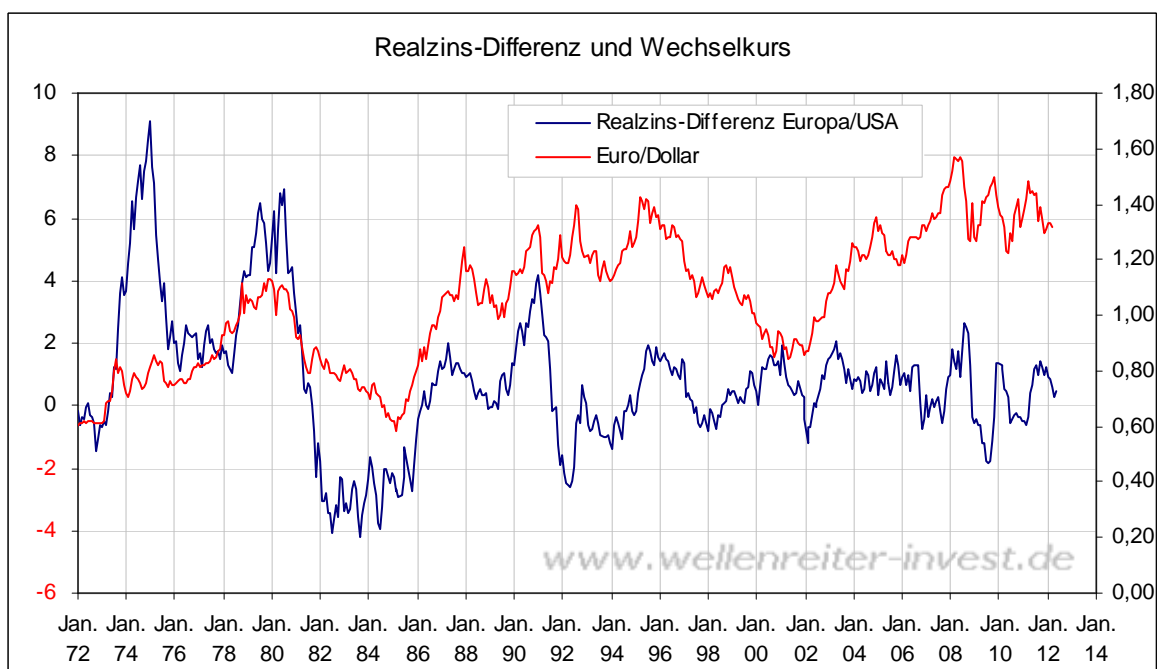


Freitag, den 4. Mai 2012

Die Deutsche Börse veranstaltete gestern ihren 9. Frankfurter Investmenttag. Mich reizten drei Referenten: Prof. Norbert Walter, Hans Redecker und Peter Bofinger. Wenn man solche Vorträge hört, macht man das in der Erwartung, den einen oder anderen Happen aufschnappen zu können, um an einigen Stellen gedanklich weiter zu kommen. Diese Erwartung wurde nicht enttäuscht.

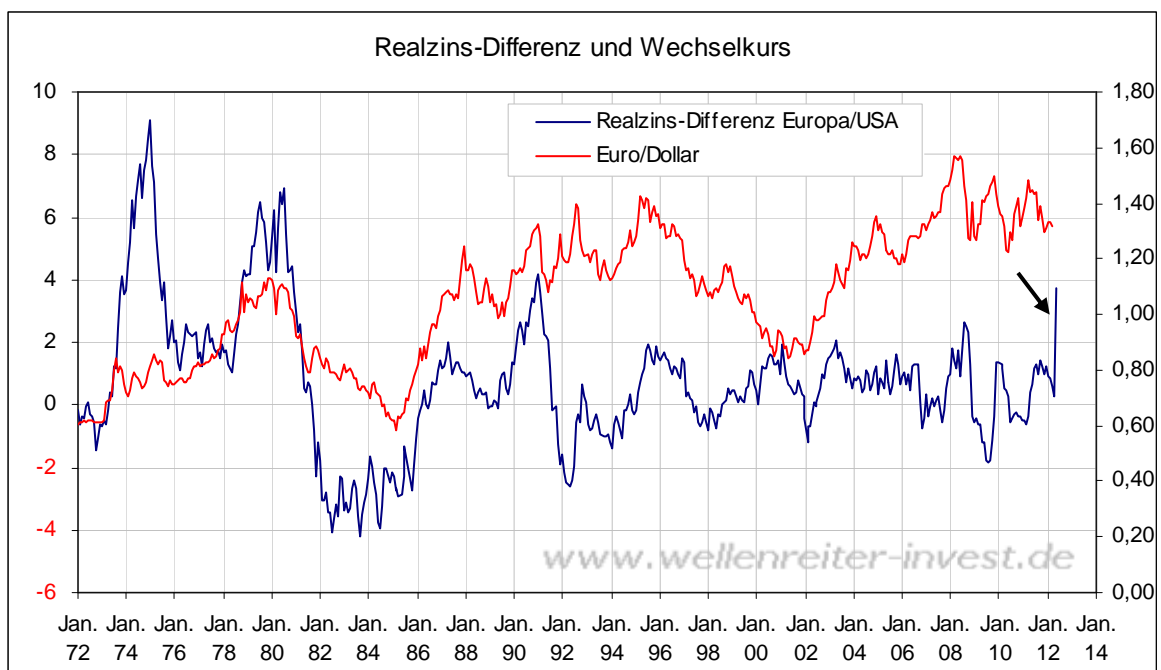
Die Veranstaltung war weniger gut besucht als in den Vorjahren. Vor zwei Jahren fand man bei Prof. Walters Eröffnungsrede kaum einen Stehplatz. Gestern war lediglich die Hälfte der Stühle besetzt. Das war bei den weiteren Referenten ähnlich. Die Qualität der Vorträge stand in keinem Verhältnis zur geringen Besucherzahl. Im Nachhinein dürften sich einige ärgern, nicht dagewesen zu sein.

Bofinger und Walter verwiesen unisono, aber unabhängig voneinander auf den Zusammenhang zwischen Realzinsdifferenz und Wechselkurs, ohne aber Charts dazu vorzustellen. Wir haben uns dieses Themas in früheren Jahresausblicken angenommen. Anbei eine aktualisierte Version der Realzinsdifferenz Deutschland/USA und des Euro/Dollar. Wir nehmen dabei an, dass der deutsche - nicht der spanische - Realzins den Wechselkurs dominiert.



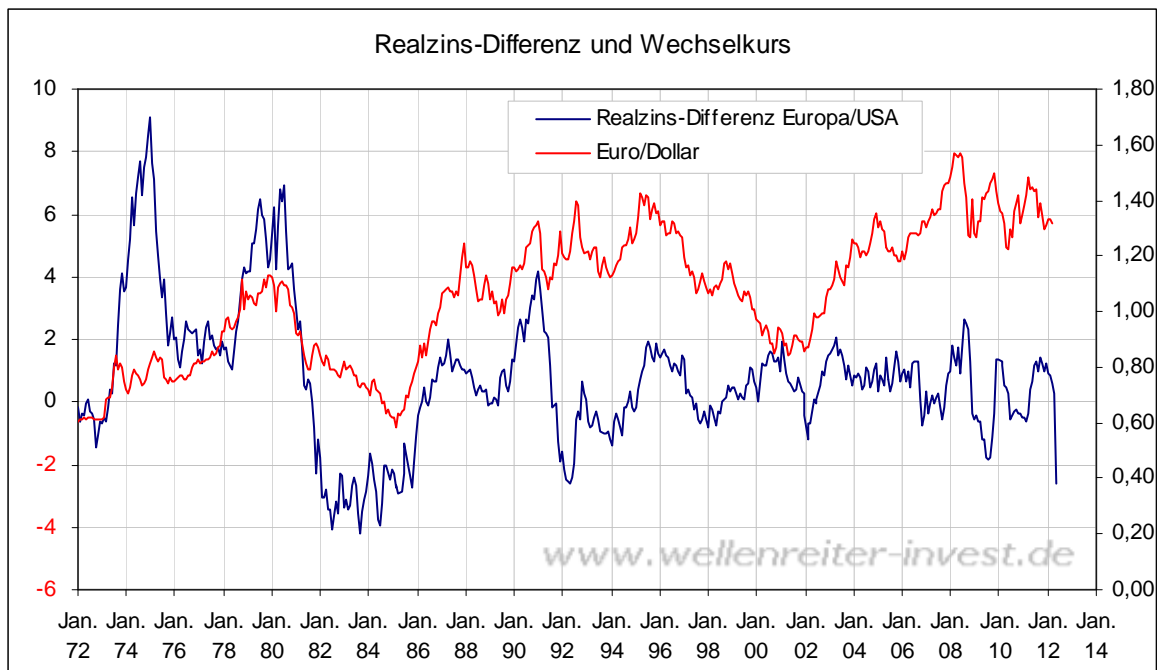
Wenn der Kursverlauf tatsächlich von der Realzinsdifferenz abhängig ist – und nichts anderes suggeriert der Chart –, dann ist das aktuelle Verharren des Euro/Dollar in einer Handelsspanne gut erklärbar. Der Realzins errechnet sich aus dem Nominalzins minus der Inflationsrate. Die Inflationsrate ist in Deutschland mit 2,0% etwas geringer als in den USA (2,7%). Dafür ist der Nominalzins in Deutschland (1,61%) niedriger als der US-Zins (1,92%).

Was muss sich ändern, damit der Euro gegenüber dem US-Dollar zulegen kann? Nehmen wir fiktiv an, die US-Inflationsrate würde auf 6 Prozent steigen. Alle anderen Parameter blieben unverändert. Der Chart würde dann so aussehen:



Wäre die US-Inflationsrate deutlich höher als die deutsche Inflationsrate, so würde der Euro profitieren (siehe Pfeil obiger Chart).

Verändern wir einen anderen Parameter: Den Nominalzins. Würde die Fed einen Anstieg der 10jährigen US-Nominalrendite auf 5 Prozent erlauben, so würde sich die Realzinsdifferenz zugunsten der USA entwickeln(folgender Chart).



Dies würde den US-Dollar massiv stärken. Die Frage stellt sich: Wie realistisch sind solche Veränderungen?

Wenn wir davon ausgehen, dass die Nominalrendite sowohl in Deutschland als auch in den USA auf niedrigem Niveau verbleibt und gleichzeitig die Inflationsraten in einem geringen Abstand zueinander verbleiben, dann lässt sich genau ein Ergebnis erwarten: Die enge Handelsspanne des Euro/Dollar bleibt uns erhalten. Erst wenn es auf der Zins- oder Inflationsseite zwischen Deutschland und den USA zu deutlichen Differenzen kommt, sollte sich im Euro/Dollar ein Trend ergeben. Ende des Exkurses, jetzt geht's zu den Referenten.

Hans Redeker, Chef-Währungsexperte von Morgan Stanley, hat die Nationalität gewechselt: Er ist jetzt Brite. Dies vorausgeschickt sieht er für den Euro schwarz. Er sieht den Euro gegenüber dem US-Dollar langfristig abwerten (am Jahresende soll der Wechselkurs 1,19 betragen). Die Zinsen in Euroland würden lange niedrig bleiben (wahrscheinlich meint er Deutschland). Das britische Pfund sei der sichere Hafen. Er verwies darauf, dass ein Auseinanderdriften zwischen Industriemetall- und Rohölpreisen schon früher zu Problemen geführt hätte. Die Ratio würde mit dem US-Einkaufsmanagerindex korrelieren. Interessant waren seine Ausführungen zur Zyklizität. An den Finanzmärkten würde sich alle paar Jahre ein EM-Thema mit einem US-Thema abwechseln. Ein US-Thema war die New Economy, dann folgte das Emerging Markets (EM)-Thema inklusive des Aufstiegs von China. Jetzt sei wieder ein US-Thema an der Reihe. Er begann seine Beispiele für diesen Zyklus mit den 1970er Jahren. Den EM-Zyklus teilte er in zwei

Phasen: Die erste Phase ist exportgetrieben, die zweite Phase infrastrukturgetrieben (binnenmarktorientiert). Sind beide Phasen durch, so entweicht die Luft. Die Amerikaner würden schon jetzt viel stärker in ihrem Heimatmarkt investieren als in den EM. Redeker meint, im Thema Cloud-Computing das neue US-Thema entdeckt zu haben. Cloud-Computing erfordert eine Rechtstaatlichkeit, die weder Moskau noch Peking garantieren könnten. Dieses Thema dürfte sich auf die USA und vielleicht UK konzentrieren, so Redeker.

Weiteres: Redeker verwies auf eine fallende Geldmenge in den G4 –Staaten. Er sieht die Assets fallen (auch Aktien) und den US-Dollar steigen. Spanier kaufen spanische Anleihen: Die Renationalisierung der Bonds-Märkte sei in vollem Gange. Aus der Differenz zwischen Euribor und Eonia ergäbe sich das Liquiditätsrisiko. Die Euroland-PMIs gingen abwärts (spricht für Fortsetzung der Konjunkturschwäche in Europa). Die PMI's würden die Aktienkurse bestimmen. Auch der australische PMI fällt, und Australien handelt wie China. Der US-Dollar würde sich zu einer Anlagewährung entwickeln, während der Euro eine Finanzierungswährung bliebe. Soweit Hans Redeker.

Peter Bofinger zeigte auf, dass die Privathaushalte fünf Jahre nach dem Beginn der Finanzkrise noch immer zögern, neue Schulden zu machen. Dafür springt der Staat ein. Die Konjunkturentwicklung sieht er skeptisch, weil er kein Thema erkennt, welches die Konjunkturlokomotive spielen kann. Er sieht die Eurokrise als Kollektivversagen. Griechenland wurde seit dem Jahr 2000 jedes Jahr von den Rating-Agenturen herabgestuft, aber niemand schaute hin. Die griechischen Renditen blieben unverändert nahe dem deutschen Niveau. Bofinger ist der Meinung, dass der spanische Bauboom auch ohne die Euro-Einführung zustande gekommen wäre. Die Spanier hätten sich in der DM fremdfinanziert. Er verwies auf die Beispiele Ungarn oder Polen, die sich im Schweizer Franken finanziert hätten.

2002/3 herrschte in Deutschland Untergangsstimmung, gefördert durch die britische Presse und Teilen der deutschen Presse. Auch Hans-Werner Sinn hieb damals in die „Kranker-Mann-Kerbe“. Bofinger meinte, er hätte 2004 ein recht optimistisches Buch über Deutschland geschrieben. Bei der Buchvorstellung sei er beschimpft worden: Es sei alles viel schlimmer.

In 2010 hätten die Marktteilnehmer erkannt, dass einzelne Eurostaaten insolvent werden könnten. Die USA, Japan und UK hätten ihre eigene Währung, sie können ihr eigenes Geld drucken. Eine Insolvenz sei dort ausgeschlossen. Seitdem differenzieren die Investoren deutlich.

Deutschland exportiert eine brüningsche Sparpolitik, die Problemländer würden sich zu Tode sparen. Es ist ein Versagen der Politik, da sie prozyklisch agiert. Die Geldmenge M3 würde kaum wachsen, weil kaum Kredite vergeben werden. Inflation sei daher kein Problem. Das Wachstum der Geldbasis sei irrelevant, entscheidend ist die Geldmenge. Viele Leute könnten nicht zwischen Geldbasis und Geldmenge unterscheiden. Inflation entstünde nicht – wie die Schweinegrippe – über Nacht, sondern benötige eine starke Kreditvergabe und steigende Löhne. Dieser Effekt sei bisher nicht absehbar. Die EZB dürfte direkt auf die langfristigen Zinsen zielen und dort einen Deckel drauflegen (Spanien, Italien). Die Bundesbank druckte 1975/76 Geld, um den Aufschwung zu beschleunigen (Ginge aus einem Buch von Ottmar Issing hervor). Von wegen, die Bundesbank sei immer der Musterknabe gewesen.

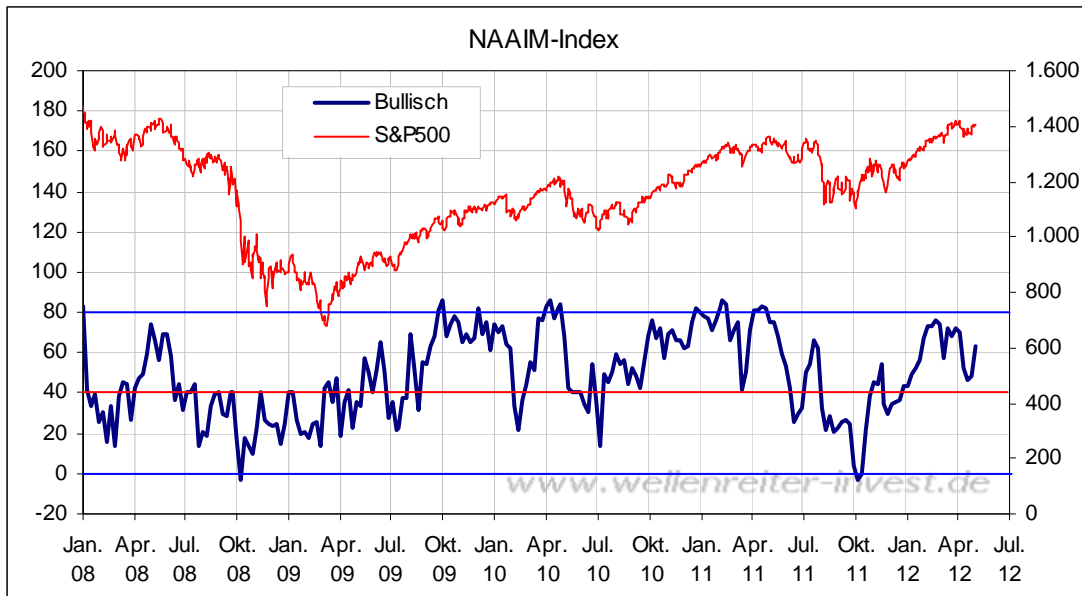
Würde der Worst Case eintreten und Deutschland müsste für die kompletten 664 Mrd. Euro haften, die im Risiko stünden, so würde sich die Verschuldung in Prozent vom BIP von 79% auf 104% erhöhen. Bei einem Zinssatz von 3% würden sich der jährliche Zinsdienst um 19 Mrd. erhöhen. Es wäre eine Belastung, aber die Welt würde davon nicht untergehen. Das Leben ginge selbst im Worst Case weiter.

Der Sachverständigenrat (dem Bofinger angehört) schlägt einen „Schuldentilgungspakt“ vor – hier abrufbar: <http://tinyurl.com/cdoucfs> Schulden oberhalb von 60% des BIP sollen in einen Schuldentilgungsfonds ausgelagert werden. Die Tilgung sollte innerhalb von 25 Jahren erfolgen. Die Auslagerung von Schulden würde unmittelbar gestoppt, sollte ein Land seinen Verpflichtungen nicht nachkommen. Nationale Budgets würden von einer europäischen Finanzaufsicht geprüft. Wenn Euroland sich nicht stärker integriert, wäre ein schmerzhaftes Auseinanderfallen in Einzelstaaten unvermeidbar.

Noch kurz zu Prof. Norbert Walter. Er sieht eine 80%-Chance, dass Euroland so weiterwurschtelt wie bisher. Zu 20% sieht er einen Zerfall. Wer der Meinung ist, dass mit einer Abwertungspolitik die Wettbewerbsfähigkeit automatisch hergestellt wird, liege falsch. Die Länder, die vor Bestehen des Euro ständig abgewertet hätten, seien noch immer nicht wettbewerbsfähig. Frankreich habe die Abwertungspolitik zu Beginn der 1980er Jahre ad acta gelegt. Wirtschaftlich sei Frankreich damit nicht schlecht gefahren (wenn es auch nicht perfekt sei).

Soweit ein paar Eindrücke aus Frankfurt vom gestrigen Tag. Ich werde in den nächsten Ausgaben den einen oder anderen diesbezüglichen Chart zeigen.

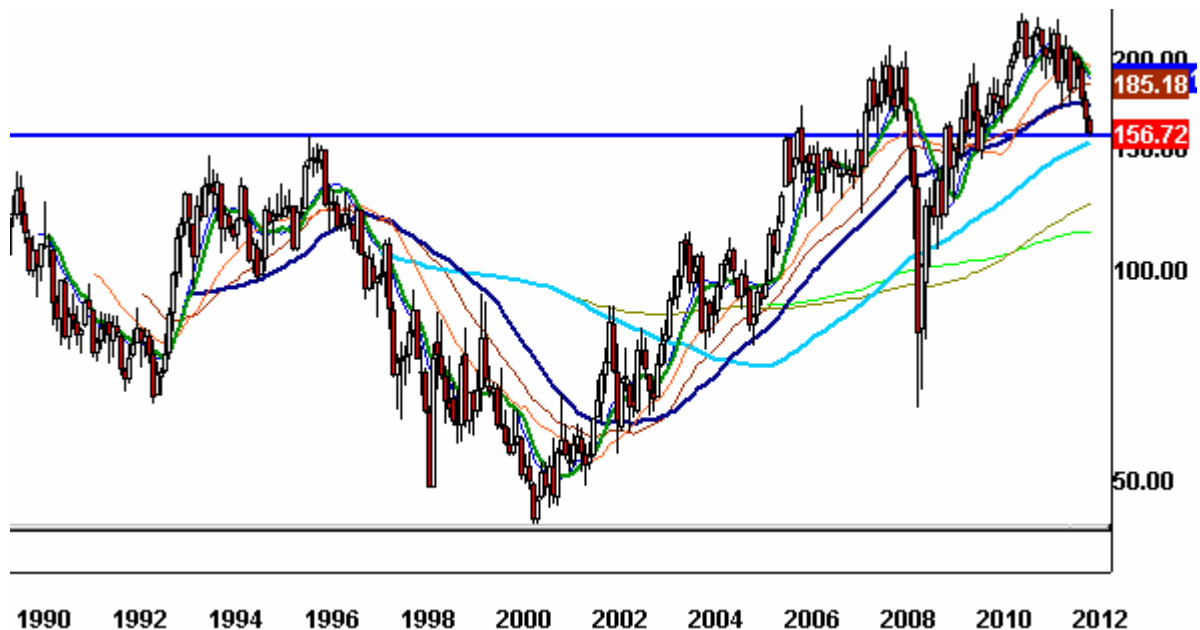
Der Sentiment-Index der nordamerikanischen Fonds-Manager (NAAIM) stieg in dieser Woche von 48 auf 64 Punkte.



Nachdem der Dow Jones Index auf ein neues Verlaufshoch gestiegen ist, lässt sich dieser Sentiment-Anstieg nachvollziehen. Ein bullisches Extrem würde erst an der Marke von 80 Punkten erreicht werden. Zu Sentiment verweisen wird auf die gestrigen Ausführungen.

Die Rohstoffpreise fielen gestern. Die Minenaktien traf es besonders hart. XAU und HUI markierten neue Jahrestiefs.

XAU Monatschart



Der XAU endete gestern bei 156,72 Punkten. Vor einigen Ausgaben bezeichneten wir den Bereich von 150 bis 155 Punkten im XAU als wichtige Unterstützung. Diese Unterstützung leitet sich aus dem Hoch des Jahres 1996 (blaue Linie obiger Chart) sowie dem Verlauf des 8-Jahres-GD bei 152 Punkten (hellblaue Linie) ab. Wir nehmen weiterhin an, dass dieser Bereich den Fall des XAU-Index zunächst stoppen sollte. Wünschenswert für ein Tief wären Panikvolumina bei den Goldminen. Diese sind derzeit nicht erkennbar, auch wenn das Volumen bei einigen Goldminen gegenüber den Vortagen erhöht war.

Zu den Märkten.

851 Mio. Aktien wechselten an der NYSE den Besitzer. Das Aufwärtsvolumen betrug 174 Mio., das Abwärtsvolumen 674 Mio. gehandelte Aktien. Das Aufwärtsvolumen ergab 21% vom Gesamtvolumen. 127 neue Hochs standen 38 neuen Tiefs gegenüber.

Der Dow Jones Index schloss mit 13.207 Punkten um 62 Zähler tiefer (-0,5%) als am Vortag. Der S&P 500 endete bei 1.392 Punkten um 11 Zähler niedriger (-0,8%).

Der Nasdaq Composite Index schloss mit 3024,30 Punkten um 36 Punkte (-1,2%) tiefer; der Halbleiter-Index fiel um 2,5%.

Der Transport-Index endete bei 5284,33 Punkten (-0,9%).

Größte Gewinner: ----- ; Größte Verlierer: Goldminen, Öl-Service

Der T-Bond Future endete bei 142,84 Punkten (142,09).

Der US-Dollar Index befindet sich bei 79,20 Punkten (78,94).

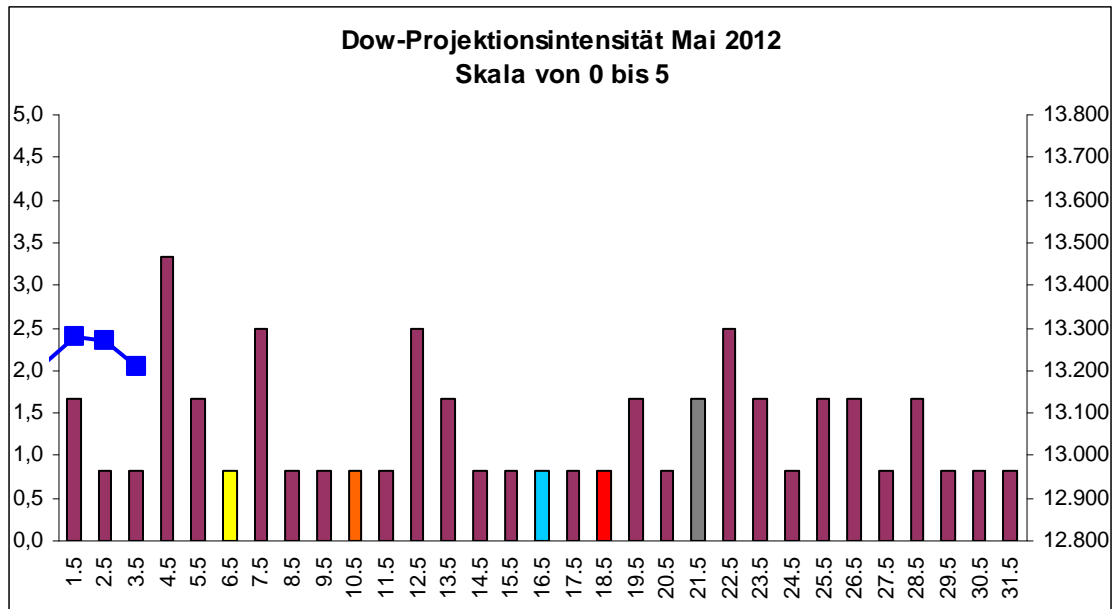
Crude Öl notiert bei 105,22 (106,16) und US-Erdgas bei 2,25 Dollar (2,37).

Der Goldpreis notiert bei 1653,40 Dollar/Unze (1661,70). Gold in Euro liegt bei 1.256. Silber befindet sich bei 30,59 Dollar (30,88).

Der Gold Bugs Index HUI fiel um 3,9% auf 419,98 Punkte. Der Gold/Silber Index XAU endete bei 156,72 Punkten. Newmont Mining verlor 151 Cent und endete bei 45,59 Dollar.

Der Volatilitätsindex (VIX) stieg um 4,0% auf 17,56 Punkte; der VXN (NDX-Vola) endete bei 19,19 Punkten. Die Put/Call-Ratio schloss mit 0,95. Die Equity-PCR endete bei 0,79. Die OEX-PCR endete bei 1,79. Der ISEE schloss mit 111.

Zeitprojektionstage: 4.5., 7.5, 12.5., 22.5



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

Das Handelsvolumen erhöhte sich gegenüber den Vortagen. Offenbar erfolgte gestern eine Positionierung für den heutigen US-Arbeitsmarktbericht. Mit einem Abwärtsvolumen von 80% vom Gesamtvolumen stand der Verkauf im Vordergrund. In dieser Woche war das Abwärtsvolumen ungewöhnlich hoch, wenn auch nicht panisch.

Im vergangenen Monat wurden die Arbeitsmarktdaten am Karfreitag veröffentlicht. Sie fiel mit 120.000 neu geschaffenen Stellen enttäuschend aus. Die Märkte fielen am darauf folgenden Montag und auch am Dienstag. Das aber war es. Die US-Aktienmärkte steigen seither. Der aktuelle Konsens geht von 165.000 neu geschaffenen Stellen aus. Jan Hatzius von Goldman Sachs ist mit 125.000 neuen Stellen pessimistischer. Die Spanne der Schätzungen beträgt zwischen 105.000 und 244.000 neuen Stellen.

Im Gegensatz zum Vormonat ist die Erwartungshaltung der Marktteilnehmer pessimistisch. Damit die Aktienmärkte negativ reagieren, müsste zumindest die Goldman Sachs-Schätzung von 125.000 unterboten werden. Sollten die Zahlen nur leicht unter dem Konsensus von 165.000 oder gar darüber liegen, erscheint eine Erleichterungsrallye nicht ausgeschlossen.

Unser Late Day Index zeigt weiterhin an, dass nach 20:00h nicht oder kaum gekauft wird. Die OEX-PCR war mit 1,79 recht hoch, das große Geld sichert sich ab. Die normale Put-Call-Ratio blieb mit 0,95 im üblichen Rahmen.

Wir bleiben bei unserer neutralen Einschätzung für die Aktienmärkte. Die negative Erwartungshaltung der Märkte im Vorfeld der Arbeitsmarktzahlen könnte jedoch zu einer Erleichterungsrallye führen, falls die Zahlen nicht am unteren Ende der Erwartung hereinkommen.

Absacker

Mark Hulbert zum Goldsentiment

<http://tinyurl.com/bsb8tuh>

Termine

Robert Rethfeld:

21. August 2012, VTAD Hamburg

20. September 2012, VTAD Stuttgart

Sino-Akademie mit Alexander Hirsekorn:

02. Juni 2012, Vortrag Berlin

Anmeldungen über <http://tinyurl.com/6r5q7ve>

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer unter <http://tinyurl.com/7hrqeuq>. 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.