

Marktübersicht

15.02.2010 – 20.02.2010 (Nr. 08/10)

Solvenz-Krise + Gold

Die Geldmenge im OECD-Raum hat sich seit 1980 um den Faktor 16 bis 17 erhöht, während die Industrieproduktion gerade mal um den Faktor 1,6 zugenommen hat. Die Welt schwimmt im Geld. Paradox ist, dass trotzdem die meisten Industriestaaten über beide Ohren verschuldet sind. Es ist zu befürchten, dass sie am elegantesten über eine weitere Vermögenspreisblase "gerettet" werden können. Das Dumme ist allerdings, dass Blasen per Definition früher oder später platzen müssen – und dass sie mit den sich auftürmenden Schuldenbergen eher früher als später platzen. Wo ist das viele Geld eigentlich? In realen Euro gerechnet notiert der MSCI Industrieländer auf dem

Niveau von 1989 und bloß um zwei Fünftel höher als 1970. Selbst der Schwellenländerindex liegt in realer Betrachtung bloß um eine Spur über dem Niveau von Januar 1994. In den Aktienmärkten und damit in den hochkapitalisierten Unternehmen ist das Geld folglich nicht angekommen. Vielleicht ist das Geld ja als Gold deponiert. Hier tut sich nämlich was. *George Soros*, der mit seiner Spekulation gegen das britische Pfund reich geworden ist, hat gerade seinen Anteil am *SPDR Gold*-ETF kräftig aufgestockt. Dumm nur, das einen Tag später der IWF kund tat, fast 200 Tonnen des glänzenden Edelmetalls auf den Markt zu werfen.

		Trend		aktueller	Seite			Trend		aktueller	Seite
		strategisch	taktisch	Impuls		strategisch	taktisch	Impuls			
Themen der Woche	Die Euro-Schwäche				3	Amerika	S & P 100	→	↗	3 %	
	The Future of Public Dept				4		S & P 500	→	↗	3 %	
							Russell 2000	↗	↗	2 %	7
							Nasdaq	↗	↗	3 %	
							Bovespa(Bras.)	↗	↗	4 %	
							TSX(Kanada)	↗	↗	2 %	
Europa	EuroStoxx	→	↗	8 %	2	Asien	Apex	↗	↗	2 %	
	CAC (F)	→	↗	7 %			Nikkei (J)	→	↗	5 %	
	IBEX (ES)	↘	↗	12 %			Kospi (Korea)	→	↘	5 %	
	SMI (CH)	↗	↗	19 %	2		HSI(HK)	↘	↘	10 %	
	DAX	→	↗	6 %			SSE(China)	→	↗	13 %	
	ATX (A)	→	↗	7 %			Sensex(Indien)	→	↘	8 %	
	CeCe	→	↗	6 %			ASX (AU)	→	↗	6 %	
Rohstoffe	Bund-Future	↘	↘		7	UBS Commodity I.	→	↗	7 %		
	USD/EUR	↗	↗		3	Agrarrohstoffe	→	↗	10 %		
	USD/AUD	→	↗		4	Industriemetalle	↗	↗	12 %		
	Edelmetalle	↗	↗	9 %		Öl	→	↗	3 %		

Veränderungen gegenüber der Vorwoche sind farbig dargestellt.

rote Pfeile weisen auf eine Korrektur nach unten, blaue Pfeile auf eine Korrektur nach oben hin.

aktueller Impuls: Veränderungen seit dem Low der letzten Korrektur bzw. seit dem letzten Verlaufshoch;

Trend (strategisch) reflektiert den Trend des Marktes auf der Basis eines Wochencharts;

Trend (taktisch) gibt die Handelsrichtung auf der Basis eines Tagescharts wieder.

Aktienmärkte

In der letzten Woche sahen wir an dieser Stelle "eine Zweiteilung der Welt. In Asien, Latein- und Nordamerika erholen sich die Notierungen auf breiter Front von den Abgaben seit Jahresbeginn. Auf der anderen Seite schwächt Europa weiterhin." Das Bild hat sich in dieser Woche umgekehrt: die asiatischen Märkte treten auf der Stelle. Statt dessen erholen sich die Märkte in Europa und Nordamerika.

Der Schweizer SMI hat ein neues Jahreshoch ausgebildet. Auf Sektorebene ist der Konsumbereich wieder zu alter Stärke zurückgekehrt. Der US-Consumer Staples-Sektor hat sich mit einer dynamischen Wochenbewegung über das bisherige Verlaufshoch gehievt.

Müssen wir unsere in den letzten Wochen hier entwickelte, skeptische Haltung zum weiteren Ausblick an den Aktienmärkten revidieren?



Abbildung 1: Kursverlauf des SPDR Consumer Staples ETF

Sektorübersicht

GICS-Sektoren	USA		Australien		Singapore		Europa		Stoxx-Sektoren
	strat.	takt.	strat.	takt.	strat.	takt.	strat.	taktisch	
Materials	→	↗	→	↘	↗	↘	↗	↘	Chemie Grundstoffe Bau
Energy	→	↗	↘	↘	↗	↗	↗	↗	Gas & Öl
Financials	→	↗	↗	↗	→	↘	↗	↗	Banken Finanzdienstleister Versicherungen REIT's
Industry	↗	↗	→	↘	→	↗	↗	↘	Industrie Automobile
Consumer Staples	↗	↗	→	↗	↗	↘	↗	↗	Konsum Nahrungsmittel
Consumer Discretionary	↗	↗	→	↘	→	↘	↗	↗	Touristik Medien
Utilities	→	↗	→	↗	→	↘	→	↗	Versorger
Technology	↗	↗	↗	↗	→	↘	→	↘	Technologie
	↗	↗	↘	↘	→	↘	↗	↗	Telecoms
Health Care	↗	↗	→	↘	↗	↗	↗	↗	Pharma

↗ Eingefärbte Felder zeigen eine Notierung auf Jahreshoch-Niveau an.

Die Euro-Schwäche



Abbildung 2: Kursverlauf des Währungspaares EUR/CAD seit 2000

- Seit dem Frühjahr 2009 (Tiefsturse an den Aktienmärkten) hat die europäische Einheitswährung gegenüber dem kanadischen Dollar 25 % seines Werts eingebüßt. Im Februar 2010 hat der Euro die Tradingrange seit 2008 zur Unterseite verlassen. Der Ausbruch startete im Dezember 2009 auf einem Kursniveau von 1.57. Im Januar wirkte die untere Begrenzung der Tradingrange unterstützend. Die Abschwächung des Euro hat sich in den letzten Wochen beschleunigt fortgesetzt.
- Gegenüber dem australischen Dollar (Abb. 4) ist der Verfall schon als dramatisch zu bezeichnen. In den letzten zwölf Monaten hat der Euro zwar auch "nur 25 %" an Wert verloren. Sucht man in der Historie eine Analogie für diese Bewegung, bekommt man ein Problem. Die Kursbewegung ist sowohl vom Ausmaß als auch bezüglich der Höhe und Konstanz der Kursdynamik einmalig.
- Nur gegenüber dem britischen Pfund (BGP) und dem US-Dollar ist das Kursniveau des Euro auf Jahressicht noch ausgeglichen.
- Im Zehnjahresvergleich notiert der Euro gegenüber dem Schweizer Franken (CHF), dem Austral-Dollar(AUD) und dem Kanadischen Dollar (CAD) sowie den skandinavischen Währungen unverändert.
- Die Bewertung gegenüber den Landeswährungen der hochverschuldeten Ländern USA, Japan und Großbritannien ist sehr volatil.

Währungspaar	2000 – 2010	2008 – 2010	2009 - 2010
EUR / SEK	+22 %	+ 8 %	-11 %
EUR / CHF	± 0	-13 %	- 4 %
EUR / NOK	± 0	± 0	-12 %
EUR / CAD	± 0	± 0	-25 %
EUR / AUD	± 0	- 8 %	-25 %
EUR / GBP	+45 %	+ 8 %	± 0
EUR / USD	+70 %	± 0	+ 8 %
EUR / JPY	+37 %	-28 %	- 9 %

Abbildung 3: Wertentwicklung des Euro gegenüber den wichtigsten Währungen in verschiedenen Zeiträumen

Es stellt sich dir Frage, ob die Verwerfungen rund um die Schuldenkrise in Südeuropa eine kurze Episode in der Geschichte des Euros sind, oder ob vielleicht mehr dahinter steckt. Vordergründig scheinen die Marktteilnehmer beruhigt zu sein, nachdem die Politik sich dazu durchgerungen hatte, dass man den Staaten unter allen Umständen beistehen würde.



Abbildung 4: Kursverlauf des Währungspaares EUR/AUD seit 2000

Es bleibt jedoch ein bitterer Beigeschmack. Die Politik hat der Maastricht-Vertrag faktisch außer Kraft gesetzt. Es ist nicht absehbar, ob und wann eine Folgevereinbarung zu Stande kommen könnte. Jetzt steht die Einheitswährung jedenfalls ohne ein regulierendes Vertragswerk da. Und hier beginnt das Problem.

Von verschiedenen Seiten wird gerade wieder eine Zerteilung der Währungsunion ins Gespräch gebracht. Man argumentiert mit den Währungskorrelationen der Tabelle in Abb. 3. Der Euro schwankt sehr stark gegenüber dem britischen Pfund, dem japanischen Yen und dem US-Dollar. Die langfristigen Veränderungen gegenüber den skandinavischen Währungen, dem Schweizer Franken und dem Austral- und Kanada-Dollar sind dagegen gering. Die hochverschuldeten Staaten der Eurozone werden von einigen Marktteilnehmern als "Club Med" zusammengefasst und mit Großbritannien in einen Topf geworfen. Diese Marktkräfte würden gern eine Aufspaltung der Eurozone sehen. Die Kernzone sollten dann die "stabilen Volkswirtschaften" angehören, erweitert um die Schweiz und die skandinavischen Länder. Die übrigen Staaten bekommen die "Club-Med-Währung".

Dagegen stemmt sich zwar die gesamte politische Klasse. Dies war allerdings auch vor der Herauslösung des britischen Pfunds aus dem europäischen Währungsgefüge der Fall. Die Frage ist nun: Wie groß ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Markt die Bereitschaft zur Einigkeit der politischen Kräfte Europas testet. Konkret: Ab welcher Unterbewertung des Euro überwiegen die negativen Folgen eines Festhaltens an der Einheitswährung.

Derzeit notiert der Euro bei vielen Währungspaares an der unteren Grenze sehr langfristiger Trading-Ranges. Da insbesondere die letzte Bewegung sehr dynamisch ablief, ist die Wahrscheinlichkeit auf eine kurzfristige Erholung der Einheitswährung groß. Dies hat natürlich eine stabilisierende Wirkung auf andere Assetklassen und die Konjunktur. Spätestens im Sommer dürfte eine Entscheidung fallen, ob einige kapitalkräftige Spekulanten einen weiteren Kursverfall induzieren um am Ende des Tages von deren Aufspaltung zu profitieren. Je überzeugender die Maßnahmen der Politik zur Lösung der Defizitfrage aussehen, desto unwahrscheinlicher ist dieses Szenario natürlich.

The Future of Public Dept

Die in Basel ansässige *“Bank für internationalen Zahlungsausgleich”* (BIZ) hat sich in der vergangenen Woche mit einer Studie zum weiteren Verlauf der globalen Solvenzkrise gemeldet. Sie sehen die Gefahr, dass das internationale Kapital einen Bogen um überschuldete Staaten macht und das dies die eh schon bekannten Probleme weiter verschärfen könnte.

Die *“Bank für den internationalen Zahlungsausgleich”* ist vierteljährlich der Treffpunkt der Notenbänker dieser Welt. Hinter verschlossenen Türen stimmen dort regelmäßig die Notenbankpräsidenten ihre geldpolitischen Maßnahmen ab. Die BIZ selbst ist unabhängig. Sie berät die Notenbanken.

Der BIZ Chefvolkswirt hat auf einer Tagung unter dem Titel *“Challenges of Central Banking in the Context of Financial Crisis”* in der letzten Woche im indischen Mumbai seine Thesen zur Zukunft der Staatsschulden vorgestellt.

Gemäß den Autoren dieser Studie hat die direkte Krisenbewältigung (Rettungsprogramme für Banken & Unternehmen, Staatliche Hilfen für Arbeitnehmer) in den G20 Staaten etwa 13 % des BIP gekostet. Ein Großteil dieser Aufwendungen fließt im Zuge der Erholung der nationalen Ökonomien wieder an die Staaten zurück. Die direkten Kosten sind jedoch nur der kleinere, sichtbare Teil der Krisenfolgen.

Die Sekundäreffekte sind weitaus kostspieliger und nachhaltiger. Hierunter verstehen die BIZ-Mitarbeiter nachhaltige Steuerausfälle, Kosten für Nachfrage-Stimulusprogramme und Staatshilfen und Subventionen für Unternehmen sowie Sozialleistungen. Diese Aufwendungen fließen selbst bei einer sofortigen wirtschaftlichen Erholung nicht mehr zurück, rechnen sich also weder betriebs- noch volkswirtschaftlich und führen letztlich zu nachhaltigem Staatsdefizit.

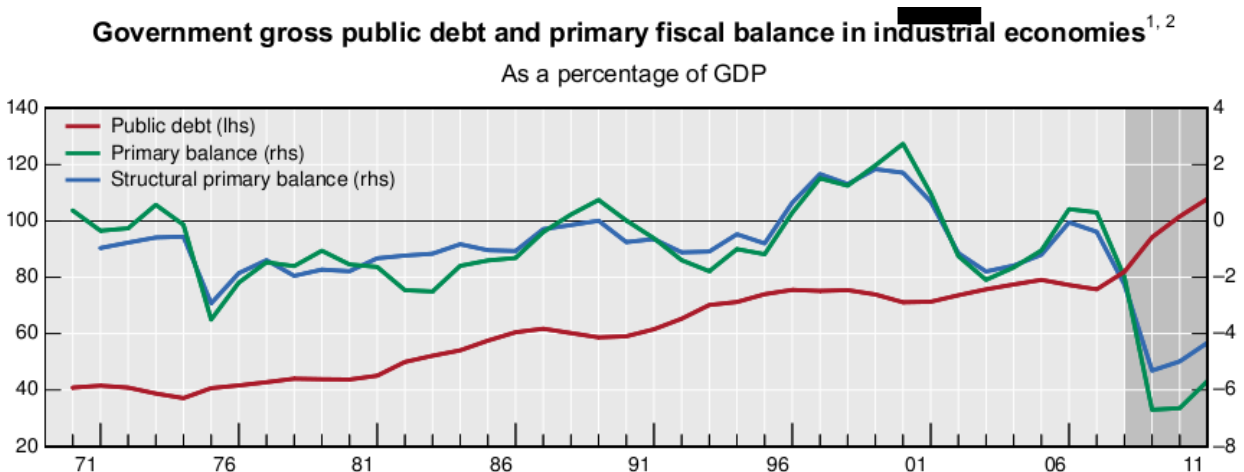


Abbildung 5: *Staatsschulden der G20 Staaten* (Durchschnittswert in % des BIP) und *Haushaltsbilanzen* seit 1970

Seit den siebziger Jahren versuchen die Staaten, rezessive Phasen durch keynsianische Maßnahmen abzumildern. Graphik aus der Studie zeigt, dass es von 1976 bis 1890 gedauert hat, bis die Staatshaushalte wieder ausgeglichen waren. Sie zeigt auch, dass die strukturellen Defizite nie zurückgeführt werden: Die Staatsschulden steigen kontinuierlich an, unabhängig davon, ob irgendwann zufällig ein Haushaltsüberschuß erwirtschaftet wird, oder nicht. Deshalb ist der prognostizierte Sprung über die 100 %-Marke bis 2011 vermutlich auch irreversibel.

Die Autoren der BIZ-Studie kennen die Untersuchung von Rogloff, die ich hier in der letzten Woche vorgestellt habe. Sie widersprechen den Ergebnissen nicht – im Gegenteil. Sie führen die Gedankengänge von dort konsequent mit ihrem Datenmaterial weiter. Auch ihre Daten bestätigen meine Annahme, dass die derzeitige Erholungsbewegung nicht mit den üblichen Erholungsphasen nach einer Rezession vergleichbar ist. Hiergegen sprechen insbesondere die niedrigen Zinsen.

Schauen wir auf die Erholungsbewegung nach dem Ölpreisschock in den 70er Jahren. Sie begann ausgerechnet, als die US-Notenbank die Zinsen sehr scharf anhub um die Inflation zu bekämpfen. Unprofitable Investitionen bleiben auf der Strecke. Im Zuge des beginnenden IT-Kondratjew-Zyklus setzten sich die zukunftsträchtigen Projekte der jungen IT-Branche durch.

Der Versuch, die Leitzinsen nach der 200er Krise wieder auf ein Normalmaß anzuheben, scheiterte kläglich, wie wir jetzt wissen. Anstatt eine reinigende Wirkung zu entfalten, bewirkten verhältnismäßig moderate Zinsanhebungen die Entladung der Vermögenwert-Preisblase. Jetzt sind die maximal tolerierten Zinssätze global deutlich niedriger, als im Zyklus 2000 – 2007. Anders ausgedrückt: Derzeit finden Unternehmen keine Projektziele, die die Zahlung von Überrenditen rechtfertigen würden. Die durchschnittlich maximal erreichbare, sichere Rendite für Investitionen ist derzeit 1 % p.a. Kein Wunder, dass die Überschußliquidität keine Inflationswirkung entfaltet.

Wenn die Profitabilität der Unternehmen gering ist, kann man auf der anderen Seite keine rasche Erholung der Wirtschaft erwarten. Folglich erwarten die BIZ-Mitarbeiter auch nachhaltig geringere Warenproduktionen, eine nachhaltig geringe Beschäftigungsquote und ein nur sehr zögerliches Wirtschaftswachstum. Und — sie sehen kaum Chancen, den Verschuldungspfad zu verlassen. Sie zeigen nochmals explizit auf Japan. Dort hat man seit 20 Jahren Erfahrung im Management großer öffentlicher Schulden.

Was für eine Notenbank eine positive Option darstellt, ist aus Sicht eines Investors natürlich Horror pur. Japan hat schließlich auch erfolgreich vorgemacht, wie man 20 Jahre erfolgreich Kapital an den Aktienmärkten eindampft.

Taktische Überlegungen

Wohin man auch schaut, die weitere Zukunft zeigt sich eher düster.

Wo auch immer man genauer hinguckt zeichnen die aktuellen Daten ein jedoch rosigeres Bild der Realität.

- ❑ Das Deflationsgespenst scheint sich nicht wohl zu fühlen. Mit der Ausnahme Japans steigen die Preise für Konsumartikel weltweit. (USA: 2.6 %, Euro-Zone: 0.9 %, UK: 3.5 %, China: 1.5 %, Japan: 1,7 %) Auch das gemessene Verbrauchervertrauen deutet eine latente Konsumbereitschaft der Menschen an. Die staatlichen Maßnahmen zur Stützung der Ökonomie zeigt offenbar bei den Wirkung.
- ❑ Viele Unternehmen arbeiten wieder profitabel. Dies bestätigt einerseits die bereits angezogenen Börsennotierungen. Es zeigt andererseits auch, dass die meisten Geschäftsmodelle auch weiterhin erfolgreich sind.
- ❑ Banken können weiterhin einfach Geld produzieren. Der Zinssatz für kurzfristige Ausleihungen (EONIA) beträgt 0.33 % p.a. Bundesdeutsche Schatzbriefe rentieren gegenwärtig mit 2.3 % p.a. Damit können sich Banken risikolos mit den 2 % Zinsspread "vollsaugen". Geld ist also weiterhin im Überfluß vorhanden.

Vermutlich müssen wir noch eine Weile mit den Wölfen heulen, bis die Zeit für das oben anvisierte Szenario reif ist.

zunächst nichts anhaben. Erst unmittelbar vor der Leyman-Pleite kauften die Marktteilnehmer verstärkt Staatsanleihen.

Eine ähnliche Übertreibung sehen wir aktuell. Befeuert durch die bereitgestellte Überschussliquidität und die oben dargestellte Praxis der Banken, sich kurzfristig zu verschulden und langfristige Zinsen einzunehmen, erkommt der *Bund-Future* stetig neue Höhen. Jüngst musste im Umfeld der Griechenland-Krise die relative Sicherheit der deutschen Staatsanleihen als Begründung für neue Höchstkurse herhalten.

Vermutlich ist es schlicht die konservative Natur der Finanzakteure, die den Trend immer weiter führen lässt. So wird die sich abzeichnende Inflation zunächst nicht ernst genommen. Der Trend ist schließlich weiterhin intakt. Und genügend Liquidität ist weiterhin vorhanden.



Abbildung 8: Kursentwicklung des *Bund-Futures* (1 Kerze = 1 Tag)

Schaut man auf den Tageschart des *Bund-Futures*, dann erkennt man einen, am letzten Handelstag der vergangenen Woche vollzogenen Trendbruch. Seit dem Jahreswechsel kannte der Future nur eine Richtung. Bereits seit knapp einen Monat ist die Volatilität angestiegen. Die Marktteilnehmer versuchen stets, den Trend wieder aufzunehmen. Letztlich setzt sich jetzt offenbar die Erkenntnis durch, dass die Staatsanleihen im Umfeld einer globalen Schuldenkrise nicht auf Alltime-High, also zu niedrigsten Renditen, gehandelt werden sollten.

Mit dem vollzogenen Trendbruch ist nun auch eine ausreichende Bewegungsdynamik vorhanden, die weitere Abgaben wahrscheinlicher macht, als eine Rückkehr in die Trading-Range 123–123.50 %. Neben der Dynamik spielt nun auch die Charttechnik mit: Man erkennt eine sogenannte "Schulter-Kopf-Schulter"-Formation. Die "Schultern" werden von den beiden temporären Maxima vom 30. Januar und 15. Februar gebildet. Der Kopf ist das Verlaufshoch. Dieser Kursverlauf zeigt typischerweise einen Trendbruch an. Die Formation wird von vielen Tradern benutzt und erhält allein deshalb eine Relevanz. Das Kursziel ist zunächst das Low vom Jahreswechsel 2009/10 bei 121 %.

Korrelationen. In den Medien wird gern davon gesprochen, dass die Kursveränderungen an den Rentenmärkten Spiegelbildlich von den Aktienmärkten umgesetzt werden. Dies würde bedeuten, dass bei erwarteten Kursabschlägen am Rentenmarkt die Aktienmärkte haussieren sollten.

Nun – dies gilt wenn, wie im Dezember 2009, Investoren in Erwartung einer Jahresendrallye den "sicheren Hafen" Renten bewußt verlassen und bereit sind, risikobehaftete Aktien zu kaufen. Dies ist aktuell nicht

unbedingt der Fall. Investoren lösen ihre Rentenpositionen auf, weil diese größere Kursverluste erzeugen, als Kuponzahlungen dagegen stehen. Es ist unwahrscheinlich, dass diese Gruppe von Anlegern bereit sind, ein Aktienmarktrisiko zu tragen.

Bei stärkeren Abgaben an den Rentenmärkten kann es sogar zu gleichzeitigen Auflösungen von Aktienpositionen kommen. Wenn die Verluste in Rentenengagements durch Positionsaufösungen von (gewinnbehafteten) Aktienpositionen ausgeglichen werden müssen. Die zu erwartenden Abgaben am Rentenmarkt stehen der maximal erwarteten Seitwärtsbewegung an den Aktienmärkte also nicht entgegen.

Disclaimer. Der Autor übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen den Autor, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind ausgeschlossen. Der Nachdruck, die Verwendung der Texte, die Veröffentlichung Vervielfältigung ist nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Autors gestattet.