



DIE BAISSÉ HAT BEGONNEN – DIE REZESSION VERMUTLICH AUCH

Ist es nicht erstaunlich, wie sehr sich in den vergangenen Wochen die veröffentlichte Meinung über die Aussichten der Wirtschaft und der Aktienmärkte verändert hat? Wie sich die Einschätzungen des Zustands des Bankenwesens und des Finanzsystems gewandelt haben? Wie die vollmundigen Versicherungen seitens berühmter Notenbanker verstummt sind, die eine Ausweitung der im Subprime-Segment zuerst sichtbar gewordenen Krise nicht wahrhaben wollten? Und wie schnell die geldpolitisch Verantwortlichen in Panik verfallen sind und massiv die Zinsen gesenkt haben?

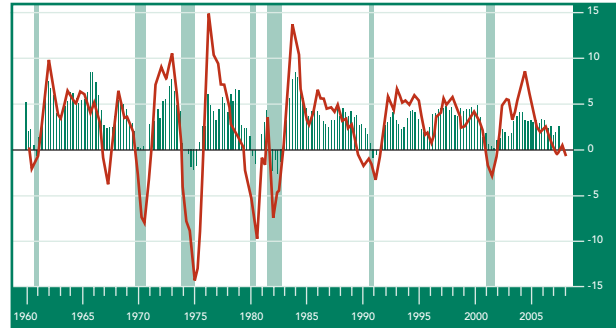
Trotz der vielen Jahre, die ich mich bereits mit den Finanzmärkten und ihren wichtigsten Manipulateuren, den an Hybris und Opportunismus leidenden Notenbankern, beschäftige, faszinieren mich die großen, zyklischen Trendwenden an den Märkten noch immer. Nichts ist lehrreicher und amüsanter für einen Finanzmarktbeobachter als die Aktionen und Reaktionen der Notenbanker und anderer Finanzmarktclowns am Beginn einer zyklischen Trendwende.

Allerdings machte er uns die Arbeit nicht gerade leicht. Denn Mitte des Jahres kam es zu einer kleinen Gegenbewegung als der Indikator noch einmal leicht positiv wurde. Dieses ungewöhnliche Verhalten erwies sich erwartungsgemäß aber nicht als Trendwende, sondern nur als kurzes Intermezzo.

DER INDEX DER US-FRÜHINDIKATOREN HAT ERNEUT HERVORRAGENDE DIENSTE GELEISTET

In den vergangenen Monaten habe ich Sie immer wieder auf die deutlich zunehmende Rezessionswahrscheinlichkeit hingewiesen. Dabei stützte ich meine Analysen unter anderem auf den Index der US-Frühindikatoren, dessen Qualitäten ich Ihnen ausführlich beschrieb. Seit Anfang 2007 gab dieser hervorragende, aber dennoch wenig bekannte und wenig beliebte Indikator ein Rezessionssignal.

Leider variiert die Vorlaufzeit des Indikators ganz erheblich. Manchmal begann die signalisierte Rezession bereits nach wenigen Monaten, manchmal ließ sie sehr viel länger auf sich warten. Auf dieses Manko habe ich Sie natürlich ebenso hingewiesen wie auf die Tatsache, dass mir ein besseres Instrument zur Prognose zyklischer Wendepunkte leider nicht bekannt ist. Folglich riet ich vorsichtigen Anlegern dazu, das Signal des Indikators ernst zu nehmen und ihre Depots entsprechend konservativ zu strukturieren.

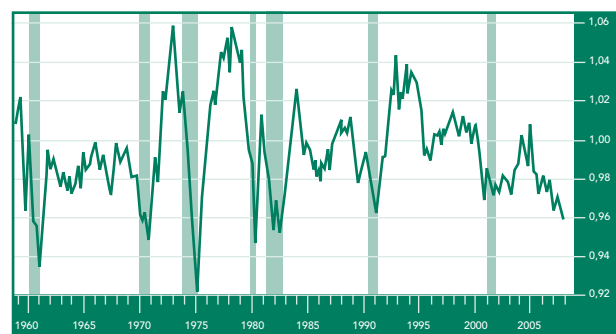


Index der US-Frühindikatoren und US-BIP, 1960 bis 2008. Quelle: Northern Trust
Die hellgrün schattierten Balken kennzeichnen Rezessionen.

HAT DIE REZESSION SCHON BEGONNEN?

Mittlerweile hat es sich gezeigt, dass unser Vertrauen in die bisher so erfolgreichen ökonomischen Frühindikatoren auch in diesem Zyklus wieder gerechtfertigt war. Das US-Wirtschaftswachstum ist der ersten offiziellen Schätzung zufolge im vierten Quartal 2007 auf extrem magere 0,6 % gefallen, und auch in Europa hat die Dynamik bereits deutlich nachgelassen. Außerdem haben die Aktienmärkte weltweit einen ungewöhnlich schwachen Jahresausklang erlebt und einen noch schwächeren Januar 2008, während die Märkte für die vergleichsweise sicheren Staatsanleihen ebenso haussierten wie der Goldpreis.

Die Frühindikatoren zeigen noch keine Anzeichen einer möglichen Trendwende zum Besseren. Sie befinden sich jetzt auf einem Niveau, das in der Vergangenheit mit Rezessionen einherging. Vermutlich hat die Rezession in den USA also bereits begonnen, vielleicht schon im Dezember. Gewissheit werden wir erst in einigen Monaten erhalten, wenn dem für die Messung von Rezessionen zuständigen Bureau of Economic Research alle dazu erforderlichen Daten vorliegen werden.

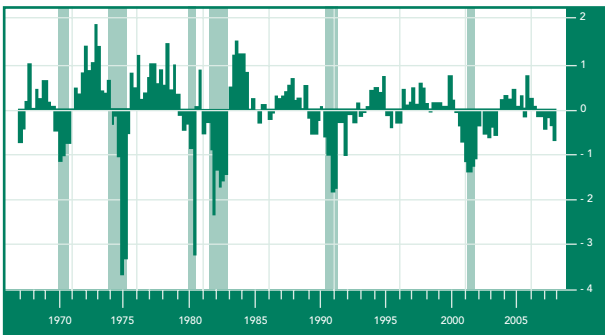


Verhältnis der gleichlaufenden Indikatoren zu den Frühindikatoren, 1959 bis 2008.
Quelle: Conference Board
Diese Version, den Index der Frühindikatoren zu verwenden, hat jetzt ein Niveau erreicht, das in der Vergangenheit nur während Rezessionen gesehen wurde.



DIE BAISSÉ HAT BEGONNEN – DIE REZESSION VERMUTLICH AUCH

Eine Bestätigung unserer Rezessionsvermutung kommt jetzt bereits von den gleichlaufenden Indikatoren wie beispielsweise den Arbeitsmarktdaten oder den Einzelhandelsumsätzen. So stieg die Arbeitslosigkeit im Dezember von 4,67 % auf 4,97 % an. Und die prozentuale Zunahme der Einzelhandelsumsätze war in den Monaten November/Dezember so schwach wie letztmals im Jahr 2001, in der Endphase der damaligen Rezession. Außerdem ist der von der US-Notenbank berechnete National Activity Index im vierten Quartal 2007 auf minus 0,67 gefallen. Er misst die Entwicklung von 85 Wirtschaftsindikatoren aus den Bereichen Produktion und Einkommen, Arbeitsmarkt, Konsum und Wohnungsmarkt sowie Warenbestände, Absatz und Auftragslage. Damit befindet er sich genau an der Grenzlinie zu einer Rezession.



Chicago Fed National Activity Index, 1965 bis 2007. Quelle: Federal Reserve Bank of Chicago
Dieser gleichlaufende Indikator ist nur noch um Haaresbreite von Werten entfernt, die eine Rezession signalisieren.

DAS LEBEN IST VOLLER ÜBERRASCHUNGEN

In den vergangenen Wochen nahm die Anzahl schwächer ausfallender Wirtschaftsdaten deutlich zu. Kein Wunder, die Frühindikatoren kündigten diese Trendwende ja frühzeitig an. Dennoch werden die entsprechenden Meldungen dem Publikum mit schöner Regelmäßigkeit als „überraschend schwach“ präsentiert. Jaja, das Leben ist bekanntlich voller Überraschungen und natürlich umso überraschender je ignoranter jemand ist.

DIE GELDREGENMACHER IN AKTION

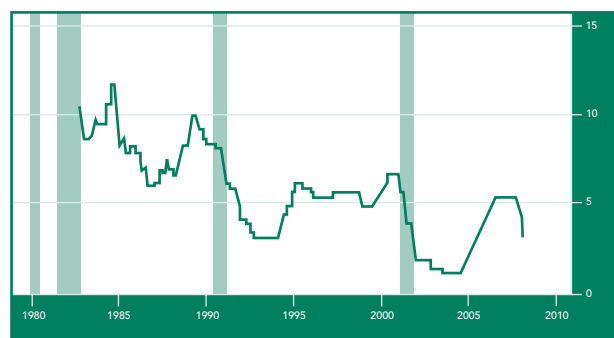
Auf geradezu rührende Art und Weise versuchen den Notenbankbürokraten, ihren absurden Glauben an eine erfolgreiche zentrale Steuerung einer komplexen Volkswirtschaft in die Realität umzusetzen und dem Volk den Eindruck zu vermitteln, sie hielten die Fäden in der Hand und hätten die Situation im Griff. In unserem Buch „Das Greenspan Dossier. Wie die US-Notenbank das Weltwährungssystem gefährdet, oder: Inflation um jeden Preis“ haben Roland Leuschel und ich die Riege der keynesianisch geprägten Wirtschaftsmanipulateure mit den Regenmachern vergangener Zeiten verglichen. Beide Berufsstände gaukeln dem gemeinen Volk Fähigkeiten vor, über die sie gar nicht verfügen. Für gute Zeiten beanspruchen sie dann lautstark die Verantwortung; und in schlechten Zeiten reden sie die Dinge schön, beteuern dem

Volk, alles in ihrer Macht stehende zu unternehmen, beteuern wortreich ihre Unschuld, suchen geschickt nach Sündenböcken und zelebrieren mit großem Getöse ihren jeweiligen Hokuspokus. Und wenn der nächste Regen fällt bzw. der nächste Aufschwung beginnt, dann weiß das Volk sofort, wem es diese großartige Wende zum Besseren zu verdanken hat.

PANIK UNTER NOTENBANKERN

Die hektische Betriebsamkeit, die jetzt unter Politikern, Notenbankbürokraten und anderen Vertretern der Regenmacherzunft ausgebrochen ist, spricht Bände. Ich habe Ihnen immer wieder geraten, die Verantwortlichen an ihren Taten zu messen und nicht an ihren Worten. Dieser Rat ist heute aktueller denn je. Deshalb sollten Sie den großen Chor der Beschwichtigungsrédner ignorieren und sich stattdessen die Aktivitäten der Geldregenmacher anschauen. Wer das tut, kann eigentlich nur zu einer Schlussfolgerung kommen: Das Finanzsystem hat ein ernsthaftes Problem, um nicht zu sagen es brennt lichterloh.

Dass die Notenbanker und auch die ersten Politiker jetzt in Panik verfallen, ist aus meiner Sicht natürlich durchaus gerechtfertigt. Nach dem Platzen einer riesigen Immobilienblase gibt es jede Menge guter Gründe, wirklich Schlimmes zu befürchten. Im „Greenspan Dossier“ und natürlich auch in der „Performance“ habe ich mich mehr oder weniger ausführlich mit den großen Fehlentwicklungen der vergangenen Jahre bzw. Jahrzehnte und deren geld- und fiskalpolitischen Ursachen beschäftigt. Erstaunlich ist also nur die Tatsache, dass dieser Panikanfall nicht bereits sehr viel früher erfolgte – als der angerichtete Schaden noch geringer war als heute. Schließlich wird uns jetzt nur die Rechnung für jahrelange Fehlentwicklungen präsentiert, die schon lange klar und deutlich zu erkennen waren.



Federal Funds Target Rate, 1982 bis 2008. Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis
Das Tempo der Zinssenkungen deutet auf ein großes Problem hin.



DIE BAISSE HAT BEGONNEN – DIE REZESSION VERMUTLICH AUCH

EINE OFFENE FRAGE

Wieso ein extrem intelligenter und gebildeter Mann wie US-Notenbankpräsident Ben Bernanke die Zeichen an der Wand offensichtlich nicht erkennen konnte, wird für mich wohl immer unerklärlich bleiben. Dies gilt umso mehr, da sich der hochkarätige Professor, der meine eigenen intellektuellen Fähigkeiten deutlich in den Schatten stellt, ausgiebig mit Wirtschaftsgeschichte und insbesondere mit der Weltwirtschaftskrise beschäftigt hat. Allerdings kommt er als überzeugter Keynesianer bzw. Staatsinterventionist bei seinen Analysen dieser schwierigen Zeit natürlich zu einem völlig anderen Ergebnis als die Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, deren freiheitsliebender Ansatz von mir geteilt wird und den Ausgangspunkt meiner analytischen Arbeit bildet.

Interessanterweise liegt die Verantwortung für die jetzt begonnene Misere zu einem sehr großen Teil bei Bernankes Amtsvorgänger Greenspan. Aber schon jetzt zeichnet es sich ab, dass der kluge Bernanke als Sündenbock für die Fehler seines gerissenen Vorgängers herhalten muss. Auch das ist leider keine Überraschung, sondern der typische Lauf der politischen Welt. Die langfristigen Folgen (geld)politischer Entscheidungen werden fast nie den tatsächlich Verantwortlichen zugeschrieben, sondern dem jeweiligen Amtsinhaber, unter dessen Ägide die Folgen sichtbar werden.

KEIN MITLEID MIT BERNANKE

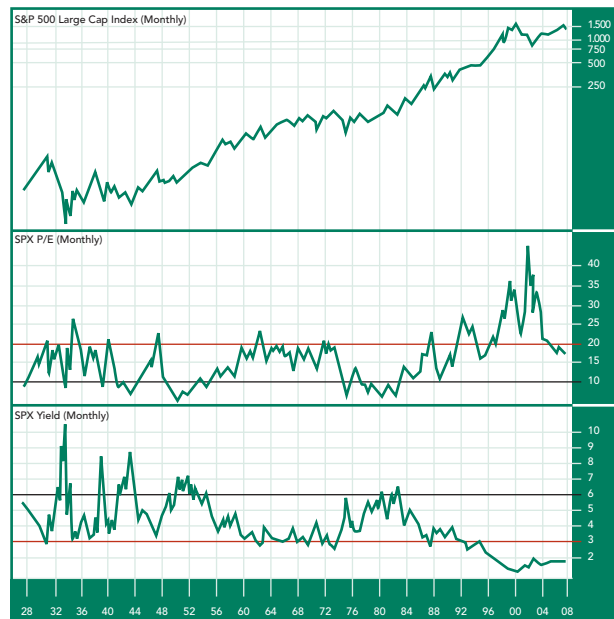
Dennoch gibt es keinen Grund, Mitleid für Bernanke zu empfinden, wenn er für die Folgen der Politik seines Vorgängers verantwortlich gemacht wird. Erstens hat er dessen Politik als Notenbankgouverneur mitgetragen. Zweitens ist er selbst ein überzeugter Inflationist und keynesianischer Wirtschaftslenker erster Güte. Und drittens wusste er nur zu genau, worauf er sich einließ als er laut „Hier!“ rief, als der Posten des mächtigsten Bürokraten der Welt neu zu besetzen war.

In gewisser Weise zolle ich Bernanke sogar Respekt dafür, dass er sich massiv bemüht hat, um vor diesen tief im Schlamm steckenden Karren gespannt zu werden. Denn wenn man sich innerhalb der von ihm vertretenen ökonomischen Modelle und Theorien bewegt, dann ist er genau zur rechten Zeit am rechten Ort. Er kann und wird die Vorgaben dieser – meiner Meinung nach falschen – Modelle der Marktmanipulation und Wirtschaftssteuerung in einer ganz entscheidenden Phase des Wirtschaftszyklus in die Praxis umsetzen und damit ebendiese Theorien und Modelle auf den Prüfstand stellen. Nicht umsonst hat er bereits vor einigen Jahren lautstark unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen gut geheißsen für den Fall, dass die Notenbank die Null-Prozent-Zinsgrenze erreicht hat. Noch ist es nicht soweit, aber diesen Mann, der im Gegensatz zu seinem rein opportunistischen Vorgänger ein Überzeugungstäter ist, sollten Sie unbedingt ernst nehmen.

Die kommenden Jahre versprechen also auch aus wirtschaftstheoretischen Überlegungen heraus überaus spannend und wichtig zu werden.

AM ANFANG WAR DIE AKTIENBLASE

Um die laufende Krise und die Gefahren der kommenden Monate und Jahre verstehen zu können, muss man relativ weit zurück gehen. Man kommt leider nicht umhin, mit der großen Aktienpekulationsblase der späten 90er Jahre zu beginnen. Damals erlebten die Aktienmärkte weltweit eine von absurden Erwartungen getragene Kauf euphorie, die ihresgleichen sucht. Für die wenigen Marktbeobachter, die damals in der Lage waren, einen kühlen Kopf zu bewahren, war diese Episode ein großartiges Beispiel massenpsychologischer Verirrungen und fehlgeleiteter Geldpolitik.



S & P 500 Index, Kurs-Gewinn-Verhältnis und Dividendenrendite, 1926 bis 2008.

Quelle: www.decisionpoint.com

Wie war es anhand dieser Grafik möglich, die Spekulationsblase Ende der 90er Jahre nicht zu erkennen? Auch heute sind Aktien ganz offensichtlich nicht günstig bewertet.



DIE BAISSÉ HAT BEGONNEN – DIE REZESSION VERMUTLICH AUCH

Die notwendige – aber allein noch nicht hinreichende – Bedingung für das Entstehen von Spekulationsblasen ist die überreichliche Bereitstellung von Geld und Kredit. Aus Gründen, die an dieser Stelle nicht erörtert werden können, war insbesondere die US-Notenbank bereit, diese notwendige Bedingung zu erfüllen. Die geradezu revolutionäre Einführung und Verbreitung neuer Technologien im Telekommunikations- und Computersektor fachten die Phantasie der Spekulanten an, und die Blase nahm ihren Lauf. Alle in der Vergangenheit erfolgreichen Kennzahlen der fundamentalen Aktienanalyse erreichten Niveaus, die die Welt bis dato nicht gesehen hatte – und fast alle Analysten, Journalisten, Notenbankburekraten, Politiker und Marktteilnehmer ignorierten diese klare Botschaft und schwadronierten von einem neuen Zeitalter der Prosperität, vom Ende des Wirtschaftszyklus, von einer nicht endenden Hausse und von der Notwendigkeit neuer Bewertungsmaßstäbe, um den Veränderungen der neuen Ära gerecht zu werden.

Die wenigen warnenden Stimmen jener Tage verhallten entweder ungehört, oder sie wurden als pessimistische Äußerungen ewiggestriger abgetan und ins Lächerliche gezogen.

Dann platzte die Blase. Eine Rezession und eine schwere Aktienbaisse nahmen ihren Lauf. Dabei folgten die Ereignisse dieser Episode exakt den Prognosen der wenigen Analysten, die sich die Mühe gemacht hatten, sich mit der Dynamik und den Ursachen von Spekulationsblasen zu befassen.

DAS GROSSE EXPERIMENT DES DR. GREENSPAN

Im Lauf der Blase waren durch die typische Fehlallokation von Kapital außergewöhnlich große wirtschaftliche Ungleichgewichte und eine nicht tragfähige Wirtschaftsstruktur entstanden. Das Platzen der Blase leitete nun den Bereinigungsprozess dieser Ungleichgewichte ein. Aber anstatt sich in das Unvermeidliche zu fügen, anstatt den Dingen ihren Lauf zu lassen, die Notwendigkeit des Bereinigungsprozesses zu akzeptieren und auf die heilsamen Kräfte freier Märkte zu bauen, entschieden sich weltweit die Politiker und ihre Notenbankburekraten für drastische geld- und fiskalpolitische Schritte. Diese gewaltigen Markteingriffe bezeichnete ich seinerzeit als das große Experiment des Dr. Greenspan.

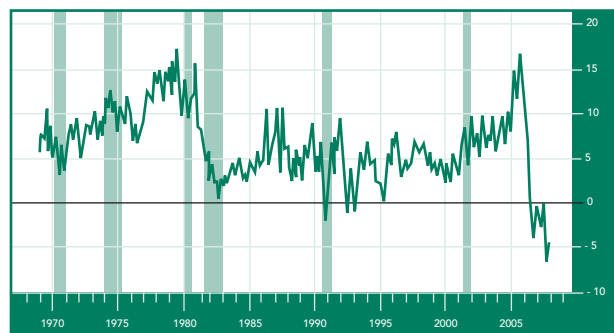
Dieses Experiment sollte zeigen, ob es ökonomisch sinnvoll ist, Spekulationsblasen zu kreieren und nach ihrem Platzen zu versuchen, den Schaden möglichst gering zu halten, oder ob es besser ist, das Entstehen von Spekulationsblasen zu verhindern. Diese Fragestellung ist auch wirtschaftshistorisch und -theoretisch von großer Bedeutung. Vertreter der zweiten dieser Thesen führen beispielsweise die Weltwirtschaftskrise ursächlich auf die große Spekulationsblase der 1920er Jahre zurück. Vertreter der ersten These hingegen leugnen diesen Zusammenhang und behaupten, die Weltwirtschaftskrise hätte durch eine sehr viel aggressivere Geldpolitik nach dem Platzen der Spekulationsblase verhindert werden können.

DER AUSGANG DES EXPERIMENTS IST NOCH IMMER OFFEN

Schon relativ früh waren die in dieser Form vermutlich nicht geplanten Folgen dieser sehr aggressiven Politik erkennbar. Es bildete sich eine Immobilienblase, deren Ausmaß kaum übertrieben werden kann. Jedenfalls ist sie sehr viel größer und gesamtwirtschaftlich bedeutender als die vergleichsweise kleine Aktienblase Ende der 90er Jahre.

Anstatt zu einer tragfähigen Wirtschaftsstruktur zurückzukehren, wurden die Folgen einer vergleichsweise kleinen Aktienblase – die immer noch die größte aller Zeiten war – durch das Aufblasen einer noch viel größeren Immobilienblase zugedeckt. Die Fehlentwicklungen und Ungleichgewichte wurden auf diese Weise nicht nur nicht bereinigt, sondern sehr viel größer. Die Erwähnung der wichtigsten dieser Ungleichgewichte – nämlich Sparquote, Verschuldung, Leistungsbilanzdefizit und natürlich die Spekulationsblase selbst – mag hier genügen.

Damit wurde die entscheidende Frage natürlich noch immer nicht beantwortet. Stattdessen wurden lediglich Aufbau und Umfang des Experiments und die damit einhergehenden Risiken erheblich vergrößert.



Verkaufspreise gebrauchter US-Einfamilienhäuser, prozentuale jährliche Veränderung, 1969 bis 2008. Quelle: National Association of Realtors
Und siehe da, es gibt sie doch, die noch vor kurzem von Notenbankpräsidenten für unmöglich erklärte landesweite Immobilienbaisse.



DIE BAISSE HAT BEGONNEN – DIE REZESSION VERMUTLICH AUCH

WIE WIRD ES WEITERGEHEN?

Jetzt, nachdem die Immobilienblase geplatzt ist, stellt sich natürlich erneut die Frage, wie das Experiment ausgehen wird. Bernanke hat erwartungsgemäß mit schnellen und drastischen Zinssenkungen reagiert, und die US-Regierung hat bereits das erste Konjunkturprogramm in Höhe von 150 Mrd. Dollar beschlossen. Ich gehe davon aus, dass im Lauf der Rezession weitere Zinssenkungen und Konjunkturprogramme folgen werden, vermutlich Schlag auf Schlag. Dann heißt es, auf die Ergebnisse warten.

Ein möglicher Ausgang besteht natürlich darin, dass eine weitere Spekulationsblase entsteht. Dann wäre der Ausgang des Experiments erneut verschoben.

Oder die Vertreter der Wirtschaftssteuerungsthese bekommen Recht, die Wirtschaft wird einen relativ unbedeutenden zyklischen Abschwung erleben, dem der nächste Boom folgen wird.

Oder aber die These der Österreichischen Schule der Nationalökonomie erweist sich als richtig. Sie besagt, dass der gesamtwirtschaftliche Schaden im Anschluss an eine geplatzte Blase von der Größe der Blase abhängt. Wenn diese Sichtweise sich als richtig erweisen sollte, dann stehen und sehr schwierige Zeiten bevor.

Als eher vorsichtiger Anleger und Familienvater hätte ich es vorgezogen, auf dieses Experiment zu verzichten. Als von faustischer Neugier getriebener Analyst sehe ich dem Ergebnis allerdings mit großer Spannung entgegen.

„HURRA, DAS WIRD DIE SCHÖNSTE REZESSION ALLER ZEITEN“

Wie Sie wissen, wurde die sich abzeichnende Rezession viele Monate lang weitgehend ignoriert oder sogar geleugnet und weggeredet. Die schnellen und deutlichen Zinssenkungen, aber auch die sich verschlechternden Daten der gleichlaufenden Wirtschaftsindikatoren, führten zu einem abrupten Ende dieser Vogel-Strauß-Politik. Schließlich lassen sich die geldpolitischen Schritte der US-Notenbank vor dem Hintergrund relativ hoher offizieller Inflationszahlen selbst aus Sicht überzeugter keynesianischer Marktmanipulateure nur dann wenigstens halbwegs rechtfertigen, wenn die Wirtschaft am Rande einer Rezession steht.

Letzteres wurde bis vor kurzem aber noch ganz massiv geleugnet. Genauso, wie die Immobilienblase zunächst geleugnet wurde oder die immer deutlicher um sich greifende Kreditkrise.

Ein Realist ist bekanntlich ein durch Theorie und Praxis geschulter Optimist, der erkannt hat, dass mit Optimismus zur falschen Zeit und am falschen Ort sehr viel Schaden angerichtet werden kann. Die zahlreichen Permabullen und Daueroptimisten an der Wall Street und in der Politik scheinen vollkommen resistent zu sein gegen Erkenntnisse aus Theorie und Praxis, die ihr vorgefertigtes Weltbild erschüttern würden. Anstatt sich der Realität zu stellen, suchen sie unter großen Anstrengungen nach Erklärungsansätzen und Ideen, die es ihnen ermöglichen, weiterhin bullish sein, komme was da wolle.

In diesem Sinne zeichnet sich jetzt ein neues Konsensus-Szenario ab, nachdem das alte (keine Rezession, kein Platzen der Immobilienblase bzw. keine negativen Folgen für die Gesamtwirtschaft, keine Aktienbaisse) im Lauf heftiger Rückzugsgefechte aufgegeben werden musste.

Das neue Konsensus-Szenario lässt sich ganz hervorragend mit einem Satz auf den Punkt bringen, der leider nicht mir eingefallen ist, sondern meinem Effektenbank-Kollegen Herrn Holznagel. Und dieser Satz lautet: „Das wird die schönste Rezession aller Zeiten.“ Sie werde ganz harmlos ausfallen, und sie werde schon vorüber sein, kaum dass sie begonnen hat.

Natürlich ist dieses Szenario möglich. Aber ich halte es für überaus unwahrscheinlich, weil die Ungleichgewichte – vor allem die platzende Immobilienblase – ein extrem großes und gefährliches Ausmaß erreicht haben. Als vorsichtiger Anleger hoffe ich auf das Beste, bereite mich aber gleichzeitig darauf vor, dass dieses Beste vielleicht doch nicht eintritt. Alles Andere erscheint mir viel zu riskant.

DIE GESCHICHTE SPRICHT LEIDER GEGEN EINEN HARMLOSEN AUSGANG

Immobilienbaissen sind normalerweise sehr langwierige Angelegenheiten. Die Beispiele Japan und das Platzen der Ost-Immobilienblase in Deutschland mögen zur Illustration dieser Aussage genügen.

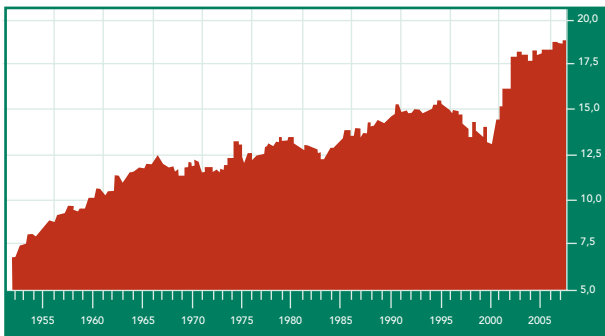
Platzende Immobilienblasen führen insbesondere zu erheblichen Kreditproblemen innerhalb des Finanzsektors. Bisher ist hier nur die Spitze des Eisbergs sichtbar geworden. Selbst im Lauf einer eher harmlosen Rezession wird die Arbeitslosenquote in den USA um zwei bis drei Prozentpunkte zunehmen. Und die Anzahl der notleidend werdenden Hypotheken- und Konsumentenkredite wird ebenfalls deutlich steigen.



DIE BAISSE HAT BEGONNEN – DIE REZESSION VERMUTLICH AUCH

Die bisher aufgetretenen Kreditprobleme betreffen eigentlich nur jene Kredite, die unter normalen, also nicht von einer Spekulationsblase geprägten Zeiten niemals vergeben worden wären. Die üblichen, mit einer Rezession einhergehenden zyklischen Probleme haben noch gar nicht begonnen.

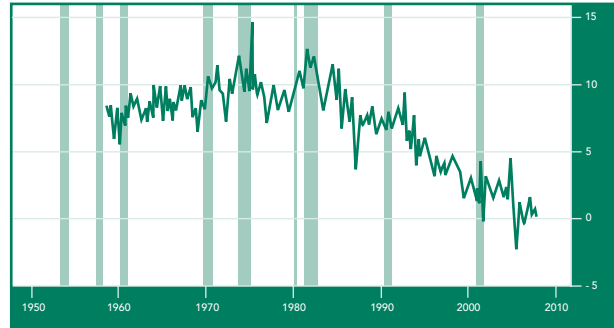
Insgesamt wird das Platzen dieser Blase die Verfügbarkeit von Kredit deutlich verringern. Schon jetzt haben die unter erheblichen Abschreibungen leidenden Banken ein Eigenkapitalproblem. Und es ist durchaus keine ausgemachte Sache, dass auch in den kommenden Quartalen asiatische oder arabische Staatsfonds die Bilanzlöcher stopfen werden. Eine auf lange Zeit hin restriktive Kreditvergabe erscheint mir unausweichlich.



Schulden der privaten US-Haushalte als Prozentsatz des Marktwerts der von ihnen gehaltenen Vermögenswerte, 1953 bis 2008. Quelle: Northern Trust
Nach dem Platzen der Aktienblase im Jahr 2000 stieg die Verschuldung amerikanischer Haushalte sprunghaft an – trotz deutlich gestiegener Immobilienpreise.

Gleichzeitig ist die Verschuldung der privaten Haushalte außerordentlich hoch. Die Anzahl uneinbringbarer Kredite hat schon jetzt ein Rekordniveau erreicht. Betroffen sind nicht nur Hypothekenkredite, sondern Kreditkarten, Autokredite und andere Konsumentenkredite. Hierin spiegeln sich natürlich die extrem laxen Kreditvergabestandards der vergangenen Jahre wider.

Es sieht so aus, als hätte der amerikanische Konsument das Ende der Fahnenstange erreicht. Er wird sich zu guter Letzt wohl doch gezwungen sehen, den Gürtel enger zu schnallen. Die in den vergangenen Jahren fast auf null gefallene US-Sparquote verdient in diesem Zusammenhang ebenfalls der Erwähnung. Falls eine letztlich erzwungene Renaissance des Sparens eingeleitet werden sollte, die aus gesamtwirtschaftlicher Sicht begrüßenswert und notwendig ist, dann stehen der Wirtschaft sehr schwierige Zeiten bevor.



US-Sparquote, 1960 bis 2008. Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis
Dass eine Volkswirtschaft dauerhaft auf das Sparen verzichten kann, ohne einen Niedergang zu erleben, halte ich für ausgeschlossen.

DAS GESAMTMODELL

Die *fundamentale Bewertung* der Aktienmärkte ist weltweit noch immer hoch. Da sich die Gewinnmargen der Unternehmen in der Nähe ihres Rekordhochs befinden, ergibt sich bei den Kurs-Gewinn-Verhältnissen – die übrigens nicht niedrig sind – ein geschöntes Bild. Andere fundamentalanalytische Kennzahlen wie Kurs-Cashflow-Verhältnis, Kurs-Umsatz-Verhältnis und insbesondere die Dividendenrendite zeigen eindeutig überbewertete Märkte an.

Die *monetären Indikatoren* zeigen in den USA ein gemischtes Bild. Die Zinssenkungen der Notenbank sind natürlich prinzipiell positiv für die Aktienmärkte. Allerdings entfalten geldpolitische Maßnahmen ihre Wirkungen mit großer zeitlicher Verzögerung von sechs bis achtzehn Monaten. Sie werden die Rezession also nicht verhindern können.

Außerdem muss ich an dieser Stelle erneut daran erinnern, dass Zinssenkungen in Zeiten platzender Spekulationsblasen zu einem sehr stumpfen Schwert werden. Deutliche Zinssenkungen verhinderten weder die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre, die auf das Platzen der damaligen Aktienblase folgte, noch die lange Leidenszeit der japanischen Aktien- und Immobilienmärkte im Anschluss an das Platzen dieser Doppelblase. Und auch im vergangenen Zyklus wurden die Hoffnungen der Notenbank und ihrer zahlreichen staatsgläubigen Jünger, mit ihren bereits im Januar 2001 begonnenen drastischen Zinssenkungen Baisse und Rezession verhindern zu können, massiv enttäuscht. Allerdings gelang es den Verantwortlichen, eine gewaltige Immobilienblase anzustoßen, deren vermutlich verheerenden Folgen wir seit ein paar Monaten ansatzweise zu spüren bekommen.



DIE BAISSE HAT BEGONNEN – DIE REZESSION VERMUTLICH AUCH

Ein wichtiges Ergebnis der Spekulationsblasenanalyse, die im Denken der meisten Ökonomen erstaunlicherweise keine Rolle zu spielen scheint, lautet: Je größer die Blase, desto schlimmer die Folgen ihres Platzens. Deshalb habe ich den im Jahr 2001 begonnenen geldpolitischen Versuch, den Teufel mit Beelzebub auszutreiben, von Anfang an heftig kritisiert und immer wieder darauf hingewiesen, dass er ein böses Ende nehmen wird.

Die US-Geldmengenentwicklung ist – gemessen an modernen Standards – weiterhin erstaunlich schwach. M-2 stieg im Jahresvergleich um 5,9 %, und die annualisierte Wachstumsrate der vergangenen drei Monate fällt mit 5,2 % sogar niedriger aus. M-1 ist auf Jahresbasis mit minus 0,5 % rückläufig und auf Basis der letzten drei Monate sogar mit minus 1,0 %. Lediglich die sehr eng gefasste Geldmenge MZM wächst auf Jahresbasis mit stolzen 11,9 % und auf Basis der vergangenen drei Monate mit 10,6 %. Die für unsere drastisch verschuldete bzw. überschuldete Gesellschaft so wichtige Kreditmaschine ist ins Stottern geraten.

Bei den *Sentimentindikatoren* bleibt es dabei, dass die langfristig orientierten Indikatoren wie die Cash-Quote der Investmentfonds oder das Ausmaß der kreditfinanzierten Börsenspekulation extreme Sorglosigkeit bzw. großen Börsenoptimismus anzeigen. Und der wichtige Sentimentindikator von Investors Intelligence, der die amerikanischen Börsenbriefe auswertet, zeigt weiterhin mehr Bullen als Bären an. Eine bemerkenswerte Entwicklung gibt es aber bei dem Sentimentindikator der American Association of Individual Investors. Dieses Stimmungsbarometer der Kleinanleger fiel auf das niedrigste Niveau seit 1990, als die irakische Armee in Kuwait einmarschierte und sich der erste Krieg der USA gegen den Irak abzeichnete. Während die Profis weiterhin überaus bullish sind, hat der kleine Mann also die Hosen voll. Da die Kleinanleger an den Börsen keine Rolle spielen, messe ich dieser Entwicklung keine große Bedeutung bei. Außerdem liegt der Gedanke nahe, dass diese Meinungsumfrage mehr durch die Misere am Immobilienmarkt geprägt wird als durch die Vorgänge an den Aktienmärkten.

FAZIT

Die wohl größte Immobilienblase aller Zeiten ist geplatzt. Jetzt wird die Rechnung für diese unverantwortliche Party präsentiert. Wer die Finanzmarktgeschichte kennt und sich mit Spekulationsblasen auseinandergesetzt hat, muss leider mit einer ausgeprägten Anpassungskrise rechnen. Die kommenden Jahre versprechen sehr schwierig zu werden.

Dennoch möchte ich diese Analyse mit einer zuversichtlichen Note beenden. Erstens eröffnen sich Ihnen gerade am Ende großer Krisen extrem attraktive Kaufgelegenheiten, gewissermaßen der Lohn für geduldiges Warten und das Bewahren eines kühlen Kopfes. Und zweitens sorgt die inflationäre Geld- und Fiskalpolitik für eine Fortsetzung der langfristigen Goldhauses, auf deren Beginn ich Sie bereits Anfang 2001 hingewiesen hatte, und an der Sie seither sicherlich viel Freude hatten.

CHARTANALYSE

Aus charttechnischer Sicht ist die Lage eindeutig: Die Baisse hat begonnen. Nahezu alle wichtigen Aktienindizes Europas, Japans und Amerikas zeigen wohl geformte Topformationen, die mit einem sehr dynamischen Ausbruch nach unten abgeschlossen wurden. Damit wurde der Beginn einer zyklischen Baisse signalisiert. Die mittlerweile fallenden 200-Tage-Durchschnittslinien bestätigen diese Aussage.

Wie lange die Baisse anhalten wird und wie weit die Kurse fallen werden, lässt sich leider nicht sagen. Da mir diese Frage aber immer wieder gestellt wird, gebe ich hier eine erste Antwort: Ich rechne mit mindestens zwei Jahren und einer Kurshalbierung. Eine diplomatischere Antwort, die dennoch einen großen praktischen Nutzen hat, habe ich natürlich auch zu bieten: Halten Sie keine Aktien, deren 200-Tage-Durchschnittslinien fallen, ganz gleich, wie lange dieser Zustand anhält bzw. wie tief der Kurs auch sinkt. Auf diese Weise stellen Sie sicher, dass keine verheerenden Verluste entstehen können.

DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

Der Dow zeigt eine der weniger scharf gestochenen Topformationen, das heißt die Untergrenze der Formation ist nicht eindeutig festgelegt. Eine Verbindung des August-Tiefs mit dem November-Tief ergibt eine schräg verlaufende Nackenlinie. Diese wurde Anfang Januar nach unten durchbrochen. Anschließend folgte eine kleine Rallye von unten an diese jetzt zum technischen Widerstand gewordene Linie, wodurch deren Bedeutung verstärkt wurde.



DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

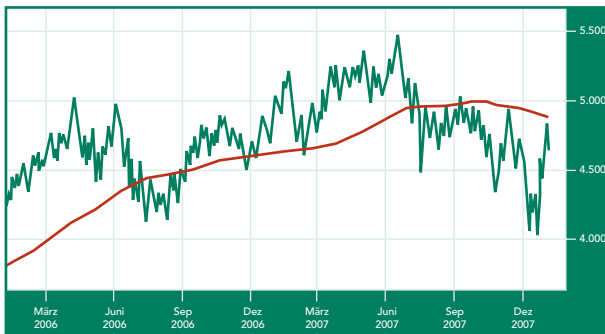
Dann kam es zu einer zweiten sehr dynamischen Abwärtsbewegung, die den Beginn einer zyklischen Baisse signalisierte. Die anschließende Kurserholung erreichte die Nackenlinie nicht mehr und erfolgte mit abnehmenden Umsätzen, ein typisches Kennzeichen einer Bearmarketrallye. Ob diese bereits vorüber ist oder in den kommenden Tagen bzw. Wochen noch einmal ein Anlauf nach oben genommen wird, spielt mittelfristig keine Rolle. Denn die Topformation und die fallende 200-Tage-Durchschnittslinie sprechen eindeutig für eine Fortsetzung der Baisse.



CHARTANALYSE

DOW JONES TRANSPORTATION AVERAGE

Auch hier ist die Untergrenze der Topformation nicht eindeutig. Die Marke von 4.500 Punkten bietet sich natürlich an, allerdings führte die Rallye der vergangenen Tage die Kurse über diese Linie, wodurch ihre Signifikanz in Frage gestellt wird.



DOW JONES TRANSPORTATION AVERAGE

Die Gesamtstruktur des Chartbilds ist dennoch eindeutig bearish. Insbesondere fällt die 200-Tage-Durchschnittlinie schon seit November letzten Jahres. Aus Sicht der hier immer wieder einmal besprochenen Dow Theorie befinden sich die beiden Indizes im Gleichklang und haben den Beginn einer Baisse signalisiert.

S&P 500

Eine geradezu lehrbuchartige Topformation zeigt sich im S & P 500. Die obere der beiden eingezeichneten Nackenlinien ergibt sich durch die Verbindung von Schlusskursen, die untere durch die Verbindung der Tagesextremkurse. Der sehr dynamische Ausbruch unter beide Linien signalisierte den Beginn einer zyklischen Baisse. Die erste große Abwärtsbewegung erreichte ihren Höhepunkt am 23. Januar 2008 bei 1.270 Punkten. Dann folgte eine von abnehmenden Umsätzen begleitete zweiwöchige Bearmarketrallye, in deren Verlauf die Kurse in den Bereich der jetzt zu Widerständen gewordenen Nackenlinien anstiegen.



S&P500

Ob damit bereits das Ende dieser ersten Bearmarketrallye erreicht wurde, ist derzeit noch offen, spielt aber aus mittelfristiger Sicht keine Rolle, denn die nächste große Kursbewegung muss nach unten erwartet werden.

NASDAQ COMPOSITE

Die Nackenlinie dieses Index verläuft schräg, der Ausbruch nach unten erfolgte mit großer Dynamik, und die 200-Tage-Durchschnittsline hat zu fallen begonnen. Damit hat auch dieser Index den Beginn einer zyklischen Baisse signalisiert.



NASDAQ

Am 6. Februar wurde auf Basis der Schlusskurse das Januar-Tief bereits verletzt. Diese Entwicklung spricht für eine unmittelbar bevorstehende weitere Abwärtsbewegung, bevor mit einer ausgeprägteren Bearmarketrallye gerechnet werden muss.

DAX

Die technische Situation des deutschen Aktienindex hat sich durch den scharfen Kursverfall im Januar drastisch verändert. Auch dieser Index zeigt jetzt eine wohl proportionierte obere Umkehrformation, einen dynamischen Ausbruch nach unten und eine fallende 200-Tage-Durchschnittsline. Damit hat auch in Deutschland eine zyklische Baisse begonnen. Ob der Index die Kraft haben wird, die eingezeichnete Nackenlinie im Lauf einer größeren Bearmarketrallye zu testen, hängt wie üblich von den US-Vorgaben ab.



CHARTANALYSE



DAX

Der bisherige Kursverlauf sollte zumindest den so lautstark gewordenen Chor zum Schweigen bringen, der im vergangenen Jahr die These von der Abkopplung der europäischen Aktienmärkte von den US-Märkten verkündete. Meine diesbezügliche Skepsis hat sich als richtig herausgestellt. Der deutsche Markt ist leider nicht in der Lage, ein Eigenleben zu entwickeln, sondern folgt weiterhin den US-Vorgaben, wie üblich unter größeren Schwankungen.

EUROSTOXX

Eine sehr klare Topformation inklusive fallender 200-Tage-Durchschnittslinie zeigt auch dieser Index der europäischen Bluechips.



EUROSTOXX

Die zyklische Baisse ist also ein europaweites Phänomen, was die einzelnen – hier nicht gezeigten – Länderindizes bestätigen. Stellen Sie sich für die kommenden Monate auf fallende Kurse ein.

NIKKEI 225

Hier wurde die Untergrenze der Topformation bereits im November gebrochen, und auch die 200-Tage-Durchschnittslinie fällt bereits seit mehreren Monaten. Der Index ist bereits um 30 % gefallen.



NIKKEI 225

Bisher wurde jedes neue Tief von den Momentumindikatoren bestätigt, so dass es keinen Anhaltspunkt für eine Trendwende oder wenigstens für eine größere Bearmarketrallie gibt. Dennoch ist dieser Index aus technischer Sicht bereits wieder sehr interessant geworden, wie Sie im folgenden Langfristchart erkennen können.

NIKKEI 225 WOCHENCHART

Dieser Chart zeigt Ihnen den Verlauf des Nikkei Index seit 1998. In dieser Darstellung erkennen sie die große Bodenbildung der Jahre 2000 bis 2004, deren Obergrenze bei 12.000 Punkten verläuft. Diese Marke gilt jetzt natürlich als extrem wichtiger Widerstand auf dem Weg nach unten.



NIKKEI 225 WOCHENCHART

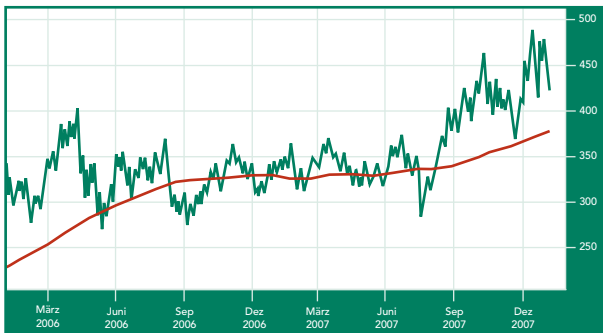


CHARTANALYSE

Am 22. Januar dieses Jahres erreichte der Index bereits ein Tief von knapp 12.600 Zählern. Falls er in den kommenden Tagen oder Wochen auf 12.000 fallen sollte, würde sich aus technischer Sicht ein Kauf geradezu aufdrängen. Selbst wenn sich die große Bodenbildung letztlich doch nicht – wie von mir im Jahr 2004 vermutet – als das Ende der langfristigen japanischen Aktienbaisse erweisen sollte, dürfte von dieser wichtigen Unterstützung aus zumindest eine große Bearmarketralle beginnen.

HUI

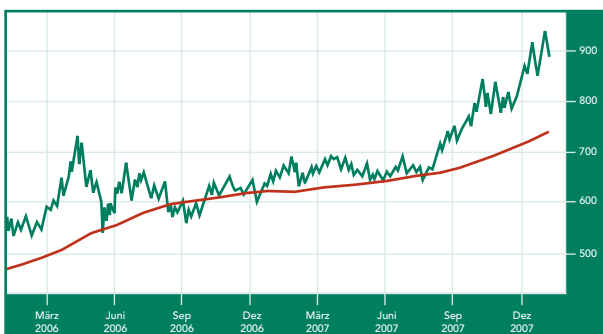
Der AMEX Gold Bugs Index zeigt weiterhin einen intakten Aufwärtstrend. Folglich gibt es keinen Grund, an der Fortsetzung der Hausse zu zweifeln.



HUI-GOLDMINENINDEX

GOLD IN US-DOLLAR

Auch dieser Chart zeigt einen intakten Aufwärtstrend, der keinerlei Anzeichen einer möglichen Trendwende erkennen lässt. Der Abstand der Kurse von der 200-Tage-Durchschnittslinie ist allerdings sehr groß geworden, so dass eine längere Konsolidierung nicht unwahrscheinlich ist. Allerdings liegt das technisch ermittelte Kursziel des Mitte letzten Jahres begonnenen Hausseschubs bei 980 bis 1.050 Dollar.

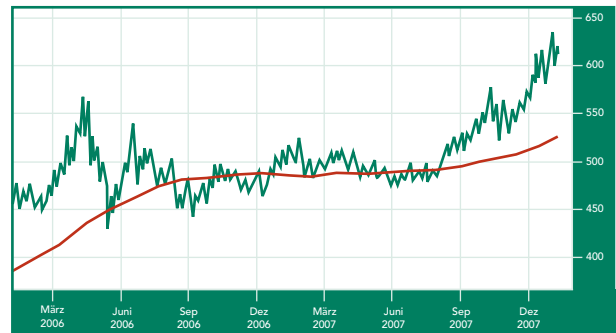


GOLD IN US-DOLLAR

Deshalb halte ich einen Kursanstieg in diesen Bereich in den kommenden Wochen für das wahrscheinlichste Szenario und erwarte danach erst eine größere Korrektur. Langfristig hat die Goldhausse durch die geld- und fiskalpolitischen Entwicklungen der vergangenen Wochen natürlich deutliche Unterstützung erhalten. Helikopter-Ben und seine Geldregelmacher halten erwartungsgemäß Wort und inflationieren hemmungslos drauf los. Sehr traurig für jeden, der kein Gold sein Eigen nennt.

GOLD IN EURO

Wie sich die Bilder im Verlauf einer globalen langfristigen Goldhausse gleichen. Hier gelten dieselben Ausführungen wie für Gold in US-Dollar.



GOLD IN EURO

Da die Geldmengen in Euroland schon seit langem deutlich stärker steigen als in den USA, können Sie trotz der bisher noch nicht erfolgten Zinssenkungen seitens der EZB getrost von Helikopter-Jean-Claude sprechen und von einer Fortsetzung der langfristigen Goldhausse auch im Euroraum ausgehen.

CRB-ROHSTOFFINDEX

Ausbruch nach oben oder potenzielles Doppeltop? Aus chart-technischer Sicht gibt es noch keine starken Hinweise auf Letzteres. Der anschließend gezeigte Rohölchart sieht allerdings bedenklich nach einer Topformation aus. Und die vermutlich bereits begonnene US-Rezession spricht natürlich für vorübergehend fallende Rohstoffpreise.



CHARTANALYSE



CRB-ROHSTOFFINDEX

ROHÖL (WTI)

Der Chart des Ölpreises zeigt ein kleineres potenzielles Doppeltop, aus dem die Kurse aber noch nicht nach unten ausgebrochen sind.



ROHÖL (WTI)

Vor dem Hintergrund der vermutlich bereits begonnenen Rezession in den USA halte ich eine größere Ölpreiskorrektur für wahrscheinlich. Anzeichen für das Ende der langfristigen Ölhaussa sehe ich aber nicht.

SCHWEIZER FRANKEN

Während alle gebannt auf die Aktienmärkte und die Immobilien- bzw. Kreditkrise schauen, zeichnet sich an den Devisenmärkten eine vermutlich bedeutende Trendwende ab. Der Schweizer Franken hat in den vergangenen Monaten eine schöne Bodenformation gebildet, aus der die Kurse in einer sehr dynamischen Bewegung nach oben ausgebrochen sind. Die 200-Tage-Durchschnittslinie hat zu steigen begonnen, wodurch die Trendwende bestätigt wird.



SCHWEIZER FRANKEN

YEN

Im Yen zeichnet sich seit nunmehr einem Jahr eine große Bodenformation ab. Die Kurse sind aber noch nicht nach oben ausgebrochen. Da der Euro gegenüber dem Yen – und dem Schweizer Franken und dem US-Dollar – eindeutig überbewertet ist, halte ich diesen Ausbruch nur noch für eine Frage der Zeit.



YEN

Sowohl der Schweizer Franken als auch der Yen waren in den vergangenen Jahren sehr beliebte Währungen für Kreditaufnahmen („carry trades“) institutioneller Investoren. Eine Trendwende kann folglich eine dramatische Eigendynamik entwickeln, wenn diese Kredite zur Verlustvermeidung schnell zurück geführt werden sollten. Vielleicht lesen wir schon bald von Turbulenzen im Hedgefonds-bereich.



CHARTANALYSE

DOLLAR

Auch der Dollar zeigt bereits eine – allerdings eher kleine – **potenzielle Topformation**. Die fundamentale Unterbewertung und die in Euroland deutlich stärker steigenden Geldmengen sprechen für eine Trendwende, ebenso das extrem einseitige Stimmungsbild. Nach jahrelangem Dollarkursverfall scheint es nur noch Dollarbären zu geben. Selbst das Magazin „Der Spiegel“ brachte kürzlich eine dem fallenden Dollar gewidmete Titelgeschichte.



US-DOLLAR

Dabei sind die bei Einführung des Euros diskutierten Probleme dieser kuriosen Einheitswährung in den vergangenen Jahren nicht etwa kleiner, sondern größer geworden. Die platzenden Immobilienblasen in Spanien und Irland, der vermutlich weitere Immobilienprobleme in anderen europäischen Ländern folgen werden, haben das Potenzial, die Kunstwährung erneut ins Gerede zu bringen – spätestens wenn Teile Eurolands ebenfalls von einer Rezession erfasst werden, was ich für überaus wahrscheinlich halte.



Claus Vogt, Jahrgang 1963, absolvierte ein BWL-Studium an der Universität Frankfurt am Main. Bereits während seines 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 Research zur Berliner Effektenbank kam. Im März 2004 erschien sein gemeinsam mit Roland Leuschel verfasstes Buch: „Das Greenspan Dossier. Wie die US-Notenbank das Weltwährungssystem gefährdet, oder: Inflation um jeden Preis.“