzeit „abkippen“ kann, ohne sich überhaupt richtig erholt zu haben.

Nachfolgend stellen wir das zweite Modell - den idealtypischen Geschäftszyklus nach Martin Pring - dar. 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.

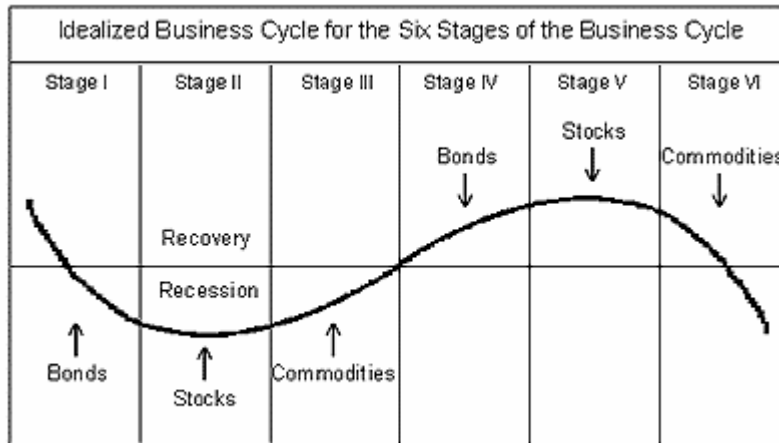


Figure 1

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

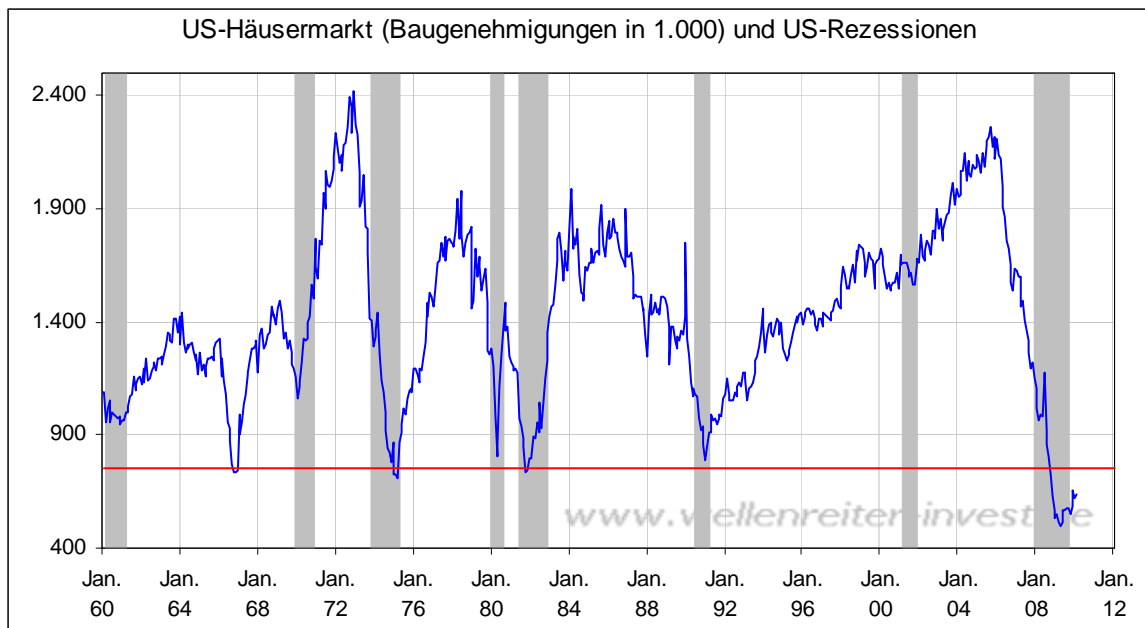
Kurz nach Beginn der Rezession sollte man in Bonds investiert sein (Phase I). Inflation und Zinsen überschreiten in dieser Phase ihren Höhepunkt. Steigende Bonds (fallende Zinsen) beginnen, die Wirtschaftstätigkeit anzuregen. Es folgt die zweite Phase, in der die Aktienmärkte interessant zu werden beginnen. 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 Rohstoffe („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 Rohstoffen 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 verringende Verbraucher-Nachfrage führt schließlich zum Ende des Rohstoffe-Bullenmarktes (Phase VI).

Wir betonen, dass die Darstellung des Wirtschaftszyklus nicht immer diesem idealisierten Zustand entspricht. 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.

	<b>Fed-Politik</b>	<b>Zinskurve; Zinsen</b>	<b>Wirtschafts-Indikatoren</b>	<b>Ereignisse</b>	<b>Weiteres</b>
<b>Phase I</b> Bonds + Aktien - Rohstoffe -	Erste Leitzinssenkung	Zinskurve flach; Zinsen fallen	Kapazitätsauslastung unter 82%	Bärische Bücher in Bestsellerlisten; hohe Zahl von Entlassungen	Deflations-sensitive Aktien (z.B. Finanzwerte) markieren einen Boden
<b>Phase II</b> 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
<b>Phase III</b> Bonds + Aktien + Rohstoffe+		<b>Zinskurve ist steil;</b> Zinsen bilden Boden aus	<b>Verbraucher-vertrauen steigt</b>		Rel. Stärke von Aktien, die von Inflation profitieren (Minen, Energie)
<b>Phase IV</b> Bonds – Aktien + Rohstoffe+	Erste Zinserhöhung	Zinskurve flacht ab; <b>Zinsen steigen</b>	Zahl neuer Bauanträge toppt aus; Kapazitätsauslastung über 82%; Verbraucher-vertrauen fällt		<b>Rohstoff-Rallye nimmt Fahrt auf</b>
<b>Phase V</b> Bonds – Aktien – Rohstoffe+	Weitere Zinserhöhungen	Beginn der Inversion der Zinskurve; Zinsen steigen		Aktienmarktbuch gelangt in die Bestseller-Liste; Exzellente Unternehmenszahlen; Broker ziehen in größere Räume um	Deflations-sensitive Aktien sind deutlich schwächer als der Gesamtmarkt
<b>Phase IV</b> Bonds – Aktien – Rohstoffe -		Inversion der Zinskurve wird stärker		Regierung und Medien beklagen hohe Zinsen; Finanzkrise	

Vor einem Jahr war die Phase III klar als die damals aktuelle Phase identifizierbar. Seither hat sich lediglich ein Element der Phase IV in den Mittelpunkt geschoben: Die Rohstoff-Rallye nimmt an Fahrt auf. Ein weiteres Element der Phase IV ist die Entwicklung eines Hochpunktes bei den US-Baugenehmigungen. Wie der nächste Chart zeigt, gab es bisher nicht einmal eine Erholung, die den Namen verdient.

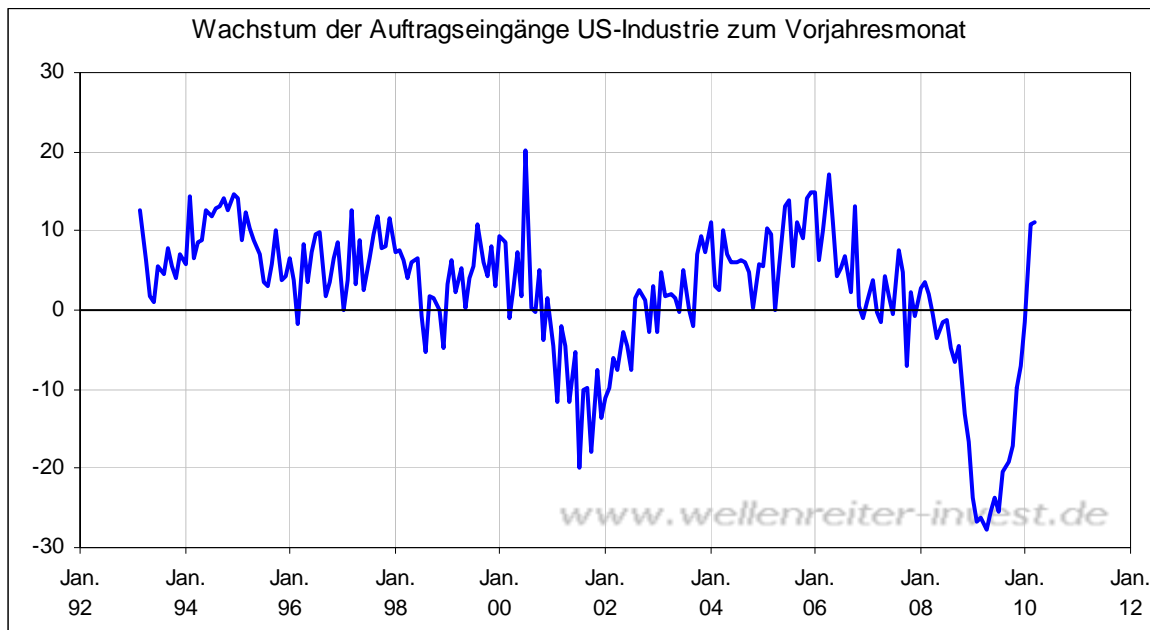


Auch in diesem Fall ist die Erholung „fragil“. Eine Kapazitätsauslastung von 82% - wie in der Tabelle gefordert - ist weit und breit nicht in Sicht, und eine erste Zinserhöhung wird von den Marktteilnehmern durchschnittlich erst im Jahr 2011 erwartet. Das bedeutet: Die Märkte können sich nicht in Phase IV befinden; einzig die steigenden Rohstoffpreise sprechen dafür.

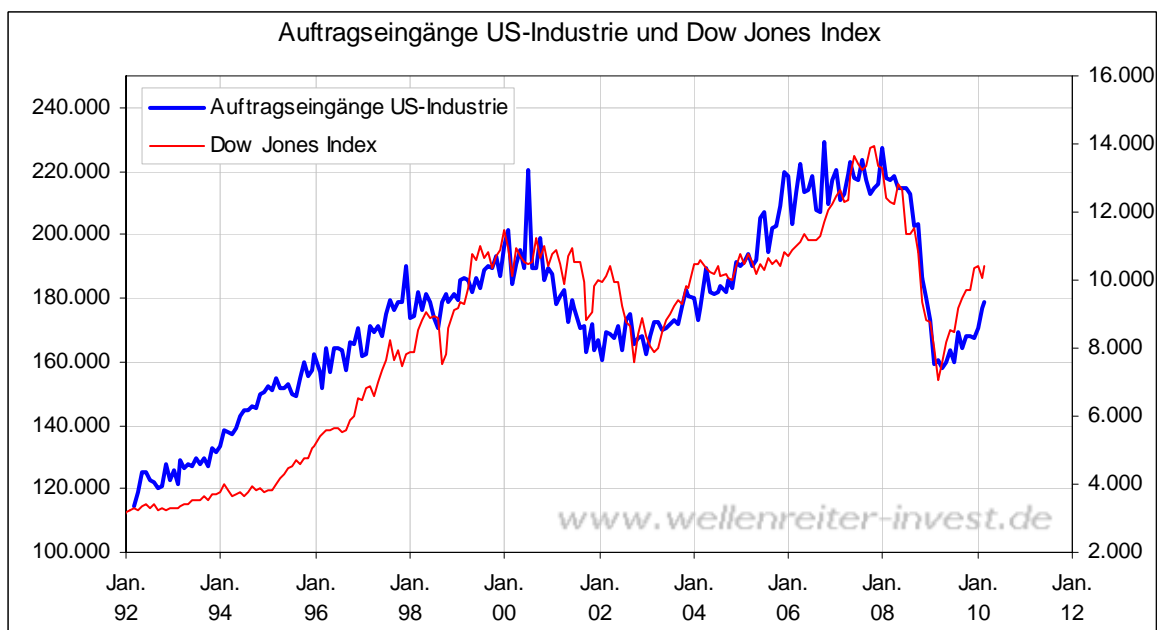
Wir folgen beiden vorgestellten Modellen bereits eine gewisse Zeit. Diese lassen sich – einigermaßen erfolgreich – bis in die 1960er Jahre zurückverfolgen. Heute lässt sich feststellen: Die zyklischen Divergenzen in beiden vorgestellten Modellen sind so groß wie selten zuvor, es passt nicht viel zusammen. Der liquiditätsgesteuerte, reflationäre Aufschwung wirbelt normale Abfolgen durcheinander. Wird die Kapazitätsauslastung auch diesmal auf dem Hochpunkt der zyklischen Erholung 82% betragen? Wird die Zahl der Baugenehmigungen eine gigantische Aufholjagd ausführen, nur um anschließend in Phase IV wieder nach unten zu drehen? Spricht nicht viel mehr dafür, dass die Erholungen in vielen Wirtschaftsbereichen mager ausfallen werden und von diesem mageren Niveau eine erneute Abwärtsbewegung startet?

Die unterschiedliche Sichtweise lässt sich an den US-Auftragseingängen verdeutlichen:

So sehen es die optimistischen Volkswirte...



...aber das ist die Realität.



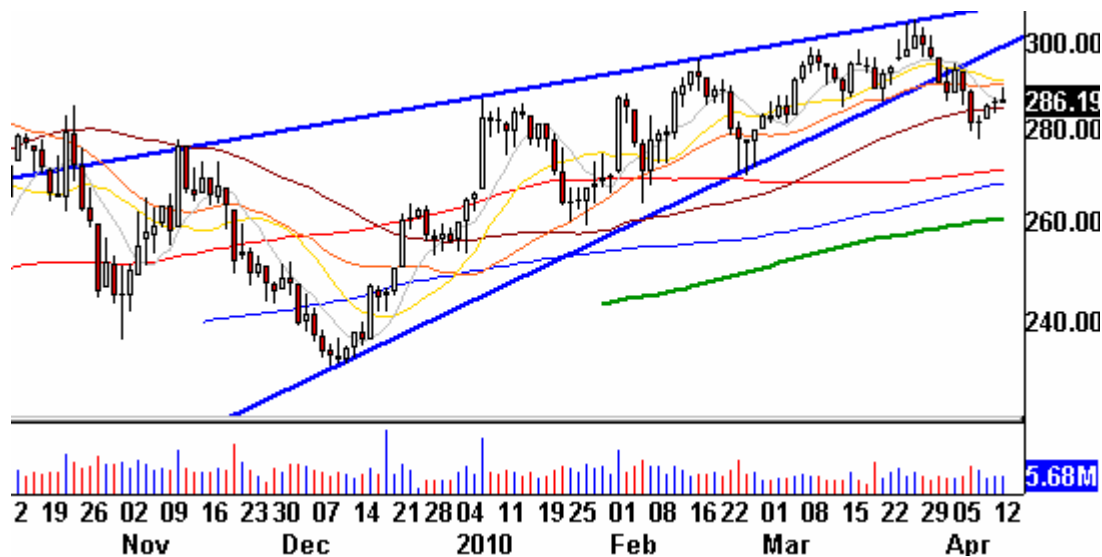
Die US-Auftragseingänge befinden sich absolut gesehen auf dem Niveau von 1998.

Fazit: Würde dieser Wirtschaftszyklus wie die meisten anderen Zyklen der vergangenen Jahrzehnte ablaufen, so befänden sich der US-Wirtschaftszyklus im Übergangsbereich von der Früh- zur Spätphase der Erholung bzw. im Übergang von der Phase III zur Phase IV. Dann stünden auch die Aktienmärkte erst am Beginn einer zyklischen Erholung. Aber was ist momentan schon normal? Die Geldflutung hat die Zyklik durcheinander-gewirbelt.

Das NBER – es bestimmt die Dauer der US-Rezessionen – hat gestern eine ungewöhnliche Pressemitteilung veröffentlicht. Danach sehe es sich nicht in der Lage, bereits jetzt das Ende der Rezession zu erklären. Es gäbe zwar hoffnungsvolle Zeichen vom Arbeitsmarkt (der Zahl der neu geschaffenen Stellen steigt), aber das Verbrauchervertrauen und auch die Kapazitätsauslastung wurden als „inkonsistent“ bezeichnet.

Wir gehen hier mit dem NBER. Wir haben die Erholung am US-Arbeitsmarkt von Beginn an als „temporär“ bezeichnet. Ein Zeichen, dass der seit dem dritten Quartal 2009 laufende Aufschwung stabil zu werden beginnt, wäre eine Verbesserung der Situation im US-Hausbausektor.

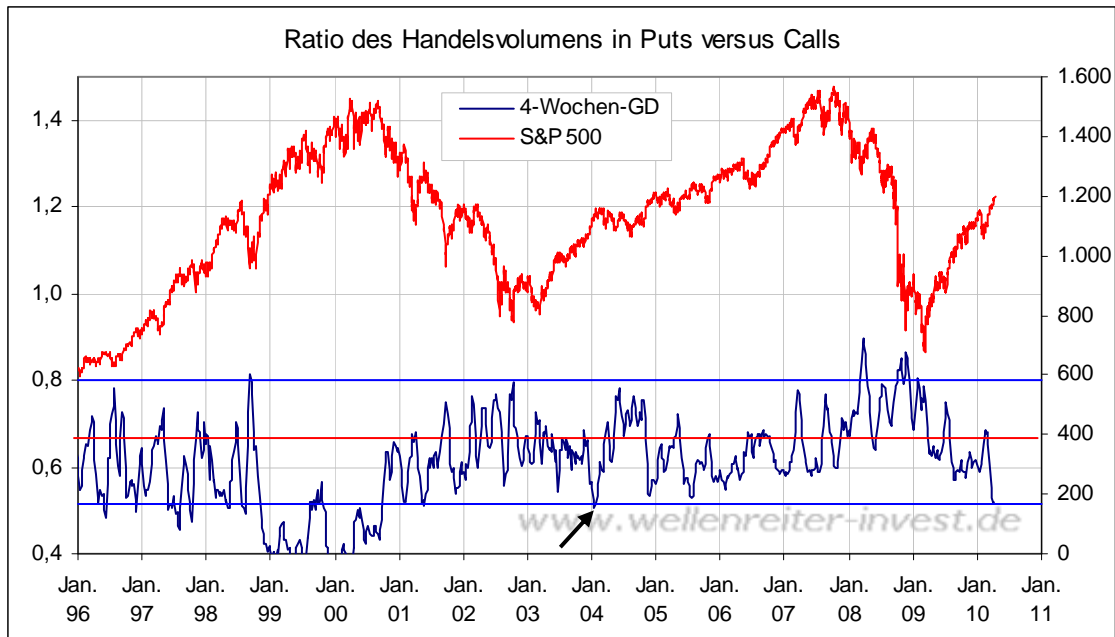
### US-Hausbausektor (DJUSHB) Tageschart



Darauf aber deutet der Chart des US-Hausbausektors bisher nicht hin.

-----

Ergänzend zu den an dieser Stelle häufig beschriebenen Put-Call-Ratios zeigt auch der Chart der „Ratio des Handelsvolumens in Puts versus Calls“, dass sich mittlerweile ein größerer Optimismus herausgebildet hat.



Es werden deutlich mehr Calls als Puts gehandelt. Die Ratio befindet sich auf dem Niveau vom Januar 2004 (siehe Pfeil; damals kam es zu einem Top an den Aktienmärkten).

Zu den Märkten.

1,05 Mrd. Aktien wechselten an der NYSE den Besitzer. Das Aufwärtsvolumen betrug 414 Mio., das Abwärtsvolumen 613 Mio. gehandelte Aktien. Das Aufwärtsvolumen ergab 40% vom Gesamtvolumen. 326 neue Hochs standen 5 neuen Tiefs gegenüber.

Der Dow Jones Index schloss mit 11.019 Punkten um 13 Zähler höher (+0,1%) als am Vortag.

Der S&P 500 endete bei 1.197 Punkten um 1 Zähler höher (+0,1%).

Der Nasdaq Composite Index schloss mit 2.466 Punkten um 8 Punkte (+0,3%) höher; der Halbleiter-Index stieg um 0,6%.

Der Transport-Index endete bei 4.537 Punkten (+0,4%).

Größte Gewinner: Einzelhandel, Transport, Nebenwerte; Größte Verlierer: Banken, Öl-Service, Goldminen

Der T-Bond Future endete bei 116,20 Punkten (116,08).

Der US-Dollar Index befindet sich bei 80,36 Punkten (80,70).

Crude Öl notiert aktuell bei 84,34 (84,10) und Erdgas bei 4,13 Dollar (3,99).

Der Goldpreis notiert aktuell bei 1.157 Dollar/Unze (1.153). Gold in Euro liegt bei 851.  
Silber befindet sich bei 18,34 Dollar (18,11).

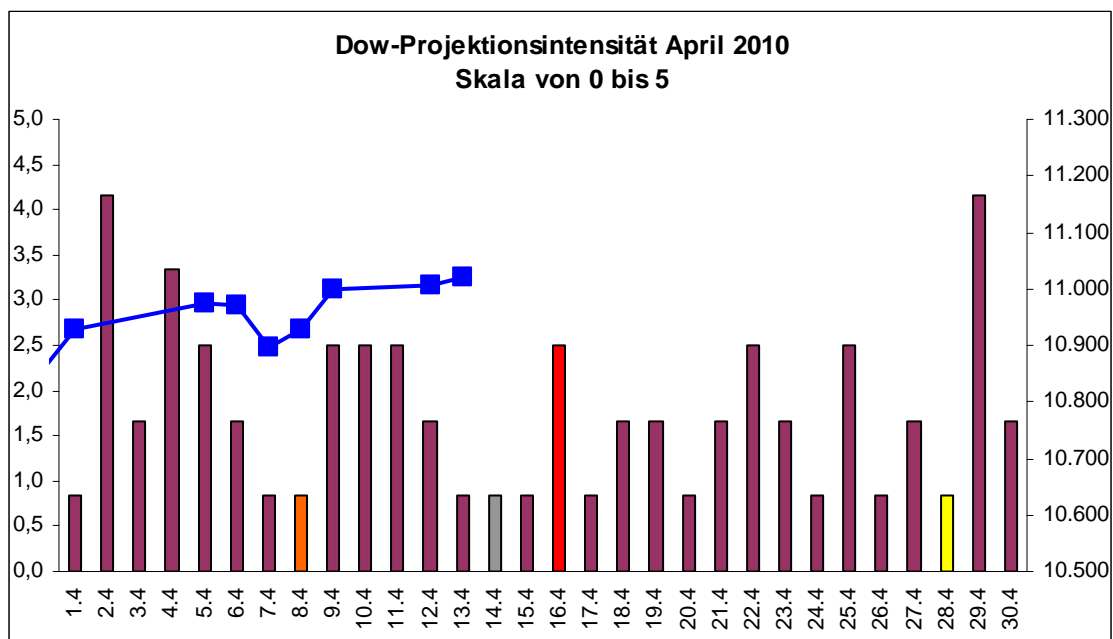
Der Gold Bugs Index HUI fiel um 1,0% auf 439 Punkte. Der Gold/Silber Index XAU  
endete bei 174 Punkten. Newmont Mining gewann 23 Cent und endete bei 53,78 Dollar.

Der Volatilitätsindex (VIX) stieg um 4,0% auf 16,20 Punkte; der VXN (NDX-Vola) endete  
bei 15,97 Punkten. Die Put/Call-Ratio schloss mit 0,72. Die Equity-PCR endete bei 0,48.  
Die OEX-PCR endete bei 1,20. Der ISEE schloss mit 78.

Die Charts zu den Daten finden Sie im handelstäglich gegen 6 Uhr morgens aktualisierten  
Marktüberblick: <http://premium-onftsy9nmdfmoj.eu.clickandbuy.com/chartscharts.html?cache-control=no-cache,no-store>  
Weitere ausführliche Charts befinden sich im Marktlabor.

-----

Zeitprojektionstage: 02.04., 29.04.

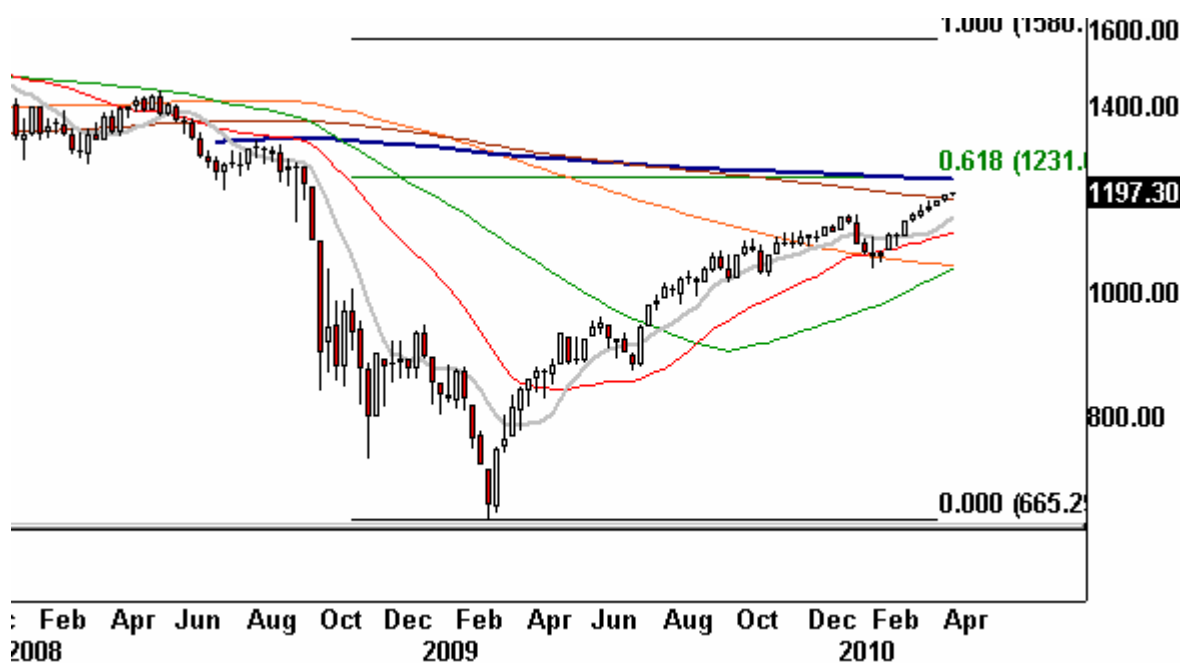


weinrot=normale Zeitprojektion; orange=Donnerstag vor der Verfallswoche; gelb=Vollmond, rot=Verfallstag;  
dunkelgrau=Neumond; blaue Linie: Verlauf Dow Jones Index

Von den drei Kandidaten, die eine runde Marke zu überspringen haben (Dow Jones Index, S&P 500, Nasdaq 100) ist dies per gestern zweien gelungen. Nur der S&P 500 hat diese Aufgabe - bei einem Schlussstand von 1.197 Punkten – noch vor sich. Sind diese Marken erst einmal übersprungen, so sollte es einigermaßen zügig weiter aufwärts gehen (jedenfalls ist die Wahrscheinlichkeit dafür hoch; siehe Absacker).

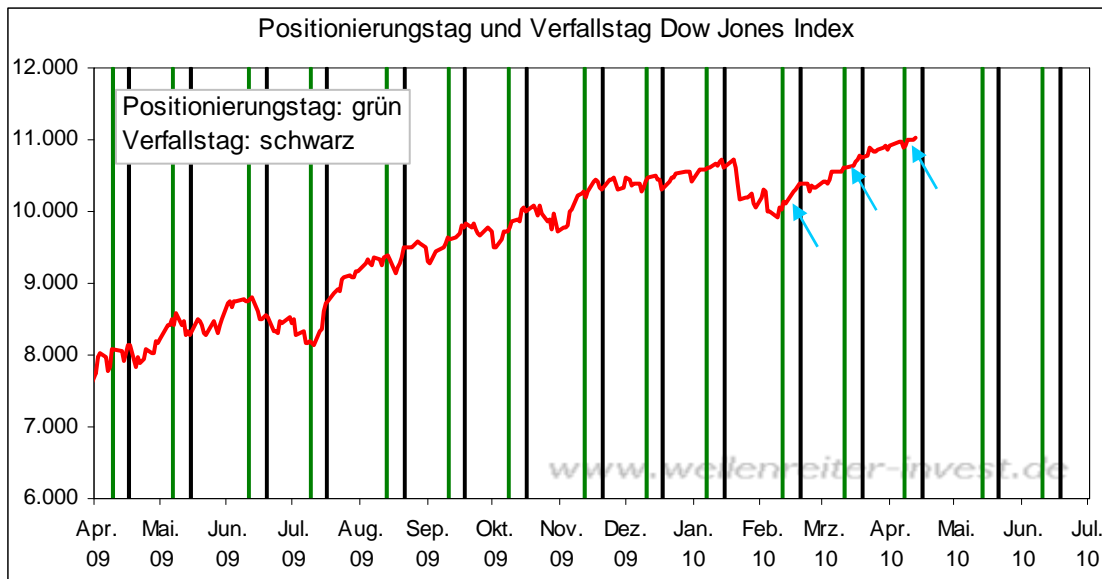
Das würde bedeuten, dass der S&P 500 den Widerstandsbereich von 1.230 Punkten (61,8%-Retracement und 4-Jahres-GD) nach der Überwindung der 1.200er Marke recht schnell anlaufen würde.

### S&P 500 Wochenchart



Die Aktienmärkte befinden sich in der Verfallswoche, dies ist kaum am – weiterhin niedrigen – Volumen abzulesen.

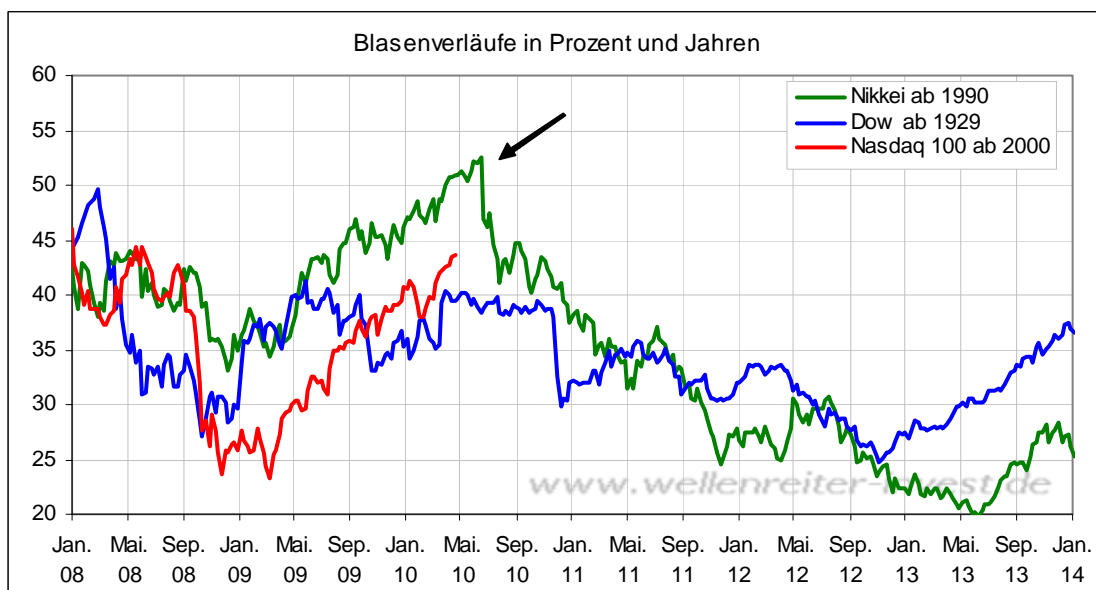
Wie der folgende Chart zeigt, befindet sich der Dow Jones Index bereits drei Verfallswochen hintereinander in einer Anstiegsphase (siehe Pfeile).



Wir schrieben gestern: „Wir erwarten noch einen Schub im S&P 500 über die Marke von 1.200 Punkten (möglicherweise bis zum Widerstand bei 1.230 Punkten).“

Bis zum Ende der Verfallswoche dauert es noch drei Handelstage. Sollte es dem S&P 500 gelingen, innerhalb dieser drei Tage die Marke von 1.230 Punkten zu erreichen, dann müsste man davon ausgehen, dass anschließend Durchatmen (sprich: eine Korrektur) angesagt ist.

Während unser Durchschnittsverlauf ein finales Hoch bereits Mitte April (also in Kürze) signalisiert, lässt das Blasenverlaufsmuster das „Topping-Fenster“ bis in den Juni hinein offen (siehe Pfeil folgender Chart).



Angesichts der nach wie vor intakten Marktbreite tun wir uns schwer, in der immer stärker zur Gewissheit werdenden „Zweite-Hälfte-April-Korrektur“ mehr als eine Korrektur zu sehen. Die Ausbildung eines Hochs benötigt in der Regel Zeit. Wir werden versuchen, diesen Prozess mit Hilfe unserer Indikatoren zu begleiten. Noch ist nichts passiert, die Aufwärtsbewegung ist intakt. Wir bleiben bei unserer bullischen Einschätzung für die Aktienmärkte.

-----

### **Absacker**

Mark Hulbert beschreibt eine US-Studie, die das Verhalten des Dow Jones Index in der Nähe runder Marken unter die Lupe genommen hat.

<http://tinyurl.com/vya89rn>

Das Ergebnis lässt sich wie folgt zusammenfassen: Die Märkte zögern zunächst, solche Marken zu überspringen (wie aktuell die 11.000-Punkte-Marke). Ist die runde Marke erst einmal übersprungen, so geht es „recht flott“ weiter aufwärts. Dieses Phänomen hatte Alexander Hirsekorn bereits in der vorvergangenen Montagsausgabe beschrieben.

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.