

Marktübersicht

02.08.2010 – 07.08.2010 (Nr. 32/10)

Korrelationen

Ein Mantra der Asset-Allocation lautet: Lege niemals alle Eier in einen Korb – du könntest schließlich stolpern. Streue die Investments in unterschiedliche Werte und möglichst unterschiedliche Anlageklassen. Das ermöglicht höhere Renditen ohne weitere Risiken einzugehen. Anlageberater und Vermögensverwalter halten ihren Kunden gern Diagramme unter die Nase, wo sie hochwissenschaftlich ein "optimales Chance-Risiko-Verhältnis" ablesen. Ein Blick auf die derzeitigen Preise zeigt, was solche Aussagen wert sind: **DAX** auf Jahreshoch, Immobilienpreise auf rekordverdächtigem Niveau, Renditen von Unternehmensanleihen: unattraktiv niedrig, Renditen von Staatsanleihen: Auf historischem Low, die Tagesgeldanleihe des Bundes: Verzinsung 0.73 % pro Jahr, nicht pro Monat. Metall- sowie Agrarrohstoff-

Preise ziehen kräftig an. Die Korrelation dieser Assetklassen ist derzeit nahe **Eins** – sprich: es ist egal, wo man investiert ist, alles wirft Erträge ab. Was ist in die Marktteilnehmer gefahren, alles ohne Differenzierung und offenbar zu jedem Preis zu kaufen? Vielleicht erging es ja einigen, wie Warren Buffett. Dessen Investment-Gesellschaft, *Berkshire Hathaway* räumte in der vergangenen Woche ein, in den letzten drei Monaten 1.4 Millionen Dollar mit Derivategeschäften verloren zu haben. Die Verluste wollen ausgeglichen werden. Es ist allen klar: Märkte laufen niemals lange in eine Richtung. Was, wenn die Korrelation in einer Gegenbewegung auch **Eins** beträgt? (Das nennen wir dann Geldvernichtung.)

	Trend		aktueller Impuls	Seite		Trend		aktueller Impuls	Seite
	strategisch	taktisch				strategisch	taktisch		
Themen der Woche	Zinsmärkte			2	Amerika	S & P 100	→ ↗	8 %	
		Japan				S & P 500	→ ↗	8 %	
		Amerika				Russell 2000	→ →	11 %	
		Europäische Zinsfutures		3		Nasdaq	→ ↗	9 %	
						TSX(Kanada)	→ ↗	4 %	
						Bovespa(Bras.)	↗ ↗	4 %	
Europa	EuroStoxx	→ ↗	6 %	3	Asien	Apex	→ →	3 %	
	CAC (F)	→ ↗	7 %			Nikkei (J)	↘ ↘	15 %	4
	IBEX (ES)	→ ↗	11 %			Kospi (Korea)	↗ ↗	43 %	
	SMI (CH)	→ ↗	8 %			HSI(HK)	→ ↗	6 %	
	DAX	↗ ↗	41 %			SSE(China)	→ ↗	23 %	
	ATX (A)	→ ↗	9 %			Sensex(Indien)	↗ ↗	55 %	
	CeCe	→ ↗	7 %			ASX (AU)	→ ↗	8 %	
	Bund-Future	↗ ↗		2	Rohstoffe	UBS Commodity I.	→ ↗	4 %	
	USD/EUR	→ →				Agrarrohstoffe	→ ↗	7 %	
	USD/AUD	→ →				Industriemetalle	→ ↗	14 %	
	Edelmetalle	→ ↗	5 %			Öl	→ ↗	12 %	

Veränderungen gegenüber der Vorwoche sind farbig dargestellt.

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

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

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

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

Zinsmärkte

Die Kursbewegungen der abgelaufenen Woche und die Fragen zur Korrelation zwischen Aktien- und Rentenmärkten, sind Anlass genug, das Thema "Zinsmärkte" nochmals aufzugreifen.

Japan

Die japanische Notenbank hat in der vergangenen Woche eine weitere Tranche einer 10-jährigen Staatsanleihe emittiert. Sie bietet eine üppige Verzinsung von 1.1 % pa. Wohlgermerkt, für die nächsten zehn Jahre. Das Investment ist also dann erfolgreich, wenn die Inflationsrate in Japan während der Laufzeit nicht über 1 % klettert.

Klasse, dachten sich viele Institutionelle. Kaufen wir.

Die Emission im Volumen von 25 Mrd. \$ war vierfach überzeichnet. Die BOJ hätte zu diesen Konditionen also Anleihen im Gesamtvolumen von 100 Mrd. \$ platzieren können.

Üblicherweise werden japanische Staatsanleihen mehrheitlich von japanischen Institutionen erworben. Die Verschuldungsquote japanischer Unternehmen ist im Gegensatz zum japanischen Staat ausgesprochen niedrig. Die Hälfte der börsennotierten Unternehmen ist sogar schuldenfrei und hat teilweise große Cash-Bestände. De aktuell hohe Bewertung des Yen macht zudem Inlandsanlagen interessant.

Die Bereitschaft japanischer Unternehmen, ihre Bargeldbestände zu einem Zinssatz von 1 % pro Jahr anzulegen, wirft ein Schlaglicht auf die tatsächliche Schwäche der japanischen Ökonomie: Es finden sich schlicht keine Investmentziele, die bei vertretbaren Risiken eine höhere Rendite abwerfen.



Abbildung 1: Wochenchart des JGB-Futures

Amerika

Bill Gross, der Star-Fondsmanager von PIMCO, hat im großen Stil US-Staatsanleihen in die dort aufgelegten Fonds gesteckt. Die Konjunkturdaten geben ihm Recht: Das Land ist immer noch im Prozess einer Deindustrialisierung. Allein der Dienstleistungssektor funktioniert. Nicht genug, um die Arbeitslosigkeit niedrig zu halten. Gross rechnet in den nächsten drei Jahren mit einer Fortsetzung der Niedrigzinspolitik der FED.

Die FED sah sich genötigt, einigen, bereits jetzt überschuldeten US-Staaten eine Abkehr von ihren Schuldenreduzierungsbemühungen nahe zu legen. Zu groß ist die Gefahr, die Konjunktur endgültig abzuwürgen. Omnipräsente Wirtschaftswissenschaftler, allen voran der Nobelpreisträger Stiglitz, werden nicht müde, ein erneutes *Quantitative Easing* einzufordern, also ein Anleihe-Aufkaufprogramm der FED – anders ausgedrückt, die FED soll die Gelddruckpresse anwerfen.

Wenn die Zinsen also tendenziell noch weiter sinken werden, wenn 2-jährige US-Staatsanleihen eine Rendite von nur 0.5 % aufweisen und wenn die Konjunktur sich als Schein-Blüte zu entpuppen droht, dann ist es nicht sinnvoll, für 10-jährige US-Staatsanleihen eine Rendite von 2.8 % einzupreisen.



Abbildung 2: Wochenchart des 10-J-US-Notes-Futures

In den USA schütten Unternehmen überschüssiges Kapital traditionell an die Aktionäre aus. Im Ergebnis zeichnen die Mittelzuflüsse in Anleihen- und Rentenfonds und die Rentenquoten der Pensionskassen ein ähnlich düsteres Bild des Zustands der US-Ökonomie, wie in Japan. Die US-Kommunen können sich derzeit sogar preiswerter mit Kapital versorgen, als der japanische Staat. *Municipal Bonds*, mit denen US-Körperschaften Projekte finanzieren, werden teilweise mit 0.5 % Zinsen pro Jahr gezeichnet. Es ist offenbar wichtiger, Verluste zu vermeiden, als eine Rendite zu erwirtschaften. Anders ausgedrückt: Die Wahrscheinlichkeit für Kursverluste wird als so groß eingeschätzt, dass selbst 0.5 % sicherer Zins attraktiv erscheint.

Die europäischen Zinsfutures auf Allzeithoch

Was für Japan gilt und in den USA für richtig befunden wird, dass kann auch als Blaupause für Europa verwendet werden. So kann man die Entwicklung der Zinsfutures in der abgelaufenen Woche analog deuten. Der *Bund-Future* ist um 1.2 % gestiegen. Es scheint, als ob die europäischen Zinsmärkte die Entwicklung der japanischen und US-Märkte jetzt nachvollziehen. Die Sonderentwicklung der europäischen Anleihen in den letzten zwei Monaten ist jedenfalls Vergangenheit.

Selbst der *Bobl-Future*, der den Kursverlauf einer synthetischen, 5-jährigen Staatsanleihe abbildet, ist um 0.7 % gestiegen. Die *Schätze* (2-jährige Staatsanleihen) sind dagegen nahezu konstant. Daraus folgt: *Der übergeordnete Prozess ist eine Verflachung der Zinsstrukturkurve*. Nicht renditehungrige institutionelle Marktteilnehmer, die sich mit Staatsanleihen eindecken, sind die Ursache der Kurssprünge, sondern die Erkenntnis, dass die Konjunkturerwartungen und die Steilheit der Zinstrukturkurve nicht zusammen passen. Da die Leitzinsen auch in der Eurozone als konstant angesehen werden, bleibt nur, die Renditen der übrigen Laufzeiten nach unten anzupassen.

Diese Entwicklung ist eine schallende Ohrfeige für die Berufsoptimisten aus Politik und Finanzdienstleistung und Medien. Diese werden nicht müde, das Ende der Krise auszurufen und die Zukunft in rosigen Farben zu malen.

Kommen wir zu den Korrelationen oder zur Frage, welche Konsequenzen die Entwicklung für die Aktienmärkte hat.



Abbildung 3: Wochenchart des Bund-Futures

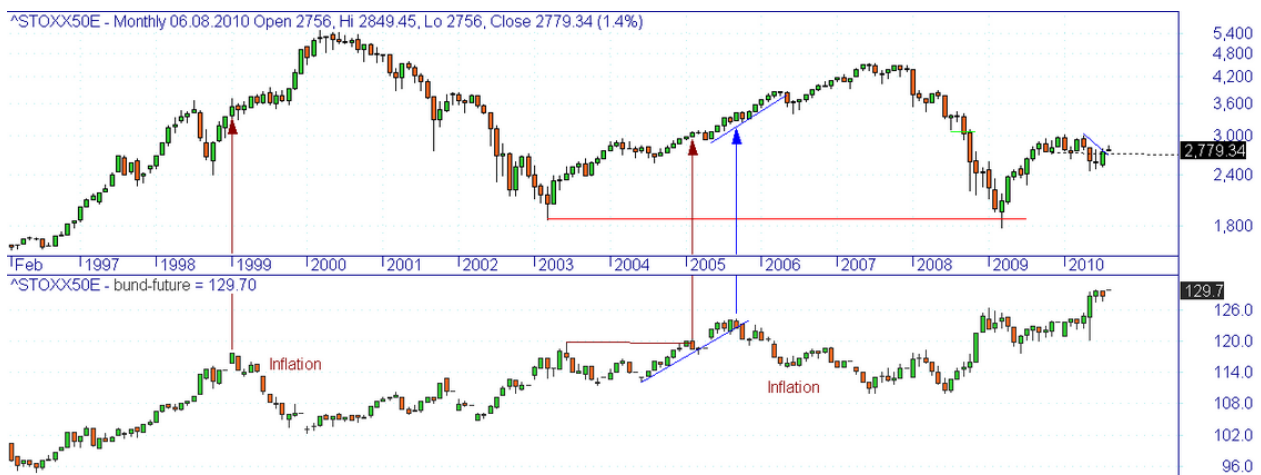


Abbildung 4: Kursverlauf des EuroStoxx und des Bund-Futures seit 1997

Schaut man in der jüngeren Vergangenheit nach ähnlichen Mustern, dann wird der Beweggrund für optimistische Einschätzungen für die Aktienmärkte der Industrienationen deutlich: starke Trendphasen der Rentenmärkte waren stets Ausgangsstationen ausgesprochen positiver Aktienmarktentwicklungen. **Sowohl 1998 als auch 2004 folgte einer Anleihenrallye im Umfeld neutraler bis positiver Aktienmärkte eine Phase wirtschaftlicher Prosperität.** Eine ähnliche Entwicklung erwartet die Zukunft auch jetzt.

Selbst wenn eine Anleihenrallye Konsequenz einer rezessiven Entwicklung ist, wie 2003 und 2008, führt dies unmittelbar in eine Aktienhausse. So gesehen, kann bei Aktienengagements nichts schief gehen und alle, die jetzt Staatsanleihen kaufen, sind schlicht ignorante Angsthasen.

Das stimmt, bis man das Vorbild Japan in die Überlegungen einbezieht.



Abbildung 5: Kursverlauf des Nikkei und des Bund-Futures seit 1984

Die mir vorliegende Historie des japanischen Zinsfutures reicht nicht sehr weit. Die Korrelation mit dem *Bund-Future* ist seit 2006 jedoch ausreichend, um diesen als Maßlatte für die Korrelation des Zinsverlaufs zum Aktienmarkt zu verwenden. Hier ist auf den ersten Blick schon eine negative Korrelation zu erkennen. **Die Phasen positiver Aktien- und Rentenmarktentwicklungen sind kurz. Die Phasen negativer Korrelationen sind ausgeprägt und stabil. Derzeit ist in Japan eine negative Korrelation zu konstatieren.**

Die Notenbankpolitik in Europa, USA und Japan ist derzeit quasi gleichgeschaltet. Die japanische Notenbank kann auf eine längere Phase expansiver Geldpolitik zurückblicken – der japanische Aktienmarkt zeigt die Auswirkungen auf diese Assetklasse. **Folglich bleiben die Perspektiven für die europäischen und amerikanischen Aktienmärkte maximal verhalten. Die immer noch reichlich vorhandene Steilheit der Zinsstrukturkurve öffnet den Rentenmärkten hingegen immer noch viel Potenzial.**

Sektorübersicht

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

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

Sektorrotation ist angesagt. Sektoren, die in der Vergangenheit ausgesprochen gut gelaufen sind, wie beispielsweise *Stoxx-Nahrung* sind in eine Korrekturphase eingetreten. Sektoren, die chronische Underperformer waren, wie z. B. *Stoxx-Telecoms* sind gesucht. Die Quartalszahlen gaben genügend Anlässe, sich mit den Sektoren einzudecken.

Spannend wird jetzt, ob sich die Bewegungen nach der Berichtssaison fortsetzen.

Der Zinsspread

Wie in der vergangenen Woche beschrieben, wurde der Zinsspread *Bund-future – Bobl-future* wieder aufgesetzt. Zu Wochenbeginn vollzog der *Bobl-future* die Bewegungen des *Bund-futures* nahezu 1 : 1 nach, während der *Schatz-future* teilweise sogar die Gegenrichtung beschritt.

Folglich wurde die *Short-Position* im *Bobl-future* aufgelöst und dafür eine im *Schatz-future* aufgebaut.

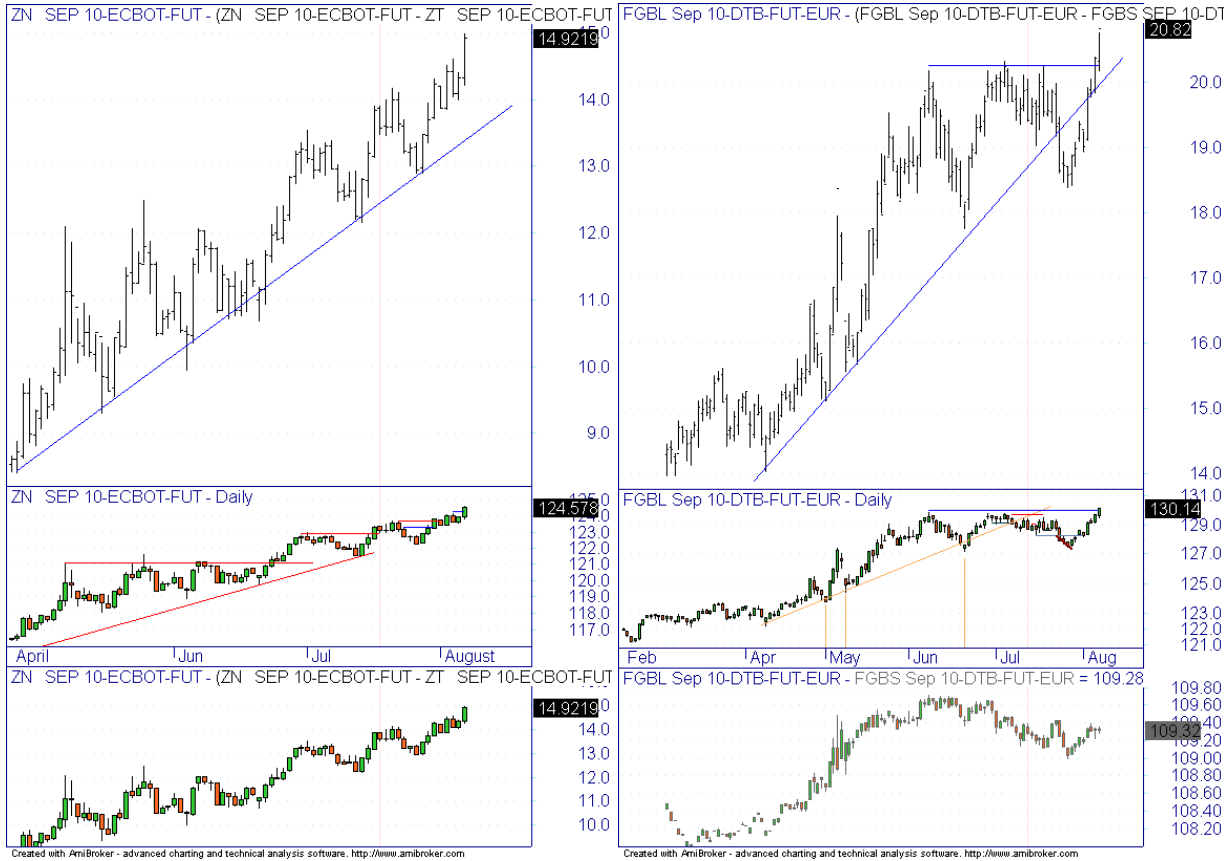


Abbildung 6: Kursverlauf des Spreads: Kauf einer 10-jährigen US-Staatsanleihe und Verkauf eine Staatsanleihe mit zweijähriger Laufzeit (links) und gleiches für deutsche Staatsanleihen (rechts), oben jeweils der Spread, darunter der Verlauf des 10-J-Zins-futures und unten der Verlauf des 2-J-Zins-future.

In der Abb. 6 erkennt man im unteren rechten Chart den immer noch intakten Abwärtstrend des *Schatz-Futures*, dem der Ausbruch des *Bund-Future* im mittleren Chart gegenüber steht. Im Ergebnis leistet uns dieser Spread nun bessere Dienste, als der *Bund-Boble-Spread*.

In den USA ist die Situation anders. Dort gab es in den letzten Wochen keine Konsolidierung. Dort ist auch nichts von einer Divergenz zwischen kurz- und langfristigen Zinsfutures zu erkennen. Dort engt sich der Spread zwar auch ein, die Bewegungen des kurzfristigen Zinsfutures sind dort einfach weniger ausgeprägt, als die des längerfristigen *Futures*.

Nach der positiven Wochenbewegung können wird den Stop-Loss für den Spread auf den Einstandspreis anheben. Beim europäischen Zinsfuturesspread kann die nächste Korrekturbewegung zum Ausmessen der Trendstabilität genutzt werden. Möglicherweise wird dieser Spread dann ausgebaut.

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