



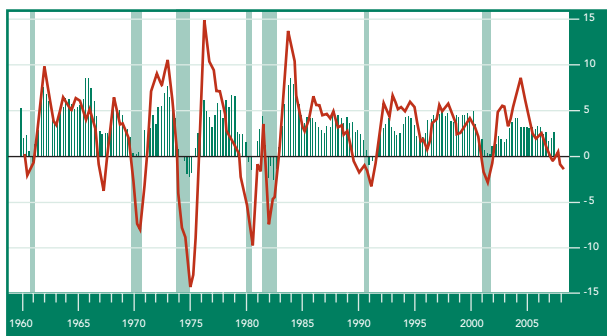
„WIR KÖNNEN DOCH NICHTS DAFÜR ...“

Die Immobilienblase ist geplatzt und mit ihr die sie finanzierende Kreditblase. Jetzt wird die Rechnung präsentiert für die in der Vergangenheit gemachten Fehler. Schwere Zeiten haben begonnen.

Meine regelmäßigen Leser werden davon nicht überrascht sein, denn ich habe die Immobilienblase und die von ihr ausgehenden Gefahren für Wirtschaft und Gesellschaft bereits seit 2004 immer wieder in den Mittelpunkt meiner Analysen gestellt. Jeder, der sehen wollte, konnte, ja musste erkennen, auf welch tönernen Füßen der vergangene Aufschwung stand und wie groß die durch die Immobilienblase entstandenen Risiken sind. Umso bedauerlicher, ja schmerzhafter ist es, jetzt mit ansehen zu müssen, wie die wichtigsten Täter sich winden und mit fadenscheinigen Argumenten zu exkulpieren versuchen.

Auf die nicht enden wollenden unsäglichen Auftritte des Hauptverantwortlichen, Ex-US-Notenbankpräsident Alan Greenspan, möchte ich nicht mehr eingehen. Er befindet sich im Ruhestand, hat uns und seinen Nachfolgern einen Trümmerhaufen hinterlassen und verdingt sich als hoch bezahlter Türöffner für diverse Finanzdienstleister. Es sei ihm gegönnt.

Dass er als einer der schlechtesten Notenbanker aller Zeiten in die Finanzmarktgeschichte eingehen wird, haben Roland Leuschel und ich bereits am Höhepunkt seines Ruhms verkündet. Diese seinerzeit extreme Außenseiterposition wird zusehends salonfähig. Das mag an dieser Stelle genügen.



Index der US-Frühindikatoren, jährliche Veränderung in %, 1960 bis 2008.

Quelle: Conference Board

Die rote Linie zeigt den Index der Frühindikatoren, die Balken zeigen die prozentuale Veränderung des BIP-Wachstums pro Quartal. Die Immobilienblase ist geplatzt, und die Frühindikatoren signalisieren eine Rezession, das heißt die unvermeidliche Anpassungskrise.

Schauen Sie sich stattdessen an, was die jetzt in der Verantwortung stehenden Notenbankbürokraten zu sagen haben. Denn hier herrscht hektische Betriebsamkeit, deren Analyse sich durchaus lohnt.

WILLIAM POOLE WÄSCHT SEINE HÄNDE IN IGNORANZ

Beginnen wir mit William Poole, dem Präsidenten der Federal Reserve Bank of St. Louis. Er lieferte uns bei einer Rede an der Truman State University folgende Präzise:

„I must say that I am a bit troubled that I hear loud claims that the FOMC did not tighten policy enough, and soon enough, in 2004-05 to choke off the bubble in house prices and unwise lending in the subprime mortgage market, developments that are at the root of today's problems. I do not recall many loud and insistent voices for tighter policy at that time. Policymakers are not clairvoyant. I wish I had seen these unfortunate developments in the housing market in their early stages, but I didn't.“

(Ich muss sagen, dass es mich ein bisschen belastet, dass ich laute Klagen höre, dass der Offenmarktausschuss in den Jahren 2004-05 die Zinsen nicht ausreichend und nicht früh genug erhöht hat, um die Immobilienblase und die unkluge Kreditvergabe im Subprime-Segment abzuwürgen, Entwicklungen, die die Basis der heutigen Probleme sind. Ich kann mich nicht an viele laute und beharrliche Stimmen erinnern, die damals eine restriktivere Geldpolitik gefordert haben. Politiker sind keine Hellseher. Ich wünschte, ich hätte diese unglücklichen Entwicklungen am Immobilienmarkt frühzeitig erkannt, aber das habe ich nicht.)

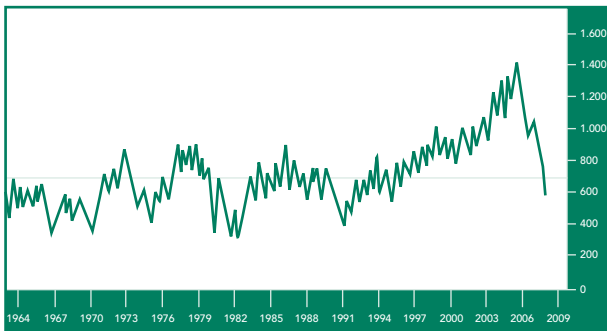
Dass Herr Poole zu ignorant gewesen sein will, um die sich entwickelnden Probleme erkennen zu können, müssen wir ihm wohl glauben. Allerdings drängt sich dann unwillkürlich die Frage auf, wie ein solcher Ignorant in eine derart wichtige Position gelangen konnte – und was er dort verloren hat.



„WIR KÖNNEN DOCH NICHTS DAFÜR ...“

Dass es damals keine kritischen Stimmen gegeben haben soll, ist – sagen wir es vornehm – eine Schutzbehauptung. Mit Stephen Roach, dem damaligen Chefvolkswirt von Morgan Stanley, hat seinerzeit sogar ein sehr prominenter Wall Street-Ökonom klar gegen die Fed-Politik Stellung bezogen. Wenn ich mich recht erinnere, veröffentlichte Roach sogar einen offenen Brief im Wall Street Journal, um Amerika auf die großen Gefahren der Immobilienblase hinzuweisen. Aber die Fed war damals emsig bemüht, die Existenz ebendieser Blase zu leugnen, und zwar mit Argumenten, die ich seinerzeit in der „Performance“ als faden-scheinig bezeichnete.

In einem hat Herr Poole allerdings Recht: Politiker – und dazu gehören in einem erweiterten Sinne auch Notenbankbürokraten – sind keine Hellseher. Aus diesem Grund kritisiere ich das Konzept staatlicher Interventionen und Steuerungsversuche so massiv und plädiere für freie Märkte. Politiker können den richtigen Zinssatz ebenso wenig kennen wie den richtigen Preis irgendeines anderen Gutes. Sie kennen höchstens den Preis, den sie zu zahlen bereit sind, um Karriere zu machen – oder um an gestohlene Daten heranzukommen. Dabei haben sie in Deutschland sogar die Chuzpe, diese staatliche Hehlerei als Investition zu bezeichnen.



Anzahl der verkauften US-Einfamilienhäuser in tausend, 1963 bis 2008.

Quelle: VM Value Management GmbH

Es gehörte schon sehr viel Ignoranz dazu, um die US-Immobilienblase nicht erkennen zu können.

RICHARD FISHER HAT EIN KURIOSES ZINSERHÖHUNGSPROBLEM

Richard Fisher, der Präsident der Federal Reserve Bank of Dallas, hat sich Agenturmeldungen zufolge Anfang März ebenfalls zu Wort gemeldet. Die Fed habe die Zinsen zu lange zu niedrig gehalten, soll er gesagt haben.

Diese Erkenntnis eines Täters kommt zwar reichlich spät, aber immerhin. Allerdings soll er sogleich eine absurde Exkulpation nachgereicht haben. Die Bloomberg-Meldung liest sich folgendermaßen:

„Fisher says it’s hard to raise rates quickly when needed.“

(Fisher sagt, es sei schwer, die Zinsen schnell zu erhöhen, wenn das notwendig ist.)

Wie bitte? Was in aller Welt soll daran schwierig sein? Es ist derselbe Mechanismus, den Herr Fischer und seine Kollegen bei Zinssenkungen ohne jede Schwierigkeit beherrschen! Die Notenbankbürokraten haben – wie wir alle wissen – die Macht, die Zinsen zu erhöhen, sie müssen es nur wollen und dann tun. Alles ganz einfach.

FREDERIC MISHKIN KENNT DAS KLEINE EINMALEINS DER INFLATION NICHT...

Fed-Gouverneur Frederic Mishkin gab am 4. März eine Rede mit dem Titel „Ausblick und Risiken der U.S. Wirtschaft“. Bloomberg informierte seine Leser mit folgenden Schlagzeilen über dieses traurige Ereignis:

„Mishkin says there’s been „very little“ increase in core CPI“ und „Mishkin says there’s little the Fed can do about “headline” inflation“.

(Mishkin sagt, der Anstieg in der Kernrate des Konsumentenpreisindex ist sehr gering gewesen. Mishkin sagt, die Fed kann wenig tun, um die ausgewiesene Inflationsrate zu beeinflussen.)

Wie bitte? Zunächst sollten Sie wissen, dass die sogenannte Kernrate ein Konstrukt ist, das nahezu alle für Sie als Konsument wichtigen Güter wie Lebensmittel und Energie nicht berücksichtigt. Es ist ein zur Messung der Geldentwertung denkbar ungeeignetes Instrument, aber es zeigt aufgrund seiner Konstruktion natürlich stets mehr oder weniger deutlich geringere Preissteigerungen als andere Messmethoden. Aber selbst diese Kernrate ist im Januar dieses Jahres mit 2,3 % auf den höchsten Stand seit September 2005 gestiegen.

Gleichzeitig erreichte der Produzentenpreisindex mit einer Jahresveränderung von 7,4 % den höchsten Stand seit Oktober 1981, der Endphase der damaligen inflationären Episode.



„WIR KÖNNEN DOCH NICHTS DAFÜR ...“

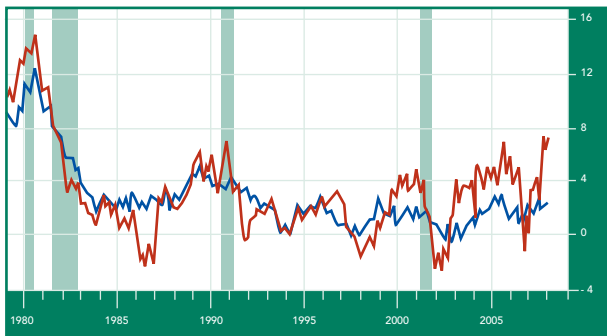
Was Herr Mishkin sich bei dem zweiten von Bloomberg verbreiteten Statement gedacht haben mag, entzieht sich meiner Kenntnis. Ein früherer deutscher Politiker attestierte einem früheren deutschen Kanzler einmal einen „Blackout“. Vielleicht ist das auch im hier geschilderten Fall die passende Erklärung.

... UND KANN DIE SYMPTOME NICHT VON DER URSACHE UNTERSCHIEDEN

“The recent observations on core inflation suggest that higher energy costs and the lower exchange value of the dollar may have been sources of upward pressure on core inflation.”

(Die jüngsten Beobachtungen hinsichtlich der Kerninflationsrate legen nahe, dass höhere Energiepreise und der Dollarkursverfall die Quellen des Aufwärtsdrucks bei der Kerninflationsrate waren.)

Nein, nein und nochmals nein. Inflation ist immer ein monetäres Phänomen. Die Quelle ist immer eine entsprechende Geld- und Fiskalpolitik. Steigende Energiepreise oder der fallende Dollar sind lediglich die Symptome, die Folgen einer inflationären Geld- und Fiskalpolitik. Diese wirklich grundlegenden Erkenntnisse über Inflationen waren früheren Notenbanker-Generationen durchaus bekannt. Man kann sich nur noch wundern, mit welchen Kenntnissen man heutzutage Notenbanker werden kann.



US-Produzentenpreisindex (rot) und „Kernrate“ (blau), jährliche Veränderung in %, 1979 bis 2008. Quelle: Bureau of Labor Statistics
Auf Produzentenebene zeigt die inflationäre Politik der vergangenen Jahre bereits sehr deutliche Folgen. Die 70er Jahre lassen grüßen. Die grün schattierten Streifen kennzeichnen Rezessionen.

ALLE ZUSAMMEN PRÄSENTIEREN IHNEN LÄCHERLICHE RECHTFERTIGUNGEN

Die Rückzugsgefechte und Rechtfertigungen der Täter angesichts der sich entfaltenden und leicht vorhersehbaren Katastrophe stellen wieder einmal jede denkbare kabarettistische Zuspitzung in den Schatten. Wenn die Sache nicht so überaus ernst wäre, müsste man über diese eines Münchhausen würdigen Stilmittel herzhaft lachen. Aber leider dienen diese mit extremer Macht ausgestatteten Menschen in erster Linie nicht unserer Unterhaltung, sondern sie beeinflussen in hohem Maße unser aller ökonomische Zukunft.

Das geldpolitische Aufblasen von Spekulationsblasen ist außerordentlich riskant und muss als leichtfertiges Spiel mit dem Feuer bezeichnet werden. Jetzt brennt es lichterloh. Und was tun die Brandstifter? Sie beteuern ihre Unschuld und haben längst damit begonnen, das Feuer mit Feuer zu bekämpfen. Wir leben in wahrhaft beunruhigenden Zeiten.

CLAUS VOGT AGIERT ALS RUFER IN DER WÜSTE UND BEKENNT SICH ZU FREIEN MÄRKTEN

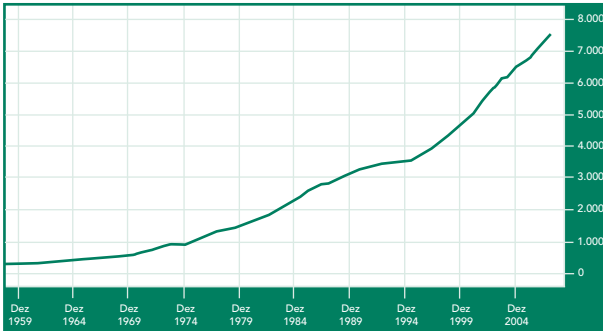
Meine langjährigen Leser kennen mich – nicht nur im Hinblick auf geldpolitische Fehlentwicklungen – als unbeirrbar Rufer in der Wüste, der beherzt gegen den wie ein Krebsgeschwür wuchernden Staatsapparat anschreibt. Dass ich mir dabei manchmal wie Don Quichotte vorkomme, gehört zu meiner internen Stellenbeschreibung.

Auch ich kenne die Zukunft natürlich nicht, und auch meine Prognosen erweisen sich nicht immer als richtig. Schließlich ist die Welt extrem komplex und – was viele meiner Kollegen gerne vergessen oder verschweigen – in hohem Maße von nicht vorhersehbaren Zufällen abhängig. Soziale Systeme und damit auch Wirtschaftssysteme sind eben – statistisch gesprochen – nicht standardnormalverteilt. Sie entwickeln sich nicht linear, sondern weisen heftige Brüche und Sprünge auf. Deshalb lassen sie sich nicht sinnvoll modellieren und halten für die Zunft der Prognostiker immer wieder Lektionen bereit, die Bescheidenheit lehren.

Die in einer nicht standardnormalverteilten Welt geltenden Grenzen gelten natürlich auch für mich. Aber ich bin mir dieser Grenzen wenigstens bewusst. Und ich belüge meine Leser nicht, sondern trete für aufrichtige Analysen ein. Insbesondere leide ich auch nicht an Omnipotenzphantasien, bilde mir also nicht ein, klüger zu sein als der Markt. Deshalb kann ich gar nicht auf die Idee kommen, die sozialistische Außerkraftsetzung des Marktes durch Notenbanken oder andere Bürokratien zu fordern.



„WIR KÖNNEN DOCH NICHTS DAFÜR ...“



US-Geldmengenwachstum (M-2) in Mrd. Dollar, 1960 bis 2008. Quelle: Bloomberg
Diese Grafik bedarf wohl keines Kommentars.

BEN BERNANKE HINGEGEN GLAUBT NICHT AN DEN FREIEN MARKT ...

Wie tief selbst die USA bereits in den sozialistischen Sumpf der staatlichen Wirtschaftssteuerung geraten sind, entnehmen Sie bitte folgendem Zitat. Es stammt aus einer Rede Bernankes vom 4. März 2008:

„I urge Congress and the GSEs (Government Sponsored Enterprise) to take the steps necessary to allow more potential homebuyers access to mortgage credit at reasonable terms.“

(Ich dränge den Kongress und die GSEs (staatlich geförderte Hypothekenbanken wie Fannie Mae und Freddie Mac) die notwendigen Schritte einzuleiten, um mehr potenziellen Hauskäufern Zugang zu billigen Krediten zu verschaffen.)

Wie wäre es, statt weitere staatliche Eingriffe zu fordern, endlich einzusehen, wohin diese interventionistische Politik geführt hat, und ab sofort wieder den freien Markt entscheiden zu lassen, wer einen Kredit bekommt und zu welchen Konditionen? Moderne Notenbanker scheinen diese früher selbstverständliche marktwirtschaftliche Lösung gar nicht mehr in Erwägung zu ziehen.

Bloomberg fasste den Inhalt dieser denkwürdigen Rede in einer Überschrift übrigens folgendermaßen zusammen:

“Bernanke Urges Banks to Forgive Portions of Mortgages”

(Bernanke drängt Banken, Nachlässe bei Hypothekenkrediten zu geben.)

Wie soll die Lösung des durch eine falsche Geldpolitik verursachten Hypothekenkreditproblems aus Sicht der Täter denn jetzt aussehen? Beim Lesen der Bernanke-Rede muss man leider zu einer sehr zynischen Schlussfolgerung kommen: Am besten wäre es wohl, reichlich neue Kredite an nicht kreditfähige und nicht kreditwürdige Leute zu vergeben und die Kredite dann sofort abzuschreiben. Fragt sich nur, wer die Rechnung dieses absurden „Geschäfts“ bezahlen soll. Am Ende wird es wohl wie immer der Steuerzahler sein.

Die Regierenden und ihre Helfershelfer in den aufgeblähten Bürokratieapparaten haben uns die jetzt begonnene Katastrophe durch langjährige und offensichtlich falsche Geld- und Fiskalpolitik eingebrockt. Und jetzt hoffen sie, durch eine Fortsetzung, ja Verschärfung dieser Politik die hausgemachten Probleme lösen zu können. Friedrich August von Hayek, auf dessen wirtschaftspolitischem Credo das deutsche Wirtschaftswunder beruhte, hatte leider Recht. Wenn der staatsinterventionistische „Weg zur Knechtschaft“ einmal eingeschlagen wurde, ist eine Umkehr kaum noch möglich.

... SONDERN AN DIE ALLWISSENHEIT DER NOTENBANK

Bereits vor über fünf Jahren gab der heutige Fed-Präsident Bernanke ein denkwürdiges Versprechen, das ihn vielleicht noch einholen wird. Seine Laudatio anlässlich des 90. Geburtstags des großen Ökonomen Milton Friedman beendete er mit folgenden Worten:

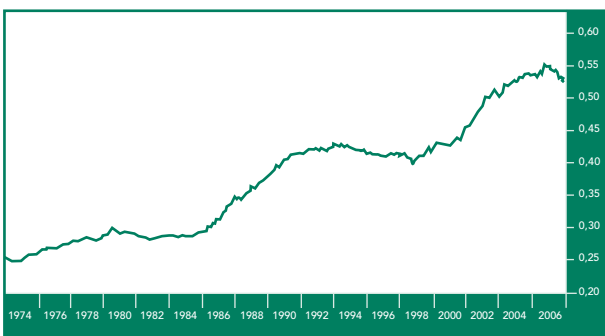
„Let me end my talk by abusing slightly my status as an official representative of the Federal Reserve. I would like to say to Milton and Anna: Regarding the Great Depression. You're right, we did it. We're very sorry. But thanks to you, we won't do it again.“

(Lassen Sie mich meine Rede mit einem leichten Missbrauch meines Status' als offizieller Repräsentant der US-Notenbank beenden. Ich würde Milton und Anna (Schwartz, die Kooautorin eines wichtigen Buchs von Friedman) gerne folgendes sagen hinsichtlich der Weltwirtschaftskrise: Sie haben Recht, wir haben sie verursacht. Es tut uns sehr leid. Aber dank Ihrer Erkenntnisse werden wir es nicht noch einmal tun.)



„WIR KÖNNEN DOCH NICHTS DAFÜR ...“

Lassen Sie mich diesen kleinen Exkurs über amerikanische Notenbankbürokraten mit einem leichten Missbrauch meines Status' als Analyst beenden. Ich würde Ben und seinen Kollegen gerne folgendes sagen hinsichtlich der Weltwirtschaftskrise: Die Notenbank hat durch das Ermöglichen der damaligen Spekulationsblase die Ursache für die anschließende Weltwirtschaftskrise geschaffen. Leider hat sie aus dieser traurigen Erfahrung nicht die naheliegenden Erkenntnisse gezogen. Stattdessen hat sie es in den vergangenen Jahren wieder getan.



Hypothekenkredite in % aller Kredite des US-Bankensektors, 1974 bis 2008. Quelle: Bloomberg
Die Banken nutzten die Immobilienblase zum Aufbau eines bedenklichen Klumpenrisikos. Und das, obwohl die Verbriefung von Hypothekenkrediten dafür sorgte, dass hunderte von Mrd. erst gar nicht den Weg in die Bankbilanzen fanden.

JIM ROGERS SPRICHT KLARTEXT

Einer der berühmtesten und wohl auch erfolgreichsten Spekulanten Amerikas ist sicherlich Jim Rogers. Mit ihm verbindet mich nicht nur seine harsche Kritik an der Geldpolitik der vergangenen Jahre, sondern auch das frühzeitige Erkennen der langfristigen Gold- und Rohstoffhauses. Als von Wall Street und anderen hemmenden Einflüssen unabhängiger Denker muss Rogers keinerlei Rücksichten nehmen, sondern kann Klartext reden. Das hat er kürzlich in einem Interview mit einem deutschen Finanzmagazin getan. Dort sagte er:

„Ich bin der Meinung, dass die meisten US-Investmentbanken jetzt schon pleite sind, sie haben's nur selbst noch nicht gemerkt oder geben es nicht zu. (...) Die Staatsfonds werden früher oder später erkennen müssen, dass sie völlig falsch investiert haben. Aber das überrascht mich nicht. Erstens haben sie keinerlei Erfahrungen mit solchen Sachen und zweitens habe ich noch nie erlebt, dass irgendein Staat auf der Welt das Geld seiner Bürger sinnvoll investiert hätte.“

Im Vergleich mit diesen extrem bearishen Ausführungen erscheint meine Prognose, dass in diesem Zyklus die eine oder andere Großbank pleite gehen wird, geradezu moderat.

FDIC WILL ERFAHRENE EHEMALIGE MITARBEITER WIEDER EINSTELLEN

Der US-Einlagensicherungsfonds FDIC sucht bis zu 25 ehemalige Mitarbeiter, also erfahrene Experten, und bietet ihnen einjährige Zeitverträge an. Laut Stellenbeschreibung sollen sie unter anderem das „Training und Coaching“ neuer Mitarbeiter übernehmen. Worauf bereitet man sich damit beim FDIC wohl vor?

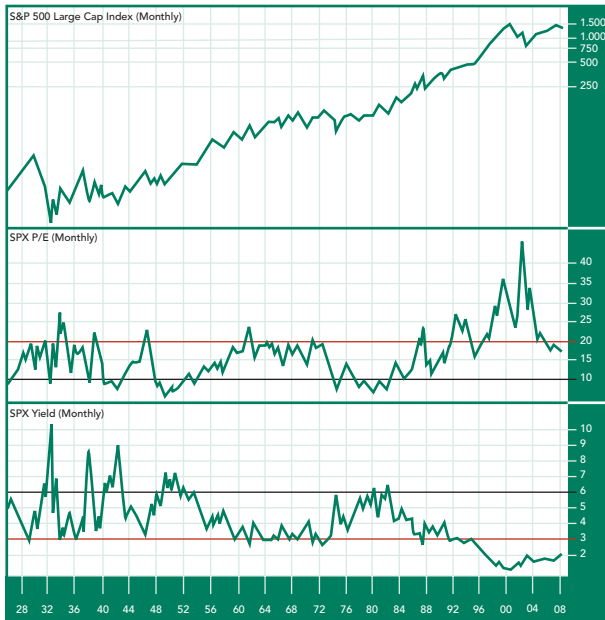
MERRILL LYNCH VERBIRGT EINE WICHTIGE MELDUNG AUF SEITE 18

Auf Seite 18 der „Portfolio Manager's Review“ vom 22. Februar 2008 der US-Investmentbank Merrill Lynch befindet sich ein wichtiger Beitrag aus dem Bereich globale quantitative Analyse. Dort wird lapidar festgestellt, dass die globalen Gewinnindikatoren negativ geworden seien. Damit habe die Wahrscheinlichkeit eines nachhaltigen weltweiten Unternehmensgewinnrückgangs signifikant zugenommen.

Um uns Menschen das Leben leichter zu machen, hat uns die Natur bekanntlich mit der Fähigkeit der selektiven Wahrnehmung ausgestattet. In vielen Lebensbereichen ist dieser Mechanismus sehr hilfreich, im Umgang mit den Finanzmärkten jedoch nicht. Ob die noch immer so zahlreichen Vertreter der Abkoppelungstheorie, die keine Ausweitung des in den USA begonnenen Wirtschaftsabschwungs erwarten, weil diesmal alles anders sei, diese Meldung wahrgenommen haben?



„WIR KÖNNEN DOCH NICHTS DAFÜR ...“



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

Quelle: www.decisionpoint.de

Aus fundamentalanalytischer Sicht können Sie weiterhin leider nur eine unterdurchschnittliche langfristige Performance vom Aktienmarkt erwarten.

EIN WEITGEHEND VERSCHWIEGENES JUBILÄUM

Der amerikanische Hedgefondsmanager John P. Hussman hat kürzlich auf ein Jubiläum hingewiesen, das die ihm gebührende Aufmerksamkeit bisher nicht erhalten hat. Die 10-Jahres-Performance des S & P 500 Index liegt jetzt ziemlich genau auf demselben Niveau wie die 10-Jahres-Performance kurzlaufender US-Staatanleihen (Treasury Bills). Das heißt die ganze große Börsenaufregung der vergangenen 10 Jahre hat für den Buy and Hold-Investor nur eine aufregende Achterbahnfahrt geliefert, aber keine zählbaren Ergebnisse.

Das überrascht Sie sicherlich nicht, wenn Sie meine regelmäßigen Ausführungen über die Bedeutung der fundamentalen Bewertung von Anlageklassen gelesen haben. Immer wieder habe ich in den vergangenen Jahren die zwar langweilige, aber dennoch richtige und wichtige Aussage getroffen, dass die hohe fundamentale Bewertung der Aktienmärkte ein unterdurchschnittliches Ergebnis auf Sicht von sieben bis zehn Jahren und länger geradezu garantiert. Wie Sie der untenstehenden Grafik des Kurs-Gewinn-Verhältnisses und der Dividendenrendite entnehmen können, galt diese Aussage auch 1998 schon.

DAS WIEDERVEREINIGTE DEUTSCHLAND WURDE IM NOVEMBER VOLJÄHRIG

Karl Stritzinger hat in der radikal-liberalen Zeitschrift „eigentlich frei“ unter der Überschrift „DDR 2.0 Betaversion“ einige sehr bezeichnende Fakten über die Entwicklung Deutschlands seit dem Fall der Mauer zusammengetragen. Sie geben einen hervorragenden Eindruck über den Weg, den dieses Land eingeschlagen hat. Erneut grüßt Hayeks „Der Weg zur Knechtschaft“. Einige der seither von den Regierenden dekretierten Veränderungen möchte ich Ihnen an dieser Stelle aufzählen:

- Einführung von Maut für die Nutzung von Autobahnen
- Einführung von Studiengebühren
- Einführung des Solidaritätsbeitrags als zusätzliche Bundessteuer
- Einführung der Zwangspflegeversicherung
- Erhöhung der Mehrwertsteuer von 14 % auf 19 %
- Erhöhung der Benzinsteuern von 57 Pfennig pro Liter auf 66,98 Cent
- Erhöhung der Krankenkassenbeiträge von 12 % auf 14,5 % plus 0,9 % Zusatzbeitrag
- Erhöhung der Rentenkassenbeiträge von 18,7 % auf 19,9 %
- Erhöhung der Beitragsbemessungsgrenze von 6.100 DM auf 5.250 €
- Erhöhung der Beitragsbemessungsgrenze für Krankenkassen von 4.575 DM auf 3.562,50 €
- Erhöhung der Zwangsabgabe für TV-Besitz von 19,00 DM auf 17,03 €



„WIR KÖNNEN DOCH NICHTS DAFÜR ...“

Ich habe mich hier auf die Maßnahmen beschränkt, die direkt Ihren Geldbeutel betreffen. Sehr viel länger ist die Liste der von Stritzinger aufgezählten Maßnahmen zur Beschränkung individueller Freiheiten und zum Ausbau des Überwachungsstaats, die natürlich auch aus Ihrem Geldbeutel bezahlt werden müssen.

Die Satire-Zeitschrift „Titanic“ titelte einst: „Die Mauer wächst nach“. In Wirklichkeit wächst leider der totale Staat nach. Die Weichenstellungen für ein Wirtschaftswunder sehen bekanntlich ganz anders aus.

DAS GESAMTMODELL

Die *fundamentale Bewertung* der Aktienmärkte ist weltweit noch immer hoch. Da sich die Gewinnmargen der Unternehmen auf einem außergewöhnlich hohen Niveau befinden, zeigen die – nicht etwa niedrigen – Kurs-Gewinn-Verhältnisse ein geschöntes Bild. Es gibt nämlich keine Gründe anzunehmen, dass die gewissen Schwankungen unterliegenden Gewinnmargen dauerhaft so hoch bleiben werden. Andere fundamentale Kennzahlen wie das Kurs-Cashflow-Verhältnis und insbesondere die Dividendenrendite zeigen eindeutig überbewertete Märkte an.

Ich habe an dieser Stelle schon oft darauf hingewiesen, dass man zu einem anderen Ergebnis nur dann kommen kann, wenn man das unsägliche sogenannte Fed-Modell zu Rate zieht, das die (geschätzten) Unternehmensgewinne mit den aktuellen Zinssätzen von Staatsanleihen vergleicht. Dieses Modell muss sowohl aus theoretischen als auch aus empirischen Gründen als mangelhaft, nein als ungenügend bezeichnet werden.

Das hält die stets nach bullischen Argumenten suchenden Cheerleader meiner Branche aber nicht davon ab, sich immer wieder auf dieses Modell zu berufen. Beispielsweise hat es der sehr bekannte Chefökonom einer deutschen Großbank erst kürzlich wieder in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung getan. Kurz vorher hat er seinen Lesern im Hinblick auf den DAX sogar noch folgendes – für einen Volkswirt wirklich sehr erstaunliches – Argument präsentiert, um Börsenoptimist bleiben zu können: „Daher haben wir einen Anlagenotstand.“

Die *monetären Rahmenbedingungen* bleiben in den USA erstaunlich widersprüchlich. Die Zinssenkungen der Notenbank sind in den meisten Geldmengenaggregaten kaum oder gar nicht sichtbar. M-2 wurde auf Jahresbasis um 6,0 % ausgeweitet, und die annualisierte Wachstumsrate der vergangenen drei Monate betrug 6,4 %. Die Geldmenge M-1 ist weiterhin rückläufig. Auf Jahresbasis fiel sie um 0,5 % und die annualisierte Wachstumsrate der vergangenen drei Monate belief sich auf minus 1,3 %. Lediglich die sehr eng gefasste Geldmenge MZM spiegelt die inflationären Anstrengungen der Notenbank deutlich wider: Plus 14,6 % bzw. 19,0 %.

Die Zinsstrukturkurve, die ich an dieser Stelle immer wieder besprochen habe als sie invers war und damit auf eine drohende Rezession hinwies, hat sich dank der Zinssenkungen längst wieder normalisiert. Das kann aber leider nicht dahingehend interpretiert werden, dass der nächste Aufschwung jetzt unmittelbar bevorsteht. Rezessionen sind Anpassungskrisen, in denen die Fehlentscheidungen während des vorangegangenen Booms korrigiert werden. Deshalb entwickeln sie eine gewisse Eigendynamik, sobald der Korrekturprozess begonnen hat. Je größer die Fehlentscheidungen, desto schlimmer fällt die anschließende Anpassungskrise aus. Im Rahmen der Immobilienblase haben die Fehlentscheidungen – vor allem des Finanzsektors – geradezu atemberaubende Ausmaße angenommen.

Die Zinsdifferenzen der verschiedenen Risikoklassen haben sich erneut deutlich ausgeweitet. Das ist ein klares Zeichen für eine weitere Verschlimmerung der Kreditkrise. Von Entwarnung kann also keine Rede sein.

Die *Sentimentindikatoren* zeigen ein gemischtes Bild. Dabei bleibt es allerdings dabei, dass die Extrema, die von den langfristig orientierten Indikatoren in den vergangenen Jahren und insbesondere in 2007 erreicht wurden, für eine ebenso langfristige Gegenbewegung sprechen. Investors Intelligence meldet mit 41,9 % bullischen Börsenbriefen und 36,6 % bearishen noch immer eine optimistische Grundhaltung. Ich rechne damit, dass dieser Indikator im Lauf der noch sehr jungen zyklischen Baisse viele Monate lang mehr Bären als Bullen ausweisen wird.

FAZIT

Die vermutlich größte Immobilienblase aller Zeiten ist geplatzt und die unausweichliche Rezession hat begonnen. Die Gefahr eines weltweiten Abschwungs ist nicht zu vernachlässigen. Und die große Mehrheit der Ökonomen scheint die aktuellen Entwicklungen nicht wirklich zu verstehen – oder nicht wahrhaben zu wollen. Jedenfalls sind die negativen Überraschungen im Vergleich zu den jeweiligen Konsensschätzungen bereits seit vielen Monaten außergewöhnlich häufig. Das ist ein sehr klarer Hinweis darauf, dass die Analysten die Dramatik der Situation systematisch unterschätzen. Das Potenzial einer sehr großen unangenehmen Überraschung sollten Sie nicht unterschätzen.

In Zeiten wie der heutigen sollten Sie dem Vermögenserhalt oberste Priorität zukommen lassen. Nur wer am Ende einer Baisse noch liquide ist, kann die sich dann bietenden Kaufgelegenheiten wahrnehmen.



CHARTANALYSE

CHARTANALYSE

Eindeutiger können Charts eigentlich nicht aussehen als das für die großen Aktienindizes der Welt derzeit der Fall ist. Sie zeigen wohl geformte obere Umkehrformationen, aus denen die Kurse in sehr dynamischen Bewegungen nach unten ausgebrochen sind. Damit wurde das Ende der Hausse und der Beginn einer zyklischen Baisse signalisiert. Die fallenden 200-Tage-Durchschnittslinien bekräftigen diese Aussage. Ich bin einigermaßen erstaunt, dass dieses glasklare charttechnische Bild nicht sehr viel mehr Aufmerksamkeit erhält.

Für einen konservativen und mittelfristig orientierten Anleger kann ich vor diesem Hintergrund eigentlich nur meinen immer wieder gegebenen Rat wiederholen: Halten Sie keine Aktien oder Indizes, deren 200-Tage-Durchschnittslinien fallen. Auf diese Weise stellen Sie sicher, dass Sie keine verheerenden Verluste erleiden werden, ganz gleich wie lange die Baisse dauern wird und wie weit die Kurse fallen.

DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

Die 200-Tage-Durchschnittslinie fällt, der Index befindet sich also in einem Abwärtstrend. Die durch die obere der beiden horizontalen Linien markierte Untergrenze der Topformation hat durch den Kursverlauf der vergangenen sechs Wochen an Klarheit gewonnen. Interessant ist natürlich auch die untere horizontale Linie. Sie lässt sich als Untergrenze einer sehr viel größeren Topformation interpretieren. Beim Schreiben dieser Zeilen befinden sich die Kurse in unmittelbarer Nähe dieser bei 12.000 Zählern verlaufenden Unterstützungslinie. Ein Unterschreiten dieser Marke würde ein weiteres Verkaufssignal darstellen und den Beginn der nächsten größeren Abwärtswelle signalisieren. Das Minimumkursziel der Formation liegt bei rund 10.000 Punkten.

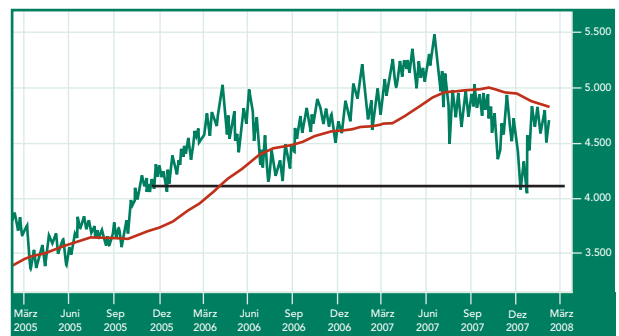


DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

Dabei spielt es im größeren Bild natürlich keine Rolle, ob der Ausbruch bereits in den kommenden Tagen erfolgt, oder ob die Kurse zunächst noch einen weiteren Anlauf an die obere Linie nehmen. Dieser Chart ist ohne Wenn und Aber bearish.

DOW JONES TRANSPORTATION AVERAGE

Das von der Dow Theorie gegebene Verkaufssignal hat weiterhin Bestand. Die Rallye der vergangenen Wochen hat diesen Index in den Bereich der fallenden 200-Tage-Durchschnittslinie geführt, eine wichtige Widerstandslinie. Man kann darüber streiten, ob die Untergrenze der ursprünglichen Topformation bei 4.500 Zählern oder bei 4.700 Zählern verläuft.



DOW JONES TRANSPORTATION AVERAGE

In ersterem Fall wären die Kurse recht weit über diese Marke gestiegen, im zweiten Fall hingegen nicht. Interessanter ist die Tatsache, dass sich auch für diesen Index eine sehr viel größere Topformation konstruieren lässt, deren Untergrenze bei rund 4.100 bis 4.000 Punkten verläuft. Ein Bruch dieser Marke wäre ein überaus bearishes Zeichen und muss aufgrund der fallenden 200-Tage-Durchschnittslinie durchaus erwartet werden.



CHARTANALYSE

S&P 500 WOCHENCHART

Aus aktuellem Anlass zeige ich Ihnen hier einen Wochenchart des S & P 500 Index, der bis 1982 zurückgeht. Damals begann eine langfristige Hausse, die Ende der 90er Jahre in einer Spekulationsblase kulminierte. Deren Platzen markierte den Beginn einer langfristigen Baisse, deren erste zyklische Abwärtswelle von 2000 bis 2002/03 dauerte, und deren erste zyklische Aufwärtswelle mit dem Top des Jahres 2007 zu Ende ging.



S&P500 LANGFRISTIG

Nach dieser Lesart befinden wir uns derzeit am Anfang der zweiten zyklischen Abwärtswelle innerhalb der langfristigen Baisse. Die von mir eingezeichnete Trendlinie zeigt Ihnen, wie gefährlich die aktuelle Lage aus technischer Sicht ist. Ein Bruch dieser sehr langfristigen Unterstützungslinie fand am 6. März dieses Jahres statt. Das ist natürlich noch zu kurz, um als klares Signal zu gelten. Aber die Bedeutung dieser kaum je diskutierten Trendlinie muss als potenziell sehr groß bezeichnet werden. Ich werde Sie in den kommenden Tagen und Wochen für Sie im Auge behalten.

S&P 500

Eine Topformation kann kaum klarer und deutlicher ausgebildet sein als die hier zu sehende. Die Kurse sind in einer sehr dynamischen Bewegung nach unten ausgebrochen und die 200-Tage-Durchschnittslinie fällt. Die vergangenen sechs Wochen müssen als Test der Ausbruchslinie angesehen werden, auf den eine weitere Abwärtswelle folgen wird.



S&P500

Da die Kurse relativ weit von der 200-Tage-Durchschnittslinie entfernt sind, mag diese Abwärtswelle vielleicht noch etwas länger aus sich warten lassen. Da in Bärenmärkten die Überraschungen aber gewöhnlich nach unten kommen, sollte ein vorsichtiger Anleger sich nicht darauf verlassen.

NASDAQ COMPOSITE

Auch die NASDAQ zeigt eine überzeugende Topformation mit dynamischem Ausbruch nach unten und fallender 200-Tage-Durchschnittslinie. Die Baisse hat also auch bei diesem Index begonnen. Kurzfristig zeigte die NASDAQ sogar relative Schwäche im Vergleich zu den oben besprochenen Indizes, was aufgrund der Vorlauffunktion, die dieser spekulativere Markt gewöhnlich hat, als schlechtes Zeichen interpretiert werden muss.



NASDAQ



CHARTANALYSE

Aus Sicht des größeren Bildes spielt es keine Rolle, ob es in den kommenden Tagen und Wochen noch einmal zu einem Test der Nackenlinie kommen sollte. Fall es passieren sollte, wäre das natürlich eine perfekte Verkaufsgelegenheit.

DAX

Der im Vergleich zu den amerikanischen Indizes steilere Absturz, den der DAX im Januar erlebte, machte noch einmal deutlich, wie provinziell und spekulativ die deutsche Börse ist. Rund die Hälfte der Marktkapitalisierung soll sich in ausländischen Händen befinden. Größere Verkaufsaufträge von dieser Seite – ganz gleich, ob es sich dabei um einen autorisierten oder um einen seine Kompetenzen überschreitenden Händler handelt – treffen auf regelrechte Luftlöcher und lassen den Index nach unten rauschen.



DAX

Bedenklich ist auch die Tatsache, dass der DAX bisher nicht die Kraft hatte, an die Untergrenze der Topformation zu steigen. Ansonsten zeigt auch der DAX eine überzeugende Topformation mit dynamischem Ausbruch nach unten und fallender 200-Tage-Durchschnittslinie sowie eine noch deutlich größere potenzielle Topformation, deren Untergrenze ich im Chart eingezeichnet habe. Das Minimumkursziel dieser Formation beträgt rund 5.000 Punkte.

EUROSTOXX 50

Eine klare Topformation mit dynamischem Ausbruch nach unten und fallender 200-Tage-Durchschnittslinie kennzeichnet auch diesen wichtigen Index. Auch hier fällt auf, dass die Kurse bisher nicht die Kraft hatten, die Ausbruchslinie im Rahmen der Bearmarketanalyse zu testen. Dass die europäischen Indizes diese relative Schwäche zeigen, stützt die Hoffnungen der Vertreter der Abkopplungsthese übrigens nicht.



EUROSTOXX 50

NIKKEI 225

Der japanische Aktienindex ist auf seinem Weg nach unten den anderen Märkten ein Stück vorausgeilte.



NIKKEI 225

Die entscheidende Frage ist hier, ob die extrem wichtige Unterstützungszone bei 12.000 bis 11.000 Zählern halten wird.



CHARTANALYSE

HUI

Der AMEX Gold Bugs Index befindet sich weiterhin in einem intakten Aufwärtstrend.



HUI

Schwächezeichen kann ich nicht erkennen und rechne mit einer Fortsetzung der langfristigen Hausse.

GOLD IN US-DOLLAR

Nach dem Ausbruch aus der lang anhaltenden Konsolidierung folgte erwartungsgemäß eine sehr dynamische Aufwärtsbewegung. Die Untergrenze des von mir genannten kurzfristigen Kursziels von 980 bis 1.050 Dollar wurde mittlerweile erreicht. Die große Dynamik der Bewegung spricht dafür, dass auch die Obergrenze angelaufen wird, bevor eine größere Korrektur beginnt. Der Abstand zur steigenden 200-Tage-Durchschnittlinie ist sehr groß geworden, so dass mit einer etwas ausgeprägteren Korrektur gerechnet werden muss. Die langfristige Hausse ist davon natürlich nicht berührt.



GOLD IN US-DOLLAR

Hier bleibe ich bei meiner bereits vor einigen Jahren aufgestellten Prognose, dass sich erstens der Kurs des Dow Jones Industrial Average und der Unzenpreis des Goldes schneiden werden, bevor diese Hausse vorüber ist, und dass zweitens am Ende der Hausse europäische und amerikanische Notenbanker öffentlich über Goldkäufe nachdenken werden.

GOLD IN EURO

Wie sehr sich die Bilder im Verlauf einer globalen langfristigen Hausse doch gleichen.



GOLD IN EURO

Hier gelten die selben Ausführungen wie für Gold in US-Dollar.

CRB-ROHSTOFFINDEX

Ausbruch nach oben oder potenzielles Doppeltop? Auf diese von mir in der Januar-Februar-Ausgabe diskutierte Frage hat der Markt eine eindeutige Antwort gegeben: Ausbruch nach oben.



CRB-ROHSTOFFINDEX



CHARTANALYSE

Die sehr berechtigte langfristige Angst vor den inflationären Geld- und Fiskalpolitiken weltweit hat derzeit offensichtlich klar die Oberhand über die zyklischen Rezessionsbedenken davon getragen. Rohstoffhaussen kulminieren allerdings nicht selten in sehr scharfen Fahrenstangen, also in Bewegungen, wie dieser Chart sie zeigt.

ROHÖL (WTI)

Meine Vermutung, der Ölpreis bilde ein Doppeltop heraus, erwies sich als falsch. Die Kurse sind nach oben ausgebrochen und lassen diese Interpretation nicht mehr zu. Die Steilheit der Bewegung legt eine baldige Korrektur nahe. Falls die Kurse wieder in den Bereich der Formation zurück fallen sollten, wäre die Top-Interpretation allerdings wieder aktuell. Und aufgrund der rezessiven Entwicklungen halten ich einen vorübergehenden, zyklischen Preisrückgang des Rohöls noch immer für wahrscheinlich.



ROHÖL



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.“