



„Was heißt denn Kapitalfehlallokation genau? Was muss ich mir denn unter einer Fehlinvestition vorstellen? Was genau sind denn die durch eine extrem expansive Geldpolitik systematisch hervorgerufenen ökonomischen Fehlentwicklungen? Welche Rolle spielen Finanzderivate?“

Diese und ähnliche Fragen werden immer wieder an uns herangetragen. Im Unterschied zu den heutigen Usancen des staatlichen Wissenschaftsbetriebs richten wir uns mit unseren Einsichten und Analysen nicht an eine kleine Expertenrunde im Elfenbeinturm, sondern an eine möglichst breite Leserschaft. Uns treibt also der Ehrgeiz um, von möglichst vielen Lesern mit unterschiedlichstem beruflichem Hintergrund verstanden zu werden. In diesem Sinne soll die folgende Geschichte beispielhaft etwas Klarheit in die manchmal abschreckend abstrakte und verworrene Welt ökonomischer Zusammenhänge bringen.

Die beste Veranschaulichung einiger sehr komplexer Wirkungen und Nebenwirkungen der systematisch expansiven Geldpolitik Greenspans stammt von dem stets geistreichen und originellen amerikanischen Analysten Doug Noland. Im März 2000 publizierte er in seinem wöchentlich erscheinenden „*Credit Bubble Bulletin*“ (Kreditblasen Mitteilungen) unter der Überschrift „*A Derivative Story*“ (Eine Derivategeschichte) eine bildhafte Verdeutlichung einiger wichtiger Beziehungen und Wirkungsweisen unseres Finanzsystems. Mit freundlicher Genehmigung von Doug Noland, der für die Beratungsfirma David W. Tice & Associates, LLC. tätig ist, dürfen wir unseren Lesern diese lehrreiche Geschichte in einer von uns etwas veränderten Version weitererzählen.

CREDITVILLE

Die Geschichte spielt in Creditville, einem amerikanischen Städtchen wie viele andere auch. Malerisch fügt es sich in die von einem Flusslauf geprägte Landschaft. Seit Urzeiten siedeln Menschen in dieser fruchtbaren Gegend, und sie haben es gelernt, sich mit den vom Fluss ausgehenden Gefahren zu arrangieren. Die über Generationen erworbene Erfahrung lehrte die Siedler bereits frühzeitig beim Bau ihrer Häuser einen angemessenen Sicherheitsabstand zum Wasser einzuhalten, denn hin und wieder verwandelte sich der sanft und träge dahin fließende Fluss in einen reißenden Strom, der große Teile der Ebene überflutete. Da diese unangenehmen Ereignisse überaus selten eintraten und die Menschen damit umzugehen wussten, galt das Tal als attraktive Wohnlage, die allerdings ein kleines Manko hatte. Sie bot leider keinen Platz für Wachstum, denn keiner der alteingesessenen Kenner der Gegend war bereit, sich dem Flusslauf über das historisch entstandene Bebauungsgebiet hinaus zu nähern.

Das war die Situation, als der ortsansässige Finanzkonzern einen Führungswechsel erfuhr. Die neuen Chefs waren jung und dynamisch. Außerdem verfügten sie über hoch angesehene Universitätsabschlüsse in Finanzmathematik, Statistik oder Ökonometrie und sie unterhielten hervorragende Kontakte zu wichtigen Entscheidungsträgern der Politik und der Aufsichtsbehörden. Sie wussten also, was die Welt im Innersten zusammenhält, und sie waren fest dazu entschlossen, dieses Wissen in bare Münze umzusetzen.

DIE INNOVATION

Aus den umfangreichen Daten der letzten 20 Jahre und den leider nur sporadischen Berichten über weiter zurückliegende Hochwassereignisse hatten sie und ihre Mitarbeiter komplizierte Modelle entwickelt, mit deren Hilfe die durch den Fluss vorgegebenen Risiken berechenbar und das zukünftige Verhalten des Flusses prognostizierbar wurden. Die Ergebnisse dieser Modelle ließen keine Zweifel zu: Es musste nur eine finanzmathematisch problemlos darstellbare Hochwasserversicherung angeboten werden, die das in diesem Teil der Ebene sehr geringe Risiko der Überflutung beherrschbar machte, und schon war ein nicht unerheblicher Teil des Tales für eine Bebauung hervorragend geeignet. Die als geniale Finanzinnovation vermarktete Hochwasserversicherung wurde allerdings nur für den Teil der Ebene angeboten, der von den beiden hinlänglich präzise überlieferten Jahrhundertfluten nicht erfasst worden war. Die zu zahlenden Versicherungsprämien waren so kalkuliert, dass sich für unseren Finanzkonzern ein recht großzügig bemessener Sicherheitspuffer ergab. Nur eine Jahrtausendflut würde diese Police zu einem Verlustbringer machen.

DER BOOM BEGINNT

Aufgrund der Schönheit des Tales gab es nach der Markteinführung dieser Finanzinnovation sofort eine rege Nachfrage für Wohnraum mit herrlichem Flussblick. Nahezu wertlose Wiesen verwandelten sich über Nacht in begehrtes Bauland und bescherten einigen Gemeindemitgliedern, darunter der Bürgermeister und der ortsansässige Immobilienmakler, unerwarteten Reichtum. Letzterer ging natürlich mit gutem Beispiel voran und verlegte seine Büros in eine der neu entstandenen Villen in Flussnähe. Die mit Abstand schönste Lage sicherte sich allerdings der neureiche Vorstandsvorsitzende unseres Finanzkonzerns. Niemand in der Gemeinde neidete ihm seinen erstaunlichen Erfolg, denn der einsetzende Bauboom entfaltete seine segensreiche Wirkung auf alle Mitglieder der lokalen Geschäftswelt. Der neue Kindergarten und die schon längst überfällige Erweiterung zahlreicher anderer Infrastruktureinrichtungen, die aufgrund des Bevölkerungswachstums notwendig und dank sprudelnder Steuereinnahmen problemlos finanzierbar wurden, bewirkten eine weit über die Geschäftswelt hinausgehende Zufriedenheit.

DIE KONKURRENZ SCHLÄFT NICHT

Erfolgreiche Geschäftsideen und üppige Pioniergewinne locken bekanntlich Nachahmer an. Also sollte es nicht lange dauern, bis konkurrierende Finanzdienstleister erweiterte Hochwasserversicherungen anzubieten begannen. Der ursprünglich eingerechnete Sicherheitspuffer ließ reichlich Spielraum für eine aggressivere Produktgestaltung und der Portfoliogedanke machte eine Ausweitung der Bebauungspläne weit jenseits der bisherigen Sicherheitszone praktikabel. Der die Gemeinde erfassende Boom beschleunigte sich und weitete sich aus. Neben den Versicherungen und der Bauindustrie waren es vor allem die Hypothekenbanken, die bisher ungeahnte Gewinne einstreichen konnten. Selbst der Autohändler begann damit, neben Autofinanzierungen Hypothekenkredite zu vergeben. Aufgrund des rasanten Wachstums des Versicherungsmarktes wurden Rück-



versicherer gegründet, da einige der vorsichtigeren Marktteilnehmer einen Teil des Risikos ihres drastisch wachsenden Portfolios wieder loswerden wollten. Außerdem entwickelte sich ein hochliquider Markt für Versicherungspolice, der eine regelrechte Sogwirkung auf junge und ehrgeizige, risikofreudige Händler und Portfoliomanager ausübte. Auf diese Weise wurde das Risiko auf immer breitere Schultern verteilt. Einige Marktteilnehmer und Politiker vertraten sogar vehement die Überzeugung, die Risiken würden auf diese Weise gänzlich verschwinden. Die ganze Gemeinde befand sich jetzt in einem regelrechten Erfolgsrausch. Immer größere und spektakulärere Projekte erschienen auf der Grundlage der Wachstumsraten der letzten Jahre möglich zu sein und wurden umgehend realisiert.

Dank zunehmenden Wohlstands konnte die Bebauungszone immer näher an den Fluss herangerückt werden, obwohl die für diese herrlichen, aber riskanten Lagen geforderten Versicherungsprämien relativ hoch waren. Wer etwas auf sich hielt und seine Nachbarn übertreffen wollte, der musste nah am Wasser bauen, da ihm sonst die allgemeine Anerkennung versagt bleiben würde.

DIE EWIGGESTRIGEN

Natürlich gab es ein paar Oldtimer, die den Geist der Neuen Zeit nicht verstehen konnten. Ihr unsinniges Gemurmel drehte sich gewöhnlich um die in früheren Zeiten angeblich vorgekommenen Überschwemmungen. Jeder kleine Regenschauer schien diesen ewiggestrigen Schwarzmalern als willkommenen Anlass zu dienen, um ihre langweiligen und düsteren Geschichten historischer Flutkatastrophen an den Mann zu bringen. Es schien sie erstaunlicherweise gar nicht zu stören, dass längst nicht mehr nur hinter ihrem Rücken über sie gelacht wurde. Hin und wieder wurde sogar ein vor Hohn und Spott geradezu tiefender Zeitungsbericht verfasst über diese fast schon ausgestorbene Generation, die so offensichtlich den Anschluss verschlafen hatte. Zum Glück für die Gemeinde hatten diese als unverbesserliche Pessimisten bekannten Spaßverderber fast keinen Einfluss mehr. Sie konnten den Lauf der Dinge nicht mehr aufhalten.

DER STRUKTURWANDEL

Die Wirtschaft von Creditville hatte unter dem Einfluss der hier beschriebenen Entwicklungen einen regelrechten Strukturwandel vollzogen. Versicherungen, Hypothekenbanken, Makler, Vermögensverwalter und andere Finanzdienstleister bildeten neben der Bauindustrie den neuen Wirtschaftsmotor. Produzierendes Gewerbe gab es in der Stadt fast nicht mehr und keiner weinte den nach Schweiß und Schmutz riechenden Unternehmen auch nur eine Träne nach. Der durch den Rückzug von Produktionsbetrieben frei werdende Immobilienbesitz wurde im Übrigen dringend benötigt, denn noch immer wuchs die Zahl der Neubürger erfreulich schnell. Allerdings konnten sich die meisten trotz attraktiver Einkommen aufgrund der enorm gestiegenen Immobilienpreise kein Haus in Flussnähe leisten. Einige Großprojekte zur Erstellung mehr oder weniger luxuriöser Eigentumswohnungen nahmen sich dieses Problems an und versprachen Gewinnmargen, von denen die alten Fabrikbesitzer nur träumen konnten. Aber auch die wie Pilze aus dem Boden schießenden

Schauräume ausländischer Autohäuser und anderer Luxusartikelhändler begannen der Gemeinde ein neues Aussehen zu geben.

NIE MEHR SPAREN

Ein Ende des Booms war weit und breit nicht in Sicht. Die lang anhaltende Prosperität und die offensichtlich unaufhaltsam steigenden Immobilienpreise verleiteten immer mehr Bürger dazu, einen Teil ihres neu entstandenen Immobilienwohlstands für Konsumzwecke flüssig zu machen. Hypothekenkredite erlebten einen enormen Innovationsschub und findige Finanzingenieure ermöglichten ein bequemes Anzapfen des auf dem Papier rasch ansteigenden Immobilienvermögens. Obwohl niemand mehr sparte, schien ständig neuer Wohlstand zu entstehen. Die stark ansteigende Verschuldung der Bevölkerung bereitete niemandem Sorgen, da die Kredite durch Immobilien gedeckt waren. Die Frage, wie dieses Wunder, das mit einfachsten ökonomischen Grundprinzipien ebenso im Widerspruch stand wie mit gesundem Menschenverstand, dauerhaft möglich sein sollte, wurde öffentlich kaum diskutiert. Allerdings gab es einige sehr profilierte Ökonomen, die sich dieses Themas mit überaus phantasievollen Argumenten annahmen. Ihre geradezu revolutionäre Theorie basierte auf folgender aus ihrer Sicht offensichtlichen und keiner weiteren Erklärung bedürftenden Einsicht und Prämisse: „Dieses Mal ist alles anders!“

EIN SOMMERREGEN

Dann, nach Jahren anhaltend schönen Wetters, zogen erstmals bedrohlich wirkende Gewitterwolken auf. Angst begann sich breit zu machen, obwohl die brillanten und teilweise Starhumm genießenden Wetterspezialisten der großen Finanzkonzerne übereinstimmend und unablässig von der Fortsetzung der Schönwetterperiode sprachen. Einige waren sogar zu der Überzeugung gelangt, dass ein Klimawandel stattgefunden habe, der zukünftige Überschwemmungen ausschließe. Dennoch kam es zu einigen starken Regengüssen, die ein paar der besonders exponierten Gebäude beschädigten. Um einer sogenannten Überreaktion der Marktteilnehmer vorzubeugen, schaltete sich sogar die Zentralbank ein. Mit Lautsprechern zogen die Bürokraten durch die Stadt und verkündeten, die Lage unter Kontrolle zu haben. Außerdem beschlossen sie eine schnelle und deutliche Zinssenkung. Dieses rasche und beherzte Eingreifen beruhigte die Bevölkerung und rief allgemeine Zustimmung, ja Begeisterung hervor. Kurz darauf kehrte die Sonne zurück und mit ihr die allgemeine Zuversicht. War das nicht der Beweis für die ökonomische Omnipotenz der Zentralbanker und für die Tragfähigkeit der neuen Wirtschaft?

DIE DUMMEN ANDEREN

Einige Zeit später verunsicherte die Meldung einer schweren Flutkatastrophe in einer weit entfernt liegenden Stadt die Gemeinde. Dann kamen Gerüchte über gewaltige Schieflagen eines hoch angesehenen und exklusiven Vermögensverwalters auf, der auch in dieser Gegend aktiv gewesen sein sollte. Erneut griff die Notenbank mit deutlichen Zinssenkungen ein und



verhinderte damit, so die einhellige Meinung, ein völlig unge-rechtfertigtes Übergreifen der Krise auf den heimischen Markt. Außerdem wurden zahlreiche Studien verfasst, in denen die Überlegenheit der Neuen Wirtschaftsstruktur eindeutig herge-leitet und die Versäumnisse der für die betroffene Stadt verant-wortlichen Politiker und Bürokraten aufgeführt wurden. Deren Fehler, so wurde versichert, werde man in Creditville nicht wie-derholen. Es bestehe ausdrücklich kein Grund zur Sorge, man habe alles im Griff.

EINE KLEINE ÜBERSCHWEMMUNG

Wieder vergingen ein paar glückliche Jahre, in denen der schein-bar endlose Boom erneut an Fahrt gewann. Dann jedoch ge-schah das Unerwartete und die größte Überschwemmung der letzten 20 Jahre traf Creditville. Die panikartigen Zinssenkungen der Notenbank schienen angesichts der weithin sichtbaren Zer-störungen zunächst ihre Wirkung verloren zu haben und verhal-tene Angst machte sich breit. Glücklicherweise erwiesen sich aber auch dieses Mal die Befürchtungen als übertrieben. Auch diese Krise verkraftete die Neue Wirtschaftsstruktur, wenn auch mit leichten Blessuren. Schon kurze Zeit später kehrten der Boom und die Zuversicht zurück. Die meisten Akteure waren nun zu der Überzeugung gelangt, gestählte Überlebende einer Jahrtausendflut und in Sicherheit zu sein. Was sollte jetzt noch schief gehen?

SORGLOSIGKEIT

Niemand schien sich Gedanken über die langfristige Tragfähig-keit der neuen Wirtschaftsstruktur zu machen. Niemand schien auch nur die Möglichkeit in Betracht zu ziehen, dass es sich bei dieser ganzen Episode um eine riesige Kapitalfehlallokation han-deln könnte, die auf falschen Annahmen und niedrigen Zinsen beruhte. Niemand schien sich mehr das vollkommen Normale, nämlich eine der bisher immer wiederkehrenden Jahrhundert-fluten vorstellen zu können. Und so lebte die Bevölkerung von Creditville in selbstgerechter Zufriedenheit sorglos in den Tag hinein.

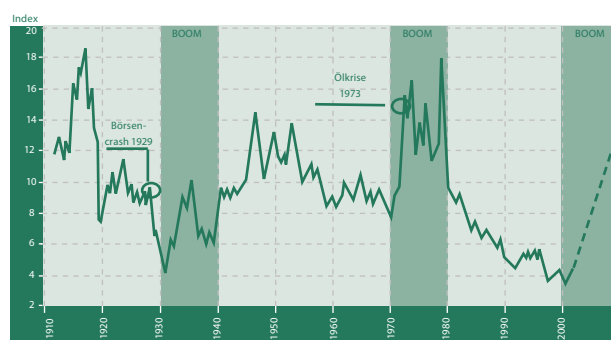
AUSBLICK

Wie wird es weitergehen in Creditville? Was wird die Zukunft bringen? Eine historisch betrachtet ganz normale Flut, die vor wenigen Jahren einen relativ kleinen Schaden angerichtet hät-te, birgt jetzt das Potenzial einer großen Katastrophe. Die Neue Wirtschaftsstruktur ist sehr viel anfälliger als die alte, da die Gemeinde sehr viel höhere Risiken eingegangen ist als früher. Aufgrund der sehr komplexen Struktur sowohl der Flutversiche-rungspolicen als auch der um sie herum geschaffenen gesamen Neuen Wirtschaft kennt niemand die Verteilung der Risiken. Die Situation gleicht einem Tanz auf dem Vulkan. Bei der früher oder später unvermeidlicherweise eintretenden Flut wird es nur wenig echtes, als Rücklage vorhandenes Kapital geben, um die Erfüllung der eingegangenen Verpflichtungen aus den Versiche-rungspolicen zu erfüllen. Der den Aufbau von Rücklagen erset-zen sollende Handel mit Policen wird genau in dem Moment zum Erliegen kommen, wenn er am dringendsten gebraucht würde. Ein Dominoeffekt entsteht.

FAZIT

Natürlich entstanden in Creditville während der Boomphase Wohlstand und Arbeitsplätze. Deren Qualität und Dauerhaftig-keit erscheinen jedoch sehr fraglich. Vor allem, so die Befürch-tung, wurden Illusionen geschaffen und ein Aufschwung, der auf tönernen Füßen steht. Paul Volcker, der Vorgänger Alan Green-spans als Notenbankpräsident, sprach die Wahrheit erst kürzlich in aller Deutlichkeit aus: „(D)ie Wirtschaft befindet sich auf dün-nem Eis“. Die nächste Flut wird ihre Schwächen offenbaren.

Doug Noland weist selbst darauf hin, dass die Geschichte der Flutversicherung den Vorgängen in unserem Finanzsystem in ei-nem wichtigen Punkt nicht gerecht wird. Das Schreiben von und Handeln mit Flutversicherungspolicen hat natürlich keinerlei Einfluss auf das Wetter. Es erhöht nicht die Eintrittswahrschein-lichkeit einer verheerenden Flut. Im Unterschied dazu haben die starke Verbreitung von Derivaten, die scheinbare Sicherheit der verwendeten Risikomodelle sowie der von der Notenbank aus-gestellte sogenannte „Greenspan-Put“ durchaus das als Domi-noeffekt bekannte Potenzial, die Eintrittswahrscheinlichkeit ei-ner Finanzkatastrophe zu erhöhen.



Reale Rohstoffpreise von 1910 bis 2004 (inflationsbereinigt)

NEUES VON DER IMMOBILIENBLASE

Eine insbesondere vor dem Hintergrund der oben erzählten Ge-schichte von Creditville sehr interessante Beobachtung stammt von Asha Bangalore, einer Analystin der Northern Trust Compa-ny. Laut Bangalore wurden 43% aller seit dem Ende der letzten Rezession geschaffenen US-Arbeitsplätze in den Wirtschafts-sektoren geschaffen, die unmittelbar mit dem Wohnimmo-bilienmarkt zusammenhängen. Für den Zeitraum seit Juni 2004, als die Fed den laufenden Zinserhöhungszyklus begann, ist die-ser hohe Prozentsatz auf 13% zurückgegangen. Mit dem Ende des Immobilienbooms könnten signifikante Arbeitsplatzverlus-te ausgelöst werden, so die Ökonomin.

IRRATIONAL EXUBERANCE, DIE ZWEITE

Am 20. Mai hielt Alan Greenspan, der Präsident der US- Noten-bank, vor dem Economic Club of New York eine Rede. In der an-schließenden Fragerunde kamen einige überaus interessante Themen zur Sprache, darunter die Problematik einer Immo-bili-enblase in den USA. Folgende Einlassungen Greenspans möch-ten wir unseren Lesern nicht vorenthalten:



„There are a number of things, which I think, suggest at a minimum that there's a little froth in this market. (...) So we don't perceive that there is a national bubble but it is hard not to see that see, one, that there are a lot of local bubbles. And, indeed, even without calling the overall national issue a bubble, it's pretty clear that it is an unsustainable underlying pattern.”

(Es gibt da einige Dinge, die es meiner Meinung nach nahe legen, dass es an diesem Markt [US-Immobilienmarkt] zumindest ein bisschen spekulativen Schaum gibt. Wir erkennen auf nationaler Ebene keine Blase, aber es ist schwer nicht zu sehen, dass, sehen Sie, erstens, es eine Vielzahl lokaler Blasen gibt. Und in der Tat, selbst ohne das Thema auf nationaler Ebene als Blase zu bezeichnen ist es ziemlich klar, dass es sich um ein nicht tragfähiges zugrunde liegendes Muster handelt.)

Erinnerungen an das Jahr 1996 werden wach. Am 05. Dezember dieses denkwürdigen Jahres murmelte Greenspan seine vermutlich mit Abstand berühmtesten Worte, die ursprünglich allerdings von Robert Shiller stammen: *„irrational exuberance“* (irrationaler Überschwang). Er bezog sich damals auf den Aktienmarkt, der längst alle Anzeichen einer Spekulationsblase aufwies. Taten ließ der mächtige Geldpolitiker seinen Worten seinerzeit allerdings nicht folgen. Er setzte seine Politik des leichten Geldes ungezügelt fort. Damit schuf er die notwendige Voraussetzung dafür, dass sich der irrationale Überschwang noch über 3 Jahre lang bis hin zu in modernen Zeiten ungesesehenen Exzessen entfalten konnte.

Wird es dieses Mal ähnlich sein? Stehen uns noch ein paar Jahre steigender Häuserpreise in den USA bevor? Wird der Herr der Blasen auch im aktuellen Fall das von ihm immerhin klar erkannte „nicht tragfähige zugrunde liegende Muster“, das sich nur aufgrund seiner Geldpolitik entwickeln konnte, weiterlaufen lassen?

Wir glauben nicht, denn es gibt einen wahrscheinlich entscheidenden Unterschied zwischen diesen beiden Episoden. Anders als 1996 befindet sich die Fed bereits seit Juni 2004 in einem Zinsanhebungszyklus. Ob die Immobilienblase im Entscheidungsprozess der Zentralbanker eine Rolle spielte oder lediglich die sichtbar anziehende Warenkorb-Inflation, ist im Ergebnis unbedeutend. Steigende Zinsen sind gewöhnlich die Nadel, die Spekulationsblasen platzen lässt. So war es in der Vergangenheit, so war es auch im Jahr 2000 an den Aktienmärkten und so wird es vermutlich in Bälde an den US-Immobilienmärkten sein.

Erst wenn diese Blase geplatzt ist, die von der Greenspan-Fed ganz bewusst hervorgerufen wurde, um die unangenehmen Folgen der Aktienblase zu mildern, wird die ganze Wahrheit an den Tag kommen. Dann erst wird sich erweisen, ob die Geldpolitik der vergangenen 10 Jahre genial war, wie viele zu behaupten wagen, oder eine Katastrophe, wie einige wenige Kritiker befürchten.

FRANKENSTEINS FURCHT VOR SEINEM MONSTER

Bereits am 19. Mai befasste Greenspan sich in seiner *„Government-sponsored enterprises“* betitelten Rede mit einem weiteren sehr brisanten Thema, das mit der Immobilienblase aufs engste verknüpft ist. Er beleuchtete die Rolle der halbstaatlichen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac und die von ihnen ausgehenden Risiken für das US-Finanzsystem.

„Huge, highly leveraged GSEs subject to significant interest-rate risk are not conducive to the long-term financial stability that a nation of borrowers requires.”

(Riesige, hoch gehebelte halbstaatliche Hypothekenbanken, die einem signifikanten Zinsänderungsrisiko unterliegen, leisten keinen Beitrag zu der langfristigen Finanzstabilität, die eine Nation von Schuldnern benötigt.)

Wie üblich vermeidet der Redner bei aller Kritik seine eigene wichtige Rolle bei der Entstehung dieser hoch gehebelten Hypothekenbanken. Wir sehen in den von uns immer wieder genannten Gefahren, die von diesen Kreditmonstern ausgehen, eine kaum zu leugnende Nebenwirkung der seit Jahren extrem expansiven Geldpolitik. Auch in diesem Fall gilt unsere bereits im August 2002 ausführlich begründete Aussage: „Der Vater der Wirtschaftsskandale heißt Greenspan“.

WAREN DAS DIE 7 MAGEREN JAHRE?

Über die vergangenen 7 Jahre gerechnet haben die überaus niedrigen Sparbuchzinsen sowohl in den USA als auch in Europa dem Anleger eine bessere Performance beschert als die Aktienmärkte. Dieses traurige Ergebnis ist allerdings keine Überraschung. Es bestätigt vielmehr eine der wenigen grundlegenden Wahrheiten an den Finanzmärkten, die allerdings immer wieder in Vergessenheit geraten: **Die fundamentale Bewertung eines Investments ist von herausragender Bedeutung für die langfristig zu erzielende Rendite.**

Das kurzfristige Auf und Ab der Märkte, die oft hektische Börsenberichterstattung und die generelle Fixierung der Medien auf das Spektakuläre sorgen allerdings dafür, dass die meisten Marktteilnehmer sich über Gebühr mit kurzfristigen Einflussfaktoren befassen, die langfristig völlig unbedeutend sind. Sie sehen vor lauter Bäumen den Wald nicht mehr. Anstatt geduldig und zusehends auf eine sich bietende Chance zu warten, lassen sie sich zu kurzfristig orientiertem Agieren verleiten, das mit hoher Wahrscheinlichkeit zu schlechten langfristigen Ergebnissen führt.

Speziell an den US-Börsen unterscheidet sich die heutige Ausgangslage hinsichtlich der Aktienbewertung von der vor 7 Jahren nicht wesentlich. Wir müssen also davon ausgehen, dass die heutigen Aktienkäufer in 7 Jahren ebenso enttäuscht sein werden wie die Käufer des Jahres 1998. Die letztgenannte Gruppe wird dann allerdings auf insgesamt 14 enttäuschende Börsenjahre blicken und dann – aus Erfahrung scheinbar klug geworden – der Aktienanlage skeptisch gegenüberstehen. Heute scheint weitgehend noch die Hoffnung auf unmittelbar bevorstehende bessere Zeiten zu überwiegen.

VON BESONDERS MAGEREN JAHREN

Aktienkäufe, die sich nach 14 Jahren als schlechtes Geschäft erwiesen haben, kommen in der Finanzmarktgeschichte übrigens nicht eben selten vor. Darauf wiesen die Analysten von Comstock Partners, Inc. erst kürzlich mit einer ernüchternden Statistik hin. Sie zeigt einige besonders üble Einstiegszeitpunkte für amerikanische Aktienkäufer und die anschließend erzielten Renditen:



August 1886 bis November 1903	minus 16% in 17 Jahren
September 1899 bis Juli 1932:	minus 27% in 33 Jahren
Januar 1906 bis August 1921:	minus 15% in 15 Jahren
November 1919 bis April 1942:	minus 22% in 23 Jahren
September 1929 bis Januar 1950:	minus 50% in 21 Jahren
August 1959 bis Dezember 1974:	minus 17% in 15 Jahren
Februar 1966 bis August 1982:	minus 23% in 16 Jahren

Die in der Statistik erfassten Zeiträume weisen bei allen Unterschieden eine große Übereinstimmung auf: Im Zeitpunkt des Aktienkaufs waren die Aktienmärkte fundamental überbewertet und deshalb unattraktiv. Ein Blick auf die aktuelle fundamentale Bewertung des US-Aktienmarktes zeigt ebenfalls eine deutliche Überbewertung. Diese Einschätzung ergibt sich aus der Betrachtung aller klassischen Kennzahlen der Fundamentalanalyse wie Dividendenrendite, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis oder Kurs-Umsatzverhältnis.

EIN VODOO MODELL

Dennoch hören und lesen wir auch heute noch ständig von der angeblichen Attraktivität des Aktienmarktes. Wie ist das möglich? Bei genauerem Hinsehen zeigt sich, dass alle Analysten, die diese Meinung vertreten, das sogenannte Fed-Modell verwenden. Leider wird es zur Begründung andernfalls fundamental nicht zu konstruierender bullischer Prognosen selbst von Marktstrategen ins Feld geführt, die wir eigentlich schätzen – aus anderen Gründen natürlich. Das Fed-Modell vergleicht das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Aktienmarkts mit dem Zinsniveau von Staatsanleihen. Nur diese Vorgehensweise – manchmal verklausuliert ausgedrückt als Anlagenotstand aufgrund niedriger Zinsen oder als Notwendigkeit höherer Bewertungen aufgrund niedriger Zinsen – ermöglicht die Präsentation eines hoffnungsvollen Ergebnisses. Wir wissen, dass dieses Modell auch heute noch weit verbreitet ist. Also wiederholen wir es hier noch einmal in aller Klarheit: Das Fed-Modell ist Unsinn. Es hat gleich mehrere konzeptionelle Mängel, auf die wir an dieser Stelle nicht näher eingehen kann und auch einer empirischen Überprüfung hält es nicht stand.

Neben den aus strategischer Sicht gegen Aktien sprechenden fundamentalen Gründen gibt es derzeit auch einen überzeugenden taktischen, also mittelfristigen Grund: Die US-Notenbank hat im Juni 2004 einen Zinserhöhungszyklus begonnen. Das dadurch gekennzeichnete Ende der überaus expansiven Geldpolitik verheißt normalerweise nichts Gutes. Die üblichen Bremsspuren werden mit einer gewissen Verzögerung sowohl an den Finanzmärkten als auch in der Wirtschaft sichtbar werden.

FAZIT UND ALTERNATIVE

Der Preis eines Investments ist wichtig. Wer zur falschen Zeit am prinzipiell richtigen Ort ist, muss mit unterdurchschnittlichen Ergebnissen rechnen. Wer hingegen zur richtigen Zeit mit einem Investment beginnt, wird geradezu zwangsläufig überdurchschnittliche langfristige Ergebnisse erzielen.

Zur Zeit halten wir die Preise an den Rohstoff- und Edelmetallmärkten für überaus attraktiv. Gemessen am CRB-Rohstoffindex notieren sie inflationsbereinigt rund 80% unter ihren Kur-

sen des Jahres 1980. Damit befinden sie sich im Bereich ihrer Tiefststände der 1930er Jahre. Wir sind der Überzeugung, dass derzeit die Rohstoffmärkte für Anleger den richtigen Ort zur richtigen Zeit repräsentieren.

DAS GESAMTMODELL

Es bleibt dabei und ist eindeutig: die *fundamentale Bewertung* des US-Aktienmarkts ist historisch betrachtet sehr hoch. Alle klassischen Kennzahlen der Fundamentalanalyse wie Dividendenrendite, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis oder Kurs-Umsatzverhältnis befinden sich im Einklang mit dieser Einschätzung. Bekanntlich ist die Fundamentalanalyse kein Instrument für kurz- oder mittelfristiges Timing. Ihr Nutzen liegt ausschließlich im langfristigen Bereich. An überbewerteten Märkten muss man auf Sicht von 5 bis 10 Jahren oder sogar länger mit sehr enttäuschenden Ergebnissen rechnen. Aufgrund der Fundamentalanalyse müssen wir also trotz der seit Anfang 2003 laufenden Bearmarketrallye mit sehr gedämpften Erwartungen in die Zukunft der Aktienmärkte schauen.

Diese fundamentalanalytische Betrachtung bezieht sich immer auf den gesamten US-Aktienmarkt gemessen am S & P 500 Index. Natürlich gibt es immer Sondersituationen, für die diese Durchschnittsbetrachtung nicht zutrifft. Beispielsweise halten wir Edelmetallaktien auf dem aktuellen Niveau für ungewöhnlich attraktiv bewertet. Auch der Energiesektor und große Teile des Rohstoffsektors sind durchaus attraktiv.

Die *monetären Rahmenbedingungen* sind deutlich negativ und sie haben sich im vergangenen Monat weiter verschlechtert. Die US-Notenbank signalisiert aufgrund der immer sichtbarer werdenden Preissteigerungen in den amtlichen Warenkörben weiterhin Zinserhöhungen. Die angesichts seiner früheren Äußerungen überraschende Sichtung „lokaler Blasen“ am US-Immobilienmarkt durch den US-Notenbankpräsidenten und sein Hinweis auf „ein nicht tragfähiges zugrunde liegendes Muster“ mögen weitere Gründe für das Anziehen der geldpolitischen Zügel sein. Die vergangenen Monat an dieser Stelle besprochene sehr deutliche Kritik an den geld- und fiskalpolitischen Missständen durch Greenspans Amtsvorgänger Paul Volcker mag ebenfalls ihre Wirkung auf die heute aktiven Zentralbanker nicht verfehlt haben. Was auch immer die Gründe sein mögen, das Geldmengenwachstum ist jedenfalls auch in den vergangenen Wochen weiter zurückgegangen.

Im Jahresvergleich nahmen die Geldmengen nur noch zwischen 1,7% (M2M) und 4,9% (M3) zu. Vor einem Monat beliefen sich die Zuwächse noch auf 2,4% (M2M) und 5,4% (M3). Auch das annualisierte Geldmengenwachstum der vergangenen 3 Monate hat sich weiterhin verlangsamt (in Klammern zeigen wir die Zahlen von vor einem Monat.): M2M minus 1,7% (minus 1,6%), M1 minus 0,8% (plus 0,1%), M2 2,5% (3,5%) und M3 3,5% (4,2%).

Die Abflachung der Zinsstrukturkurve hat sich im vergangenen Monat ebenfalls fortgesetzt. Auch die Spreads der verschiedenen Bonitäten am Rentenmarkt haben sich weiter vergrößert. Beide Indikatoren deuten auf eine sich verschlechternde Liquiditätslage an den Finanzmärkten hin. Es scheint nur noch eine Frage der Zeit zu sein, bis auch die Aktienmärkte auf diese deutliche Eintrübung mit Kursverlusten reagieren werden.



Eine Entspannung der monetären Rahmenbedingungen erwarten wir übrigens erst im Lauf einer wie auch immer gearteten Finanzkrise. Das war zumindest das in der Vergangenheit zu beobachtende Muster. Zinserhöhungen machten zumindest einige Fehlentwicklungen des vorangegangenen Zyklus deutlich. Sobald diese auf schmerzhaft Weise krisenhafte Züge annahmen, machte die Notenbank eine geldpolitische Kehrtwende.

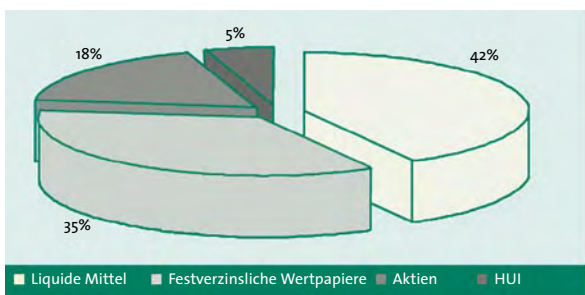
Die Sentimentindikatoren zeigen in ihren langfristigen Glättungen viel zuviel Optimismus an. Die Kursgewinne der letzten 4 Wochen haben die kurzfristig aufgekeimte Vorsicht schnell wieder verschwinden lassen. Damit sprechen selbst die kurzfristigen Sentimentindikatoren wieder gegen eine Fortsetzung der Aktienmarktrallye. Auch der aus den Preisen von Aktienoptionen hergeleitete Volatilitätsindex hat nach einem kurzen Aufblähen von Vorsicht schnell wieder den seit geraumer Zeit vorherrschenden Modus großer Sorglosigkeit erreicht. Er ist gerade dabei, die Anfang des Jahres markierten Volatilitätstiefs des laufenden Zyklus zu testen. Der letzten Monat etwas ausführlicher besprochene „Smart Money Index“ bestätigt den neuerlichen Kursanstieg nicht.

FAZIT

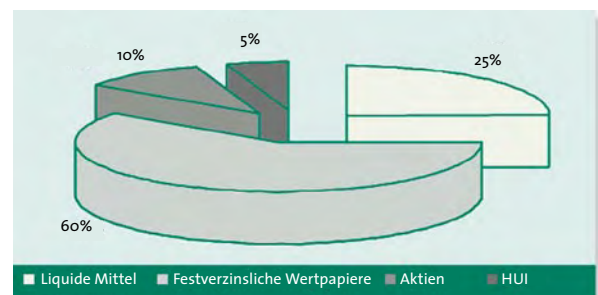
Deutlich überbewertete Aktienmärkte, großer Optimismus bzw. weit verbreitete Sorglosigkeit der Marktteilnehmer und ein von Zinserhöhungen und stark rückläufigem Geldmengenwachstum gekennzeichneter monetärer Rahmen bilden ein hoch explosives Gemisch. Aus dieser Konstellation heraus erfolgten nahezu alle großen Kursrückgänge. Sie bildet den idealen Nährboden für eine ausgeprägte Baisse. Folglich beurteilen wir die Risiken an den Aktienmärkten als außergewöhnlich groß und empfehlen eine sehr vorsichtige Haltung. Das Ende der seit Anfang 2003 laufenden Bearmarketrallye wird immer wahrscheinlicher. Auch diesen Monat wiederholen wir das bewährte Motto erfolgreicher und deshalb nicht immer und überall bullischer Börsianer: „Don't fight the Fed!“

	Liquide Mittel	Festverzinsliche Wertpapiere	Aktien	HUI
Aggressives Wachstum	42%	35%	18%	5%
Moderates Wachstum	25%	60%	10%	5%
Mittleres Wachstum	37%	35%	23%	5%
Langfristiges Wachstum	52%	20%	23%	5%

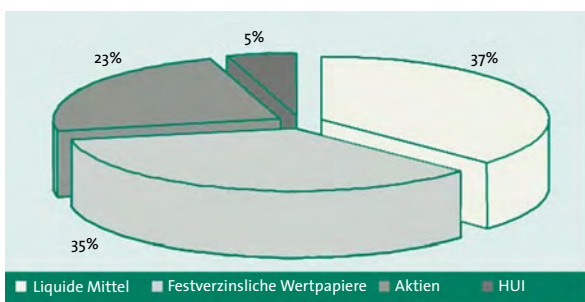
Asset Allocation



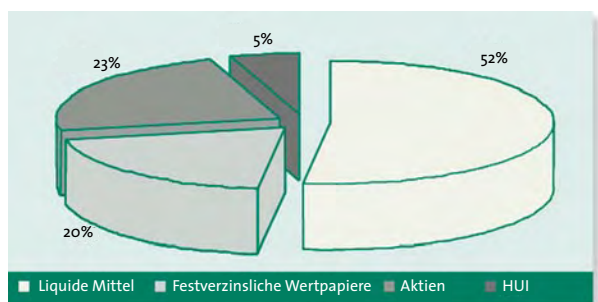
Aggressives Wachstum



Moderates Wachstum



Mittleres Wachstum



Langfristiges Wachstum

CHARTANALYSE

An der schwachen technischen Verfassung der US-Aktienmärkte hat sich trotz der Kurserholung der vergangenen Wochen kaum etwas geändert. Insbesondere die dünnen Umsätze legen die Vermutung nahe, dass die Kursgewinne nicht von Dauer sein werden, sondern eine Bearmarketrallye darstellen. Wir wiesen in den letzten Monaten schon mehrfach auf das auch jetzt wieder sichtbar gewordene Muster steigender Umsätze an Tagen fallender Kurse und abnehmender Umsätze an Tagen steigender Kurse hin. Die technische Aktienanalyse sieht darin ein typisches Zeichen nachlassenden Kaufinteresses und zunehmenden Verkaufsdrucks. Übrigens findet sich dieses Muster auch an der deutschen Börse. Die Ende Mai erreichten neuen zyklischen Hochs im Dax werden also nicht durch das Umsatzverhalten bestätigt und müssen deshalb mit Vorsicht betrachtet werden.

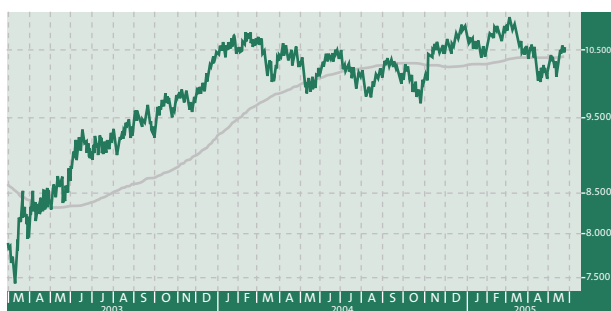


Lediglich die Marktbreite der US-Börsen, also die Anzahl der gestiegenen Aktien im Verhältnis zur Anzahl der gefallen Aktien, erfuhr eine recht deutliche Verbesserung. Allerdings befinden sich die aus der Marktbreite abgeleiteten Indikatoren jetzt wieder auf deutlich übergekauftem Niveau, auch in ihren mehrwöchigen Glättungen. Üblicherweise setzt von diesen Niveaus aus eine erneute Verschlechterung der Marktbreite ein. Eine Fortsetzung der Rallye erscheint vor diesem Hintergrund also trotz der verbesserten Marktbreite wenig wahrscheinlich. Unterstützung erfährt diese Interpretation auch von zahlreichen anderen Indikatoren wie beispielsweise der Anzahl der 52-Wochen-Hochs, dem Volatilitätsindex, dem Smart Money Index oder verschiedenen Put-Call-Ratios. Sie alle sprechen unserer Meinung nach gegen weiter steigende Kurse. Auf den aktuellen Niveaus passen sie sehr viel besser zu einem Markt, der sich kurzfristig verusgabt hat.

Den Kursanstieg im Anschluss an die April-Tiefs interpretieren wir aus all diesen Gründen und vor allem aufgrund unseres sehr negativen Gesamtmodells als Bearmarket-Rallye. In deren Verlauf wurde zunächst die überverkaufte technische Marktverfassung von Mitte April abgebaut und anschließend eine übergekaufte Situation erzeugt.

DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

Das charttechnische Bild des DOW ist erheblich negativer als das des S&P 500. Die Kurse befinden sich auf demselben Niveau wie Anfang 2004, und die 200-Tage-Durchschnittslinie verläuft schon seit Monaten mehr oder weniger seitwärts. Der DOW befindet sich seit knapp 1½ Jahren in einer Seitwärtsbewegung, die sich problemlos als große obere Umkehrformation erweisen kann, deren Untergrenze bei 9.800 Punkten verläuft. Er vermittelt das Bild eines gemächlich nach unten überrollenden Marktes, dem lediglich ein Anlass für deutliche Kursrückgänge zu fehlen scheint. Die für den S&P geschilderten Unterschiede des Trendlinienverlaufs im arithmetischen bzw. im halblogarithmischen Chart sind im DOW interessanterweise extrem klein. In beiden Chartvarianten erfolgte der dynamische Ausbruch nach unten erst Mitte April, und die anschließende Rallye stellt bisher nur einen typischen Test dieser Linie dar. Damit lässt die Trendlinienanalyse im DOW kaum noch Spielraum für steigende Kurse, sondern legt eine baldige Wiederaufnahme des Abwärtstrends nahe. Ein Unterschreiten der wichtigen Widerstandsmarke bei rund 9.800 Zählern würde eindeutig das Ende der seit Anfang 2003 laufenden Bearmarketrallye bedeuten und charttechnisch zunächst ein Minimum-Kursziel von 8.500 Punkten eröffnen.

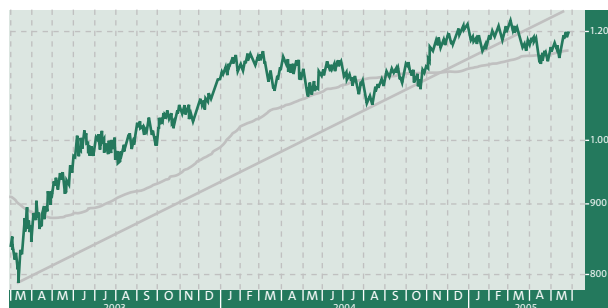


DJIA

S&P 500

Der im März erfolgte Bruch der eingezeichneten zyklischen Aufwärtstrendlinie signalisierte das wahrscheinliche Ende der Anfang 2003 begonnenen zyklischen Aufwärtsbewegung, die wir als Bearmarketrallye innerhalb einer säkularen oder langfristigen Baisse ansehen. Die hier nicht gezeigten arithmetischen Charts erhärten diese Sichtweise. In dieser Chartvariante erfolgte der Bruch der entsprechenden Trendlinie erst Mitte April, also einen Monat später. Die anschließende Aufwärtsbewegung führte die Kurse von unten an die gebrochene Trendlinie heran und das mit rückläufigen Umsätzen. Dieses Verhalten kann als geradezu lehrbuchartig bezeichnet werden, da Unterstützungen sich nach ihrem Bruch bekanntlich in technische Widerstände verwandeln. Das charttechnisch wahrscheinlichste Szenario sieht nach Erreichen der Widerstandslinie das baldige Ende der Rallye und eine Wiederaufnahme des durch den Bruch der Trendlinie signalisierten Abwärtstrends vor. Sollte es den Kursen dennoch gelingen, wieder über die Trendlinie zu steigen, dann würde der Markt erneute technische Stärke zeigen und das Erreichen neuer zyklischer Hochs signalisieren, beispielsweise einen Test der Trendlinie der halblogarithmischen Charts. Als noch immer positiver technischer Einflussfaktor, der dieses Szenario stützt, muss die steigende 200-Tage-Durchschnittslinie erwähnt werden.

Als geradezu auffällig negativ möchten wir den auf Wochenbasis ermittelten MACD Indikator herausstellen, der gleich 2 bearische Divergenzen aufweist: Während der S&P 500 im Dezember 2004 seine Januar-Hochs desselben Jahres überbot, gelang das dem MACD nicht. Letzterer bestätigte die neuen Hochs im Index also nicht. Das gleiche Bild zeigte sich im März 2005 noch einmal. Wieder gab es neue zyklische Hochs im Index, aber nicht im MACD. Letzterer blieb dabei sowohl unter seinem Hoch von Anfang 2004 als auch unter dem vom Dezember 2004. Diese auf Wochenbasis ermittelten negativen Divergenzen passen geradezu perfekt zu einem überrollenden Markt, der sich in einer ausgeprägten Topformation befindet.



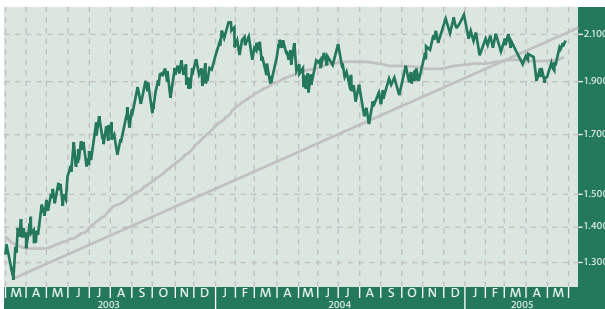
S&P 500



NASDAQ

Obwohl Technologieaktien plötzlich wieder in aller Munde sind, zeigt der Chart einen Index, der seit 1½ Jahren unter recht großen Schwankungen seitwärts verläuft. Das ist ungewöhnlich und vermutlich nicht bullish. Hohe Popularität eines Sektors und euphorische Kommentare gehen gewöhnlich mit deutlichen Kurssteigerungen einher, nicht mit Seitwärtsbewegungen. Das Chartbild sieht jedenfalls nicht sehr verheißungsvoll aus. In diesem Index muss die zyklische Aufwärtstrendlinie im Oktober 2002 beginnen, da das März 2003-Tief an der NASDAQ deutlich über den im Oktober 2002 erreichten Kursen lag. Diese Trendlinie wurde in dem hier gezeigten halblogarithmischen Chart bereits im August 2004 gebrochen und bei etwas großzügiger Auslegung Ende 2004 von unten kommend getestet. In der nebenstehenden Grafik haben wir nicht diese Trendlinie eingezeichnet, sondern analog zu den anderen hier besprochenen Indizes eine im März 2003 beginnende. Diese wurde im März dieses Jahres gebrochen und verläuft aktuell bei knapp 2.150 Punkten. Hier bestehen also noch ein paar % Spielraum nach oben.

Letzten Monat favorisierten wir von der wichtigen Unterstützung bei 1.900 Zählern aus den Beginn einer kleineren Bearmarketrallye und avisierten die Widerstände bei rund 2.000 Zählern. Die Rallye kam und fiel etwas stärker aus als von uns erwartet. Die Kurse überstiegen das genannte Kursziel bisher um rund 4%. Falls das Muster rückläufiger Umsätze auch diesen von uns erwarteten Kursanstieg prägen sollte, so schrieben wir in unserer Mai-Performance, dann würden wir darin eindeutig eine Verkaufsgelegenheit sehen. Gerade an der NASDAQ waren die schwachen Umsätze der letzten Wochen besonders augenfällig. Wir bleiben folglich bei unserer Einschätzung der aktuellen Situation als Verkaufsgelegenheit.

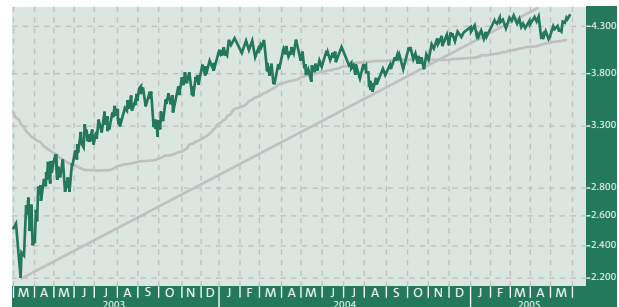


NASDAQ

DAX

Der DAX hat seine im Vergleich zu den US-Indizes seit geraumer Zeit sichtbare relative Stärke auch im vergangenen Monat beibehalten. Dennoch halten wir es weiterhin für sehr unwahrscheinlich, dass der DAX sich dem Einfluss der von uns erwarteten deutlich fallenden US-Aktienkurse wird entziehen können. In der Vergangenheit reagierten deutsche Aktien auf eine Börsenschwäche in den USA mit Kursverlusten, die gewöhnlich weit dramatischer ausfielen als die US-Vorgaben. Dieses traurige Muster wurde in der Baisse der Jahre 2000 bis 2003 auf besonders schmerzvolle Weise vorgeführt.

Das Chartbild des DAX gibt derzeit aus Bullensicht scheinbar wenig Grund zur Sorge. Nach dem Ende letzten Jahres erfolgten Ausbruch über die Hochs von Anfang 2004 kam es im April zu einer harmlosen Korrektur. Diese kann als erfolgreicher Test der Ausbruchslinie angesehen werden. Es folgte ein Kursanstieg auf bisher knapp 4.500 Punkte, ein neues Jahreshoch. Der Aufwärtstrend des DAX wurde damit bestätigt, und die 200-Tage-Durchschnittslinie steigt. Herrscht an der deutschen Börse also eitel Sonnenschein? Vielleicht. Allerdings gibt es auch ein paar durchaus erwähnenswerte nicht ganz so rosige Entwicklungen. Die in der gezeigten Graphik eingezeichnete zyklische Aufwärtstrendlinie wurde im März dieses Jahres gebrochen, und der auf Wochenbasis ermittelte MACD ist bereits nach unten übergerollt und zeigt eine ausgeprägte negative Divergenz. Er bestätigt den Ausbruch der Kurse über ihre Hochs von Anfang 2004 ebenso wenig wie die aktuellen Hochs. Außerdem waren die Umsätze während der laufenden Rallye überaus schwach. Wir halten die hier genannten negativen Punkte für durchaus beachtenswert und empfehlen dringend die Beachtung von Stop Loss-Marken, die wir bei Kursen unter 4.180 Zählern ansiedeln würden.



DAX

NIKKEI

Nach den Kursrückgängen aufgrund der politischen Spannungen zwischen China und Japan stabilisierte sich die japanische Börse im vergangenen Monat. Die große Dreiecksformation hat also weiterhin Bestand. Negativ ist allerdings die zur Zeit wieder leicht fallende 200-Tage-Durchschnittslinie. Wir bleiben für diesen Markt weiterhin positiv gestimmt, empfehlen aber dringend die Beachtung der von uns schon mehrfach genannten Stop Loss-Marke bei knapp 10.500 Punkten.

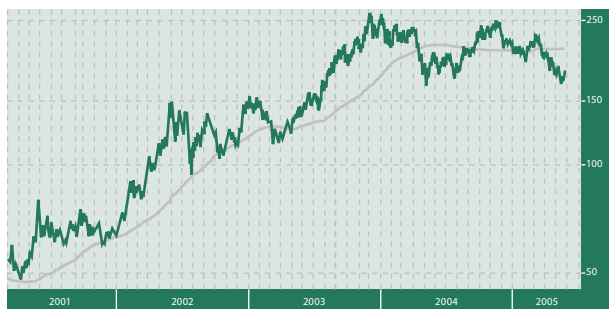


NIKKEI



HUI

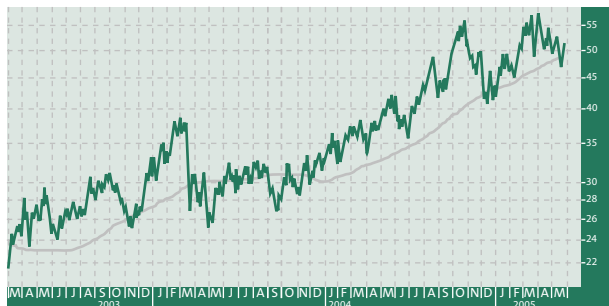
Die Kursrückgänge setzten sich im Goldminenindex zunächst fort bis in den Bereich des im Jahr 2004 erreichten Tiefs. Von hier aus startete der stark überverkaufte Markt eine dynamische Rallye. Aufgrund der fundamental attraktiven Bewertung dieses Sektors halten wir ein Unterschreiten der Mai-Tiefs für unwahrscheinlich, zumal die letzte Phase der Abwärtsbewegung Merkmale eines Sell-Off aufwies. Die 200-Tage-Durchschnittslinie hat erneut zu fallen begonnen, zeigt insgesamt aber eine rund 1-jährige Seitwärtsbewegung. Kurzfristig rechnen wir unter anderem aufgrund der stark überkauften Markttechnik mit einem Test dieser bei 210 Punkten verlaufenden Widerstandslinie. Sollten die Kurse wider Erwarten unter Mai-Tiefs fallen, so würden wir das nicht als zwingendes technisches Verkaufssignal interpretieren, weil nur wenige Zähler tiefer eine massive Unterstützungszone aus den Jahren 2002-2003 beginnt. Außerdem weisen wir noch einmal auf die überaus attraktive fundamentale Bewertung der Goldminen hin.



HUI

ROHÖL

Allen politisch motivierten Wunschenken zum Trotz befindet sich auch das Rohöl in einem intakten Aufwärtstrend. Die Korrektur der letzten Wochen führte die Kurse knapp unter ihre steigende 200-Tage-Durchschnittslinie und präsentierte uns damit eine klassische Kaufgelegenheit. Wir können keinerlei Anhaltspunkte für ein Ende dieses fundamental sehr gut abgesicherten Aufwärtstrends erkennen und rechnen weiterhin mit deutlich höheren Energiepreisen in den kommenden Jahren.



ROHÖL

CRB-ROHSTOFFINDEX

Auch der Rohstoffindex zeigt einen intakten Aufwärtstrend. Die Korrektur der letzten Wochen baute die stark übergekaufte Marktverfassung ab und stellt lediglich einen Test des vorhergehenden Ausbruchs dar. Die steigende 200-Tage-Durchschnittslinie verläuft mit derzeit 290 Punkten ebenfalls ungefähr in diesem Bereich. Wir halten die Korrektur der letzten Wochen für eine Kaufgelegenheit.



CRB

GOLD

Gold befindet sich in einem ungebrochenen Aufwärtstrend. Die 200-Tage-Durchschnittslinie und die Kurse notieren derzeit darunter. Kurse unter einer steigenden 200-Tage-Durchschnittslinie betrachten wir in einem Bullenmarkt als Kaufgelegenheit.



GOLD

Claus Vogt, Jahrgang 1963, absolvierte ein BWL-Studium an der Universität Frankfurt am Main. Bereits während des Studiums, das er 1990 als Dipl.-Kaufmann beendete, stand die Börse im Mittelpunkt seines Interesses. Sein beruflicher Werdegang führte ihn zu zwei internationalen Großbanken, bevor er im Jahr 2000 als Leiter der Research Abteilung bei der Berliner Bank kam. Im März 2004 erschien sein mit Roland Leuschel verfasstes Buch: "Das Greenspan Dossier. Wie die US-Notenbank das Währungssystem gefährdet, oder: Inflation um jeden Preis."

