

# Der Wellenreiter

Handelstägliche Frühausgabe

**Freitag, den 29. April 2011**

Nachfolgend eine Einordnung zum aktuellen Stand des US-Wirtschaftszyklus. Eine solche nehmen wir in unregelmäßigen Abständen anhand zwei Kriterienmuster vor (zuletzt im Juli 2010). Wir schrieben damals: „Der Beginn der nächsten Rezession dürfte sich später im ersten Halbjahr 2011 lokalisieren lassen.“

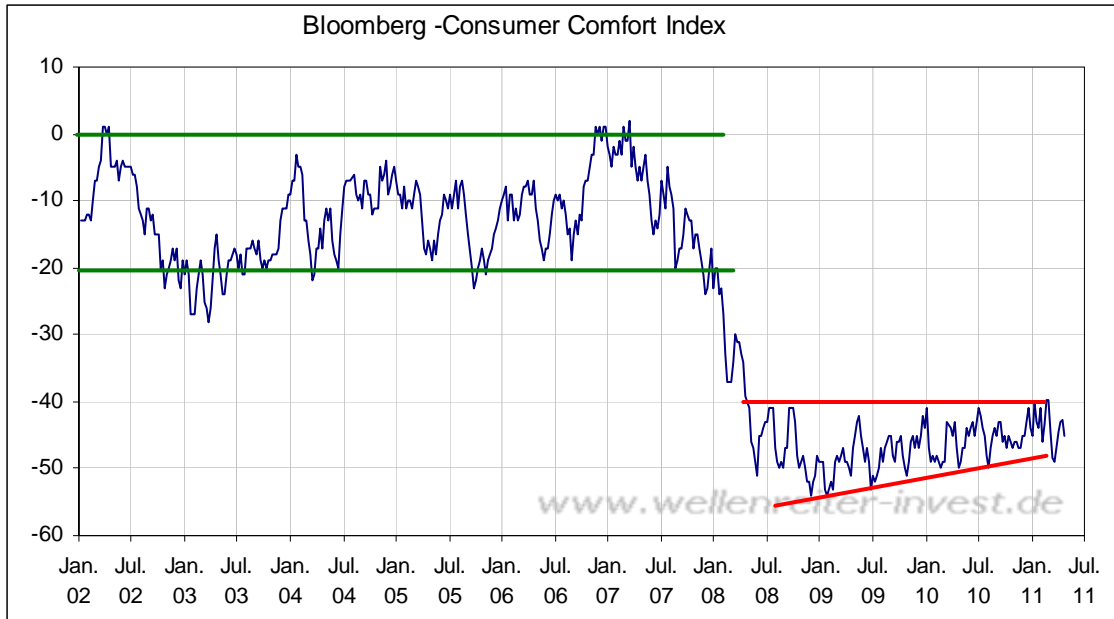
Wir betrachten zwei Modelle. Erstens das Modell von Stockcharts.com; zweitens das Zyklenmodell von Martin Pring („All-season Investor“). Der Vorteil dieser Modelle besteht darin, dass sie – im Gegensatz zu den Szenarien der Volkswirte und „Wirtschaftsweisen“ das Verhalten der Finanzmärkte berücksichtigen. 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 Juli 2010 aus:

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

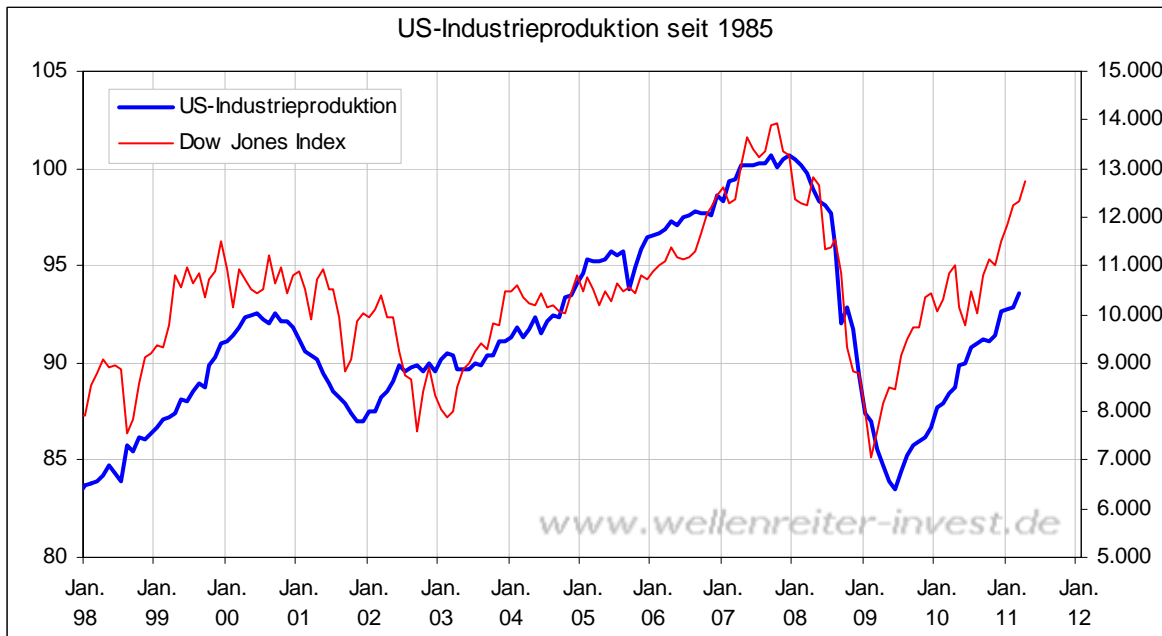
Quelle des Musters: <http://www.stockcharts.com/charts/performance/SPSectors.html>

Schauen wir uns diese Kriterien aus heutiger Sicht an. Das Bloomberg-Verbraucher-  
vertrauen befindet sich weiterhin auf einem niedrigen Niveau (nächster Chart).



Der gestern veröffentlichte Wert beträgt -45 Punkte.

Die Industrieproduktion steigt seit mehr als zwei Jahren, Von Niveau des Jahres 2007 ist sie jedoch deutlich entfernt (nächster Chart).

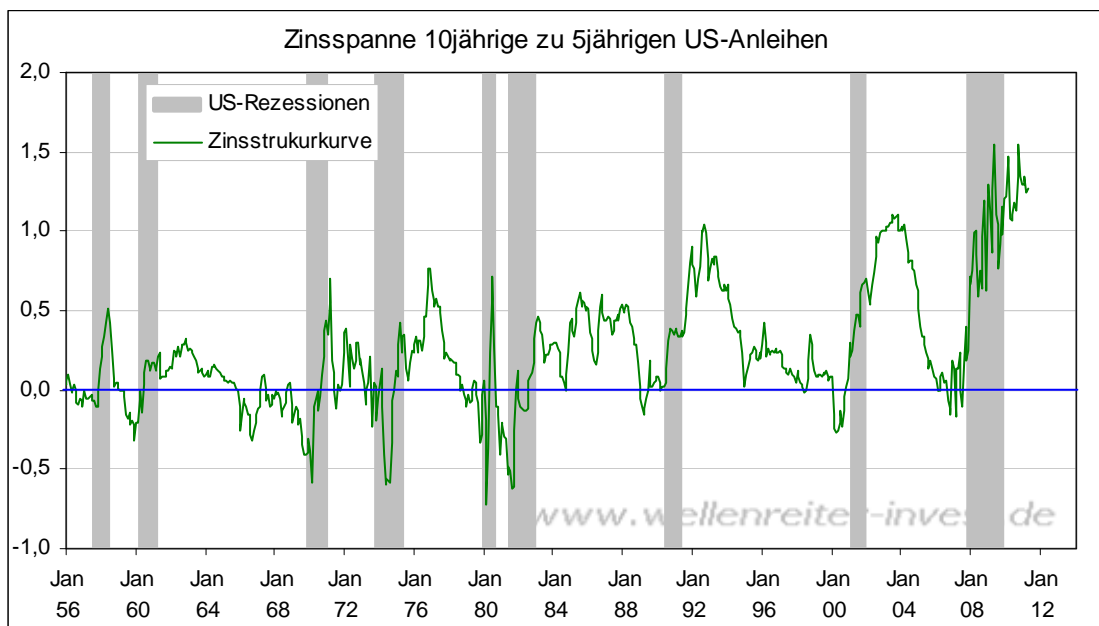


Die US-Renditen bildeten im Herbst 2010 einen Tiefpunkt aus. Ein wichtiges Hoch folgte im Februar 2011. Seitdem bewegen sich die Renditen seitwärts.

### Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen Wochenchart

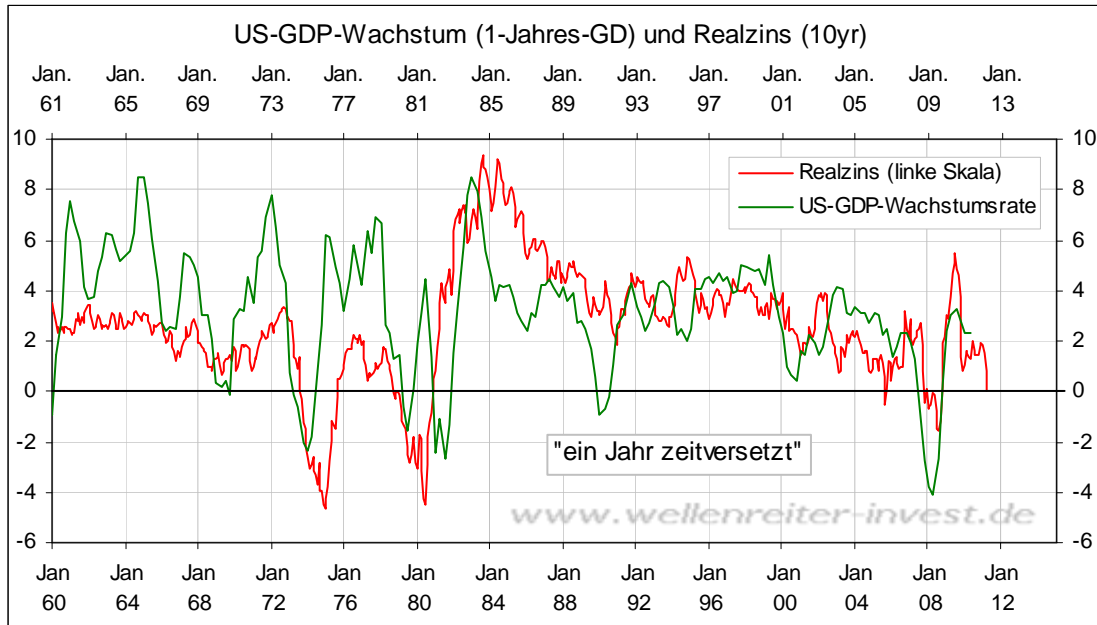


Die Zinsstrukturkurve befindet sich weiterhin in einem recht steilen Bereich. Die Differenz zwischen 10- und 5jährigen Anleihen beträgt 1,3 Prozentpunkte.



Da die Fed seit 2008 eine Nullzinspolitik fährt, dürfte der Zusammenhang zwischen Rezessionen und Zinsspanne nicht mehr im früheren Maße gegeben sein. Um den Bernanke-Effekt zu minimieren, vergleichen wir die Struktur der Rendite von 10jährigen zu 5jährigen US-Anleihen.

Da dieser Effekt jedoch nicht ganz auszuschließen ist, betrachten wir zusätzlich den Realzins. Dieser befindet sich bei einer Rendite im 10jährigen Bereich von 3,31% und einer wahrscheinlichen April-Inflationsrate von über 3 Prozent nahe der Null-Linie.



Der schwache Realzins deutet die Möglichkeit einer US-Rezession gegen Ende 2011/ Anfang 2012 an. Aus diesen Beschreibungen ergibt sich das folgende Bild:

Das Verbrauchervertrauen ordnen wir bei „fallend“ ein. Eine Erholung ist weit und breit nicht in Sicht. Die US-Industrieproduktion steigt kontinuierlich an, sodass wir hier „steigend“ markieren. Bei den Zinsen scheint der Anstieg vorerst vorüber zu sein. Es erscheint gut möglich, dass hier der Punkt „Höhepunkt“ markiert werden muss. Die Zinsstrukturkurve flacht ab, befindet sich aber noch auf einem recht hohen Niveau.

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

Fazit: Im Gesamtbild weisen die meisten Faktoren auf „Spätphase der Erholung“ hin.

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.

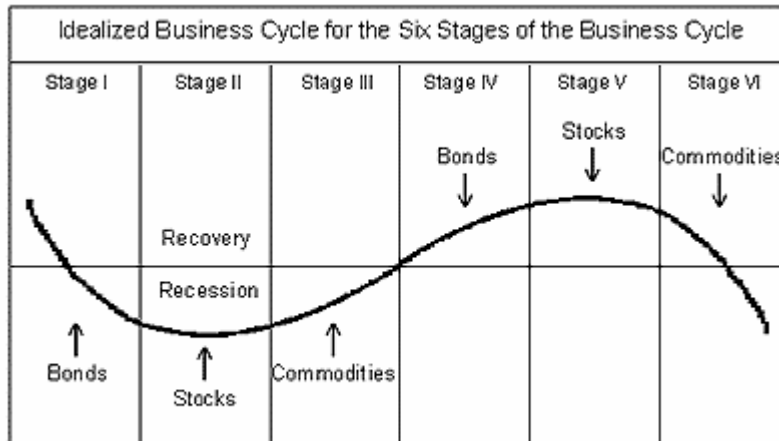


Figure 1

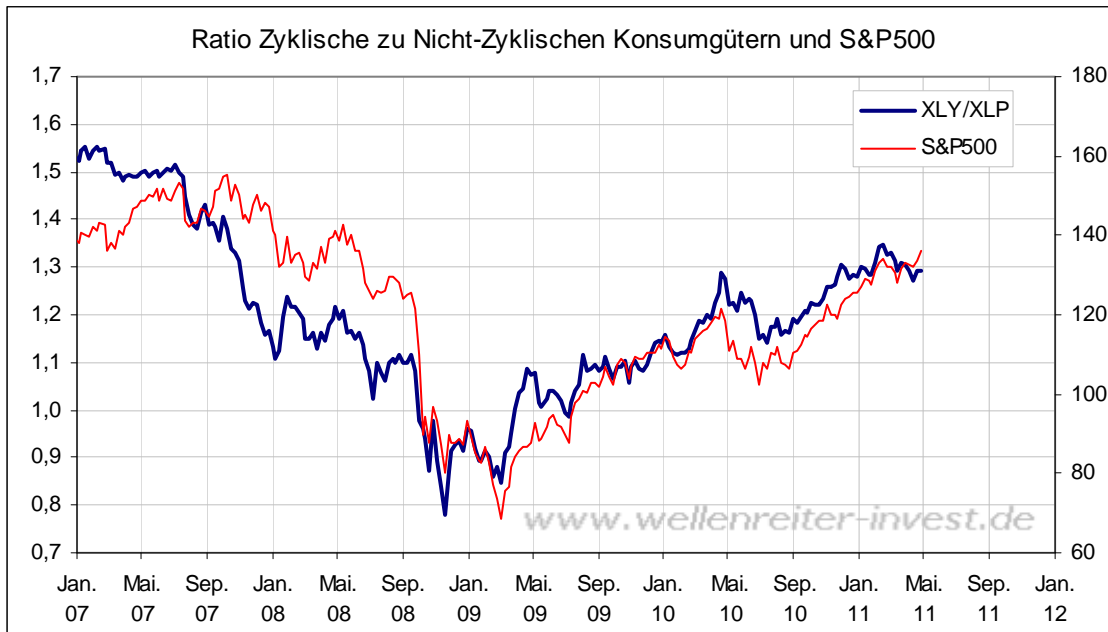
Quelle: <http://www.pring.com/aatheory.htm>

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.

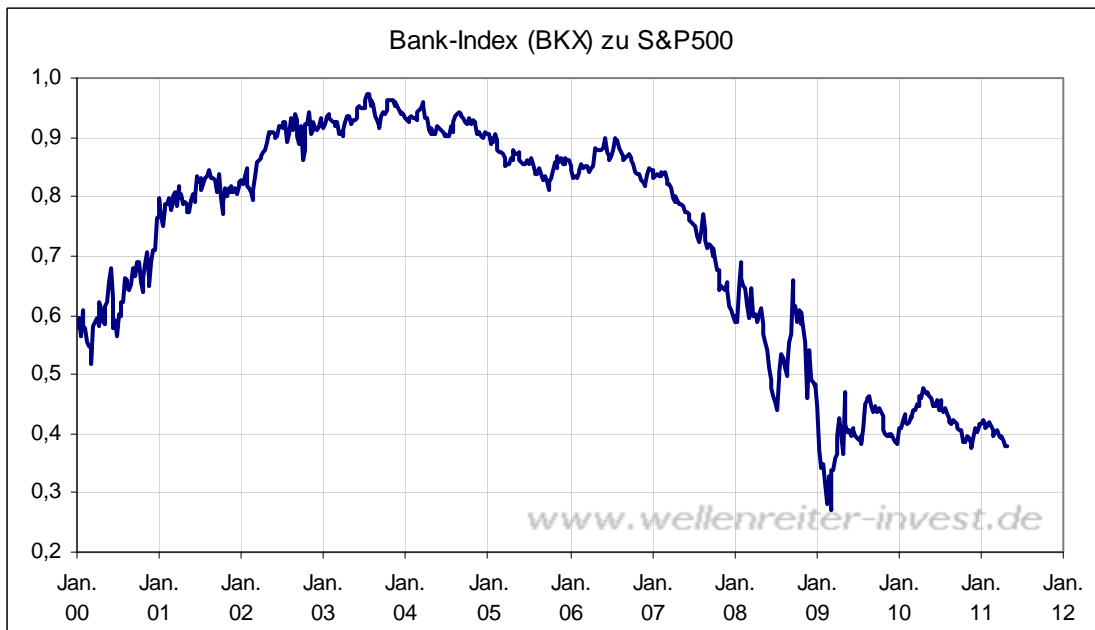
Als Folge beginnen die Rohstoffe („Commodities“) zu steigen (Phase III). Zum Thema Gold schreibt Pring in seinem Buch, dass Gold und Goldaktien ein spezieller Fall sind und in der Regel zeitlich vor den anderen Rohstoffen drehen. In der vierten Phase – es ist die erste Phase der Erholung – toppen die 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. Mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit haben die US-Bonds im August 2010 ein wichtiges Hoch erzielt. Die Phase IV scheint demnach gelaufen zu sein. Aktuell dürften sich die Märkte in der Phase V befinden. Es ist die Phase, in der die Aktienmärkte ihr Hoch erzielen.

Symptome dafür gibt es einige: Erstens sind defensive Titel vermehrt gefragt. Dies zeigt die Ratio der zyklischen zu den nicht-zyklischen Konsumgütern (folgender Chart), die im Februar ihr Hoch erzielte.

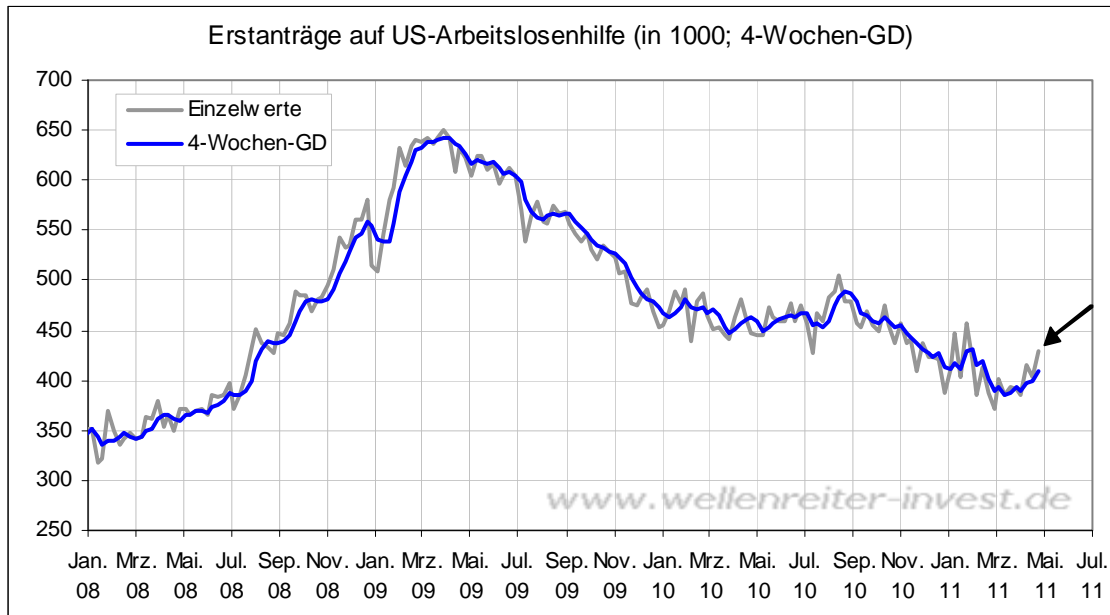


Zudem ziehen die Bankentitel nicht mit. Die Ratio des Bank-Index zum S&P 500 verbleibt auf einem „unterirdischen“ Niveau.

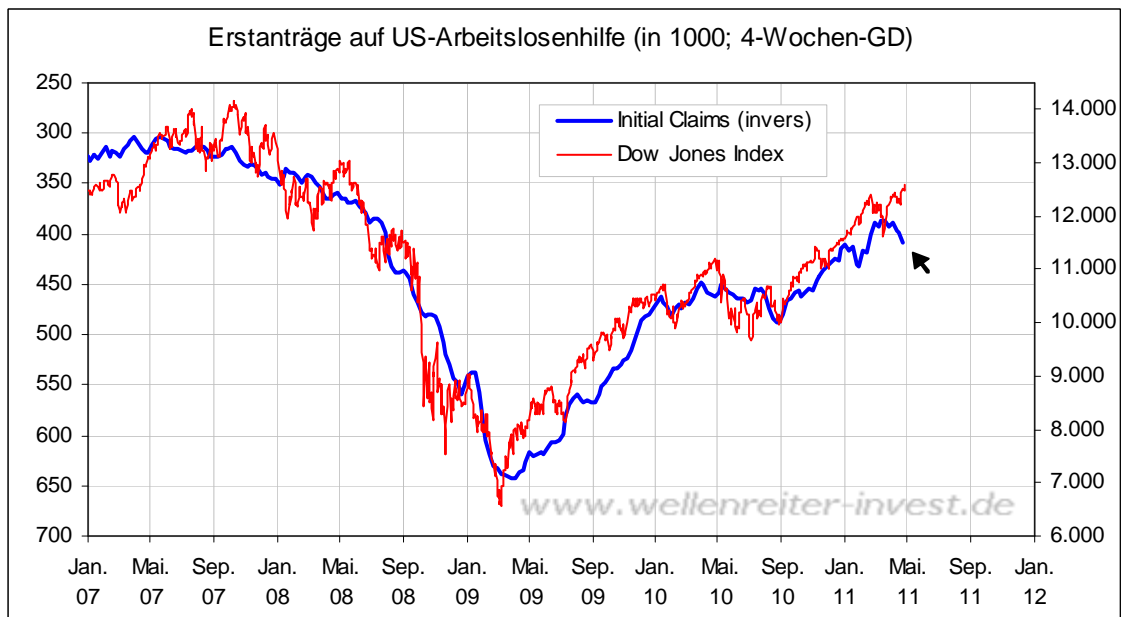


Ähnliches gilt für den Hausbausektor. Eine Erholung dieses Sektors wäre für den Aufbau von einfachen Arbeitsplätzen „Construction Workers“ wichtig. So verbleibt die US-Arbeitslosenquote auf hohem Niveau.

Die Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe beginnen seit einigen Wochen zu steigen.



Setzt man diese Anträge zum Verlauf des Dow Jones Index in Beziehung, so erhält man den folgenden Chart (die Erstanträge sind invers dargestellt):



Die sich ausbildende Divergenz ist erkennbar. Lange hält dies nicht. Entweder erholen sich die Erstanträge wieder oder der Dow Jones Index beginnt zu fallen. Wir nehmen an, dass letzteres der Fall sein wird.

Betrachtet man den S&P 500 in Euro (folgender Chart), so ist zu erkennen, dass es sich bei der aktuellen Rallye um eine reine Abwertungsrallye handelt.

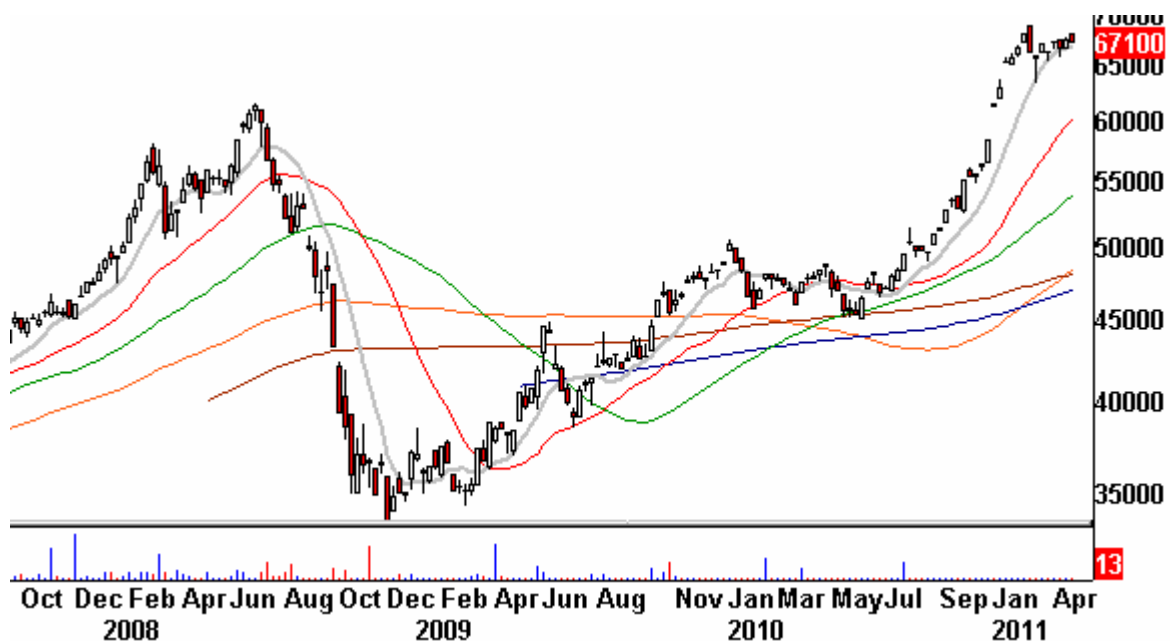
### S&P 500 in Euro Tageschart



Die US-Märkte profitieren vom schwachen US-Dollar. Ein Europäer, der im Herbst in den USA investiert hätte, hätte bereits zu Jahresanfang die Gewinne einstreichen müssen. Seit Jahresbeginn ist der S&P 500 in Euro gerechnet um drei Prozent gefallen.

Problematisch ist die Einordnung der Rohstoffe. Der CRB-Index (CI) konnte das Hoch aus dem Sommer 2008 überwinden, stagniert jedoch seit Anfang März.

### US-Rohstoffindex Wochenchart



Wichtige nachwachsende Rohstoffe haben bereits Hochpunkte erzielt. Edelmetalle wie Gold und Silber performen gut, aber Gold- und Silberminen zeigen Schwäche. Es wäre sogar möglich, dass die Rohstoffe – entgegen dem Pring-Modell – ihren Hochpunkt vor den Aktienmärkten erzielen (bzw. bereits erzielt haben).

Trotz aller Unzulänglichkeiten eines idealtypischen Verlaufs hilft der weiter oben gezeigte Sechs-Phasen-Chart, sich die Abfolge eines Wirtschaftszyklus bewusst zu machen.

Fazit: Die Anleihen haben ihren Hochpunkt bereits im vergangenen Spätsommer/Herbst erzielt (Rendite-Tief bei 2,3% 10jährige US-Anleihen). Nach dem Pring-Modell müssten die Aktienmärkte bald folgen. Defensive, nicht-zyklische Titel sind gesucht, die Banken ziehen nicht mit. Zudem steigen die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, was in der Vergangenheit kein gutes Omen für den US-Aktienmarkt gewesen ist. Es ist möglich, dass die Rohstoffe in der Mehrzahl bereits ihre zyklischen Hochpunkte gesehen haben, so dass die Rohstoffe in diesem Zyklus vor den Aktienmärkten toppen könnten.

-----

Die Rendite 10jähriger spanischer Staatsanleihen bewegt sich seit Monaten auf einem Niveau zwischen 5,2 und 5,5 Prozent.

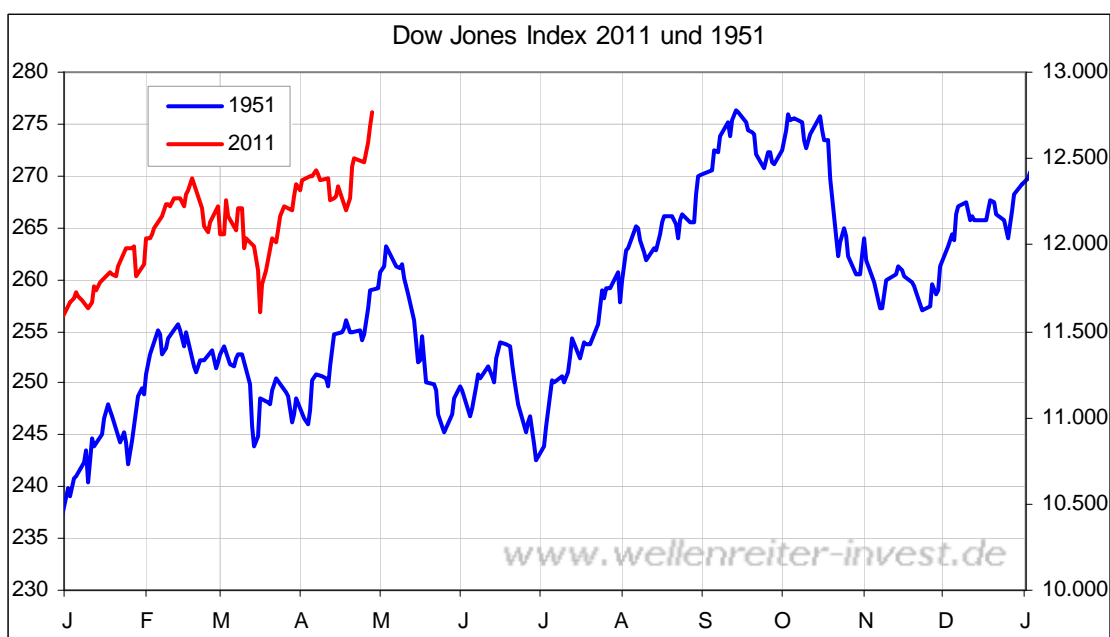
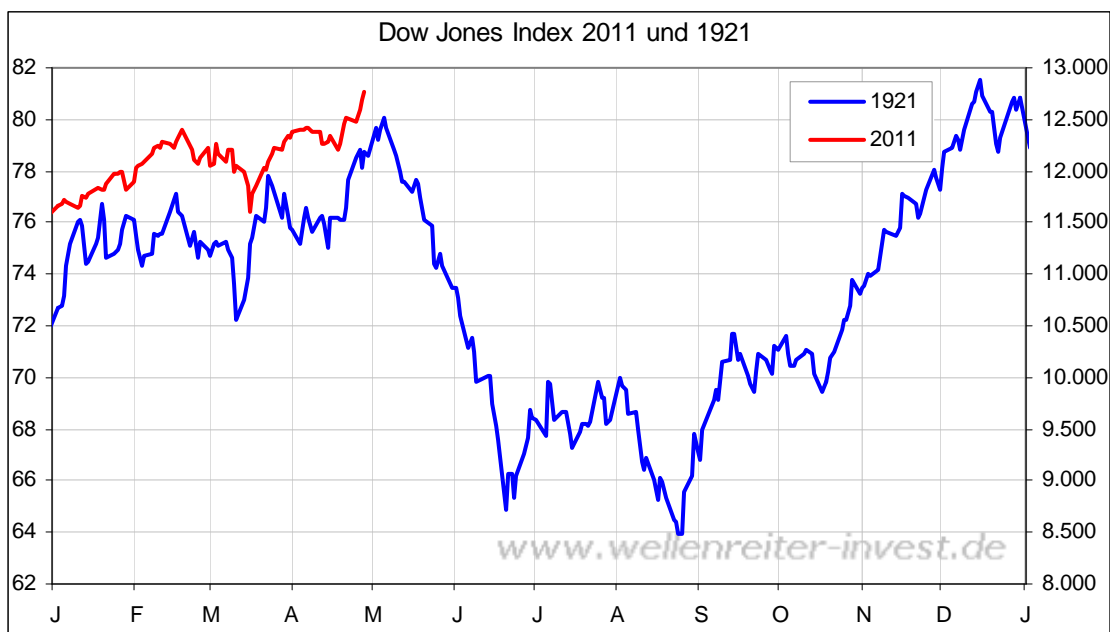
#### Rendite 10jähriger spanischer Staatsanleihen Tageschart

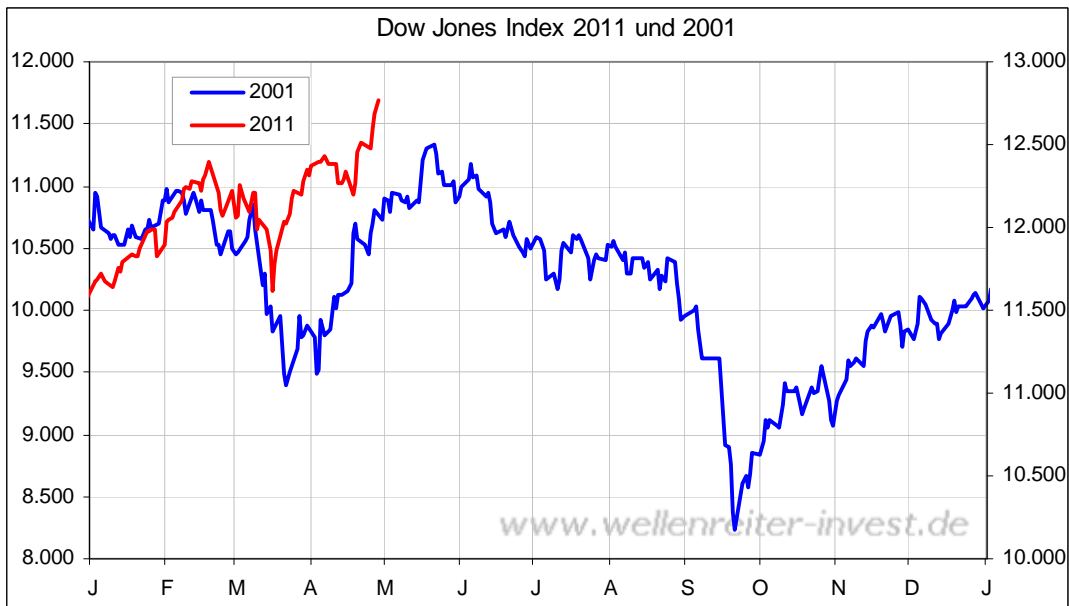
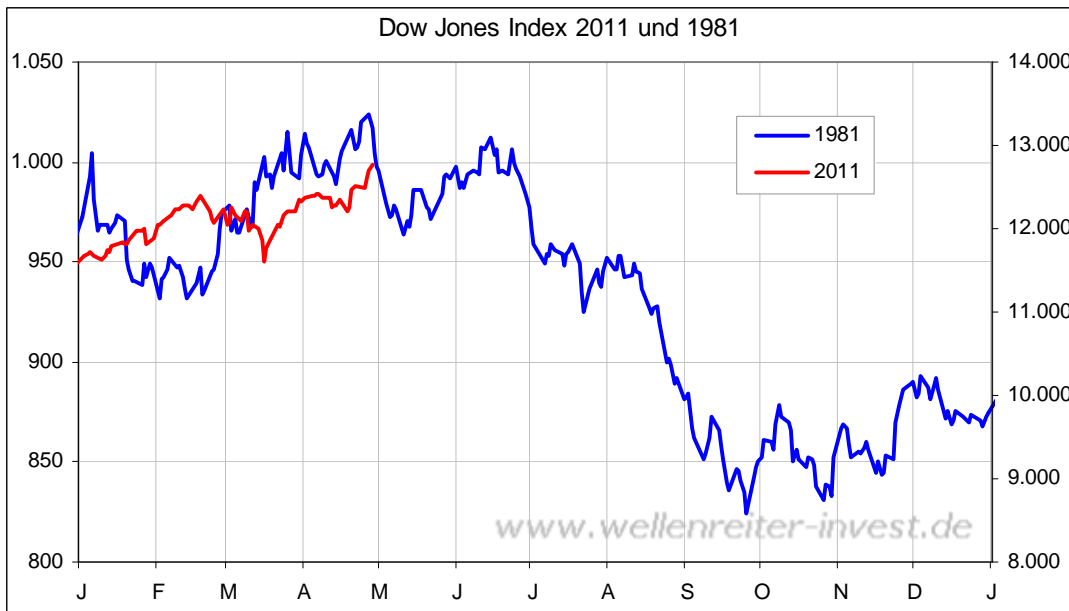
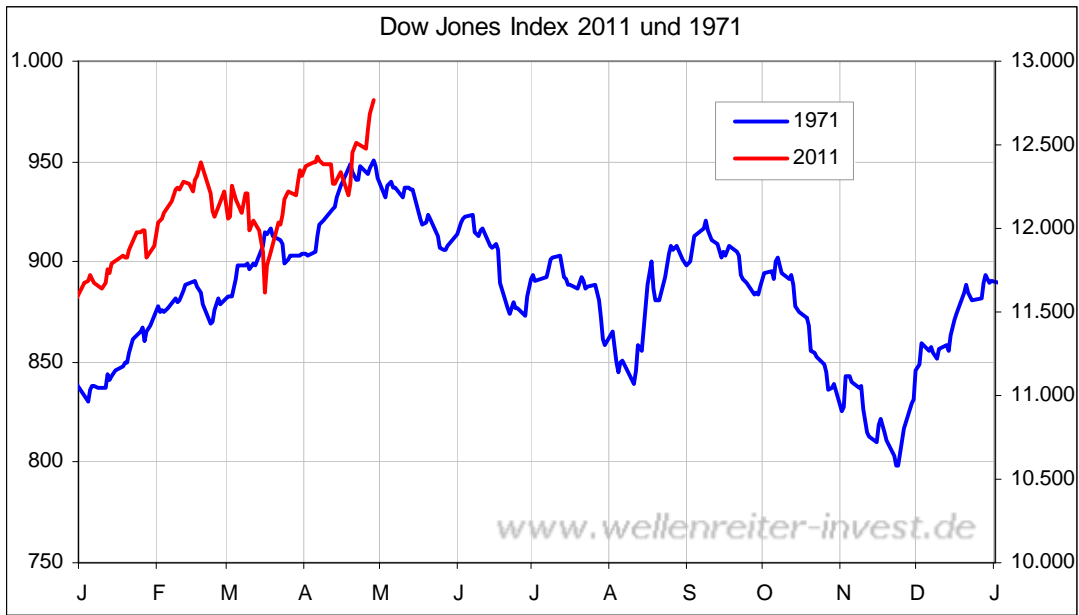


Ein Haircut Griechenlands, Portugals oder auch Irlands wäre notfalls von den Märkten zu verkraften, bei einer Staatsinsolvenz Spaniens ginge es „ans Eingemachte“. Wir vermuten, dass sich die aktuelle US-Dollar-Schwäche dann in ihr Gegenteil verkehrt, wenn die Renditen für spanische Staatsanleihen die aus ihrer Range nach oben ausbrechen.

-----

Interessant: In fünf der vergangenen zehn Dekadenverläufe von Einer-Jahren kam es Ende April/ Anfang Mai zu bedeutenden oberen Wendepunkten. Nachfolgend sind die Charts dargestellt.





Die Charts zeigen, dass es jedes Mal zu einem letzten starken Anstieg kam. Dieser wurde anschließend in kurzer Zeit wieder abgebaut.

-----

Ungewöhnliches vollzieht sich aktuell im Bereich der US-Kurzfrist-Rendite (3 Monate). Diese ist gestern in der Spitze auf einen Wert von 0,015 gefallen. Üblich war über einen langen Zeitraum seit Beginn der Nullzinspolitik etwa 0,15 Prozent.

### US-Drei-Monats-Rendite Tageschart



In dieser Anlageform (3-Monate) sind viele Geldmarktfonds aktiv. Es mag sein, dass es keinen großen Unterschied macht, ob die Rendite 0,15 oder 0,015 Prozent beträgt. Aber dennoch verlieren die Anleger in solchen Geldmarktfonds Geld, weil ja auch Gebühren zu bezahlen sind. Warum diese kurzfristigen Anleihen derzeit so stark gesucht sind? Möglicherweise hängt dies mit dem Ende von QE II zusammen. Haben die Banken davor Angst, dass die Fed die Anleihen am langen Ende nicht mehr abnimmt und gehen deshalb stark ins kurze Ende? Oder ist die Inflationsangst derart gestiegen, dass man flexibel bleiben will? Wir können diese Frage nicht zufriedenstellend beantworten, aber ungewöhnlich ist der Vorgang schon. Es scheint Unruhe aufzukommen.

-----

Zu den Märkten.

970 Mio. Aktien wechselten an der NYSE den Besitzer. Das Aufwärtsvolumen betrug 586 Mio., das Abwärtsvolumen 364 Mio. gehandelte Aktien. Das Aufwärtsvolumen ergab 62% vom Gesamtvolumen. 355 neue Hochs standen 13 neuen Tiefs gegenüber.

Der Dow Jones Index schloss mit 12.763 Punkten um 72 Zähler höher (+0,6%) als am Vortag.

Der S&P 500 endete bei 1.360 Punkten um 5 Zähler höher (+0,4%).

Der Nasdaq Composite Index schloss mit 2.873 Punkten um 3 Punkte (+0,1%) höher; der Halbleiter-Index fiel um 0,7%.

Der Transport-Index endete bei 5.510 Punkten (+1,2%).

Größte Gewinner: Transports, Versicherungen; Größte Verlierer: Goldminen, Öl-Service, Halbleiter

Der T-Bond Future endete bei 122,04 Punkten (121,12).

Der US-Dollar Index befindet sich bei 73,27 Punkten (73,13).

Crude Öl notiert bei 112,45 (113,49) und US-Erdgas bei 4,56 Dollar (4,42).

Der Goldpreis notiert bei 1.533 Dollar/Unze (1.533). Gold in Euro liegt bei 1036.

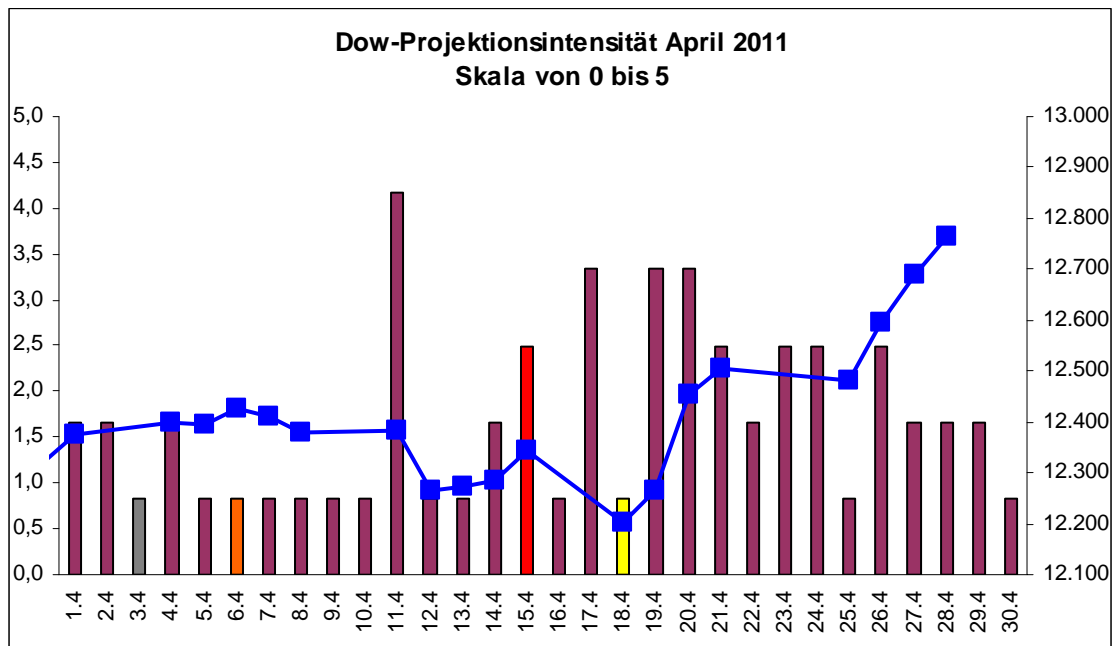
Silber befindet sich bei 48,34 Dollar (48,54).

Der Gold Bugs Index HUI fiel um 0,5% auf 583 Punkte. Der Gold/Silber Index XAU endete bei 220 Punkten. Newmont Mining verlor 27 Cent und endete bei 58,79 Dollar.

Der Volatilitätsindex (VIX) fiel um 4,8% auf 14,62 Punkte; der VXN (NDX-Vola) endete bei 16,20 Punkten. Die Put/Call-Ratio schloss mit 0,83. Die Equity-PCR endete bei 0,55. Die OEX-PCR endete bei 2,55. Der ISEE schloss mit 127.

-----

Zeitprojektionstage: 11.04., 17.-20.04.



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

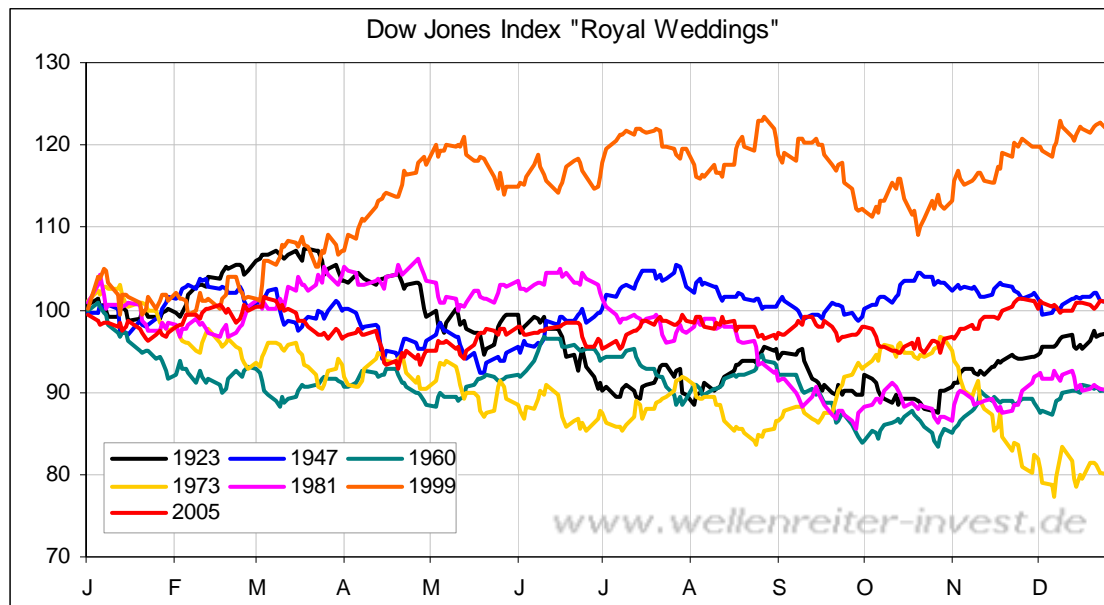
Das Handelsvolumen bleibt unter einer Milliarde an der NYSE. Die Märkte scheinen unerbittlich zu steigen. Dies gilt nicht für die Goldminen und Halbleiterwerte. Die Marktbreite ist weiterhin intakt, das smarte Geld kauft. Gestern stieg die OEX-PCR erstmals seit sieben Handelstagen auf einen Wert von über 2 an (2,55). In Verbindung mit einem gestern schwächeren Nasdaq-Index und der fortgesetzten Bevorzugung defensiver Titel scheint weiterhin Vorsicht angebracht zu sein.

Wichtig bleibt die Beobachtung des US-Dollar-Index sowie der Renditen in Europa. Der scharfe Fall des US-Dollar in den vergangenen Tagen könnte sich bald in das Gegenteil verkehren. Dies wiederum würde den Aktienmärkten Probleme bereiten. Wir bleiben bei unserer neutralen Einschätzung für die Aktienmärkte.

-----  
**Absacker**

Unser Beitrag zum Hype um William und Kate: Chris Zwermann bat mich, für seinen Bloomberg-TV-Auftritt einen Chart zu basteln, in dem die Aktienmarktverläufe der Jahren dargestellt sind, in denen königlich-britische Hochzeiten stattgefunden haben.

Wie der folgende Chart zeigt, endete der Dow Jones Index (FTSE-Daten hatte ich leider nicht) mit einer Ausnahme (1999) um Null oder negativ.



Derartige Events scheinen dem Volk soviel Energie zu entziehen, dass sie anschließend nicht mehr in der Lage sind, an den Aktienmärkten zu investieren :-)

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.