



Tactics

Déjà Vu

Selbsterfüllende Prophezeiung

Von fast allen erwartet und dann waren doch fast alle überrascht: Die zeitlich überfällige Korrektur an den internationalen Aktienmärkten kam ähnlich wie im Mai vergangenen Jahres zwar mit Vorahnung (aber die war schon seit einigen Monaten trügerisch) aber ohne Vorwarnung. Die Ausgangslage war jedenfalls recht ähnlich zum Frühjahr 2006:

- 9 Monate Kursanstieg ohne nennenswerte Korrektur
- Beginnendes Medieninteresse an der Börse (DAX 6000 bzw. DAX 7000 in der Tagesschau)
- Ermüdungserscheinungen im technischen Umfeld

Bei ähnlicher Ausgangslage und ähnlicher Erwartungshaltung wollten dann alle schnell reagieren und der Notausgang / die Liquidität wurde zu eng. Ergebnis: gemessen am Verhältnis des Volumens, das in fallenden Aktien umgesetzt wurde zum dem Volumen, das auf steigenden Werte entfiel, stellte der 6. März 2007 sogar den 19. Oktober 1987 in den Schatten. Damit wurde ein neuer Rekord für Verkaufspaniken aufgestellt.

Der Auslöser – bereits wieder dementierte Gerüchte um ein Vorgehen der chinesischen Behörden gegen Überspekulationen am inländischen Aktienmarkt – wäre in einem weniger labilen Umfeld nur für einen schwachen Börsentag gut gewesen. Hier kam es aber zu einem Flächenbrand mit vielen nachgereichten Begründungen für einen weiterreichenden Kollaps. Auf drei der am häufigsten genannten Faktoren – den Yen Carry Trade, die Krise bei den US „sub prime“ Hypotheken und die Situation in China selbst – gehen wir in einer Sonderanalyse ein, die wir im weiteren Verlauf der Woche verschicken werden. Sie zeigt, dass alle drei Faktoren zwar wirksam sind, aber in ihrer aktuellen Bedeutung dem auf sie gerichteten Medieninteresse kaum gerecht werden.

Das Makrobild

Eine subtile Veränderung im Makroumfeld fand kaum Beachtung: erstmals seit dem Ende der TMT-Baisse im Frühjahr 2003 traten wieder Deflationsbefürchtungen auf. Dies äußerte sich in einer sprunghaft ansteigenden Korrelation von Aktien und Zinsbewegungen (fallenden Aktien zogen fallende Zinsen nach sich) und in einer rückläufigen Realzinskomponente in amerikanischen und europäischen TIPs (inflationsgeschützten Anleihen). Offenbar ist der Konsens eines soft landings der US-Konjunktur weniger stark verankert als man es der Presse entnehmen konnte und die Angst vor einer US-Rezession ist virulent vorhanden und hoch.

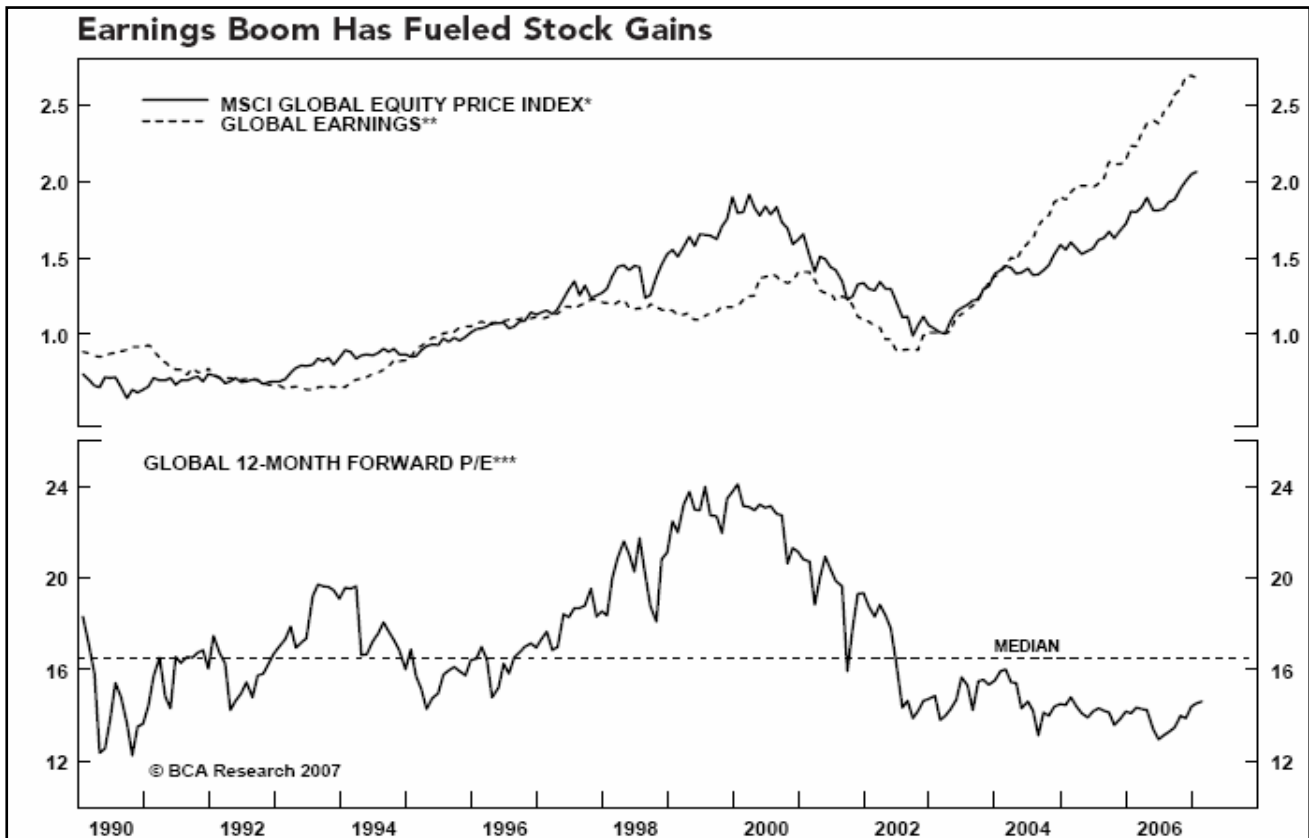
Für die weitere Entwicklung und Einschätzung der Aktienmarktstabilität wird also die Reaktion auf vom Konsens abweichende Makrodaten von Bedeutung sein. Insbesondere Resistenz bei schlechter als erwarteten Daten wäre positiv für die Aktienmärkte.

Markttechnik

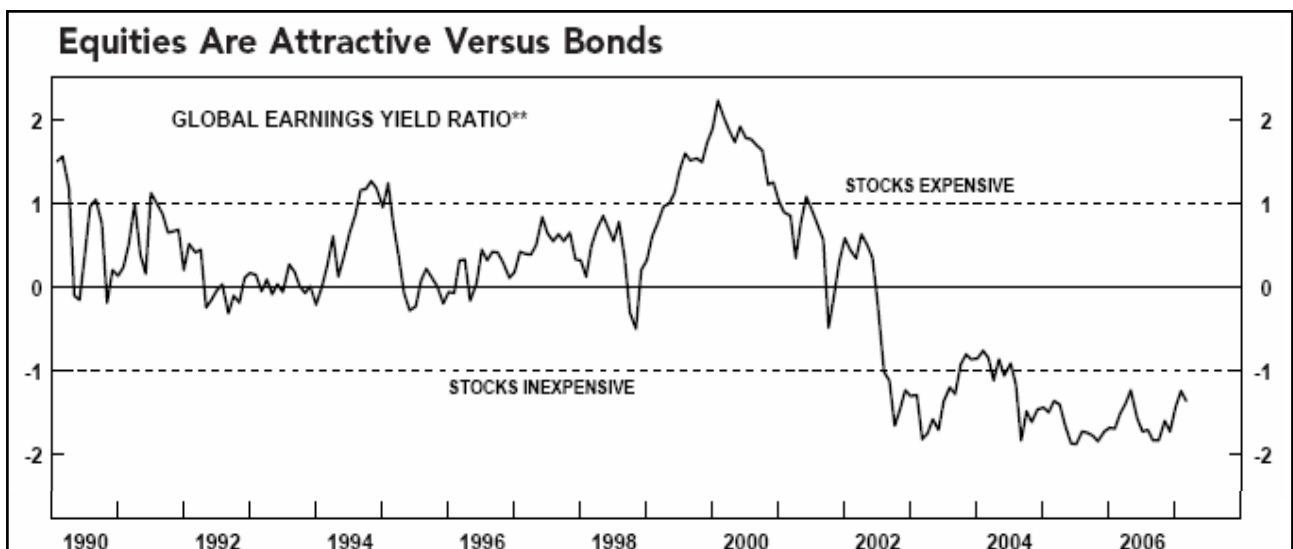
War die Ausgangslage vor Beginn der jüngsten Korrektur ähnlich wie vor 10 Monaten, so gilt das gleiche für die Reaktion danach. Innerhalb der objektiv messbaren Stimmungsindikatoren sprang der ausgewiesene Pessimismus auf die höchsten bislang dokumentierten Werte. In längerfristige Stimmungsbarometern hingegen konnte man den Aufbau von Angst oder wenigstens Pessimismus noch nicht beobachten – diese benötigen aber naturgemäß mehr als eine Woche Marktschwäche.

Vor dem Kursrutsch zeigten die trendbestätigenden Indikatoren auch noch keine Schwächetendenz, so wie dies vor größeren Trendwenden meist eintritt. Die statistischen Zyklen / saisonalen Muster befinden sich zudem in ihrer optimalen Konstellation: 2007 ist das traditionell starke Vorwahljahr und die ebenfalls positive Winterperiode endet erst im April.

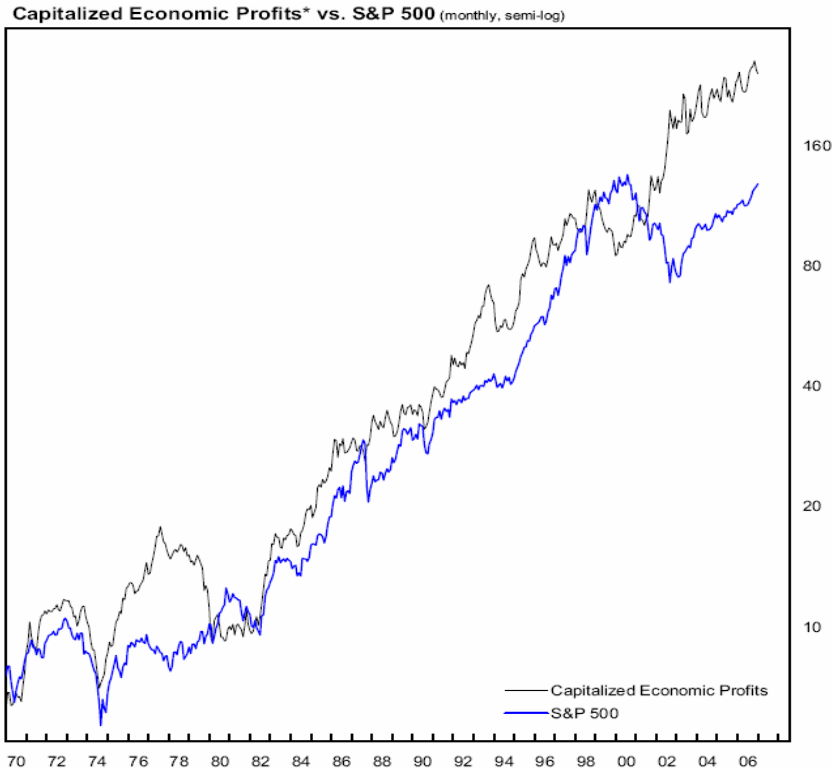
Die technische Ausgangslage ist in der Summe positiv und deutet damit nur auf eine Korrektur im intakten Basistrend hin.



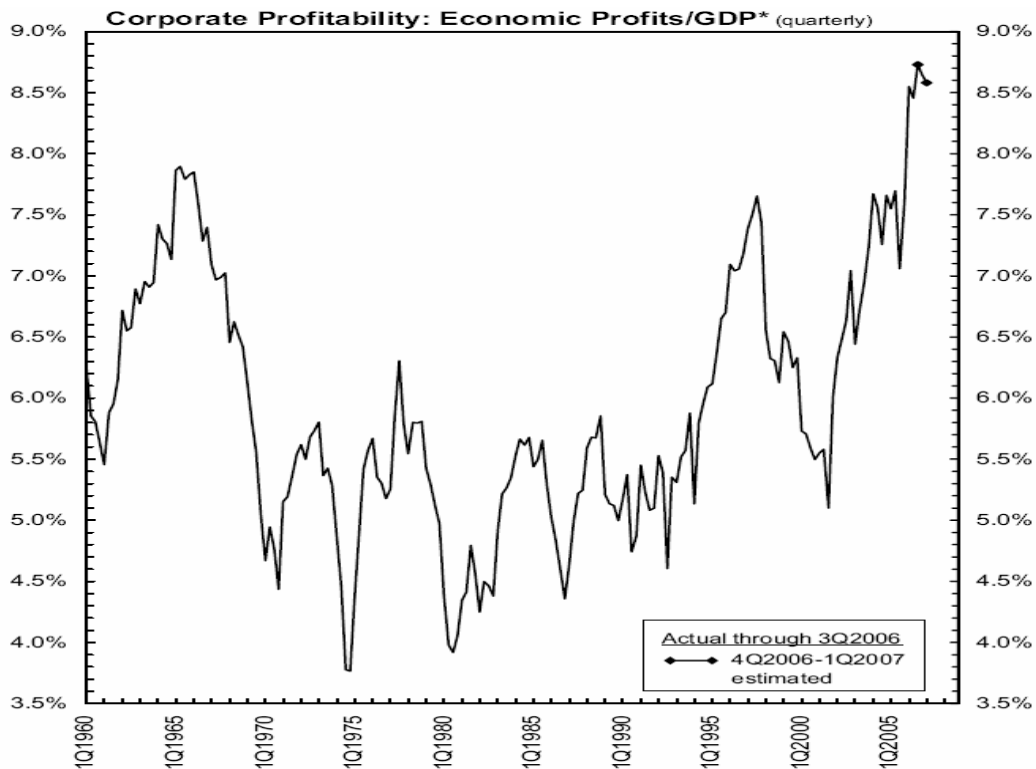
Globale Aktien-Bewertungen: Der Vergleich von Gewinnentwicklung und Kursentwicklung der globalen Aktienmärkte über die letzten 17 Jahre offenbart ein bislang erst selten angetroffenes Auseinanderlaufen von Indexentwicklung und Bewertungen. Während sich der MSCI-Welt in den letzten 4 Jahren verdoppelt hat, ist das KGV per Saldo unverändert geblieben. Dies steht in krassem Gegensatz zur Entwicklung in der zweiten Hälfte der 90er Jahre, als die Kurse den Gewinne davonliefen und verdeutlicht die „wall of worry“ an der die Weltaktienmärkte nach oben klettern.



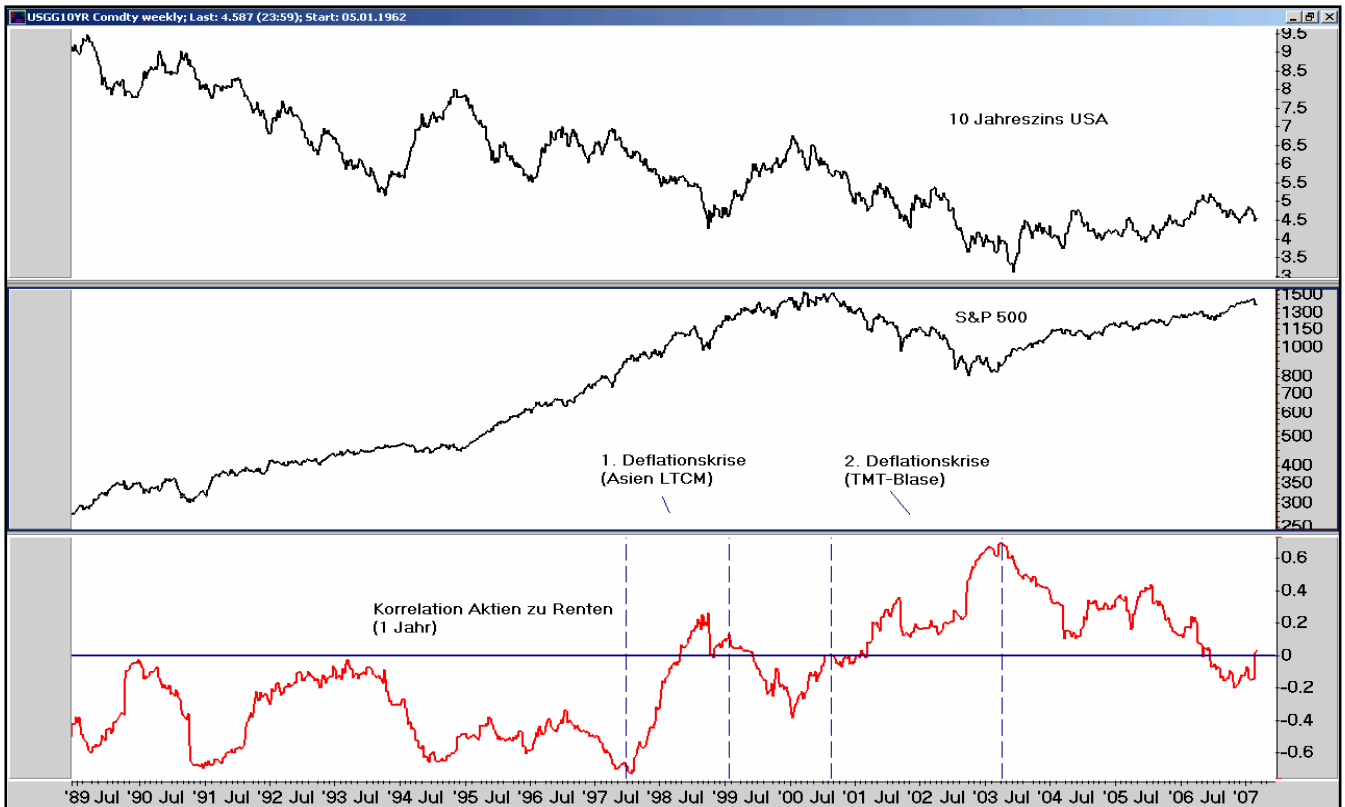
Relative Bewertungen: Auch die Relativbetrachtung von Aktien gegen Renten zeigt die eindeutige Attraktivität der Sachwerte gegen festverzinsliche Wertpapiere. Gegenüber Rohstoffen ist das Verhältnis ähnlich – Aktien bleiben b. a. w. die attraktivste liquide Anlageklassen für mittel- bis langfristige Investoren.



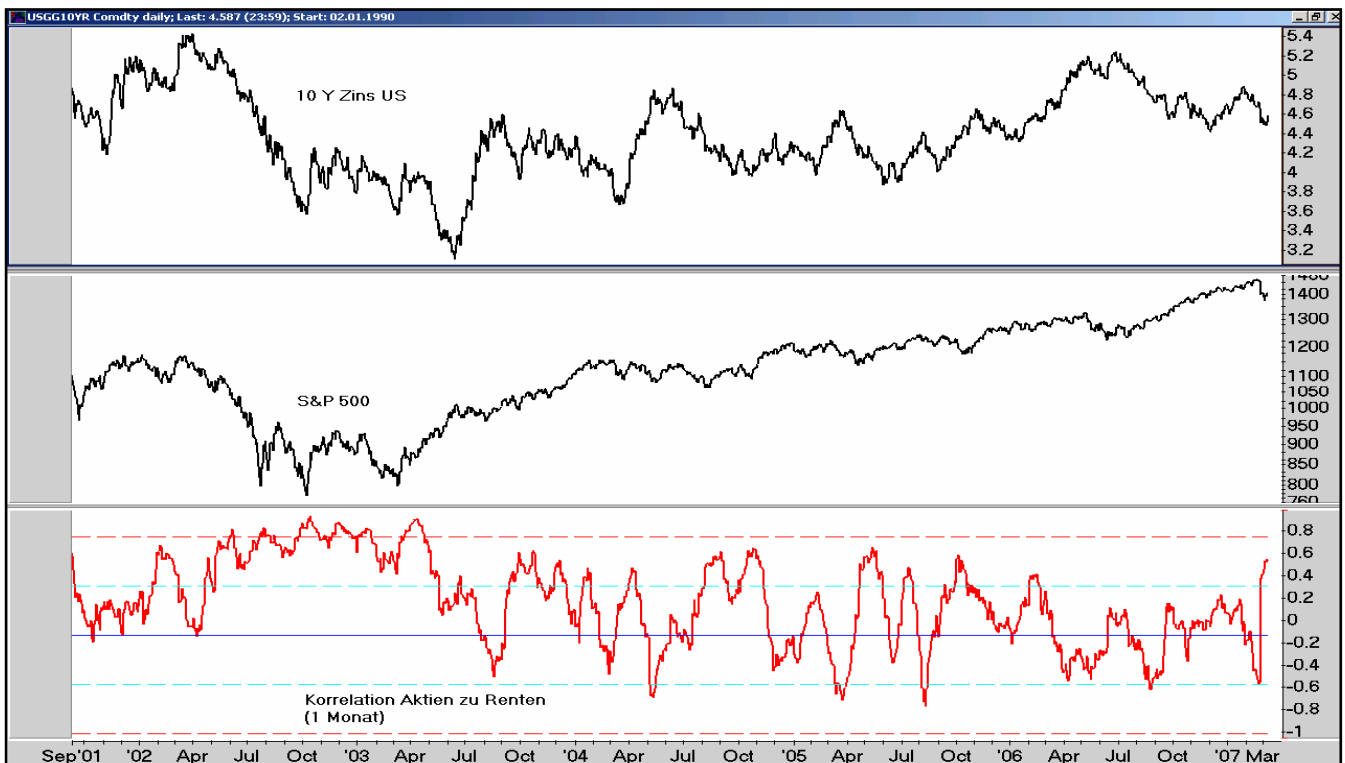
US-Aktien Bewertungen: Gelegentlich wird die aktuelle Gewinnqualität der US-Aktien in Frage gestellt („kreative“ Buchführung). Hier dargestellt sind die mit dem 10 Jahreszins abdiskontierten US-Steuererträge (Quelle: Laffer Ass.); d. h. die Gewinne, die dem Finanzamt zur Versteuerung gemeldet wurden. Dies sind die Erträge nach Anwendung aller „Tricks“ und Abschreibungsmöglichkeiten und stellen damit eine sehr konservative Abschätzung der tatsächlichen Ergebnisse dar. Auch hier erkennt man eine deutliche Bewertungsreserve des Aktienmarktes, ähnlich hoch wie nur in den unternehmensfeindlichen 70er Jahren unter J. Carter.



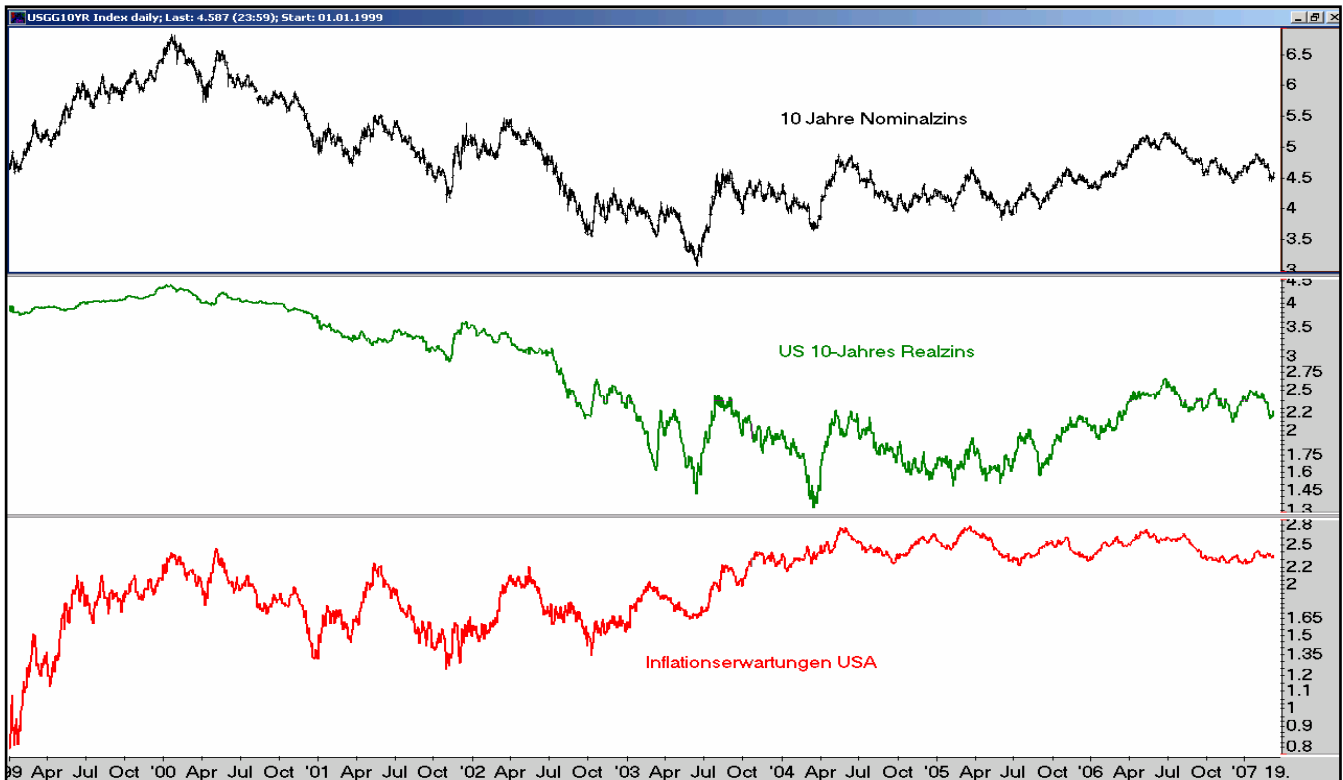
US-Profitabilität: Der Anteil der US-Unternehmensgewinne an der Gesamtwirtschaftsleistung ist auf Nachkriegshoch. Das schürt Ängste vor einem Gewinnrückgang schon aufgrund von „mean reversion“ Mechanismen. Diese Angst hat die Kursgewinn-Verhältnisse trotz des Kursanstiegs der letzten vier Jahre auf fast unverändertem Niveau gelassen und eine Gewinnnormalisierung ist damit bereits weitgehend eingepreist.



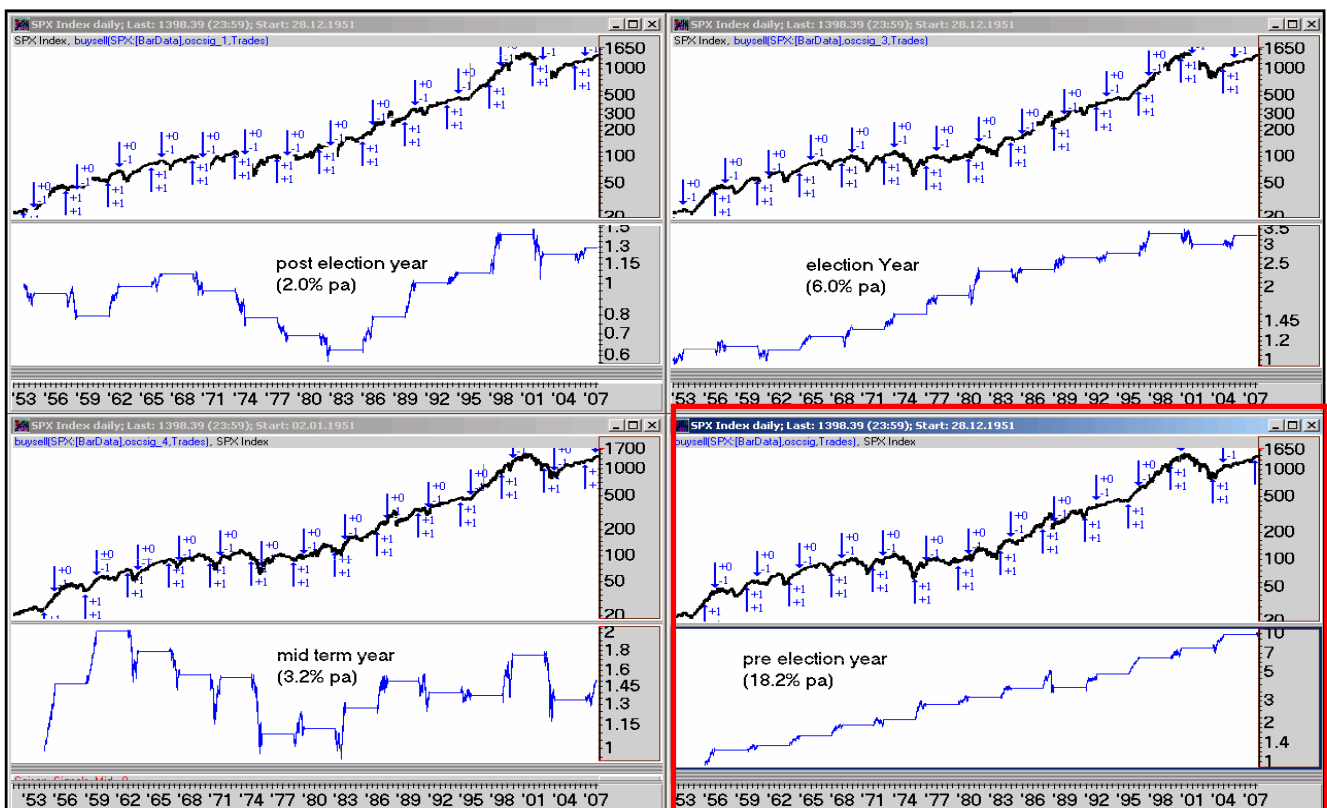
Korrelationen Aktien zu Renten (1 Jahres Durchschnitt): Die beiden letzten Finanzkrisen (Asienkrise 1998 und Baisse 2000-2003) weckten Deflationsbefürchtungen, gut sichtbar in der positiven Korrelation von Aktien zu Zinsen. Diese Korrelation ist ein guter Frühindikator für die mittelfristigen Erwartungen an das Makroumfeld und zeigt erstmals seit 2003 wieder einen deutlichen Anstieg (vergleiche den nachfolgenden Tageschart). Die aktuelle Aktienschwäche wurde also in erster Linie durch Befürchtungen zur weiteren Wirtschaftsentwicklung hervorgerufen.



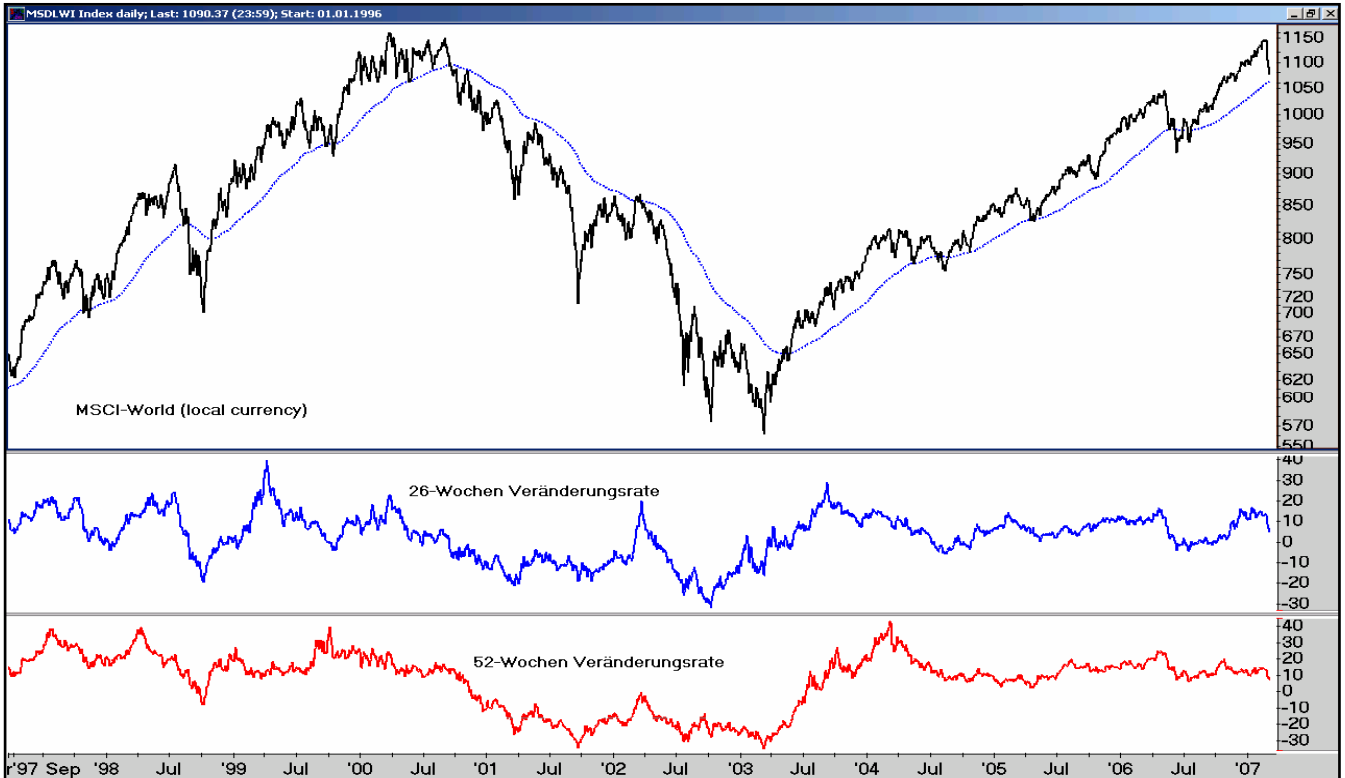
Korrelationen (1 Monatsdurchschnitt): In der kurzen Betrachtungsweise ist die Änderung des Korrelationsverhaltens noch besser erkennbar. – Inflationbefürchtungen spielten anders als bei der Korrektur im Mai letzten Jahres (da blieb der Indikator im Negativbereich) aktuell keine Rolle; Wachstumsängste verursachten diesmal den Kursrutsch.



Realzins USA: Die in die US-TIPs eingepreisten Inflationserwartungen bewegen sich seit drei Jahren auf einem stabilen Niveau von 2.2% p.a. bis 2.7% p.a.. Der eingepreiste Realzins zeigte ebenso wie das Korrelationsverhalten in den letzten beiden Wochen rückläufige Wirtschaftserwartungen.



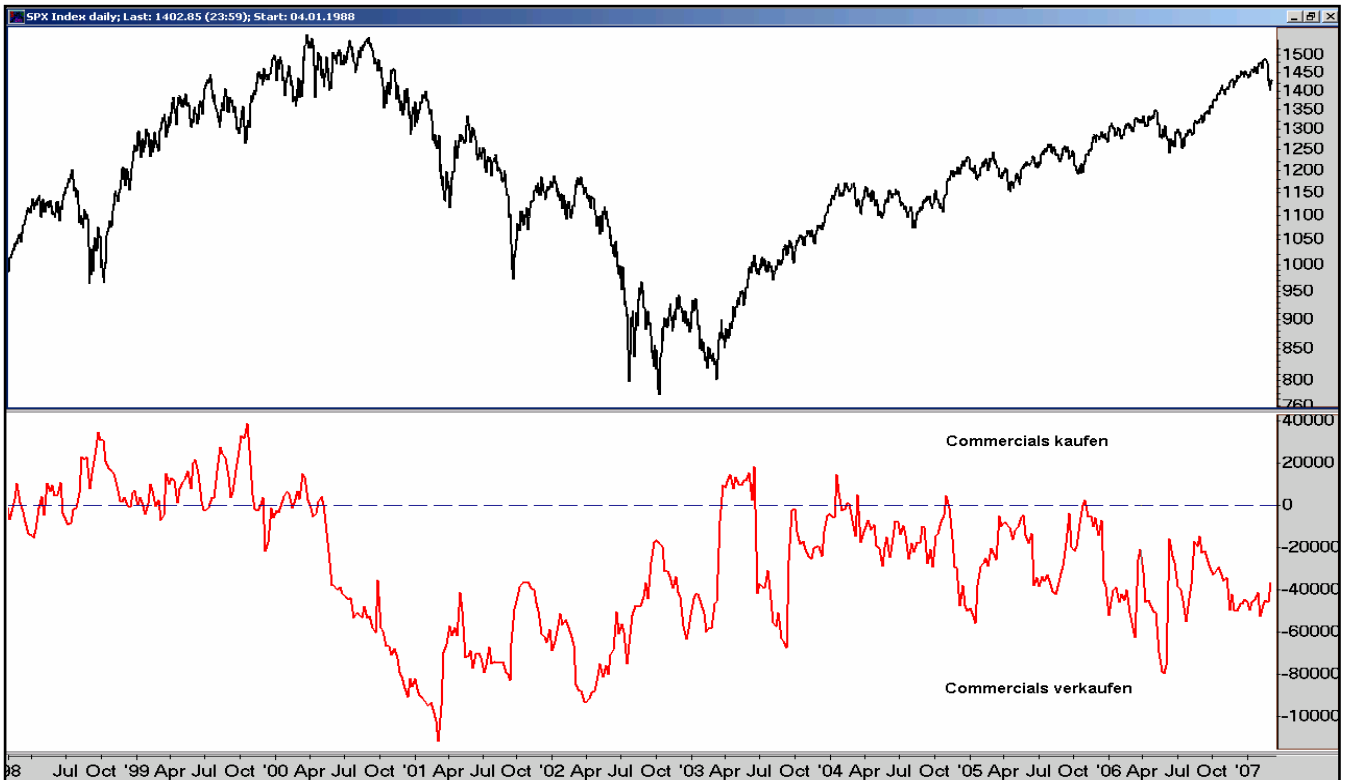
Saisonalität: Am 1.1.2007 hat das Vorwahljahr innerhalb des US-Wahlzyklus begonnen. Über die vergangenen 55 Jahre wurde an den allen größeren Börsen die deutlichste jährliche Performance in diesem Zeitabschnitt erzielt. Zusammen mit dem saisonal guten Winterhalbjahr also ein sehr positiver statistischer Rückenwind.



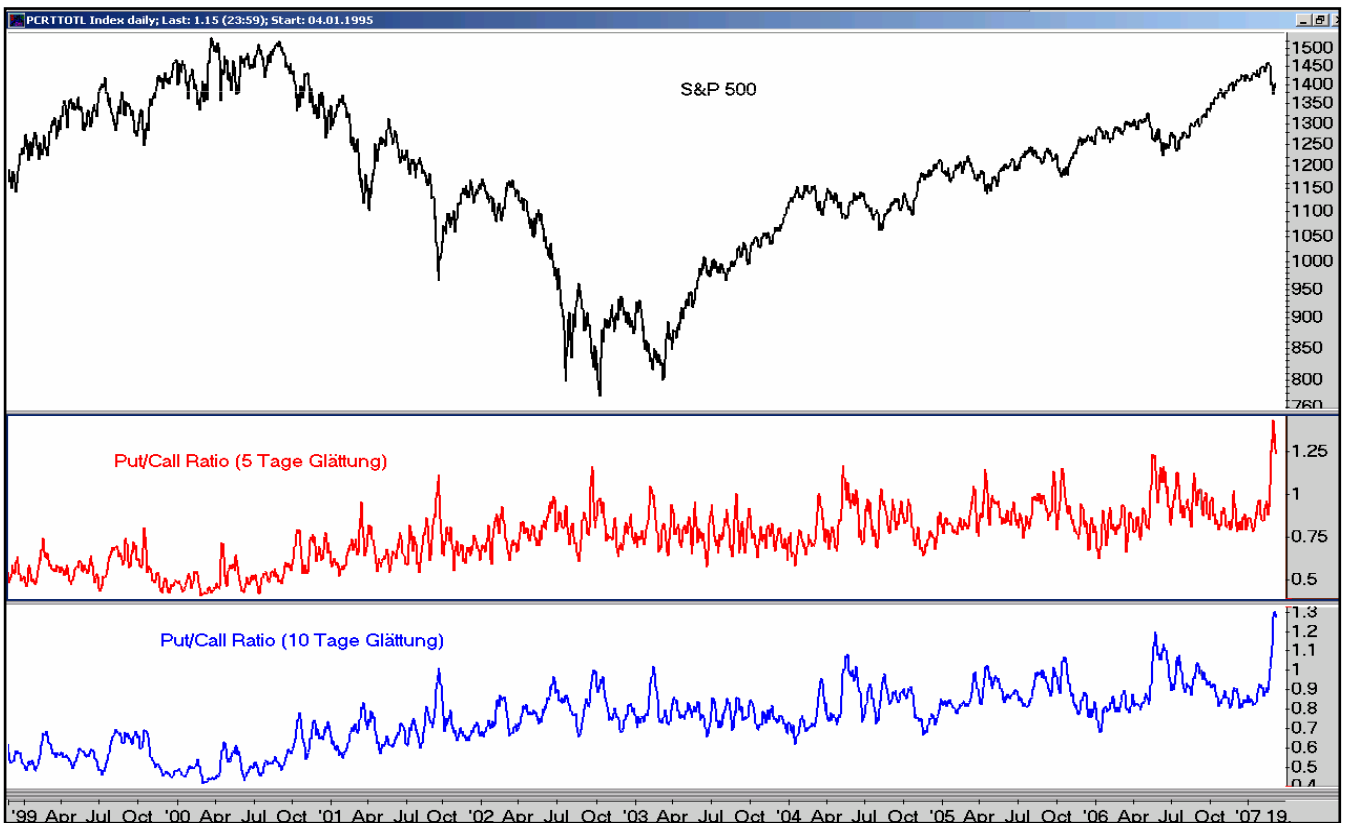
MSCI World: Der MSCI-World Index in lokaler Währung hat sein Allzeithoch erreicht (der MSCI in US\$ hat es bereits überschritten). Die Momente divergieren aber der trendbestimmende gleitende Durchschnitt der letzten 200 Tage steigt nach Abflachung im Sommer 2006 wieder an. Für eine nachhaltige Kurskorrektur ist ein vorheriges Abwartsdrehen dieser Indikatoren unumgänglich (s. nächsten Chart) – bis dahin ist der Grundtrend intakt und aufwärts gerichtet.



Eurostoxx: Am Verhalten des Eurostoxx Index kann man den trendbestimmenden Charakter der 200 Tage Linie gut erkennen. Grün eingefärbt sind Perioden mit einer steigenden 200 Tage Linie, rot diejenigen mit einer fallenden. Auch hier kann es zu Fehlsignalen kommen, aber grundsätzlich gilt: solange die 200 Tage Linie steigt sollte man nach Einstiegsniveaus suchen und erst nach ihrem Abdrehen über Absicherung nachdenken.



Commercials: Die Positionierung der institutionellen Anleger am Terminmarkt ist negativ und beinhaltet keine Kaufreserve. Im Gegensatz zu den kurzfristigeren Stimmungsindikatoren ist hier noch keine Pessimismusreserve aufgebaut worden. Eine dynamische Aufwärtsbewegung ist bei einem solchen Indikatorwert unwahrscheinlich.

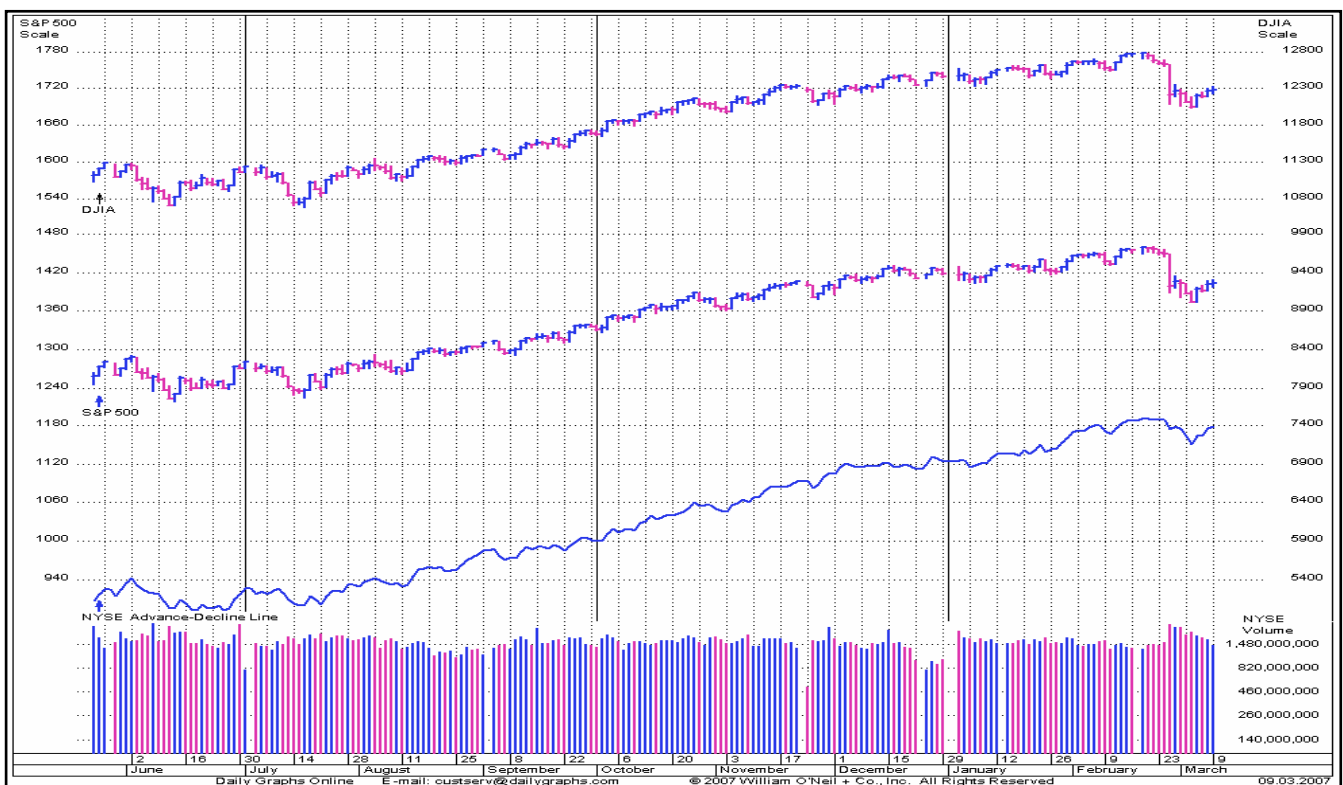


US-Sentiment: Das Put/Call Verhältnis, ein weiterer objektiver Stimmungsindikator, ist sprunghaft auf den höchsten Wert seit Berechnung der Zeitreihe vor 14 Jahren gesprungen. Deutlicher kann man die weit verbreitete Grundfurcht gegenüber Aktien nicht verdeutlichen. Sehr positiv.

Weekly Price Chart of S&P 500 and ML Net Tabulation Index



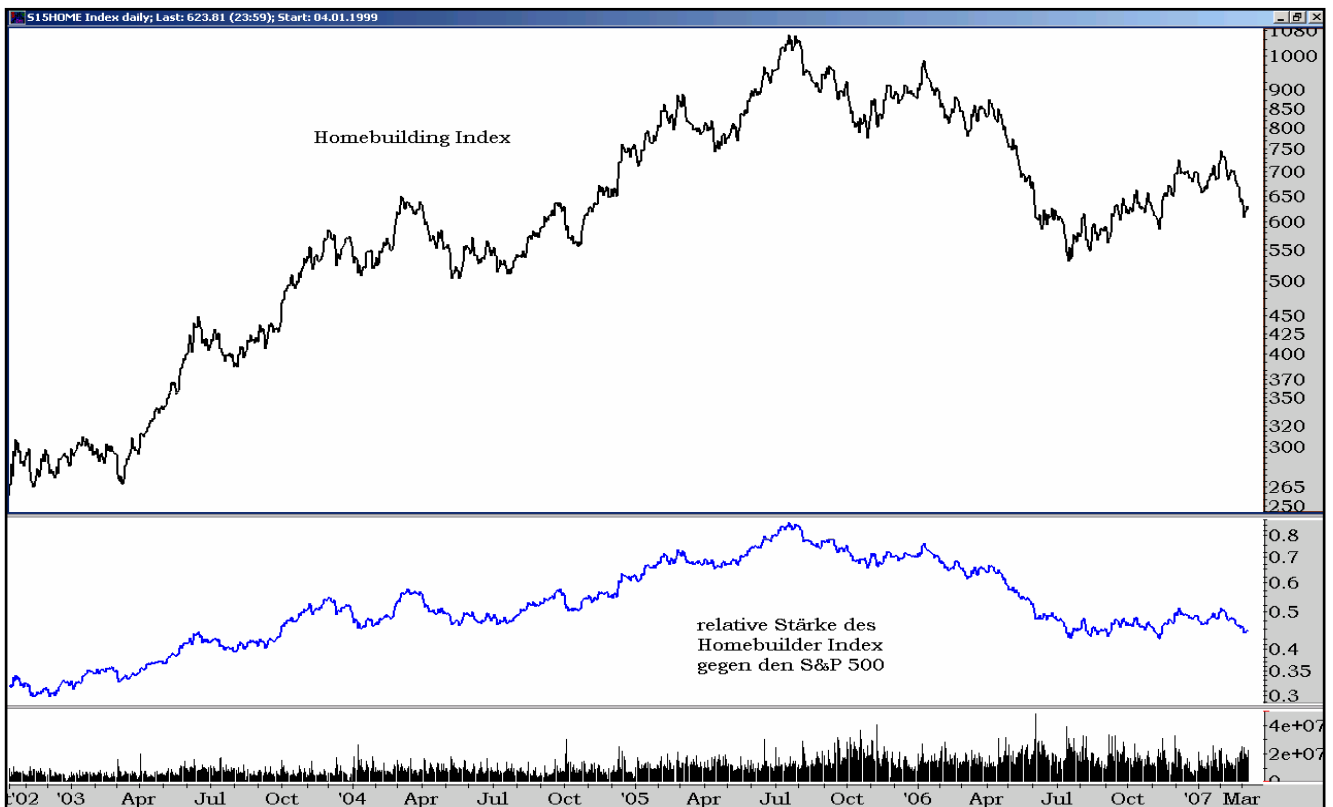
Merrill Lynch-Indikator: Merrill Lynch berechnet seit Jahren einen zuverlässigen mittelfristigen Gesamtindikator, der aus der Summe von Sentiment, Trend- und Momentumindikatoren als Einzelbestandteilen aufgebaut ist. Der Indikator steht bei 0 im neutralen Bereich und hat noch kein erneutes Kaufsignal (bei +2 oder höher) generiert. Ähnlich wie bei den COT-Daten wird dafür weitere Zeit benötigt.



Advance-Decline Linie: Der bislang zuverlässigste Trend-Indikator in diesem Zyklus bestätigt weiterhin den Aufwärtstrend. Hier wäre eine Divergenz zum Kursverhalten ein wichtiges Frühindiz für ein geändertes Gesamtmarktverhalten. Aktuell aber weiterhin positiv trendbestätigend.



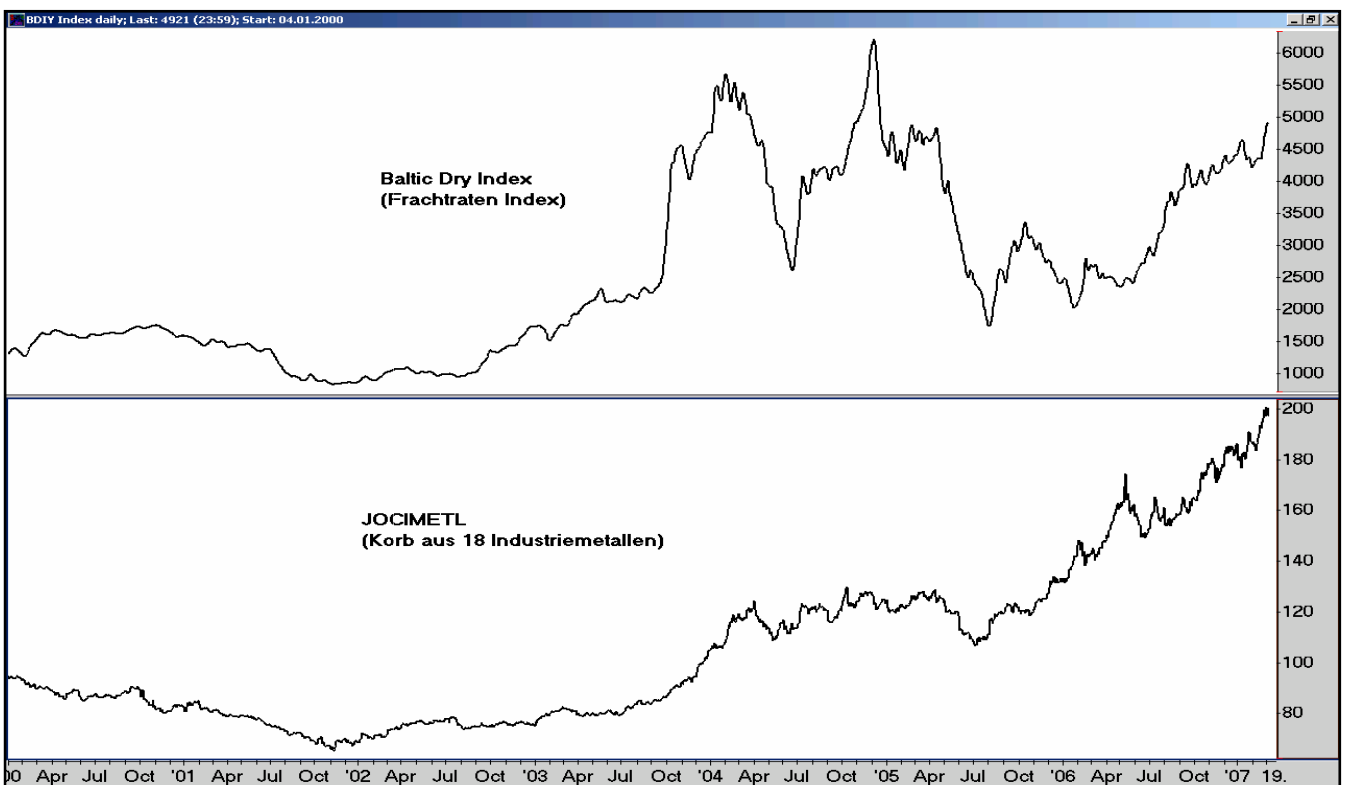
NASDAQ: Seit einiger Zeit wird immer wieder ein Erstarren der Technologiewerte aufgrund rückläufiger Zinserwartungen an die US-Notenbankpolitik erwartet. Sollte dies eintreffen, so wäre das auch ein guter mittelfristiger Trendindikator für den Gesamtmarkt. Bislang ist das jedoch nicht der Fall und die relative Performance der NASDAQ zum S&P500 ist per saldo seit 3 Jahren neutral.



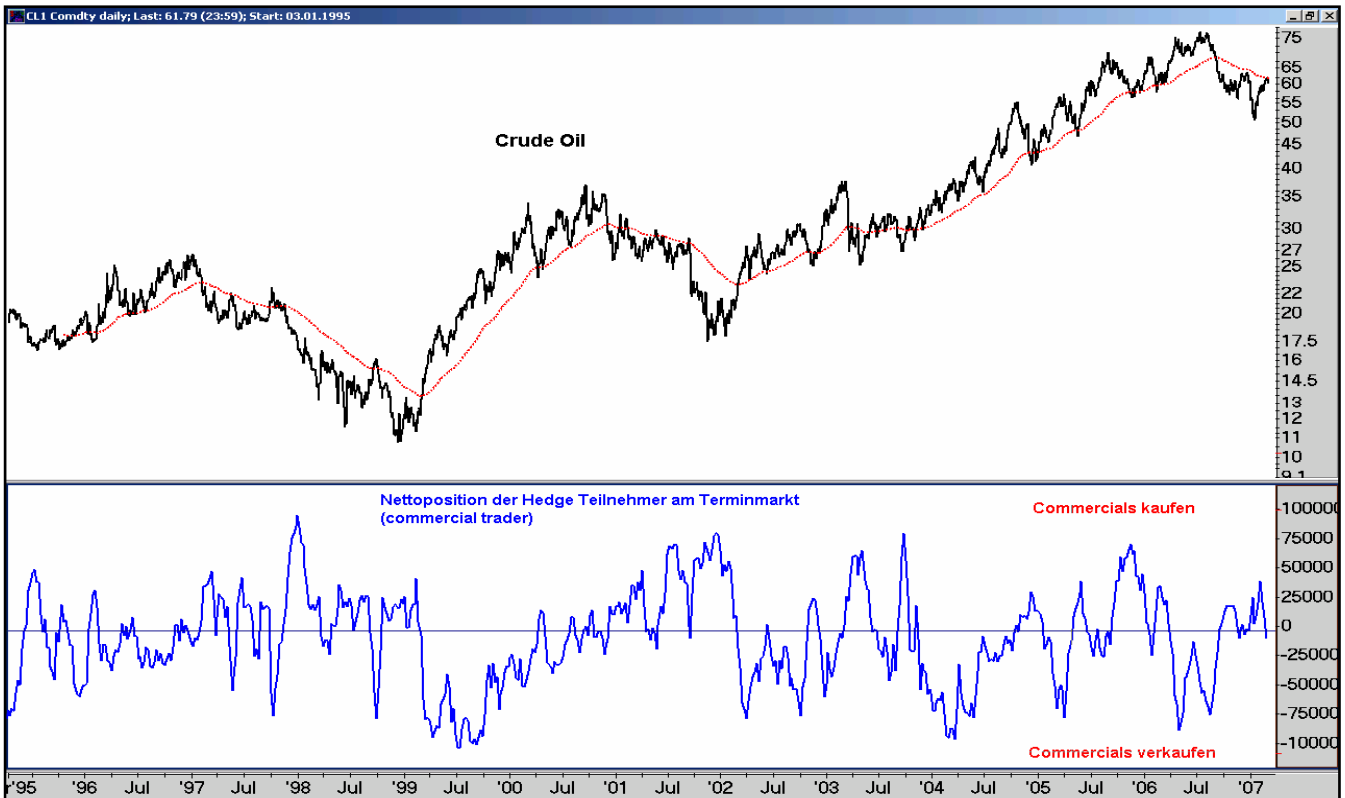
US-Homebuilder: Der Gesamtsektor der US-Hausbaueraktien neigt weiter zur Schwäche, aber nicht in einem dramatischen Ausmaß. Angesichts der vorherigen Verzehnfachung, ist die in den letzten beiden Jahren erfolgte 50% Korrektur nicht ungewöhnlich. Das Segment der „sub prime“ Hypothekenausleiher hingegen zeigt deutlich mehr Schwäche und spiegelt die Probleme bei bonitätsschwachen Kreditnehmern wider.



China: Nach dem exponentiellen Anstieg der H-Aktien Ende 2006 ist dieses noch immer billigste China-Segment nun in einer Konsolidierungsphase. Wie der gleitenden Durchschnitt verdeutlicht, ist der Haupttrend intakt und bestätigt das positive Makroumfeld. Die üblicherweise höherer Volatilität der Schwellenländerbörsen hat auch hier wieder aktuell zu einem sehr guten antizyklischen Kaufsetup geführt.



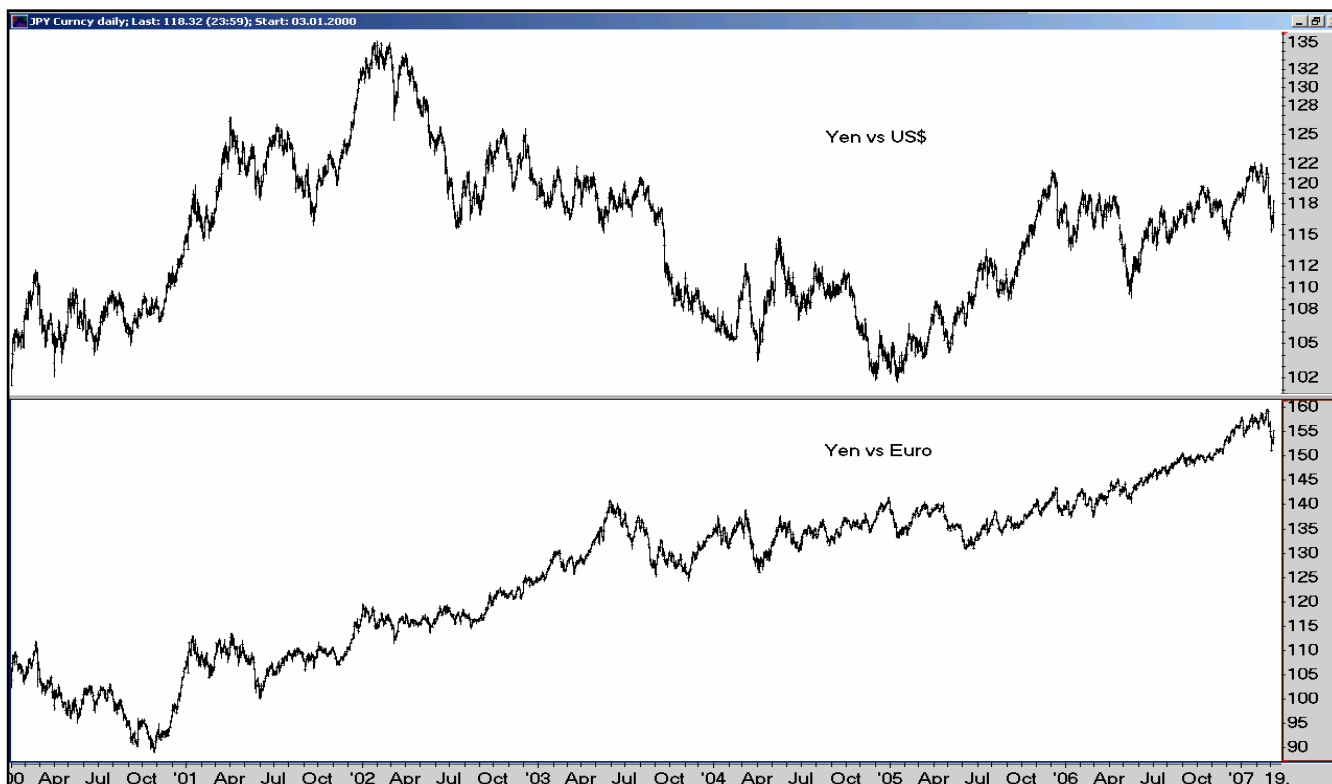
Frachraten und Industriemetalle: Eine Ende der allgemeinen Globalisierung und der Industrialisierungswelle Chinas und Indiens ist nicht offensichtlich. Die Frachraten pendeln mit hoher Volatilität, haben aber das Preisniveau der Jahre vor 2003 deutlich verlassen. Auch die Entwicklung der Industriemetallpreise zeigt kein Nachlassen des Appetits der neuen asiatischen Führungsmächte nach Rohstoffen.



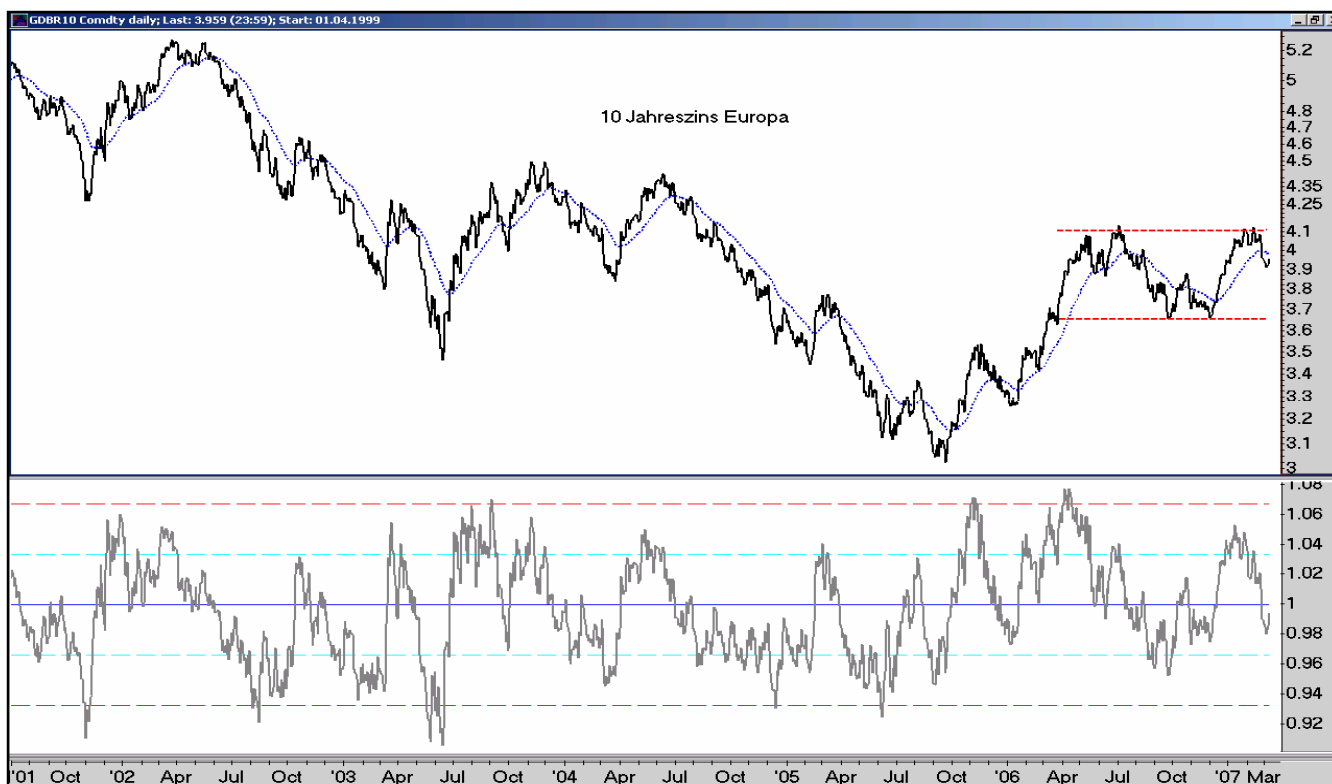
Öl in US\$. Der Aufwärtstrend des Ölpreis der letzten 5 Jahre ist vor ca. 12 Monaten von einer Konsolidierung abgelöst worden. Diese ist zeitlich nun weit vorangeschritten und das Gesamtkursverhalten hat sich beruhigt. Die Positionierung der Commercials ist aktuell neutral. Ein Überschreiten der auch hier trendbestimmenden 200 Tage Linie löst ein erstes Kaufsignal aus (>63\$ p. b.).



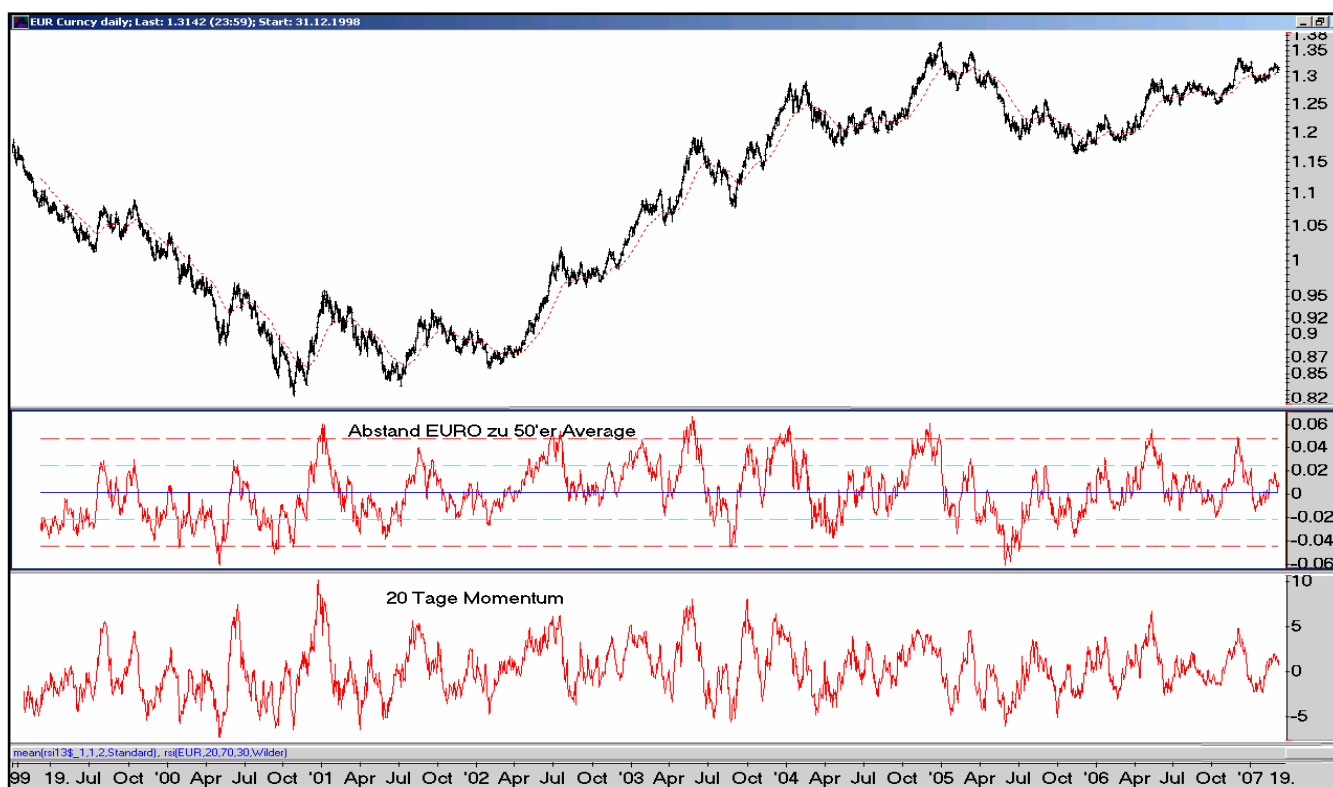
Gold in US\$: Im Gegensatz zum Ölpreis haben sich die Commercials im Goldsektor auf die Verkaufsseite konzentriert. Sie erachten das aktuelle Kursniveau als zu hoch. In 3 von 4 Fällen bekommt dieses Insidersegment recht – Ausnahmen sind Ausbrüche aus vorherigen engen Handelsspannen (wie etwa Mitte 2005). Das ist momentan nicht der Fall und Käufe im Gold sind erst wieder am unter Rand der erweiterten Tradingrange unter 600 US\$ interessant.



Yen gegen US\$ und €: In der Betrachtung der letzten 7 Jahre ist die aktuelle Yen Stärke eine unauffällige Schwankung. Ein plötzliches Ende der Yen-Carry Trades daraus abzuleiten erfordert Interpretationsphantasie. Ob die Carry Trades überhaupt die ihnen zugeschriebene Bedeutung haben ist noch eine ganz andere Frage, die wir in der angesprochenen Sonderpublikation betrachten werden.



Renten: Die Zinsen in Europa zeigen kein auffälliges Verhalten. Die Zinsstrukturkurve ist sehr flach und das lange Zinsende insgesamt neutral. Ein Ausbruch aus der etablierten Handelsspanne 3,65% zu 4,1% wäre aber signifikant und hätte in beiden Fällen negative Konsequenzen für den Aktienmarkt (<3,65%: Wirtschaftsängste/Deflation; >4,10%: Inflationsängste und Bewertungsabschläge).



US\$: Der US\$ steht heute auf dem gleichen Niveau wie vor 3 Jahren. Dennoch beinhaltet der Konsens für die langfristige Entwicklung eindeutig eine weitere US\$-Abschwächung. Ein Ausbruch über 1,34 hinaus würde das bestätigen – die Überraschung würde aber in einem Ausbruch aus der Handelsspanne nach unten liegen und zu einem dynamischen US\$ -Aufwärtstrend führen. Das Signal hierfür ist das Unterschreiten des Niveaus von 1,285.

Fazit

Wie geht es weiter nach den Turbulenzen der letzten beiden Wochen? – Das große Bild ist eindeutig: ein technisch intakter Aufwärtstrend der wichtigsten Aktienmärkte, schnell zunehmende Skepsis bei Rücksetzern und noch immer günstige Bewertungen machen aus Kursrückgängen Kaufgelegenheiten. Aktien bleiben die Assetklasse der Wahl für mittel- bis langfristig orientierte Anleger (Zeithorizont > 6 Monate), die gleichzeitig eine tägliche Liquidität ihrer Anlagen suchen. Wie die letzten Tage gezeigt haben, hilft gegen das systematische Gesamtmarktrisiko aber auch eine Diversifikation über Länder und Sektoren nicht weiter. Hierfür sind gezielt ausgewählte und nach Werttreibern unabhängige Anlagen notwendig.

Die latenten Wachstumsängste dürften nicht schnell überwunden werden, da die trägen Wirtschaftsindikatoren in nächster Zeit eher noch negativ überraschen werden. Die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA liegt nach den zuverlässigen Makromodellen zur Zeit aber nur bei ca. 30%. Eine direkte Wiederaufnahme des Kursanstiegs der letzten Monate ist per saldo damit unwahrscheinlich..

Die technische Ausgangssituation skizziert ein ähnliches Szenario: Angesichts des sehr schnellen Aufbaus von Pessimismus einerseits und der noch immer sehr positiven saisonalen Fakten, der aber nur kurzen Zeitdauer der bisherigen Korrektur andererseits (die COT-Daten etwa brauchen einige Wochen um in die Kaufzone zu gelangen) würde eine baldige Rückkehr zu den bisherigen Höchstkursen ohne vorheriges Laden des Akkus nur eine Fortsetzung des schwankungsreichen Aufwärtstrends bedeuten.

Eine längere (nicht unbedingt viel tiefere) Korrektur, verbunden mit schlechten Wirtschaftsmeldungen, die auch bei den trägen Stimmungsindikatoren für Verbesserung sorgt, wäre eine Sprungbrett für eine deutliche Aufwärtsbewegung in einigen Wochen.

Fazit: 2007 ist ein statistisch, makroökonomisch und bislang noch bewertungstechnisch positives Aktienjahr. Das bisherige Marktverhalten unterstützt diese Aussage – bei Schwäche kaufen.

Aquila Capital Concepts GmbH
Ferdinandstrasse 25-27
D-20095 Hamburg

Tel: +49 (0) 40-411619-100
Fax: +49 (0) 40-411619-129
www.aquila-capital.de

Wichtiger Hinweis:

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information. Bitte beachten Sie, dass alle Informationen sorgfältig und nach bestem Wissen erhoben worden sind, jedoch keine Gewähr übernommen werden kann. Diese Präsentation ist kein Verkaufsprospekt und enthält kein Angebot zum Kauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für die vorgestellten Produkte und darf nicht zum Zwecke eines Angebots oder einer Kaufaufforderung verwendet werden. In die Zukunft gerichtete Voraussagen und Angaben basieren auf Annahmen. Da sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben nur die derzeitige Auffassung der Aquila Capital Concepts GmbH über künftige Ereignisse wiedergeben, enthalten sie natürlich Risiken und Unsicherheiten.