

Wellenreiter-Invest Studie

Ausblick 2013

Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe

**©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn**

Oberursel, im Dezember 2012

Inhaltsangabe

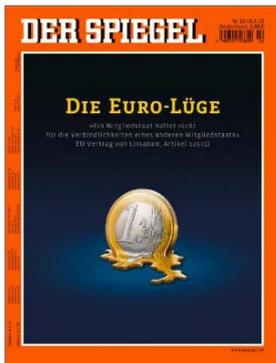
	Seite
Editorial	4
1. Jahre der Entscheidung	9
2. Staatsschuldendebatte	11
3. Konjunktorentwicklung	20
3.1 USA	20
3.2 Europa	33
3.3 Asien	37
3.4 Fazit	38
4. Der Anleihemarkt	39
4.1 Entwicklung der Staatsanleihen	39
4.2 Unternehmens- und Hypothekenanleihen	47
5. Der Währungsmarkt	50
5.1 US-Dollar-Index	50
5.2 Euro/ Dollar	51
5.3 Schweizer Franken	60
5.4 Dollar/ Yen	61
6. Der Rohstoffmarkt	68
6.1 Rohstoffmarkt langfristig	68
6.2 Erdöl	69
6.3 Erdgas	78
6.4 Gold	82
6.5 Silber	89
6.6 Kupfer	91
6.7 Nachwachsende Rohstoffe	93
7. Der Aktienmarkt	98
7.1 Das große Bild	98
7.2 Sotheby's	103
7.3 US-Präsidentschaftszyklus	104

7.4	Dekadenmuster	109
7.5	Rallymuster	112
7.6	Marktstruktur	114
7.7	Sentiment	116
7.8	Sektoren im Fokus	119
7.8	Leit-Aktienindizes	126
7.9.1	DAX	126
7.9.2	S&P 500	127
7.9.3	BRIC-Staaten	128
7.9.4	Peripherie-Staaten	130
7.10	Zeitprojektionen	133
8.	Fazit für den Finanzmarkt	134
9.	Unsere 10 Thesen für 2013	136
	Disclaimer	137
	Über uns	138
	Abbildungsverzeichnis	139

Editorial

Das Jahr 2012 war von schnellen Trendwechseln und einer Vielzahl politischer Interventionen gezeichnet. Das Jahr des Drachen war auch das Jahr des EZB-Präsidenten Mario Draghi, dessen verbale Interventionen in Europa ihre Wirkungen zeigten.

Innerhalb der vergangenen gut zwei Jahre wurde der Euro von den Titelblatt-Grafikern des Wochenmagazins DER SPIEGEL in den folgenden Situationen dargestellt.



08.03.2010



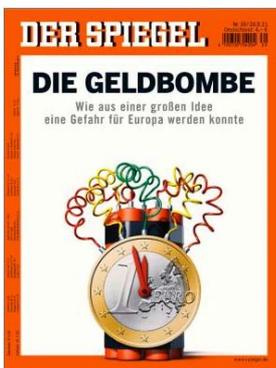
06.12.2010



20.06.2011
(Euro-Tief)



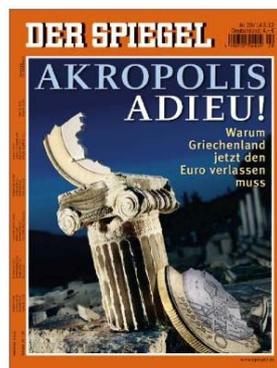
08.08.2011 (Während
der August-Panik)



26.09.2011 (nach der
August-Panik)



28.11.2011
(Angstzustand am
Jahresende 2011)



14.05.2012 (kurz vor
dem Tief der Peripherie-
Staaten)



25.06.2012 (kurz nach
dem Tief der Peripherie-
Staaten)

Der Euro

- zerschmolz
- wurde erschossen
- verstarb
- verbrannte
- wurde (fast) gesprengt
- zerbrach horizontal
- zerbrach vertikal
- verlor die Zahl

Dem Grafiker fiel beim vorerst letzten Titelblatt offenbar nichts mehr ein. Die "Zerbrech-Option" hatte er bereits für die beiden vorhergehenden Titelblätter verwendet. Also titelte er zwar "Wenn der Euro zerbricht", ließ aber lediglich die Zahl vom Euro abfallen. Kurz: Der Grafiker war mit seinem Latein am Ende.

Eine unserer Thesen aus dem Jahresausblick für 2012 lautete: "Der Euro bricht auch in 2012 nicht auseinander. Der politische Wille, an der europäischen Währung festzuhalten, bleibt ungebrochen." Durchaus vorstellbar erschien uns aber, dass Griechenland aus der Währungsunion ausscheidet. Nicht einmal das geschah.

"Glauben Sie mir, das wird reichen" (EZB-Chef Draghi in London am 26.07.2012).

"Der Euro ist unumkehrbar" (Draghi nach der Notenbanksitzung vom 06.09.2012).

Seitdem diese Sätze fielen, war die europäische Währung dem Spiegel kein Titelbild mehr wert.

Nachdem die EZB und die US-Notenbank im Spätsommer (September) noch einmal für Hochstimmung sorgten, richtete sich der Blickwinkel wieder auf Abstürze. Die Welt schaute fasziniert auf das Weltrekordvorhaben des Österreichers Felix Baumgartner, der aus 39 Kilometer Höhe auf die Welt zurücksprang. Dieser Sprung gelang erst im zweiten Anlauf und konnte in ähnlicher Form für ältere Semester bereits zum zweiten Mal beobachtet werden. Baumgartners Mentor Joseph Kittinger sprang 1960 – ebenfalls ein US-Wahljahr – wieder auf die Erde zurück. Damals präsentierte sich das Nachwahljahr positiv, ein Börsenabsturz folgte erst 1962.

Die Faszination des Absturzes trägt auch der jüngste James Bond – Film „Skyfall“ in seinem Titel, der seit Anfang November in den Kinos läuft. Aus der Faszination des Absturzes wurde an der Börse im November schnell die Angst vor der „Fiskalklippe“, die temporär schwand und vor Weihnachten von neuen Ängsten abgelöst wurde.

Einen schnellen Absprung sucht die Familie Malkin mit dem in 2013 zu erwartenden IPO des Empire State Building. Das Empire State Building ist ein Wahrzeichen New Yorks, erbaut und fertiggestellt in der Großen Depression 1931 und war über 40 Jahre das höchste Gebäude der Welt. Seit der Zerstörung des World Trade Centers 2011 ist das Gebäude das höchste Gebäude der Stadt. Die Eigentümerfamilie hatte dieses Wahrzeichen der Stadt 2010 erworben und plant damit einen relativ schnellen (Teil-) Ausstieg. Wenn ein solches Wahrzeichen an die Börse geht, dann deutet dies an, dass die Erholung des Immobilienmarktes bereits weit fortgeschritten ist.

„Man of the year“ im Jahr 2012 war für das US-Magazin TIME Barack Obama. Die zwei-malige Auszeichnung eines US-Präsidenten hat Tradition, denn zuletzt schafften dies auch Ronald Reagan, Bill Clinton und George W. Bush. Das Magazin begründete die Auszeichnung mit der Wiederwahl trotz vieler Hürden. Der Glanz der Auszeichnung beginnt schnell zu verblassen, wenn ein Thema wie der Haushaltsstreit ähnlich wie im Sommer 2011 bei der Anhebung der Staatsschuldengrenze zu einer Medienposse wird und sich die beiden Parteien nicht entsprechend einigen können.

Die Unfähigkeit der beiden Parteien in den USA deutet an, dass es den Amerikanern sowohl im Sommer 2011 als auch am Jahresende 2012 relativ gutging. Erst in der Not scheint der Zusammenhalt größer zu sein, denn dann heißt die Devise: Zum Wohle Amerikas und Partikularinteressen werden hinten angestellt.

Politische Aspekte – gerade von Seiten der Notenbanken – sorgten am Kapitalmarkt für temporäre, aber keine nachhaltigen Bewegungen. Die „Allmacht“ der Notenbanken hat ihre Grenzen, Rezessionen konnten noch nie verhindert werden. Insofern wären wir nicht überrascht, wenn der zuletzt sehr stark dominierende Faktor der Politik einem Höhepunkt entgegensieht und an Glanz verliert.

Mit unserem achten Jahresausblick für das Jahr 2013 wollen wir eine Orientierung für ein herausforderndes Umfeld bei der Kapitalanlage geben. Wir wünschen Ihnen viel Erfolg mit unserer Studie und hoffen, dass Sie für Ihre eigenen Überlegungen wertvolle Anregungen entdecken. Auch hoffen wir, Sie alsbald als Abonnent unserer Tagesausgabe begrüßen zu dürfen.

Oberursel, im Dezember 2012

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

1. Kalender

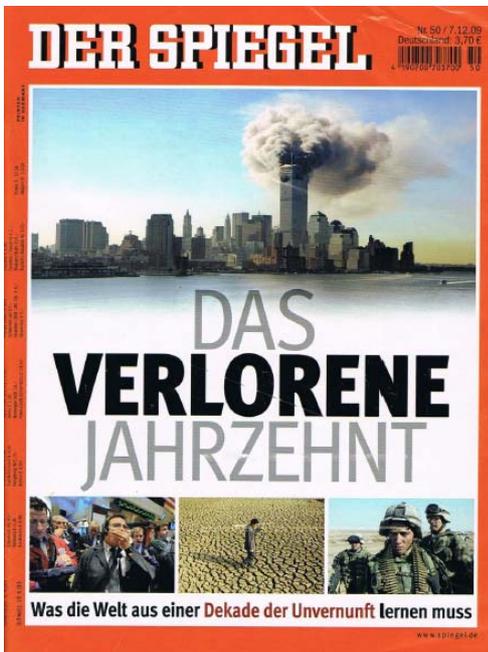
Das Jahr 2013 bringt in zwei wichtigen europäischen Staaten Parlamentswahlen. In Italien - mit Berlusconi als Kandidaten - wird im Februar gewählt. In Deutschland findet die Bundestagswahl im September statt. Kroatien wird am 1. Juli Mitglied der Europäischen Union. Nachfolgend ein Kalender für 2013 mit wichtigen Daten.

Kalender 2013	Ereignis
Januar	
01. Januar (Di)	Neujahrstag (D- und US-Feiertag)
10. Januar (Do)	EZB-Sitzung
18. Januar (Fr)	Veranstaltung Wellenreiter-Jahresausblick
20. Januar (So)	Amtseinführung Barack Obama
21. Januar (Mo)	Martin-Luther-King Geburtstag (US-Feiertag)
30. Januar (Mi)	Fed-Meeting
Februar	
07. Februar (Do)	EZB-Sitzung
10. Februar (So)	Chinesisches Neujahrsfest - Jahr der Schlange beginnt
18. Februar (Mo)	Washingtons Birthday (US-Feiertag)
25. Februar (Mo)	Parlamentswahl Italien
März	
07. März (Do)	EZB-Sitzung
15. März (Fr)	Großer Verfallstag
20. März (Mi)	Fed-Meeting/Frühlingsanfang
29. März (Fr)	Karfreitag (D- und US-Feiertag)
April	
01. April (Mo)	Ostermontag (D Feiertag)
04. April (Do)	EZB-Sitzung
Mai	
01. Mai (Mi)	Tag der Arbeit (D Feiertag) / Fed-Meeting
02. Mai (Do)	EZB-Sitzung
27. Mai (Mo)	Memorial-Day (US-Feiertag)
Juni	
06. Juni (Do)	EZB-Sitzung
14. Juni (Fr)	Präsidentschaftswahl Iran
19. Juni (Mi)	Fed-Meeting
21. Juni (Fr)	Großer Verfallstag /Sommeranfang

Kalender 2013	Ereignis
Juli	
01. Juli (Mo)	Kroatien wird EU-Mitglied
04. Juli (Do)	US-Unabhängigkeitstag (US-Feiertag) /EZB-Sitzung
31. Juli (Mi)	Fed-Meeting
August	
01. August (Do)	EZB-Sitzung
September	
02. September (Mo)	Labor Day (US-Feiertag)
05. September (Do)	EZB-Sitzung
18. September (Mi)	Fed-Meeting
20. September (Fr)	Großer Verfallstag
22. September (So)	Bundestagswahl Deutschland / Herbstanfang
Oktober	
02. Oktober (Mi)	EZB-Sitzung
30. Oktober (Mi)	Fed-Meeting
November	
07. November (Do)	EZB-Sitzung
28. November (Do)	Thanksgiving (US-Feiertag)
Dezember	
05. Dezember (Do)	EZB-Sitzung
18. Dezember (Mi)	Fed-Meeting
20. Dezember (Fr)	Großer Verfallstag
24. Dezember (Di)	Heiligabend (D Feiertag)
25. Dezember (Mi)	1. Weihnachtstag (D- und USA-Feiertag)
26. Dezember (Do)	2. Weihnachtstag (D Feiertag)
31. Dezember (Di)	Silvester

2. Jahre der Entscheidung

Vor drei Jahren verfassten wir unseren Jahresausblick 2010 inklusive eines Ausblicks auf die kommende Dekade. Damals zeigten wir das folgende Titelbild aus dem Dezember 2009.



Wir formulierten: "Wir sind uns ziemlich sicher, dass ein solches Titelbild im Dezember 2019 nicht erscheinen wird. Rückblickend aus 2019 dürfte in der zweiten Dekade das nachgeholt worden sein, was in der erste Dekade versäumt wurde: Nämlich zu Problemlösungen zu kommen. Die zweite Dekade eines Jahrhunderts ist häufig eine Dekade, in der eine „neue Ordnung“ entsteht: Man denke nur an den im Jahr 1714 beendeten spanischen Erbfolgekrieg, an den Wiener Kongress von 1814/15 im Gefolge der napoleonischen Kriege oder an den ersten Weltkrieg 1914 bis 1918. Diese Ereignisse zogen in vielen Belangen eine Neuordnung inklusive eines Neuanfangs nach sich.

Eine solche erscheint – mit Blick auf unser Finanzsystem – dringlicher den je. Ein Neuanfang kommt nicht allein: Er wird durch Ereignisse erzwungen. Das muss nicht notwendigerweise Krieg bedeuten. Wirtschaftliche Negativereignisse können stark genug sein, um die Staatengemeinschaft dazu zwingen, die Finanzwelt neu zu ordnen."

In den letzten Jahrhunderten war das **Jahr 14** von großer Bedeutung.

- Am 07.09.1714 ermöglichte der Friede von Baden ein endgültiges Ende des spanischen Erbfolgekrieges.
- Am 18.09.1814 begann der Wiener Kongress und legte schlussendlich die Grenzen in Europa neu fest.
- Am 28.07.1914 erfolgte der Eintritt von Österreich-Ungarn und Serbiens zum 1. Weltkrieg, dem weitere Länder folgten, der erst 1919 im Vertrag von Versailles mündete und später weitere Verwerfungen (Hyperinflation in Deutschland) mit sich brachte.

Die Jahr 2014 rückt allmählich in den Fokus. Florian Illies rief jüngst mit seinem Buch "*1913: Der Sommer des Jahrhunderts*" die unmittelbare Vorkriegszeit des ersten Weltkrieges in Erinnerung. Er stellte fest: Zwangsläufigkeiten gab es keine, die Geschichte hätte anders verlaufen können. Kommt jetzt ein Iran-Krieg, nachdem er bereits seit langem erwartet wird? Kriegereignisse treten überraschend auf. Würde ein Angriff vorher angekündigt, wäre der erhoffte Vorteil des Erstschlages dahin. Ein Kriegereignis ist kaum prognostizierbar. Es gibt immer auch andere Lösungen.

Wer will, kann weitere Parallelen finden: 1912 sank die Titanic, 2012 die Costa Concordia. Beide Unglücke geschahen aufgrund von dummen, vermeidbaren Fehlern.

Wir sind Anhänger der These von Mark Twain: Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich. Das Wort „Krise“ wird inflationär gebraucht, eine Verbesserung der generellen Situation der Finanzmärkte erscheint uns vorläufig unrealistisch. Das Jahr 2013 erscheint uns nicht prädestiniert für eine klare langfristige Entscheidung. Das neue Jahr ist im chinesischen Kalender das Jahr der Schlange und die Bewegungen der Schlange lassen weniger Tempo für das neue Kapitalmarktjahr erwarten.

Wir zitieren an dieser Stelle die letzten Sätze aus unserem Dekadenausblick, nicht zuletzt weil wir dieses Kapitel mit positiven Worten schließen wollen: "Nach den Turbulenzen in den ersten Jahren der neuen Dekade dürfte die Welt in der zweiten Hälfte der Dekade in ein ruhigeres Fahrwasser geraten. Nach einer schwierigen Phase der Neuordnung dürften am Ende der Dekade stabilere Verhältnisse herrschen als aktuell. Die Dekade wird keine verlorene Dekade sein."

2. Staatsschuldendebatte

Das Jahr 2012 war das Jahr der fallenden Renditen. Für Europa illustriert der folgende Chart der 2-jährigen Staatsanleihen vormals "gestresster" Staaten diese Entwicklung recht eindrucksvoll.

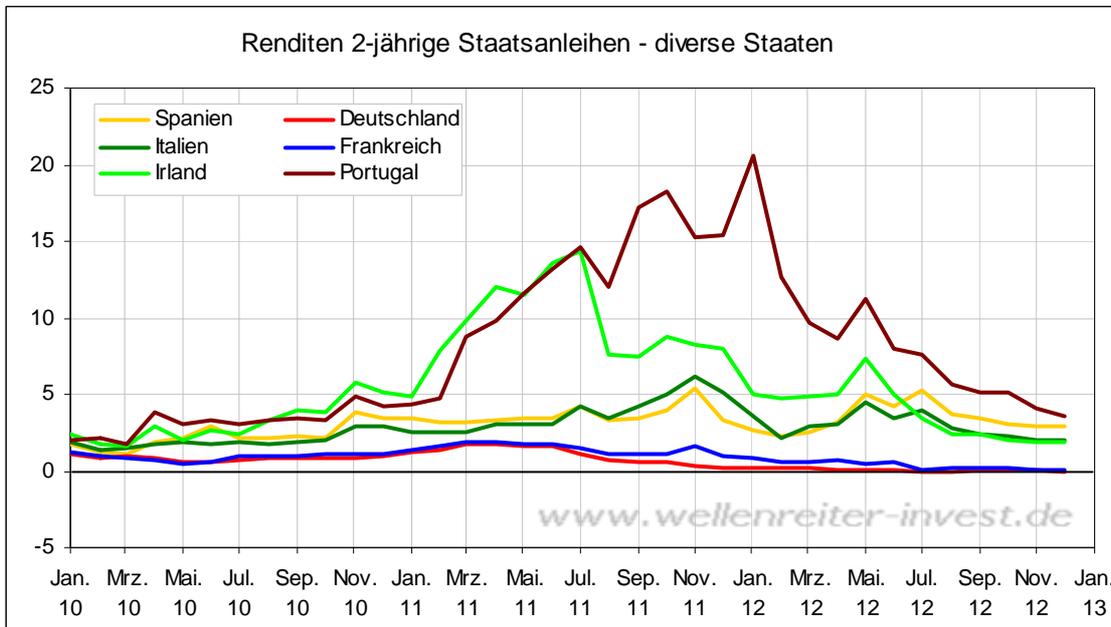


Abb. 2.1: Rendite 2-jährige Staatsanleihen "gestresste Staaten" plus Deutschland

Noch weiter fielen die Renditen in den Staaten, die als sichere Häfen angesehen werden. Die Rendite 2-jähriger französischer Anleihen nähert sich der Null-Linie. Im Jahr 2011 hätte man diese Entwicklung für undenkbar gehalten.

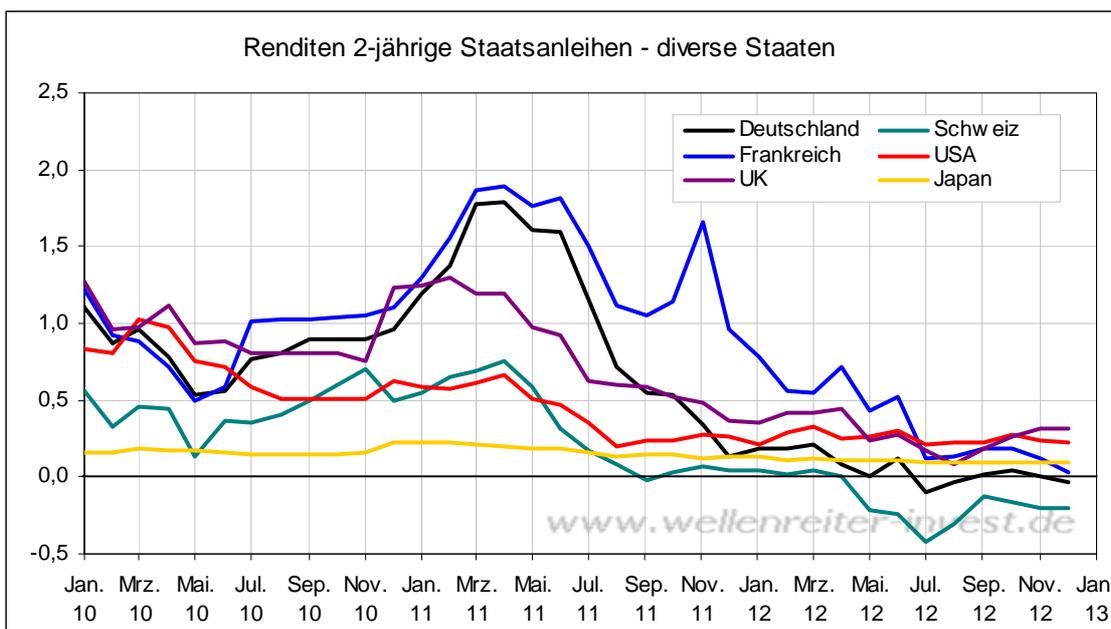


Abb. 2.2: Rendite 2-jährige Staatsanleihen "sichere Häfen"

In Folge dieser Entwicklungen erhält die Staatsschuldendebatte eine neue Qualität. Die Verschuldung sinkt nicht. Nach den Projektionen der EU-Kommission dürfte sie 2013 und 2014 auf hohem Niveau verharren.

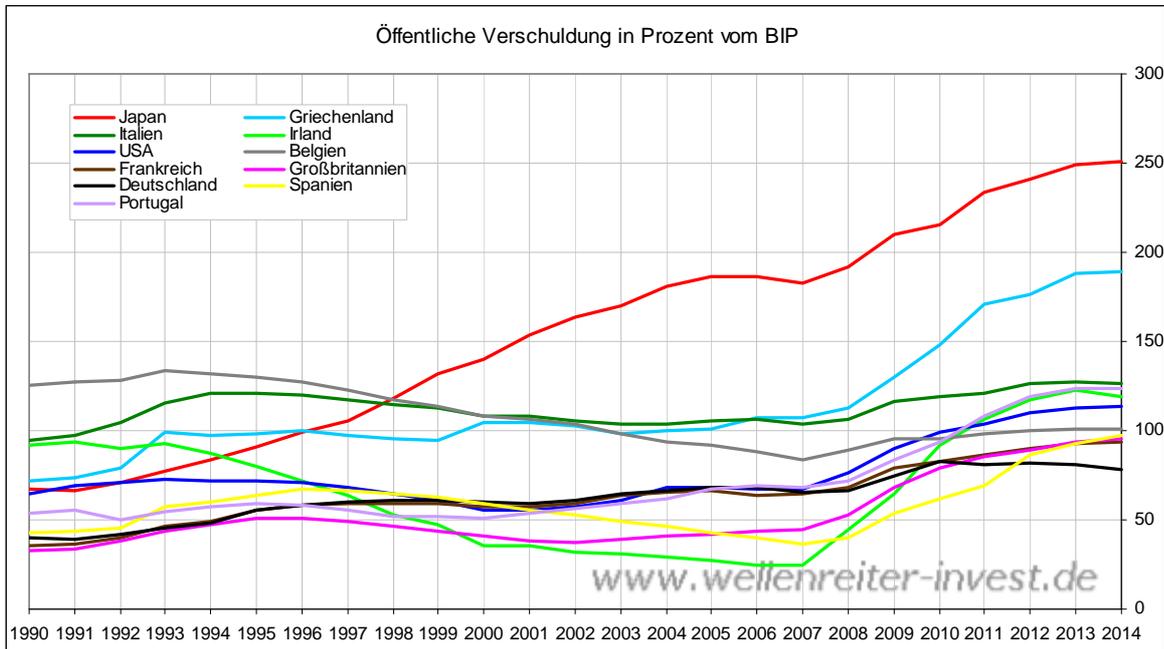


Abb. 2.3: Öffentliche Verschuldung in Prozent vom BIP

Es ist gut zu erkennen, dass ein wirtschaftlicher Abschwung den Schuldenstand pusht. Die Beispiele Griechenland, Spanien, Portugal oder Irland zeigen es. Kurz: Austerität erhöht die Staatsverschuldung sowohl absolut als auch in Prozent vom BIP. Der Grund liegt in der Verringerung der Steuereinnahmen einerseits (siehe Konsumsteuereinnahmen Griechenlands auf dem folgenden Chart) und in der BIP-Kontraktion.

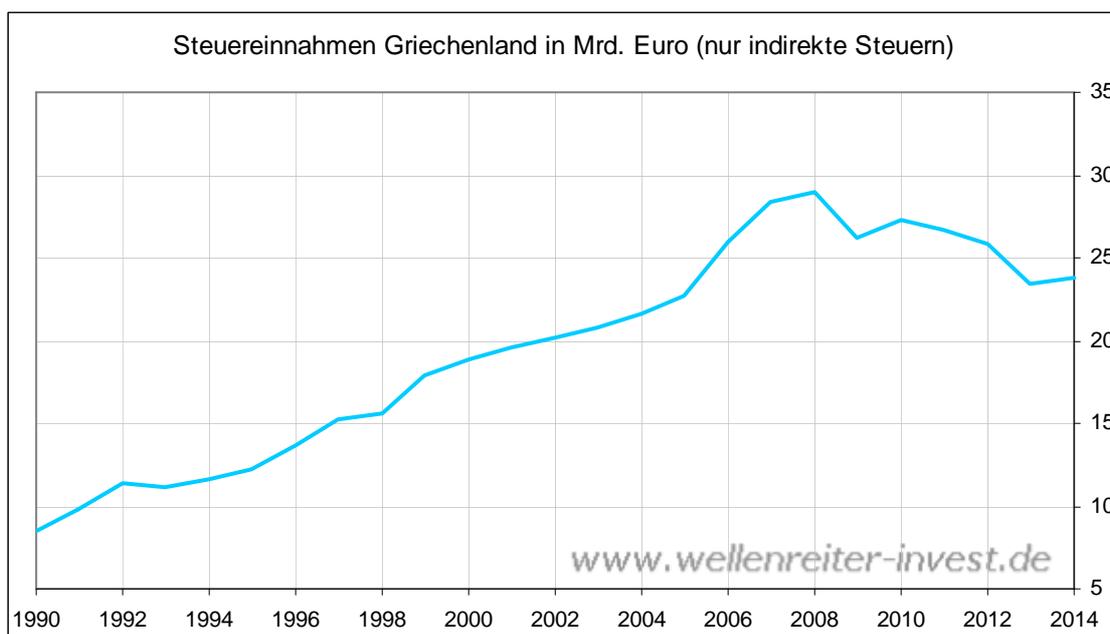


Abb. 2.4: Konsumsteuereinnahmen Griechenlands in Mrd. Euro

Ein Staat kann dann die Zinslast nicht mehr bewältigen, wenn sie 30% oder mehr der Steuereinnahmen ausmacht. Würde beispielsweise in Japan die Verzinsung (Mix aus 2jährigen und 10jährigen Zinsen) auf 2,1% steigen, so würde die Zinslast nicht mehr tragbar sein.

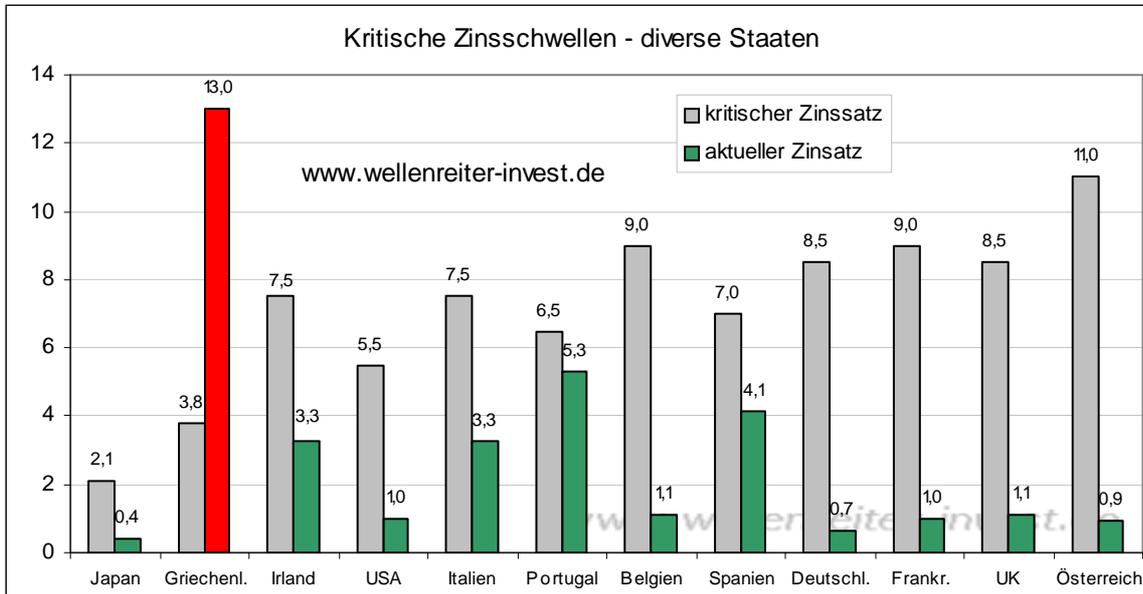


Abb. 2.5: kritische Zinsschwellen - diverse Staaten

Griechenland befindet sich jenseits von Gut und Böse. Alle anderen genannten Staaten befinden sich im grünen Bereich. Vergleichsweise entspannte Verhältnisse herrschen in Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Österreich. Diese Betrachtung entspricht nicht ganz den realen Verhältnissen, da wir einen 50/50 Mix aus aktuellen Renditen am kurzen und langen Ende annehmen. Jedoch müsste man - um zu einer exakten Berechnung zu kommen - pro Land eine Durchschnittsrendite bilden, die die gesamte Emission von Anleihen in den vergangenen Jahren incl. unterschiedlicher Zinssätze berücksichtigt. Aus diesem Grund dürften die Renditen von uns zu niedrig ausgewiesen werden. Aber es geht hier nicht um die exakte Wissenschaft, sondern um die Entwicklung eines Grundverständnisses für die Situation. Griechenland ist vom Kapitalmarkt abgekoppelt, erhält aber EU-seitig Kredite zu äußerst günstigen Konditionen. Damit tritt hier der Fall des "Lender of Last Resort" sein. Siehe auch diese Wellenreiter-Kolumne <http://www.wellenreiter-invest.de/WellenreiterWoche/Wellenreiter120731.htm>

Der nächste Chart zeigt die Entfernung einzelner Länder von der kritischen Schwelle.

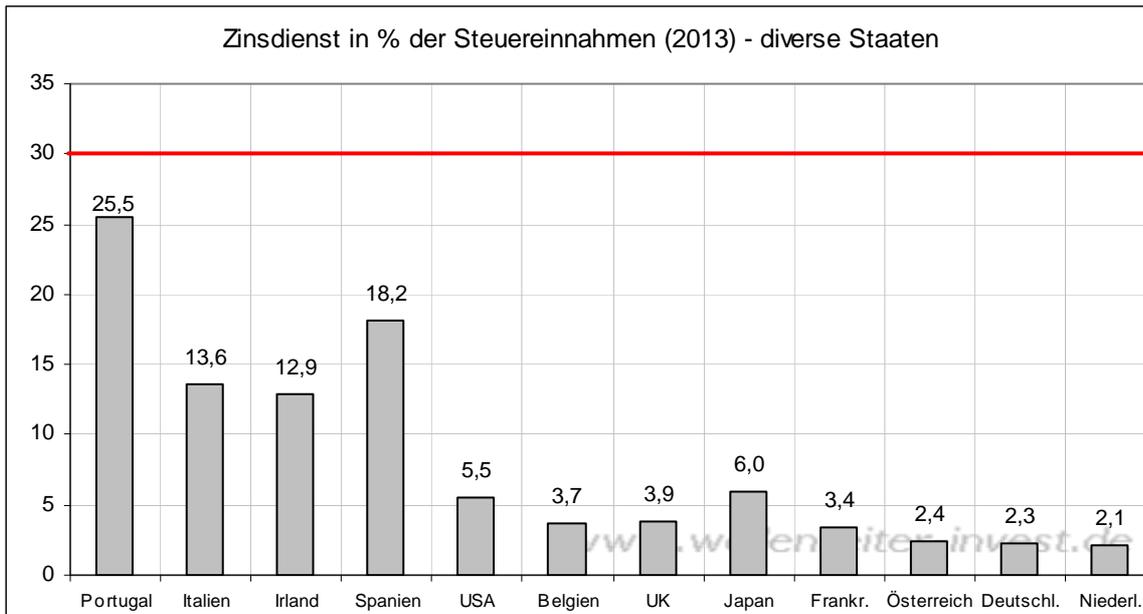


Abb. 2.6: Zinsdienst in % der Steuereinnahmen

Umkehrt kann man sich fragen, wie hoch die Schulden in Prozent vom BIP steigen können, bis der Zinsdienst untragbar wird. Japan trägt eine Schuldenlast von 250 Prozent vom BIP. Verfünfachen wir diese Zahl doch einfach mal auf 1.250 Prozent und schauen, was geschieht. 1.250 Prozent entspricht einer Staatsverschuldung von 60 Billionen Euro. Zum Vergleich: Die Staatsverschuldung Deutschlands beträgt Ende 2012 etwa 2,2 Billionen Euro. 60 Billionen, das kann Japan doch unmöglich schultern, so möchte man meinen. Aber bei einem Zinssatz von 0,4 Prozent geht das. Der Zinssatz würde in diesem Fall 30 Prozent der Steuereinnahmen verbrauchen. Das würde etwas oberhalb des auf der Grafik gezeigten Portugal-Wertes liegen.

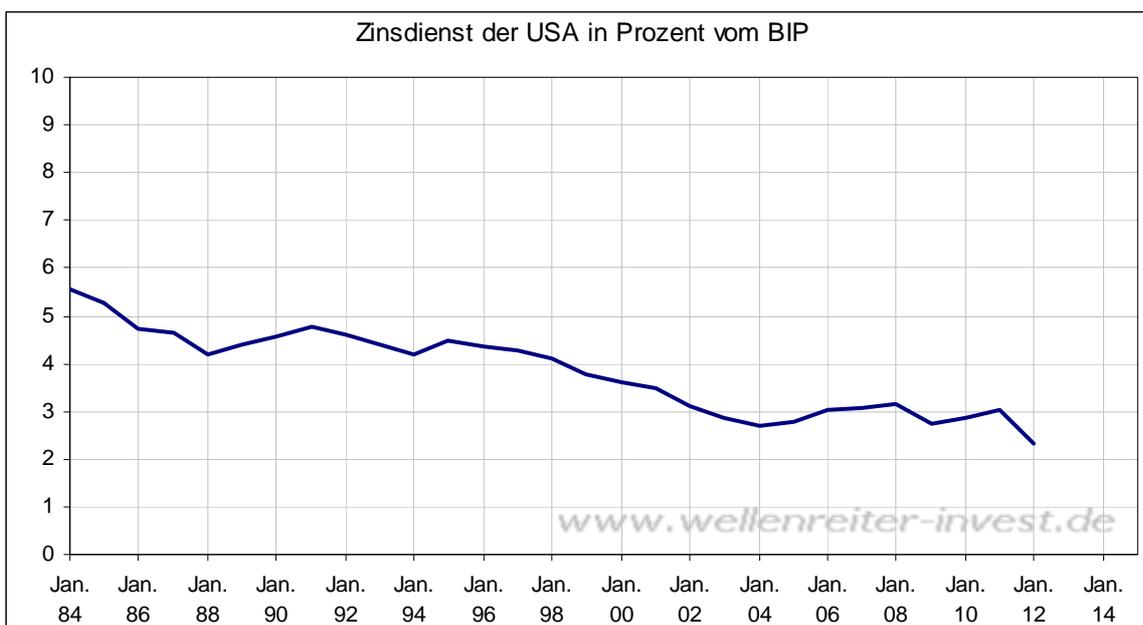


Abb. 2.7: Zinsdienst der USA in Prozent vom BIP

Der tatsächliche - aus offizieller US-Quelle generierte - Verlauf des Zinsdienstes in Prozent vom BIP (nicht wie oben von den Steuereinnahmen) zeigt, dass die USA trotz steigender Staatsverschuldung Jahr für Jahr weniger Geld für den Zinsdienst im Haushalt einplanen müssen.

Je niedriger der Zinssatz, desto mehr geht die Schuldentragfähigkeit gegen unendlich. In Deutschland beträgt die Rendite im Bereich bis zu 2 Jahren bereit null Prozent oder weniger. Würde die Rendite im zehnjährigen Bereich auch auf null Prozent fallen, so könnte Deutschland seinen Schuldenstand theoretisch unendlich ausbauen, ohne dass ein Zinsdienst geleistet werden muss. Es wäre - aus Staatssicht - das Paradies auf Erden. Man könnte sich unendlich viel leisten. Geld wäre nicht nur billig, es wäre sogar umsonst. Unter derartigen Umständen müsste eine Währung völlig den Bach runter gehen. Aber man sieht am japanischen Yen, dass dies nicht der Fall ist.

Doch gerade Japan ist ein gutes Beispiel dafür, dass ein Dreh der Zinsen in die andere Richtung schnell zum Problem werden kann. Ein Zinssatz von 2,1% würde beim aktuellen Schuldenstand die kritische Zinsschwelle auslösen.

Das Geldsystem bewegt sich auf einem kritischen Pfad. Will man nicht den Umbau des Finanzsystems inklusive eines Neustarts, so gibt es nur einen Weg raus. Und der heißt: Staaten besorgen sich für lange Zeit viel Geld für wenig Zinsen. Das machen Sie so lange, bis die Zentralbanken die Schulden aufgekauft haben. Tatsächlich entsteht ja in Großbritannien und den USA (und wohl auch Japan) de facto keine Neuverschuldung mehr, weil diese Zentralbanken jährlich Milliarden- bis Billionensummen für den Kauf von Staatsanleihen ausgeben.

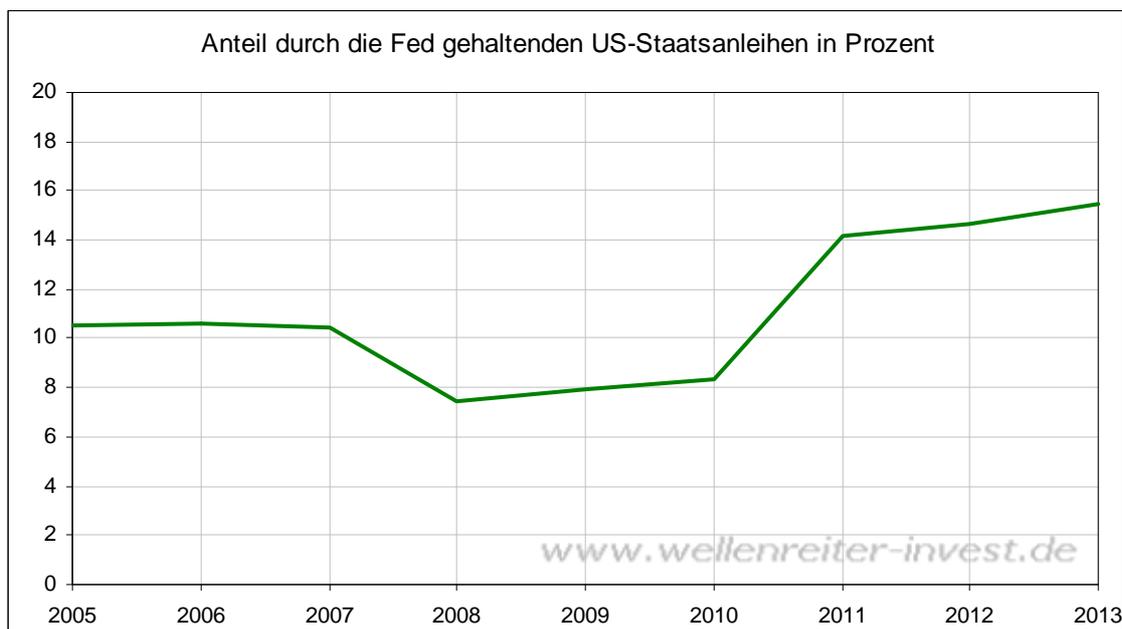


Abb. 2.8: Anteil der durch die Fed gehaltenen US-Staatsanleihen in Prozent

Während die US-Notenbank knapp 16% der US-Staatsverschuldung aufgesaugt hat, hält die Bank of England mittlerweile 30% der britischen Staatsverschuldung. Für Japan liegen keine aktuellen Zahlen vor. Für das Jahr 2009 wurde für die Bank of Japan ein Gläubigeranteil in Höhe von knapp 10% der Staatsverschuldung angegeben. Die japanische Postbank - bzw. deren Kunden - ist der bei weitem größte Gläubiger. Die EZB agiert zurückhaltend. Sie dürfte etwa 2% der Staatsverschuldung Eurolands in ihre Bilanz genommen haben.

Am Ende des Tages gehört den Zentralbanken ein Großteil dieser Schulden. Würde beispielsweise die US-Zentralbank ihre Anstrengungen verdoppeln und - anstelle derzeit einer Billion - zwei Billionen US-Dollar pro Jahr für den Ankauf von Staatsanleihen ausgeben, so würden die USA bereits um das Jahr 2020 herum schuldenfrei sein. Mit anderen Worten: Die Staatsverschuldung würde komplett in der Fed-Bilanz verschwinden. Dann gälte es nur noch, die Staatsverschuldung mittels eines negativem Eigenkapitals zu annullieren.

Bundesbankpräsident Jens Weidmann hatte beiläufig im März 2012 in einem Interview erwähnt, dass "einige Zentralbanken mit negativem Eigenkapital" arbeiten. Wenn ein Unternehmen mit einem Eigenkapital von 100.000 Euro uneinbringliche Forderungen von einer Million Euro hätte und diese abschreiben müsste, wäre das Unternehmen insolvent. Es hätte ein negatives Eigenkapital von 900.000 Euro. Eine Zentralbank hingegen ist nicht nur der letzte Schuldner, sondern auch der letzte Gläubiger. So wie eine Zentralbank aus dem nichts Geld drucken kann, kann sie auf Forderungen in praktisch unbegrenzter Höhe verzichten. Es wird einfach nur ein Minuszeichen vor das Eigenkapitalkonto gesetzt. Die Schranke ist lediglich diejenige des "Moral Hazards" und der Abschätzung der Auswirkungen eines solchen Tuns.

Während des gesamten Ankaufprozesses würde der Zinssatz am kurzen und langen Ende sehr niedrig bleiben. Zum Schluss bestimmt die Fed allein, wie hoch der Zinssatz ist, weil kein privater Investor mehr US-Staatsanleihen halten würde. Das private Geld würde in andere Anlageklassen gedrängt werden. Edelmetalle, Rohstoffe und Aktien dürften profitieren. Es wäre der Treppenwitz der Geschichte, wenn bis dahin immer noch keine starke Inflation entstehen würde.

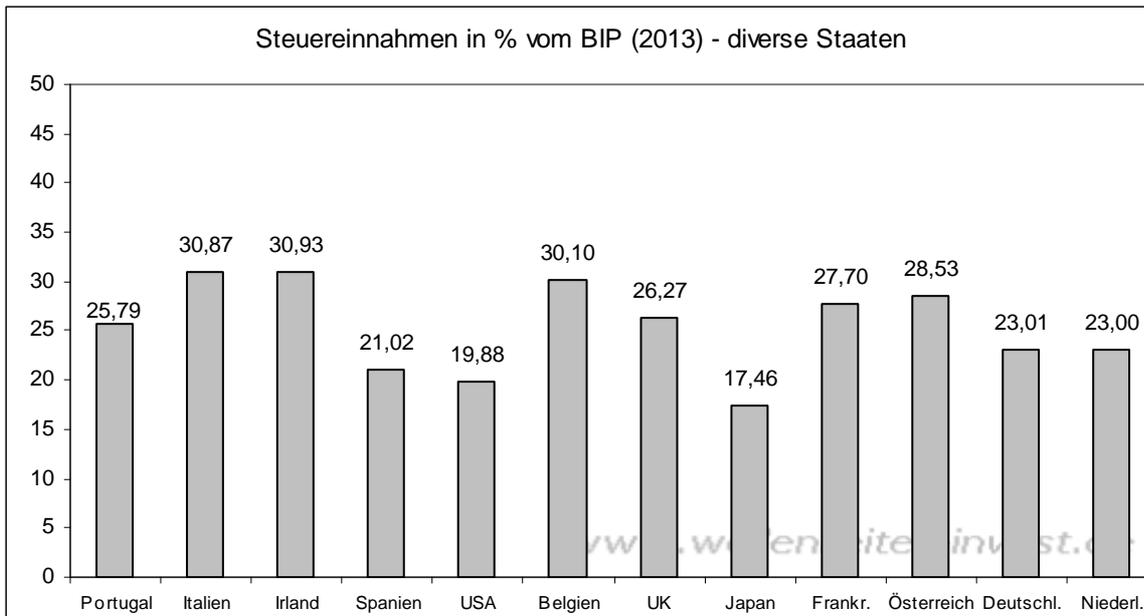


Abb. 2.9: Steuereinnahmen in Prozent vom BIP

Bei der Frage, ob die Staaten ein Problem mit zu hohen Ausgaben oder zu niedrigen Einnahmen haben, geht die Antwort zwar zu einem „Sowohl, als auch“. Auffällig sind die niedrigen Steuereinnahmen Japans und der USA, die als einzige Staaten unterhalb der 20%-Schwelle liegen.

Möglichkeiten zur Einnahmensteigerung gäbe es zahlreiche. In Japan liegt der Mehrwertsteuersatz lediglich bei 5%, in Europa liegt er im Bereich von 20%. Der Spitzensteuersatz in den USA befindet sich mit 43,2% zwar auf einem eher durchschnittlichen Niveau, besitzt aber ebenfalls Spielraum in Richtung 50%. Am Ende der 70iger Jahre betrug er 70%. Die Einschränkung von Steuervergünstigungen wie die geringe Besteuerung des Kapitals ist u.a. Gegenstand der aktuellen Debatte der US-Haushaltspolitik. Gewisse Steuererhöhungen sind im Hinblick auf die Einnahmesituation des Staates wünschenswert und unvermeidlich.

Das größere Problem ist der fehlende Mut der jeweils regierenden Politiker vor unpopulären Maßnahmen. Ein Staat besitzt eine Vielzahl von Möglichkeiten, höhere Steuern einzutreiben. Auf Unternehmensebene wäre das ebenfalls möglich, in der Umsetzung aber schwieriger, da die Großunternehmen Steueroptimierungsspezialisten sind und mit Töchtergesellschaften in Niedrigsteuerländern wie den Kanalinseln oder den Cayman Islands agieren. Einen nominalen Schuldenabbau hatten wir bereits im Jahresausblick 2012 als Utopie bezeichnet, das Erreichen einer Stagnation der nominalen Schuldenniveaus ist als „Vision“ ein herausforderndes Unterfangen für die amtierenden Politiker.

Während die Staaten ihre Verschuldung deutlich ausgebaut haben, verhalten sich die US-Privathaushalte nach dem Platzen der Immobilienblase wie im Lehrbuch: Die nominale Verschuldung wurde seit dem Jahr 2007 nicht mehr vertieft, der Trendverlauf stagniert.

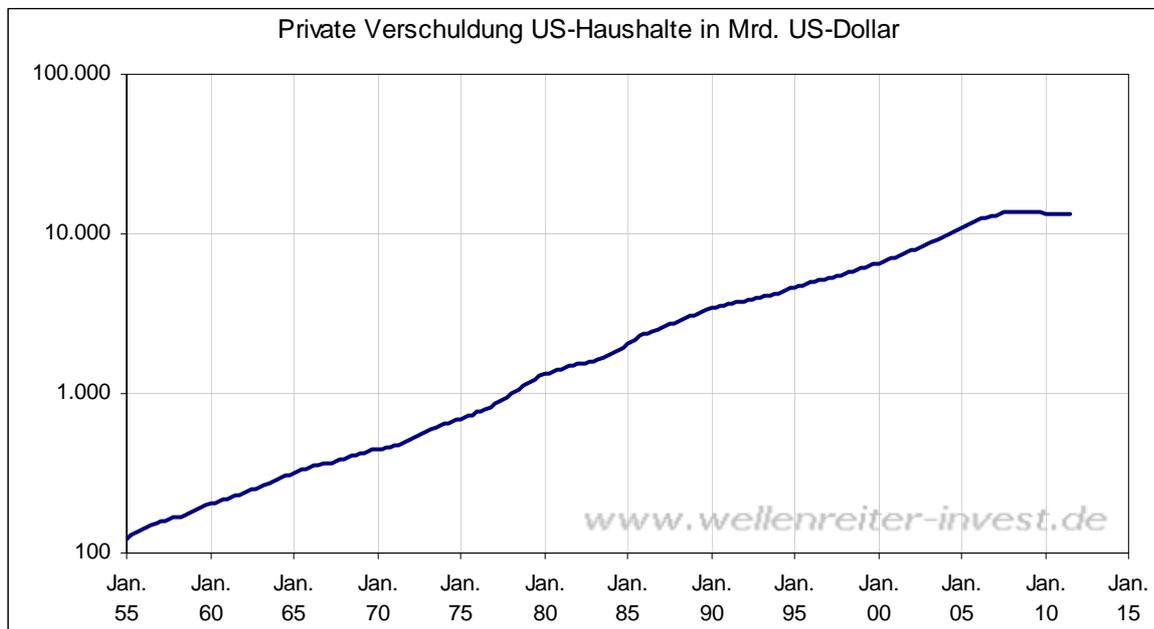


Abb. 2.10: Verschuldung US-Haushalte

Da das BIP seit 2007 anstieg, verringerte sich die Verschuldung der US-Haushalte in Prozent vom BIP um immerhin 10 Prozentpunkte (folgender Chart).

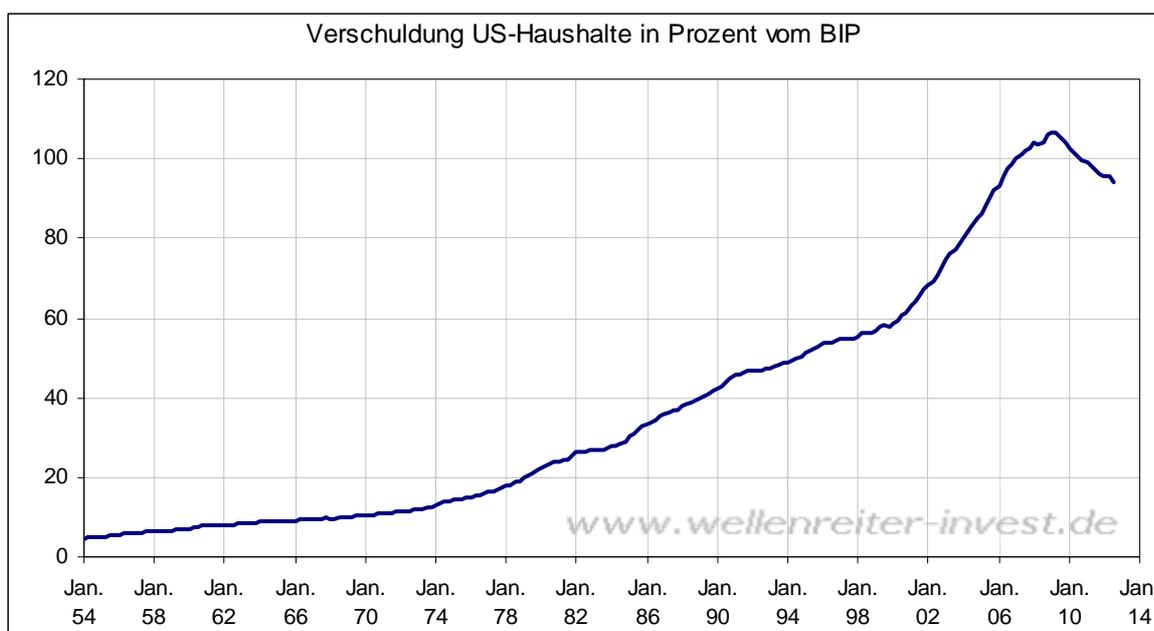


Abb. 2.11: Verschuldung US-Haushalte in Prozent vom BIP

Diese Form des Schuldenabbaus sollte auch auf Sicht der kommenden Jahre anhalten, da das Niveau historisch weiterhin als sehr hoch bezeichnet werden muss.

Die Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte konnten dank leichtem nominalen Schuldenabbau, Rekordniedrigzinsen, und niedrigvolumigem Hausbaugeschäft auf etwa 10,5 Prozent vom verfügbaren Einkommen zurückgefahren werden. Dies sind nahezu Rekord-Niedrigwerte (folgender Chart).

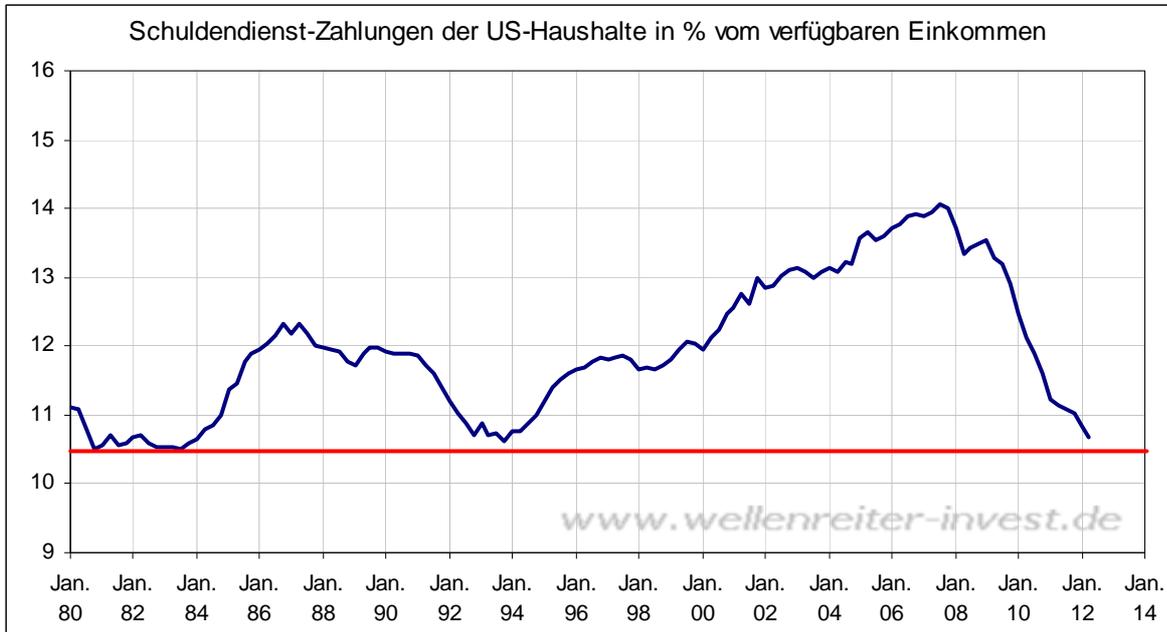


Abb. 2.12: Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte

Während die nominale Verschuldung der US-Privathaushalte historisch immer noch hoch ausfällt und übergeordnet weiterhin korrekturbedürftig wirkt, ist das mittlerweile erreichte relativ niedrige Niveau der Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte ein Positivfaktor dafür, dass in den kommenden Jahren die Konsumeinschränkungen nicht so stark ausfallen müssen – zumindest solange das Niedrigzinsumfeld anhält.

Fazit: Während die öffentliche Verschuldung weiterhin steigt, fällt die Verschuldung der Privathaushalte prozentual zum BIP. Dieses Verhaltensmuster ist kein US-spezifisches Thema, sondern auch in Japan zu beobachten. Die Erwartung eines nominalen Schuldenabbaus erscheint aus historischer Sicht unrealistisch. Ein wichtiger Bestandteil in der Diskussion über Staatsschulden ist das Agieren der jeweiligen Notenbanken als „Lender of last resort“. Die EZB hat diese Rolle im Jahre 2012 zumindest verbal angenommen, um rückläufige Zinsen für die europäischen Staaten zu erreichen. Das Thema Schuldenkrise wird auch in 2013 periodisch immer wieder auftauchen. Das Aufbrechen einer neuen Krise in Form eines europäischen Kernlandes oder in Japan ist aktuell nicht erkennbar. Japan allerdings ist weiterhin ein Kandidat für ein Negativereignis.

3. Konjunkturentwicklung

3.1 USA

Im Jahresausblick für 2012 schrieben wir: "Der Konjunkturtrend ist abwärts gerichtet. Wir sehen das Jahr 2012 als ein Jahr der „Agitation“ der Notenbanken, die Leitzinsen senken oder weitere Stimulierungen vornehmen. Sie dürften damit einen neuen Hoffnungszyklus und somit einen temporären Aufschwung initiieren."

Wir erwarteten die Stimulierung für die Jahresmitte 2012. Mit „Operation Twist 2“ kam im Juni in den USA ein erster Impuls, dem zwei weitere folgen sollten. Zum ersten Mal nach dem zweiten Weltkrieg agierte die US-Zentralbank ab September prozyklisch. Das Nennen von Konjunkturzielen (Gas geben, bis die Arbeitslosigkeit auf 6,5% gefallen ist oder die offizielle Inflationsrate 2,5% erreicht) setzte der Geldpolitik der Fed im Dezember die Krone auf.

"Don't fight the Fed" lautet das Sprichwort. Die Frage ist, ob dies auch die Anleger glauben. Denn direkt nach den Entscheidungen wurden jeweils Verkäufe verzeichnet.

Kann die US-Notenbank mit ihren weiteren geldpolitischen Maßnahmen einen neuen Aufwärtszyklus einleiten oder sind ihre Maßnahmen lediglich temporäre Strohfeder? Wenn man sich die Entwicklung des Frühindikators des Economic Cycle Research Institutes anschaut, kann man zu der Annahme eines Aufschwungs kommen.

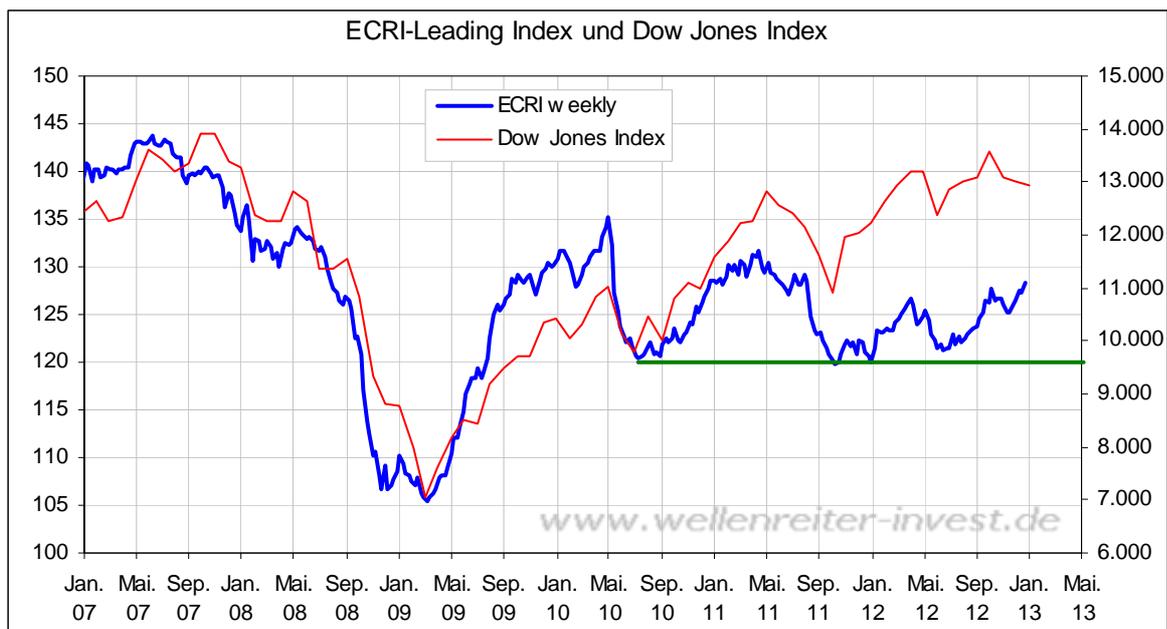


Abb. 3.1: ECRI-Leading-Index und Dow Jones Index

Der Indikator sank in den vergangenen Jahren mehrfach auf die Marke von 120 Punkten (grüne Linie obiger Chart). Eine Unterschreitung der Linie wäre ein Indiz für das Auftreten einer neuerlichen Rezession gewesen. Dazu kam es aber nicht. Ende Juni 2012 erreichte der Frühindikator zum dritten und vorläufig letzten Mal knapp diese Linie, nur um anschließend nach oben zu steuern. Ende Dezember 2012 befand sich der Indikator auf dem höchsten Stand seit August 2011. Eine Rezession ist nicht zu erkennen, auch wenn das ECRI diese bereits Ende September 2011 ausrief und auch im Dezember 2012 noch immer propagierte.

Die US-Einkaufsmanagerindizes bewegen im Bereich von 50 bis 55 Punkten. Der Trend ist seit dem Frühjahr 2011 abwärts gerichtet. Der für die US-Wirtschaft sehr wichtige Service-Index zeigt sich dabei stabil und oszilliert seitwärts.

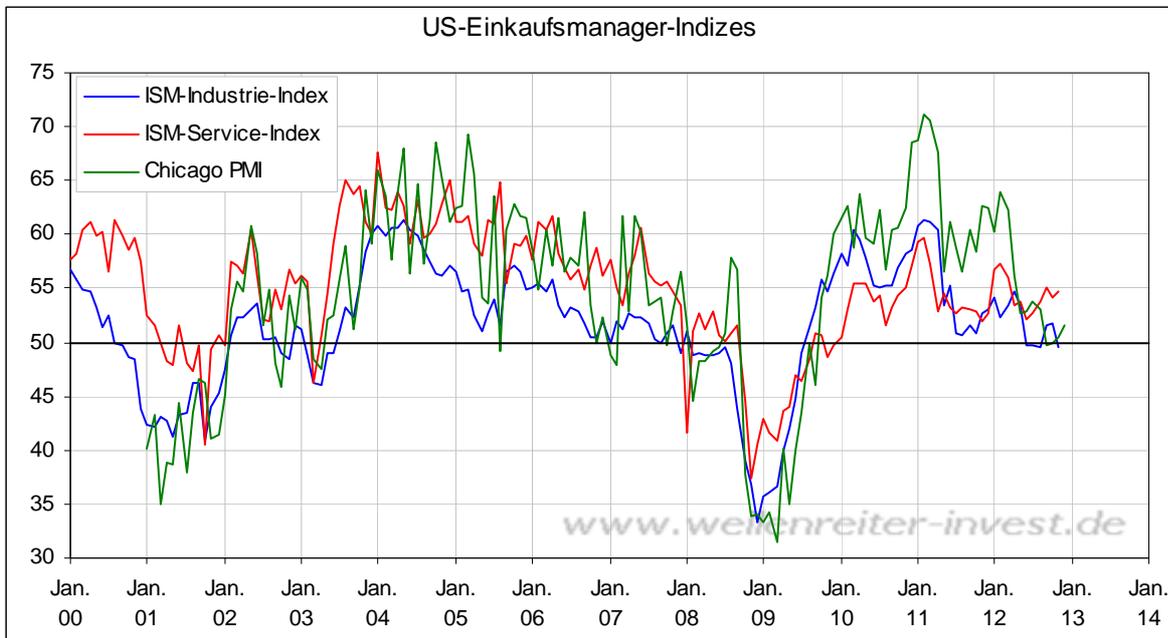


Abb. 3.2: ISM-Indizes und Rezessionen

Die Einkaufsmanagerindizes bleiben damit in der Summe auf einem Expansionsniveau für die US-Wirtschaft, auch wenn sie deutlich an Dynamik verloren haben.

Der folgende Chart zeigt den Zusammenhang zwischen der Bewegung des Realzinses und US-Rezessionen.

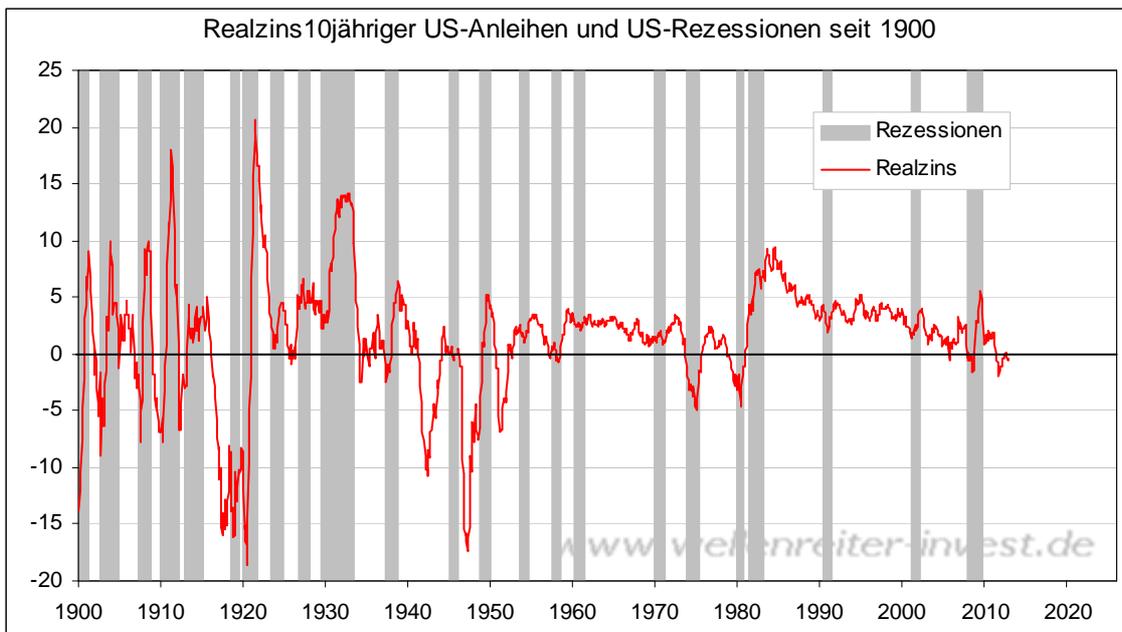


Abb. 3.3: US-Realzins und US-Rezessionen

Ein fallender oder negativer Realzins entwertet das Sparvermögen der Bevölkerung. Wenn die Bevölkerung in solchen Phasen nicht ausreichend Kredite anzapft, sind Rezessionen die Folge. In den vergangenen 110 Jahren wurde 14mal ein negativer Realzins notiert (ausgenommen die lediglich kurzzeitig negativen, um den Nullpunkt oszillierenden Realzinsen). Von diesen 14 Ereignissen standen 10 in einem unmittelbaren Zusammenhang mit einer US-Rezession.

Ein geringerer Konsum und damit auch eine höhere Wahrscheinlichkeit für Rezessionen sind die Folge. Der aktuelle Zusammenhang zwischen US-BIP-Wachstum und dem Realzins erschließt sich mit Hilfe des folgenden Charts.

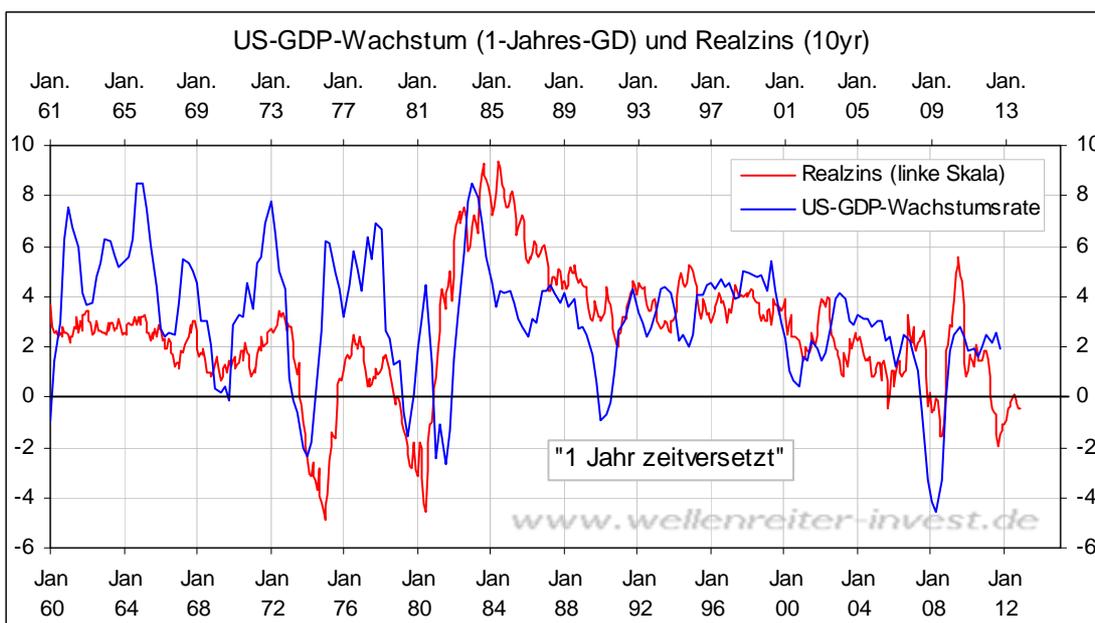


Abb. 3.4: US-BIP-Wachstum und Realzins

Im Jahr 2011 fiel der Realzins deutlich, in 2012 erholte er sich zum Teil. Traut man dem um einen Jahr zeitversetzten Zusammenhang zwischen Realzins und US-BIP, so besteht ein erhöhtes Rezessionsrisiko. Auf jeden Fall sollte das Wirtschaftswachstum niedriger ausfallen als im Jahr 2012. Eine Rezession kann nur verhindert werden, wenn die US-Amerikaner ausreichend Kredite aufnehmen. Denn das frei verfügbare Einkommen entwickelt sich schwach (folgender Chart).

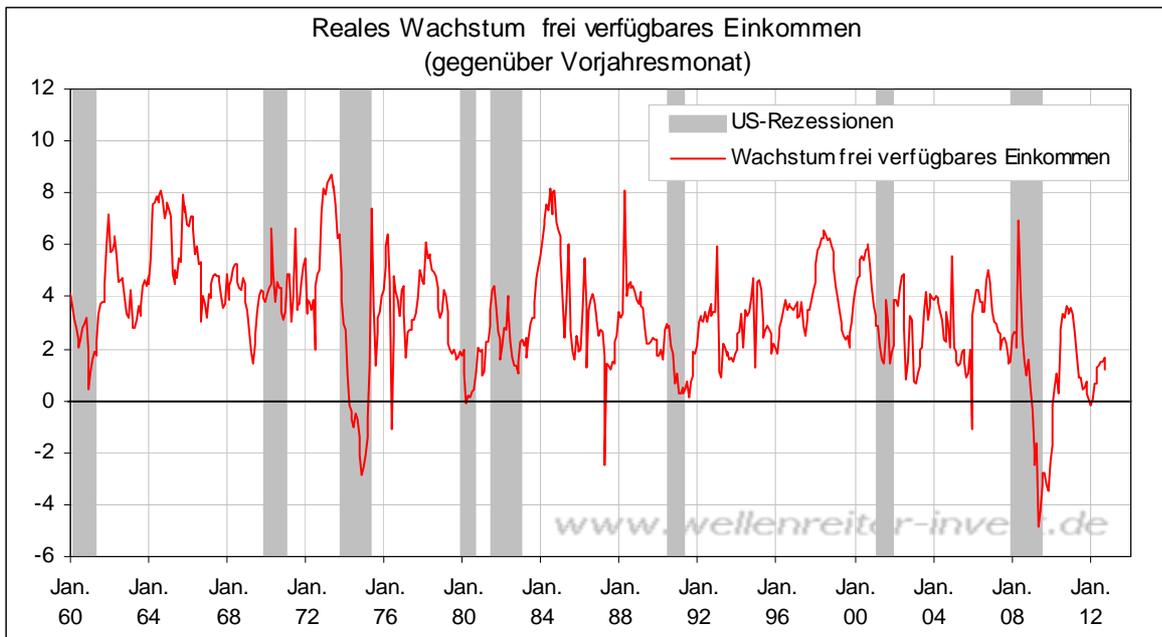


Abb. 3.5: Reales Wachstum frei verfügbares Einkommen

Das Kreditwachstum der Verbraucherkredite bewegt sich mit einem Plus von 6 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat am unteren Ende einer Normal-Handelsspanne. Diese lässt sich zwischen den Marken von 5 bzw. 10 Prozent definieren (blaue Linien folgender Chart).

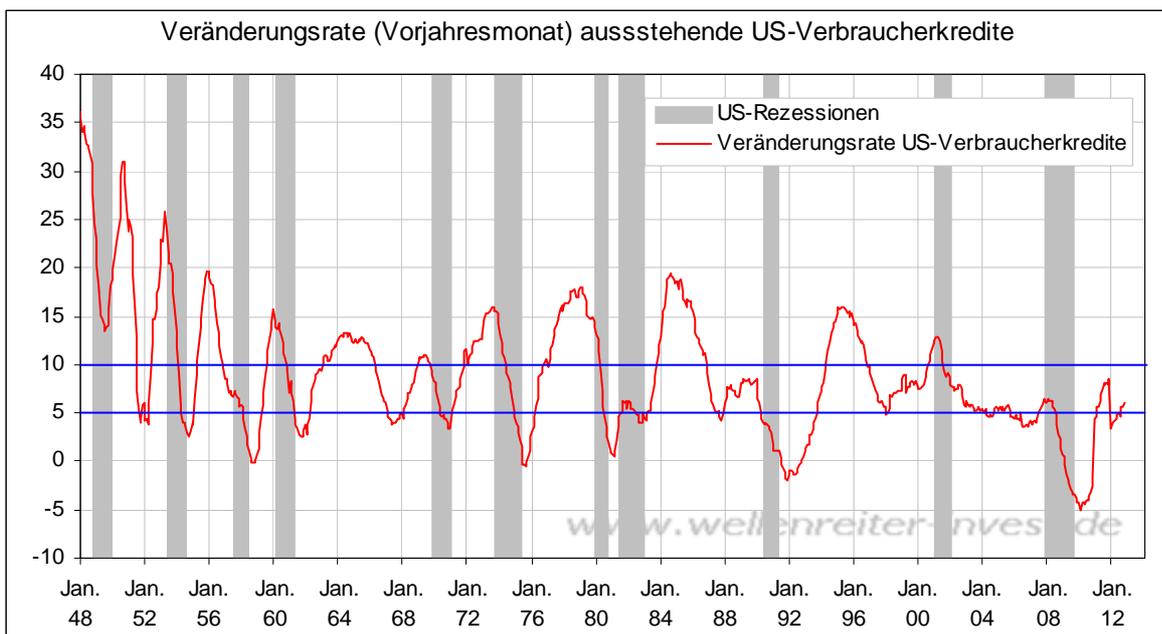


Abb. 3.6: Veränderungsrate ausstehende Verbraucherkredite

Ein erstes Zwischenfazit ergibt, dass der ECRI Frühindikator nicht auf eine Rezession hinweist. Die US-Einkaufsmanagerindizes bewegen sich ebenfalls nicht auf Rezessionsniveau, aber sehr expansiv schauen sie nicht aus. Der fallende Realzins "schliff" im Jahr 2011 die Einkommen der US-Bürger. 2012 blieb der Realzins negativ, auch wenn er sich leicht erholte. Mit geringem Wirtschaftswachstum und negativem Realzins hat das frei verfügbare Einkommen keine Chance auf einen nachhaltigen Anstieg. Eine Kreditexpansion im privaten Sektor ("Kauf auf Pump") müsste dafür einen Ausgleich schaffen. Dies erfordert aber, dass der Verbraucher tatsächlich Konsumentenkredite aufnimmt. Im Vergleich zur US-Nachkriegshistorie bleibt die Kreditaufnahme unterdurchschnittlich.

Der Blick auf den US-Arbeitsmarkt erklärt einen Teil der Zurückhaltung. Die Erstanträge zählen zu den voraus laufenden Indikatoren. In 2012 hielten sich die Erstanträge in einer Seitwärtsspanne auf. Diese reichte aus, um die Arbeitslosenquote langsam sinken zu lassen. Im aktuellen Zyklus passt sich die Arbeitslosenquote dem Rückgang der Erstanträge nur langsam an. Wir nehmen nicht an, dass die Quote von 6,5% in 2013 erreicht werden wird.

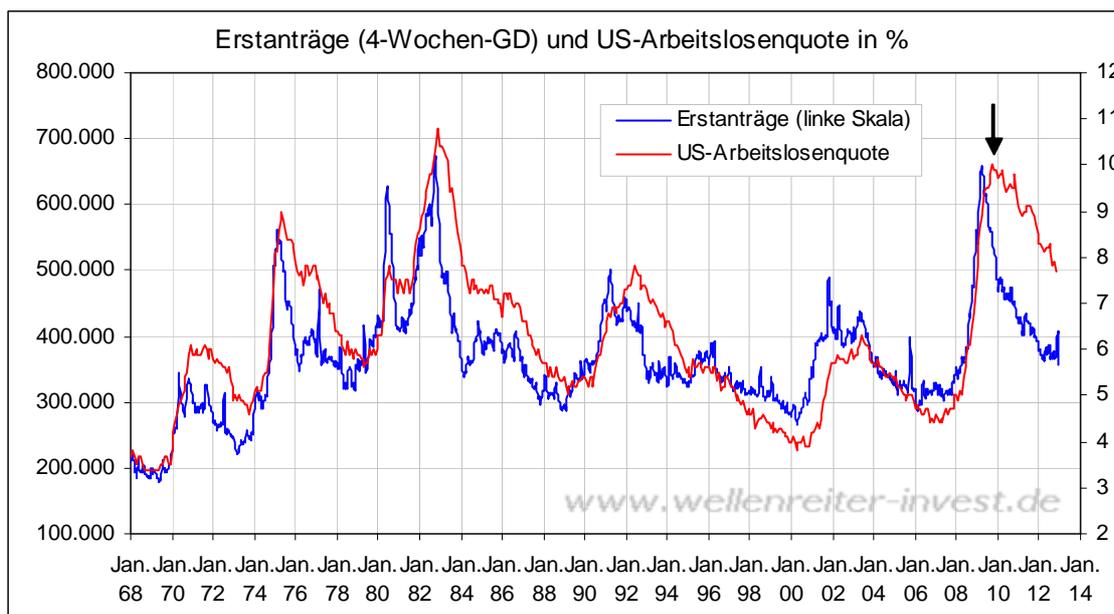


Abb. 3.7: US-Erstanträge und Arbeitslosenquote

Die alternative Arbeitslosenquote, in der die entmutigten Personen mit einbezogen sind, verbleibt mit einem Wert 14,4% auf einem hohen Niveau.

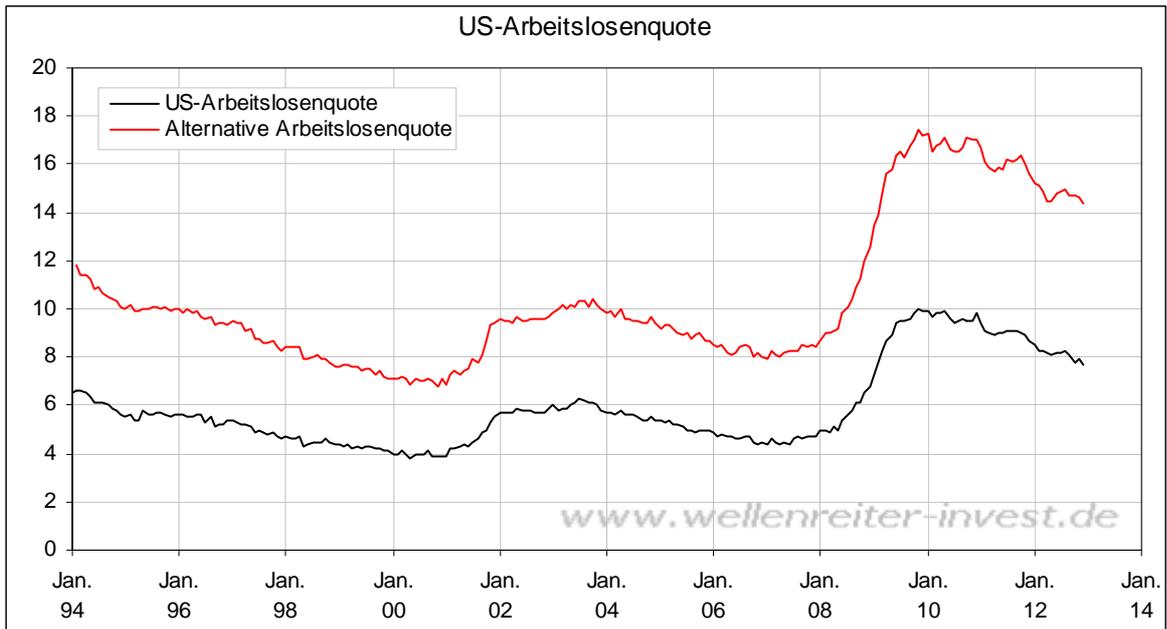


Abb. 3.8: US-Erstanträge und Arbeitslosenquote

Noch stärker gilt dies für die mittlere Dauer der US-Arbeitslosigkeit. Sie bewegt sich bei 40 Wochen und damit nahe dem Höchststand.

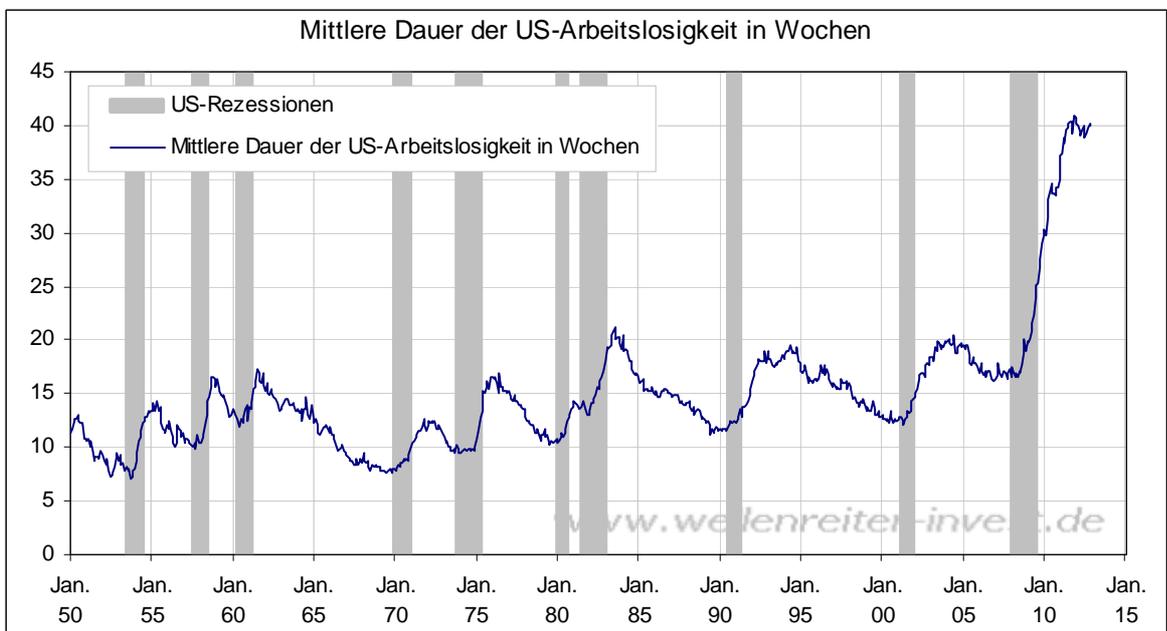


Abb. 3.9: Mittlere Dauer der US-Arbeitslosigkeit in Wochen

Unter diesen Umständen erscheint es wahrscheinlich, dass die amerikanische Zentralbank die Zügel der Geldpolitik noch längere Zeit locker lassen wird.

Man kann sich die Frage stellen, welchen Einfluss die US-Zentralbank auf die Wirtschaftsentwicklung tatsächlich ausüben kann. Man sollte zwischen zwei Effekten unterscheiden. Der eine Effekt betrifft das Pumpen von Geld in den Wirtschaftskreislauf. Der massive Ankauf der US-Staatsanleihen durch die Fed hatte keinen positiven direkten Effekt. Denn dieses Geld findet seinen Weg direkt auf die Überschusskonten der Banken bei der Fed. Betrachtet man die Bilanzsumme der US-Zentralbank und zieht davon das Geld ab, was auf die Überschusskonten floss, so zeigt sich, dass sich Ende 2012 weniger Geld im Wirtschaftskreislauf befindet als im Herbst 2009. Gleichzeitig befindet sich nicht mehr Geld im Wirtschaftskreislauf als Anfang 2011.

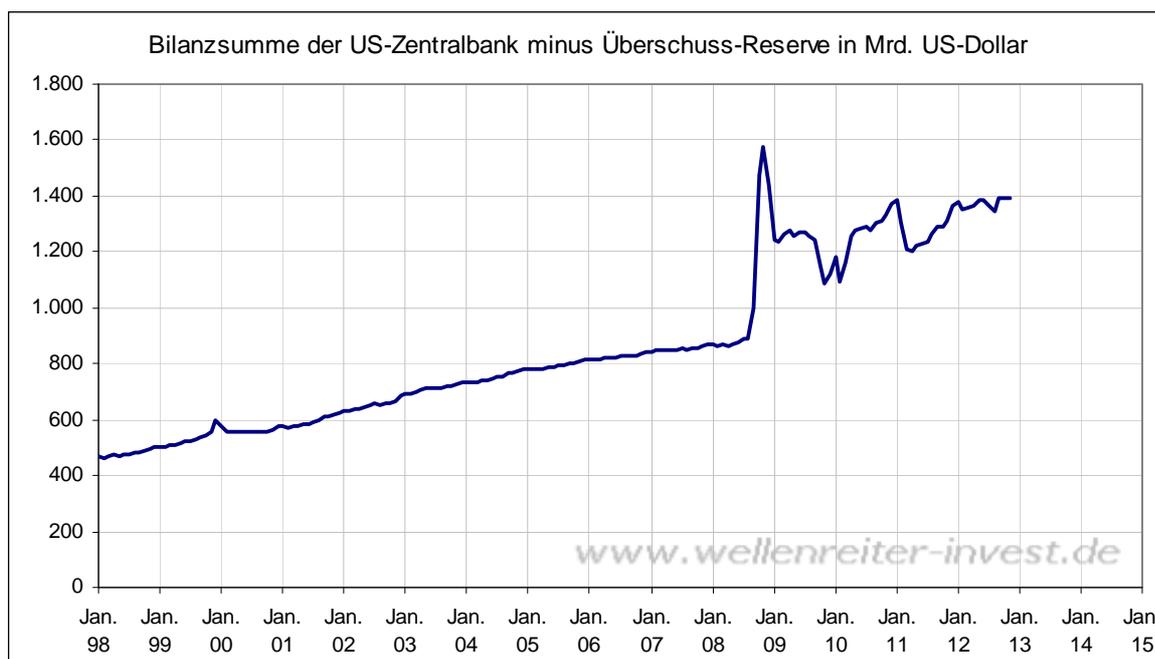


Abb. 3.10: Bilanzsumme minus Überschuss-Reserve

Der große Push nach oben kam im Herbst 2008. Damals floss tatsächlich viel zusätzliches Geld in den Wirtschaftskreislauf. Im Laufe des Jahres 2009 wurde ein Teil dieses Kapitals von den Banken wieder eingesammelt und bei der Fed geparkt. Eine weitere positive Periode ergab sich im Jahr 2010. Als die Gelder Anfang 2011 erneut eingesammelt wurden (mangels Alternative, Kredite wurden offenbar nicht nachgefragt), kam es zunächst im Frühjahr zur Topping-Phase der Rohstoffe, gefolgt vom Aktienmarkt-Crash des Sommer 2011. Im Herbst 2011 begann eine bis heute anhaltende positive Marktphase. In diese Phase erwachten die Haubau-Aktien zu neuem Leben. Seit dem Herbst 2011 wurde dem Markt kein Geld mehr entzogen. Die Ausweitung des "QE"-Programms mit dem Kauf neuer langlaufender Staatsanleihen ab Januar 2013 könnte zu einer Ausweitung der Bilanzsumme führen und positiv auf die Entwicklung der Aktien- und Rohstoffpreise ausstrahlen.

Der zweite Effekt resultiert aus einem weiter fallenden Zinsniveau. Der Fall der 30jährigen US-Hypothekenzinsen auf ein Niveau von 3,5% ist historisch ohne Beispiel. Die Entwicklung der lang laufenden Hypothekenzinsen folgt der Entwicklung der Rendite der lang laufenden Staatsanleihen. Beide Märkte verhalten sich wie siamesische Zwillinge.

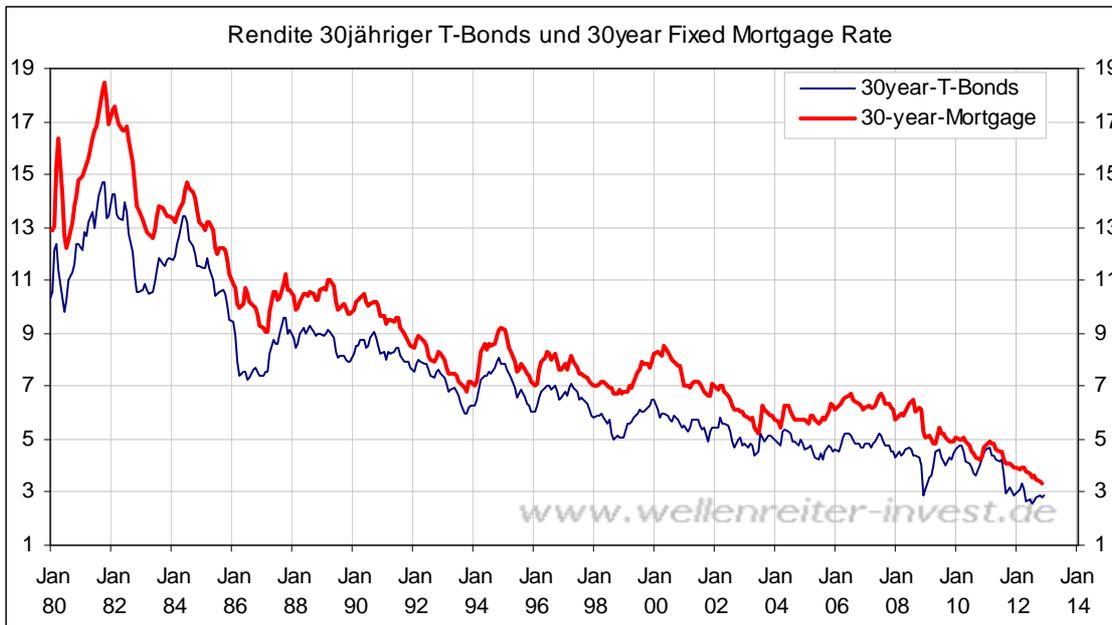


Abb. 3.11: Rendite 30jähriger US-Hypothekenzinsen

Die jüngsten Maßnahmen der US-Notenbank könnten das Ziel haben, den Spread der beiden Zinsen enger zusammenzudrücken, so dass die Hypothekenzinsen nur noch mit einem sehr geringen Aufschlag gegenüber den Staatsanleihen rentieren würden. Mit Blick auf die historische Entwicklung wäre dies ein Novum. Nebenbei wäre eine solche Entwicklung negativ für die US-Banken zu werten, deren Marge unter dem geringen Spread leiden würde. Da die Renditen der US-Staatsanleihen auf extrem niedrige Niveaus gefallen sind, ist ein weiterer nennenswerter Rückgang der Hypothekenzinsen nicht zu erwarten.

Die US-Hausbauer zeigen sich so optimistisch wie zuletzt im Jahr 2006. Dies zeigt der NAHB-Hausbau-Index. Er weist per Dezember 2012 einen Wert von 47 auf. Der Spread zwischen Sentiment und der Anzahl der Baubeginne notiert auf dem höchsten Niveau seit über 25 Jahren (folgender Chart).

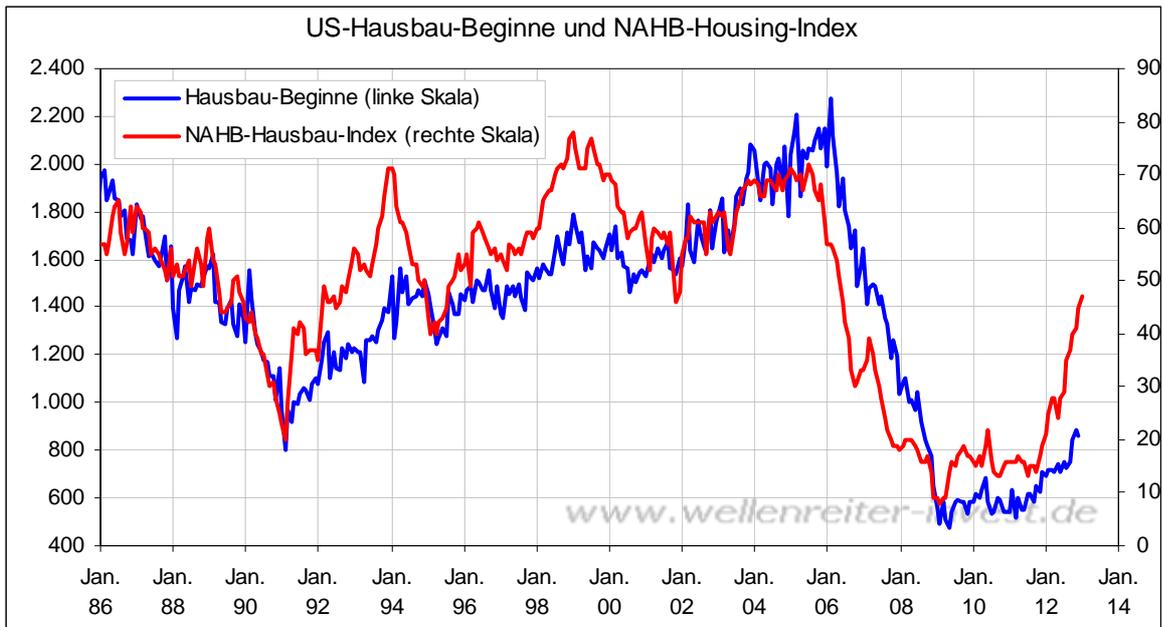


Abb. 3.12: US-Hausbau-Beginne und NHAB-Hausbau-Index

Die mit diesem Optimismus verbundenen Hoffnungen erscheinen verfrüht. Der Analyst Harry Dent hatte vor Jahren auf den Zusammenhang zwischen Geburtenrate und der Entwicklung des US-Hausbaumarktes hingewiesen. Danach sind Menschen zwischen 45 und 50 Jahren diejenigen, die im Hausbausektor besonders aktiv sind. Diese Altersgruppe baut verstärkt Häuser für die eigene Familie. Tatsächlich stimmte der Geburtenpeak der Baby Boomer (Ende der 1950er-Jahre geborene) mit dem Platzen der US-Hausbaublase um 47 Jahre zeitversetzt überein (folgender Chart).

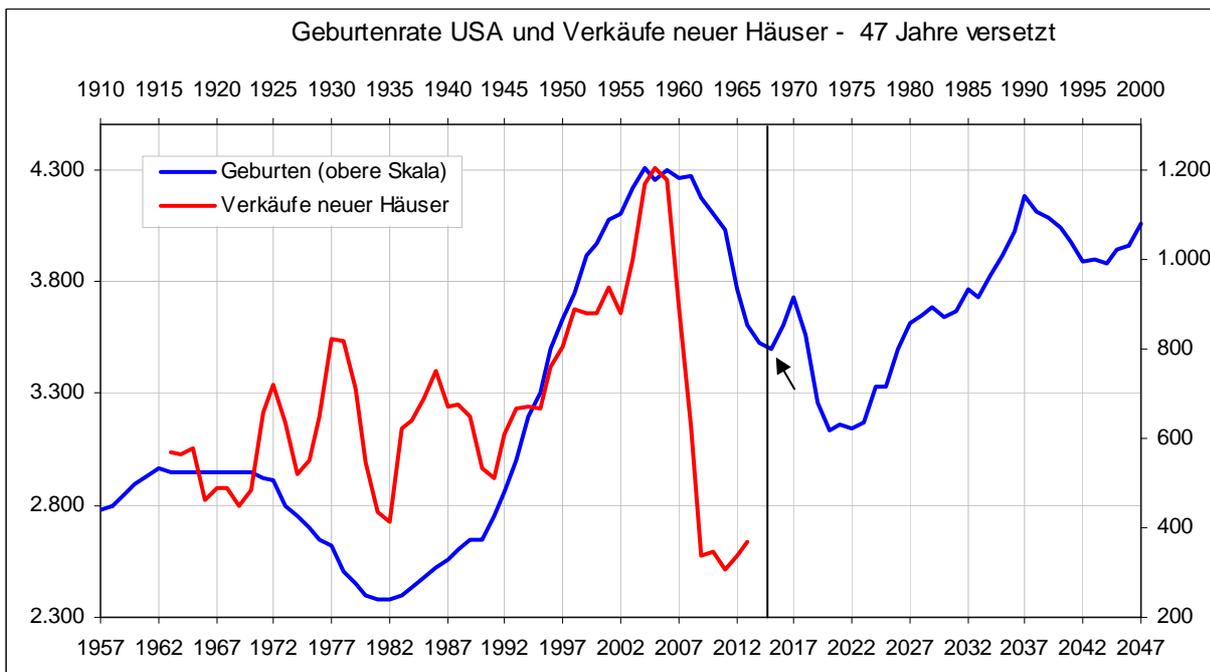


Abb. 3.13: Geburtenrate USA und Verkäufe neuer Häuser

Die Verkäufe neuer Häuser dürften Ihr Tief zwar markiert haben, aber ein größeres Anspringen des Marktes ist zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht zu erwarten. Erst ab dem Jahr 2015 (siehe Pfeil obiger Chart) kommt es zu einer kleinen Verbesserung. Dann stellen die wieder größeren Jahrgänge 1968 bis 1970 die konsumstärkste Kunden-Kohorte. Danach würde es nochmals abwärts gehen, bevor im Jahr 2022 eine langjährige Hausbau-Rally einsetzen sollte.

Wie passen die obigen Erkenntnisse zu unserem Blasenverlaufsmuster?

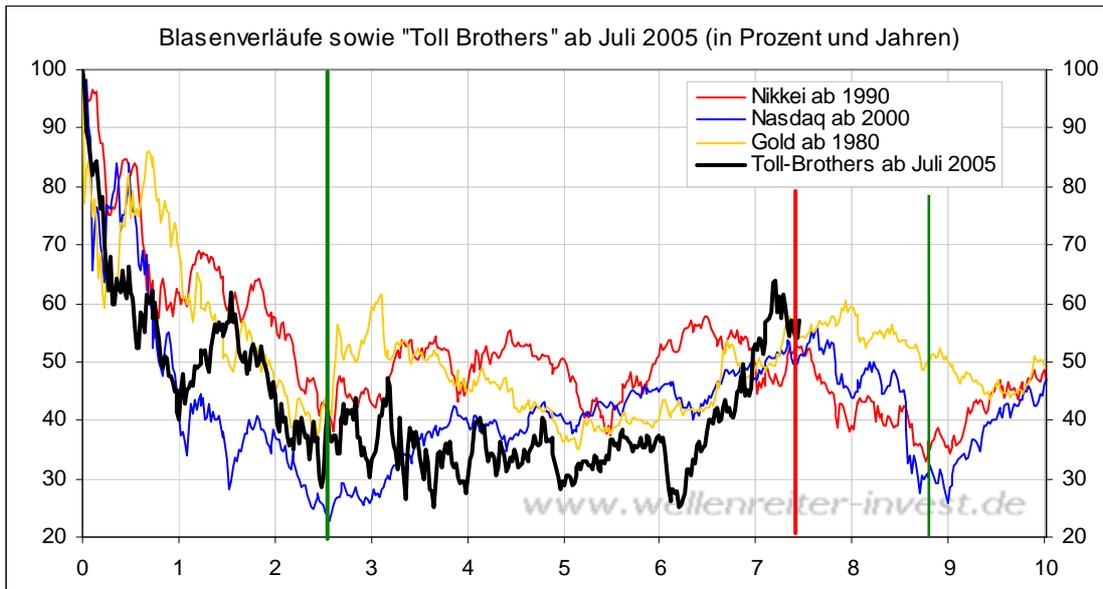


Abb. 3.14: US-Hausbau-Blasenverlaufsmuster

Die Hausbauer - hier insbesondere Toll Brothers - würden gemäß dem Muster im siebenten Jahr nach dem Platzen der Blase ein Top ausbilden (das wäre in diesen Monaten). Danach würden sie anderthalb bis zwei Jahre lang fallen, bevor es zu einer erneuten Aufwärtsbewegung kommen würde. Aus Sicht des Blasenverlaufs ist ab dem Frühsommer 2013 mit einer Abschwungsphase bis zum Mitte 2014 zu rechnen.

Eine neue Anstiegsphase würde ab Mitte 2014 beginnen. Die beiden Charts ergeben ein in sich stimmiges Bild. Wir rechnen damit, dass US-Hausbaumarkt die US-Konjunktur in den kommenden beiden Jahren belasten wird.

Als einen weiteren wichtigen Punkt im Konjunkturpuzzle betrachten wir die Zinsstrukturkurve mit Hilfe der Zinsspanne der 10jährigen zu 2jährigen US-Anleihen.

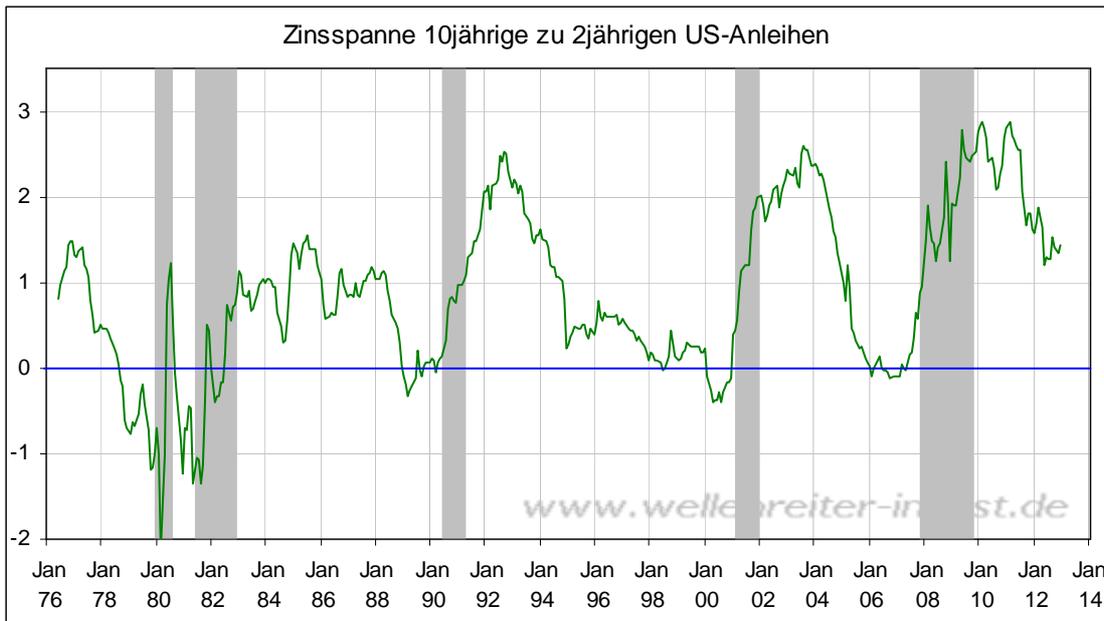


Abb. 3.15: Zinsspanne 10jährige zu 2jährige US-Anleihen

Man erkennt gut, dass den Rezessionen von 1980, 1982, 1991, 2001 und 2008 jeweils eine negative Zinsstruktur vorauslief. Das bedeutet: Die Zinsen am kurzen Ende notierten höher als diejenigen am langen Ende (technisches Beispiel: 2jährige Rendite liegt bei 5%; gleichzeitig 10jährige Rendite bei 4,5%).

Die Zinsdifferenz zweijähriger und zehnjähriger Renditen beträgt aktuell 1,5 Prozentpunkte. Damit befindet sie sich vordergründig nicht auf Rezessionsniveau. Klar ist, dass die Fed die Brauchbarkeit dieses Indikators mit ihrer Nullzinspolitik verändert hat. Die Zinsen am kurzen Ende können nicht steigen.

Wenn die Zinsen am kurzen Ende nicht steigen können, müssten die Zinsen am langen Ende auf Null oder gar ins Minus fallen, damit die Zinsstruktur negativ werden kann. Dies ist theoretisch zwar möglich, ist aber selbst in Japan nicht geschehen.

Wir finden es erstaunlich und auch potentiell belastend, dass die Zinsstrukturkurve trotz Nullzinspolitik auf eine Differenz von 1,5% fallen konnte. Die Zinsspanne (hier 3-Monats-Zins und 10-Jahres-Zins) korreliert mit dem US-BIP (folgender Chart).

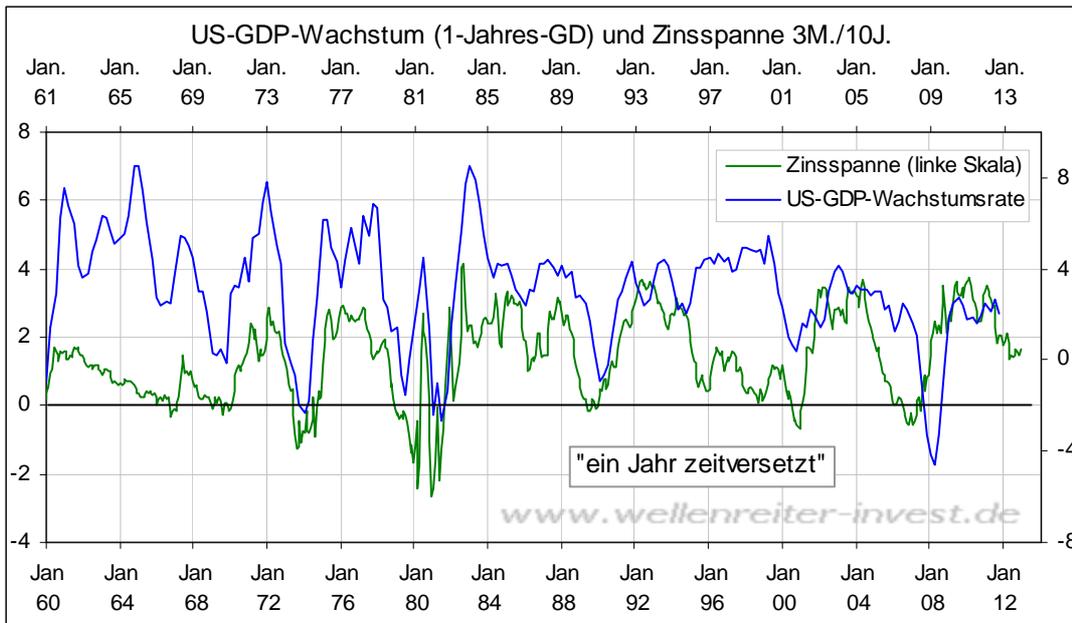


Abb. 3.16: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Die Zinsspanne läuft der BIP-Entwicklung - ähnlich wie der Realzins - um etwa ein Jahr voraus. Der Fall der Zinsspanne von 3,4 Prozentpunkte im März 2011 auf aktuell 1,5 Prozentpunkte ist für die Entwicklung der US-Konjunktur in 2013 negativ zu werten: Die Wachstumsdynamik in 2013 dürfte rückläufig sein.

In den USA wird aufgrund der „Haushaltsklippe“ eine fiskalpolitische Bremspolitik betrieben, deren Umfang noch offen ist, da sich die beiden politischen Lager bisher nicht auf einen Kompromiss einigen konnten. Der Bremspolitik der Steuererhöhungen steht eine expansive Geldpolitik gegenüber, bei der der FED-Vorsitzende Ben Bernanke sehr wahrscheinlich die letzten 12 Monate an der Spitze der US-Notenbank steht.

Während die US-Notenbank zwischen 2008 und 2011 antizyklisch vorging („Bernanke-Put“), änderte sich im September und Dezember 2012 ihr Verhalten. Während die Entscheidung im Juni 2012 zur Verlängerung des Programms „Operation Twist“ bis Jahresende fiel, erhöhte sich zuletzt das Tempo der US-Notenbank, die im 3-Monats-takt neue Maßnahmen beschloss: Zunächst kündigte sie Käufe von Hypothekens-papiere im Umfang von 40 Mrd USD/Monat mit unbegrenzter Laufzeit an. Im Dezember entschloss sie sich, die zum Jahreswechsel 2012/13 endende „Operation Twist“ durch Käufe von lang laufenden Staatsanleihen im Umfang von 45 Mrd USD/Monat mit unbegrenzter Laufzeit abzulösen.

Eine Einschränkung beschloss die US-Notenbank: Die Nullzinspolitik soll nicht mehr zwingend bis Mitte 2015 laufen, sondern wurde mit Werten bei der Entwicklung der Arbeitslosenquote ($< 6,5\%$) und der Inflationsrate ($> 2,5\%$) verknüpft.

Die Handlungsmöglichkeiten der US-Notenbank sind im Hinblick auf 2013 deutlich gesunken. Eine Option wäre eine Ausweitung des Volumens der monatlichen Käufe bei lang laufenden Staatsanleihen. So könnte die FED bei Preisschwäche am Aktienmarkt ihr monatliches Volumen von 45 Mrd USD/Monat um weitere 30 Mrd USD auf dann 75 Mrd/Monat ausdehnen – diese Summe besaßen die ersten beiden „QE“-Programme. Umgekehrt könnte die US-Notenbank bei einem Überschreiten der Inflationsgrenze ihre Unterstützungsmaßnahmen kürzen. Dies entweder durch eine anteilige Kürzung im Hypotheken- und Staatsanleihenmarkt oder auch durch ein Streichen der Käufe im Hypothekenmarkt bei Beibehaltung der Käufe bei Staatsanleihen.

Fazit: Sowohl die Entwicklung des Realzinses als auch diejenige der Zinsspanne weist auf ein konjunkturell schwieriges Jahr 2013 in den USA hin. Ohne Zweifel besteht die Gefahr einer Rezession. Noch stärker wäre unser Vertrauen in diese Aussage, wenn der Indikator der Zinsstrukturkurve nicht von der Fed entwertet worden wäre.

Die prozyklische Entscheidung der US-Notenbank im September 2012, Hypothekenspanne zu kaufen, geht einher mit einem Preishoch der Toll Brothers-Aktie, während sich die Stimmungsindikatoren zuletzt weiter verbessert zeigen. Auf Sicht der kommenden 18 Monate ist eine Verschlechterung im Hausbausektor zu erwarten, die auch von niedrigeren Hypothekenzinsen nicht gestoppt werden dürfte. Vielmehr hat dieser Rückgang demographische Ursachen.

3.3 Europa

Ein Blick auf die Zinsstrukturkurven in Europa zeichnet das folgende Bild. Von etwa März 2011 bis Mai 2012 gerieten einige Zinsstrukturkurven in Unordnung. Negativ wurden lediglich die Kurven Irlands und Portugals.

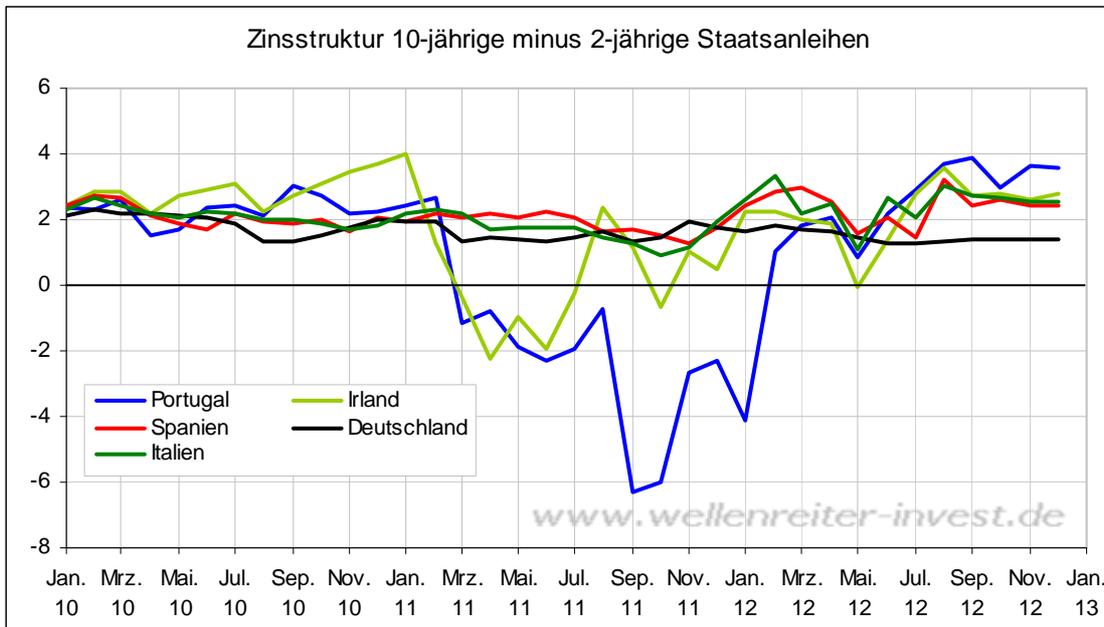


Abb. 3.17: Zinsstruktur Peripheriestaaten

Seit Mai 2012 steigt in den vorher gestressten Staaten wie Spanien, Italien, Portugal und Irland die Zinsstrukturkurve wieder an. Die Zinsstrukturkurven der „gestressten“ Länder liegen auf einem hohen Niveau und lassen eine deutliche wirtschaftliche Erholung erwarten.

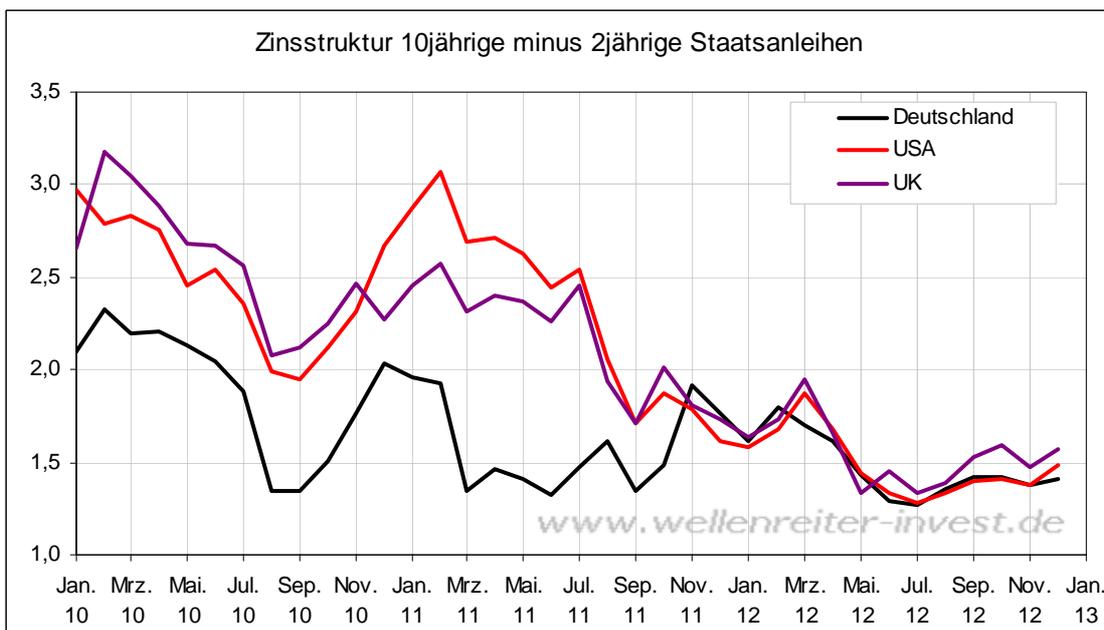


Abb. 3.18: Zinsstruktur Deutschland, USA, UK

In Deutschland, Großbritannien und den USA sind die Strukturkurven seit 2011 insgesamt rückläufig. Im zweiten Halbjahr 2012 ergab sich ein leichte Verbesserungstendenz. Die wirtschaftlichen Aussichten zeigen sich hier kritischer.

Der Info-Index und der DAX zeigen üblicherweise ein vergleichsweise kongruentes Verlaufsmuster. Die Umkehrpunkte funktionieren gemeinsam.

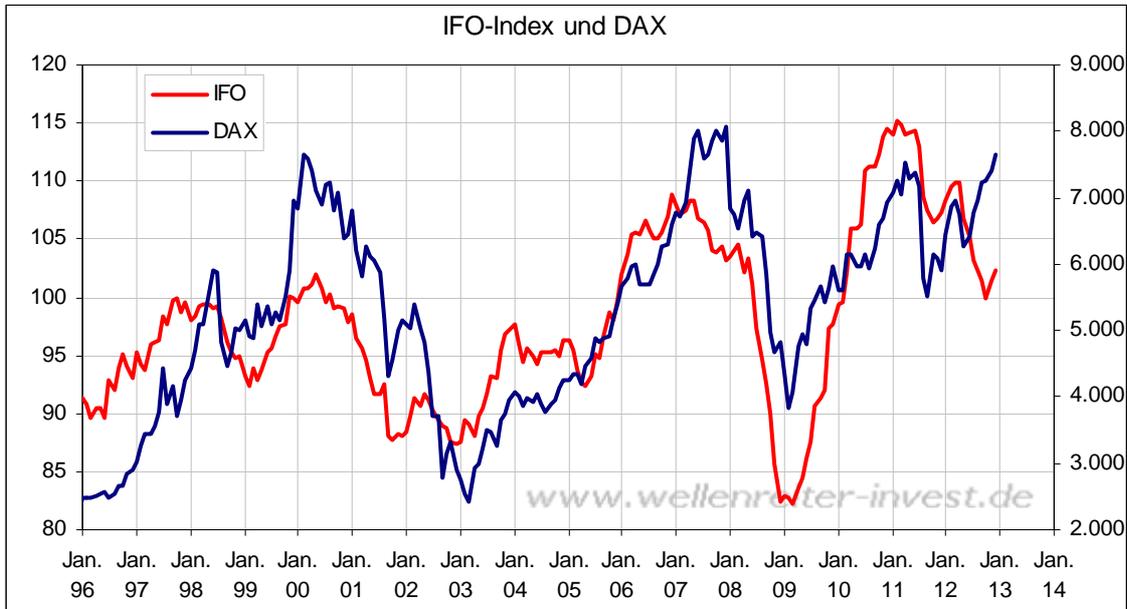


Abb. 3.19: IFO-Index und DAX

Davon abweichend ergibt sich seit Mitte des Jahres eine auffällige Divergenz. Während der DAX stieg, drehte der IFO-Index nach unten. Im Oktober bildete auch der IFO-Index einen vorläufigen Boden aus.

Wie wird sich diese Divergenz auflösen? Sollte der IFO-Index in den kommenden Monaten erneut nach unten drehen, dann dürfte er den DAX mit sich ziehen.

Der ZEW-Indikator ist interessant, weil er die Hochpunkte des DAX meist etwas früher antizipiert. Wir haben Linien an den entsprechenden Stellen eingezeichnet.

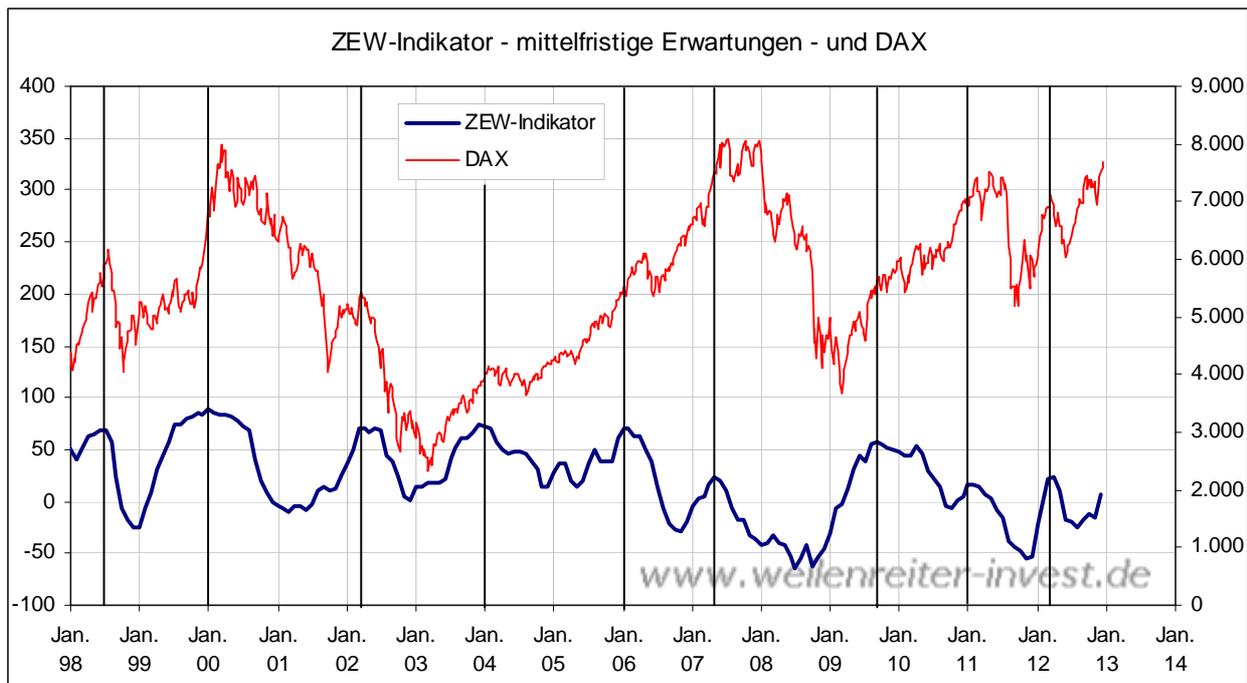


Abb. 3.20: ZEW-Indikator mittelfristige Erwartungen

Vor 12 Monaten war die Stimmung der Finanzprofis sehr negativ. Mit der Stimmungsverbesserung lieferte der DAX auf globaler Basis einen bemerkenswerten Zuwachs von 29%. Das aktuelle Niveau der Profis liegt nur knapp oberhalb der Null-Linie und lässt noch Zuwachs für Verbesserungen. Sollte er in den kommenden Monaten einen oberen Wendepunkt vollziehen, so wäre dies als ein Warnzeichen für den DAX einzusehen.

In Europa kamen zuletzt Diskussionen über eine weitere Leitzinssatzsenkung auf. Geldpolitische Maßnahmen könnten unter bestimmten Konstellationen vollzogen werden. Bis dato handelt es sich um einen verbalen „Draghi-Put“ („Der Euro ist irreversibel“ sowie „Wir werden genug tun, glauben Sie mir“), der nicht mit Taten unterfüttert werden musste. Insofern ist es ausgerechnet die Notenbank, die aufgrund der Heterogenität der einzelnen Staaten den schwersten Job hat und im Epizentrum der Entwicklung steht, die ausschließlich mit ihren Worten die Anleger in der zweiten Jahreshälfte 2012 überzeugen konnte. Natürlich stellt sich die Frage, ob die Worte Draghis einem Test durch die Marktteilnehmer unterlegt werden. Vermutlich ist in einer Abschwungphase, wie wir sie grob für die kommenden 18 Monate erwarten, ein solcher Test wahrscheinlich, so dass Draghi auch zum Handeln gezwungen wird.

Die Schweizer Notenbank vollzog durch ihre Entscheidung, den Schweizer Franken an den Euro zu koppeln, ebenfalls ein „QE“-Programm, da sie beim fixierten Wechselkurs gezwungen war, dieses Kursniveau zu verteidigen und somit „unlimitiert“ Euro anzukaufen. Die Währungsreserven der Schweizer Notenbank nahmen daher ab April um knapp 200 Mrd Franken zu. Weitere Interventionen sind auch in 2013 möglich, wenn temporäre Störfeuer um die Entwicklung in Europa zu einer „Flucht in den

sicheren Hafen“ führen. Die Schweizer Notenbank kaufte Staatsanleihen der Eurokernländer, die als „sicher“ gelten und verstärkte damit den Trend zu sinkenden Renditen, die bei Laufzeiten bis 2 Jahren in einigen Fällen bereits negativ wurden. Das Thema „Euro-Recycling“ dürfte aus Sicht der Schweizer Notenbanker auch in 2013 anhalten.

Fazit: Europa ist nicht immun gegen die Tendenzen aus Amerika und Asien. Während sich die konjunkturelle Situation den Peripheriestaaten verbessern dürfte, droht Deutschland aus weltwirtschaftlicher Sicht Gefahr.

3.1 Asien

Die Zinsstrukturkurven liegen ähnlich wie für USA, UK und Deutschland ganz eng beieinander, allerdings auf deutlich niedrigerem Niveau und zeigen zuletzt noch keine Verbesserungstendenzen an.

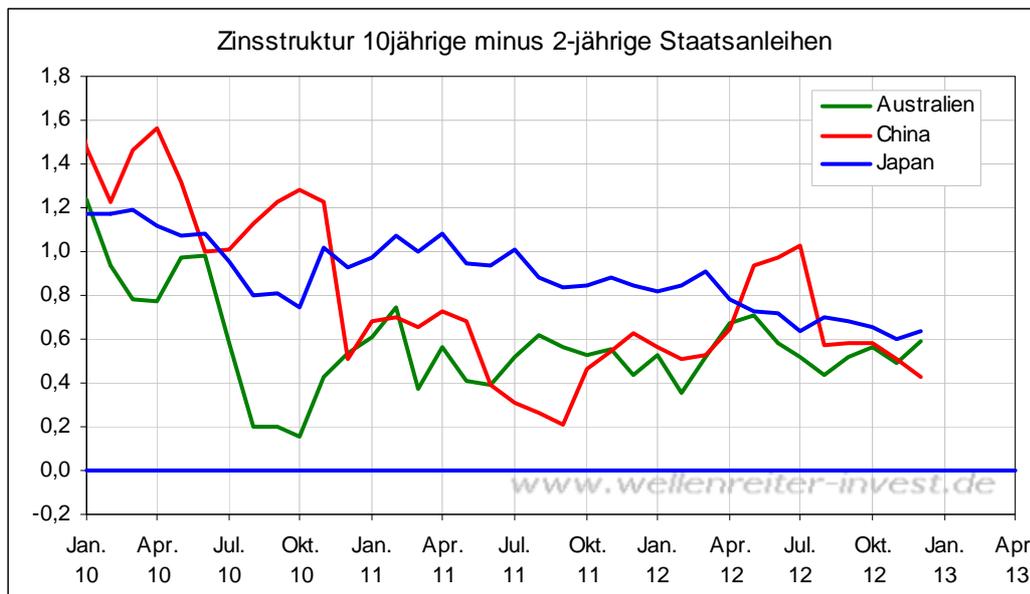


Abb. 3.21: Zinsstruktur Australien, China, Japan

Der Blick auf die Entwicklung der mittlerweile zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt, China, zeigt die Tendenz zu einem leicht sinkenden Wirtschaftswachstum an.

In Indien sind Leitzinssenkungen im ersten Halbjahr 2013 zu erwarten. Australien hatte den Leitzinssatz auf 3% reduziert, dies ist das niedrigste Niveau seit der Finanzkrise 2009 und seit den 60iger Jahren. Eine weitere Leitzinssatzsenkung ist zu erwarten. Auch in China könnte noch ein moderater Leitzinssatzrückgang in 2013 anstehen, so dass aus Asien positive Impulse von der Geldpolitik zu erwarten sind. Chinas neue Regierungsspitze hat sich eine nachhaltige und solide wirtschaftliche Entwicklung auf die Fahne geschrieben und bekräftigt, dass die Finanzierungskosten der Realwirtschaft gesenkt werden sollen.

In Japan wurde im Dezember 2012 Shinzo Abe zum zweiten Mal (nach 2006/7) zum neuen Premierminister gewählt. Er ist bereits der siebte Regierungschef innerhalb von 6 Jahren und sein Wahlprogramm versprach eine Reflationierungspolitik. Hierzu sollen neue Konjunkturprogramme im Januar beschlossen werden und er befürwortet zudem den Ankauf von ausländischen Staatsanleihen, um den Yen zu schwächen. Aus der Erfahrung ähnlicher Programme sind „Strohfeuer“-Bewegungen in der japanischen Wirtschaft und auch am Aktienmarkt zu erwarten. Die Amtszeit des bisherigen Notenbankchefs Shirakawa endet am 08.04.2013, so dass zu beobachten sein wird, ob die

Notenbank eine gewisse Unabhängigkeit bewahren wird. Shirakawa, dessen Amtszeit am 08.04.2013 enden wird, hatte mit dem Wirtschaftsminister Maehara Ende Oktober ein Maßnahmenpapier veröffentlicht und darin den Kampf gegen die Deflation adressiert. In 2012 hat die Notenbank ihr Programm für Wertpapierkäufe viermal erhöht, der Umfang betrug Ende des Jahres insgesamt 101 Billionen Yen (etwa 910 Mrd Euro). Die tieferliegenden Probleme der japanischen Wirtschaft (u.a. Zombiefirmen durch Unternehmenszusammenschlüsse, Demographische Probleme einer alternden Gesellschaft und eine restriktive Zuwanderungspolitik) lassen sich durch die Geldpolitik nicht einfach wegzaubern, so dass die japanischen Ideen keinen wirklichen Neuigkeitsfaktor besitzen.

3.4 Fazit

Geldpolitische Maßnahmen sind immer dann erfolgreich gewesen, wenn sie antizyklisch eingesetzt wurden, um auf der Unterseite ein Sicherheitsnetz zu ziehen. Diese Maßnahmen sind geeignet, um das Investorensentiment zu verbessern und durch einsetzende Käufe zu steigenden Preisen und damit zu Trendwechseln zu führen. Maßnahmen im Dreimonatstakt und eine prozyklische Vorgehensweise gehören nicht zu den Erfolg versprechenden Maßnahmen und erscheinen nicht geeignet, nachhaltige und längerfristige Bewegungen zu initiieren.

Chinas Aktienbaisse befindet sich bereits im 4. Jahr. Wirtschaftsfreundliche Maßnahmen sind zunächst nur sehr zögerlich und vorsichtig zu erwarten. Die Zinsstruktur zeigt keine konjunkturelle Beschleunigung an. Die Wirtschaft Europas befand sich in 2012 auf einem leicht rezessiven Niveau. Hier erscheint eine Verbesserung für 2013 realistisch. Dies gilt insbesondere für die Peripheriestaaten. Die US-Wirtschaft dürfte sich in 2013 abschwächen.

In der Summe erwarten für 2013 auf globaler Ebene keinen einheitlichen wirtschaftlichen Aufschwungstrend, sondern unterschiedliche Strömungen mit relativen Verbesserungen (Japan, Europa) und einer Verschlechterung der größten globalen Volkswirtschaft in den USA. Die Notenbankpolitik bleibt ein wichtiger Faktor für das Investorensentiment, die Schlagzahl der Taten und Ankündigungen sollte gegenüber 2012 abnehmen. Allerdings agieren die Notenbank sehr ähnlich, da „(etwas mehr) Geld drucken“ an Popularität gewonnen hat.

4. Der Anleihemarkt

4.1 Übersicht

Der US-Anleihemarkt umfasst etwa 37 Bio. US-Dollar. Seit dem Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 wächst das Segment der Staatsanleihen "Treasurys" stärker als alle anderen Anleihen-Märkte. Staatsanleihen umfassen ein Volumen von 10,7 Bio. Dollar.

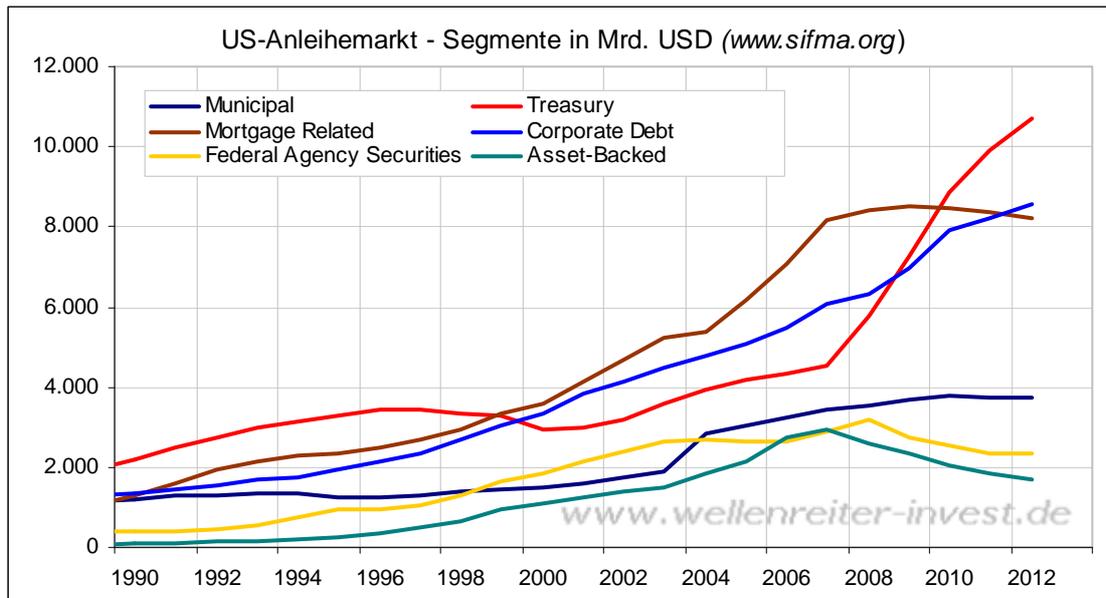


Abb. 4.1: US-Anleihemarkt – Segmente

Das Wachstum der ausstehenden Staatsanleihen geht auf den seit 2007 deutlich erhöhten Kreditbedarf der USA zurück. Es folgen die Märkte für Unternehmensanleihen und hypothekenbesicherte Anleihen. "Altlasten" wie die die ABS-Papiere oder die Federal Agency Securities ("Fannie Mae", Freddie Mac) werden sukzessive abgebaut.

4.1 Entwicklung der US-Staatsanleihen

Nach wie vor nehmen wir an, dass der 30-Jahres-Zyklus der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen seine Existenz erneut beweisen wird, indem er nach dem Abschluss der Bodenbildungsphase steigende Renditen mit sich bringen wird. Zuvor fiel der Zyklus dreißig Jahre lang (von 1981 bis 2011). Hoch- und Tiefpunkte wechseln sich seit zweihundert Jahren in regelmäßiger Reihenfolge ab (folgender Chart).



Abb. 4.2: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800

Eine ähnliche Situation wie aktuell lag in den 1940er Jahren vor (siehe grünen Kreis folgender Chart).



Abb. 4.3: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1920

Damals wurden die Renditen von der US-Zentralbank durch (verbale) Intervention künstlich niedrig gehalten. Die Intervention erfolgte von 1942 bis 1951. Wir zeigen das damalige Verhalten von Rendite und Inflation mittels des folgenden Charts.

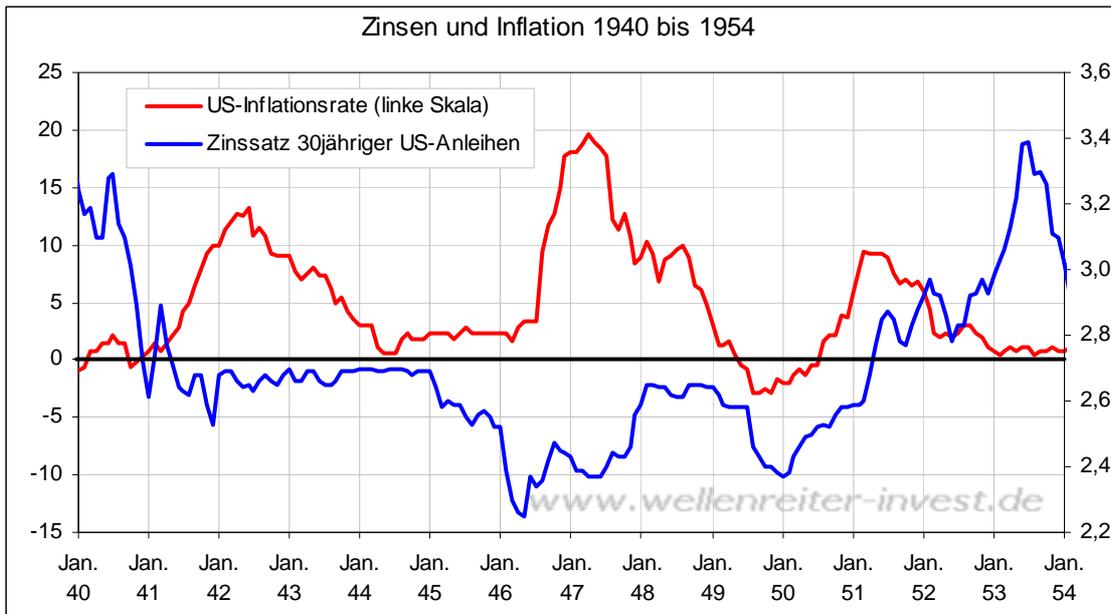


Abb. 4.4: Zinsen und Inflation 1940 bis 1954

Die US-Inflationsrate schwankte in den 1940er Jahren - vornehmlich kriegsbedingt - zwischen minus 2 und plus 20 Prozent. Diese erhebliche Schwankungsbreite wirkte sich nicht auf die Nominalrendite der 30jährigen US-Staatsanleihen aus. Diese blieb 10 Jahre lang unterhalb einer Schwelle von etwa 2,7 Prozent.

Seit Oktober 2011 bewegt sich die Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen erneut auf diesem niedrigen Niveau. Ende 2012 notierte sie bei 2,88 Prozent. Man gewinnt den Eindruck, als ob die Fed die Grenze im Bereich von 3,5 Prozent gezogen hat (schwarze Linie folgender Chart).

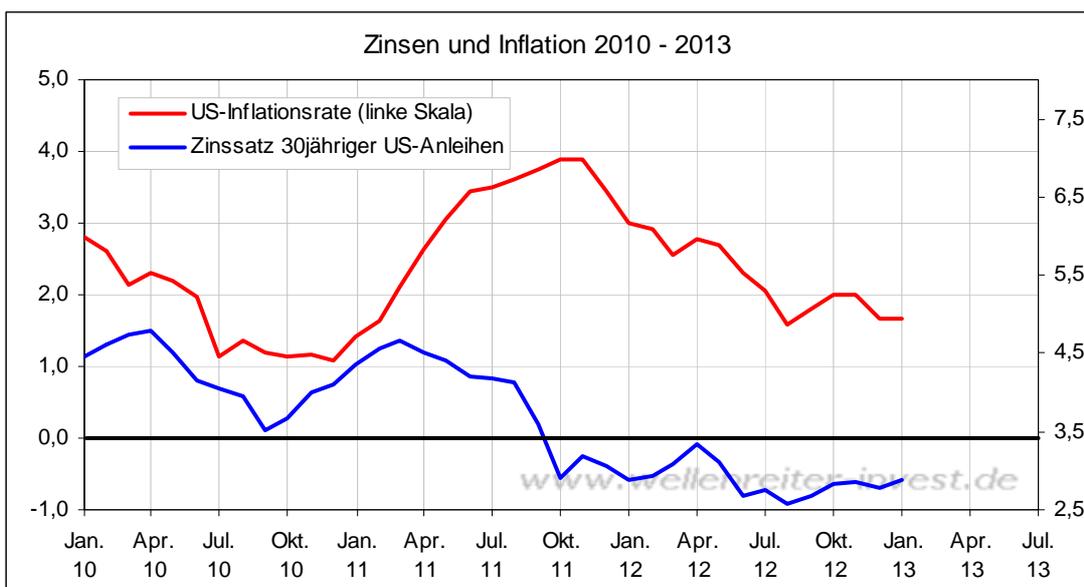


Abb. 4.5: Zinsen und Inflation 2010 bis 2013

Bei zehnjährigen Anleihen liegt der entsprechende Wert im Bereich von 2,4 Prozent.

Wir rechnen damit, dass diese Deckelung noch einige Jahre aufrecht erhalten wird. Das Einstellen der Kaufprogramme der Fed heißt nicht zwangsläufig, dass die Renditen steigen müssen. Dann könnten die Marktteilnehmer risikoaverser werden und durch Umschichtungen (Aktien/Rohstoffe kaufen - Anleihen kaufen) dafür sorgen, dass diese niedrige Rendite erhalten bleibt.

Dem japanischen Muster dürfte noch eine Weile gefolgt werden. Wenn es nach diesem Muster ginge, würde das absolute Zinstief im zweiten Quartal 2013 markiert werden.

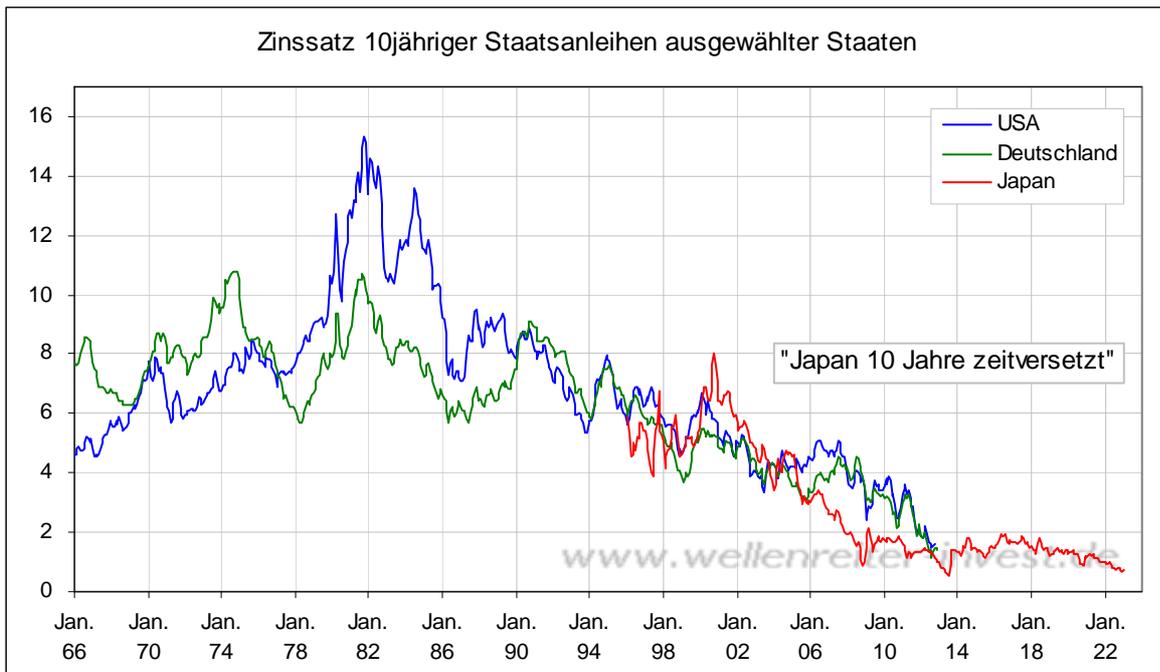


Abb. 4.6: Zinssätze USA, Deutschland; Japan 10 Jahre zeitversetzt

Folgt man dem 60-Jahres-Zyklus, so wäre mit einem mittelfristigen Renditeanstieg erst ab den Jahren 2014/15 zu rechnen.

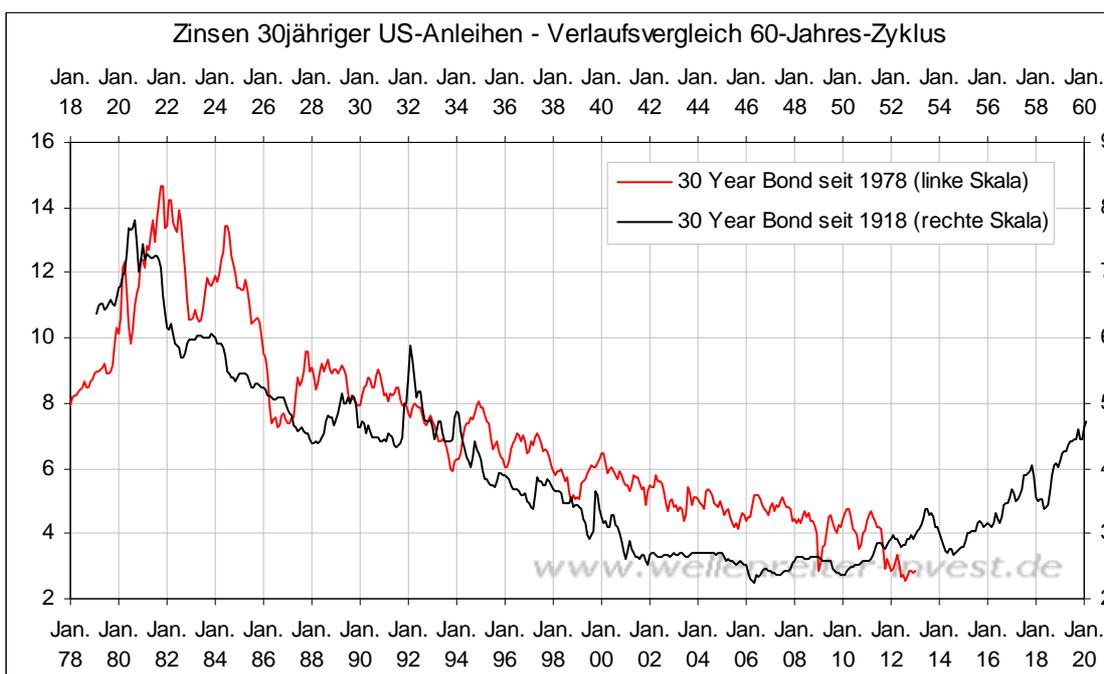


Abb. 4.7: Zinsen 60-Jahres-Zyklus

Der Blick auf die Rendite 10jähriger Staatsanleihen diverser Staaten zeigt das Ausschlagen der Peripheriestaaten wie Italien und Spanien aus dem allgemeinen Zinstrend. In den letzten Monaten ist jedoch eine Verengung des Spreads zu beobachten.

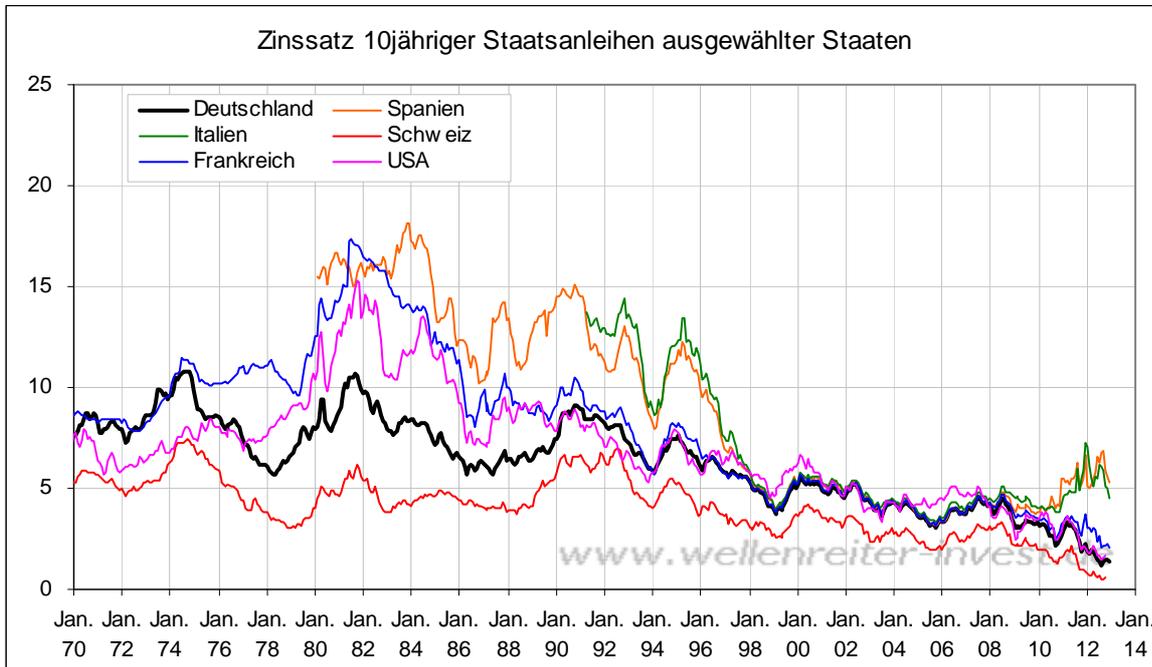


Abb. 4.8: Zinssätze diverser Staaten

Errechnet man eine Durchschnittsrendite für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien - und würde die Renditen gleich gewichten -, so ist zu erkennen, dass sich dieser Wert in den vergangenen 10 Jahren vergleichsweise konstant zwischen 3,5 und 4,5 Prozent aufhält.

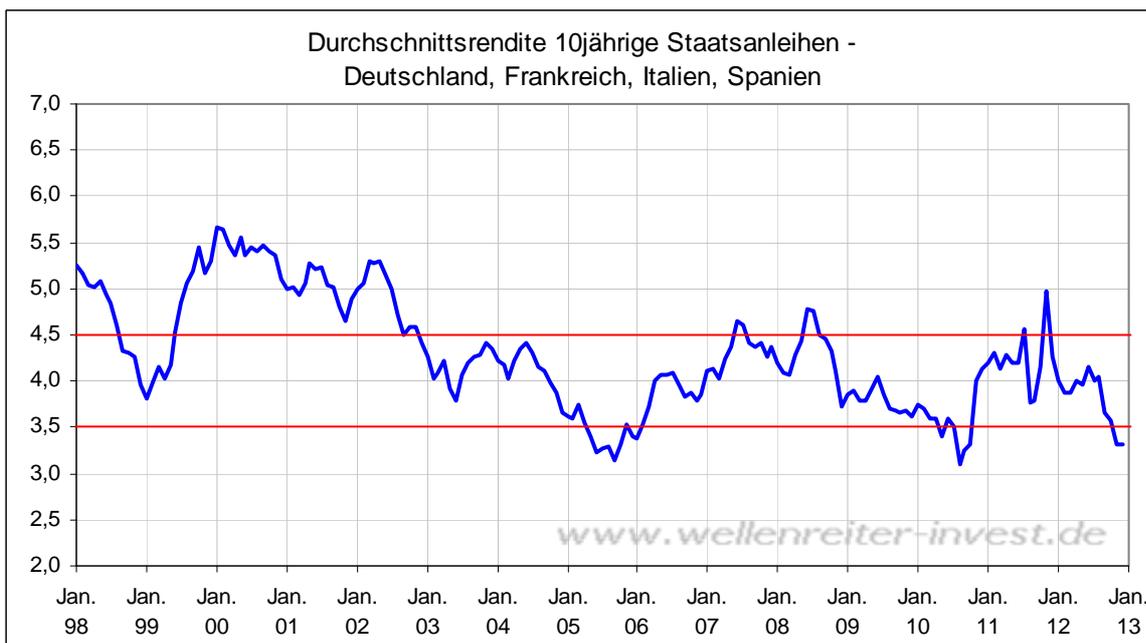


Abb. 4.9: Durchschnittsrendite Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien

Man könnte daraus schließen, dass die Verschiebungen der Allokationen innereuropäisch ein Nullsummenspiel waren. Das tritt es sicherlich nicht ganz, denn der deutsche Anleihenmarkt ist wesentlich größer als der Markt für spanische Staatsanleihen. Aber es ist nicht von der Hand zu weisen, dass viele Marktteilnehmer, die italienische oder spanische Anleihen verkauften, im Gegenzug den sicheren Hafen Deutschland ansteuerten.

Der September 2011 (schwarze Linie folgender Chart) markierte nicht nur einen Crash des US-Aktienmarktes, sondern auch den Beginn der Ende 2012 beendeten "Operation Twist". Seither haben Renditen und der US-Aktienmarkt ihre positive Korrelation verloren.

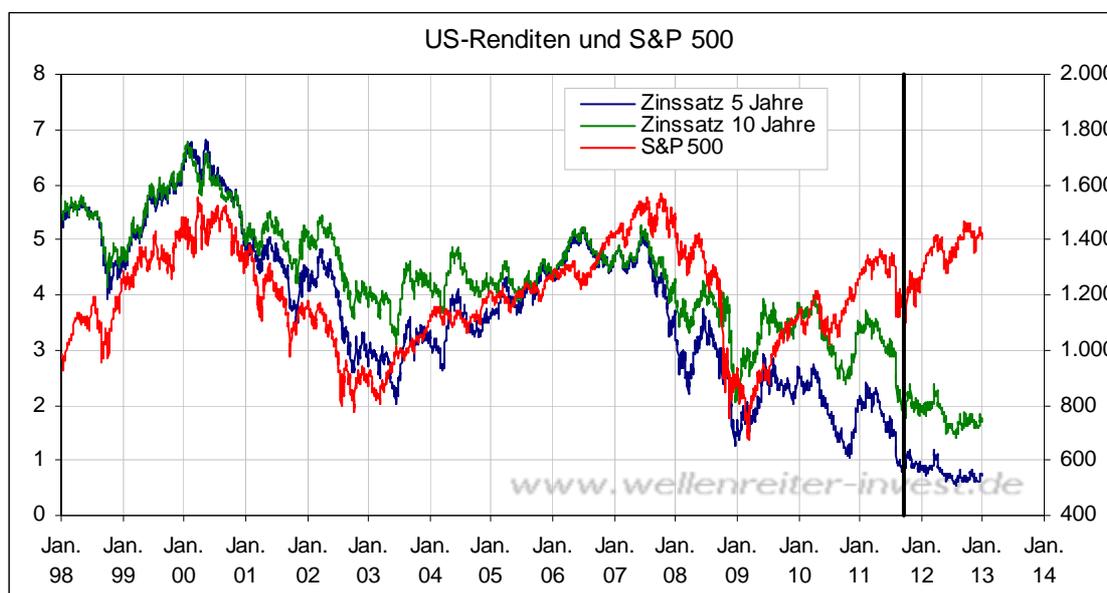


Abb. 4.10: US-Renditen und S&P 500

Seither stiegen die Aktienmärkte, während die Renditen fielen. In den vergangenen 10 Jahren waren die Marktteilnehmer den Gleichlauf Aktien/Renditen gewöhnt. Es hieß "risk on" bei steigenden Aktienmärkten und steigenden Renditen. Fielen Renditen und Aktienmärkte, so nannte man dies "risk off". Bei fallenden Aktienkursen wie im April/Mai 2012 reagierten die Anleihen mit einem Zinsrückgang. Auf die steigenden Aktienkurse reagierten sie hingegen kaum. Da die „Operation Twist“ zum Jahresende ausläuft, stellt sich die Frage, ob ein Zinsanstieg wie bei den ersten beiden „QE“-Programmen zu beobachten sein wird oder ob die vor allem politisch gewünschte Abkopplung Bestand haben kann. Das Kaufvolumen bei langlaufenden Staatsanleihen verändert sich in 2013 zunächst nicht.

Dabei wird allzu häufig vergessen, dass lange Perioden existierten, in denen sich Aktienmärkte und Renditen in unterschiedliche Richtungen bewegten. Eine dieser

Perioden war der Zeitraum der 1990er Jahre, damals herrschte ein disinflationärer Kapitalmarkttrend. Wir zeigen nachfolgend die erste Hälfte dieses Zeitraums.

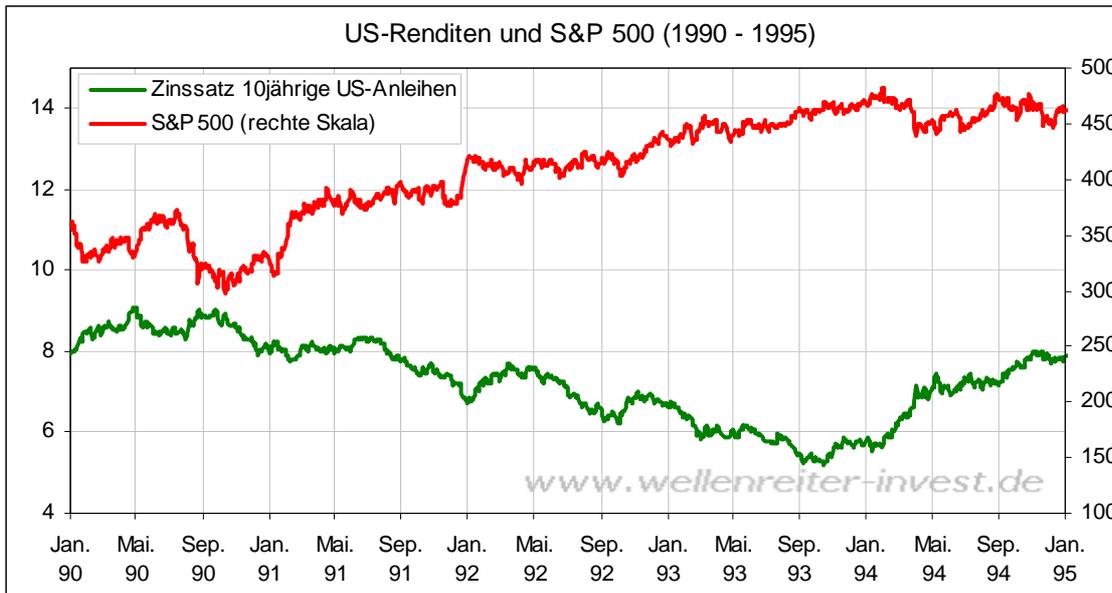


Abb. 4.11: US-Renditen und S&P 500 (1990 bis 1995)

Während die Renditen von 1990 bis 1993 fielen, stiegen die Aktienmärkte in diesem Zeitraum. 1994 kam es zu einem scharfen Anstieg der Renditen. Dies setzte die Aktienmärkte unter Druck. 1994 war für diejenigen, die sich daran erinnern, ein gefühltes Baissejahr. Dieser Chart sollte uns eine Mahnung sein, dass stark steigende Renditen - in diesem Fall von 5 auf 8 Prozent - negative Auswirkungen auf die Aktienperformance haben können.

Auch im Zeitraum von 1975 bis 1977 fielen die Renditen, während die Aktienmärkte stiegen.

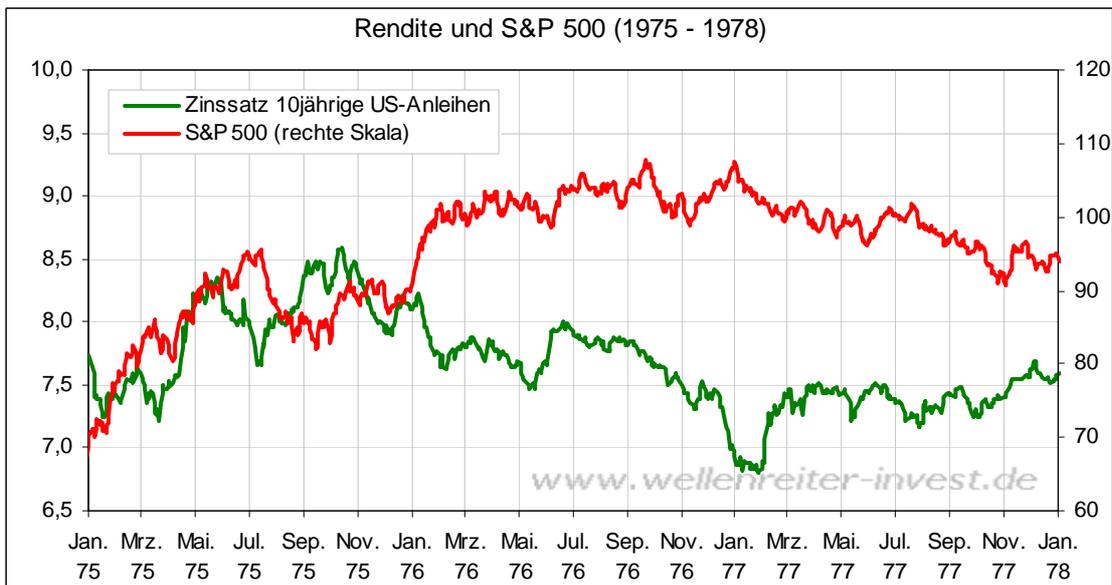


Abb. 4.12: US-Renditen und S&P 500 (1975 bis 1978)

Die Stimulierung, die sich die Fed durch fallende Renditen wünscht, könnte - folgt man den 1970er Jahren, die durch eine Inflationsphase durch massive Rohstoffpreisanstiege gekennzeichnet war - nach hinten losgehen. Seit 2000 herrscht ein sich wechselnder deflationärer / reflationärer Kapitalmarktrend, bei dem die Inflationsraten trotz massiver Rohstoffpreisanstiege verhältnismäßig niedrig blieben.

Die Hausse der Anleihen spiegelt sich in ungebrochenen Kapitalzuflüssen in US-Anleihenfonds wider.

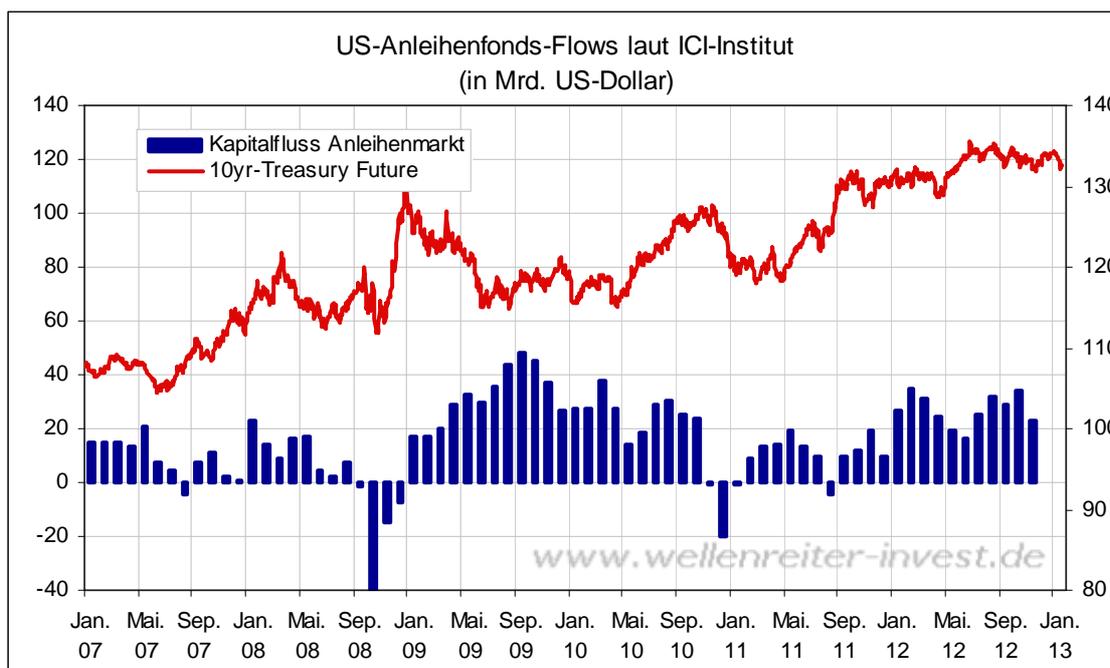


Abb. 4.13: US-Anleihen-Kapitalfluss und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Fazit: Die „ewige“ Hausse der Anleihen unterliegt auch in Zukunft zyklischen Kräften. Die Politik in Form von massiven Käufen globaler Notenbanken führt ähnlich wie in den 40iger Jahren zu einer Seitwärtsphase der Renditen, die auch in 2013 andauern sollte. Die Oberseite der US-Rendite sollte in 2013 bei 3,5 Prozent für 30jährige Anleihen liegen (2,4 Prozent für 10jährige Anleihen). Bei Aktienmarktschwäche sollten die Anleihen weiterhin als „sicherer Hafen“ agieren und mit sinkenden Renditen reagieren.

4.2 Unternehmens- und Hypothekenanleihen

Die Renditen für Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Hypothekenanleihen weisen eine hohe Korrelation auf.

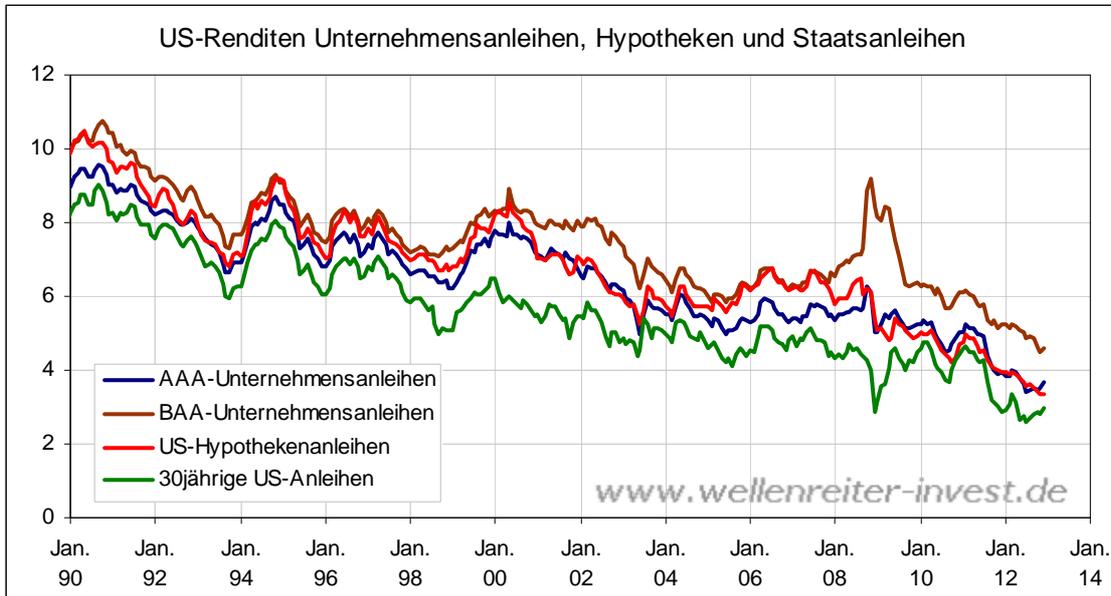


Abb. 4.14: Renditen Staats-, Unternehmens- und Hypothekenanleihen

Die Renditeentwicklung war zum Jahresende 2012 unabhängig vom Anleihensegment weiter abwärts gerichtet.

Interessant ist die Entwicklung des Spreads zwischen AAA- und BAA-Unternehmensanleihen. Diese unterscheiden sich durch ihre Bonität. Wird die Differenz zwischen AAA- und BAA-Unternehmensanleihen unnatürlich groß, deutet dies auf eine Rezession hin.



Abb. 4.15: Spread AAA-BAA US-Unternehmensanleihen

Der Spread stieg in der ersten Jahreshälfte 2012 an, beruhigte sich aber in der zweiten Jahreshälfte. Aus Sicht des Spreads scheint eine Rezession nicht unmittelbar bevor zu stehen. Wenn sich Unternehmen weiterhin günstig refinanzieren können, sparen sie Zinskosten und geraten somit - im Gegensatz zu 2008 - nicht in eine Kreditklemme. Dies ist ein konjunktureller Positivfaktor.

BAA-Unternehmensanleihen und Hypothekenanleihen waren in den USA jahrzehntelang mit einem ähnlichen Zinssatz behaftet. Dieser Zusammenhang existiert nicht mehr. 30jährige US-Hypothekenanleihen verfügen seit dem Jahr 2008 über einen beständig niedrigeren Zinssatz als BAA-Unternehmensanleihen.

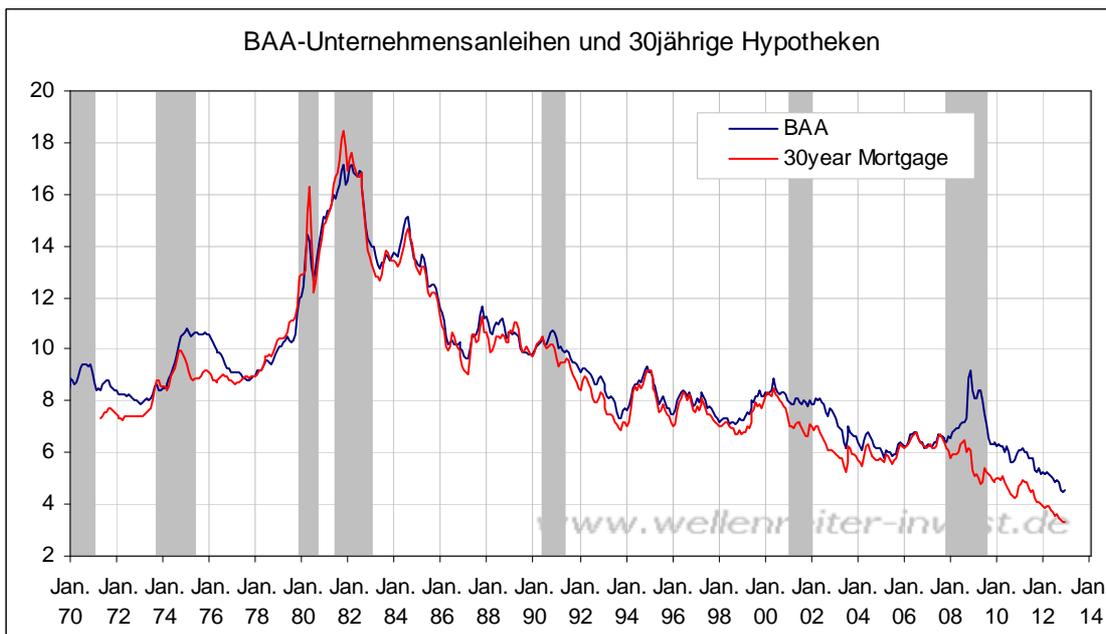


Abb. 4.16: BAA Unternehmensanleihen und 30jährige Hypotheken

Nachfolgend erkennt man den Austritt aus der Handelsspanne seit 2008.

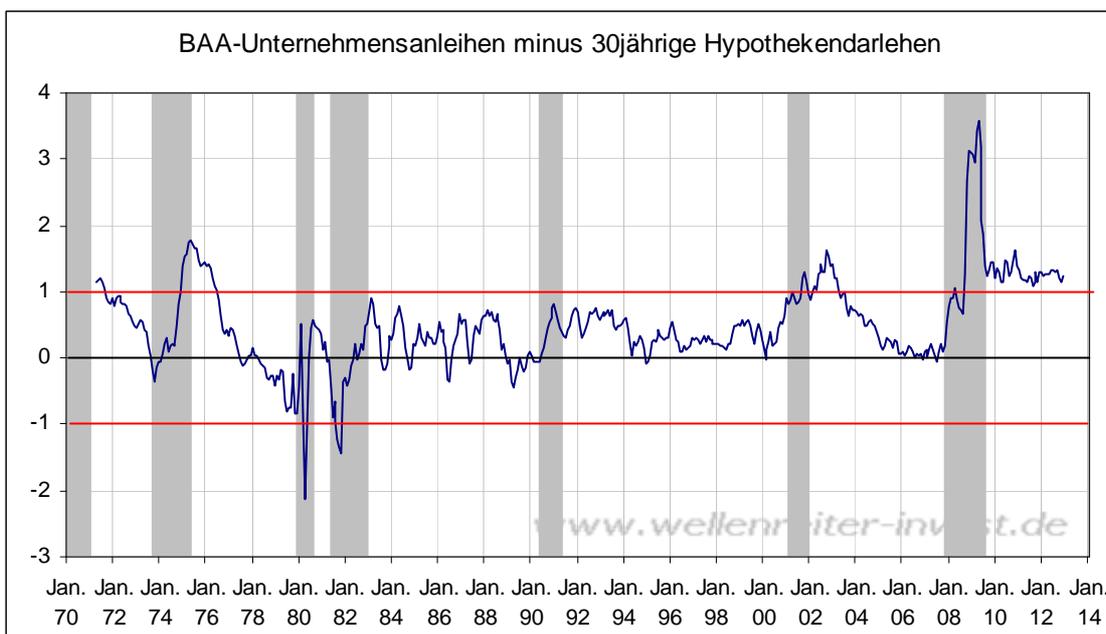


Abb. 4.17: BAA Unternehmensanleihen minus 30jährige Hypotheken

Der US-Zentralbank gelingt es offenbar, durch ihre Manipulation (massive Aufkäufe von Hypothekenanleihen) einen künstlich niedrigen Zinshintergrund für den Kauf von Immobilien zu schaffen. Bei einer konjunkturellen Verschlechterung steigt üblicherweise der Spread an. Dann wiederum würde sich der Spread zwischen BAA-Anleihen und Hypo-thekenanleihen noch stärker ausweiten, da die Fed weiterhin mit Hypothekenkäufen aktiv wäre.

Der Markt für US-Kommunalanleihen (Muni-Bonds) ist zum Jahresende 2012 hin unter Druck geraten. Die Möglichkeit eines Doppelhochs ist gegeben.

IShares National Municipal Bond ETF Wochenchart



Abb. 4.18: Municipal Bonds ETF

Warum diese Flucht aus Kommunalanleihen erfolgt, obwohl eine Anlage in US-Kommunalanleihen nicht auf die Einkommensteuer angerechnet wird, erscheint rätselhaft. Die Verschlechterung der Bonität einiger US-Kommunen ist ja kein neues Phänomen. Aber möglicherweise geraten einige Kommunen in 2013 an ihre finanziellen Grenzen.

Fazit: Die Entwicklung der US-Staatsanleihen ist maßgeblich für die Entwicklung der anderen Anleihenklassen. Eine unmittelbar anstehende Rezession ist in den USA anhand der Spreads der Unternehmensanleihen nicht erkennbar, ebenso ist der Trend sinkender Refinanzierungskosten intakt. Die Interventionen der US-Notenbank sind bei Hypothekenspapieren sichtbar, da sich die Spreads zu Unternehmensanleihen ausweiteten. Wenn die Käufe der US-Notenbank in diesem Segment auslaufen würden – momentan sind sie als „Open End“ mit Bedingungen verknüpft –, dann würden die Hypothekenzinsen (relativ zu Unternehmensanleihen) wieder steigen und dem Immobilienmarkt einen Dämpfer versetzen.

5. Der Währungsmarkt

5.1 US-Dollar-Index

Der US-Dollar-Index wird mittels eines Währungskorbs aus sechs Währungen ermittelt. Er wurde 1973 eingeführt und wird an der Terminbörse ICE gelistet. Der Euro beansprucht mit 57,6 Prozent den größten Teil des Korbes. Die weiteren Währungen sind der japanische Yen (13,6 Prozent), das britische Pfund (11,9 Prozent), der kanadische Dollar (9,1 Prozent), die schwedische Krone (4,2 Prozent) sowie der Schweizer Franken (3,6 Prozent).

Am Ende des Jahres 2012 notierte der US-Dollar-Index bei etwa 80 Punkten, genauso wie am Ende der Jahre 2011, 2010 und 2009. Die Jahresschlussnotierungen der letzten 4 Jahre des Index lauten: 78,22; 79,28; 80,52; 79,78. Es ist bemerkenswert, mit welcher Konstanz der US-Dollar-Index jeweils zum Jahresende die 80-Punkte-Marke ansteuert. Auch Anfang 1991, Ende 1992, Anfang 1995 und zum Jahreswechsel 2004/05 wurde die 80-Punkte-Marke (rote Linie folgender Chart) angesteuert.

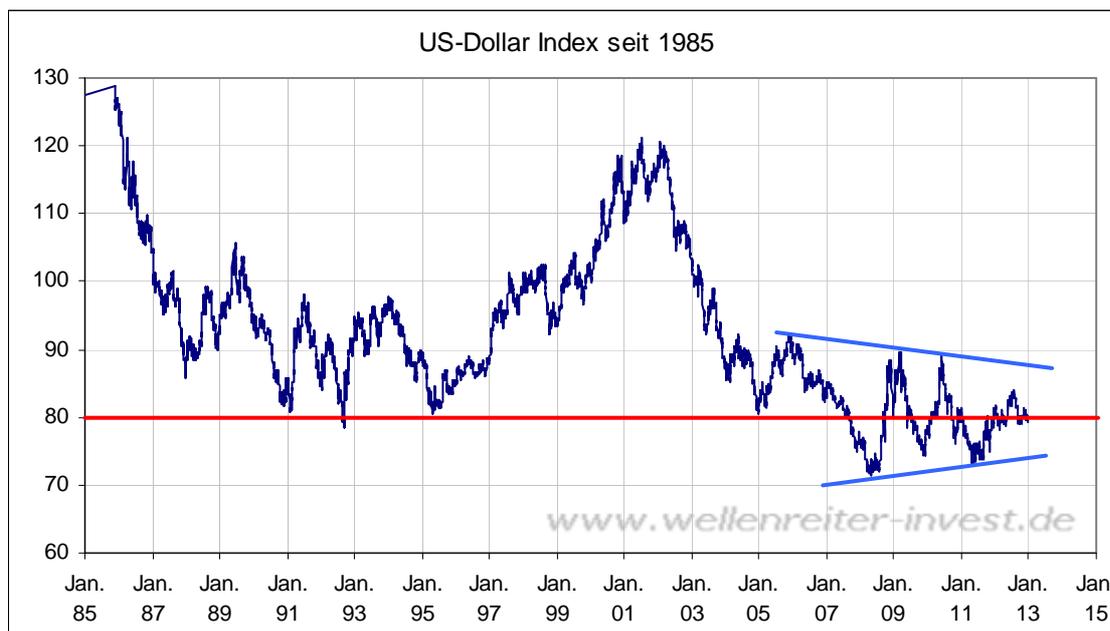


Abb. 5.1: US-Dollar Index seit 1985

Das Geschehen im US-Dollar-Index spielt sich seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 im Rahmen einer Handelsspanne ab. Diese verläuft zwischen 70 bis 90 Punkten. Die Spanne verengt sich. Die beiden blauen Linien demonstrieren diesen Vorgang. Es lässt sich feststellen, dass die Bewegungen der wichtigen Währungen zueinander eine auffällig geringe Schwankungsbreite zeigen. Wir nehmen an, dass der US-Dollar-Index an das obere Ende seiner Spanne heran laufen wird. Nachfolgend gilt der Blick einigen wichtigen Währungspaaren.

5.2 Euro/Dollar

Der Euro/Dollar bewegt sich - ebenfalls seit dem Jahr 2007 - in einer Handelsspanne. Diese Handelsspanne lässt sich als flaggenartig beschreiben. Derartig konsolidierende Flaggenmuster lösen sich häufig nach oben auf.

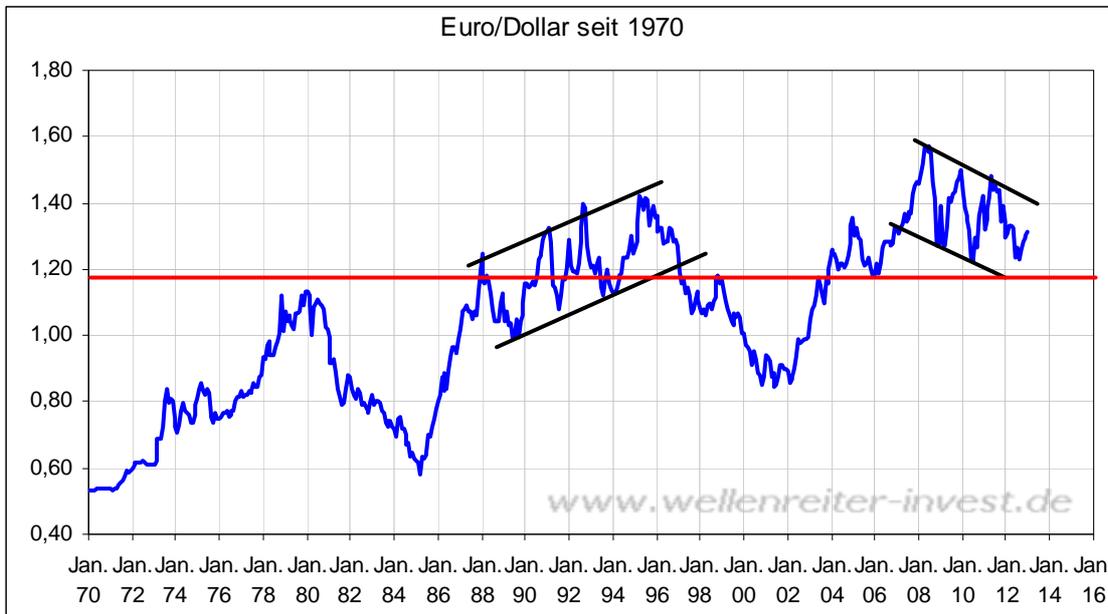


Abb. 5.2: Euro/Dollar seit 1970

Die Marke von 1,17/1,18 USD (rote Linie) beschreibt den Kurs zu Einführung des Euro Anfang 1999. Sie fungiert als wichtige Unterstützung. Aus technischer Sicht lässt sich auf der Unterseite bei 1,19 US-Dollar (Juni 2010) und 1,20 US-Dollar (Juli 2012) ein preisliches Doppeltief erkennen. Auf der Oberseite ist die fallende Trendgerade im Bereich von 1,40 USD als ein Widerstand für 2013 zu vermerken. Ein weiterer Widerstand ergibt sich bereits an der Marke von 1,35. Dort verlaufen wichtige gleitende Durchschnitte.

In den letzten Jahren nahm die Schwankungsbreite des Währungspaares kontinuierlich ab. Lag sie 2010 noch bei 27 US-Cents, so fiel die Volatilität über 20 US-Cents (2011) auf 14 US-Cents für 2012. Die nachlassende Volatilität ist vor dem Hintergrund des preislichen Doppeltiefs als ein Indiz der Beruhigung und Bodenbildung anzusehen. Daher erwarten wir in 2013 eine ähnlich Schwankungsbreite wie in 2012.

Aus zyklischer Sicht können die Bewegungen in ein 10- bzw. 5jähriges Trendmuster unterteilt werden. Diese Einteilung ist nicht in Stein gemeißelt, denn die erste Abwärtsbewegung dauerte 5 Jahre (1980-1985), die zweite Abwärtsbewegung hingegen 6 Jahre (1995-2001), wobei die Bodenbildungsphase noch ein weiteres Jahr in Anspruch nahm. Die im Sommer 2008 begonnene zyklische Abwärtsbewegung sollte

daher unter dem Aspekt Zeit noch nicht einer neuen nachhaltigen Aufwärtsbewegung weichen, ein weiterer Tiefpunkt wäre für den Zeitraum 2013/14 zu erwarten. Wir erwarten einen solchen dritten Tiefpunkt in 2014.

Währungsbeziehungen stellen die relativen Bewegungen von Wirtschaftsräumen zueinander dar. Diese Bewegungen lassen sich am besten über den Mechanismus des Realzinses messen. Wirtschaftsräume erscheinen attraktiv, wenn man für Staatsanleihen eine reale – also inflationsbereinigte - Rendite erhält, die deutlich über der Realrendite eines anderen Wirtschaftsraumes angesiedelt ist.

Nachfolgend haben wir die Realzins-Differenz zwischen den Realzinsen für Deutschland und den USA gemeinsam mit dem Verlauf des Euro/Dollar charttechnisch abgetragen. Ein ideales Realzinsumfeld bietet hohe Zinsen bei geringen Inflationsraten.

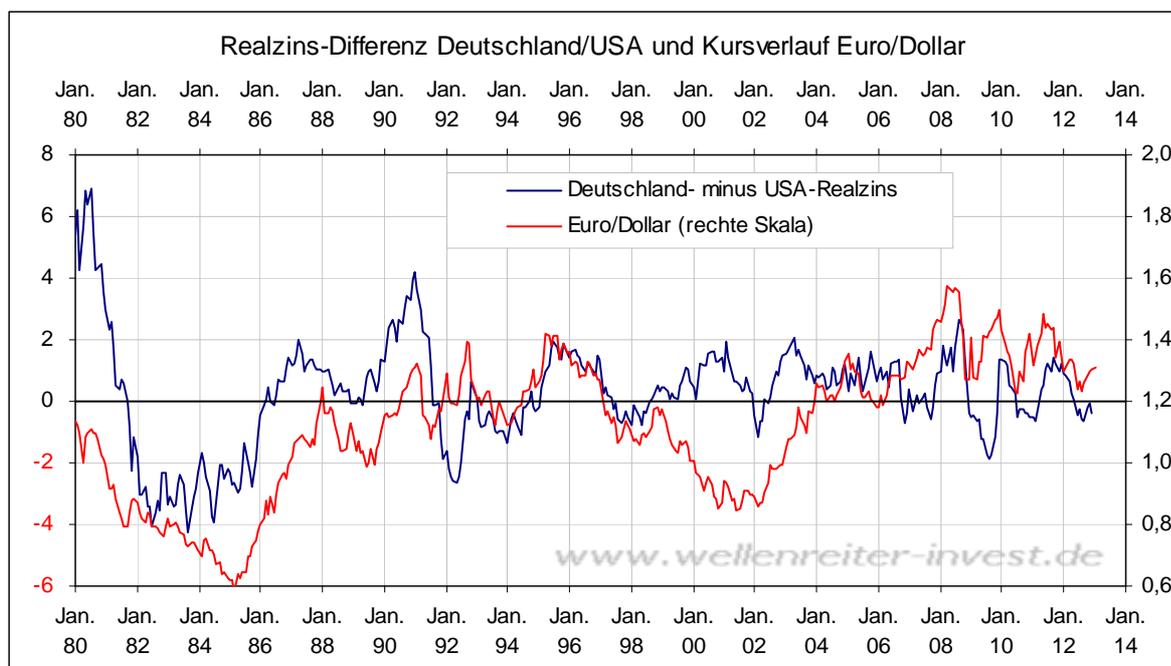


Abb. 5.3: Realzins-Differenz Deutschland/USA

Das momentane Umfeld garantiert niedrigen Inflationsraten bei noch niedrigeren Zinsen. Sowohl in den USA als auch in Deutschland ist der Realzins negativ. Aber das ist nicht entscheidend. Für den Kursverlauf ist wichtig, in welcher Region der höhere Realzins angeboten wird. In den vergangenen Jahren hatten mal die USA die Nase vorn, mal war es Deutschland. Aktuell verfügen die USA über einen um 0,2 Prozentpunkte höheren Realzins als Deutschland. Die Differenz ist minimal. Dies ist ein Grund, warum das Währungspaar eine relativ geringe Volatilität haben sollte.

An der Terminbörse sind die Commercials beinahe neutral positioniert.

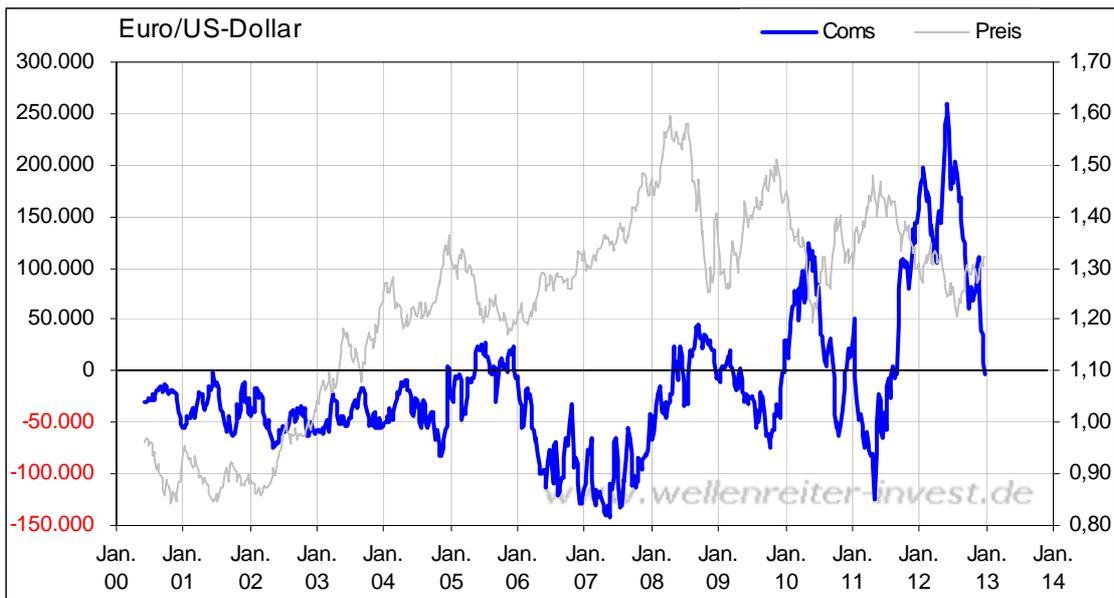


Abb. 5.4: Commercials Euro/Dollar

Deshalb lässt sich der faire Wert zum Ende des Jahres 2012 im Bereich 1,31/32 USD angeben.

Mitte 2012 stieg das Interesse (Open Interest) auf Rekordniveaus an, kollabierte dann aber bis zum Jahresende um mehr als die Hälfte.

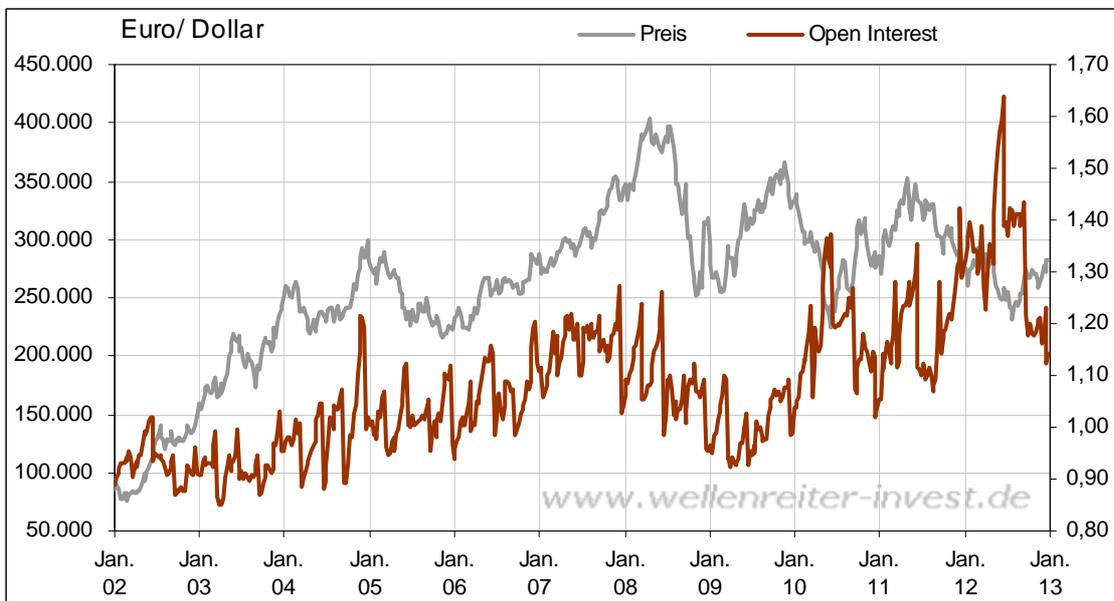


Abb. 5.5: Open Interest Euro/Dollar

Der Grund für das steigende Interesse und den gleichzeitig steigenden Pessimismus war in den Ängsten vor einer Auflösung der europäischen Gemeinschaftswährung zu sehen. Nachdem EZB-Chef Mario Draghi mit seinen Worten („Der Euro ist irreversibel“) dieser Spekulation den Boden entzogen hatte, gaben die Baissespekulanten ihre Positionen bis zum Jahresende auf.

Der saisonale Verlauf des Euro/Dollar in Nachwahljahren ist von einer Schwäche in der ersten Jahreshälfte und von ansteigenden Kursen in der zweiten Jahreshälfte geprägt.

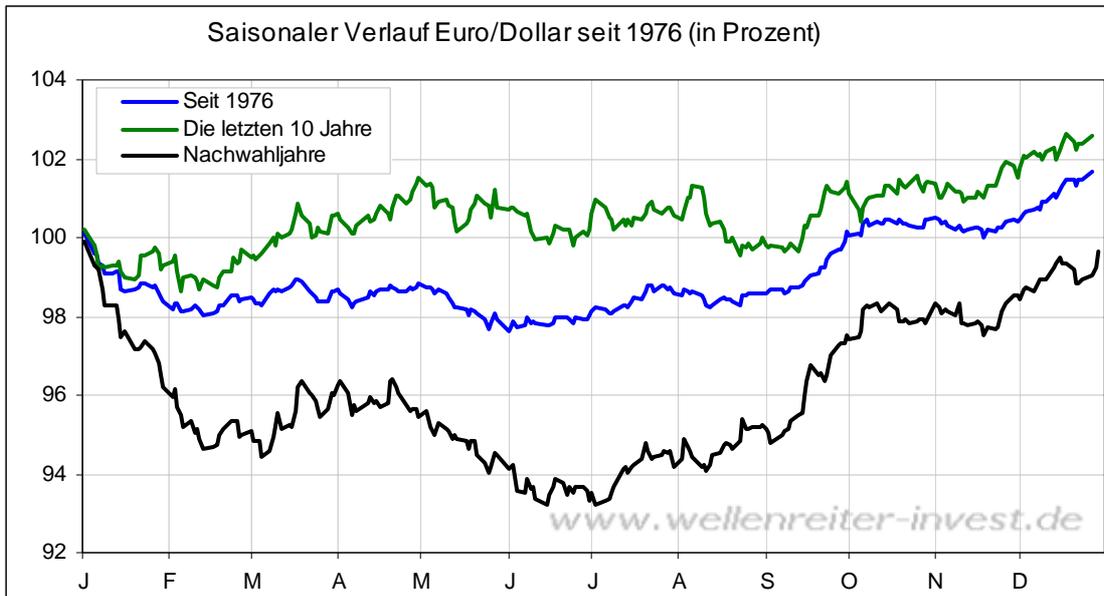


Abb. 5.6: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar

Der möglichen Entwicklung des Euro/Dollar sollte man sich auch von einer anderen Seite nähern. Die Entwicklung des Euro/Dollar korreliert positiv mit der US-Inflationsrate. Käme es in den USA zu einer deflationären Entwicklung, die in den USA ausgeprägter wäre als in Deutschland, würde dies den Euro/Dollar negativ beeinflussen. Dies war beispielsweise im Jahr 2008 der Fall.

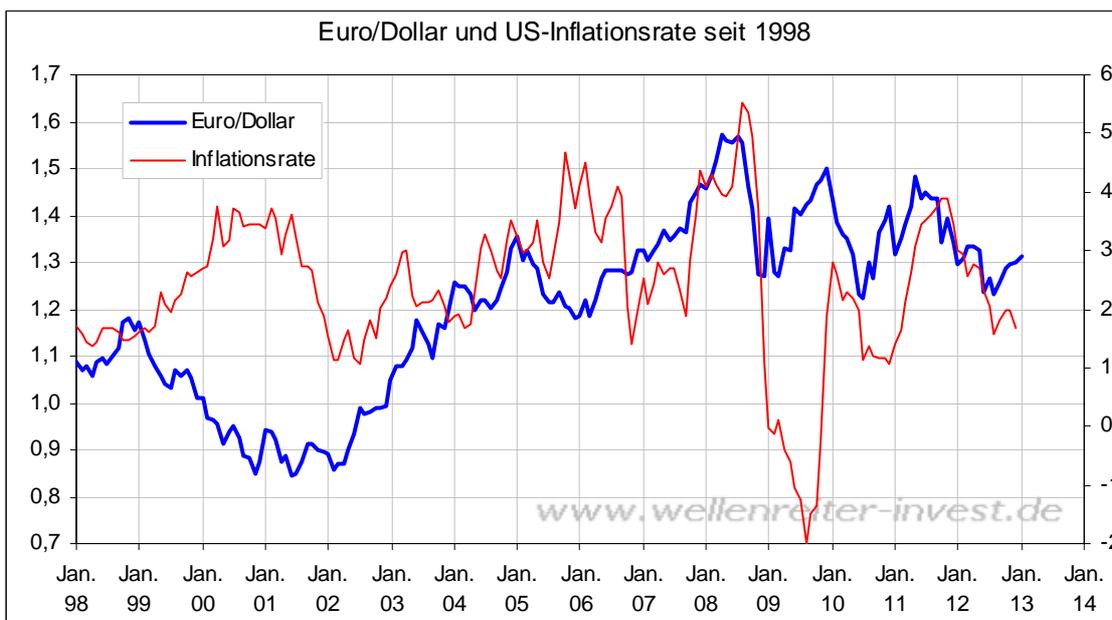


Abb. 5.7: Euro/Dollar und US-Inflationsrate

Die US-Inflationsrate wird aktuell mit 1,77% angegeben (Stand: November 2012). Möge die Schatten-Inflation höher liegen, das wird nicht bestritten. Entscheidend für unsere Einschätzungen zum Realzins bleibt die offizielle US-Inflationsrate. Einfach deshalb, weil sich die Fed selbst auf diese Daten bezieht. Damit ist nicht gesagt, dass diese Zahlen korrekt sind.

Die Fed hat jüngst die obere Begrenzung des Inflations-Zielkorridors auf 2,5% festgesetzt. Würde die offizielle Inflationsrate diese Marke überschreiten, so würde automatisch eine Diskussion über das Ende des QE in Gang kommen. Dies ungeachtet der Beteuerungen der Fed, dass dann immer noch alles Ermessenssache wäre. Der Geist des festen Zielkorridors ist aus der Flasche.

Nach unten hin ist die Marke von 1% bedeutsam. Uns war das lange Zeit nicht klar, bis Ottmar Issing in einer Rede sinngemäß sagte, dass Zentralbanken zur Null-Inflation einen Puffer benötigen, der bereits an der 1%-Marke ansetzt. Bei einer Inflationsrate von einem Prozent klingeln die Deflations-Alarmglocken. Aus diesen Gründen haben wir nachfolgend den Fed-Korridor mit roten Linien bei 1% und bei 2,5% markiert.

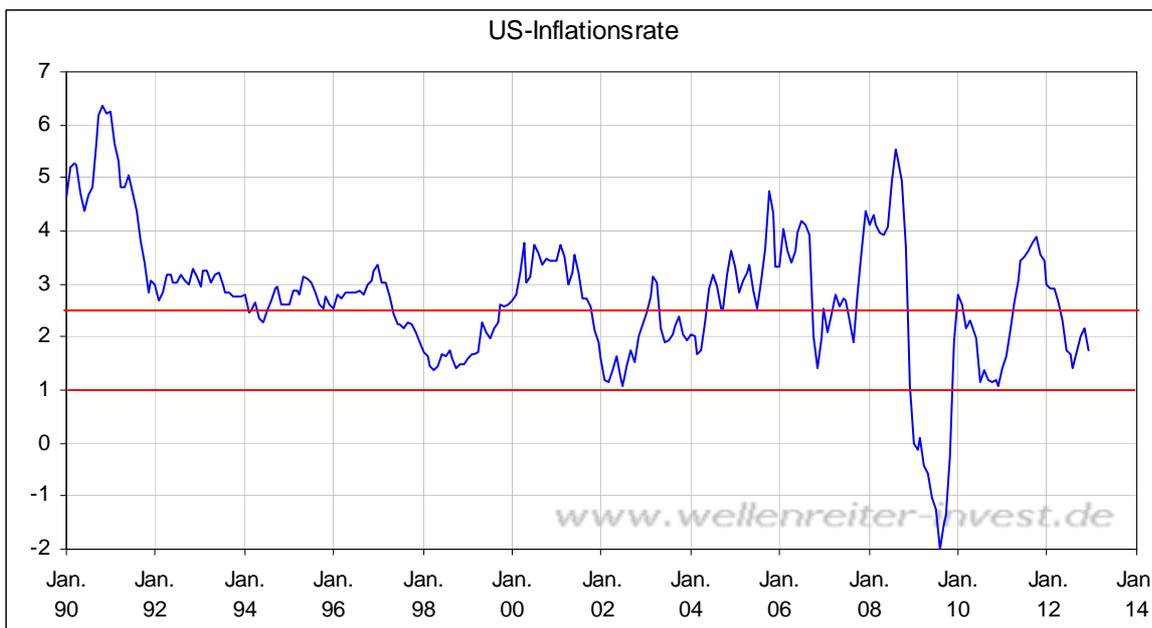


Abb. 5.8: US-Inflationsrate bisheriger Verlauf

Dies erklärt auch, warum Ben Bernanke am 21. November 2002 seine berühmte Deflationsrede "Make sure it doesn't happen here" hielt. Wenige Monate zuvor hatte die Fed eine Inflationsrate von 1,07% zur Kenntnis nehmen müssen.

Die aktuelle offizielle US-Inflationsrate für den November beträgt also 1,77%. Nehmen wir an, der Ölpreis würde in den kommenden Monaten nicht steigen (was aus saisonaler Sicht plausibel wäre). Nehmen wir deshalb weiter an, die Inflation gegenüber dem Vormonat würde sich nicht bewegen (also weder fallen noch steigen). In einem solchen Fall würde die offizielle US-Inflationsrate im März 2013 auf 0,84% fallen. Dies ist dem Basiseffekt geschuldet (hoher Ölpreis im Frühjahr 2012). Die Verlaufskurve würde wie folgt aussehen. Die Stelle, an der es unter die 1%-Marke ginge, ist mit einem Pfeil gekennzeichnet.

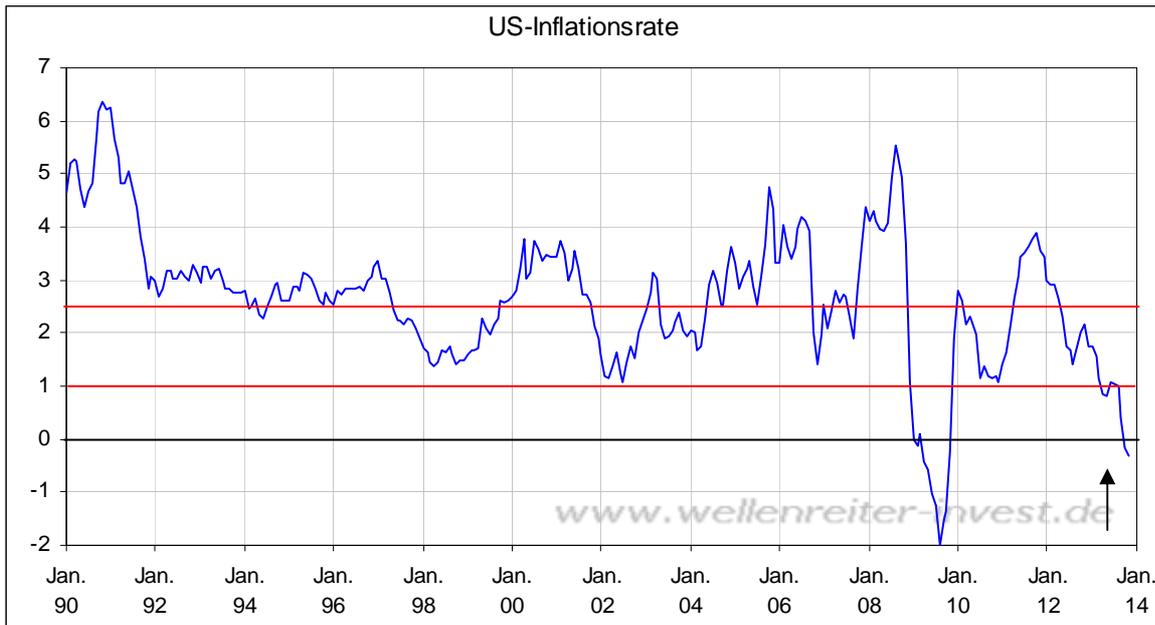


Abb. 5.9: US-Inflationsrate deflationäres Szenario

Die Fed würde auf ihrem Meeting Mitte März, spätestens aber Ende April (wenn die März-Zahlen vorliegen) Angst bekommen. Sie würde Handlungsoptionen in Richtung Erweiterung des Quantitative Easing diskutieren. Denn würde sich der CPI-Wert gegenüber dem Vormonat ein Jahr lang überhaupt nicht bewegen, so würde die Inflationsrate im September 2013 die Null-Linie unterqueren.

Rechnen wir einen anderen Fall. Die Inflationsrate würde gegenüber dem Vormonat jeweils um 0,2 Prozentpunkte zulegen. Dies entspricht einem typischen Durchschnittsverlauf. Auch in diesem Fall würde die Fed im März 2013 nervös werden (siehe Pfeil folgender Chart).

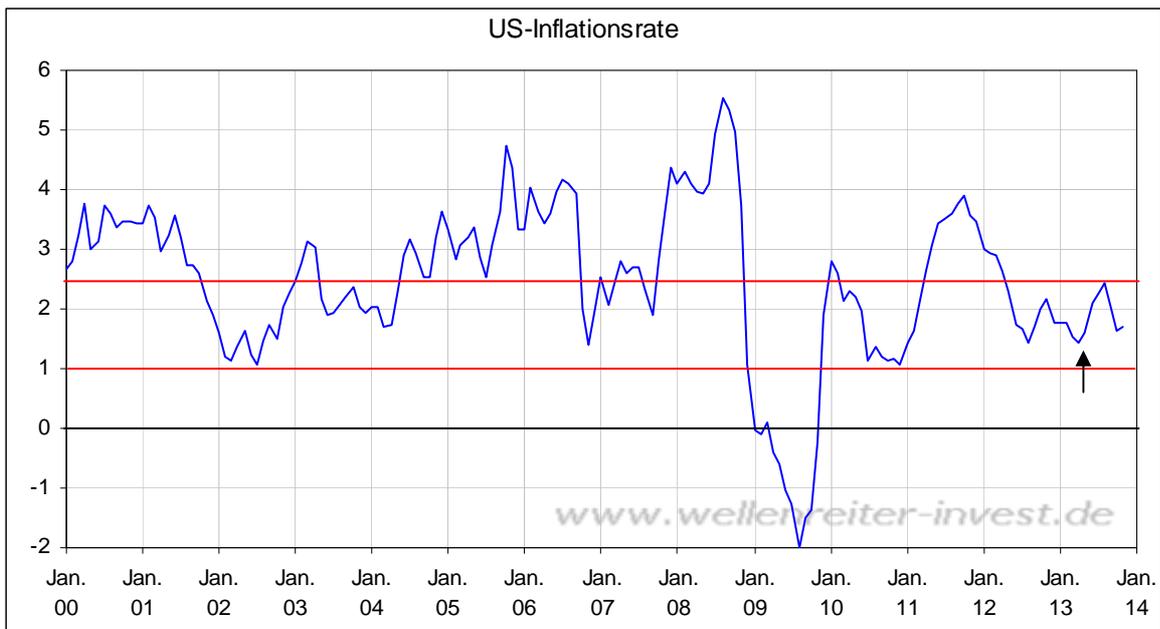


Abb. 5.10: US-Inflationsrate normales Szenario

Allerdings wäre die Nervosität nicht berechtigt. Denn bereits im Juli würde die Inflationsrate die Marke von 2,5 Prozent erreichen. An dieser Stelle würde die Fed zu Überlegungen gezwungen, die Lockerung zurückzufahren. Aber auch diese Sorge wäre nicht berechtigt. Letztendlich würde die Inflationsrate im Korridor verbleiben.

Wir beschreiben ein drittes Szenario. Die Inflationsrate würde gegenüber dem Vormonat stark - jeweils um 0,4 Punkte - ansteigen.

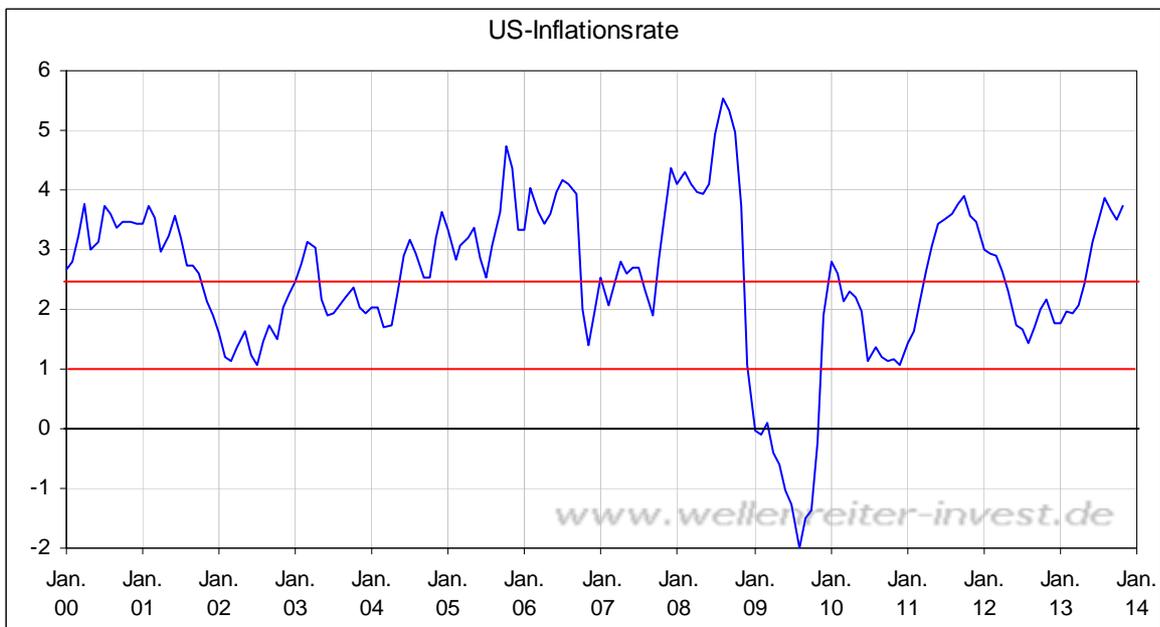


Abb. 5.11: US-Inflationsrate inflationäres Szenario

Bereits im April wäre die Marke von 2,5 Prozent erreicht. Die Inflationsrate würde bis zur Jahresmitte auf knapp 4 Prozent anziehen. Die Fed müsste handeln. Sie wäre gezwungen, QE deutlich zurückzufahren.

Welches dieser Szenarien dürfte sich durchsetzen? Wir nehmen an, dass sich das mittlere ("normale") Szenario durchsetzen wird.

Zwei wichtige Aspekte sprechen zunächst für deflationäre Tendenzen. Zum einen ist der Baltic Dry Index zum Ende des Jahres 2012 auf 699 Punkte gefallen. Damit hat der Index sein Niveau von Ende 2008 erreicht.

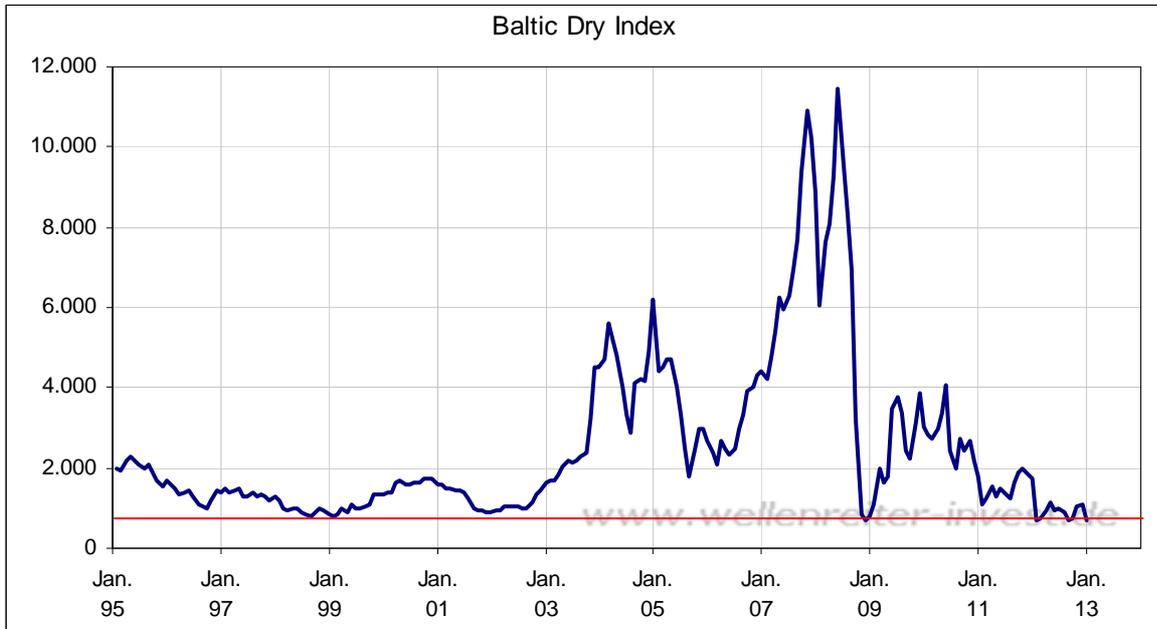


Abb. 5.12: Baltic Dry Index

Zum anderen befindet sich der australische Dollar als Rohstoffwährung in einer Konsolidierungsphase, in der sich eine Dreiecksformation gebildet hat. Eine wichtige Unterstützung befindet sich bei 0,97 (blaue Linie folgender Chart).



Abb. 5.13: Australischer Dollar / US-Dollar

Im bullischen Fall ("risk on; inflationär") würde sich das eingezeichnete Dreiecksmuster nach oben auflösen. Doch die Wahrscheinlichkeit dafür ist gering. Denn am Terminmarkt besitzen die Commercials in der Vorweihnachtswoche 2012 größte Netto-Short-Positionierung der letzten zehn Jahre (folgender Chart).

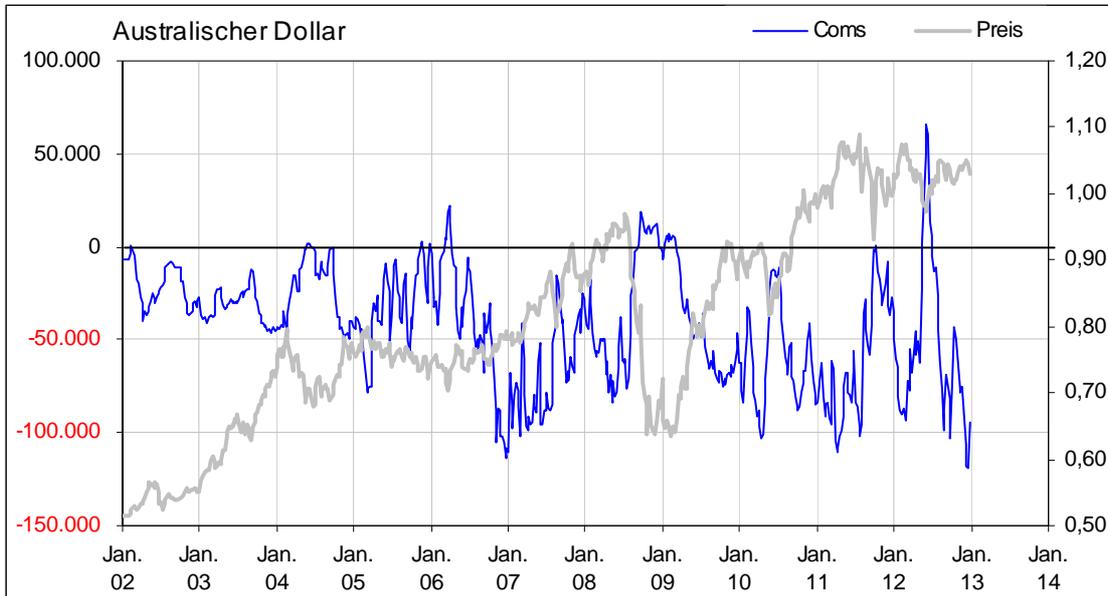


Abb. 5.14: Commercials Australischer Dollar

Dies ist ein deutliches Indiz für fallende Notierungen in den kommenden drei Monaten. Der Australische Dollar hat sich seit 2001 in der Spitze mehr als verdoppelt und erscheint vom Trend korrekturanfällig. Zur Erinnerung: der Euro/US-Dollar schaffte zwischen 2001 und 2008 auch beinahe eine Kursverdopplung (von 0,82 auf 1,60), bevor eine scharfe Korrektur einsetzte.

Fazit: In den kommenden Wochen sollte "Risk off"-Verhalten vorherrschen. Gerade im ersten Quartal sollte sich ein überwiegend deflationäres Verlaufsmuster durchsetzen, bevor inflationäre Tendenzen zurückkehren. Der US-Dollar besitzt den Status des „sicheren Hafens“ bei größerer Aktienmarktschwäche und zeigte dies zuletzt im zweiten Quartal 2012. Entsprechend sollte der Euro/Dollar zunächst verhalten agieren, bevor er in der zweiten Hälfte des Jahres 2013 steigen dürfte. Wir erwarten für den Euro/US-Dollar eine ähnliche Schwankungsbreite wie in 2012, wobei wir für 2013 Kurse unter 1,20 US-Dollar für sehr unwahrscheinlich halten.

5.3 Schweizer Franken

Der folgende Chart zeigt das Auseinanderlaufen von EUR/USD und CHF/USD seit dem Sommer 2010. Zuvor unterschieden sich die Kursverläufe kaum.

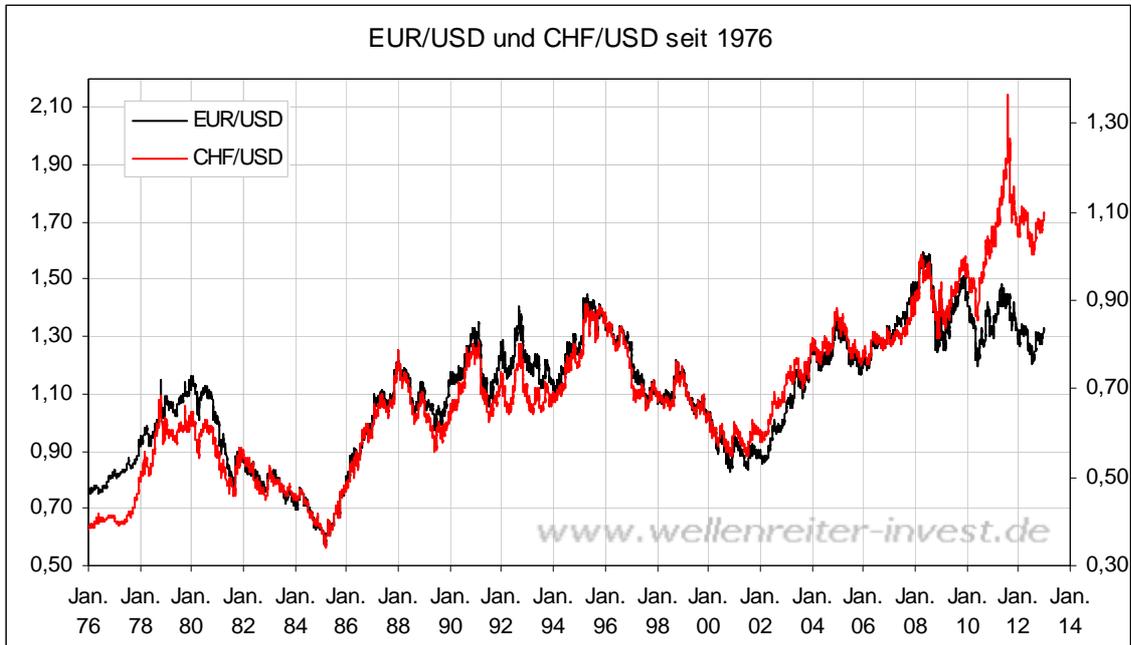


Abb. 5.15: EUR/USD und CHF/USD seit 1976

Der Euro wurde in Relation zum Schweizer Franken an der Marke von 1,20 bedingungslos von der Schweizer Nationalbank gestützt. Damit dehnt sich seit Sommer 2011 der Euroraum praktisch auf die Schweiz aus.

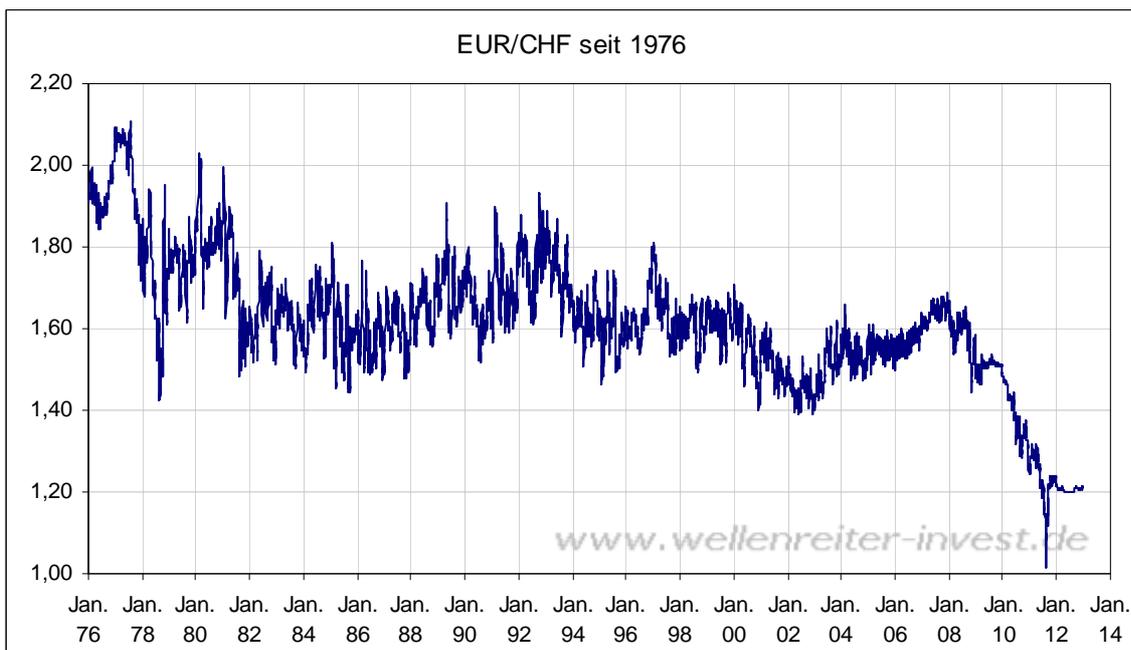


Abb. 5.16: EUR/CHF seit 1976

Die Marke von 1,20 dürfte von der Schweizer Nationalbank weiter verteidigt werden. Seit September hat sich EUR/CHF ein wenig von dieser Marke entfernt, so dass die Stützungskäufe der SNB für den Euro überschaubar bleiben.

Sollte die Zeitphase 2013/14 wie von uns erwartet zyklisch noch einmal schwierig werden, dann sollte die Risikoneigung der Investoren relativ gering sein und der Schweizer Franken ein „sicherer Hafen“ bleiben, der nicht durch Mittelabflüsse belastet werden wird. Ein Indiz für die anhaltende Risikoaversion ist der negative nominale Zinssatz bei zweijährigen Schweizer Staatsanleihen. Aus Sicht des Investors ist ein Kauf dieser Anleihen nur dann sinnvoll, wenn er annimmt, dass der Schweizer Franken gegenüber dem Euro in den kommenden beiden Jahren abwerten wird und die Schweizer Notenbank letztlich ihre Fixierung aufgeben wird, so dass das Währungspaar dann auf niedrigere Niveaus fallen wird. Eine solche Entwicklung erscheint uns für das Jahr 2013 wenig wahrscheinlich.

Daher erwarten wir, dass der Euro/Schweizer Franken in einer vergleichsweise engen Handelsspanne verharren wird und die Schweizer Notenbank zu weiteren Stützungskäufen an der 1,20er Marke bei Abschwungsphasen an den Aktienmärkten gezwungen werden sollte, um die Fixierung des Währungspaares aufrecht zu erhalten.

5.4. Dollar/Yen

Die japanische Inflationsrate bewegte sich im Jahr 2012 meist unterhalb der Nullmarke. Die Rendite für 10jährige Staatsanleihen driftete zwischen 0,7 und 1,0 Prozent. Der japanische Realzins blieb demnach positiv und bot eine positive Realrendite von etwa 1%. Der Yen war deshalb jahrelang eine attraktive Währung, weil diese für den Anleger eine positive Realrendite bot. Da Japan über eine alternde Gesellschaft mit hohem Sparvermögen verfügt, gibt die positive Realrendite den Japanern die Sicherheit, dass sie ihren Lebensstandard aufrecht erhalten können. In den USA liegen Inflationsrate und die Rendite für 10jährige Anleihen etwa gleich auf. Die Realrendite ist somit null. Dennoch war im Jahr 2012 eine Veränderung erkennbar: Zu Jahresbeginn schwächte sich der Realzinsvorteil Japans gegenüber den USA deutlich ab. Folgerichtig zog der Dollar/Yen an.

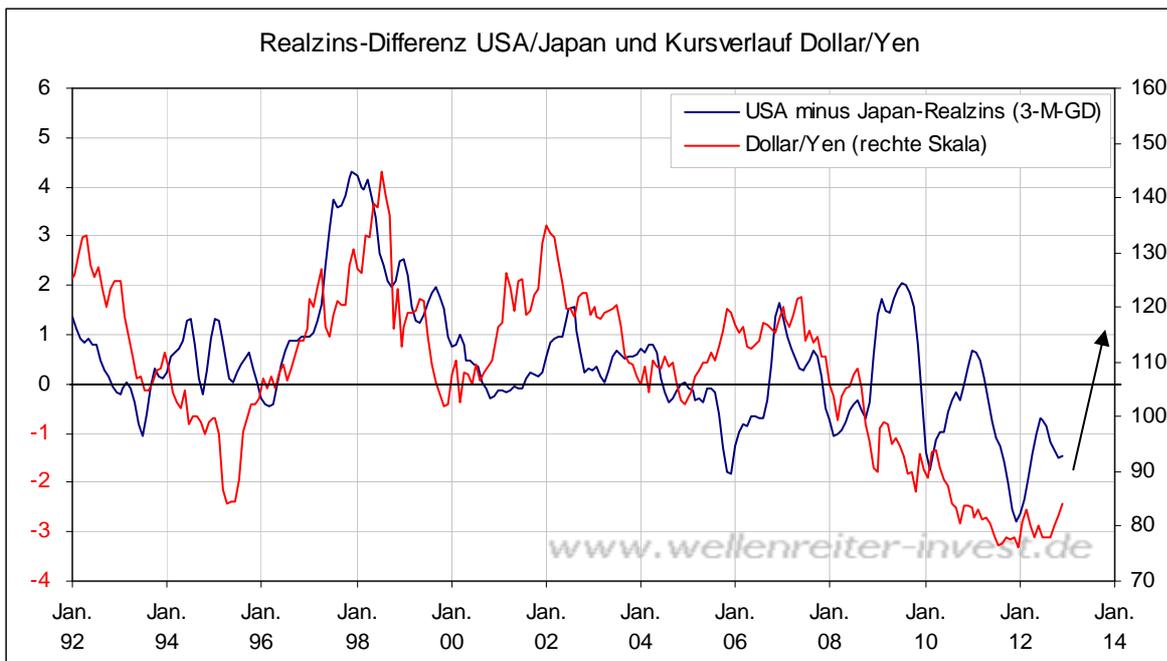


Abb. 5.17: Realzins-Differenz USA/Japan

Nach einem Rücksetzer kam es im letzten Quartal 2012 erneut zu einem starken Anstieg des Dollar/Yen. Die Realzinsbeziehung zwischen Japan und den USA scheint sich umkehren zu wollen. Die würde dann geschehen, wenn entweder die japanische Inflationsrate die Rendite übertreffen würde (= negativer Realzins) oder die USA erneut in eine deflationäre Situation geraten würden. Beides würde einen Anstieg des Dollar/Yen bedeuten (siehe Pfeil obiger Chart).

Die 80-Punkte-Marke im Dollar/Yen stellt sich - nach 1995 - erneut als wichtige Unterstützung heraus.



Abb. 5.18: Dollar/Yen

Die Japanische Notenbank hat mit massiven Interventionen am Terminmarkt im Bereich von 76 Yen eine Untergrenze markiert. Auf der Oberseite ist der Bereich von 85,5/6 Yen als starker Widerstand anzusehen, da er die Zwischenhochs 2011 und 2012 darstellt. Wenn dieser Widerstand überwunden werden kann, dann wären Kurse von 95-100 Yen zu erwarten.

Der Anstieg des Dollar/Yen geht - wie der folgende Chart zeigt - mit dem Anstieg des Nikkei-Index einher.

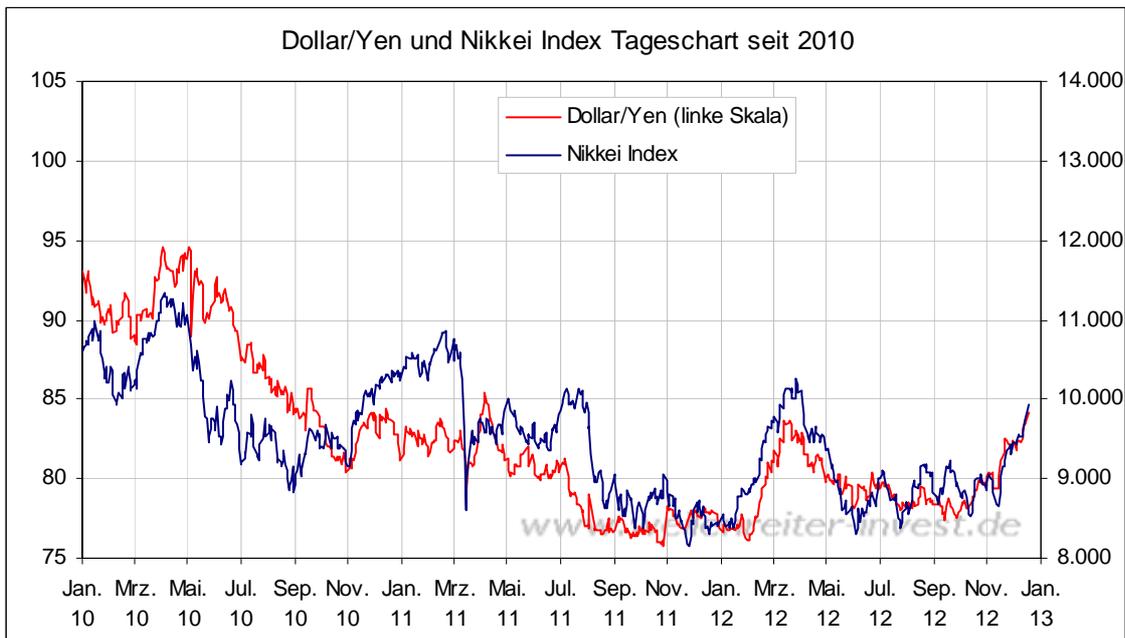


Abb. 5.19: Dollar/Yen und Nikkei Index

Auffällig ist das fehlende Eigenleben des japanischen Aktienmarktes, der keine relative Stärke aufweist, sondern wie eine Ableitung des Währungspaares handelt. Eine eigene Japan-Story mit dem Wiedererlangen neuer Kräfte sehen die Anleger offenbar bisher nicht. Konjunkturprogramme führten in den 90iger Jahren immer wieder zu kräftigen „Strohfeuer“-Aufwärtsbewegungen am japanischen Aktienmarkt, bisher spiegelt sich dieser Effekt noch nicht in den japanischen Aktienkursen wieder. Der designierte neue japanische Regierungschef Abe möchte Japan in seiner zweiten Amtszeit von der Deflation befreien und hat ein Inflationsziel von 2 Prozent vorgeschlagen.

Nachhaltig wurde das 2-Prozent-Ziel zuletzt Ende der 1980er/Anfang der 1990er Jahre erreicht. In den Jahren 1997 und 2008 kam es zu sporadischen Überschreitungen, die aber nicht von Dauer waren (folgender Chart).

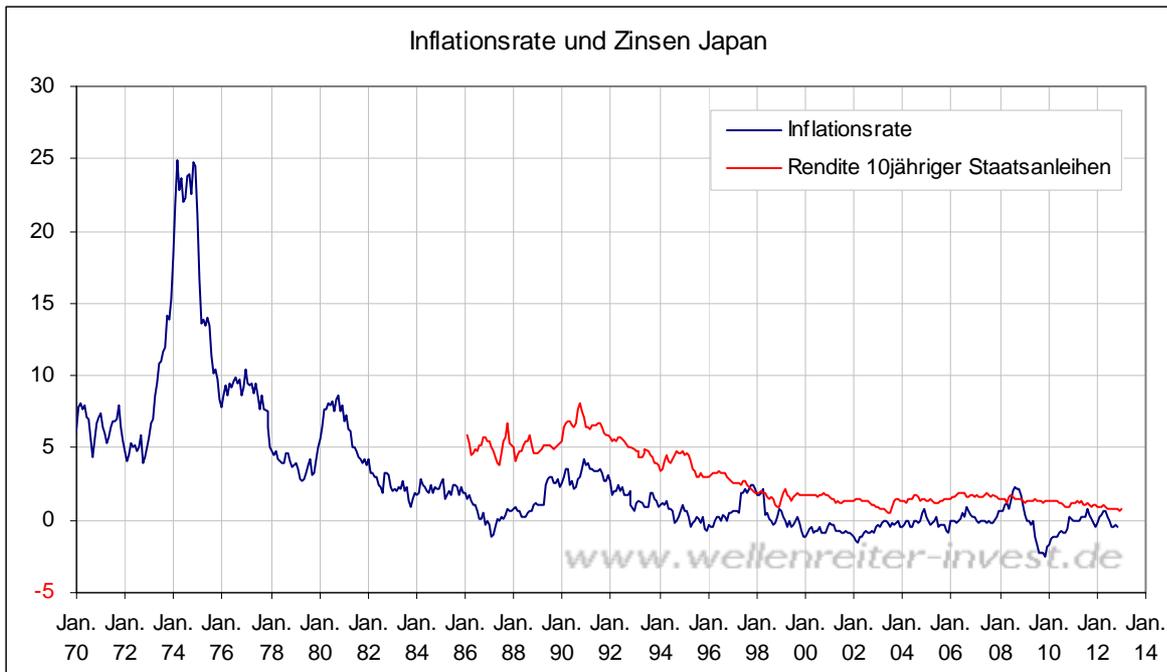


Abb. 5.20: Inflation und Zinsen Japan

Wenn in einer Verteuerungsphase der Rohstoffe wie zwischen 2001 und 2011 die Inflationsraten das neue Ziel Abes von 2 Prozent lediglich in 2008 für einen ganz kurzen Zeitraum erreicht wurde, dann wird deutlich, dass das neue Ziel sehr ambitioniert ist. Sollte es dem designierten Ministerpräsidenten Abe tatsächlich gelingen, die Inflation - sagen wir - auf 1% anzuheben, dann wäre - ceteris paribus - der jahrelange Vorteil einer positiven Realrendite für Japan verschwunden. Japan ist ein Land mit einem insgesamt hohen Privatvermögen. Dieses würde in andere Anlageklassen drängen. Die Marktteilnehmer scheinen eine solche Bewegung zu antizipieren, indem sie den Nikkei-Index über die 10.000-Punkte-Marke nach oben gedrückt haben.

Ein steigender Dollar/Yen bedeutet Aufwärtsdruck für die japanischen Staatsanleihen. Noch ziehen die Renditen ziehen kaum mit (folgender Chart). Würde die japanische Zentralbank nicht massiv japanische Anleihen kaufen, würde die Rendite 10jähriger japanischer Staatsanleihen wohl steigen.

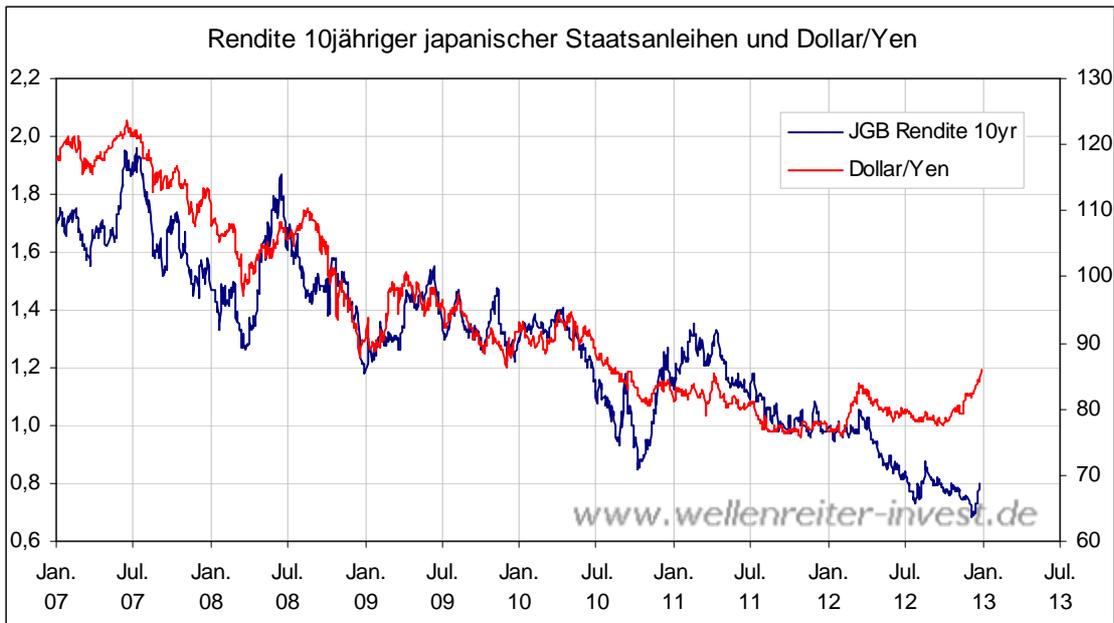


Abb. 5.21: Rendite 10jähriger japanischer Staatsanleihen

Die Rendite darf in Japan die 2%-Marke praktisch nicht überschreiten. Würde sie dies über einen längeren Zeitraum tun, würde der japanische Staatshaushalt vor dem Zinsdienst in die Knie gehen müssen. Aber ähnlich wie die Bank of England oder die Federal Reserve bliebe der Bank of Japan die Möglichkeit, die Schulden zu annullieren, indem sie negatives Eigenkapital in Kauf nimmt. Die japanische Notenbank müsste mit ihren Käufen die Renditen z.B. im Bereich von 1% in einer Handelsspanne fixieren, um die Schuldendienstfähigkeit Japans nicht in Frage zu stellen.

Lange Jahre haben wir darüber geschrieben, wie gut der Nikkei-Index das Blasenverlaufsmuster abbildet. Ebenso wie der Dow ab 1929 und Gold ab 1980 markierte der Nikkei Index zweieinhalb Jahre nach seinem Blasenhoch im Jahr 1990 ein Tief.

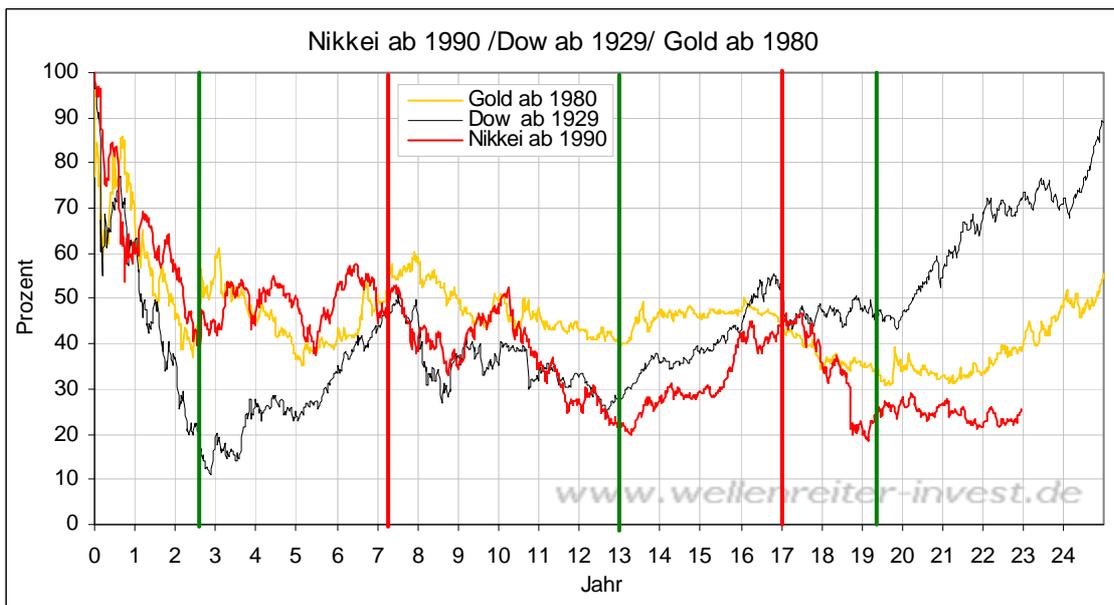


Abb. 5.22: Nikkei/Dow/Gold

Es folgte ein Hoch nach 7 Jahren, ein Tief nach 13 Jahren und wiederum ein Hoch nach 17 Jahren. So wie es sein sollte. Diese Momente sind jeweils grün bzw. rot markiert. Nach 19 Jahren (also im Jahr 2009) wurde der Tiefpunkt erreicht. Die Schwäche der Erholung zeigt allerdings, dass eine Dynamik, wie sie 19 Jahre nach dem Platzen der Blase vom Goldpreis und dem Dow Jones Index an den Tag gelegt wurden, nicht zu erwarten ist. Hinzu kommt die drückende Schuldenproblematik. Aber immerhin: Die seit zwei Dekaden anhaltende Baisse scheint dem Ende entgegen zu gehen.

Der langfristige Nikkei-Chart zeigt die Baisse seit 1990 eindrucksvoll (eingezeichnet sind jeweils die Jahresendstände).

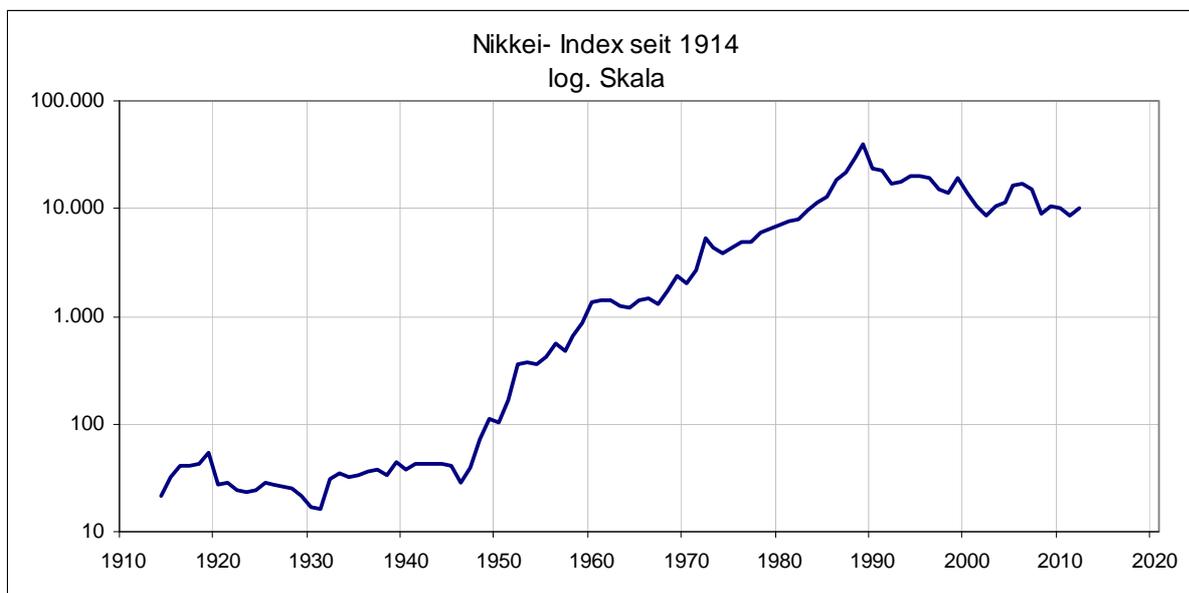


Abb. 5.23: Nikkei-Index seit 1914

Der Chart zeigt, dass die Zyklen in Japan anders als in den USA zeitlich deutlich länger ablaufen. Wer den Anstieg zwischen Ende der 1940er und Ende der 1980er Jahre betrachtet, der sieht, wie die Hausse - völlig unbeeindruckt von der Stagnation der 70iger Jahre in den USA - fast 40 Jahre lang "durchzog". Der Hauptteil des großzügig vorhandenen japanischen Privatvermögens dürfte in jener Spanne erwirtschaftet worden sein.

Fazit: Japan ist technisch in einer sehr interessanten Position, da sowohl im Währungs- als auch am Aktienmarkt eine sehr lange Phase der Ruhe zu beobachten ist. Je länger eine trendlose Phase andauert, desto größer ist der Überraschungseffekt einer Trendphase. Die extreme Untergewichtung institutioneller Anleger, die nach der Oktoberumfrage der globalen Fondsmanager bei Merrill Lynch/Bank of America im japanischen Aktienmarkt so skeptisch wie zuletzt im März 2009 positioniert waren, deutet an, dass positives Überraschungspotential für eine Trendbewegung besteht.

Das Sentiment in Japan ist durch Fukushima (2011) belastet, zudem wurden einstige Ikonen der Unterhaltungselektronik wie Sharp, Sony und Panasonic im November durch die Ratingagentur Fitch auf „Ramsch“-Niveau herabgestuft.

Die anhaltenden strukturellen Probleme Japans, die einen Anstieg der Inflation bisher verhindert haben, bleiben erhalten. Eine durch ein neues Konjunkturprogramm ausgelöste Aufwärtsbewegung könnte daher erneut eine „Strohfeuer“-Bewegung werden, bei der der japanische Aktienmarkt dann auch relative Stärke gegenüber der Entwicklung des Yens zeigen müsste. Insofern ist Japan in 2013 als ein Kandidat für einen positiven Überraschungsfaktor anzusehen. Der Nikkei besitzt auf internationaler Ebene die Chance zur Outperformance. Voraussetzung ist allerdings, dass es der japanischen Notenbank gelingt, die Rendite auf einem bezahlbaren Niveau zu halten.

6. Der Rohstoffmarkt

6.1 Rohstoffmarkt langfristig

Der CRB-Rohstoff-Index (CI) befindet sich seit dem Jahr 2002 in einer Aufwärtsbewegung. Nach dem Einbruch im Jahr 2008 konnte der Index nochmals ein neues Hoch erzielen (April 2011). Seitdem fällt der Rohstoffindex. Die Sequenz höherer Tiefs und höherer Hochs bleibt intakt. Ein Bruch des Aufwärtstrends fand bisher nicht statt.

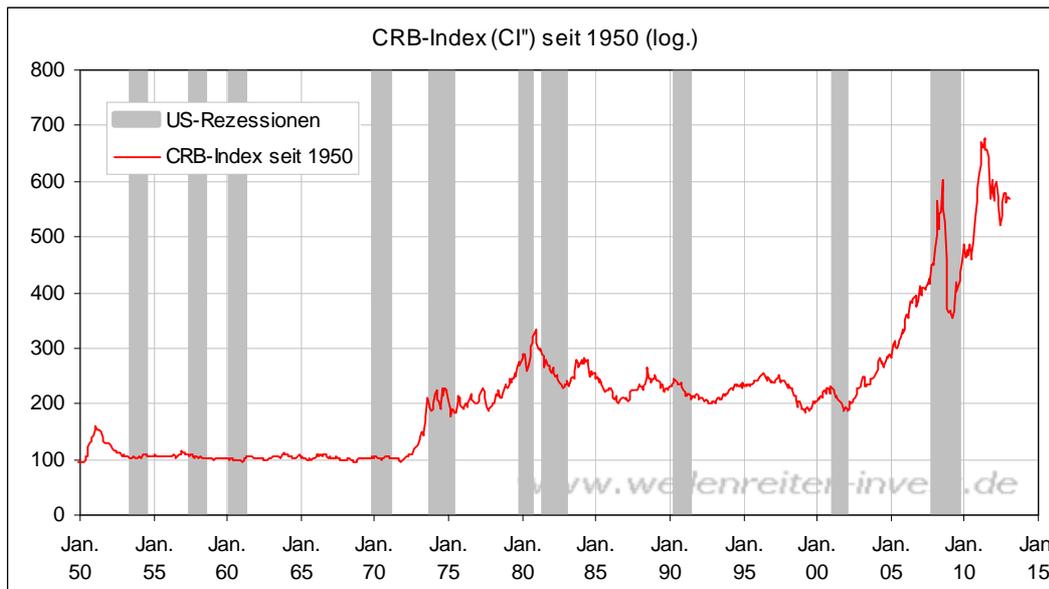


Abb. 6.1: CRB-Rohstoff-Index

Betrachtet man den 30-Jahres-Zyklus des CRB-Index, so stellt man fest, dass sich der aktuelle Zyklusverlauf recht genau an das vorhergehende 30-Jahres-Muster hält.

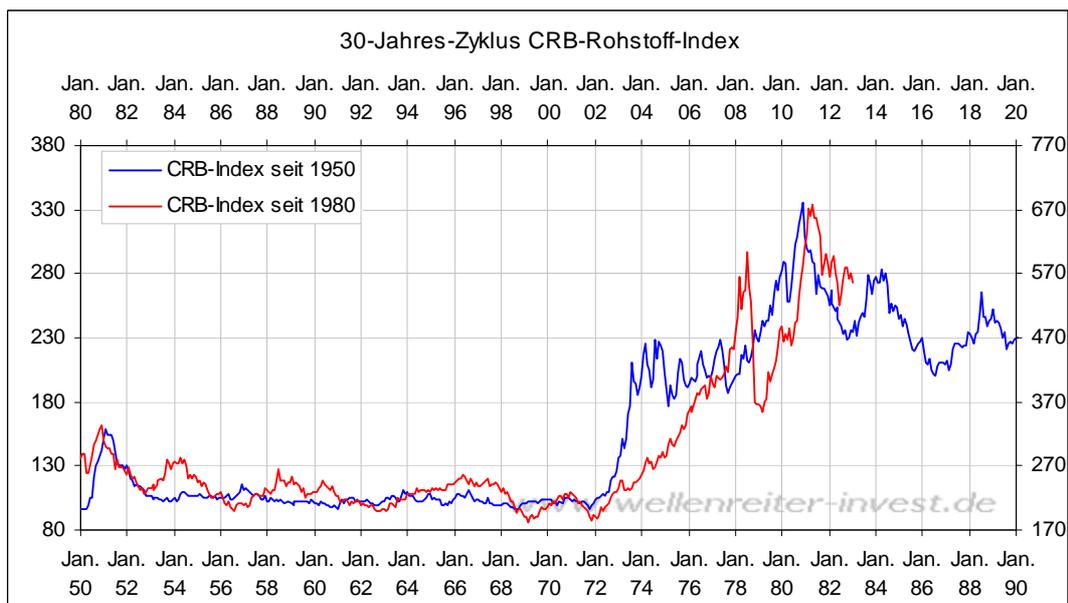


Abb. 6.2: CRB-Rohstoff-Index 30-Jahres-Zyklus

Danach würde sich der CRB-Rohstoffindex von Frühjahr 2013 bis Anfang 2014 noch einmal erholen, bevor sich ab 2014 eine erneute Abwärtsbewegung ergeben würde.

6.2 Erdöl

Der Welt-Ölkonsum zeigt sich in einem intakten Aufwärtstrend. Allerdings verweist die begleitende Trendlinie (rote Linie folgender Chart) auf einen abflachenden Anstiegswinkel.

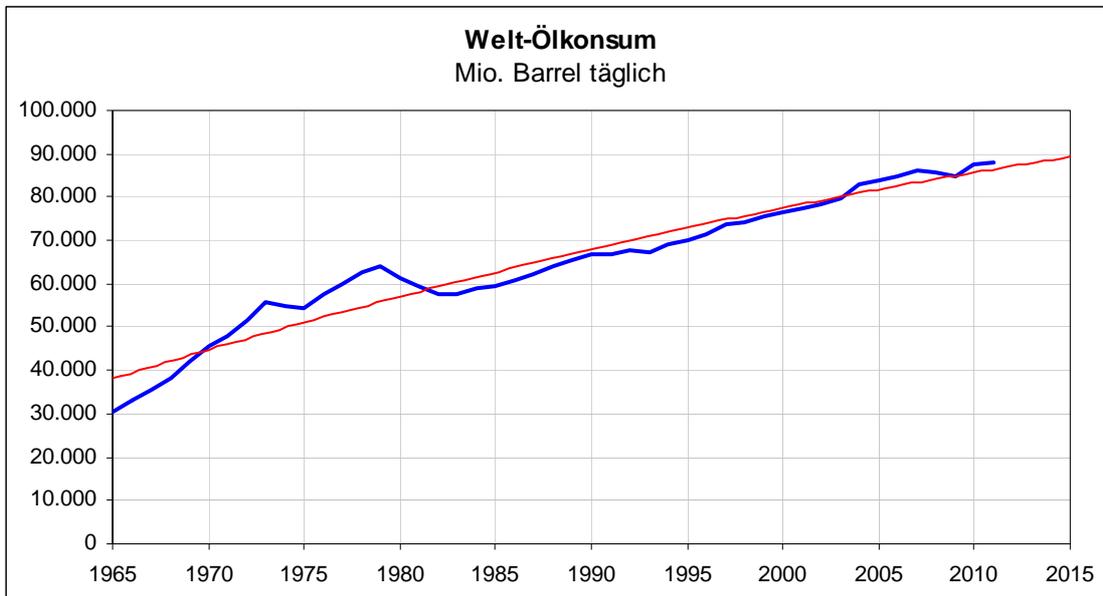


Abb. 6.3: Welt-Ölkonsum

China - und in geringerem Maße Indien - sind für die weltweiten Wachstumsraten im Ölverbrauch verantwortlich. In den USA ist der Ölverbrauch rückläufig. Er befindet sich auf dem Niveau des Jahres 1998. Deutschland verzeichnete bereits in den 1970er Jahren das Verbrauchshoch.

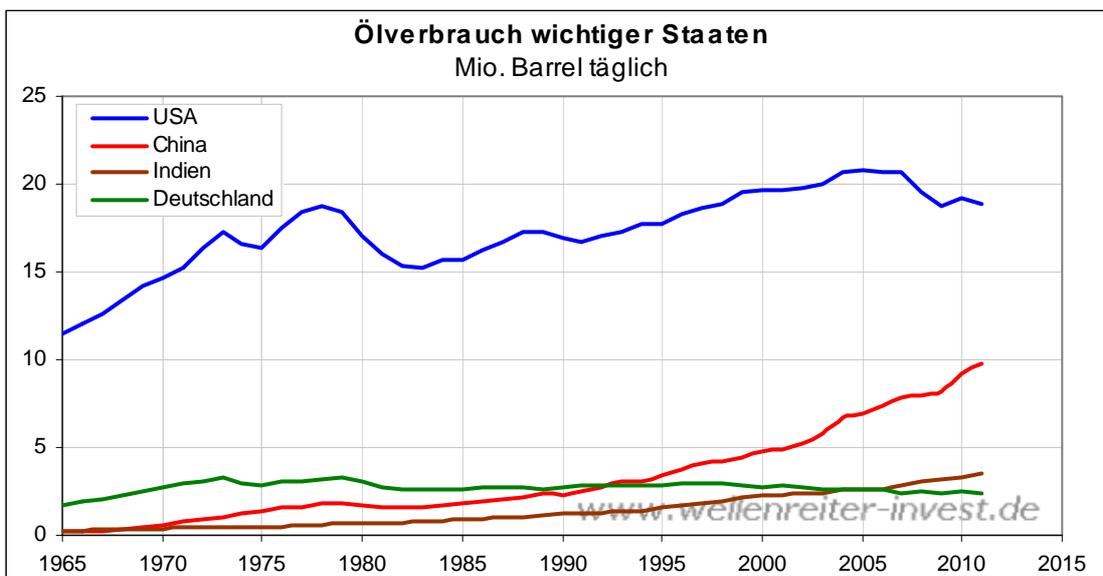


Abb. 6.4: Öl-Verbrauch wichtiger Staaten

Ohne den Aufstieg Chinas hätte der Rohstoff- und Ölpreisboom der vergangenen 10 Jahre schlichtweg nicht stattgefunden. In den USA hat die große Rezession einerseits Minderverbräuche bewirkt, andererseits finden Substituierungsprozesse statt, zum Beispiel durch Erdgas. Dadurch verringern sich die US-CO₂-Emissionen auf den Stand von 1996.

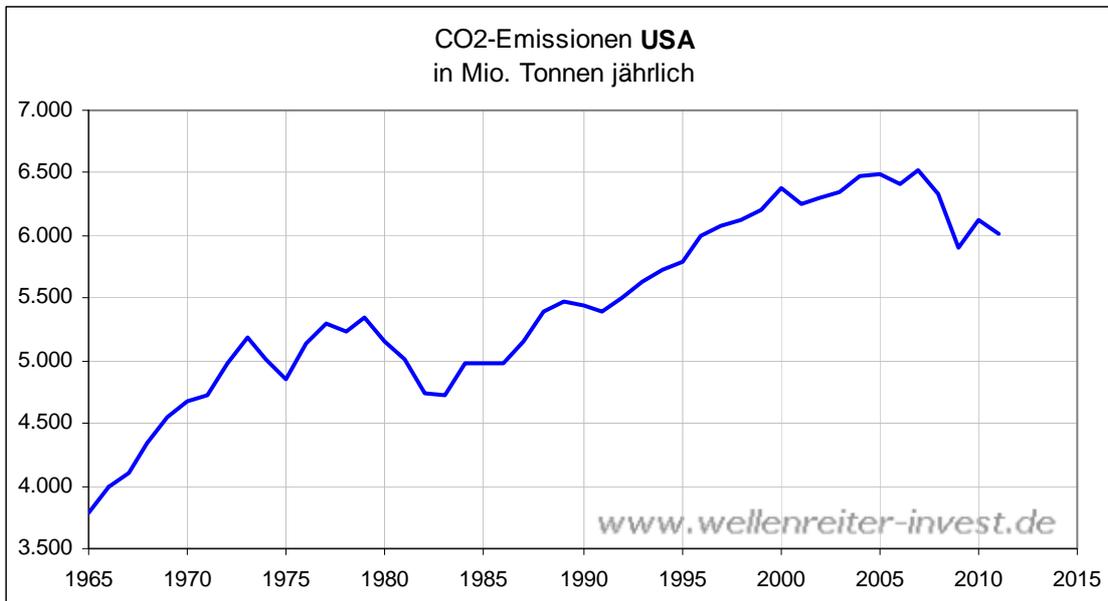


Abb. 6.5: CO₂-Emissionen USA

Der Anstieg des CO₂-Ausstoßes in China macht jedoch diese Entwicklung zunichte, so dass die weltweiten CO₂-Emissionen Jahr für Jahr weiter anwachsen.

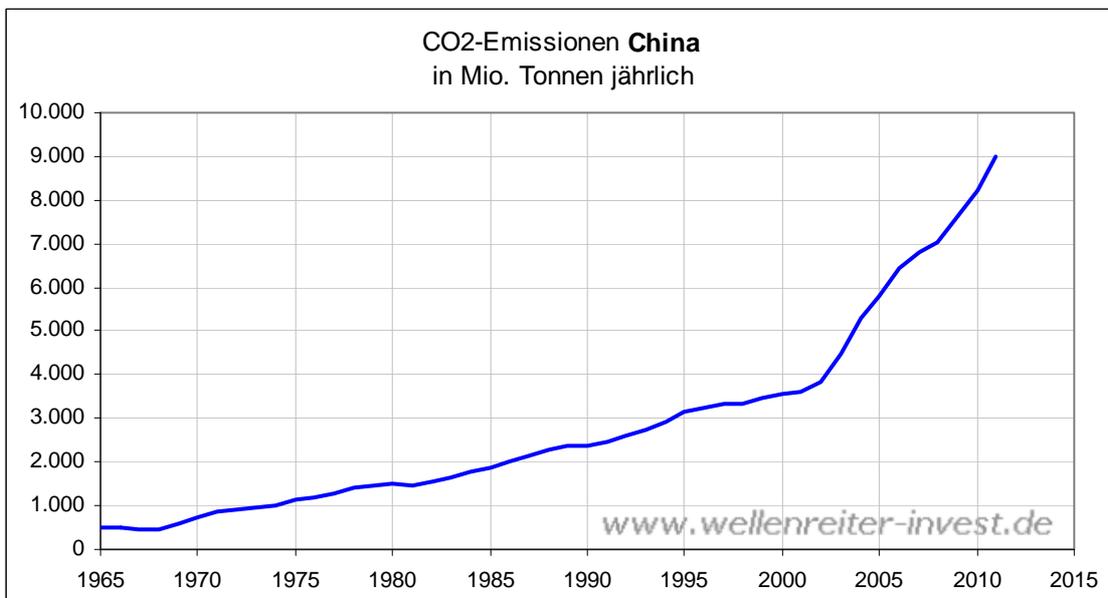


Abb. 6.6: CO₂-Emissionen China

Während sich auf der Öl-Konsumseite zwar keine Entspannung, aber dennoch eine Abflachung des Wachstums abzeichnet, werden auf der Produktionsseite gravierende Veränderungen deutlich. Die Ölproduktion der USA, die seit den 1980er Jahren

rückläufig war, steigt seit dem Jahr 2008 wieder an. Auf dem folgenden Chart ist der Tiefpunkt der US-Ölproduktion im Jahr 2008 mit einem Pfeil bezeichnet.

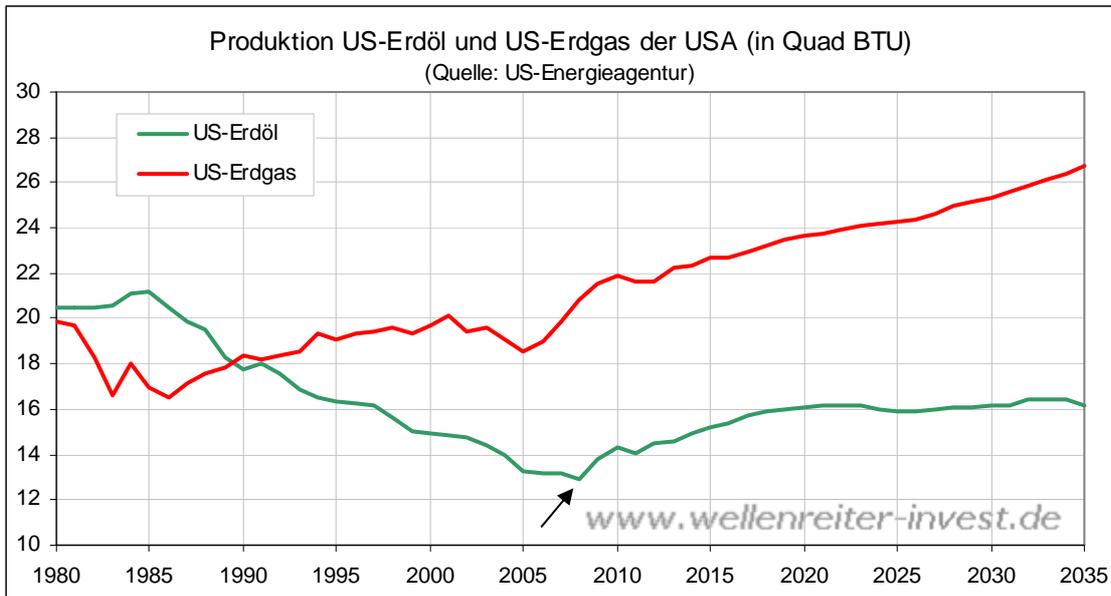


Abb. 6.7: Erdöl- und Erdgas-Produktion bis 2035

Noch gravierender sind die Veränderungen im Hinblick auf Erdgas. Mit Hilfe neuer Technologien wie des "Hydraulic Fracking" und des horizontalen Bohrens werden seit dem Jahr 2005 Lagerstätten ausgebeutet, die ohne diese Technologien keinen Zugang bieten würden. Die US-Energieagentur rechnet in den kommenden Jahren mit dem Erreichen einer weitgehenden Erdgasautarkie.

Es wird den US-Amerikanern jedoch nicht gelingen, eine autarke Öl-Förderung zu erreichen. Die USA förderten im Jahr 2011 7,8 Mio. Barrel pro Tag, konsumierten aber 18,8 Mio. Die Importe überwiegen die eigene Produktion nach wie vor deutlich.

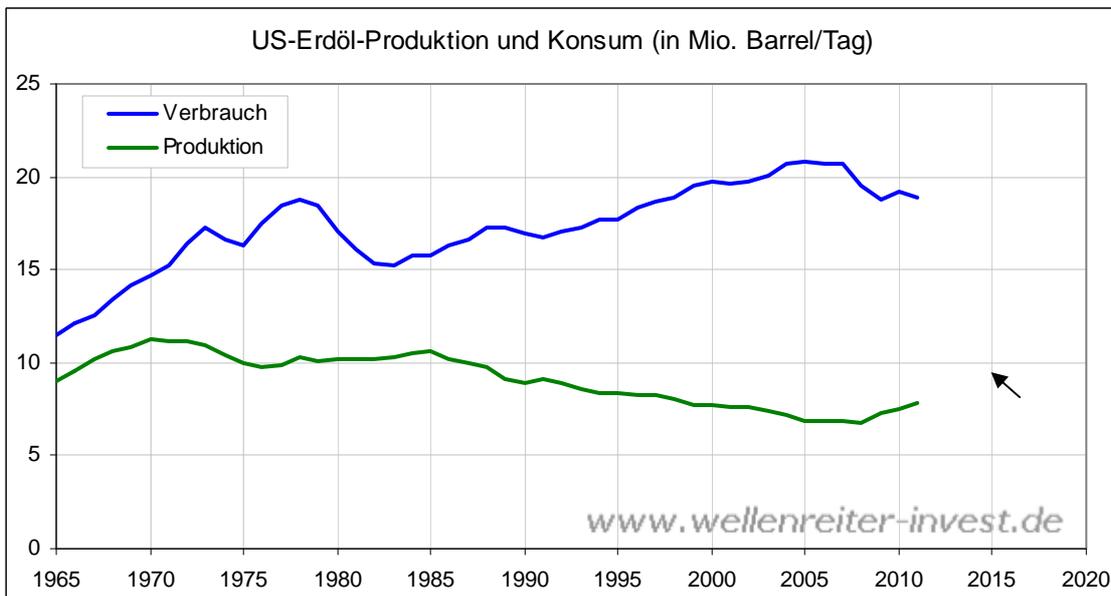


Abb. 6.8: US-Erdöl-Produktion und -Konsum

Sollten es die Amerikaner schaffen, die Öl-Produktion in den kommenden Jahren auf 8 bis 9 Mio. Barrel pro Tag hochzufahren (siehe Pfeil obiger Chart), so würden sie sich einer 50/50-Situation nähern.

Die Erdöl-Produktion Saudi-Arabiens und Russlands bleibt vorerst unerreichbar.

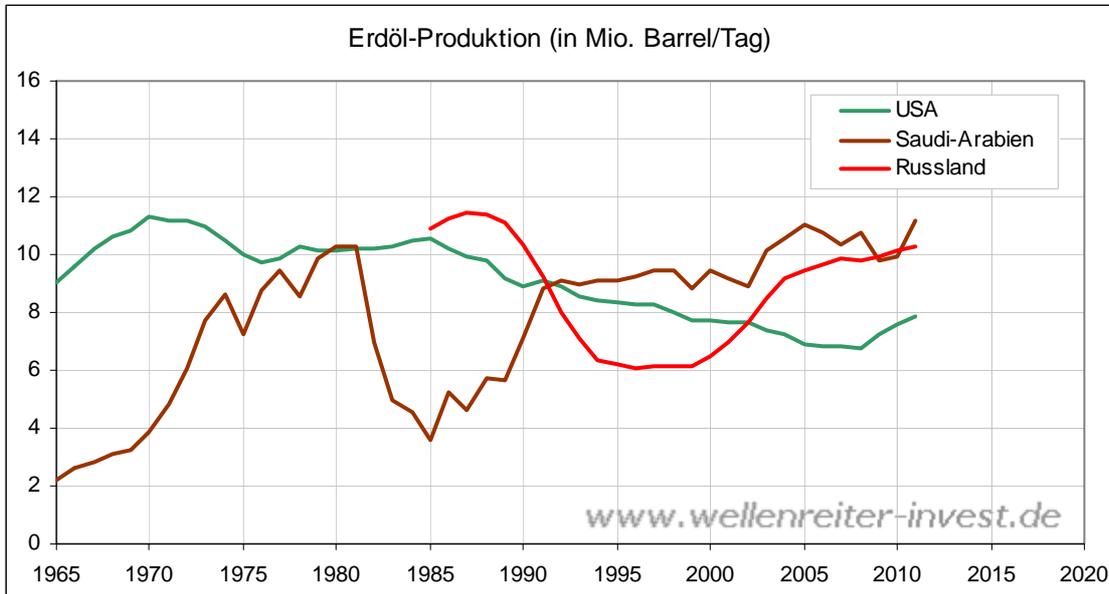


Abb. 6.9: Erdöl-Produktion USA, Saudi-Arabien, Russland

Nach wie vor dürfte die Abhängigkeit der USA vom importierten Öl erhalten bleiben. Aber: Die Importquote sinkt, und damit auch das Handelsbilanzdefizit.

Der Langfristtrend des Ölpreises bleibt intakt. Der obere Trendkanal wurde in den Jahren 1920, 1980 und 2008 angesprochen (folgender Chart).



Abb. 6.10: Ölpreis seit 1900

Unter zyklischen Gesichtspunkten lassen sich Hochpunkte in Abständen von etwa 30 Jahren einzeichnen (rote Linien obiger Chart). Gemäß diesem Zyklus müsste das Jahr 2008 einen wichtigen, für mehrere Jahre gültigen Hochpunkt angezeigt haben.

Während der ersten und zweiten Ölkrise stieg die Belastung durch Energieausgaben deutlich an. Zeitweise wurden 9 Prozent des Konsums für Energie ausgegeben.

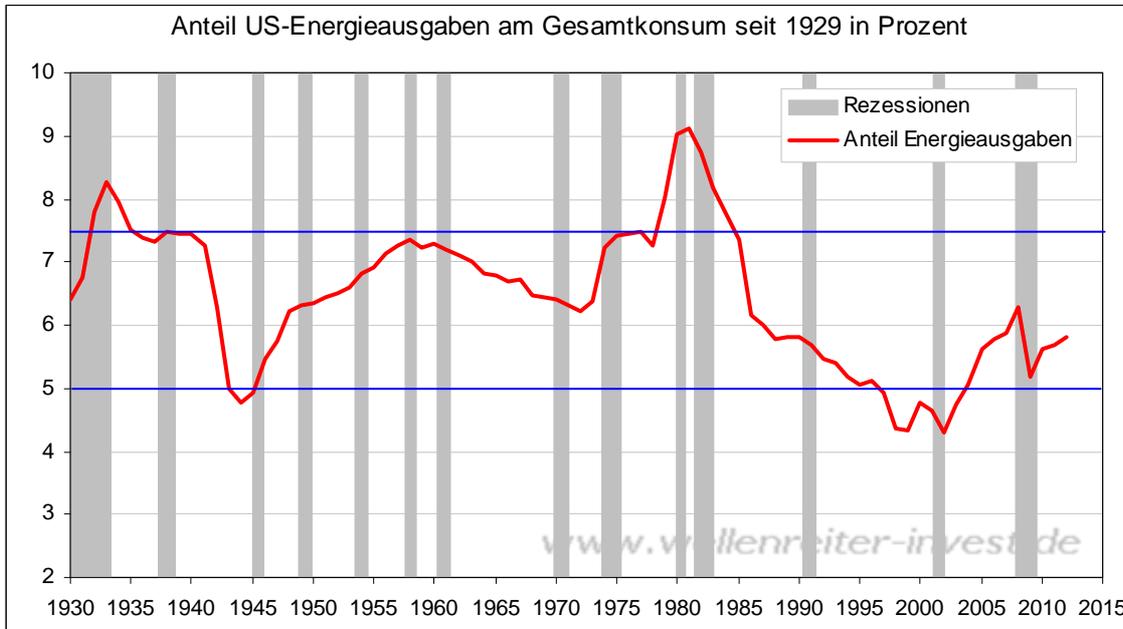


Abb. 6.11: Anteil US-Energieausgaben am Gesamtkonsum

Ende 2012 liegt der Anteil der Energieausgaben bei 5,8 Prozent. Dies ist den steigenden Realeinkommen seit 1980 geschuldet. Der Ölpreis müsste schätzungsweise auf 200 bis 250 US-Dollar steigen, um erneut einen Anteil wie im Jahr 1980 zu erreichen. Für Deutschland dürfte die Rechnung anders aussehen. Die Energiekosten in den USA betragen nur etwa 30% der Kosten, die in Deutschland üblich sind.

In den ersten siebenzig Jahren des vergangenen Jahrhunderts stieg der Ölpreis nicht stärker als die Inflation. Dies änderte sich von 1974 bis Mitte der 1980er Jahre (folgender Chart).

Eine über einen längeren Zeitraum laufende Seitwärtsphase unterhalb der 150 US-Dollar-Marke erscheint deshalb wahrscheinlich.

Der Preis der Erdöl-Sorte Brent entwickelt sich seit Anfang 2011 positiver als derjenige der Sorte Crude (folgender Chart).

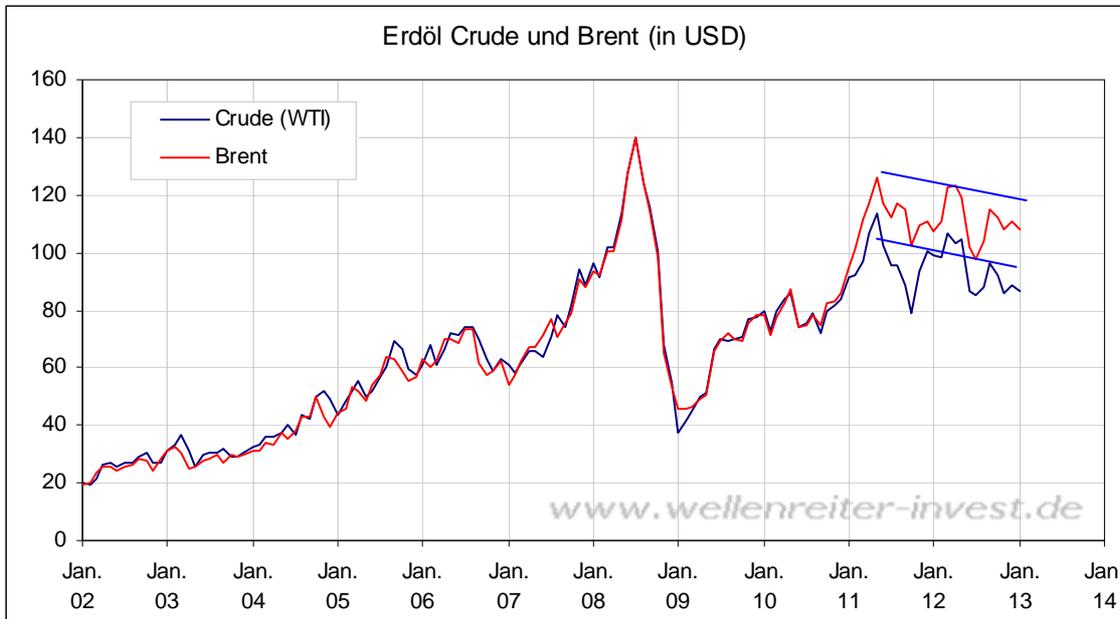


Abb. 6.14: Erdöl Brent und Crude

Eine solche Entwicklung ist historisch betrachtet neu. Der internationale Benchmark bleibt der Preis für Brent. Dieser Preis bleibt für 70% des internationalen Geschäfts bestimmend. Auch die Preisentwicklung von US-Benzin und US-Heizöl richten sich nach der Sorte Brent.

Die Umkehr der Öl-Pipeline nach Cushing, Oklahoma, und der dadurch verstärkte Zufluss von Öl aus Kanada und North Dakota dürfte einer der Gründe für die relative Schwäche von Crude-WTI sein. Aktuell ist keine Veränderung des Spreads absehbar.

Der saisonale Verlauf des Ölpreises lässt ein Tief im Januar oder Februar erwarten. Eine Schwäche von Mai bis September – wie in 2010, 2011 und 2012 – ist selten.

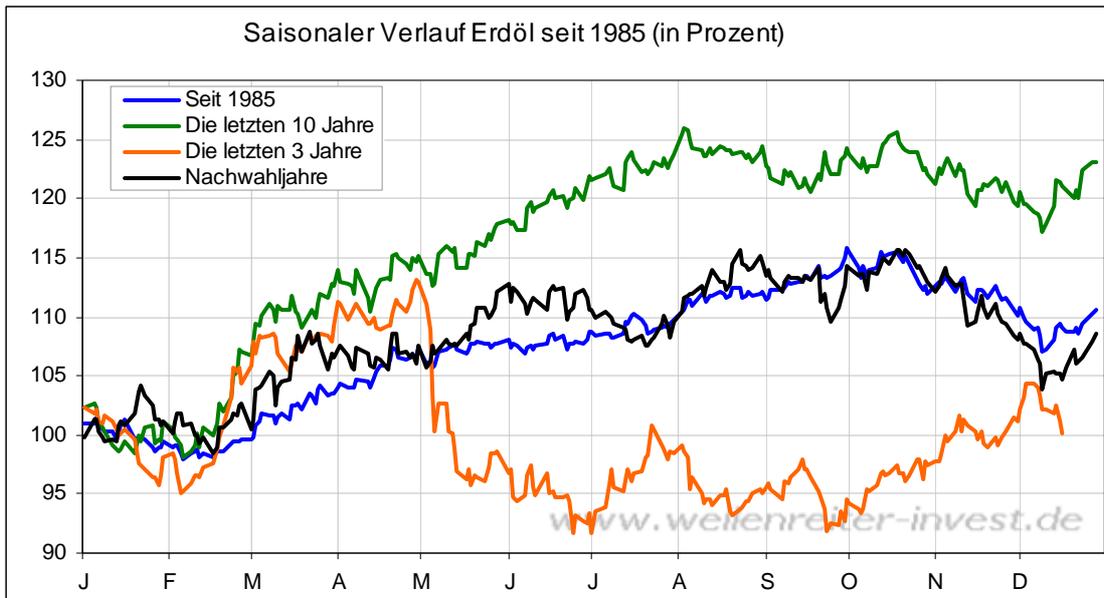


Abb. 6.15: Saisonaler Verlauf Ölpreis

Wir dokumentieren den saisonalen Verlauf der vergangenen drei Jahre mit der orangenen Linie auf dem obigen Chart. Der Mai-Abriss ist gut zu erkennen. Er deutet auf eine übergeordnete Öl-Preis-Schwäche hin. Sollte sich dieses Verhalten ein viertes Mal wiederholen? Dafür fehlt uns die Fantasie. In diesem Jahr besteht die Option für eine Normalisierung des Zyklus (mit einem stabilen Verlauf zwischen Mai und September).

Eine Erklärung dieses Phänomens bietet die hohe positive Korrelation zum S&P 500, bei dem sich in den letzten 3 Jahren im April Hochpunkte bildeten und der Mai deutliche Preisschwäche mit sich brachte.

Das Eigenleben des Ölpreises war seit Beginn der Aktienmarkterholung im Jahr 2009 begrenzt. Wie der folgende Chart zeigt, entwickelte sich der Ölpreis bis zum Frühjahr 2012 parallel zum S&P 500. Seither zeigt der Ölpreis relative Schwäche.

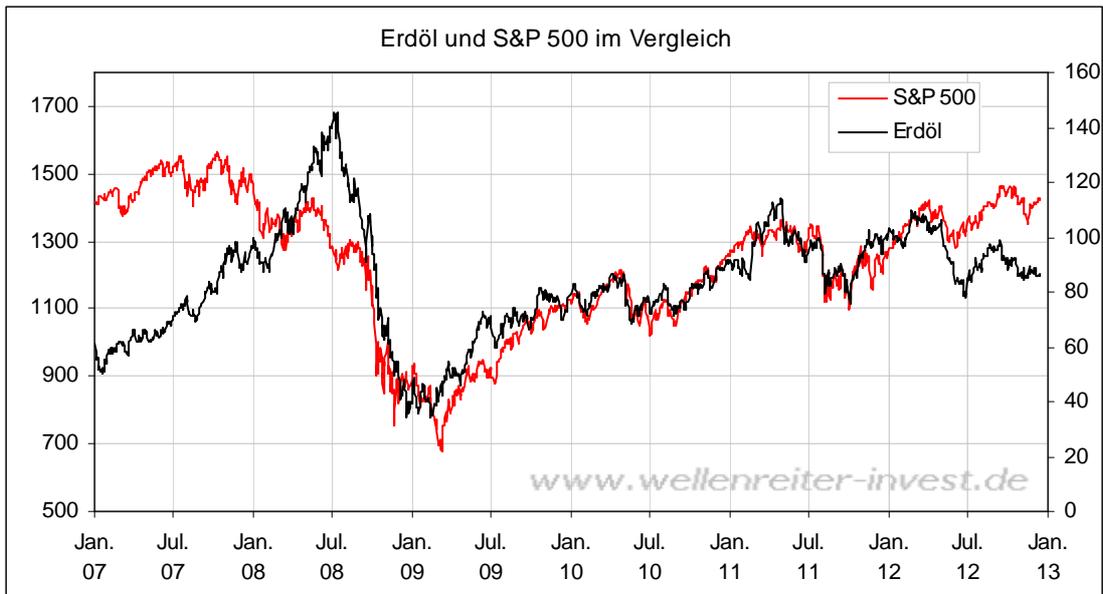


Abb. 6.16: Erdöl und S&P 500 im Vergleich

Eine größere Abweichung ergab sich zuletzt in den Jahren 2007 und 2008. Aktuell sehen wir keinen Grund, die intakte Korrelation zwischen S&P 500 und Erdöl in Frage zu stellen.

Der US-Tankstellenpreis scheiterte seit dem Jahr 2008 viermal an der so wichtigen 4-Dollar-pro-Gallone-Marke.

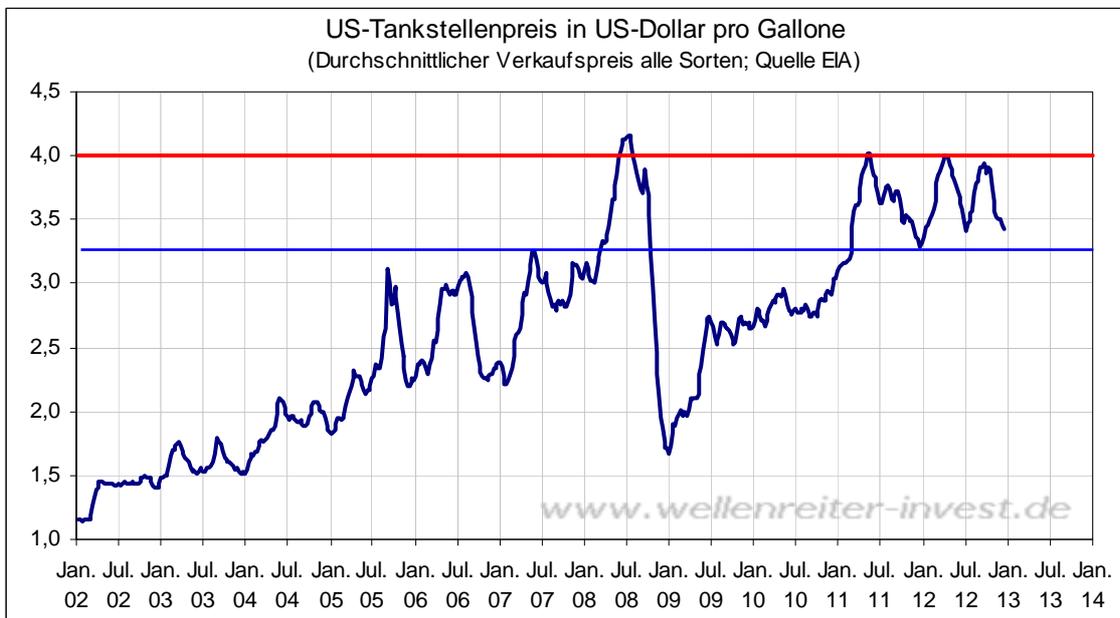


Abb. 6.17: US-Tankstellenpreis

Dabei wurden jeweils niedrigere Hochpunkte gesetzt. Je häufiger die Marke angelaufen wird, ohne dass ein Durchbruch erfolgt, desto unwahrscheinlicher wird die Überwindung der 4-Dollar-Marke. Als wichtige preisliche Unterstützung auf der Unterseite ist der Bereich 3-3,20 USD anzusehen.

Fazit: Der Ölpreis korreliert positiv mit dem US-Aktienmarkt. Diese Korrelation sollte anhalten. In den ersten Wochen des Jahres sollte man noch mit einer Preisschwäche rechnen. Diese Schwäche bietet eine Kaufchance. Technisch verengen sich die Preise und bereiten eine größere Trendbewegung vor. Eine Ausbruchsbewegung auf der Oberseite erscheint dabei wahrscheinlich. Brent sollte in der Lage sein, die Jahreshochs 2011/12 (jeweils knapp 130 US-Dollar) zu erreichen.

Der Anstieg des Ölpreises dürfte die Inflation Mitte 2013 nach oben schieben (über die Marke von 2,5%), so dass die Fed in die Bredouille käme, ihre beiden Kaufprogramme zu reduzieren.

6.3 Erdgas

Erdgas ist - im Gegensatz zu Erdöl - ein weitgehend regional gehandeltes Produkt. Der Blick auf Erdgas-Preise in unterschiedlichen Weltmärkten weist auf eine seit dem Jahr 2009 wachsende Preisdivergenz hin.

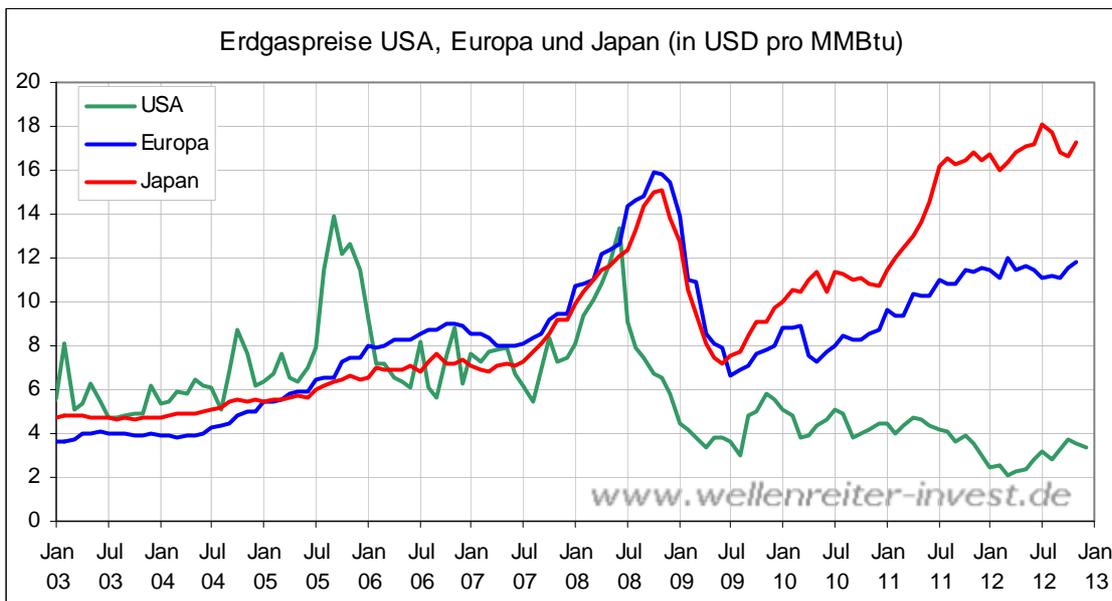


Abb. 6.18: Erdgaspreise im Vergleich

Während der Erdgaspreis in den USA durch steigende Produktion auf einem niedrigen Niveau verbleibt, zogen die Preise in Europa und Japan nach 2009 an. In Japan beschleunigte sich der Anstieg ab März 2011 als Folge der Fukushima-Katastrophe weiter.

Aus der Preisentwicklung der vergangenen Jahre ergeben sich Arbitrageaspekte. In den USA scharrt eine Vielzahl von Erdgas-Exporthuren mit den Hufen. Sie möchten in

großem Stil tiefgefrorenes, verflüssigtes Erdgas (LNG) exportieren. Die US-Regierung zögert mit der Gestattung der Ausfuhranträge. Sie befürchtet einen steigenden Erdgaspreis in den USA.

Diese Befürchtung dürfte nicht zu unrecht bestehen. Die Antragsteller argumentieren, dass in den USA Arbeitsplätze in der Erdgas-Produktion geschaffen würden. Wir rechnen damit, dass sich die Exporteure mittelfristig mit ihrem Anliegen durchsetzen werden. Letztendlich dürften sich die Spreads etwas angleichen, aber LNG-Gas wird teurer bleiben als Gas, das ohne diesen zusätzlichen Schritt verwendet werden kann.

Der LNG-Markt dürfte Konzernen wie Gasprom Sorgen bereiten. Denn mittelfristig ist mit einem anhaltendem Preisdruck - auch und gerade in Europa - zu rechnen. Die vermehrte Erdgas-Produktion in den USA führt dazu, dass Stein- und Braunkohle mehr und mehr durch Erdgas substituiert werden. So nebenbei erreichen die USA dadurch eine Verringerung ihres CO₂-Outputs. Paradoxerweise steigt in Europa durch diesen Mechanismus die CO₂-Belastung. Der Kohlepreis befindet sich bei 60 Dollar pro Tonne und damit auf dem Niveau des Jahres 2004.

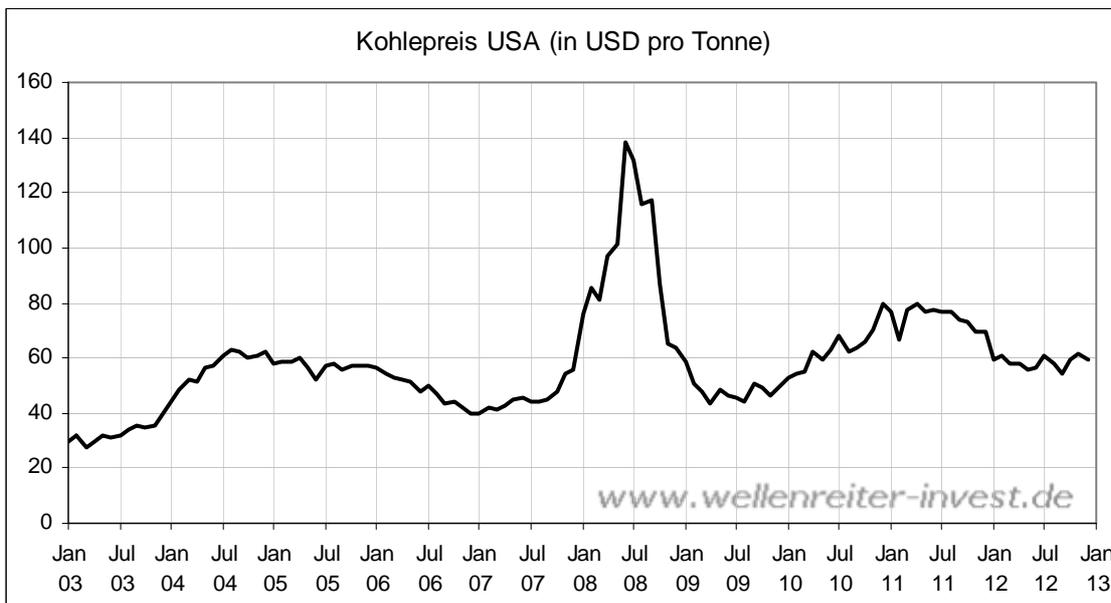


Abb. 6.19: Kohlepreis USA

Dies und der Umstand, dass Erdgas in Europa und Japan teuer ist, macht den Import von Kohle zur Aufrechterhaltung der Energieversorgung attraktiv. Die schmutzige Wahrheit lautet also: Kohle ist in Europa attraktiver als Erdgas. Deshalb werden Kohlekraftwerke weiterbetrieben und ausgebaut, während Planungen für Erdgaskraftwerke in den Schubladen verschwinden.

Saisonal betrachtet bewegt sich der Erdgaspreis in der ersten Jahreshälfte meist schleppend, während er in der zweiten Hälfte des Jahres anzieht. So war es auch in 2012 (folgender Chart).

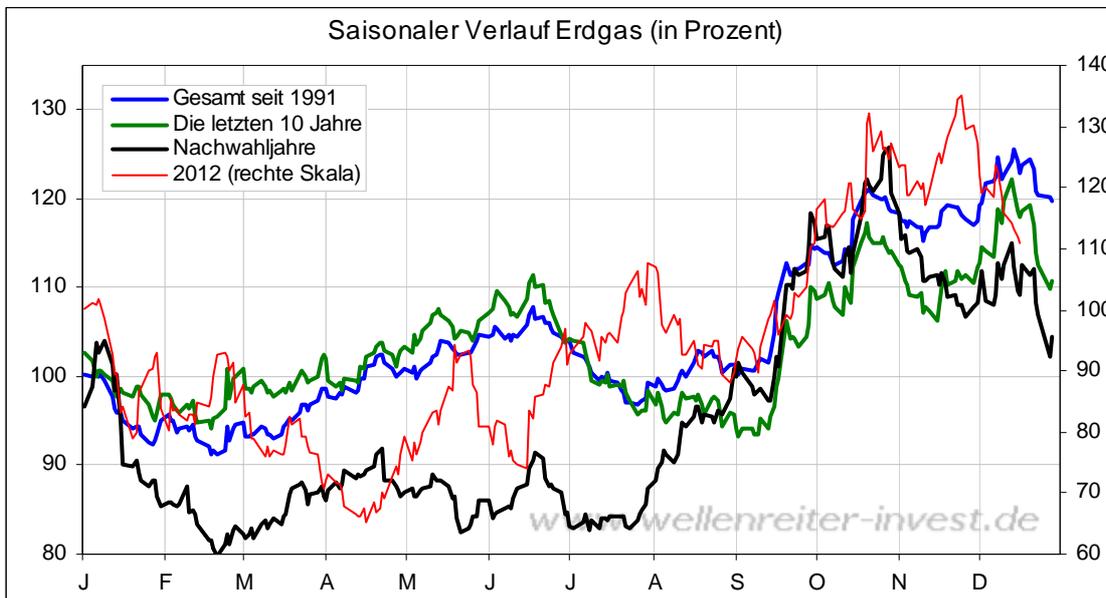


Abb. 6.20: Erdgas saisonal

Der langjährige Aufwärtstrend des US-Erdgaspreises ist gebrochen (folgender Chart).

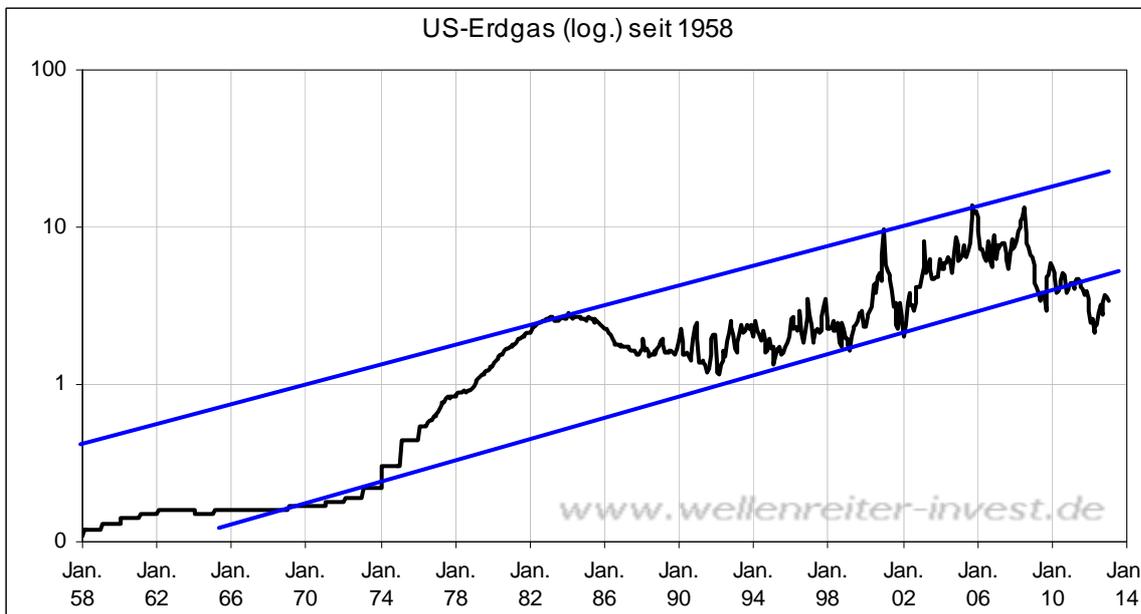


Abb. 6.21: Erdgas langfristig

Das Preistief in 2012 war ein Rücklauf auf das Tief des Jahres 2002. Auch zwischen 1996 und 2000 war die 2 Dollar-Marke eine wichtige preisliche Unterstützungszone.

US-Erdgas Monatschart

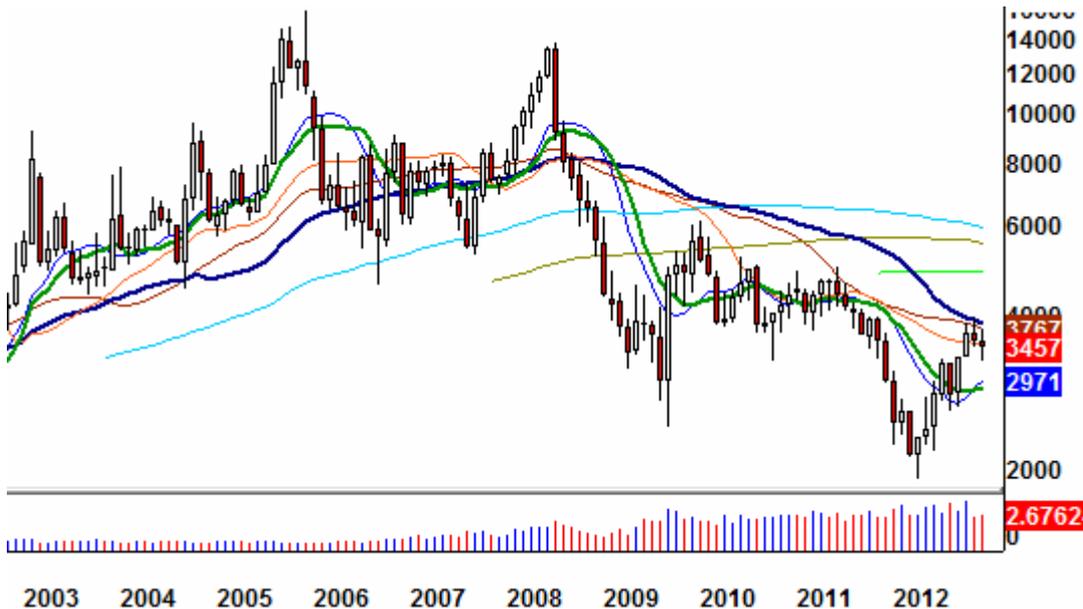


Abb. 6.22: Erdgas Monatschart

Bei dem Preisrückgang bis April 2012 gaben Produzenten bekannt, dass sie ihre Produktion drosseln, da das erreichte Preisniveau zu niedrig sei, um profitabel zu arbeiten. Daher ist davon auszugehen, dass das Preisniveau des Jahres 2012 nicht unterschritten werden wird.

Fazit: Der Erdgaspreis befindet sich derzeit an einem wichtigen Widerstand (4-Jahres-GD, blaue Linie). Wir rechnen zunächst mit einer Konsolidierung. Anschließend sollte sich der Anstieg fortsetzen. Ein Ziel von 5 bis 6 US-Dollar scheint in 2013 erreichbar.

Der Erdgaspreis dürfte insbesondere dann anziehen, wenn vermehrt LNG-Exporte aus den USA nach Japan, Europa und andere Teile der Welt erfolgen. Der Anreiz zu Exporten ist extrem groß, da in den USA auf Sicht von Jahrzehnten sehr viel Erdgas vorhanden ist und die Spreads zu Europa und zuletzt auch Japan nach Fukushima extrem angestiegen sind (deutlich sinkende Erdgaspreis in Japan erhöhen den Deflationsdruck im Inland, da die USA aufgrund der extrem hohen Preise sehr großen Interesse haben, dorthin zu liefern). Es ist zu erwarten, dass sich das Preisniveau in den USA aufgrund verstärkter Exporte auf einem höheren Niveau stabilisieren wird.

6.4 Gold

Die Dow/Gold-Ratio ist ein Mythos, das der Realität nicht standhält. Die Ratio mag zwar in den vergangenen 100 Jahren eine Tendenz aufweisen, gegen 1 zu gehen (würde z.B. 10.000 Punkte im Dow und einen Goldpreis von 10.000 Dollar bedeuten). Jedoch notierte die Ratio vor 200 Jahren bei 4, seither fällt sie.

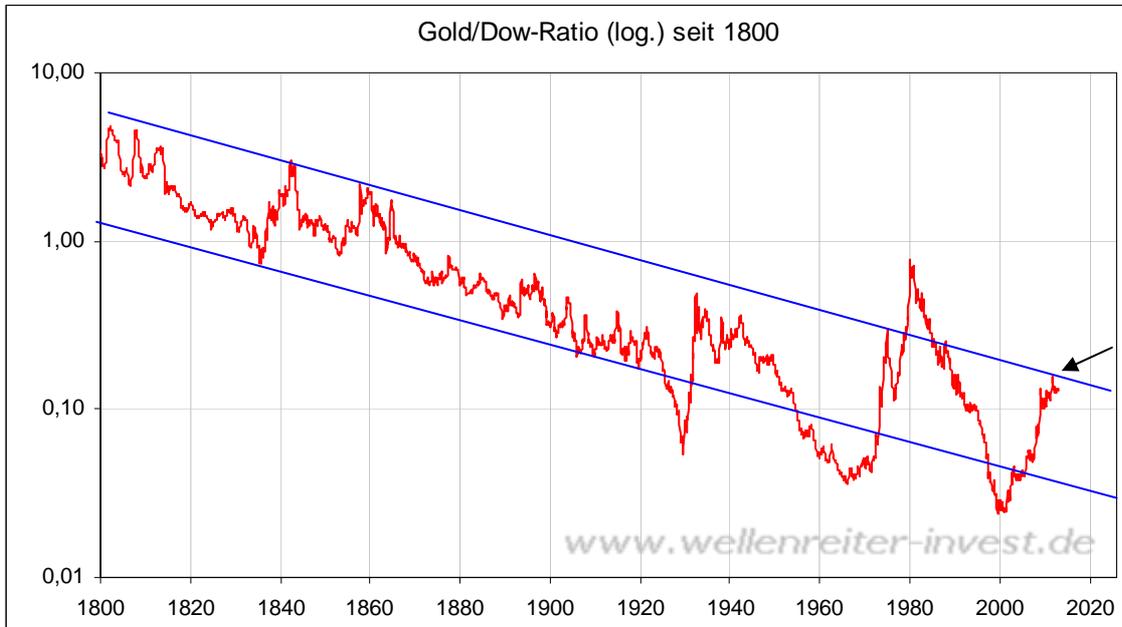


Abb. 6.23: Gold/Dow Ratio

Auf dem Chart ist zu erkennen, dass sich die Ratio am oberen Ende eines wichtigen Trendkanals bewegt (siehe Pfeil). Ein Überschreiten - wie 1980 - ist nicht ausgeschlossen. Allerdings kam es in den 1970er Jahren zu einem deutlichen Rücksetzer, bevor der Ausbruch gelang.

Gold befindet sich in einem langfristigen Aufwärtstrend. Dieser Trend ist weiterhin intakt.

Gold in US-Dollar Monatschart

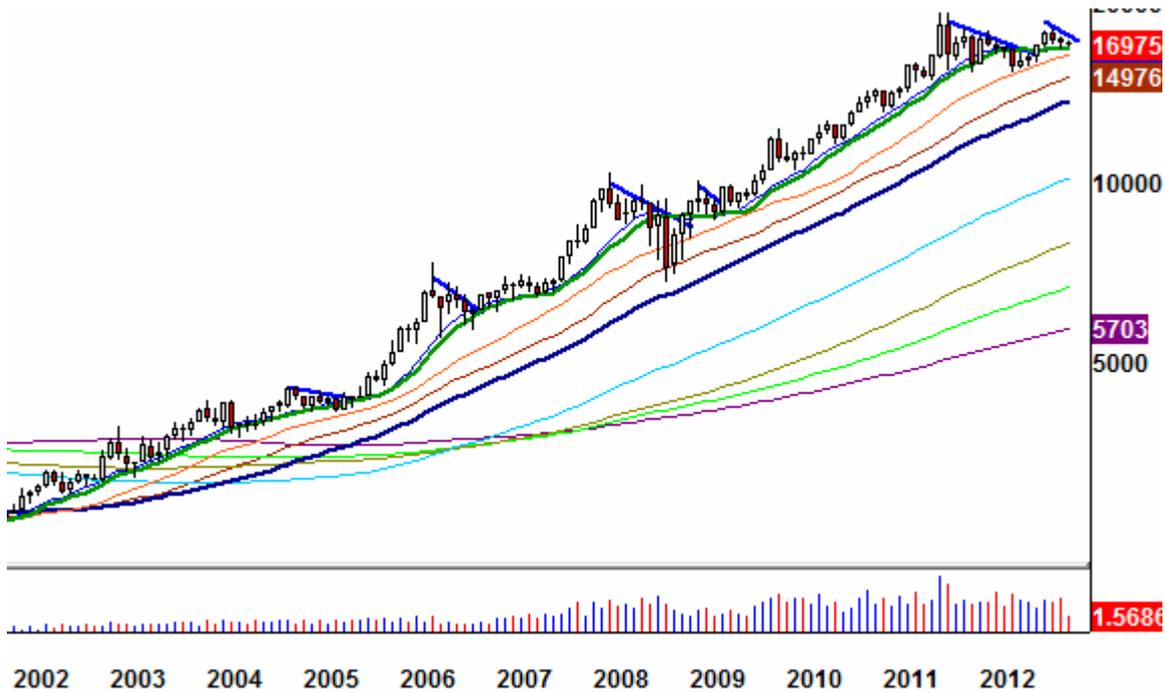


Abb. 6.24: Gold seit 2002

Der Goldpreis befindet sich oberhalb seines 1-Jahres-GDs (grüne Linie obiger Chart). Die Korrektur begann im September 2011. Per Dezember 2012 dauert sie 16 Monate an. Eine ähnliche Dauer ist für die Korrektur der Jahre 2008/09 erkennbar. Sollte es sich lediglich um eine Korrektur handeln, so müsste die Aufwärtsbewegung bald einsetzen.

Der Gold-Bestand des größten Gold-ETF SPDR konsolidiert seit zweieinhalb Jahren. Der Bestand von 1.350 Tonnen per Mitte Dezember 2012 bedeutet jedoch ein neues Allzeithoch.

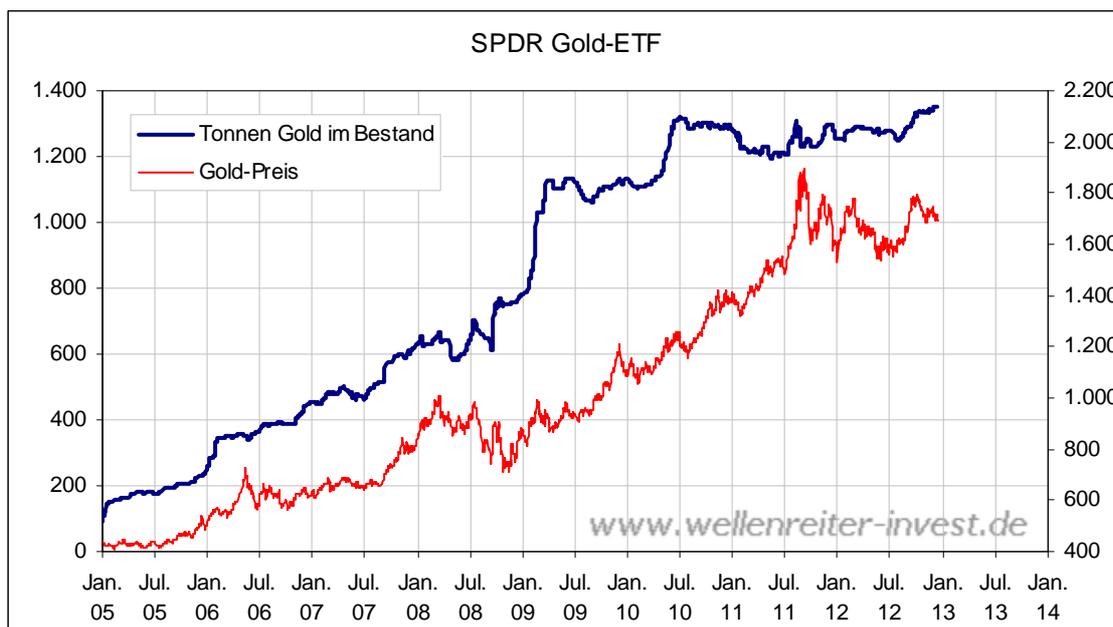


Abb. 6.25: Gold-ETF

Die Investmentnachfrage ist damit als stabil zu bezeichnen und liegt in der Nähe des Niveaus von Juli 2010. Insofern besteht aus Sicht dieser Mittelzuflüsse keine signifikanten Schiefagen im Markt. Das Handelsvolumen im Gold-ETF ist rückläufig. Dies deutet auf eine Konsolidierung hin.

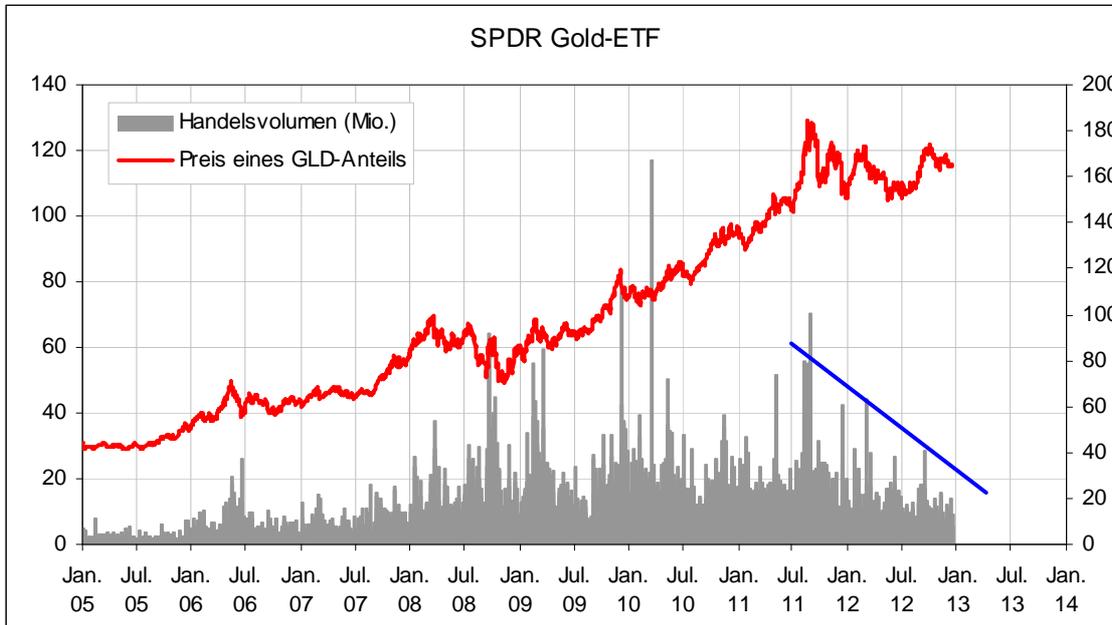


Abb. 6.26: Gold-ETF-Volumen

Das abnehmende Handelsvolumen korrespondiert zusätzlich mit einem abnehmenden Interesse (Open Interest) der Händler.

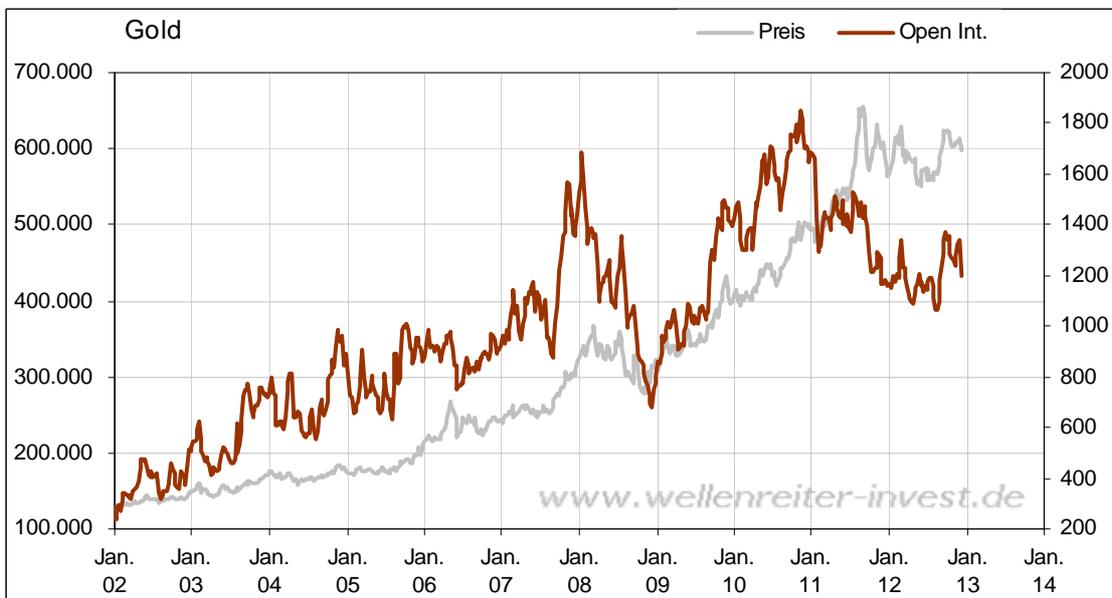


Abb. 6.27: Gold-Open Interest

Ein negativer Realzins (Inflation höher als Anleihenrendite) ist einer der größten Treiber des Goldpreises. Umgekehrt bedeutet ein Anstieg des Realzinses - und die damit verbundene deflationäre Entwicklung - eine schwache Goldpreisperformance.

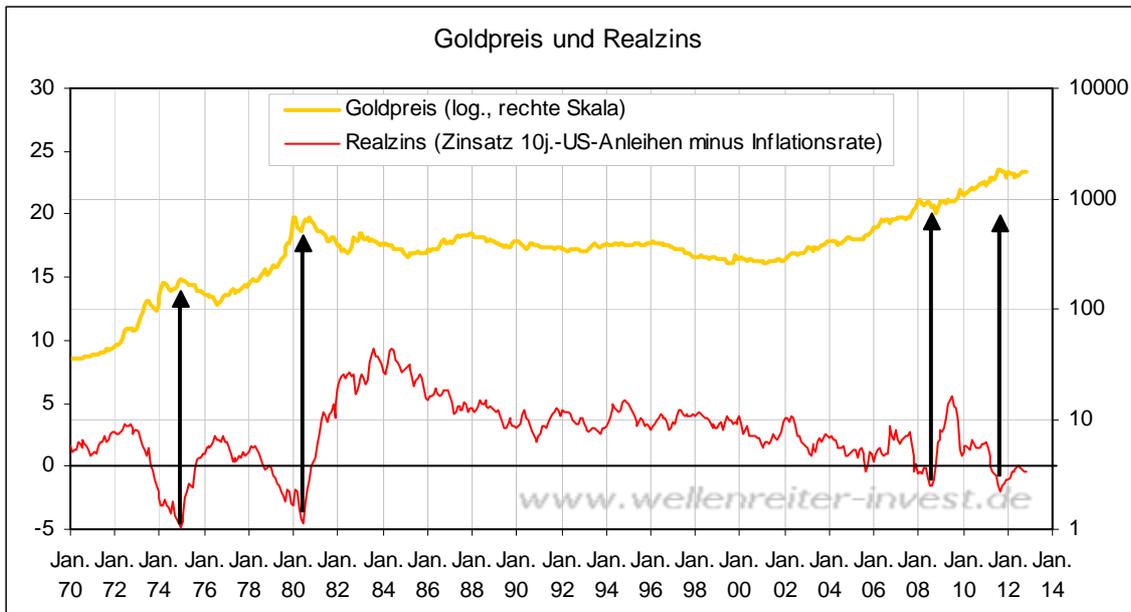


Abb. 6.28: Goldpreis und Realzins langfristig

Im vergangenen Jahresausblick konnten wir die Entwicklung des Realzinses und damit auch des Goldpreises für 2012 recht gut erfassen. Ab Mai sollte der Basiseffekt zu einem steigenden Inflationsdruck führen. Tatsächlich bildete Gold im Mai 2012 das Jahrestief aus.

Aktuell ist der Realzins leicht negativ (Inflationsrate bei 2 Prozent, Rendite 10jähriger US-Anleihen bei 1,7 Prozent). Der Basiseffekt ist im Jahr 2013 anfangs gegen Gold eingestellt (bis etwa März). Es erscheint vorstellbar, dass sich im Februar / März Deflationsangst breit macht. Anschließend sollte die Inflationsrate bis zumindest Juni anziehen. Sollte der Ölpreis deutlich steigen und gleichzeitig die Renditen in ihrer Handelsspanne verbleiben, so würde der Realzins erneut negativ werden. Dies hätte positive Auswirkungen auf den Goldpreis.

Der Verlauf des Goldpreises ab 1980 verhielt sich bisher analog zum Verlauf des Dow Jones Index seit 1929. 1980 trat in Gold, 1929 im Dow eine Blase auf.

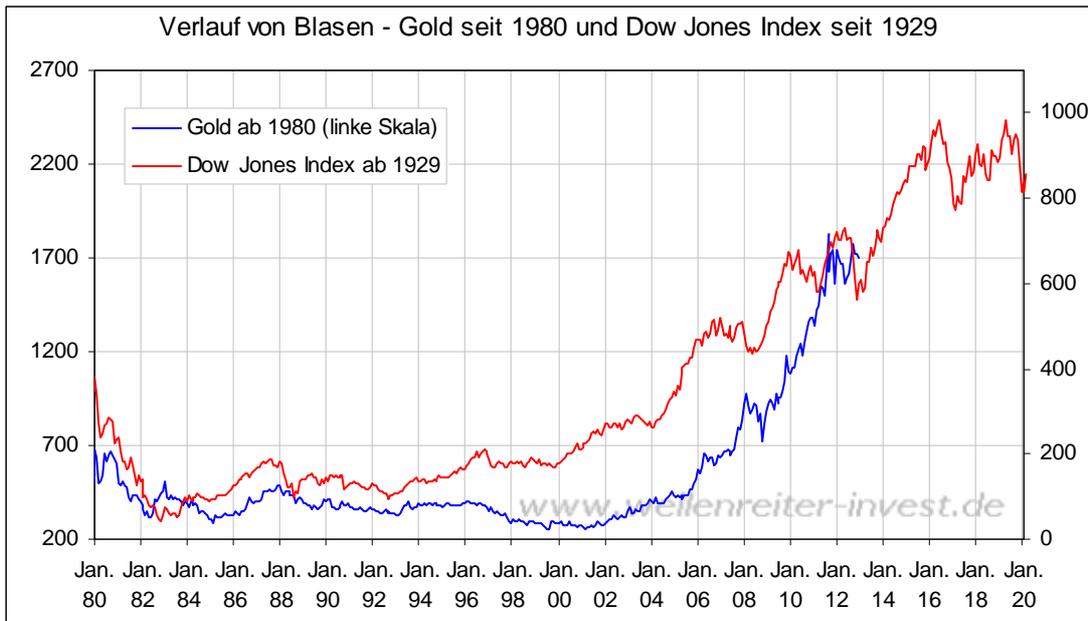


Abb. 6.29: Gold in Euro seit 1970

Schenkt man dem Blasenverlaufsmuster glauben, so hat der Goldpreis den Abschluss seiner Haussephase noch vor sich. Diese Phase würde im Frühjahr 2013 beginnen und erst im Jahr 2016 ihr Ende finden.

Die Goldminen zeigen seit dem Jahr 2008 relative Schwäche zum Goldpreis. Die XAU/Gold-Ratio ist auf den niedrigsten jemals registrierten Stand gefallen (siehe Chart).

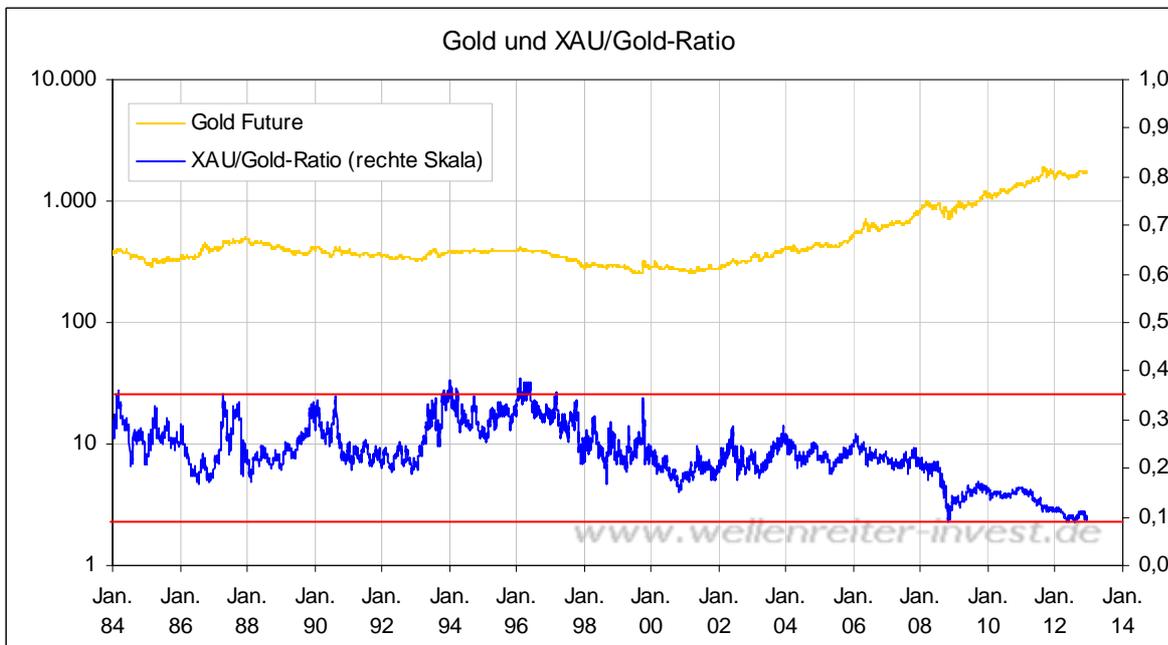


Abb. 6.30: Gold und XAU/Gold-Ratio

Der Grund dafür liegt offenbar in einer Kosteninflation. Goldminen müssen pro geförderter Unze Jahr für Jahr überdurchschnittliche Kostensteigerungen in Kauf nehmen.

Dies drückt - trotz eines steigenden Goldpreises - auf die Marge. Sollten die Gewinnmargen weiter schrumpfen, so dürften einige Goldminen ihre Produktion einstellen. Dies würde den Goldvorrat verknappen, was wiederum den Goldpreis in die Höhe treiben würde (gleiche Nachfrage vorausgesetzt).

Der XAU-Goldminen-Index bewegt sich oberhalb der wichtigen Unterstützung von 150 Punkten (blaue Linie folgender Chart).

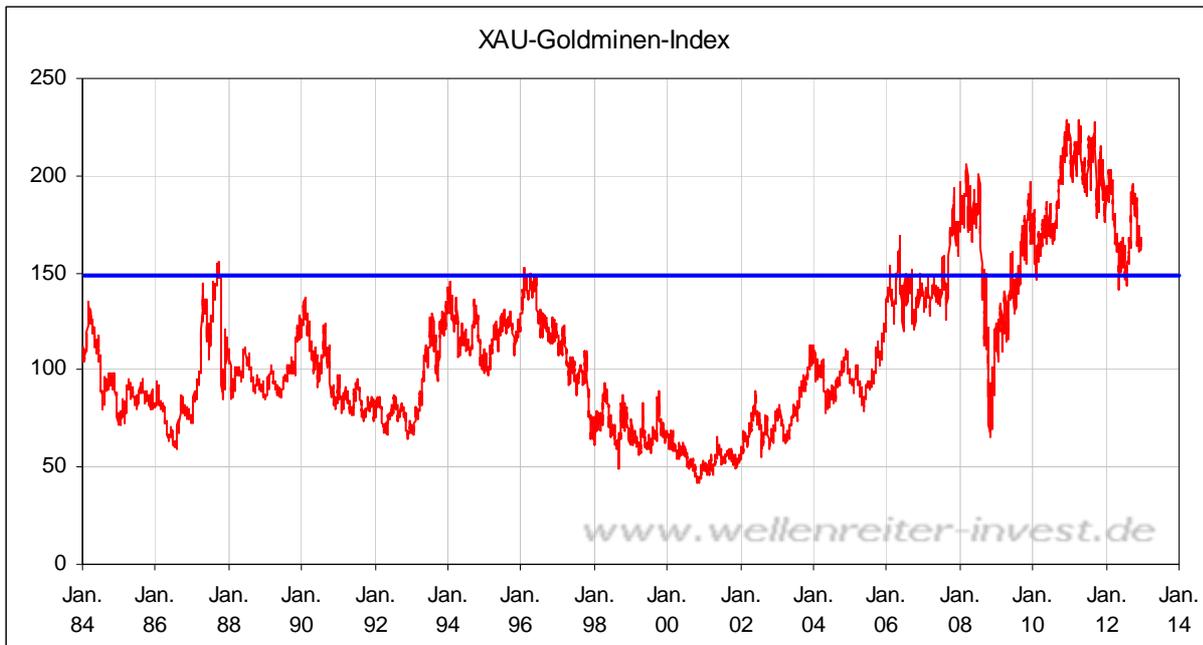


Abb. 6.31: XAU-Goldminen-Index

Im Gegensatz zu den Aktienindizes zeigen Goldminen seit den 1980er Jahren lediglich eine Seitwärtsbewegung. Das Hoch von 1987 und 1996 lag auf dem Niveau des heutigen XAU. Würde man diesen Chart um die Inflation bereinigen, so würde man einen seit 30 Jahren andauernden Abwärtstrend der Goldminen beschreiben müssen. Goldminen taugen - im Gegensatz zu physischem Gold - nicht zum Inflationsausgleich. Sollte Gold gemäß dem Blasenmuster nochmals in eine positive Phase übergehen, so ist zu vermuten, dass die Minen zwar ansteigen, aber ihre relative Schwäche gegenüber Gold behalten sollten.

Der Durchschnittsverlauf des Goldpreises in Nachwahljahren zeigt insgesamt einen schwächeren Verlauf. Die ersten beiden Monate gleichen einer Seitwärtsbewegung auf niedrigem Niveau.

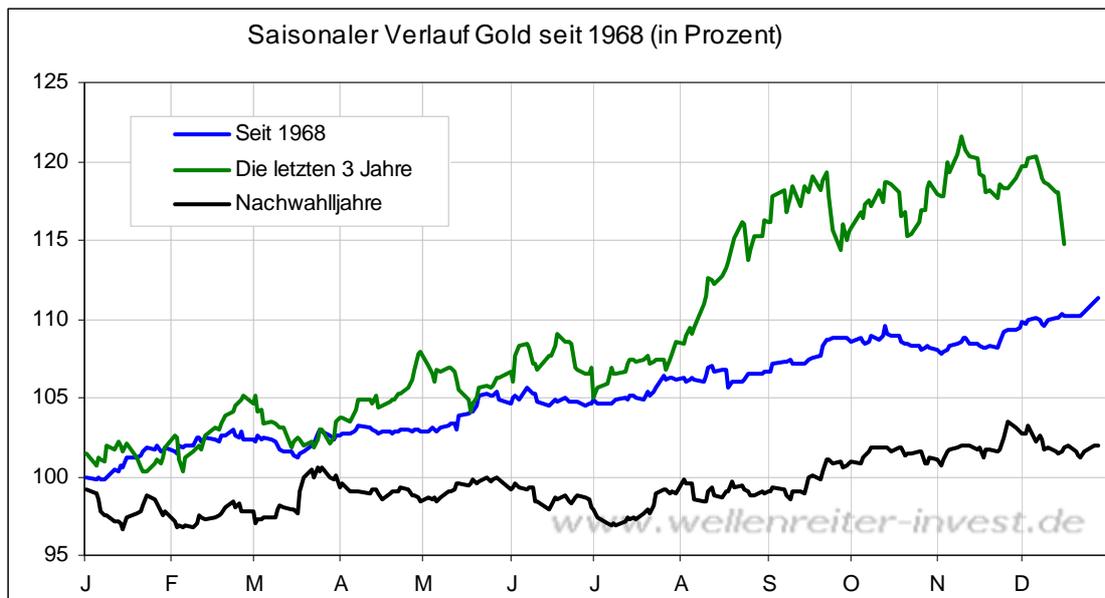


Abb. 6.32: saisonaler Verlauf Gold

In der zweiten Jahreshälfte ist ein Aufwärtstrend zu verzeichnen. Die vergangenen Nachwahljahre verliefen positiv. Zuletzt endete Gold im Nachwahljahr 1997 auf Jahressicht im Minus.

Fazit: Im vergangenen Jahr erwarteten wir für den Goldpreis eine frühe Korrektur mit einem Tief im Mai. Dieses Szenario stellte sich ein. In diesem Jahr ist zu entscheiden, ob die sich seit September 2011 ausbildende Formation eine Topping-Formation oder eine Konsolidierungsformation darstellt. Im ersten Fall wäre die Gold-Hausse beendet. Dieses Szenario würde dann Unterstützung erhalten, wenn der Realzins steigen würde.

Wir sehen Gold weiterhin in einem langfristigen Aufwärtstrend, bei dem sich lediglich in den ersten Wochen 2013 ein positiver Realzins als Belastungsfaktor für die Goldpreisentwicklung ergeben sollte. Aus Verlaufssicht sollte sich daher relativ früh ein Preistief ausbilden. Die wichtige Unterstützung besteht in der Marke von 1.530 Dollar (das Tief von 2012). Sollte der Goldpreis darunter fallen, würde die nächste Unterstützung bei 1.450 Dollar greifen. Ein solcher Fall würde jedoch das bullische Muster abschwächen und würde bedeuten, dass 2013 kein neues Allzeithoch zustande käme.

6.5 Silber

Silber befindet sich in einem langfristig intakten Aufwärtstrend (rote Linien folgender Chart). Dabei kann der Ausbruch von 1979/80 als "Überschießen" bezeichnet werden. Hingegen blieb der Anstieg im April 2011 im Rahmen des langfristigen Aufwärtstrends, der allerdings auch Züge eines Blowoffs besaß.

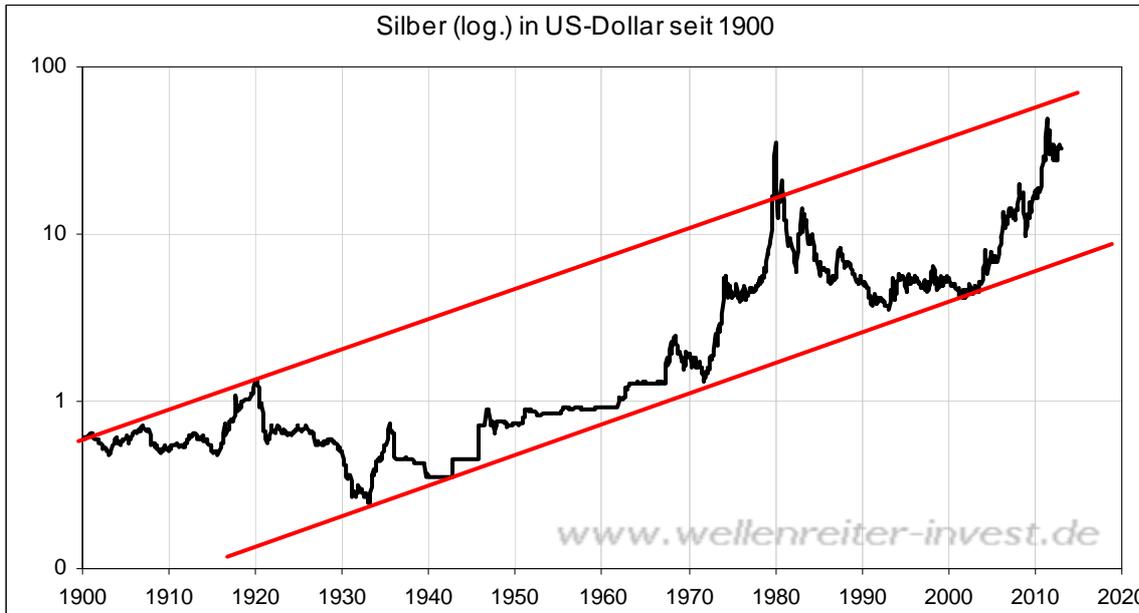


Abb. 6.33: Silber seit 1900

Der 60-Jahres-Zyklus hatte ein Silber-Hoch im Jahr 2011 erwarten lassen. Anschließend sollte es zu einer Konsolidierung kommen.

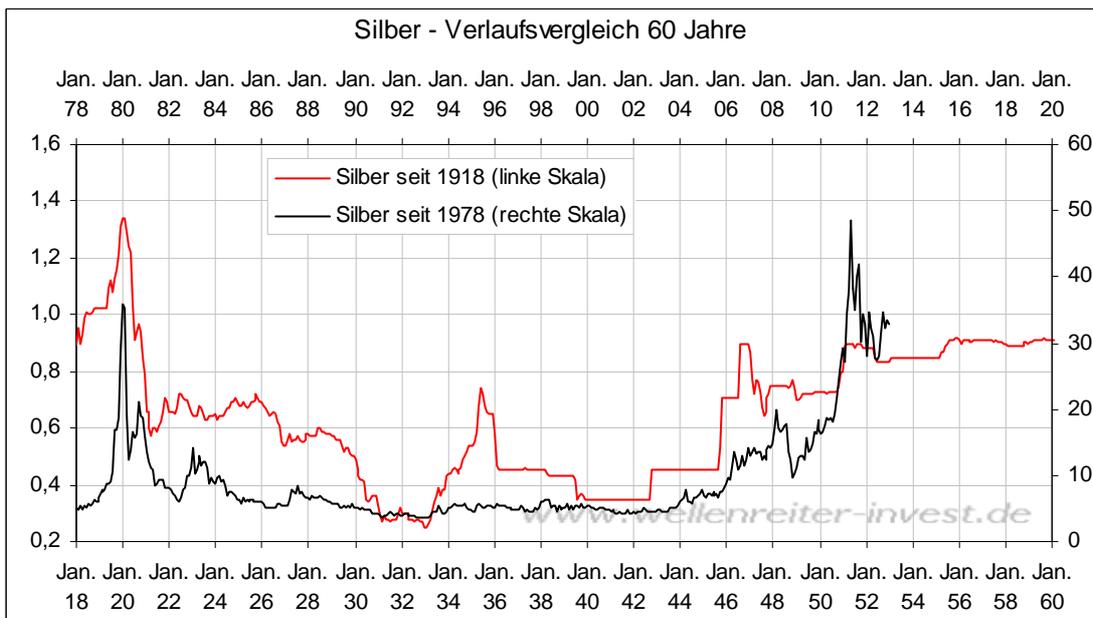


Abb. 6.34: Silber 60-Jahres-Zyklus

Der Zyklus signalisiert eine Seitwärtsbewegung, die ähnlich wie bei Gold in Richtung 2016 ein Hoch induziert.

Bei dieser Betrachtung sollte nicht auf die preisliche, sondern auf die zeitliche Abfolge geschaut werden. Die Höhe der Amplitude lässt sich aus dem Zykluschart nicht ableiten.

Inflationsbereinigt erreichte der Silberpreis in 2011 eine wichtige Widerstandslinie. Diese beschreibt das Silberpreishoch aus dem Jahr 1864 (folgender Chart).

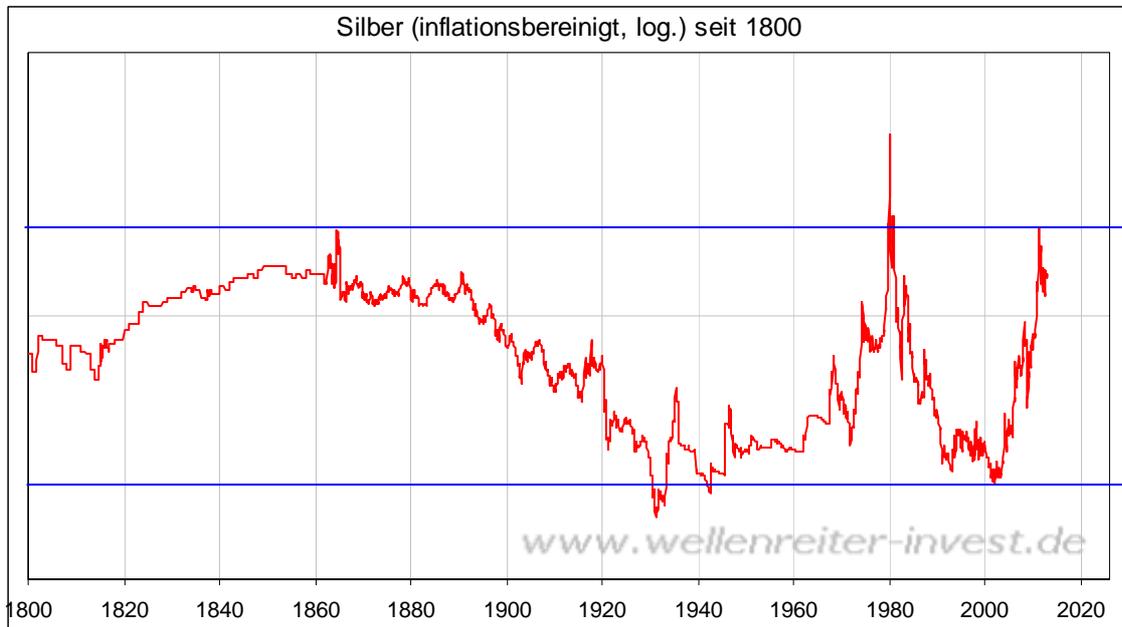


Abb. 6.35: Silber inflationsbereinigt

Silber lief im Jahr 2012 sein 50%-Retracement bei 27 US-Dollar an. Ende 2012 befindet sich Silber bei 30 US-Dollar.

Silber Monatschart



Abb. 6.36: Silber Monatschart

Silber befindet sich in einer Handelsspanne, die sich seit April 2011 durch fallende Hochpunkte und einer sehr starken preislichen Unterstützung bei 26/27 US-Dollar definiert.

Fazit: Wir nehmen an, dass diese Handelsspanne im Jahr 2013 erhalten bleiben wird. Silber sollte sich analog zu Gold bewegen, wobei Silber als Industriemetall in einer schwächeren Aktienmarktphase schwächer als Gold agieren sollte und in einer positiven Aktienmarktphase Outperformer gegenüber dem Goldpreis ist.

6.6 Kupfer

Der Kupferpreis bildet eine Verengung aus, die sich spätestens im Frühjahr 2013 auflösen müsste.

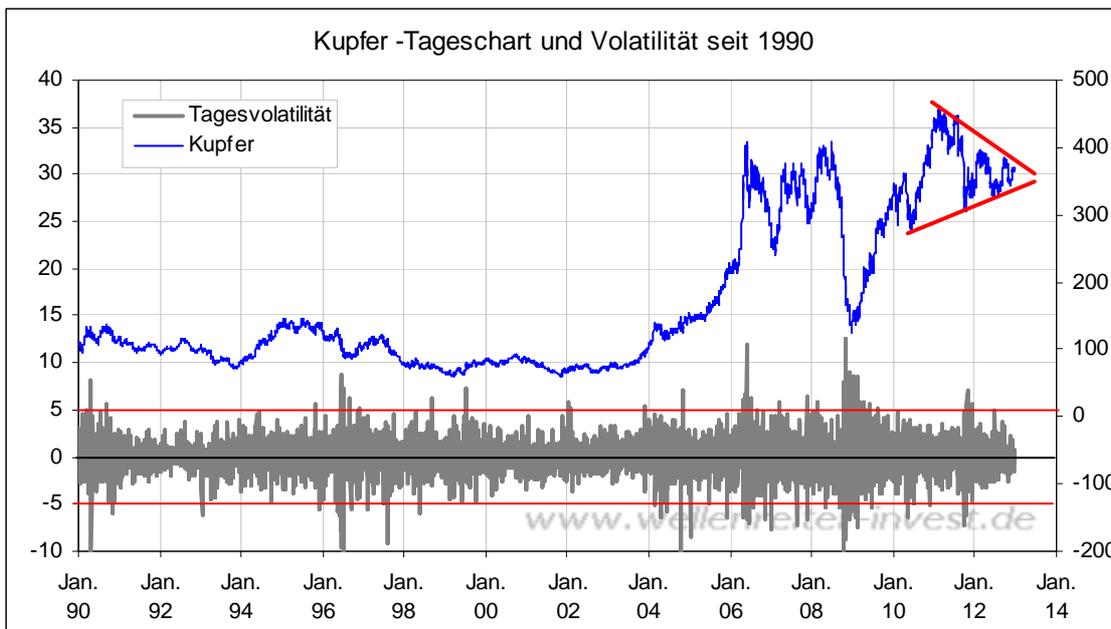


Abb. 6.37: Kupfer seit 1990

Die abnehmende Volatilität - dargestellt sind die Tagesschwankungen in Prozent - ist ein Zeichen dieses Konsolidierungsprozesses.

Betrachtet man den 60-Jahres-Zyklus (nächster Chart), so fällt auf, dass der Zyklus für den Kupferpreis in den kommenden Jahren einen weiteren Anstieg suggeriert. Gemäß diesem Zyklus müsste sich die dargestellte Konsolidierung nach oben auflösen.

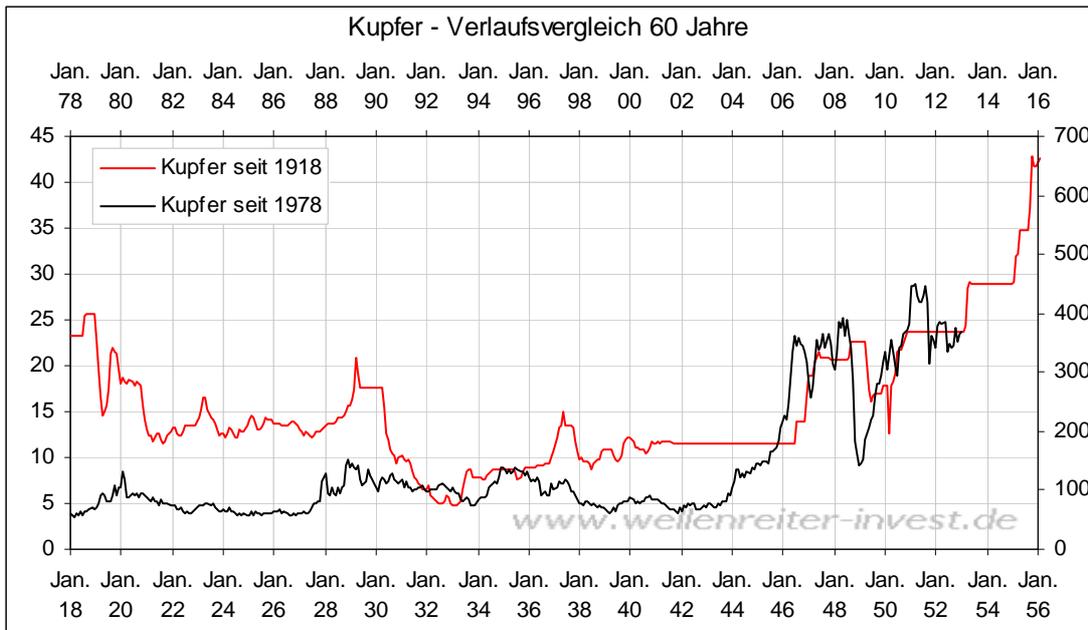


Abb. 6.38: Kupfer Verlaufsvergleich 30-Jahres-Zyklus

Der Kupferpreis profitierte insbesondere vom chinesischen Infrastrukturausbau. Der Kupferpreis zeigte sich nach 2009 von der schwachen Performance des Shanghai Composite Index vergleichsweise unbeeindruckt, erst seit 2011 bilden sich fallende Hochpunkte aus.



Abb. 6.39: Shanghai Composite Index und Kupfer

Bei einem Comeback Chinas in 2013 sehen wir gute Chancen auf einen steigenden Kupferpreis.

6.7 Nachwachsende Rohstoffe

Der Index für nachwachsende Rohstoffe (folgender Chart) befindet sich weiterhin in seinem seit dem Jahr 2002 anhaltenden Aufwärtstrend, hat allerdings wie andere Rohstoffpreise in 2011 ein Preishoch ausgebildet. Der Index besteht aus den sieben gleich gewichteten Komponenten Mais, Sojabohnen, Weizen, Kakao, Kaffee, Zucker und Baumwolle.

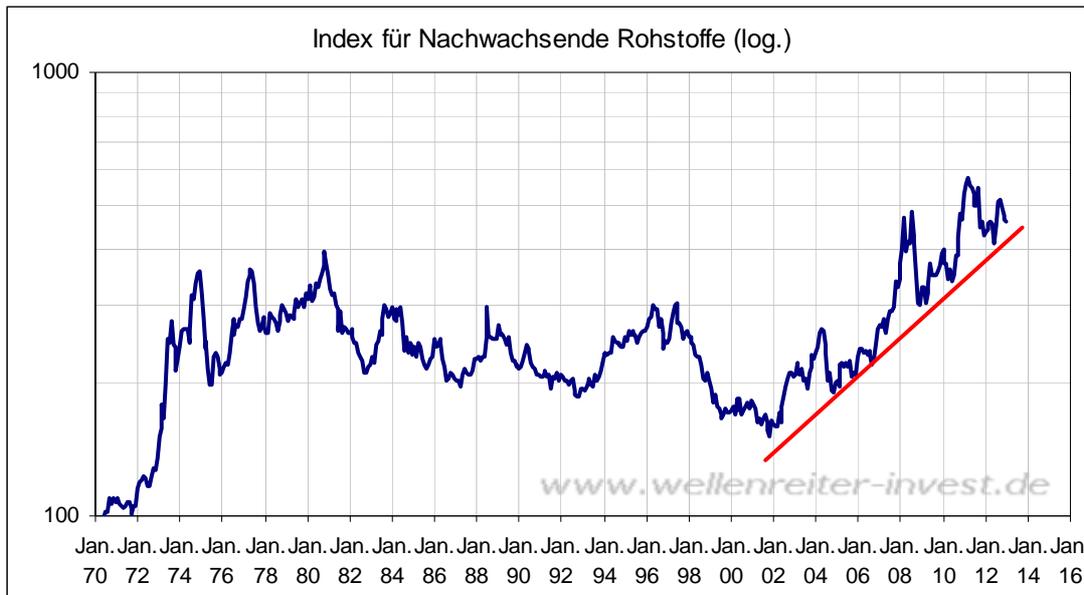


Abb. 6.40: Index für nachwachsende Rohstoffe

Der Kaffeepreis ist in seine Handelsspanne zurückgefallen. An der aktuellen Marke befindet sich eine wichtige Unterstützung, an der die gesamte Beschleunigung zurückgehandelt wurde.

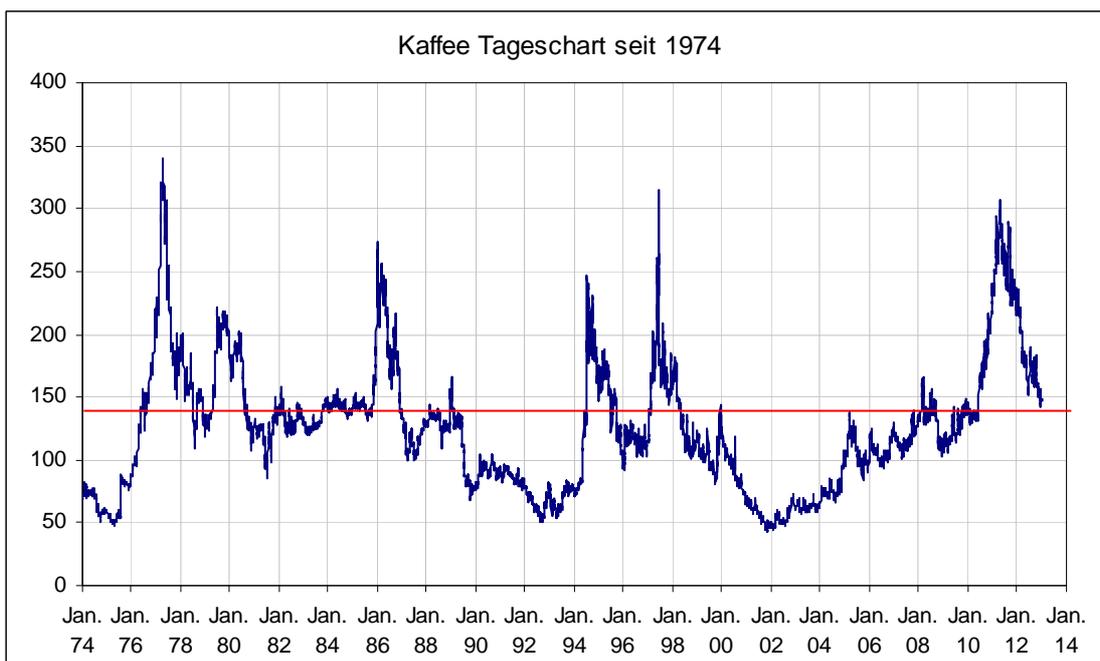


Abb. 6.41: Kaffee seit 1974

Eine Phase der Bodenbildung hat noch nicht stattgefunden. Aus diesem Grund sollte man einen Einstieg noch nicht forcieren. Der saisonale Verlauf könnte im US-Nachwahljahr eine frühe positive Überraschung bringen.

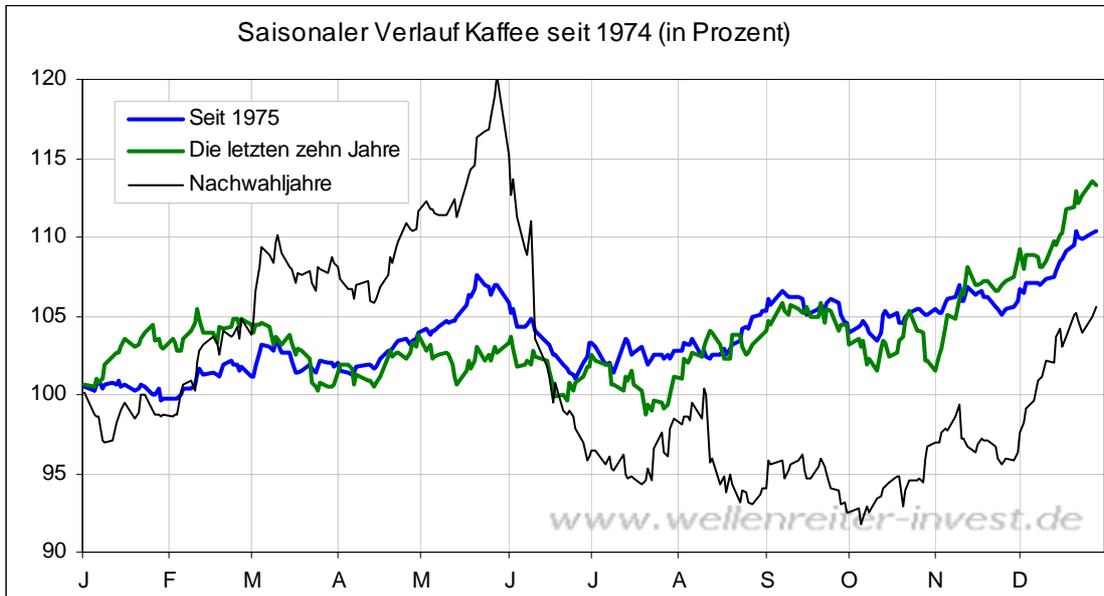


Abb. 6.42: Saisonaler Verlauf Kaffee

Üblicherweise zeigt Kaffee im vierten Quartal den stärksten Anstieg.

Der Agrarrohstoff Weizen stieg - wie Mais und Sojabohnen - in der zweiten Hälfte des Jahres 2012 deutlich an. Gemäß dem 60-Jahres-Zyklus ist für die kommenden Jahre eine volatile Seitwärtsbewegung zu erwarten.

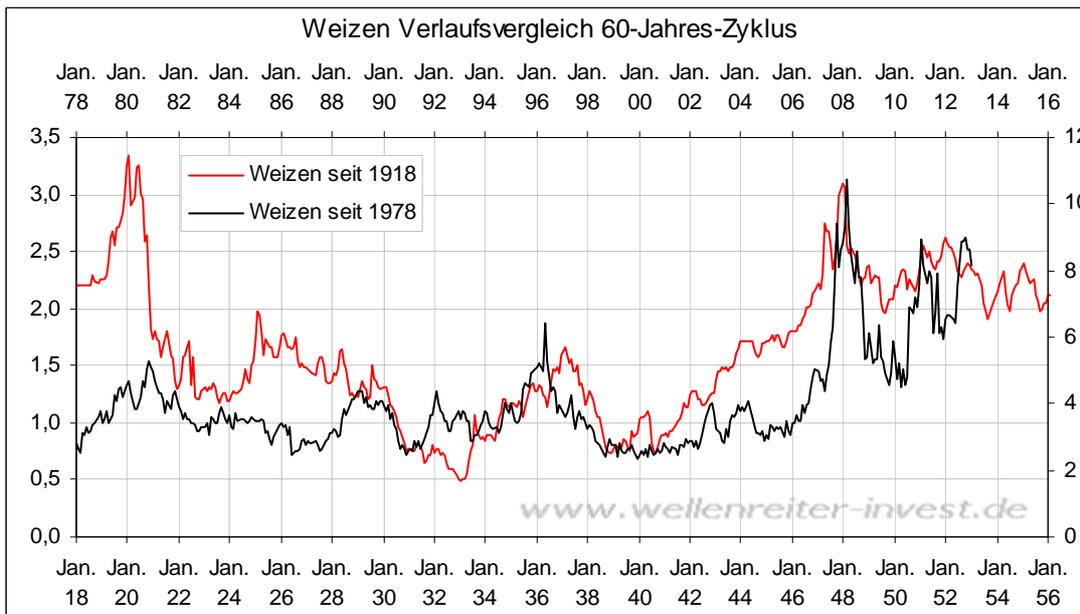


Abb. 6.43: Weizen Verlaufsvergleich

Reis könnte sich in 2013 als interessant erweisen. Seit einem dreiviertel Jahr verläuft der Reispreis in einer engen Handelsspanne seitwärts.

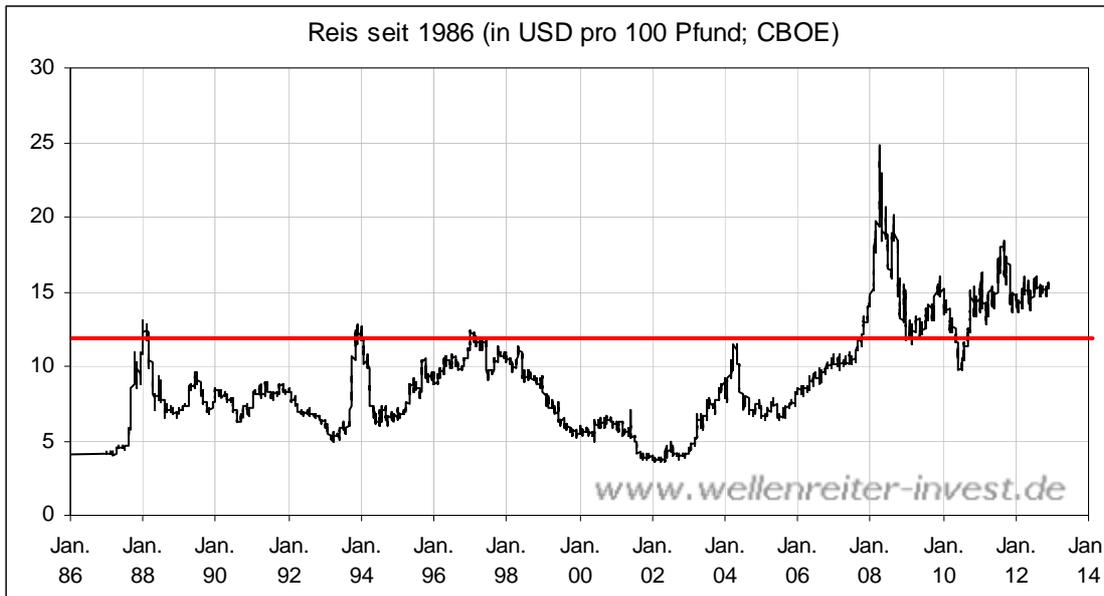


Abb. 6.44: Reis seit 1986

Der Reispreis orientierte sich in den vergangenen Jahrzehnten am Preis für das Agrarprodukt Mais. Im vergangenen Jahr kam es zu einer ersten größeren Divergenz (folgender Chart).

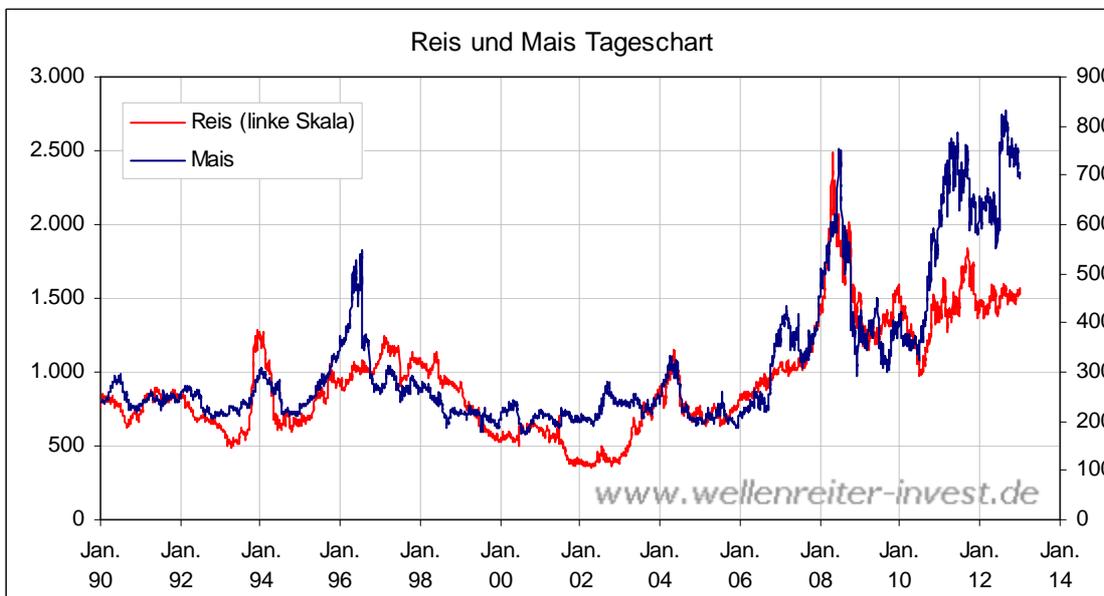


Abb. 6.45: Reis und Mais Tageschart

Der Anstieg des Maispreises war nicht durch die Entwicklung des Reispreises unterstützt und deutet daraufhin, dass der Preis für Mais wieder zurückfällt und sich die Schere der Divergenz schließt. Ähnlich wie bei Weizen ist bei Mais mit einer

volatilen Seitwärtsphase zu rechnen, wobei beim nächsten Anstieg des Maispreises der Reispreis auch positiv reagieren sollte.

Der Zuckerpreis fällt seit Frühjahr 2011 und erreicht dabei bereits zum Jahresende 2012 eine erste wichtige preisliche Unterstützung im Bereich von 19 US-Dollar.

Zucker Monatschart

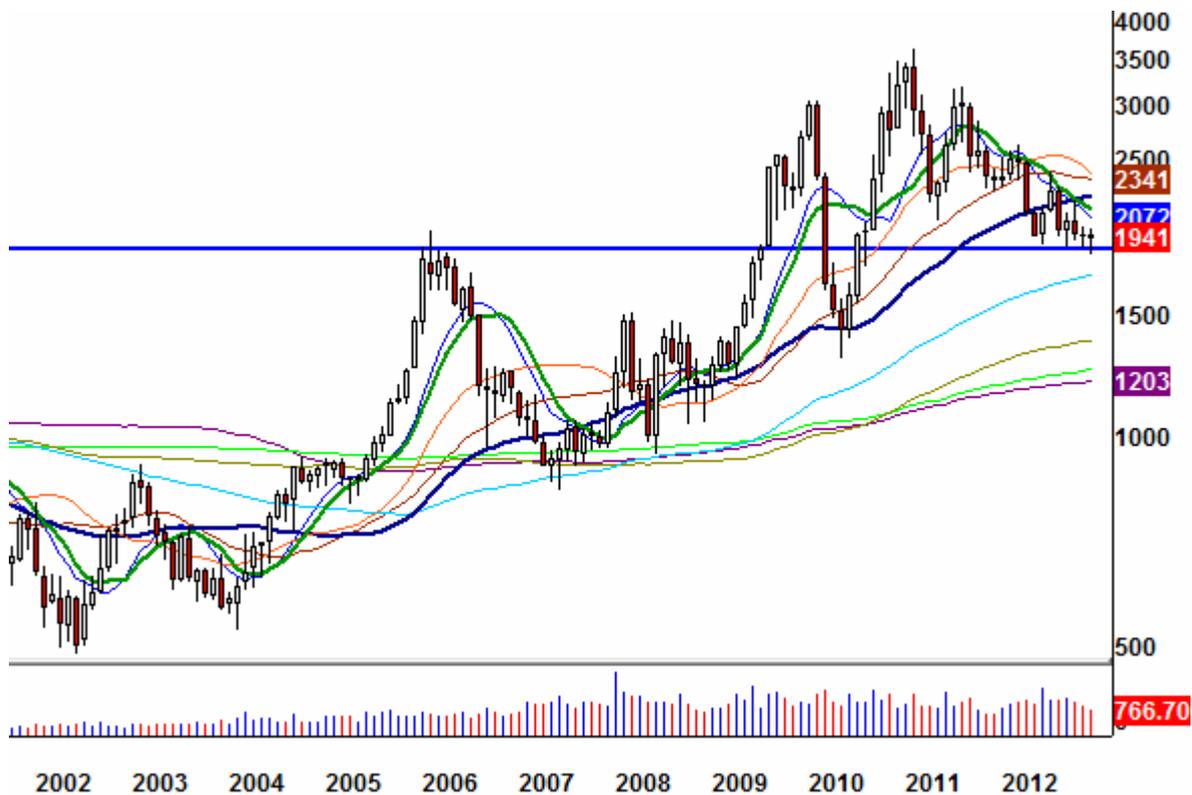


Abb. 6.46: Zucker Monatschart

Die Dynamik des Abwärtstrends hat deutlich nachgelassen und am US-Terminmarkt ist die Spekulation nahezu gewichen, so dass die Baisse des Zuckerpreises langsam auslaufen dürfte. Der kontinuierlich steigende 8-Jahres-Durchschnitt (hellblaue Linie) dient zudem im weiteren Jahresverlauf als Unterstützung und hielt den Preisrückgang zuletzt 2007 auf.

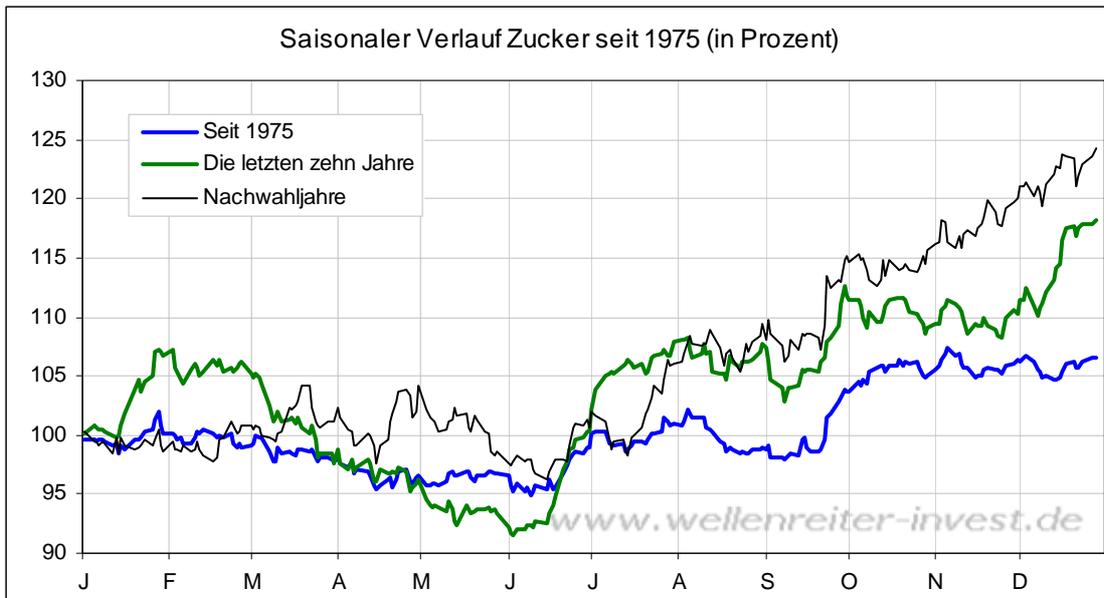


Abb. 6.47: Zucker saisonaler Chart

Aus saisonaler Sicht neigt der Zuckerpreis in der ersten Jahreshälfte zur Schwäche, bevor eine Anstiegsphase einsetzen sollte.

Fazit: Die Gruppe der nachwachsenden Rohstoffe dürfte nicht vor einer starken Haussephase stehen. Bei Weizen, Mais und Sojabohnen dürften volatile Seitwärtsbewegungen anstehen, die Baissebewegungen bei Kaffee und Zucker dürften aber in den kommenden Monaten auslaufen, so dass Kaffee und Zucker Ende 2013 teurer als momentan sein sollten.

7. Der Aktienmarkt

7.1 Das große Bild

Seit über 200 Jahren befinden sich Aktienmärkte in einem übergeordneten Aufwärtstrend. Und das nicht nur nominal, sondern inflationsbereinigt. Der folgende Chart zeigt dies eindrucksvoll. Auf lange Sicht betrachtet war "Buy-the-Dip" stets die richtige Entscheidung.

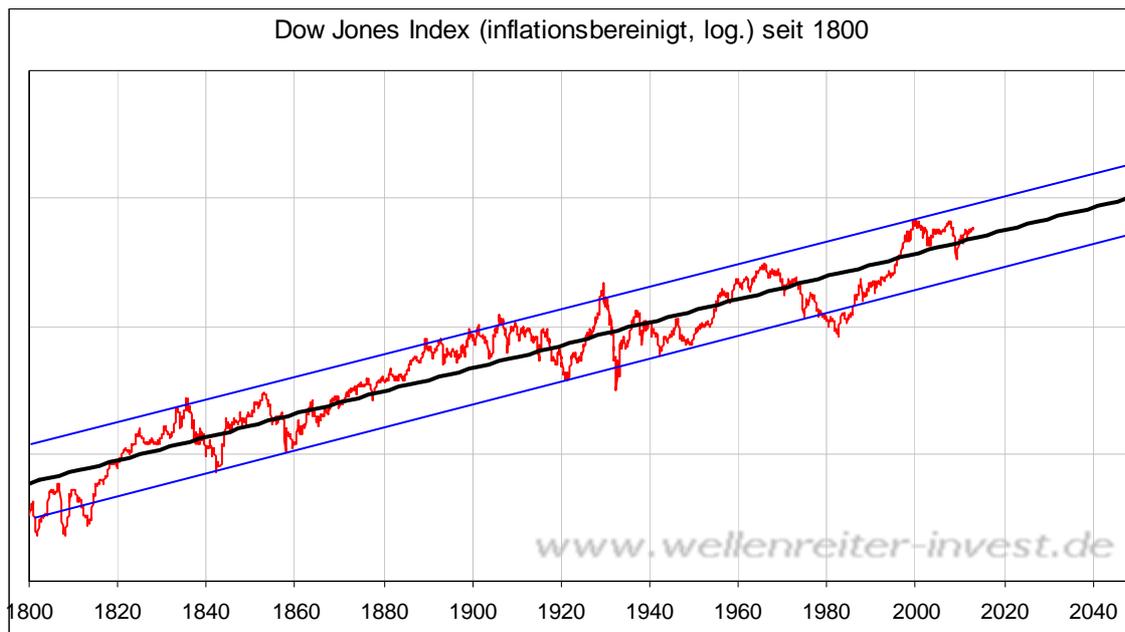


Abb. 7.1: Dow langfristig inflationsbereinigt

Bullen- und Bärenmärkte sind Teil dieses Trends. Naturgemäß überwiegen in einem solchen Trend überwiegen die Bullenmärkte in Dauer und Länge. Fast 50 Jahre dauerte der reale Bullenmarkt zwischen 1860 und 1907. Immerhin 18 Jahre dauerte die letzte große Hausse (von 1982 bis 2000). Die Länge der Bärenmärkte betrug in der Vergangenheit maximal 16 Jahre. Seit dem Hochpunkt des letzten Bullenmarktes im Jahr 2000 sind 13 Jahre vergangen. Die Uhr für den aktuellen übergeordneten Bärenmarkt tickt demnach herunter.

Das Erreichen der oberen Trendlinie würde - bei unveränderter Inflationsrate - einen Dow-Stand von 20.000 Punkten bedeuten (aktuell etwa 13.000 Punkte). Die untere Trend-Begrenzung würde bei etwa 6.000 Punkten angelaufen werden. Dieser Wert läge knapp unterhalb des Tiefpunktes aus dem Jahr 2009.

Es ist eine Frage der Perspektive, ob man die Erholung seit dem Jahr 2009 bereits als Beginn eines neuen Bullenmarktes definiert. Das könnte man dann tun, wenn man sicher wäre, dass das Tief des Jahres 2009 nicht mehr unterschritten werden würde.

Der reale Verlust des Dow Jones Index seit dem Jahr 2000 erreichte im Jahr 2009 sein bisheriges Maximum von 54,6%. Wie der folgende Chart zeigt, ist ein solcher Verlust vergleichsweise harmlos. Der S&P 500 hat zwischen 2000 und 2009 das Kriterium des durchschnittlichen realen Verlusts erfüllt. In Bezug auf den Dow Jones Index brachten die anderen Bärenmärkte der vergangenen 212 Jahre stärkere Verluste mit sich.

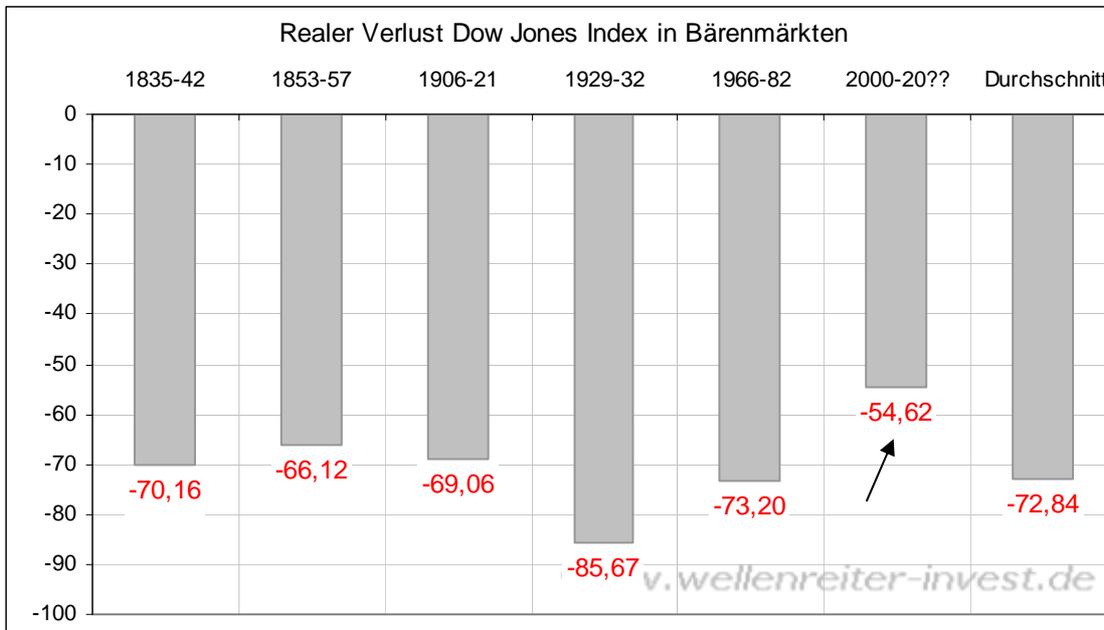


Abb. 7.2: Realer Verlust in Bärenmärkten

Aktienmärkte starten verhalten in ein neues Jahrhundert ("Centennium"). So war es nach 1800, nach 1900 und auch in der ersten Dekade des aktuellen Jahrhunderts.

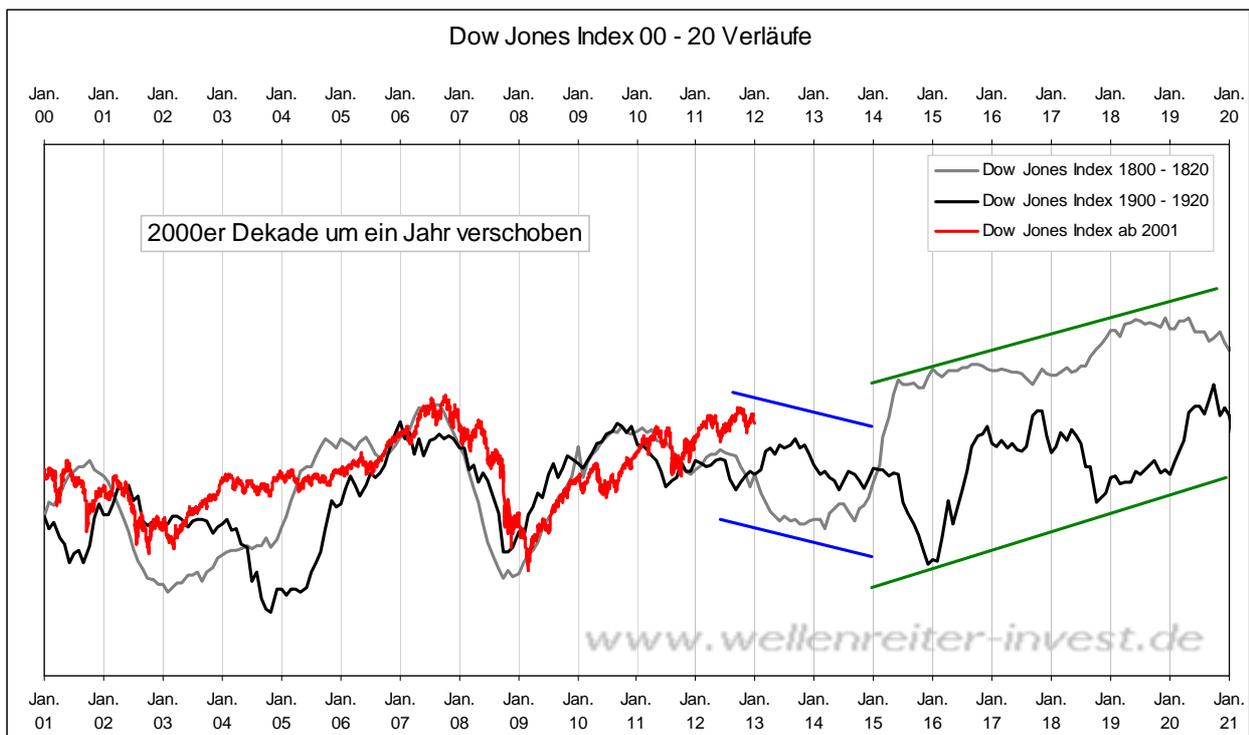


Abb. 7.3: Jahrhundert-Anfangsverläufe

Die ersten anderthalb Dekaden verbringen die Märkte in einer Seitwärtsbewegung. Erst in den letzten fünf Jahren der zweiten Dekade kommt es zu nennenswerten Anstiegsmustern. Dies nicht zuletzt deshalb, weil in der zweiten Dekade häufig Neuanfangsprozesse ablaufen (siehe Kapitel Jahre der Entscheidung).

Wenn wir davon ausgehen, dass die Restlaufzeit des aktuellen Bärenmarktes begrenzt ist, so erscheinen die drei folgenden Szenarien plausibel. Zum einen könnte der S&P 500 der Entwicklung des Dow Jones Index ab 1966 folgen.

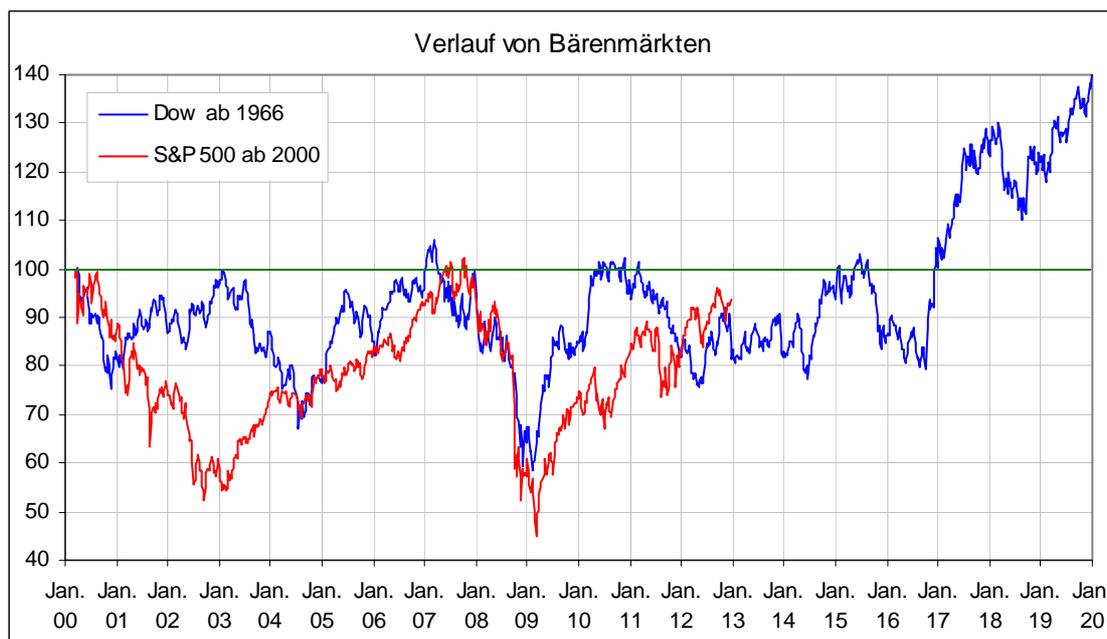


Abb. 7.4: Verlauf von Bärenmärkten I

In diesem Fall würden die Aktienmärkte noch einige Jahre in einer engen Spanne verharren. Der S&P 500 würde sich zwischen 1.250 und 1.550 Punkten bewegen. Das Volumen würde wahrscheinlich weiter fallen. Der Aktienmarkt würde über den Faktor Zeit „ausbluten“, bevor die Kräfte für eine neue mehrjährige Aufwärtsphase vorhanden sind.

Eine andere Möglichkeit wäre eine Annäherung an das Muster des Dow Jones Index, beginnend mit dem Jahr 1906. Auch dieses Muster passt bisher vergleichsweise gut.

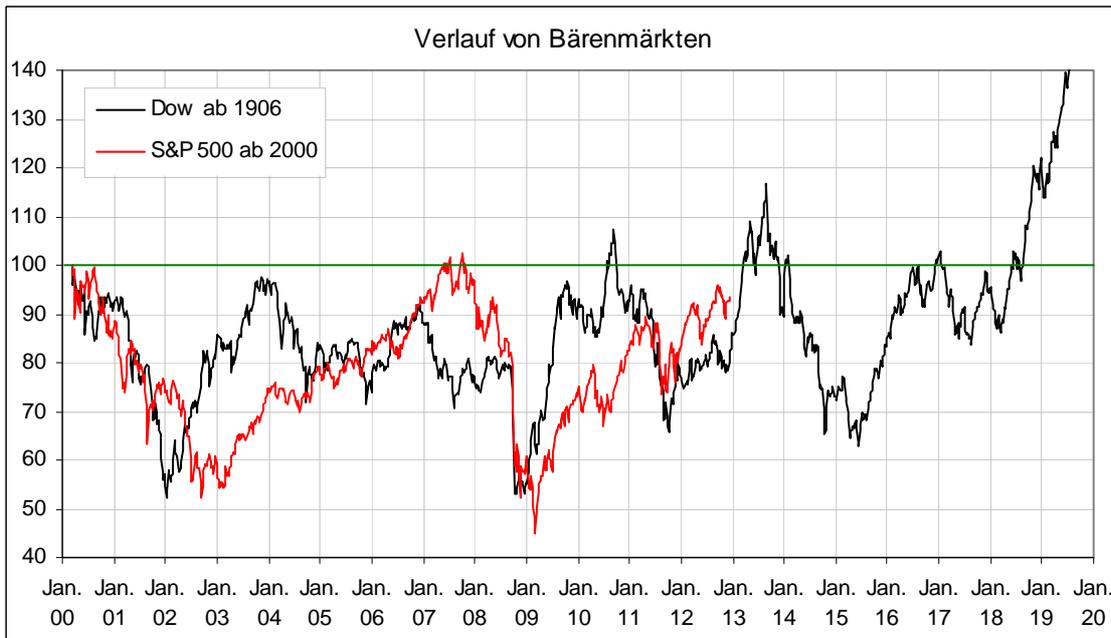


Abb. 7.5: Verlauf von Bärenmärkten II

Danach würde sich eine Art "Endrun"-Muster ergeben. Der S&P 500 würde bis etwa zur Jahresmitte ein neues Allzeithoch markieren. Ausgelöst werden könnte dieser Lauf durch eine Klärung im Fiscal Cliff Streit sowie durch die Erleichterung, dass nach Meinung führender Ökonomen eine Rezession nicht unmittelbar bevorsteht.

Der Euphorie würde nach diesem Szenario Katzenjammer folgen. Von Mitte 2013 bis Ende 2014 würde eine tiefe Rezession/Deflation die Märkte erzittern lassen. Die Amplitude der Bewegung wäre gegenüber dem ersten Vergleich signifikant größer und würde einen Fall des S&P 500 bis in den Bereich von etwa 1.000 Punkten bis 2014/15 wahrscheinlich machen. Ein Fall auf das Aktienmarktniveau vom März 2009 halten wir für unwahrscheinlich, wäre aber nicht ganz auszuschließen.

Insbesondere die einsetzende Erkenntnis, dass die Zentralbanken mit wie auch immer gearteten Mitteln nicht in der Lage sind, eine Rezession zu verhindern, würde die Märkte verunsichern. Ben Bernanke - die Person des Jahres 2009 (TIME) - würde im Januar 2014 keinen einfachen Abgang haben. Und Barack Obama - die aktuelle Person des Jahres - würde in seinem zweiten Amtsjahr der zweiten Wahlperiode unter Druck geraten.

Eine dritte Variante lässt sich aus der aktuellen Charttechnik ableiten. Dow Jones Index und S&P 500 bilden aktuell ein keilförmiges Anstiegsmuster aus (blaue Linien folgender Chart).

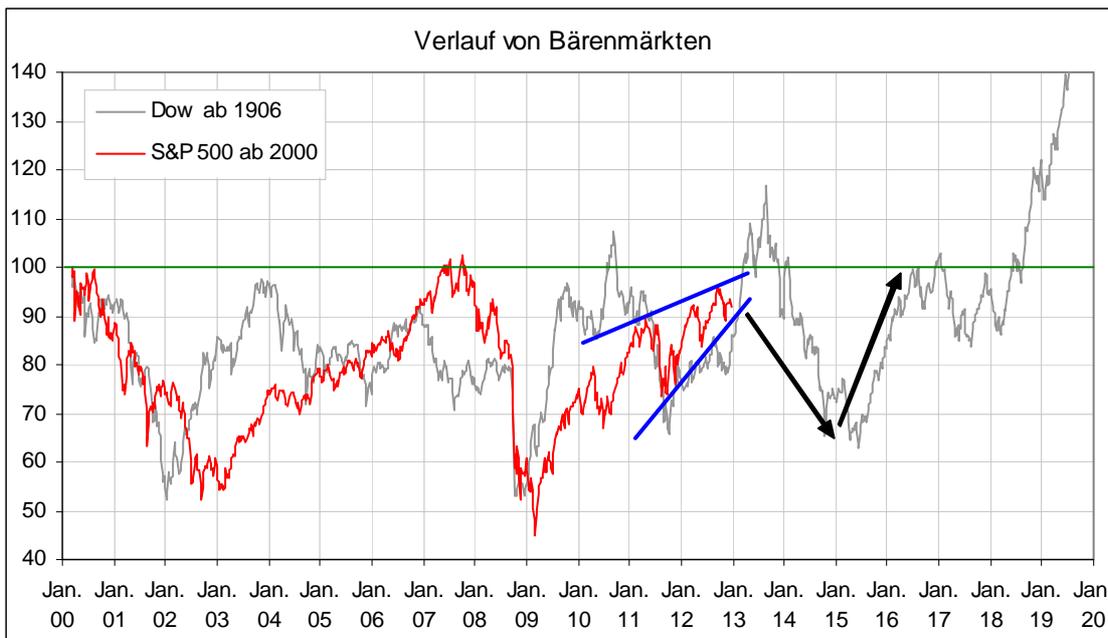


Abb. 7.6: Verlauf von Bärenmärkten III

Der S&P 500 würde in diesem Fall in eine Abwärtsbewegung übergehen, die - von Konsolidierungen abgesehen - das ganze Jahr 2013 hindurch anhalten würde. Die Rezession würde in diesem Fall wohl bereits im Frühjahr 2013 einsetzen.

In allen drei Szenarien würden die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Zwei schwierige Jahre würden vor den Marktteilnehmern liegen, bevor es in der zweiten Hälfte dieser Dekade zu substantiellen Aufwärtsbewegungen käme.

7.2 Sotheby's

Diese Aktie des Auktionshauses Sotheby's besitzt die fast einzigartige Fähigkeit, Blasenbildungen vorherzusagen zu können. So begann die Sotheby's-Aktie Monate vor dem Platzen der Japan-Blase, der Internet-Blase und auch der EM-Blase zu fallen.

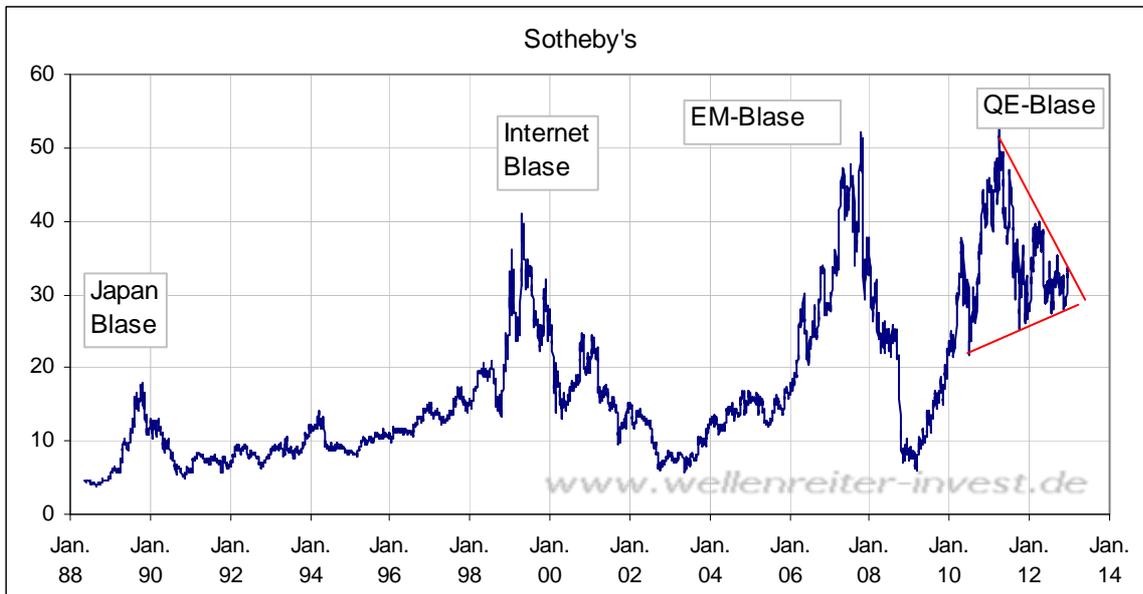


Abb. 7.7: Sotheby's

Die jüngste Abwärtsentwicklung begann im April 2011. Eine Bodenbildung der Aktie erscheint auf den aktuellen Niveaus verfrüht, so dass diese Aktie - als Indiz für die Jagd der Superreichen nach Trophäen - noch kein positives Signal aussendet. Die Verengung der Handelsspanne ist ein Indiz dafür, dass eine Trendbewegung in Sichtweite gerät. Die Ausbruchsbewegung dürfte Aufschluss darüber geben, welchem Szenario die Aktienmärkte folgen werden.

7.3 US-Präsidentschaftszyklus

Der Präsidentschaftszyklus lässt sich in zwei große Phasen unterteilen. In den ersten beiden Jahren fehlen üblicherweise ökonomische Impulse. In dieser Zeit verlaufen die US-Aktienindizes üblicherweise relativ schwach (Nachwahljahr und Zwischenwahljahr folgender Chart).

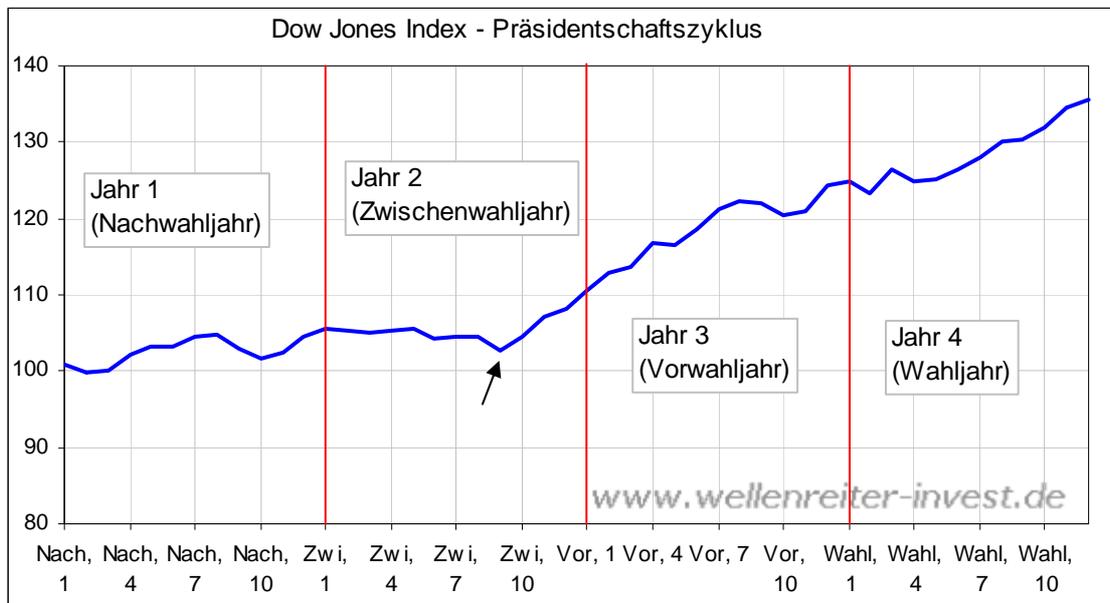


Abb. 7.8: US-Präsidentschaftszyklus

Ab dem dritten Jahr steht die angestrebte Wiederwahl im Vordergrund. Häufig wird versucht, diese durch Konjunkturprogramme abzusichern. Die Wirkung auf den Aktienmarkt ist üblicherweise positiv.

Mit Hilfe des Vierjahreszyklus lässt sich der Anstieg vom Herbst des Zwischenwahljahres (siehe Pfeil obiger Chart) bis zum höchsten Punkt des Zyklus messen. Dieser liegt meist im Wahljahr (selten im Vorwahljahr). Durchschnittlich beträgt der Anstieg des Vierjahreszyklus 54 Prozent. Der aktuelle Anstieg von 40,5 Prozent liegt im Bereich dessen, was man für einen Vorwahl-/ Wahljahreszyklus erwarten kann.

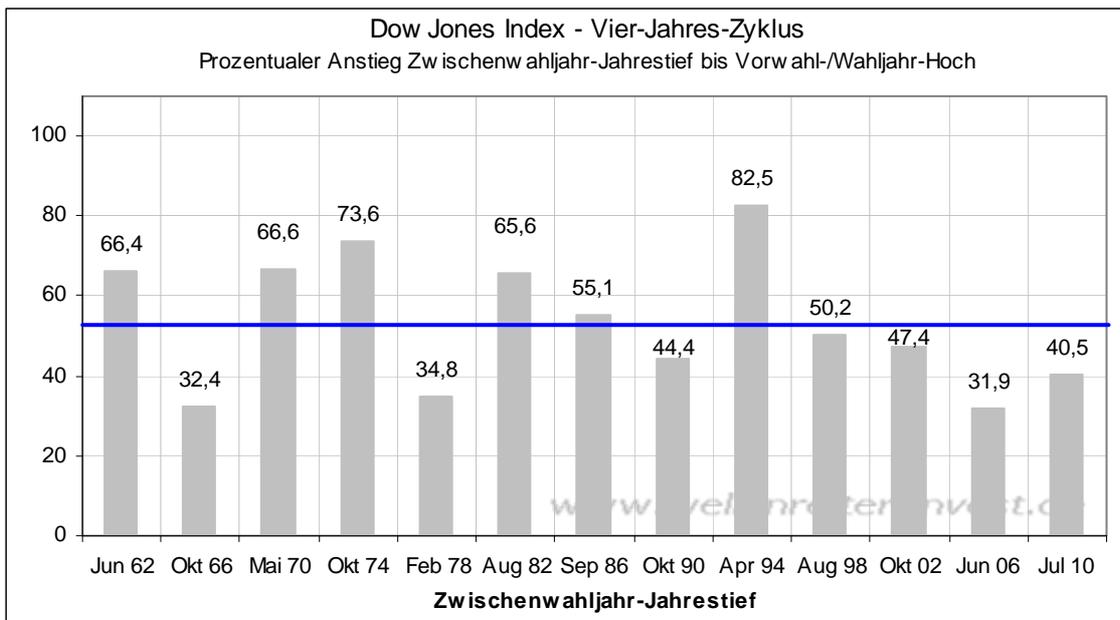


Abb. 7.9: Vier-Jahres-Zyklus

Damit wäre die Mission nahezu erfüllt. Anstiege über das Wahljahr hinaus gelingen häufig dann, wenn das Nachwahljahr ein Jahr ist, das auf der Zahl 5 endet. Man denke an die Periode von 1982 bis 1984, die mit Hilfe der 5er Jahres 1985 eine Fortsetzung bis 1987 fand. Eine solche Konstellation besteht derzeit nicht.

Ein Blick auf den Verlauf der Nachwahljahre. Seit dem Jahr 1897 wurde in 29 Nachwahljahren ein durchschnittlicher Zuwachs von 5,9% notiert. 52% der Nachwahljahre verliefen positiv. Das Auftreten positiver und negativer Nachwahljahre ist nahezu gleich wahrscheinlich.

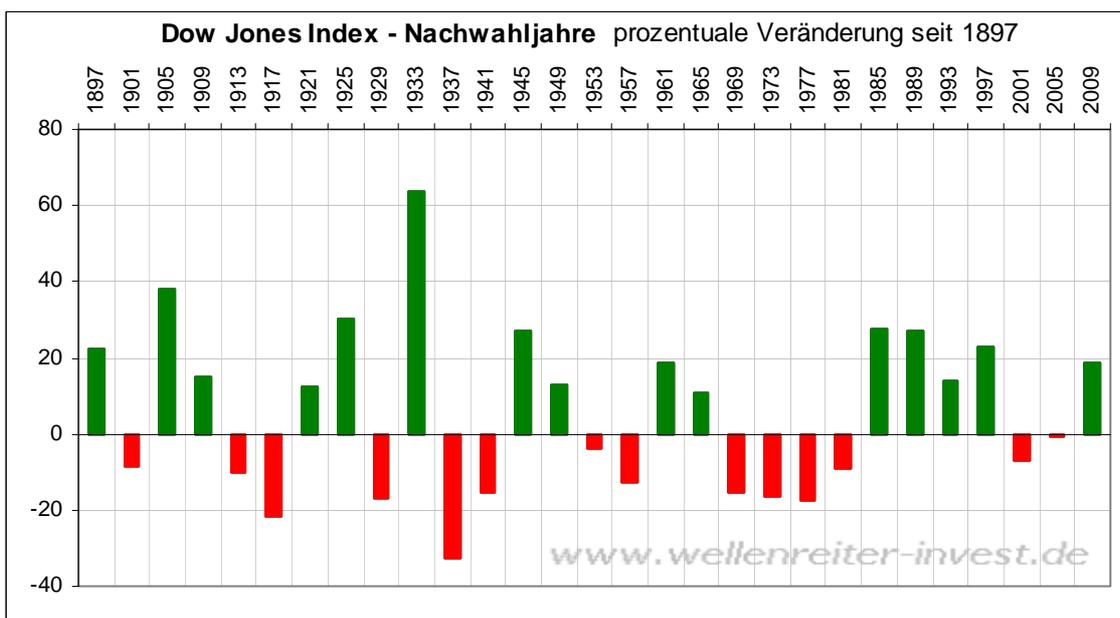


Abb. 7.10: Dow Jones Index Verteilung Nachwahljahre

Die Grafik verrät Besonderheiten. So war das Jahr 1933 mit einem Plus von 64% das mit Abstand stärkste Nachwahljahr. Im Jahr 1933 endete die große Depression. Zuvor hatten die US-Aktienmärkte 90% ihres Wertes verloren. Wir werden das Jahr 1933 in den nachfolgenden Überlegungen als Anomalie werten. In den gleichen Kontext fällt das Jahr 1929. Der Crash verzerrt den Durchschnittsverlauf.

Eine zweite Besonderheit betrifft die Nachwahljahre, die mit der Jahreszahl 5 endeten. Die Jahre 1905, 1925, 1945, 1965 und 1985 waren jeweils sehr bullische Jahre. Nur das Nachwahl-5er-Jahr 2005 endete bei Null (Dow Jones Index; im S&P 500 war es ein Plusjahr). Im Durchschnitt legte der Dow Jones Index in einem 5er-Nachwahljahr um 22 Prozent zu. Ohne die 5er-Jahre hätten die Nachwahljahre durchschnittlich nur 1,5% zugelegt. Eliminiert man zusätzlich das Jahr 1933 mit seinem Extremzuwachs, so würden Nachwahljahre durchschnittlich etwa 1,2% im Minus notieren.

Der durchschnittliche Verlauf eines Nachwahljahres ist durch eine Schwächephase in den ersten drei Monaten eines Jahres, gefolgt von einer längeren Anstiegsphase bis in den August hinein gekennzeichnet. Es folgt eine stärkere Abwärtsphase bis in den November hinein (nächster Chart).

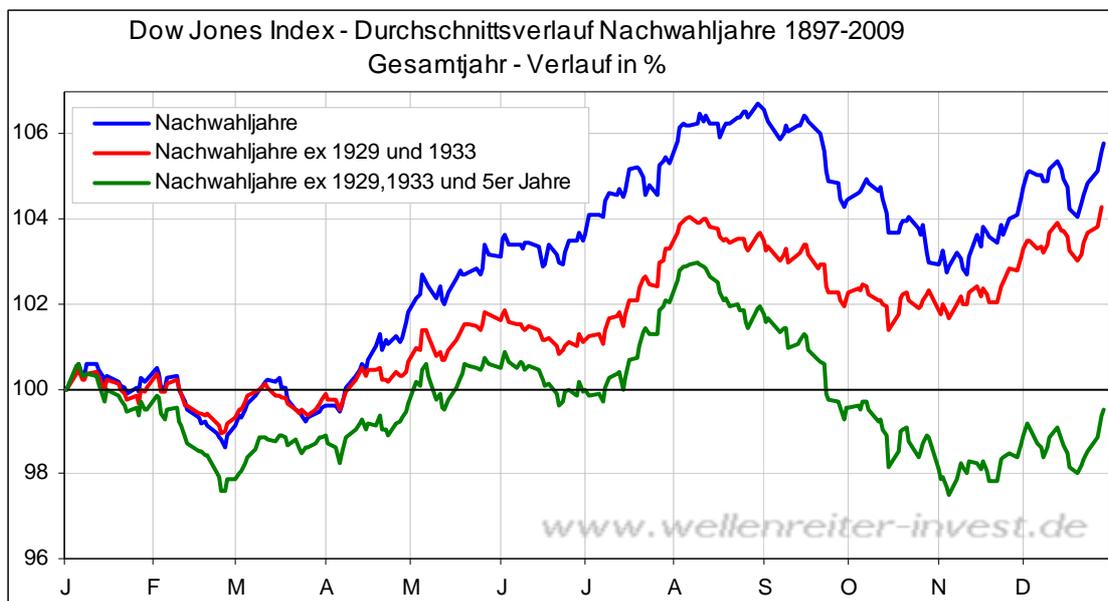


Abb. 7.11: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Nachwahljahre 1897 - 2009

Lässt man die Jahre 1929 und 1933 aus der Betrachtung weg, so ergibt sich ein ähnlicher Verlauf, allerdings mit einer geringen Amplitude. Bei einem zusätzlichen Ausschluss der 5er-Jahre ergibt sich ein negativer Jahresverlauf (grüne Linie).

Für den Fall, dass es in 2013 zu einer Rezession kommt, erscheint ein Blick auf den folgenden Chart wichtig. Er zeigt den Durchschnittsverlauf in Rezessions-Nachwahljahren.

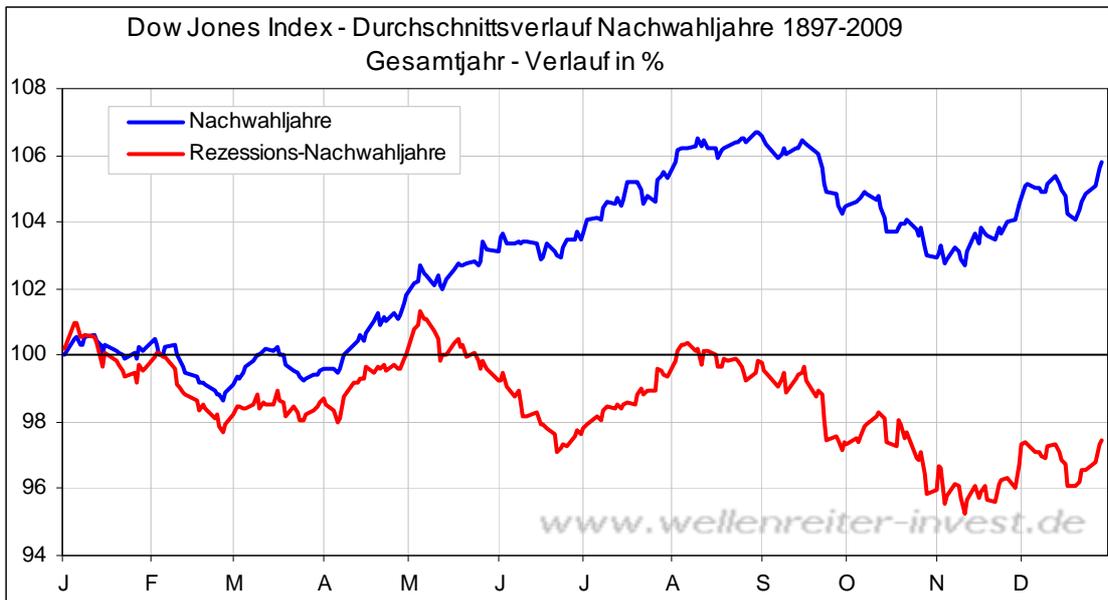


Abb. 7.12: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Rezessions-Nachwahljahre 1897 - 2009

Danach fällt die Schwäche im Januar und Februar bereits stärker aus. Die Erholung wäre im Mai beendet. Im Mai und Juni würde es zu einer ähnlichen Negativ-Phase kommen wie im Jahr 2012. Die Erholung wäre aber nur von kurzer Dauer. Von August bis November würden die Märkte deutliche Schwäche zeigen.

Nachdem im Jahr 2012 ein Wechsel im US-Präsidentenamt ausblieb, lässt sich das Jahr 2013 als Amtsfortsetzungs-Nachwahljahr definieren. Uns interessiert die Frage, ob es für die Börsenentwicklung ein positiver Faktor ist, wenn die Investoren den US-Präsidenten bereits kennen.

Jahr	Performance Dow Jones Index
1901 (R)	-8,7%
1905 (R)	+38,2%
1917 (D)	-21,7%
1925 (R)	+30,0%
1937 (D)	-32,8%
1941 (D)	-15,4%
1945 (D)	+26,6%
1949 (D)	+12,9%
1957 (R)	-12,8%
1965 (D)	+10,9%
1973 (R)	-16,6%
1985 (R)	+27,7%
1997 (D)	+22,6%
2005 (R)	-0,6%
2013 (D)	???

(US-Präsident ist D= Dem., R= Rep.)

Die Performance fiel in 7 Jahren positiv und in 7 Jahren negativ aus. Damit ist kein statistischer Vorteil erkennbar, wenn ein US-Präsident in seinem Amt bestätigt wurde. Allerdings: Die Bestätigung des Amtsinhabers führte im Nachwahljahr zu zweistelligen prozentualen Veränderungen am US-Aktienmarkt. Das Jahr 2005 war zuletzt die Ausnahme von dieser Regel.

Betrachtet man alle Nachwahlverläufe der zweiten Amtszeit, so erhält man das folgende Bild.

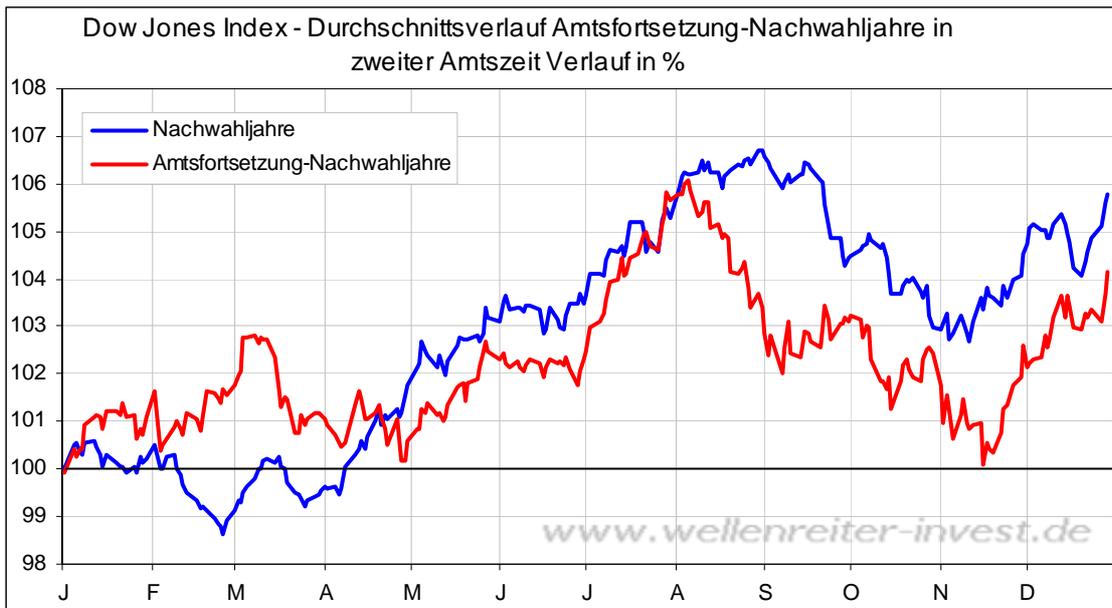


Abb. 7.13: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Amtsfortsetzungs-Nachwahljahre 1897 - 2009

Danach würde die Negativ-Periode zwischen August und November den Dow Jones Index auf den Nullpunkt zurückführen. Weder das Jahr 1929 noch das Jahr 1933 sind Bestandteil dieser Betrachtung.

Fazit: Nachwahljahre, die einer Bestätigung eines Präsidenten bzw. einer Partei im Amt folgen, verlaufen üblicherweise volatiler als durchschnittliche Nachwahljahre. Insbesondere die Periode zwischen August und November zeigt Schwäche. Wäre das Jahr 2013 ein 5er-Jahr, so könnte man große Hoffnungen in die Fortsetzung der Rally setzen. Aber darauf muss man noch zwei Jahre warten. Der Jahresanfang 2013 sollte verhalten bis negativ ausfallen. Die Dauer der nachfolgenden Aufwärtsperiode hängt davon ab, ob sich eine Rezession abzeichnet. Wenn ja, würde wahrscheinlich bereits im Frühjahr (April, Mai) ein Hochpunkt erreicht werden. Falls nein, hätte der Markt die Chance, bis in den Sommer hinein (August?) zu steigen. Danach würden die Märkte bis in den Oktober/November hinein fallen. Anschließend sollte bis zum Jahresende eine Erholung folgen.

7.4 Dekadenmuster

Das Jahr 2013 stellt nicht nur ein Nachwahljahr, sondern – im Rahmen des Dekadenzyklus – ein Jahr dar, das auf der Zahl 3 endet („3er-Jahr“).

Die Aktienmärkte werden in 3er-Jahren vergleichsweise häufig Opfer einer Rezession. Im Durchschnitt ist jedes zweite 3er Jahr von einer Rezession betroffen.

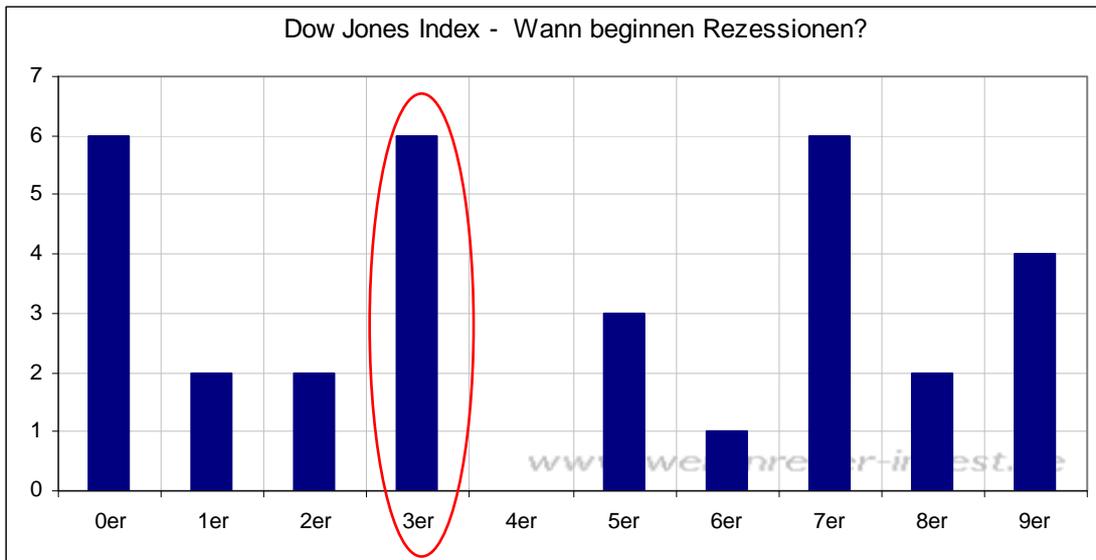


Abb. 7.14: Wann beginnen Rezessionen?

Seit dem Jahr 1873 begann eine US-Rezession sechsmal in einem 3er-Jahr. Zuletzt war dies im Jahr 1973 der Fall. Seither sind 40 Jahre vergangen. Statistisch ist ein Rezessionsbeginn im Jahr 2013 überfällig.

Der Dekadenzyklus ist datensensibler als der Nachwahljahres-Zyklus, da hier aus lediglich 11 Jahresverläufen ein Durchschnitt gebildet wird. Dennoch meinen wir, dass sich eine solche Betrachtung lohnt. Nachfolgend die Einzeldarstellung der 3er-Jahre seit 1903.

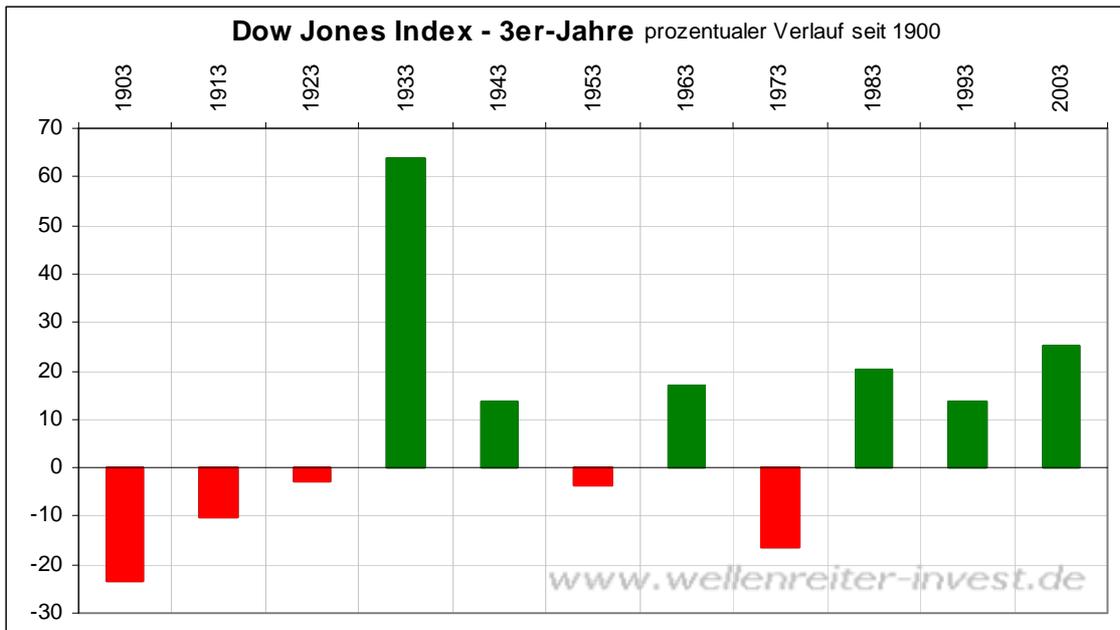


Abb. 7.15: Dow Jones Index 3er Jahre

Auch hier stellt sich das Problem der hohen Amplitude des Jahres 1933. Die vergangenen drei 3er-Jahre endeten jeweils positiv. Die Negativ-Jahre 1903, 1913, 1923, 1953 und 1973 fielen sämtlich in eine US-Rezession.

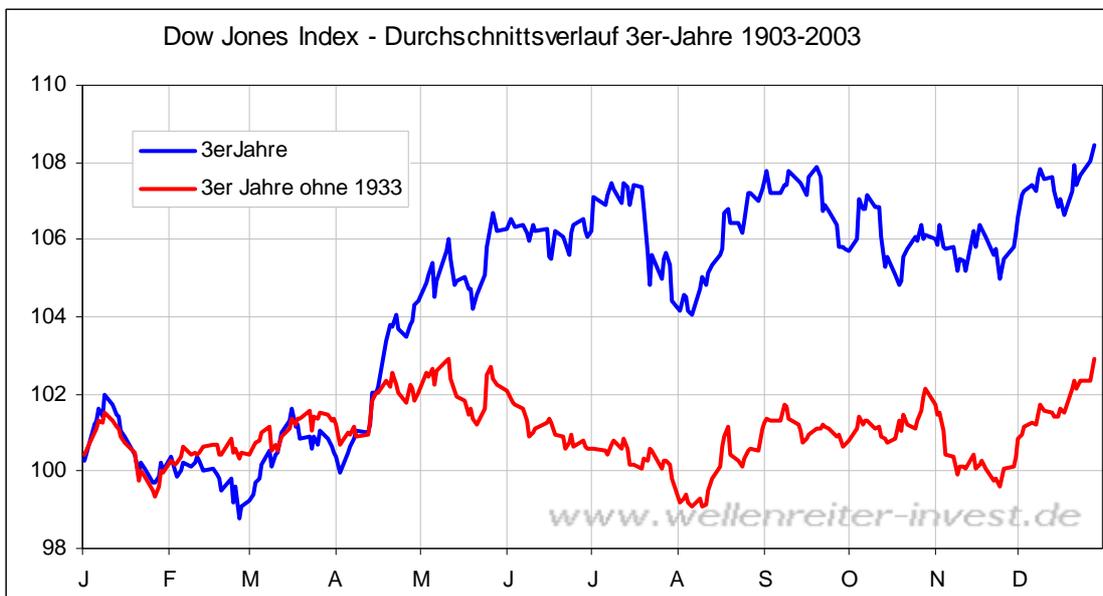


Abb. 7.16: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 3er-Jahre 1903 – 2003

Ohne das Jahr 1933 erscheint der Durchschnittsverlauf als "frustrierende" Handelsspanne (oberer Chart). Wie bereits beschrieben zeichnet sich für 3er-Jahre, in denen Rezessionen stattfanden, ein negatives Bild ab.

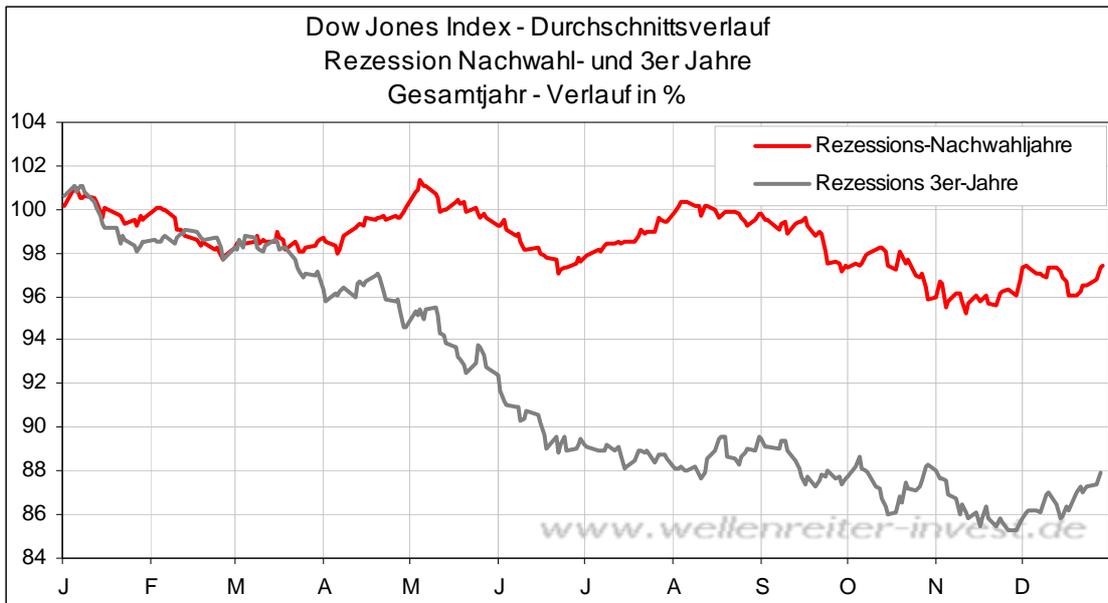


Abb. 7.17: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Rezessions-3er-Jahre

Der Verlauf von 3er-Jahren in Rezessionen ist deutlich schwächer als der Rezessionsverlauf in Nachwahljahren (graue Linie obiger Chart). Der durchschnittliche Jahresverlust beträgt 12 Prozent.

Fazit: Das Jahr 2013 verfügt ein vergleichsweise hohes statistisches Risiko, als Beginn eines Rezessionsjahres in die Annalen einzugehen. Käme es zu einer Rezession, so wäre ein Negativ-Verlauf gemäß der beschriebenen Historie nahezu gesichert. In einem solchen Fall würde der Jahresbeginn schwächer sein, aber die eigentliche Abwärtsbewegung würde erst im April/Mai beginnen. Die stärksten Abwärtsphasen würden der Mai und der Juni mit sich bringen. Im Juli und August würde sich die Situation beruhigen, es könnte zu Rallyversuchen kommen. Diese würden jedoch scheitern. Im September und Oktober würde sich die Abwärtsbewegung erneut beschleunigen. Zum Jahresende hin könnte es einen weiteren Rally-Versuch geben, der den Fall leicht abmildern würde. Es wäre aber nicht mehr als ein Tropfen auf dem heißen Stein.

7.5 Rallymuster

Seit 1900 konnte man inklusive der Finanzkrise 2008 lediglich 6 Phasen mit einer Kurshalbierung notieren. Wir zeigen die Rallies von den Tiefpunkten der Jahre 1907, 1932, 1938, 1974 und 2003 auf dem folgenden Chart.

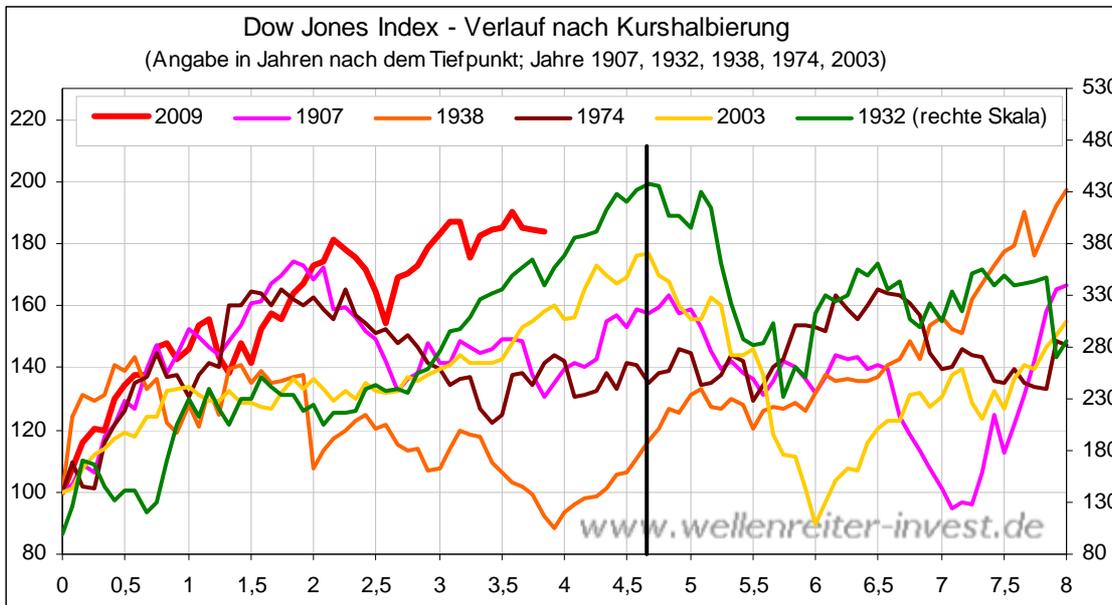


Abb. 7.18: Einzelverläufe nach Kurshalbierung

Nach einer Kurshalbierung erstreckten sich die Rallies über einen Zeitraum von etwa 4,5 Jahren. Anschließend kam es zu einer größeren, etwa ein Jahr andauernden Korrektur. Im Durchschnittsverlaufsmuster sieht diese Entwicklung wie folgt aus (nächster Chart).

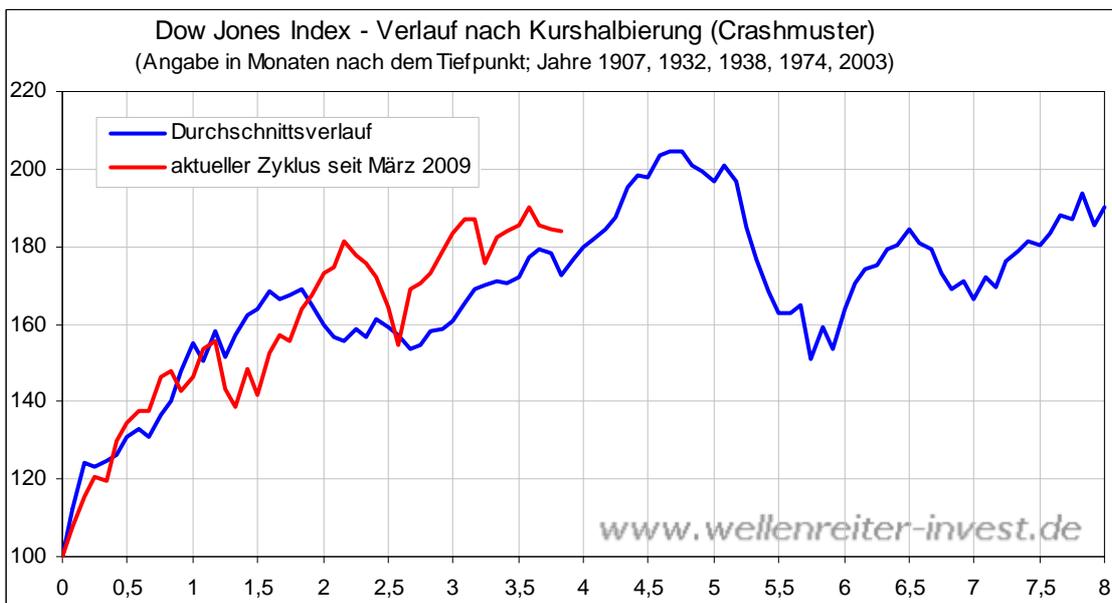


Abb. 7.19: Verlauf nach Kurshalbierung

Gemäß der Chartvorgabe hätte die seit 2009 laufende Rallye noch 6 bis 9 Monate vor sich, bevor ihr die Puste ausgehen würde. Somit müsste sich eine Abwärtsbewegung vom Spätsommer/Herbst 2013 bis etwa Ende 2014 ergeben, wobei das Gros der Kursverluste für das Jahr 2014 „reserviert“ wäre.

Ein Blick auf die längsten Rallies - unabhängig von einer vorherigen Kurshalbierung - weist ebenfalls auf eine Länge der Aufwärtsbewegung von über vier Jahren hin (folgender Chart).

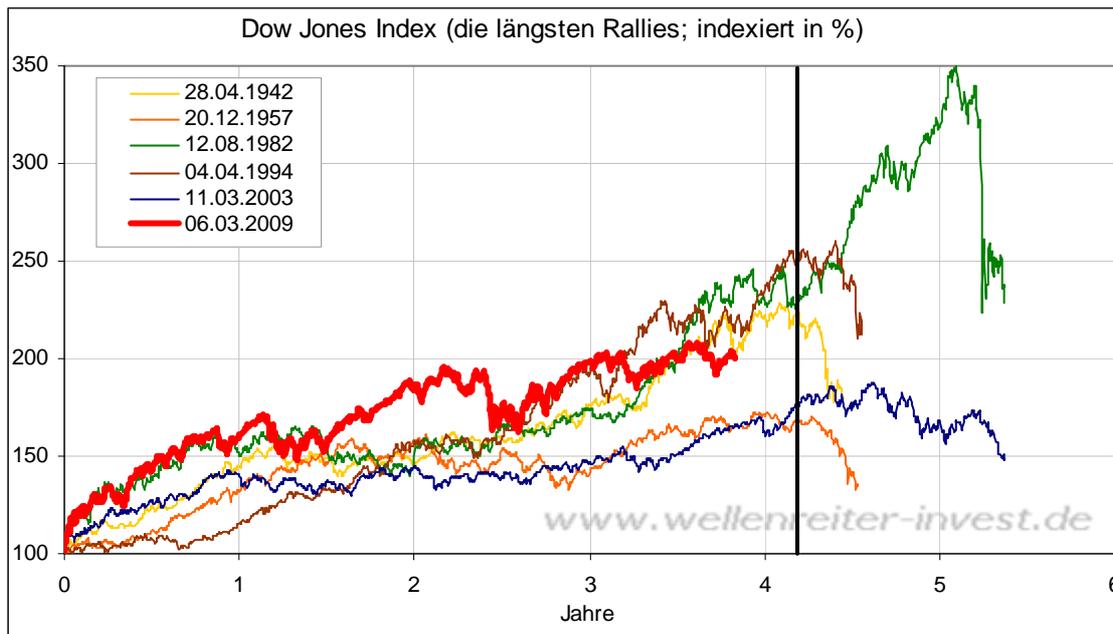


Abb. 7.20: Die längsten Rallies

Fazit: In Bezug auf die übliche Dauer einer Rallye besteht noch weiterer Spielraum. Je nach zyklischer Betrachtung wäre ein signifikanter Hochpunkt für Mai oder August zu erwarten. Da in den letzten 3 Jahren sich bereits im April Hochpunkte bildeten und der Monat Mai sehr schwach war, würde es uns nicht überraschen, wenn in 2013 kurzfristig ein anderes Muster zu beobachten ist und eine Aufwärtsbewegung bis in den Mai erfolgt.

7.6 Marktstruktur

Das Handelsvolumen der NYSE befindet sich seit dem Beginn der Finanzkrise in einem Abwärtstrend. Die aktuellen Durchschnittszahlen erreichen Werte, wie sie kurz vor der Jahrhundertwende üblich waren.

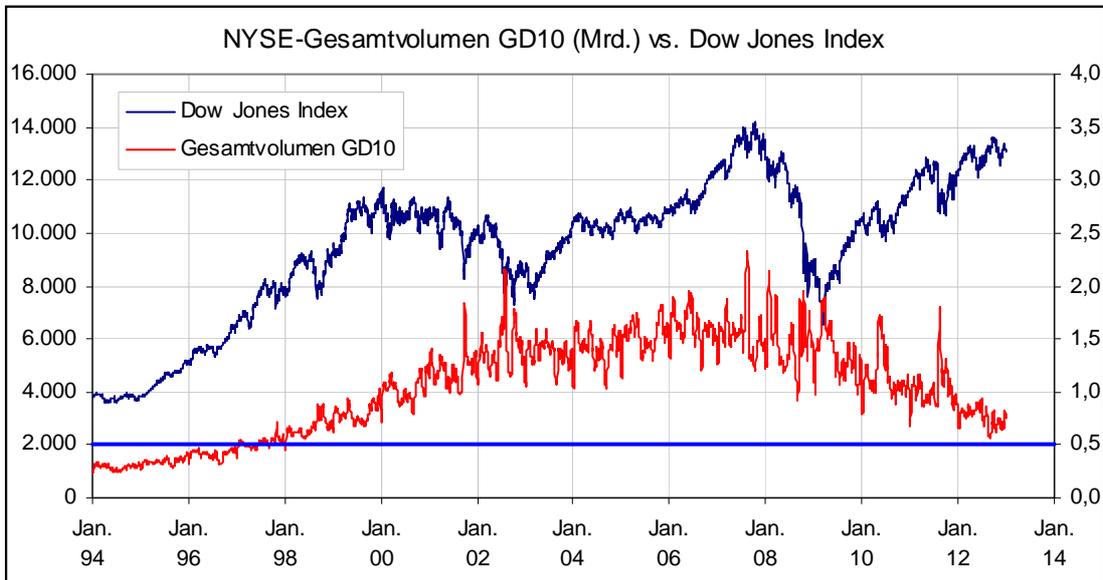


Abb. 7.21: NYSE-Gesamtvolumen

In nach Wahljahren herrscht meist unterdurchschnittliches Handelsvolumen vor. Wichtige Tiefpunkte (wie im März 2009) gehen mit Volumen-Spitzen einher.

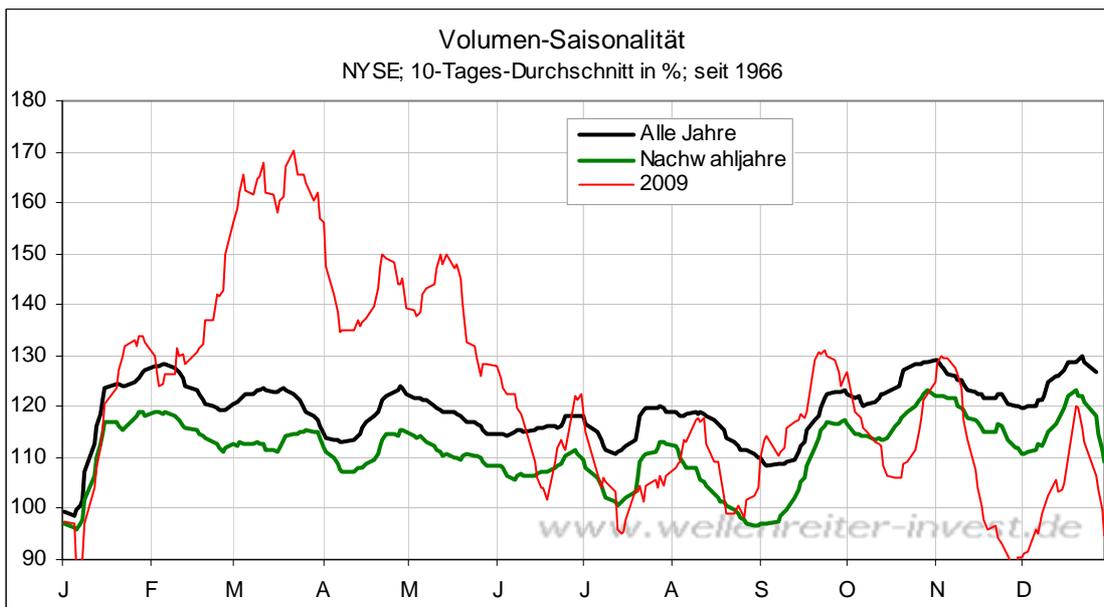


Abb. 7.22: NYSE-Volumen-Saisonalität

Das Handelsvolumen nimmt generell zum Sommer hin ab. Insbesondere der August gilt als ein niedrigvolumiger Monat.

Im Falle von Top-Bildungen zeigt die AD-Linie häufig einen negativen Vorlauf zum S&P 500. Dies ist aktuell nicht der Fall.

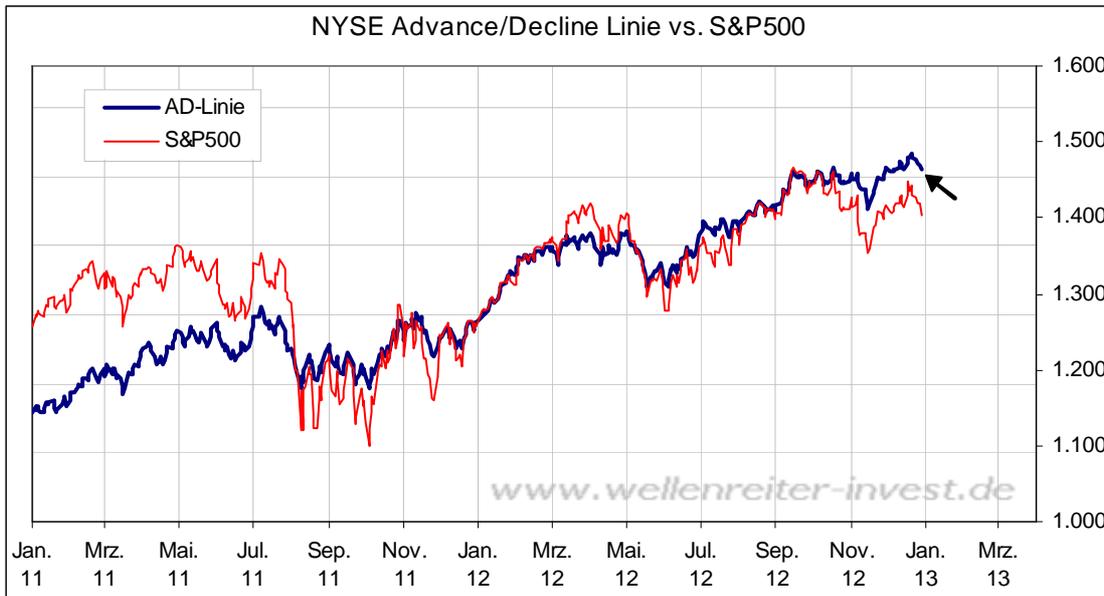


Abb. 7.23: NYSE-AD-Linie

Die Advance/Decline Linie bildete noch Mitte Dezember 2012 ein neues Allzeithoch aus.

Auf dem folgenden Chart ist der VIX (Volatilitätsindex des S&P 500) invers dargestellt, um einen direkten Vergleich zum Verlauf des S&P 500 herstellen zu können.

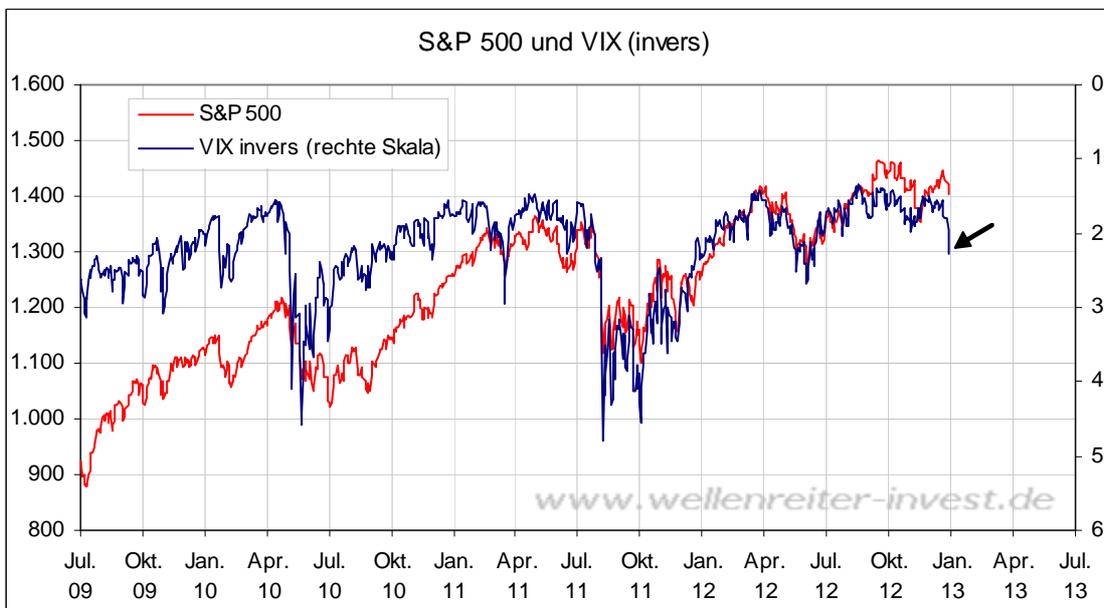


Abb. 7.24: S&P 500 und VIX (invers)

In den letzten Tagen des Jahres 2012 sprang die Volatilität deutlich an (siehe Pfeil obiger Chart). Auch wenn dieses Verhalten Fiscal-Cliff-Diskussion geschuldet sein dürfte, ist das Anspringen des VIX als Warnzeichen zu verstehen.

7.7 Sentiment

Sentiment-Daten lassen sich in harte und weiche Sentiment-Daten unterscheiden. Während das weiche Sentiment in der Regel umfragebasiert ist, lässt sich das harte Sentiment durch Kauf- und Verkaufsbewegungen messen.

Der Aufbau der Anleihen-Allokation in 2011 wird durch die Kapital-Allokationsumfrage von AAI deutlich (folgender Chart). In dieser Umfrage werden die Anleger monatlich zu ihren Investment-Anteilen befragt.

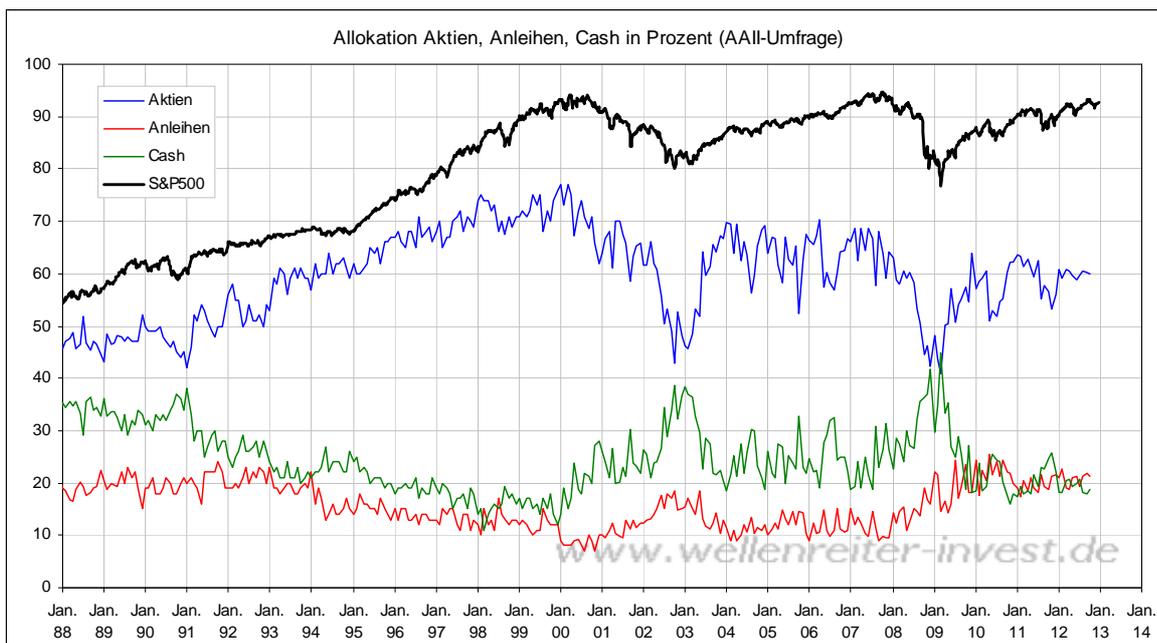


Abb. 7.25: AAI-Asset-Allocation

Die Anleger bleiben im Bezug auf ihre Aktieninvestments zurückhaltend. Der Aktienanteil notierte das ganze Jahr 2012 bei etwa 60 Prozent. Die steigenden Kurse lockten die Privatanleger nicht aus der Reserve. Der Cash-Anteil befindet sich mit 19 Prozent auf einem historisch niedrigem Niveau. Seit dem Beginn der Finanzkrise haben die Investoren ihren Anleihenanteil auf von ursprünglich 10 bis 15 Prozent auf 20 bis 25 Prozent erhöht.

Die Anleger lassen sich nicht locken. Die Hausse 2003 - 2007 dauerte über 4 Jahre, aber bereits in den Jahren 2004 und 2005 wurden Niveaus von 70% erreicht. Diesmal geschieht dies nicht, da der Anleihenteil größer ist. Eine Tauschoperation "Raus aus Anleihen rein in Aktien" erscheint erst bei neuen historischen Hochs realistisch.

Investors Intelligence untersucht wöchentlich die US-Börsenbriefe auf bullische, neutrale oder bärische Stimmung. Dieser Sentiment-Indikator gilt als Kontra-Indikator. Zu Beginn des Jahres 2011 betrug der bullische Anteil 59 Prozent, was gleichzeitig das Sentiment-Jahreshoch bedeutete.

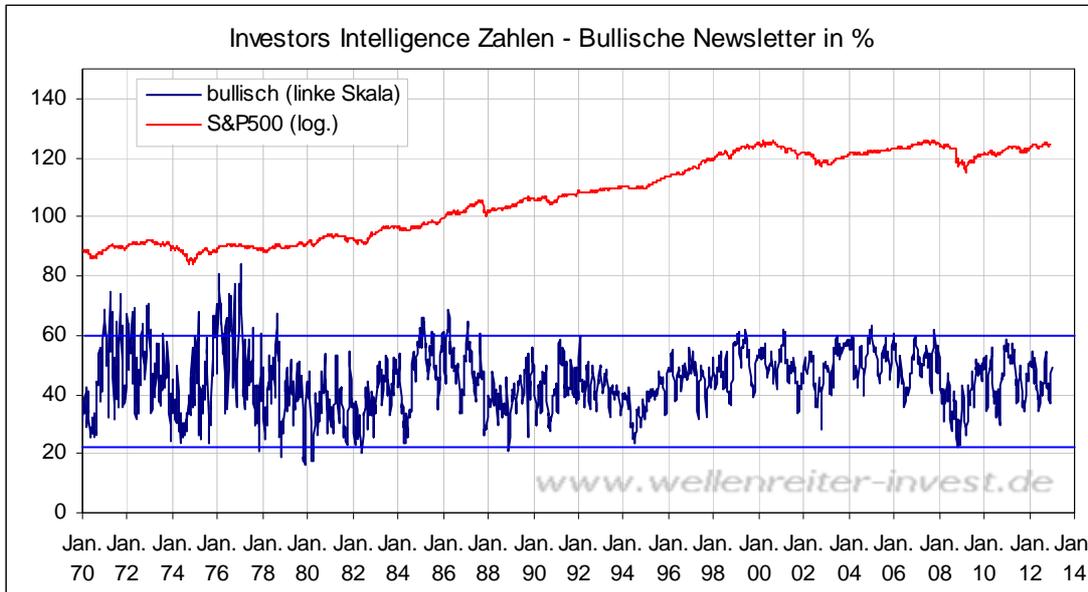


Abb. 7.26: Bullische Börsenbriefverfasser

Aktuell befindet sich die Stimmung mit 48,9% nicht auf einem Extrempunkt. Im Bärenlager tummeln sich vergleichsweise wenige Marktteilnehmer (folgender Chart).

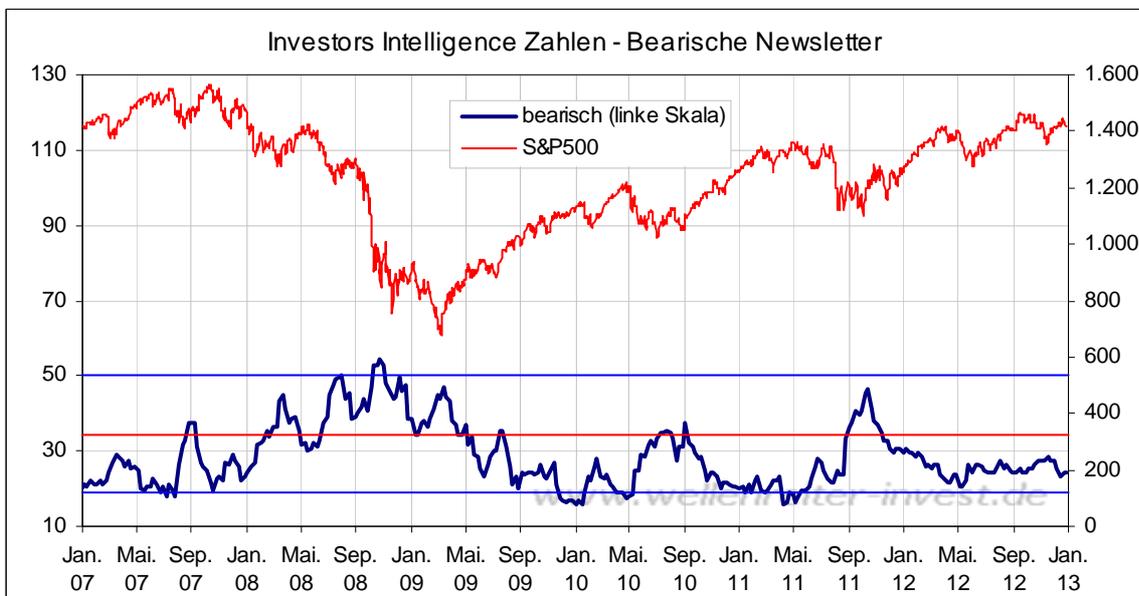


Abb. 7.27: Bearische Börsenbriefverfasser

Während der Anteil der Bären bei der Preisschwäche im Sommer/Herbst 2010 in der Spitze bis auf 37,7% zunahm – damals bildete sich ein zweites höheres Preistief – und in Herbst 2011 am Preistief sogar bei 45,2% notierte, fehlte für das Kapitalmarktjahr

2012 die Skepsis. Der Anteil der Pessimisten lag am 06.06.2012 in der Umfragewoche nach dem Jahrestief bei lediglich 26,6%. Er notiert über das gesamte Jahr in einer engen Spanne. Offensichtlich haben die Bären angesichts des steigenden Trends kapituliert und sich zurückgezogen. Der Mangel an Skepsis bleibt auch zum Jahreswechsel erhalten. Mit 24,5% ergibt sich ein niedrigeres Niveau der Pessimisten als vor 12 Monaten.

Der NAAIM-Index - er misst das Sentiment der nordamerikanischen Fonds-Manager - stieg zum Jahresende 2012 auf 88,1 Punkte.

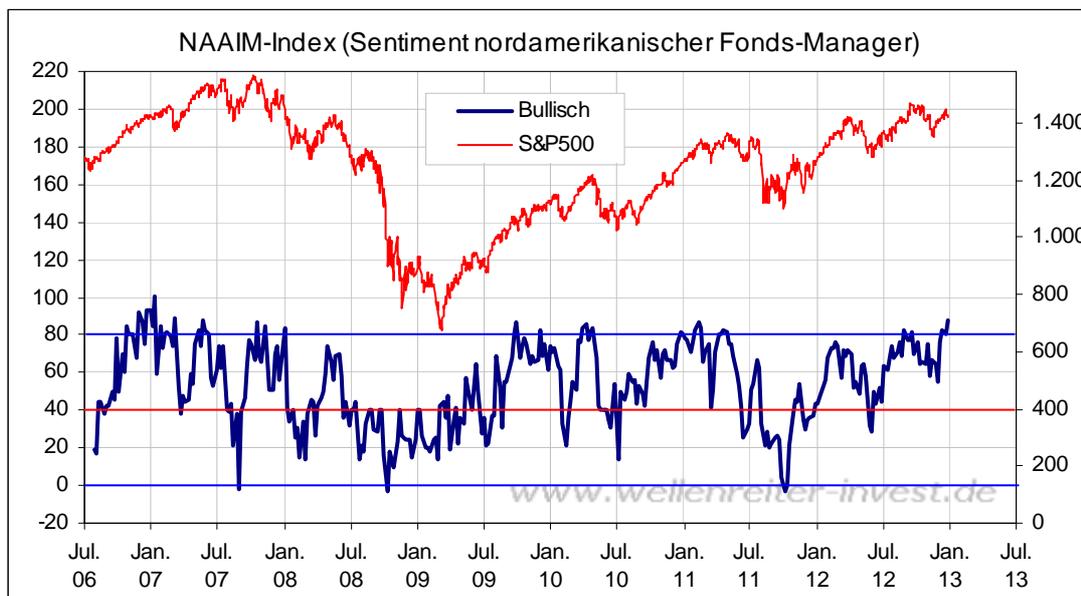


Abb. 7.28: NAAIM-Index

Dies ist der höchste Wert seit den Jahren 2006/2007. Möglicherweise ergibt sich hier eine Parallele. Damals befand sich die seit den Jahren 2002/03 laufende Rally in der Endphase. Es erscheint wahrscheinlich, dass der aktuelle hohe Wert die Endphase der seit 2009 laufenden Rally einläutet.

7.8 Sektoren im Fokus

Nach dem Sektor-Rotations-Prinzip vollzieht sich in einer Aufschwungphase eine Veränderung der Marktpräferenzen von den nicht-zyklischen zu den zyklischen Branchen. Zyklische Branchen sind beispielsweise die Bereiche Autos, Einzelhandel und Hausbau, während nicht-zyklische Branchen die Bereiche Nahrungs-mittel, Getränke, Tabak oder auch der Pharmasektor und die Versorger darstellen. Anleger bevorzugen nicht-zyklische Werte, wenn sie ein schwächeres Wirtschaftswachstum erwarten. Umgekehrt sind zyklische Werte für einen Aufschwung interessant.



Abb. 7.29: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren

Während der S&P 500 im Laufe des Jahres 2012 ein neues Verlaufshoch erzielen konnte, war dies der Ratio der zyklischen zu nicht-zyklischen Indikatoren nicht vergönnt. Das Hoch der Ratio bildete sich bereits im Februar 2011, im März 2012 bildete sich das Jahreshoch für 2012. Dieses Verhalten entspricht in etwa der schleichenden wirtschaftlichen Entwicklung und stellt eine negative Divergenz dar. Eine negative Entwicklung wie in 2007 fehlt, so dass ein Absturzjahr wie 2008 anhand der Ratio nicht erkennbar ist.

Der Dow Jones Transportation Index und der Dow Jones Industrial Index ("Dow Jones Index") müssen sich gemäß der Dow Theorie gegenseitig bestätigen, damit ein Ausbruch valide ist. Ende des Jahres 2012 befindet sich der Transportation Index etwa 300 Punkte unterhalb seines Allzeithochs. Dem Dow Jones Index fehlen etwa 1.000 Punkte zum Allzeithoch aus dem Jahr 2007.

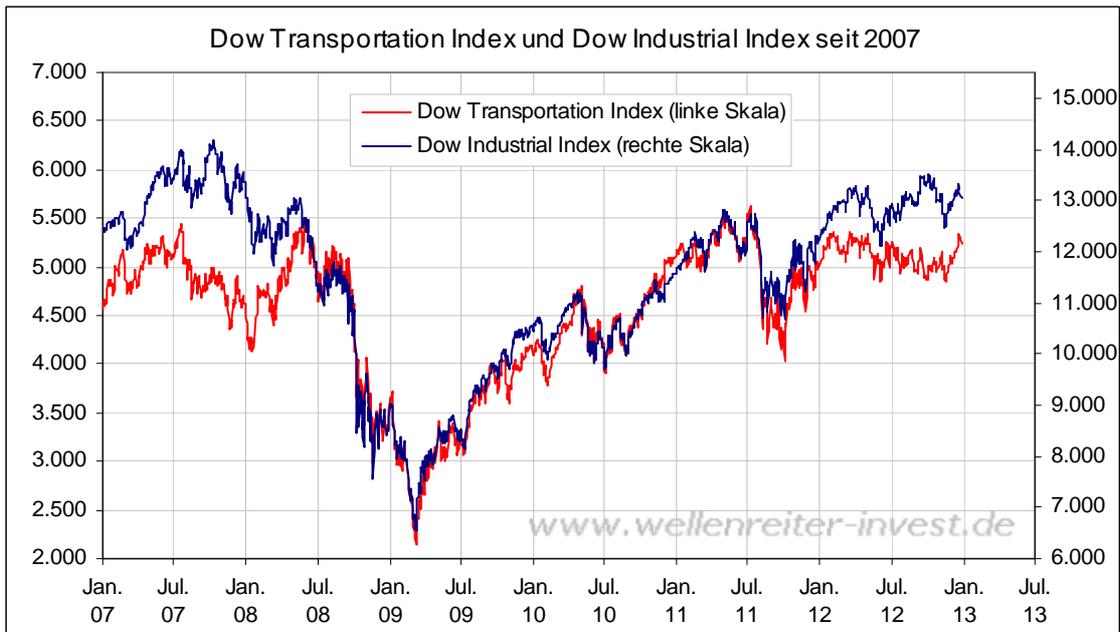


Abb. 7.30: Verläufe Dow Transportation und Dow Industrial Index

Während die Industrie- und Transportaktien bis Juli 2011 gemeinsam anstiegen, bildeten sich in 2012 mehrfache Divergenzen. Die Jahreshochs des Transportsektors bildeten sich am 05.02. und 25.03. und damit im ersten Quartal aus. Insbesondere der Anstieg der Industrieaktien auf neue Jahreshochs im September bestätigte der Transportsektor nicht. Ende Dezember notierte der Transportsektor höher als im September und zeigte damit im Endspurt relative Stärke gegenüber den Industrieaktien, aber ein neues Signal ist aus dieser Bewegung nicht entstanden.

Der folgende Chart zeigt den Zusammenhang zwischen der Ratio der Transport- zu Industriewerten einerseits und US-Rezessionen andererseits.

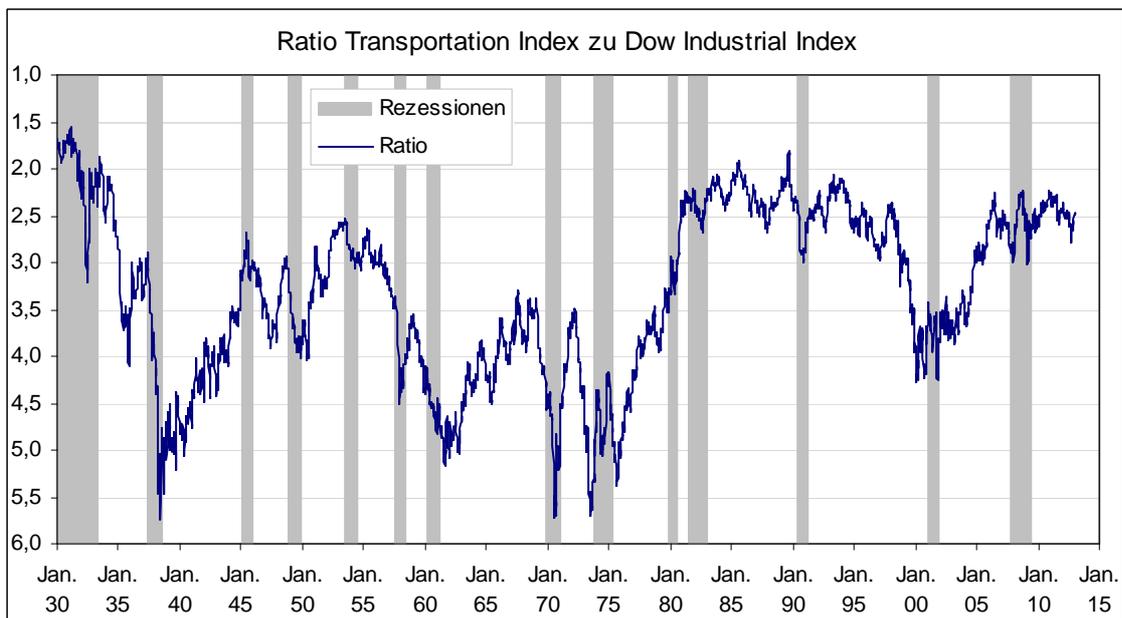


Abb. 7.31: Ratio Dow Transportation zu Dow Industrial Index

Einer Rezession geht meist ein Fall der Ratio voraus. Das ist in sich logisch, denn Transportwerte sind konjunktursensibler als Industriewerte. Sollte die Ratio ihre Aufwärtsbewegung nicht fortsetzen, so wäre dies als ein Warnzeichen für die Konjunktur-entwicklung anzusehen.

Der US-Banken-Index zeigte im Jahr 2012 relative Stärke zum S&P 500.



Abb. 7.32: Ratio US-Bank-Index zum S&P 500

Die relative Stärke des Jahres 2012 war eine Gegenbewegung auf die relative Schwäche seit Frühjahr 2010. Absolut betrachtet notiert der Bankensektor unterhalb der Hochpunkte vom Frühjahr 2011. Wir gehen davon aus, dass die Banken diese relative Stärke im ersten Halbjahr 2013 beibehalten.

Das Blasenverlaufsmuster lässt für die Banken bis zur Top-Bildung Zeit. Folgen die Banken dem Nikkei-Muster ab 1990, so wäre ein Ende des Aufwärtszyklus bereits Mitte 2013 möglich.

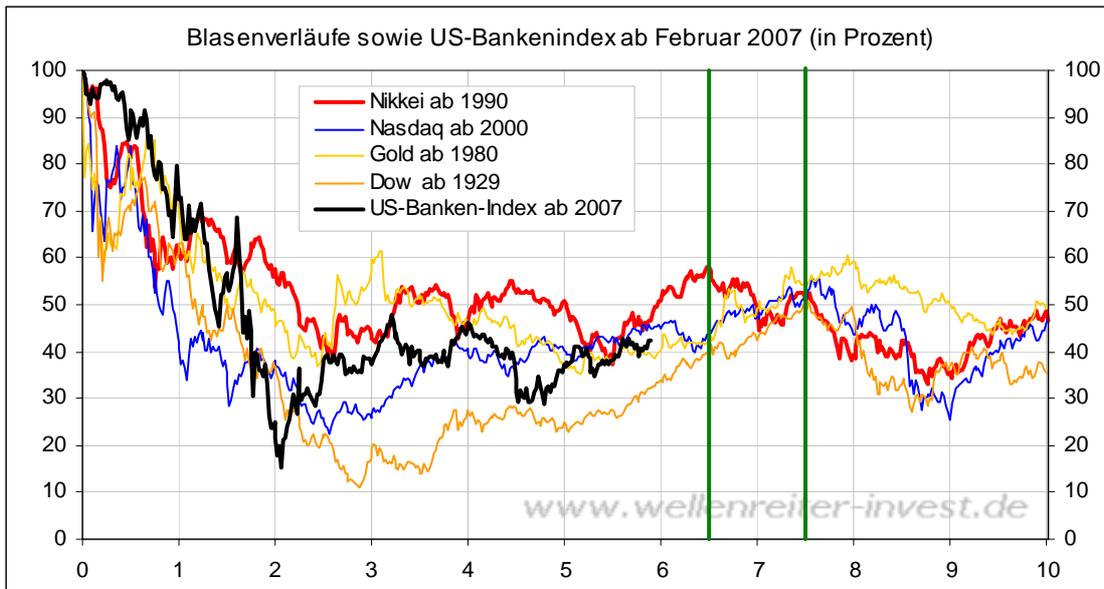


Abb. 7.33: Blasenverlauf US-Bank-Index

Allerdings lässt das Muster das Fenster der Ausbildung eines Hochpunktes bis Mitte 2014 offen. Da die US-Banken bereits sehr frühzeitig nach 2 Jahren ein wichtiges Preistief ausgebildet haben, rechnen wir mit einem relativ zeitigen Preishoch im 7. Jahr, so dass ab Frühsommer 2013 mit einem Preishoch zu rechnen ist.

US-Nebenwerte haben die Angewohnheit, vom Jahresbeginn bis Anfang März relative Stärke zum breiten Markt zu zeigen. Die Ratio des US-Nebenwerteindex Russell 2000 zum S&P 500 illustriert diesen Umstand (siehe Pfeil folgender Chart).

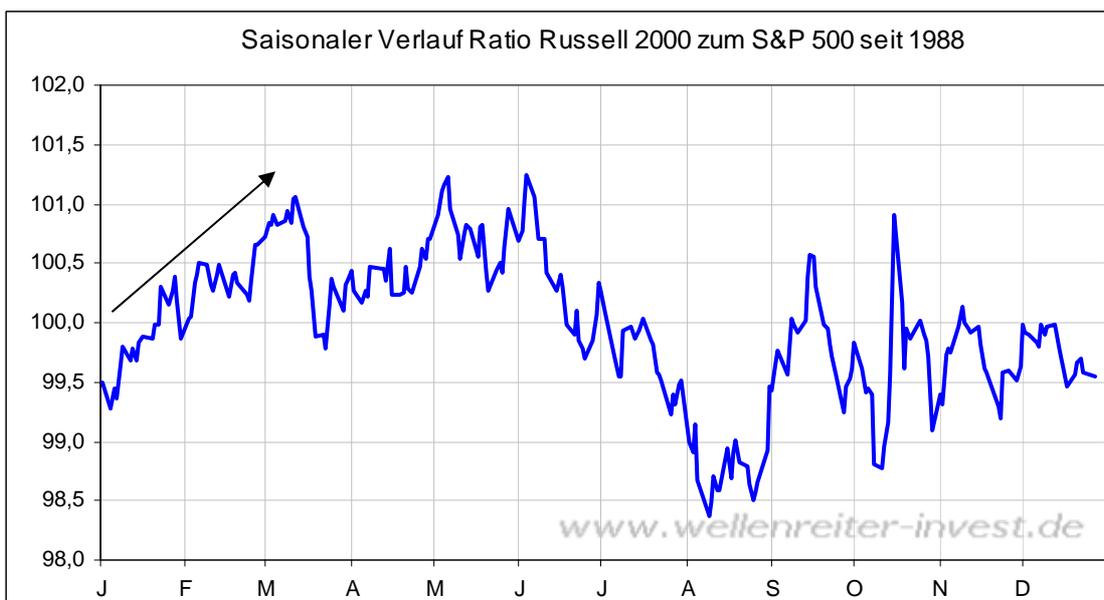


Abb. 7.34: Saisonaler Verlauf Russell 2000

Da der Russell 2000 knapp unterhalb seines Allzeithochs notiert (rote Linie folgender Chart), erscheint die Wahrscheinlichkeit recht hoch, dass dieser Index als "Front-

runner" agiert und in 2013 als erster Index die Chance auf ein neues Allzeithoch besitzt.

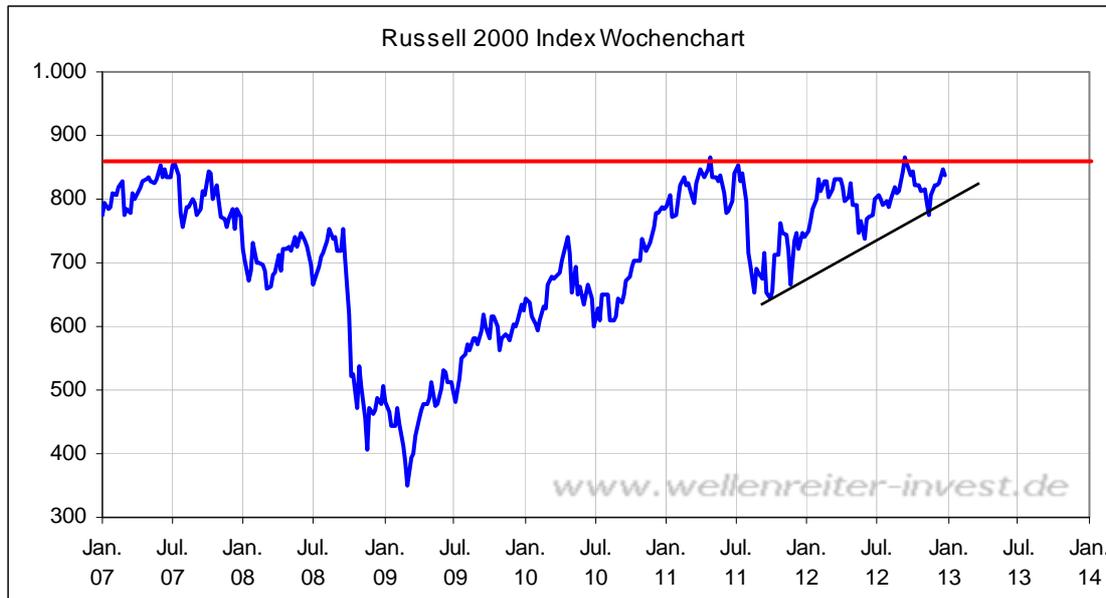


Abb. 7.35: Russell 2000 Wochenchart

Der Russell 2000 zeigt ähnlich wie der Transportsektor seit Frühjahr 2011 relative Schwäche gegenüber dem S&P 500 und hat im September 2012 exakt das Jahreshoch 2011 wieder erreicht. Die sich verengende Handelsspanne lässt damit für das erste Halbjahr 2013 eine „Make or break“-Situation entstehen.

Der US-Halbleiter-Sektor als zyklischer Sektor zeigt seit Februar 2011 relative Schwäche zum S&P 500. Seit Frühjahr 2012 vergrößert sich die Schere der Underperformance der Halbleiteraktien.

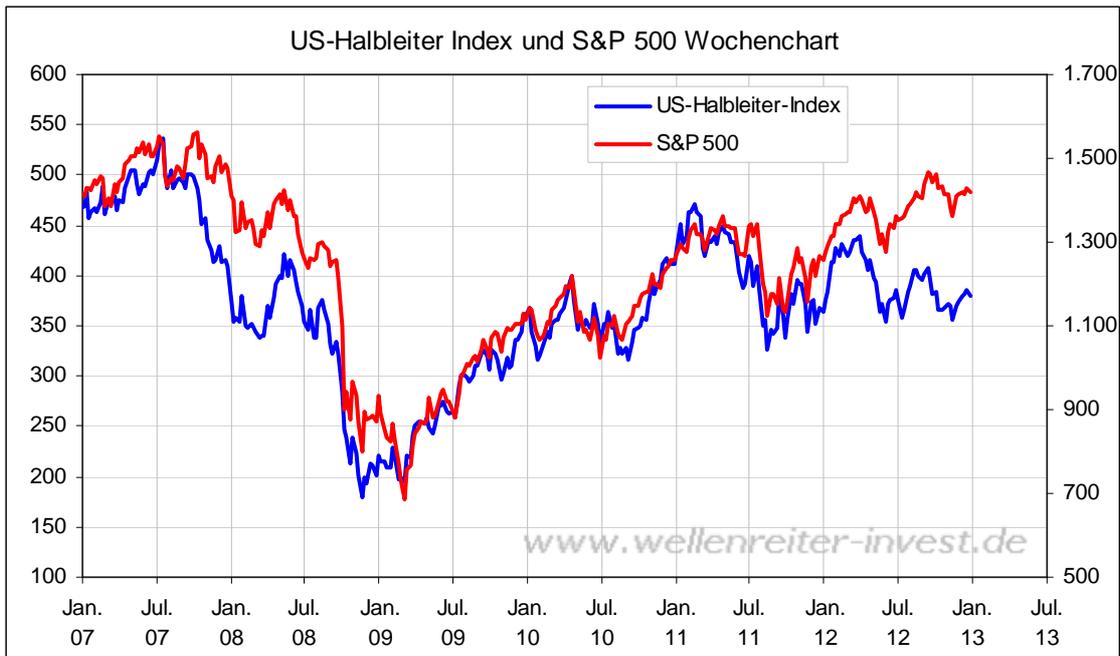


Abb. 7.36: US-Halbleiterindex und S&P 500

Diese Schwäche wird durch die charttechnische Betrachtung des Nasdaq Composite Index unterstützt. Der Widerstand des Tiefs vom Mai 2000 (rote Linie folgender Chart) erscheint mächtig genug, um den Nasdaq Composite Index für längere Zeit zurückhalten zu können.

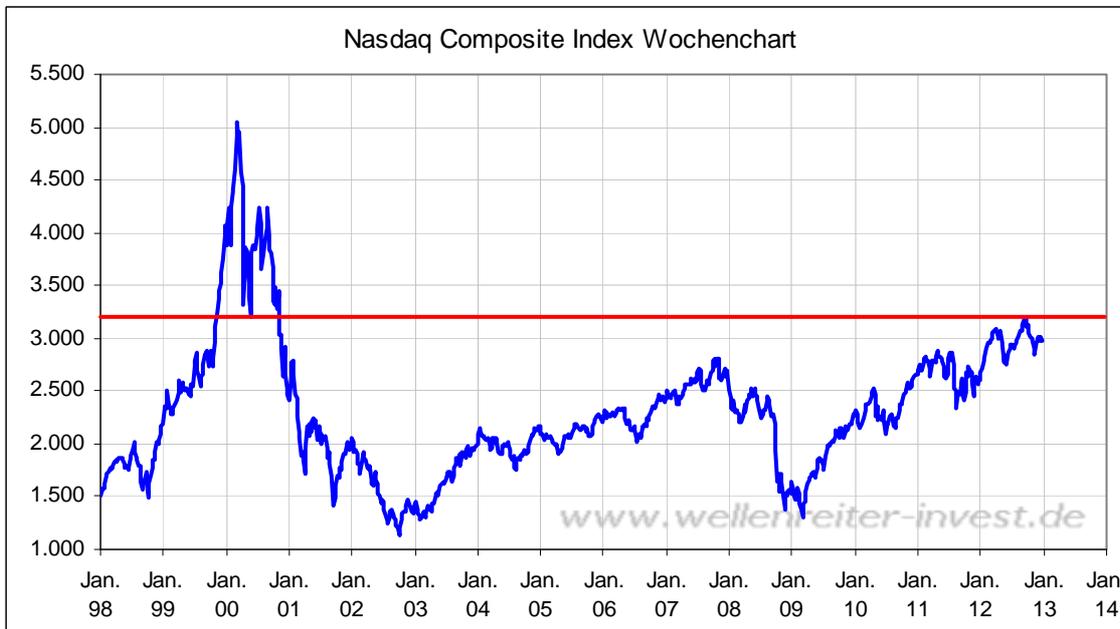


Abb. 7.37: Nasdaq Composite Index

Auf dem Langfristchart versperrt die rote Trendlinie den schnellen Weg nach oben.

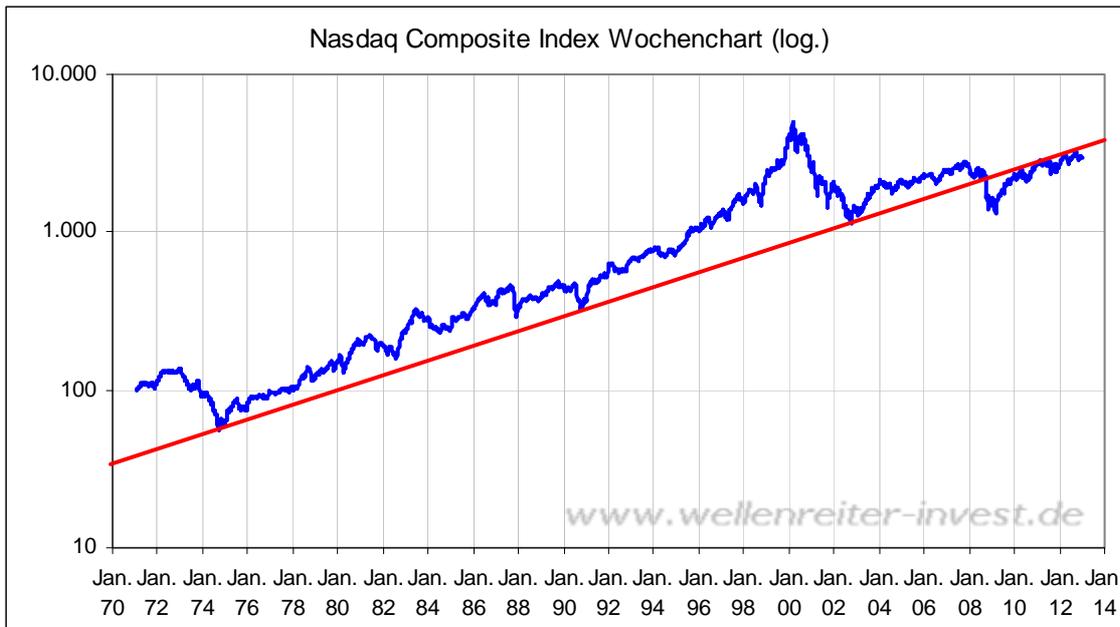


Abb. 7.38: Nasdaq Composite Index Langfrist

Die Tech-Titel erscheinen angeschlagen. Die relative Schwäche gegenüber dem breiten Markt dürfte sich auch in 2013 fortsetzen. Dazu beitragen dürfte auch die Tatsache, dass Indexschergewichte wie Apple Computer ihre Stärke verloren haben.

Fazit: Die Erholung seit März 2009 führte in vielen wichtigen zyklischen Sektoren, aber auch bei Rohstoffpreisen zu Kurshochs im ersten Halbjahr 2011. Seitdem steigen nur vereinzelt einzelne Sektoren und Indizes auf neue Bewegungshochs, es ist jedoch keine Dynamik hinter der Bewegung zu erkennen. Zahlreiche Divergenzen kennzeichnen die Bewegung des Jahres 2012 und im Hinblick auf 2013 erscheint das Ausrufen einer neuen Baisse zunächst verfrüht, das Ausrufen neuer historischer Rekordhochs für den S&P 500 erscheint uns für 2013 nicht angesagt.

7.9. Leit-Aktienindizes

7.9.1 DAX

Das längerfristige Chartbild des DAX zeigt die Ausbildung eines Dreiecksmusters. Der DAX hat sich in 2012 in Richtung der oberen Trendlinie des aufsteigenden Dreiecks bewegt.



Abb. 7.39: DAX seit 1960

Oberhalb von 8.000 Punkten beginnt charttechnisch ein neuer Bullenmarkt. Die untere Aufwärtstrendlinie befindet sich aktuell bei 5.200 Punkten. Der DAX dürfte in die Spitze des Dreiecks hineinlaufen.

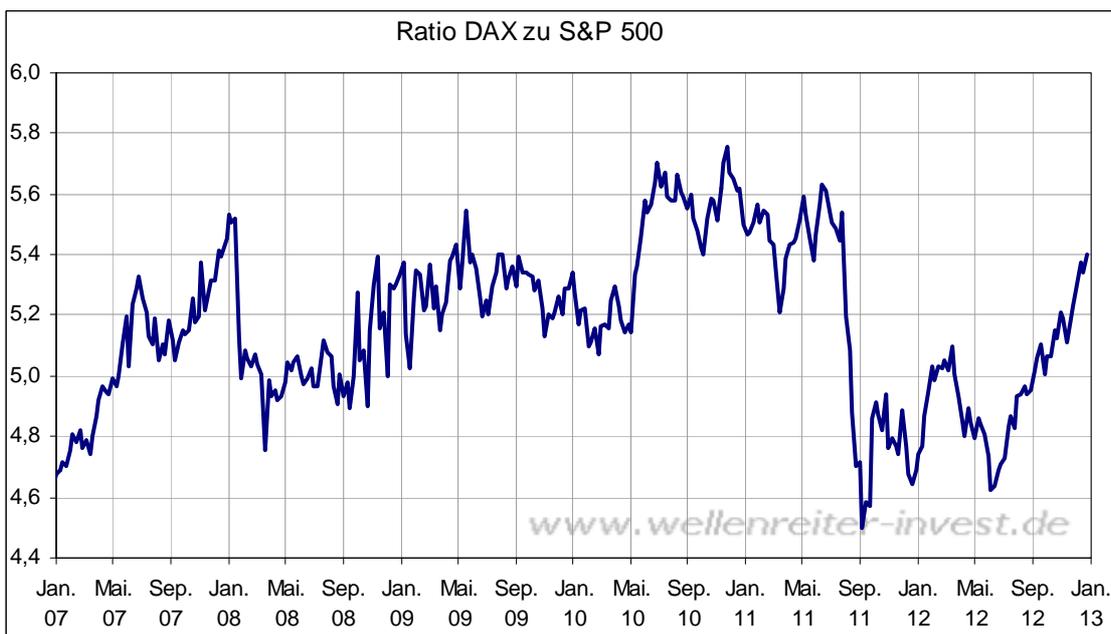


Abb. 7.40: Ratio DAX zu S&P 500

Der DAX war mit einem Zuwachs von 29% im Jahr 2012 ein starker Outperformer gegenüber dem US-Aktienmarkt (oberer Chart). Die relative Stärke in 2012 war eine Folge der Schwäche des Vorjahres und der Ratiochart deutet noch das Restpotential für eine Outperformance für die ersten Monate 2013 an. Anschließend stößt der Ratiochart an die Hochpunkte des Jahreswechsels 2007/08, 2009 sowie 2011. Der DAX ist als ein zyklischer Index einzustufen.

Die zyklischen Aktien aus dem Transport- oder Halbleitersektor neigten seit dem ersten Quartal 2012 zur relativen Schwäche, so dass die Abkopplung des DAX gegenüber der Entwicklung in den USA kein Dauerzustand sein dürfte. Sollte der DAX in 2013 einen Ausbruchsversuch wagen, so dürfte dieser nicht dauerhaft sein.

7.9.2 S&P 500 Index

Der S&P 500 hat in den vergangenen 10 Jahren zweimal einen identischen Punkteanstieg produziert. Von Oktober 2002 bis Oktober 2007 stieg der US-Leitindex um 807 Punkte. Gleiches tat er vom März 2009 bis zum September 2012. Die beiden roten Linien bezeichnen diese Anstiege.

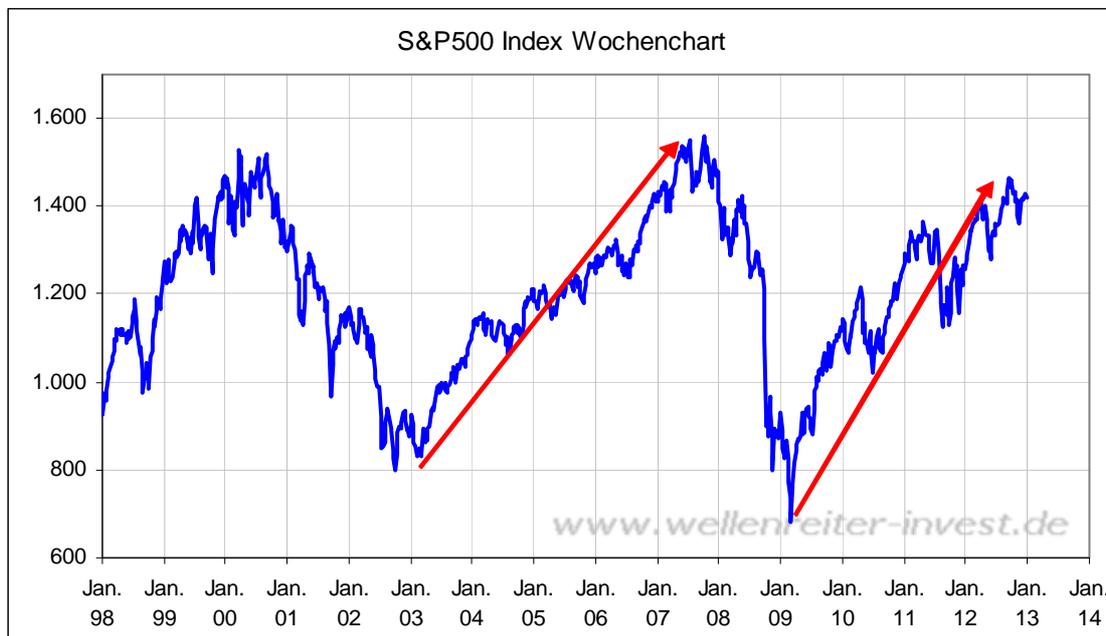


Abb. 7.41: S&P 500 ab 1998

Prozentual ist der Anstieg seit 2009 etwas stärker als derjenige von 2002 bis 2007. Nichtsdestotrotz dürfte das Hoch aus dem September 2012 (1.474 Punkte) als wichtiger Widerstand fungieren.

Die Bedeutung des Widerstandes ergibt sich auch durch das gleichzeitige punktgenaue Erreichen des 2011er Hochs des Nebenwerteindex Russell 2000. Sollte dieser Widerstand überquert werden können, wäre der Bereich 1.550-75 Punkte das Ziel. Damit wäre ein dritter Anlauf an die Hochpunkte der Jahre 2000 und 2007 zu erwarten.

Der Index befindet sich im Aufwärtstrend, es liegen ausschließlich steigende Tiefpunkte vor. Allerdings steigt der Index keilförmig. Ein Unterschreiten des Novembertiefs 2012 von 1.343 Punkten wäre ein erstes ernstes Schwächezeichen.

7.9.3 BRIC-Staaten

Wirft man einen Blick auf die Leitaktienindex-Verläufe der BRIC-Staaten, so ist seit Mitte des Jahres 2012 eine Aufwärtsbewegung erkennbar. Diese ist in Indien deutlich ausgeprägter als in China. Die Aktienmärkte Brasiliens und Russlands entwickelten sich mit Zuwachsraten von 6 bzw. 11 Prozent vergleichsweise moderat. Der Shanghai Composite Index konnte gegenüber dem Vorjahr praktisch nicht zulegen. Für alle BRIC-Staaten gilt, dass sie ihre Erholungshochs von 2009 (China), 2010 (Brasilien, Indien) bzw. 2011 (Russland) noch nicht wieder erreicht haben.

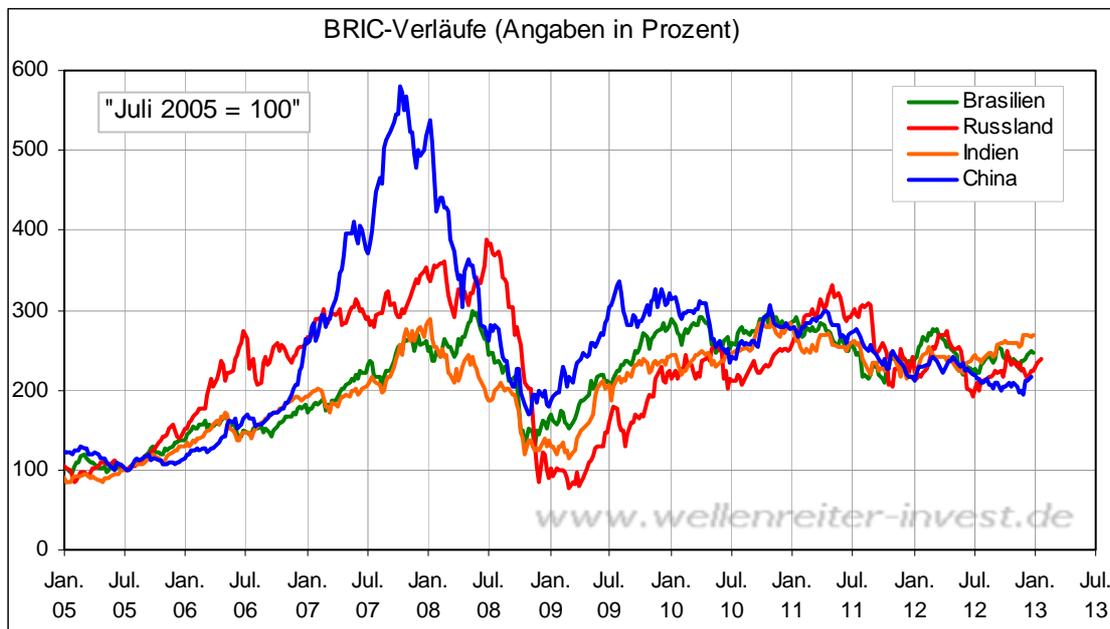


Abb. 7.42: BRIC-Verläufe

Die korrekte Beantwortung der "China-Frage" ist ein wichtiger Aspekt für den weltweiten Konjunkturverlauf im Jahr 2013. Es fällt auf, dass der Baltic Dry Index zum Jahresende 2012 mit 699 Punkten nahe seinem Mehrjahrestief notiert.

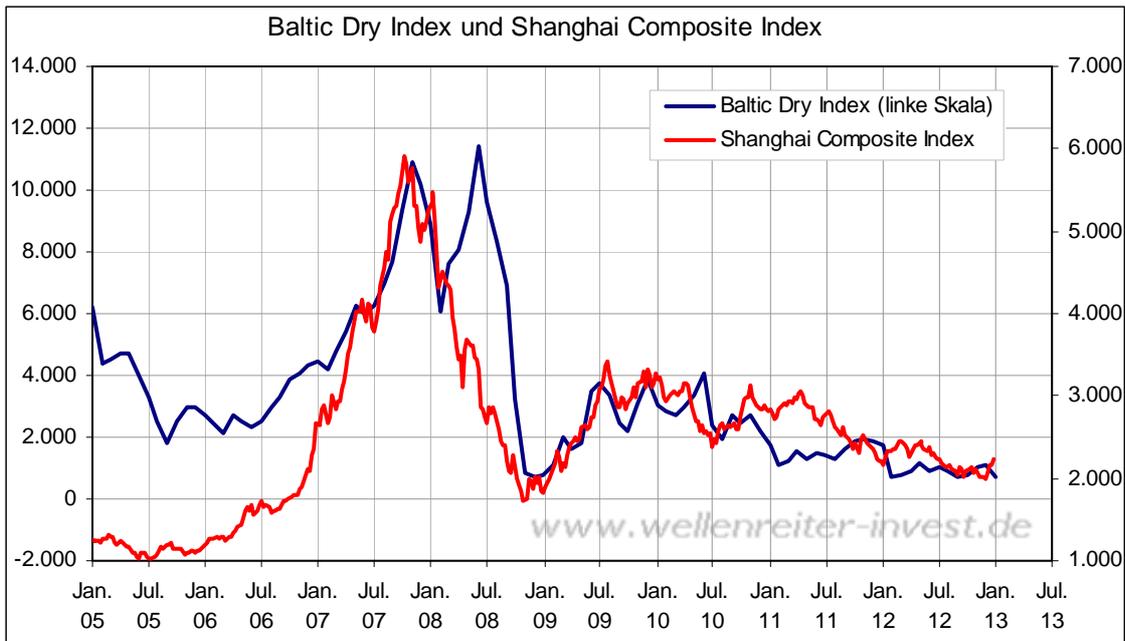


Abb. 7.43: Baltic Dry Index und Shanghai Composite Index

Der Shanghai Composite Index und der Baltic Dry Index (weltweiter Index für Schiffsfrachtraten) weisen in den letzten Jahren eine deutlich kongruenten Verlauf auf. Sollte sich der Baltic Dry Index nicht verbessern, so stehen die Chancen auf eine Fortsetzung des Anstiegs des Shanghai Composite Index nicht gut.

Desweiteren signalisiert der Vergleich der Verlaufsmuster des Nikkei Index ab 1988 und des Shanghai Composite Index ab 2006 eine Schwächephase im ersten Quartal für den Shanghai Composite Index an.



Abb. 7.44: Vergleich Nikkei und Shanghai Composite Index

Fazit: Zur Jahresmitte 2012 setzte eine Erholungsphase für die Leitindizes der BRIC-Staaten ein. Es muss sich jedoch erst erweisen, dass diese Erholung nachhaltig ist, gerade das erste Quartal 2013 sollte zyklisch noch einmal Gegenwind bringen, bevor China zu einem Comeback ansetzen kann, wovon auch die Rohstoffpreise profitieren sollten.

7.9.4 Peripherie-Staaten

Die Staaten der europäischen Peripherie befinden sich seit Juni 2012 in einem Aufwärtstrend.

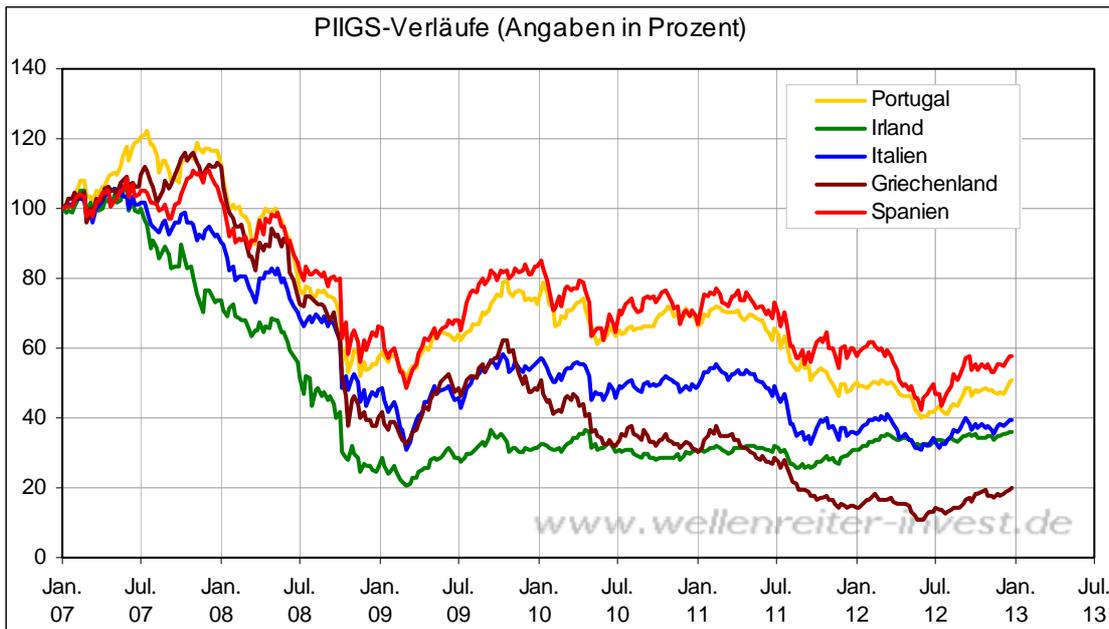


Abb. 7.45: PIIGS-Verläufe

Seit diesem Zeitpunkt zeigt der PIIGS-Index relative Stärke zum S&P 500.

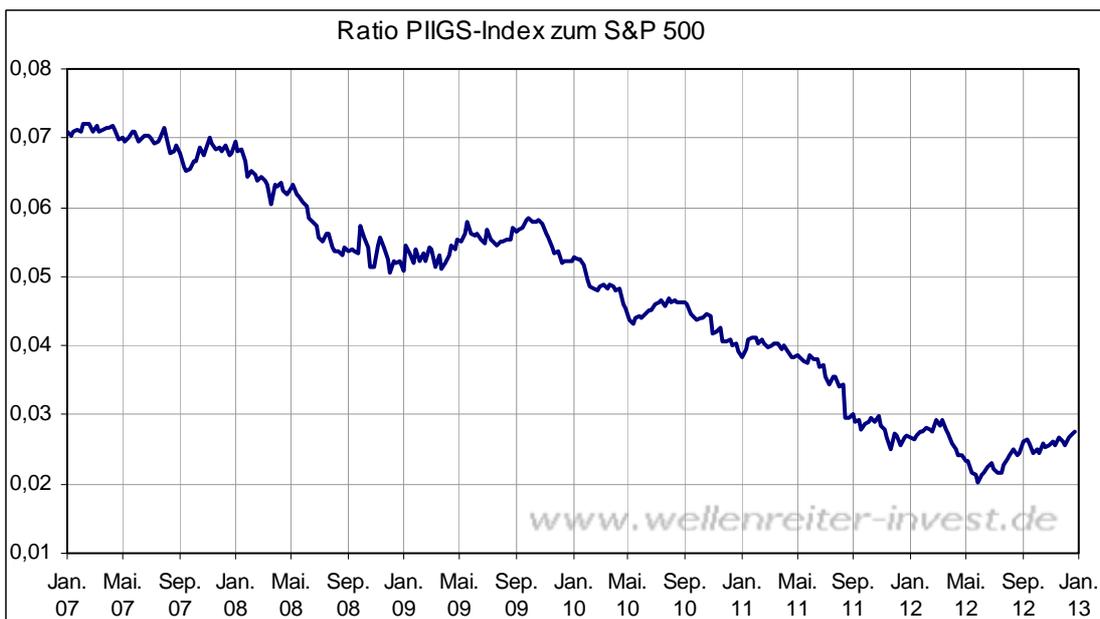


Abb. 7.46: PIIGS-Index

Der griechische Leitindex folgte dem steinigen Weg, den Dow Jones Index in der großen Depression bestritt. Der Verlust betrug jeweils 90 Prozent (grüne Linie folgender Chart).

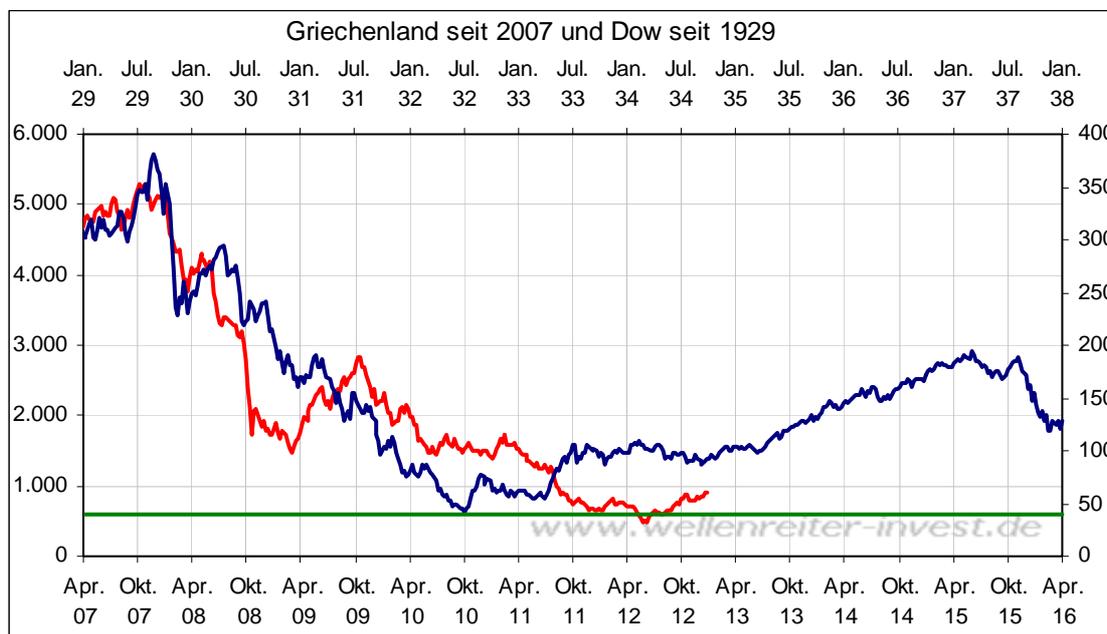


Abb. 7.47: Griechischer Leitindex

Auch wenn der griechische Leitindex diese Marke zeitlich später erreichte, so dürfte Luft für eine mehrjährige Aufwärtsbewegung sein. Da der US-Aktienmarkt in einer ersten Bewegung in zwei Etappen in einem Zeitraum von 12 Monaten (Juli 1932-1933) anstieg, bevor sich eine mehr als einjährige Seitwärtsphase bildete, könnte der griechische Aktienmarkt sich auch bis zum Sommer 2013 erholen, bevor sich eine längere Konsolidierungsphase bilden würde. Wir gehen davon aus, dass das Preistief in 2012 für den griechischen Aktienmarkt ein langfristiges Preistief darstellt.

Der spanische Aktienmarkt hat in 2012 ein preisliches Doppeltief ausgebildet und tat dies knapp oberhalb der Tiefs vom Herbst 2002/Frühjahr 2003. Der Abwärtstrend seit Januar 2013 ist trotz des Kursanstiegs bisher intakt (folgender Chart).



Abb. 7.48: Spanischer Leitindex

Wir nehmen an, dass auch der spanische Aktienmarkt im Jahr 2012 ein mehrjähriges Preistief ausgebildet hat. Die in Reichweite liegenden Widerstände (Preistief 2010 und Preishoch Januar 2012) sollten die Bewegung temporär stoppen.

Fazit: Die Leitindizes der Peripheriestaaten zeigen mittelfristige Umkehrformationen. Wir gehen davon aus, dass sich die begonnenen Aufwärtstrends zumindest im ersten Halbjahr 2013 fortsetzen werden und diese Länder relative Stärke zeigen.

7.10 Zeitprojektionen

Aus Sicht unserer Zeitprojektionen erscheinen uns für das erste Halbjahr des Jahres 2013 die folgenden Tage/Zeiträume besonders bedeutsam:

Januar: 3./4., 14., 22., 31.
Februar: 4./5., 11., 27.
März: 1. und 31.
April: 3. und 20.
Mai: 5., 10., 21., 30.
Juni: 8./9. und 13.

Wir schrieben im vergangenen Jahr: "Möglicherweise ergibt sich an einem der drei Juni-Termine (3., 17. oder 29.) ein wichtiger unterer Wendepunkt." Tatsächlich wurde am 4. Juni 2012 das Jahrestief erzielt.

Nicht jede Zeitprojektion trifft einen wichtigen Wendepunkt. Aber Zeitprojektionstage belegen bestimmte Tage mit einem „Achtungszeichen“. Exemplarisch stellen wir die Zeitprojektion für den Mai 2013 dar. Am 4., 10., 21. oder 30. Mai könnte der Markt ein wichtiges Hoch markieren.

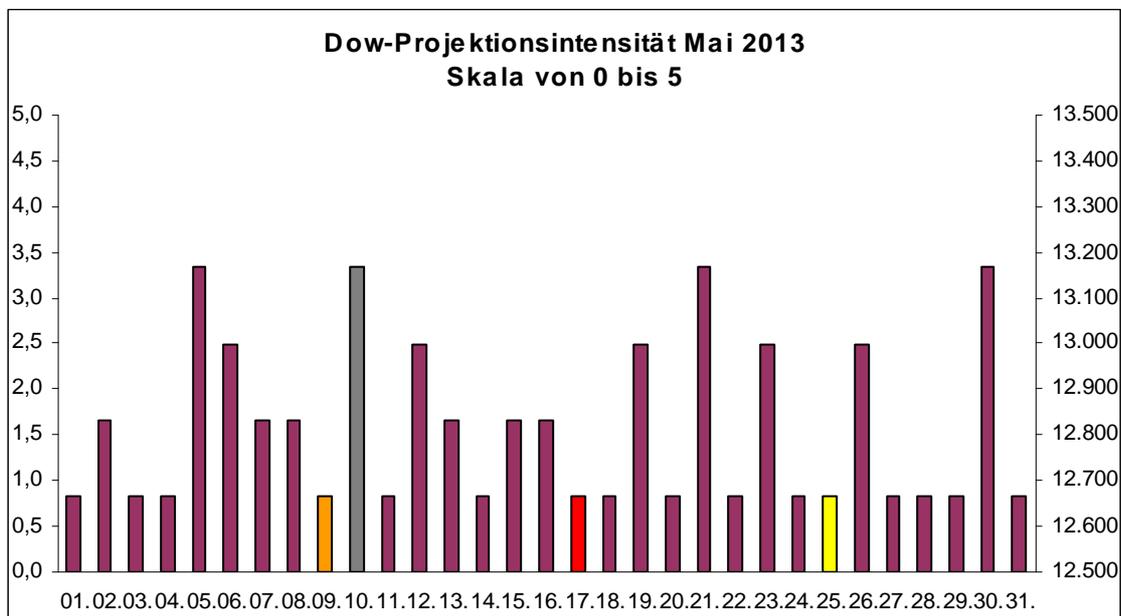


Abb. 7.49: Zeitprojektion Mai 2013

Die Projektionen errechnen sich aus früheren wichtigen Wendepunkten, die mittels Fibonacci-Relationen zeitlich nach vorn gespiegelt werden. Die Tage, auf die sehr viele Projektionen fallen, sind potentiell bedeutsame Wendepunkte. Eine solche Technik ist in der Charttechnik auf der Preisebene schon seit längerer Zeit üblich.

8. Fazit für den Finanzmarkt

Das erste Drittel der laufenden Dekade liegt in Kürze hinter uns. Die Finanzmärkte erholten sich in dieser Phase - trotz aller Widrigkeiten. Vergleicht man den bisherigen Dekadenverlauf mit demjenigen unterdurchschnittlicher Jahrzehnte, so ergibt sich eine positive Abweichung.

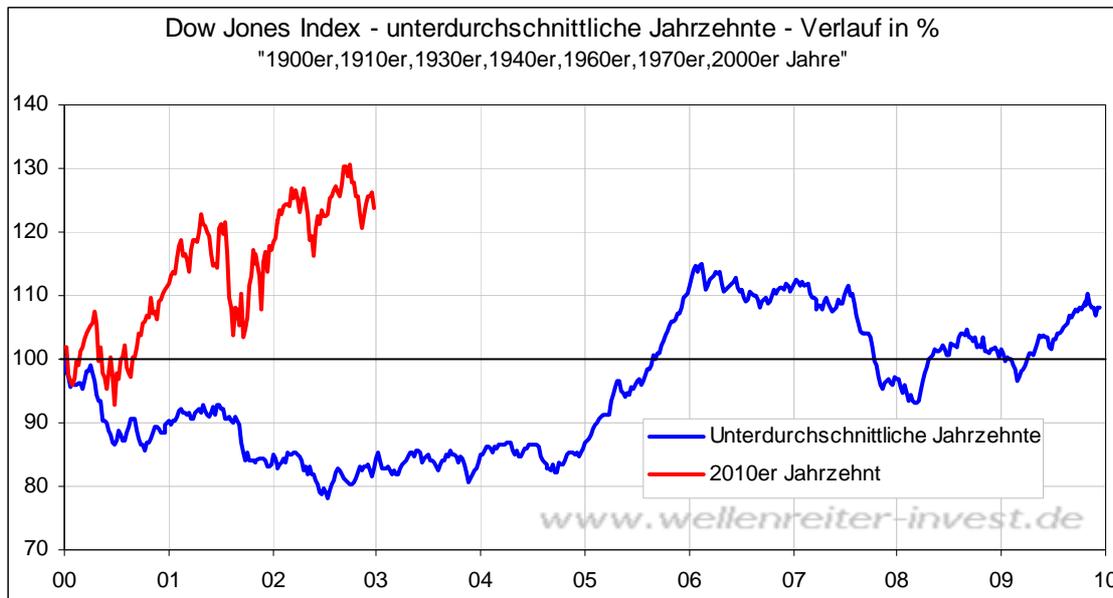


Abb. 8.1: Vergleich mit unterdurchschnittlichen Jahrzehnten

Der Beginn war also nicht schlecht. Wir nehmen auch an, dass die Dekade am Ende recht positiv da stehen wird. Aber das Mitteldrittel dürfte Sorgen bereiten. Die Neuausrichtung der Finanzmärkte erscheint nicht abgeschlossen. Die Anfälligkeit für rezessive Rückschläge bleibt hoch. Dies gilt insbesondere für die Jahre 2013 und 2014. Wir sind uns recht sicher, dass der Euro es nicht schaffen wird, in den kommenden beiden Jahren genauso häufig auf das Spiegel-Titelblatt zu kommen wie in den vergangenen beiden Jahren. Und das nicht etwa, weil er nicht mehr existieren wird. Sondern deshalb, weil auch Krisenregionen zyklisch wechseln. Euroland hat den Teil der medialen Aufmerksamkeit, der der Region zusteht, in den ersten drei Jahren der Dekade nahezu aufgebraucht. Jetzt sind andere Regionen dran.

Der Yen beginnt, in das Zentrum der Aufmerksamkeit zu rücken. Der Yen kannte gegenüber dem US-Dollar seit den 1970er Jahren nur eine Richtung, nämlich nach oben. Die jetzt zu beobachtende Schwächung dürfte längerfristige Auswirkungen zu haben. Sie dürfte im Nachhinein als einer der Schlüsselmomente im Hinblick auf die bevorstehende Bereinigungsphase angesehen werden. Sind die Auswirkungen zunächst strohfeuerhaft positiv (z.B. steigender Nikkei-Index), dürfte sich das Bild spätestens im Herbst 2013 umkehren. Wenn der Yen kein sicherer Hafen mehr ist, müssen andere Währungen in die Bresche springen. Möglicherweise sogar der Euro.

Wir gehen davon aus, dass es ab Sommer/ Herbst 2013 zu einer rezessiven Phase kommen wird, die bis Mitte 2014 anhalten sollte. Dies gilt für die Weltwirtschaft insgesamt. Entsprechend lassen sich die Quartale wie folgt beschreiben.

Am Jahresende 2012 ist die Stimmung bullish, wenn auch nicht euphorisch. Die US-Fonds-Manager sind deutlich long investiert. Die Konjunkturdaten sind ok, sie weisen nicht auf eine Rezession hin. Wir erwarten für den Januar und Februar eine Abkühlung an den Aktienmärkten. Gleiches gilt für die Edelmetalle. Der Ölpreis zeigt zum Jahresende 2012 relative Stärke. Er dürfte diese ins Jahr 2013 mitnehmen und im ersten Quartal weniger als die Aktienmärkte korrigieren. Der Euro/Dollar sollte den Bereich von 1,26 im ersten Quartal nicht unterschreiten.

Eine im Verlauf des ersten Quartals einsetzende bullische Aktienmarkt看egung trägt im besten Fall bis August. Sollte die Rezession früher als erwartet einsetzen, könnte bereits der Mai das Jahreshoch markieren. Der Ölpreis könnte im zweiten Quartal für eine inflationäre Überraschung sorgen. Brent könnte 110 US-Dollar (Stand Ende 2012) auf 130 US-Dollar steigen und damit die Jahreshochs 2011 und 2012 erreichen. Auch eine Überwindung dieser Marke halten wir für nicht ausgeschlossen. Für den Sommer zeichnet sich eine Inflationsrate ab, die oberhalb der Zielmarke der FED (2,5%) liegen dürfte. Gold sollte im Zuge einer steigenden Inflationsrate zulegen können. Die US-Zentralbank dürfte im Sommer ins Schwitzen geraten. Möglicherweise beginnen die Märkte dann eine Straffung der US-Geldpolitik zu antizipieren. Der Nikkei-Index dürfte im zweiten Quartal zulegen. Die Rendite 10jähriger japanischer Staatsanleihen darf aber nicht zu stark steigen. Oberhalb von 1,5% würde die Nervosität zunehmen. Japanische Banken würden sich gezwungen sehen, einen Teil ihrer Anleihenbestände aufzulösen. Das Geld könnte ins Ausland wandern, was den Yen weiter unter Druck setzen würde. Eine für Japan und die Weltwirtschaft gefährliche Abwärtsspirale könnte ihren Anfang nehmen.

Im zweiten Halbjahr 2013 dürften die Finanzmärkte unter Druck geraten. Für den Zeitraum August bis Oktober antizipieren wir eine breite, durch eine Rezession ausgelöste Aktienmarktschwäche. Mit Ben Bernanke sitzt eine "Lame Duck" ("lahme Ente") im Chefsessel der FED. Er wird - so wurde verlautbart - sich im Januar 2014 nicht zur Wiederwahl stellen, sondern lieber seinen Lehraufträgen nachgehen. Möglicherweise ist dies die richtige Entscheidung, denn die FED-Politik dürfte Ende 2013/Anfang 2014 deutlich hinterfragt werden. Das Vertrauen in die Fähigkeiten der Zentralbanken dürfte bis dorthin einen Dämpfer erlitten haben. Die Monate November und Dezember könnten eine leichte Erholung an den Aktienmärkten bringen. Diese dürften aber nicht ausreichen, um vorhergehende Verluste aufzuholen. In 2014 sollte sich die Korrektur an den Märkten zunächst fortsetzen.

9. Unsere 10 Thesen für 2013

1. Das US-BIP-Wachstum enttäuscht in 2013 die Erwartungen der Investoren

Erste Rezessionsängste aufgrund der Fiscal Cliff-Debatte erweisen sich zwar als verfrüht, aber das Wirtschaftswachstum wird in den USA gegenüber 2012 deutlich niedriger liegen.

2. Bei den US-Staatsanleihen sind die 40iger Jahre das Vorbild für eine vergrößerte Seitwärtsphase

Bei Aktienmarktschwäche bleiben die Staatsanleihe ein „sicherer Hafen“. „Operation Twist heißt nun QE“ – sonst ändert sich nichts. Das Niveau von 3,5 Prozent für dreißigjährige Renditen (2,4 Prozent für zehnjährige Renditen) bildet in den USA in 2013 den Renditedeckel.

3. Am US-Aktienmarkt bietet Preisschwäche in den ersten Wochen eine Kaufgelegenheit

Der Bullenmarkt tritt ab März in sein 5. Lebensjahr ein und zeigt damit Alterserscheinungen. Die Hausse dürfte in 2013 enden. Ende Mai und im August sind wichtige zyklische Termine für ein Preishoch. Der US-Hausbausektor beginnt eine Toppingphase und neigt im zweiten Halbjahr 2013 zur Schwäche.

4. Totgesagte feiern Wiederauferstehung

Griechenlands Aktienmarkt setzt im ersten Halbjahr 2013 die Erholungsbewegung fort und ist ein deutlicher Outperformer.

5. Die Wiederentdeckung Japans ist wahrscheinlich

Unter dem Eindruck eines neuen Konjunkturprogramm käme es zu einer Strohfeuer-Rally, wie sie in den 90iger Jahren zu beobachten war. Nachzüglermärkte (Japan, europäische Peripherie) wären damit Outperformer in der Spätphase des Aktienaufschwungs.

6. Euro/Dollar mit Handelsspanne

Der Euro/US-Dollar sollte eine ähnliche Handelsspanne wie in 2012 besitzen und das Niveau von 1,20 wird auch in 2013 nicht unterschritten. Bei Aktienmarktschwäche bleibt der US-Dollar ein „sicherer Hafen“.

7. Die Bindung des Schweizer Frankens an den Euro bleibt auf unverändertem Niveau fixiert

Die Fixierung des Wechselkurses bleibt bei 1,20 erhalten. Die Schweizer Notenbank muss in Abschwungsphasen dieses Niveau mit weiteren Unterstützungskäufen erfolgreich verteidigen.

8. Der Ölpreis zeigt im Frühjahr eine Trendbewegung auf der Oberseite

Der Ölpreis steigt ab Februar an. Die hohe positive Korrelation zum S&P 500 wird auch in 2013 anhalten. Die Handelsspanne des Erdölpreises dürfte wie in den Vorjahren eine Spanne von etwa 30 US-Dollar aufweisen.

9. Bei Gold ergibt sich eine frühzeitige Kaufgelegenheit

In den ersten Wochen 2013 leidet der Goldpreis unter einem temporär positiven Realzins in den USA. Ab März wandelt sich das Bild wieder und der Goldpreis steigt an.

10. Zucker und Kaffee steigen

Der Zucker- und der Kaffeepreis erfahren ein temporäres Comeback und notieren am Jahresende 2013 auf einem höheren Niveau.

Disclaimer

Für die Richtigkeit sämtlicher Inhalte übernimmt Wellenreiter-Invest keine Garantie. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann daher nicht übernommen werden. Die von Wellenreiter-Invest gelieferten Informationen nutzen Sie auf eigenes Risiko. Wellenreiter-Invest garantiert nicht, dass Sie mit diesen Informationen Handelsprofite generieren oder Handelsverluste limitieren können. Auf keinen Fall kann Wellenreiter-Invest oder Robert Rethfeld oder Alexander Hirsekorn als Autoren für Handels- oder andere Verluste verantwortlich gemacht werden. Wir geben zu bedenken, dass Aktien und insbesondere Optionsscheininvestments grundsätzlich mit Risiko verbunden sind. Der Totalverlust des eingesetzten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Wir weisen darauf hin, dass die Weiterverbreitung oder Wiedergabe von Informationen dieser Seite oder Teilen davon ohne unsere Einwilligung nicht gestattet ist.

Über uns

Robert Rethfeld betreibt gemeinsam mit Alexander Hirsekorn die Website Wellenreiter-Invest, eine Onlinepublikation für wirtschaftliche, finanzielle und gesellschaftliche Entwicklungen. Hauptprodukt ist ein handelstäglich vor Börsenbeginn (ca. 9:00h) für Abonnenten erscheinender Börsenbrief („Wellenreiter-Frühausgabe“)

Der Börsenbrief ist auf grafische Anschaulichkeit und Erläuterung bedacht. Er konzentriert sich auf die Abhängigkeiten der Märkte, auf Verlaufsvergleiche und Saisonalität, auf zeitliche Muster sowie auf die Positionierung des Smart Money, die mit eigenen Indikatoren gemessen wird. Montags ist zusätzlich der Commitment of Traders-Report von Alexander Hirsekorn mit Einschätzung der Aktien-, Anleihen-, Währungs- und Rohstoffmärkte enthalten.

Ebenfalls Bestandteil unseres Angebots ist unser Abonnentenraum mit den folgenden – meist grafischen - Inhalten: Marktstrukturdaten, Saisonalitäten, Commitment of Traders-Daten und Charts, Verlaufsvergleiche, Relative-Stärke-Muster, Dekadenverläufe, internationale Aktienmärkte.

Wir bieten ein 14tägiges kostenloses Schnupperabo an. Mehr unter www.wellenreiter-invest.de. Wir veröffentlichen Einzelstudien und sind auch beratend tätig.

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn sind Recherchepartner und Autoren für das Börsenmagazin "Smart Investor" und liefern Beiträge und Interviews für diverse TV—Sender (n-tv, ARD-Börse, DAF) und Online-Seiten (u.a. Börsenseiten von ARD und ZDF, Trader's Journal). Sie stellen ihre Analysen und Schlussfolgerungen regelmäßig in Vorträgen vor. Rethfeld ist Mitglied der Vereinigung technischer Analysten ([VTAD](#)).

Abbildungsverzeichnis

Abb. 2.1: Rendite 2-jährige Staatsanleihen "gestresste Staaten" plus Deutschland

Abb. 2.2: Rendite 2-jährige Staatsanleihen "sichere Häfen"

Abb. 2.3: Öffentliche Verschuldung in Prozent vom BIP

Abb. 2.4: Konsumsteuereinnahmen Griechenlands in Mrd. Euro

Abb. 2.5: kritische Zinsschwellen - diverse Staaten

Abb. 2.6: Zinsdienst in % der Steuereinnahmen

Abb. 2.7: Zinsdienst der USA in Prozent vom BIP

Abb. 2.8: Anteil der durch die Fed gehaltenen US-Staatsanleihen in Prozent

Abb. 2.9: Steuereinnahmen in Prozent vom BIP

Abb. 2.10: Verschuldung US-Haushalte

Abb. 2.11: Verschuldung US-Haushalte in Prozent vom BIP

Abb. 2.12: Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte

Abb. 3.1: ECRI-Leading-Index und Dow Jones Index

Abb. 3.2: ISM-Indizes und Rezessionen

Abb. 3.3: US-Realzins und US-Rezessionen

Abb. 3.4: US-BIP-Wachstum und Realzins

Abb. 3.5: Reales Wachstum frei verfügbares Einkommen

Abb. 3.6: Veränderungsrate ausstehende Verbraucherkredite

Abb. 3.7: US-Erstanträge und Arbeitslosenquote

Abb. 3.8: US-Erstanträge und Arbeitslosenquote

Abb. 3.9: Mittlere Dauer der US-Arbeitslosigkeit in Wochen

Abb. 3.10: Bilanzsumme minus Überschuss-Reserve

Abb. 3.11: Rendite 30jähriger US-Hypothekenzinsen

Abb. 3.12: US-Hausbau-Beginne und NHAB-Hausbau-Index

Abb. 3.13: Geburtenrate USA und Verkäufe neuer Häuser

Abb. 3.14: US-Hausbau-Blasenverlaufsmuster

Abb. 3.15: Zinsspanne 10jährige zu 2jährige US-Anleihen

Abb. 3.16: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Abb. 3.17: Zinsstruktur Peripheriestaaten

Abb. 3.18: Zinsstruktur Deutschland, USA, UK

Abb. 3.19: IFO-Index und DAX

Abb. 3.20: ZEW-Indikator mittelfristige Erwartungen

Abb. 3.21: Zinsstruktur Australien, China, Japan

Abb. 4.1: US-Anleihemarkt – Segmente

Abb. 4.2: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800

Abb. 4.3: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1920

Abb. 4.4: Zinsen und Inflation 1940 bis 1954

Abb. 4.5: Zinsen und Inflation 2010 bis 2013

Abb. 4.6: Zinssätze USA, Deutschland; Japan 10 Jahre zeitversetzt

Abb. 4.7: Zinsen 60-Jahres-Zyklus

Abb. 4.8: Zinssätze diverser Staaten

Abb. 4.9: Durchschnittsrendite Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien

Abb. 4.10: US-Renditen und S&P 500

Abb. 4.11: US-Renditen und S&P 500 (1990 bis 1995)

Abb. 4.12: US-Renditen und S&P 500 (1975 bis 1978)

Abb. 4.13: US-Anleihen-Kapitalfluss und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Abb. 4.14: Renditen Staats-, Unternehmens- und Hypothekenanleihen
Abb. 4.15: Spread AAA-BAA US-Unternehmensanleihen
Abb. 4.16: BAA Unternehmensanleihen und 30jährige Hypotheken
Abb. 4.17: BAA Unternehmensanleihen minus 30jährige Hypotheken
Abb. 4.18: Municipal Bonds ETF

Abb. 5.1: US-Dollar Index seit 1985
Abb. 5.2: Euro/Dollar seit 1970
Abb. 5.3: Realzins-Differenz Deutschland/USA
Abb. 5.4: Commercials Euro/Dollar
Abb. 5.5: Open Interest Euro/Dollar
Abb. 5.6: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar
Abb. 5.7: Euro/Dollar und US-Inflationsrate
Abb. 5.8: US-Inflationsrate bisheriger Verlauf
Abb. 5.9: US-Inflationsrate deflationäres Szenario
Abb. 5.10: US-Inflationsrate normales Szenario
Abb. 5.11: US-Inflationsrate inflationäres Szenario
Abb. 5.12: Baltic Dry Index
Abb. 5.13: Australischer Dollar / US-Dollar
Abb. 5.14: Commercials Australischer Dollar
Abb. 5.15: EUR/USD und CHF/USD seit 1976
Abb. 5.16: EUR/CHF seit 1976
Abb. 5.17: Realzins-Differenz USA/Japan
Abb. 5.18: Dollar/Yen
Abb. 5.19: Dollar/Yen und Nikkei Index
Abb. 5.20: Inflation und Zinsen Japan
Abb. 5.21: Rendite 10jähriger japanischer Staatsanleihen
Abb. 5.22: Nikkei/Dow/Gold
Abb. 5.23: Nikkei-Index seit 1914

Abb. 6.1: CRB-Rohstoff-Index
Abb. 6.2: CRB-Rohstoff-Index 30-Jahres-Zyklus
Abb. 6.3: Welt-Ölkonsum
Abb. 6.4: Öl-Verbrauch wichtiger Staaten
Abb. 6.5: CO2-Emissionen USA
Abb. 6.6: CO2-Emissionen China
Abb. 6.7: Erdöl- und Erdgas-Produktion bis 2035
Abb. 6.8: US-Erdöl-Produktion und -Konsum
Abb. 6.9: Erdöl-Produktion USA, Saudi-Arabien, Russland
Abb. 6.10: Ölpreis seit 1900
Abb. 6.11: Anteil US-Energieausgaben am Gesamtkonsum
Abb. 6.12: Ölpreis seit 1900 inflationsbereinigt
Abb. 6.13: Erdöl seit 1900 Stufen
Abb. 6.14: Erdöl Brent und Crude
Abb. 6.15: Saisonaler Verlauf Ölpreis
Abb. 6.16: Erdöl und S&P 500 im Vergleich
Abb. 6.17: US-Tankstellenpreis
Abb. 6.18: Erdgaspreise im Vergleich
Abb. 6.19: Kohlepreis USA
Abb. 6.20: Erdgas saisonal

Abb. 6.21: Erdgas langfristig
Abb. 6.22: Erdgas Monatschart
Abb. 6.23: Gold/Dow Ratio
Abb. 6.24: Gold seit 2002
Abb. 6.25: Gold-ETF
Abb. 6.26: Gold-ETF-Volumen
Abb. 6.27: Gold-Open Interest
Abb. 6.28: Goldpreis und Realzins langfristig
Abb. 6.29: Gold in Euro seit 1970
Abb. 6.30: Gold und XAU/Gold-Ratio
Abb. 6.31: XAU-Goldminen-Index
Abb. 6.32: saisonaler Verlauf Gold
Abb. 6.33: Silber seit 1900
Abb. 6.34: Silber 60-Jahres-Zyklus
Abb. 6.35: Silber inflationsbereinigt
Abb. 6.36: Silber Monatschart
Abb. 6.37: Kupfer seit 1990
Abb. 6.38: Kupfer Verlaufsvergleich 30-Jahres-Zyklus
Abb. 6.39: Shanghai Composite Index und Kupfer
Abb. 6.40: Index für nachwachsende Rohstoffe
Abb. 6.41: Kaffee seit 1974
Abb. 6.42: Saisonaler Verlauf Kaffee
Abb. 6.43: Weizen Verlaufsvergleich
Abb. 6.44: Reis seit 1986
Abb. 6.45: Reis und Mais Tageschart
Abb. 6.46: Zucker Monatschart
Abb. 6.47: Zucker saisonaler Chart

Abb. 7.1: Dow langfristig inflationsbereinigt
Abb. 7.2: Realer Verlust in Bärenmärkten
Abb. 7.3: Jahrhundert-Anfangsverläufe
Abb. 7.4: Verlauf von Bärenmärkten I
Abb. 7.5: Verlauf von Bärenmärkten II
Abb. 7.6: Verlauf von Bärenmärkten III
Abb. 7.7: Sotheby's
Abb. 7.8: US-Präsidentschaftszyklus
Abb. 7.9: Vier-Jahres-Zyklus
Abb. 7.10: Dow Jones Index Verteilung Nachwahljahre
Abb. 7.11: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Nachwahljahre 1897 - 2009
Abb. 7.12: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Rezessions-Nachwahljahre 1897 - 2009
Abb. 7.13: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Amtsfortsetzungs-Nachwahljahre 1897 - 2009
Abb. 7.14: Wann beginnen Rezessionen?
Abb. 7.15: Dow Jones Index 3er Jahre
Abb. 7.16: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 3er-Jahre 1903 – 2003
Abb. 7.17: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Rezessions-3er-Jahre
Abb. 7.18: Einzelverläufe nach Kurshalbierung
Abb. 7.19: Verlauf nach Kurshalbierung
Abb. 7.20: Die längsten Rallies
Abb. 7.21: NYSE-Gesamtvolumen
Abb. 7.22: NYSE-Volumen-Saisonalität

Abb. 7.23: NYSE-AD-Linie
Abb. 7.24: S&P 500 und VIX (invers)
Abb. 7.25: AAI-Asset-Allocation
Abb. 7.26: Bullische Börsenbriefverfasser
Abb. 7.27: Bearische Börsenbriefverfasser
Abb. 7.28: NAAIM-Index
Abb. 7.29: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren
Abb. 7.30: Verläufe Dow Transportation und Dow Industrial Index
Abb. 7.31: Ratio Dow Transportation zu Dow Industrial Index
Abb. 7.32: Ratio US-Bank-Index zum S&P 500
Abb. 7.33: Blasenverlauf US-Bank-Index
Abb. 7.34: Saisonaler Verlauf Russell 2000
Abb. 7.35: Russell 2000 Wochenchart
Abb. 7.36: US-Halbleiterindex und S&P 500
Abb. 7.37: Nasdaq Composite Index
Abb. 7.38: Nasdaq Composite Index Langfrist
Abb. 7.39: DAX seit 1960
Abb. 7.41: S&P 500 ab 1998
Abb. 7.42: BRIC-Verläufe
Abb. 7.43: Baltic Dry Index und Shanghai Composite Index
Abb. 7.44: Vergleich Nikkei und Shanghai Composite Index
Abb. 7.45: PIIGS-Verläufe
Abb. 7.46: PIIGS-Index
Abb. 7.47: Griechischer Leitindex
Abb. 7.48: Spanischer Leitindex
Abb. 7.49: Zeitprojektion Mai 2013

Abb. 8.1: Vergleich mit unterdurchschnittlichen Jahrzehnten