

Wellenreiter-Invest Studie

Ausblick 2014

Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe

**©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn**

Oberursel, im Dezember 2013

Inhaltsangabe

	Seite
Editorial	4
1. Kalender	7
2. Konjunktorentwicklung	9
2.1 USA	9
2.2 Europa	17
2.3 Asien	19
2.4 Inflation	26
2.5 Notenbankpolitik	30
3. Der Anleihemarkt	35
3.1 Übersicht	35
3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen	36
4. Der Währungsmarkt	44
4.1 US-Dollar-Index	44
4.2 Euro/ Dollar	45
4.3 Rohstoff-Währungen	49
4.4 Dollar/ Yen	52
4.5 Schweizer Franken	55
5. Der Rohstoffmarkt	57
5.1 Rohstoffmarkt langfristig	57
5.2 Erdöl	59
5.3 Gold	64
5.4 Silber, Platin, Palladium	70
5.5 Kupfer	72
5.6 Nachwachsende Rohstoffe	74
6. Der Aktienmarkt	78
6.1 Das große Bild	78
6.2 US-Präsidentschaftszyklus	83
6.3 Dekadenmuster	88
6.4 Rallymuster	92

6.5	Januar-Effekt	93
6.6	Marktstruktur	95
6.7	Sentiment	99
6.8	Sektoren im Fokus	105
6.9	Leit-Aktienindizes	107
6.9.1	DAX	107
6.9.2	S&P 500	109
6.9.3	BRIC-Staaten	109
6.9.4	Nikkei-Index	112
6.9.5	Peripherie-Staaten	114
6.10	Zeitprojektionen	116
7.	Fazit für den Finanzmarkt	117
8.	Unsere 10 Thesen für 2013	120
	Disclaimer	121
	Über uns	122
	Abbildungsverzeichnis	123

Editorial

Bruce Springsteen ist einer der erfolgreichsten lebenden US-Musiker. Er erzählt in seinen Liedern von den Problemen des kleinen Mannes. Springsteen unterstützte Barack Obama im Kampf um die US-Präsidentschaft 2008 und veröffentlichte im Januar 2009 seine CD „Working on a dream“, in der er auch die Rezession in den USA thematisierte. Der Traum einer besseren Zukunft war damals für die meisten nur ein Traum.

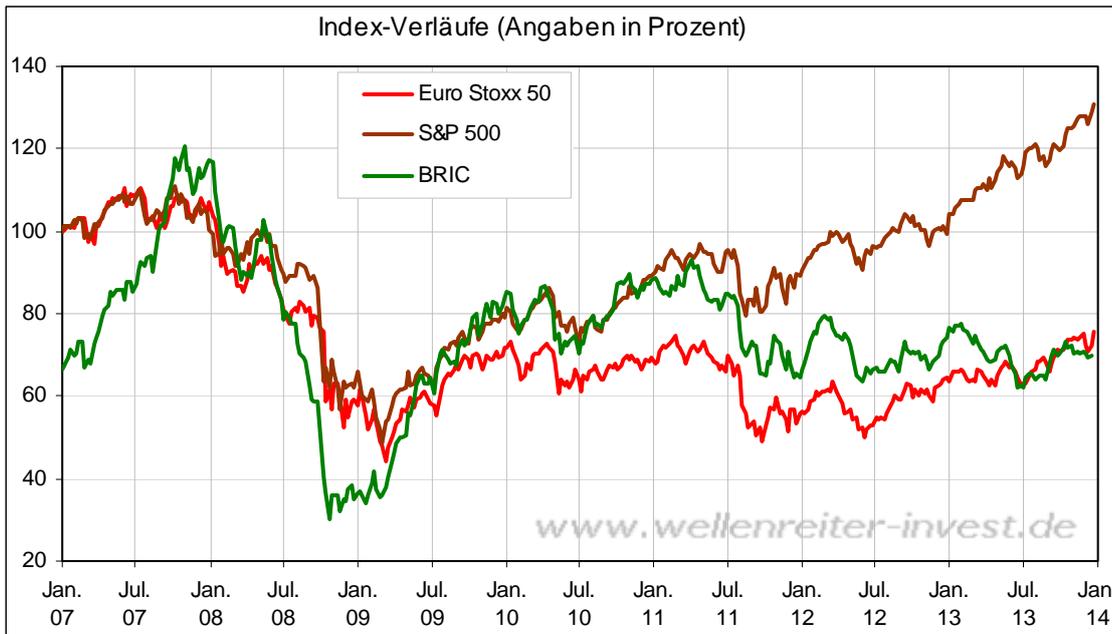
In Deutschland kletterte die Gruppe Silbermond Anfang März 2009 mit dem Titel „Irgendwas bleibt“ direkt auf Platz 1 der Single-Charts: „Gib mir 'n kleines bisschen Sicherheit, in einer Welt, in der nichts sicher scheint.“ (Refrain).



5 Jahre später ergibt sich ein völlig anderes Sentimentbild. Bruce Springsteen wird im Januar 2014 ein neues Album veröffentlichen, es wird den Titel „High Hopes“ tragen.

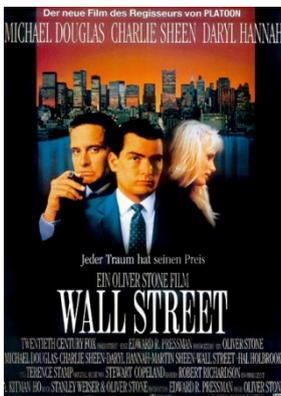
Vielfach ist in den letzten Monaten von einer „neuen Ära“ die Rede. Kurz vor Weihnachten gebrauchte der Chefauktionator von Christie's, Jussi Pylkkänen, diese Redewendung, nachdem ihm mit der Versteigerung des Tryptychons „Three Studies of Lucian Freud“ von Francis Bacon mit einem Erlös von 142,3 Millionen US-Dollar ein neuer Rekord für das teuerste Kunstwerk der Auktionsgeschichte gelang.

Bereits im zurückliegenden Jahr hatte die Erwartung einer veränderten US-Liquiditätspolitik ihre Schatten vor allem auf die BRIC-Staaten geworfen. In dieser Dekade hat sich in der Entwicklung einzelner Märkte bereits eine bemerkenswerte Schere geöffnet, in der die USA der „Leader“ hin zu einer neuen Ära zu sein scheint.

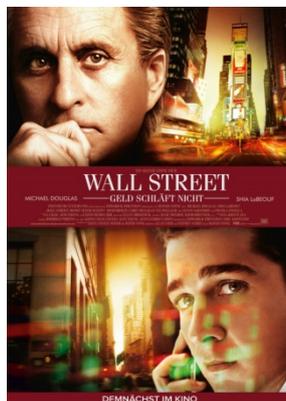


Europa verlor im ersten Viertel der laufenden Dekade gegenüber den USA dramatisch an Boden. Der Auslöser war die Debatte um die Entwicklung der Staatsschulden primär in den Peripheriestaaten. Nach Überwindung des Tiefpunktes im Sommer 2012 entwickelt sich Europa in etwa wie der US-Aktienmarkt. Im Sommer 2013 litten die BRIC-Staaten unter dem Liquiditätsentzug der Investoren. Europa 2012, BRIC 2013, USA 2014?

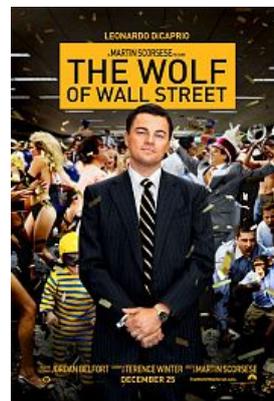
Wenn Filme mit dem Titel „Wall Street“ in die Kinos kommen, dann stand der Aktienmarkt bereits zweimal vor einer bemerkenswerten Schwächeperiode. Oliver Stones Film „Wall Street mit Michael Douglas startete 1987 kurz vor dem großen Crash in den Kinos. Eine Fortsetzung des Films mit Michael Douglas in der Hauptrolle mit dem Titel „Wall Street: Geld schläft nicht“ hatte seine Welturaufführung im Mai 2010. Damals sorgte der „Flash Crash“ in einem schwachen Mai-2010-Umfeld für Schlagzeilen.



1987



2010



2014

Der neueste Film über Wall Street wird von Martin Scorsese umgesetzt und heißt „The Wolf of Wall Street“. In der Hauptrolle ist Leonardo Di Caprio zu sehen. Der Film zeigt die Gier nach dem schnellen Aufstieg und reflektiert den Schwarzen Montag 1987. Kinostart USA: 25.12.2013, Kinostart Deutschland: 16.01.2014.

Ob der Film über die „Wall Street“ wieder zu einem schlechten Omen für den Aktienmarkt in den kommenden Monaten werden wird, wollen wir in diesem 9. Wellenreiter Jahresausblick vertiefen.

Wir wünschen Ihnen dabei nicht nur viel Vergnügen, sondern vor allem auch gewinnbringende Erkenntnisse für Ihre eigene Anlagestrategie im neuen Jahr. Sofern Sie noch kein Abonnent sind, würden wir uns freuen, wenn Sie unser kostenfreies Schnupperabo ausprobieren würden.

Oberursel, im Dezember 2013

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

1. Kalender

Nachfolgend ein Kalender mit wichtigen Daten für das Handelsjahr 2014.

Kalender 2014	Ereignis
Januar	
01. Januar (Di)	Neujahrstag (D- und US-Feiertag)
09. Januar (Do)	EZB-Sitzung
20. Januar (Mo)	Martin-Luther-King Geburtstag (US-Feiertag)
29. Januar (Mi)	Fed-Meeting
31. Januar	Chinesisches Neujahrsfest – Jahr des Pferdes beginnt
Februar	
06. Februar (Do)	EZB-Sitzung
17. Februar (Mo)	Washingtons Birthday (US-Feiertag)
März	
06. März (Do)	EZB-Sitzung
19. März (Mi)	Fed-Meeting
21. März (Fr)	Großer Verfallstag
April	
03. April (Do)	EZB-Sitzung
18. April (Fr)	Karfreitag (D- und US-Feiertag)
21. April (Mo)	Ostermontag (D-Feiertag)
30. April (Mi)	Fed-Meeting
Mai	
01. Mai (Do)	Tag der Arbeit (D Feiertag)
08. Mai (Do)	EZB-Sitzung
25. Mai (So)	Europawahl
26. Mai (Mo)	Memorial-Day (US-Feiertag)
Juni	
05. Juni (Do)	EZB-Sitzung
18. Juni (Mi)	Fed-Meeting
20. Juni (Fr)	Großer Verfallstag
Juli	
03. Juli (Do)	EZB-Sitzung
04. Juli (Fr)	US-Unabhängigkeitstag (US-Feiertag)
30. Juli (Mi)	Fed-Meeting

August	
07. August (Do)	EZB-Sitzung
September	
01. September (Mo)	Labor Day (US-Feiertag)
04. September (Do)	EZB-Sitzung
17. September (Mi)	Fed-Meeting
19. September (Fr)	Großer Verfallstag
Oktober	
02. Oktober (Do)	EZB-Sitzung
29. Oktober (Mi)	Fed-Meeting
November	
06. November (Do)	EZB-Sitzung
27. November (Do)	Thanksgiving (US-Feiertag)
Dezember	
04. Dezember (Do)	EZB-Sitzung
17. Dezember (Mi)	Fed-Meeting
19. Dezember (Fr)	Großer Verfallstag
24. Dezember (Mi)	Heiligabend (D Feiertag)
25. Dezember (Do)	1. Weihnachtstag (D- und USA-Feiertag)
26. Dezember (Fr)	2. Weihnachtstag (D Feiertag)
31. Dezember (Mi)	Silvester

2. Konjunkturentwicklung

2.1 USA

„Sowohl die Entwicklung des Realzinses als auch diejenige der Zinsspanne weist auf ein konjunkturell schwieriges Jahr 2013 in den USA hin.“ So schrieben wir in unserem Jahresausblick 2013. Tatsächlich lief die US-Konjunktur in den ersten beiden Quartalen schwächer. Im dritten Quartal übertraf das Wirtschaftswachstum mit einem Plus von 4,1% unsere Erwartungen.

Die Zinsspanne der Rendite 3monatiger zu 10jährigen US-Staatsanleihen pflegte in der Vergangenheit eine gute vorauslaufende Indikation für die Entwicklung des US-BIP darzustellen (folgender Chart).

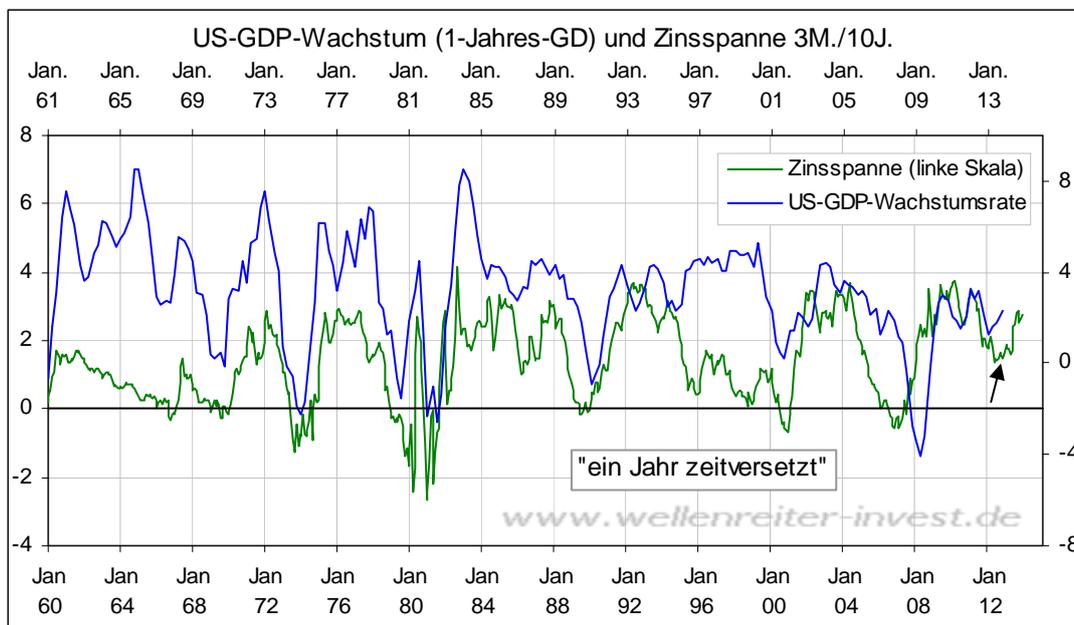


Abb. 2.1: BIP-Wachstum und Zinsspanne

Eine eins-zu-eins Korrelation ist aber nicht zu erwarten. Die durch die Zinsspanne vorgegebene „Delle“ (siehe Pfeil obiger Chart) wurde vom BIP-Wachstum nicht ganz nachvollzogen. Die Zinsspanne verweist für das Jahr 2014 auf eine positive US-Wirtschaftsentwicklung.

Inwieweit haben die US-Arbeitnehmer die Möglichkeit, zur Wiederbelebung der US-Wirtschaft beizutragen? Problematisch ist der geringe Anstieg des Wachstums der Löhne und Gehälter. Dieser verbleibt seit 2009 konstant unterhalb der 2-Prozent-Marke.

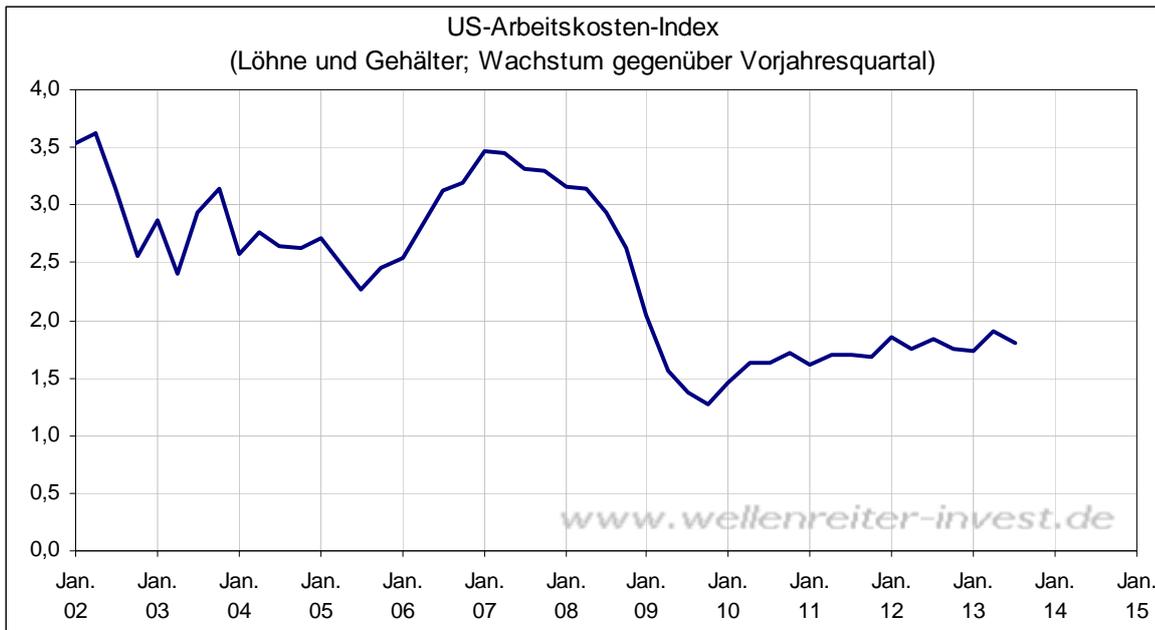


Abb. 2.2: US-Arbeitskostenindex

Die US-Unternehmen verspüren keinen Druck, Löhne und Gehälter erhöhen zu müssen. Ein Kampf um Arbeitskräfte findet nicht statt. Die Auswahl ist weiterhin groß.

Tatsächlich befinden sich viele US-Arbeitnehmer nicht mehr auf dem Arbeitsmarkt. Der Anteil der arbeitenden Bevölkerung fiel in der großen Rezession. Derzeit findet eine Stabilisierung auf niedrigem Niveau statt.

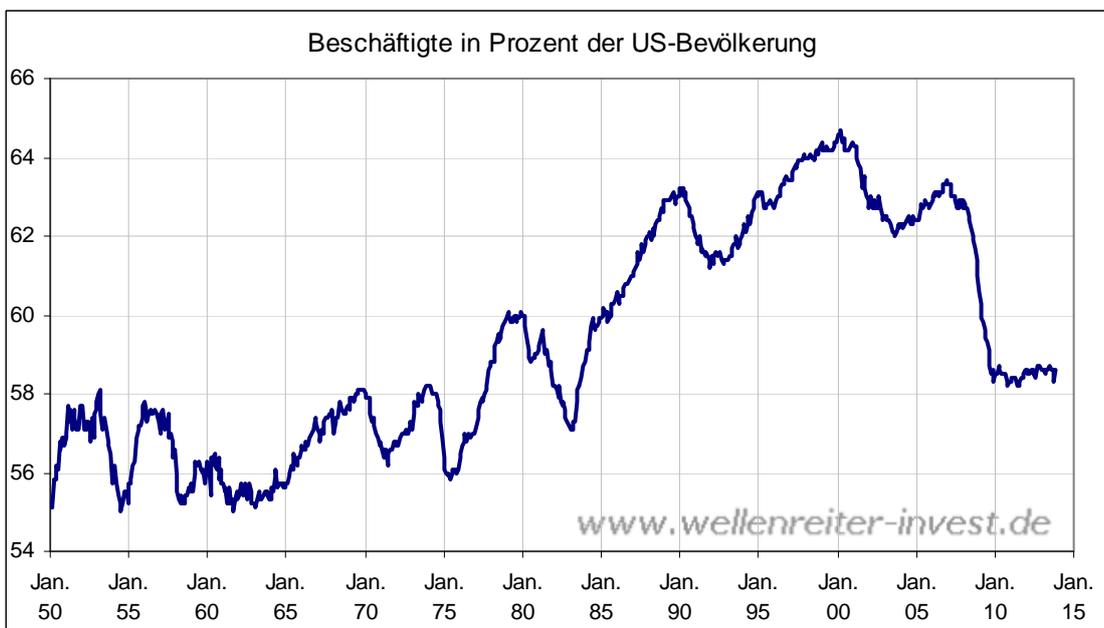


Abb. 2.3: Beschäftigte in % der Bevölkerung (Employment-Population-Ratio)

Der Effekt erklärt sich zu 30 bis 50 Prozent aus dem Umstand, dass die Baby-Boomer-Jahrgänge (Geburten Mitte bis Ende der 1950er Jahre) das Rentenalter erreichen. Der andere Teil der Arbeitnehmer sind sogenannte „discouraged Workers“. Das sind

Arbeitnehmer, die für sich keine Chance auf einen Arbeitsplatz mehr sehen. Sie melden sich nicht beim Arbeitsamt. Dieser Teil der Arbeitnehmer findet sich in der sogenannten alternativen Arbeitslosenquote wieder.

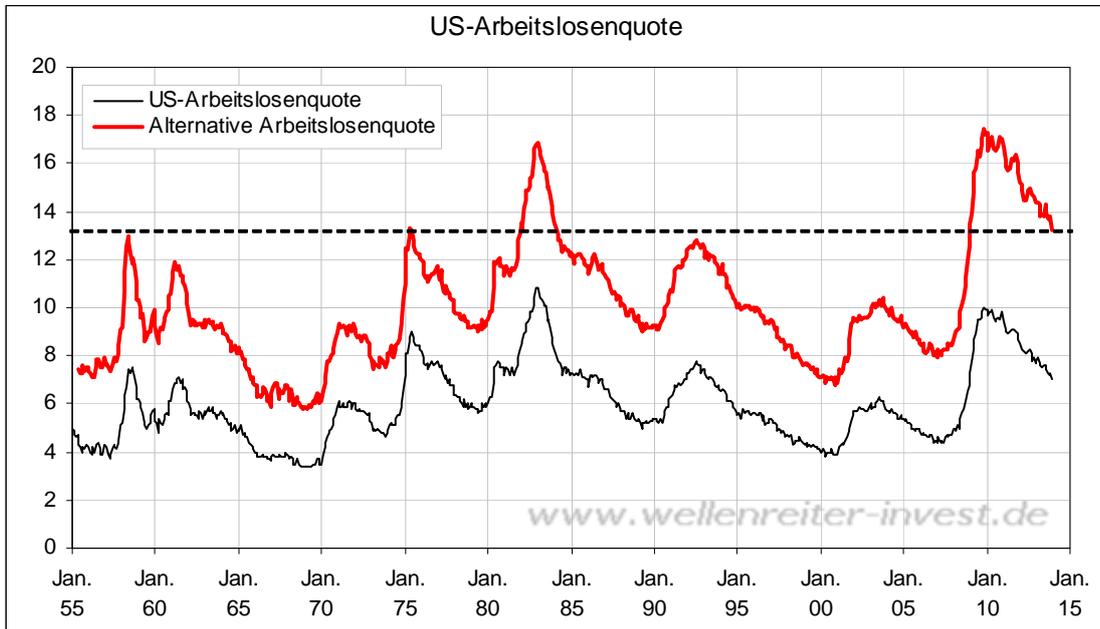


Abb. 2.4: Alternative US-Arbeitslosenquote

Die alternative Arbeitslosenquote beträgt 13,2% (November 2013). Sie befindet sich damit auf einem Niveau, das – mit Ausnahme der frühen 1980er Jahre – noch immer frühere Hochpunkte überragt (gestrichelte Linie obiger Chart).

Die mittlere Dauer der US-Arbeitslosigkeit bleibt unverhältnismäßig hoch (folgender Chart).

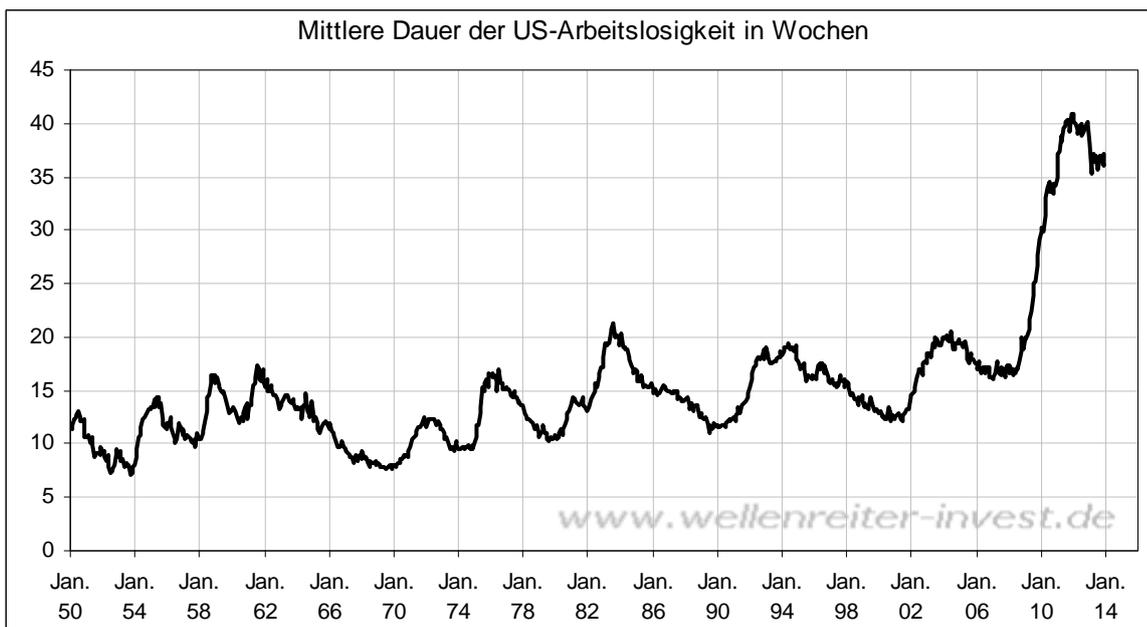


Abb. 2.5: Mittlere Dauer der US-Arbeitslosigkeit in Wochen

Der öffentliche Sektor in den USA (Bund, Bundesstaaten, Kommunen) baute in den vergangenen Jahren Arbeitsplätze ab.

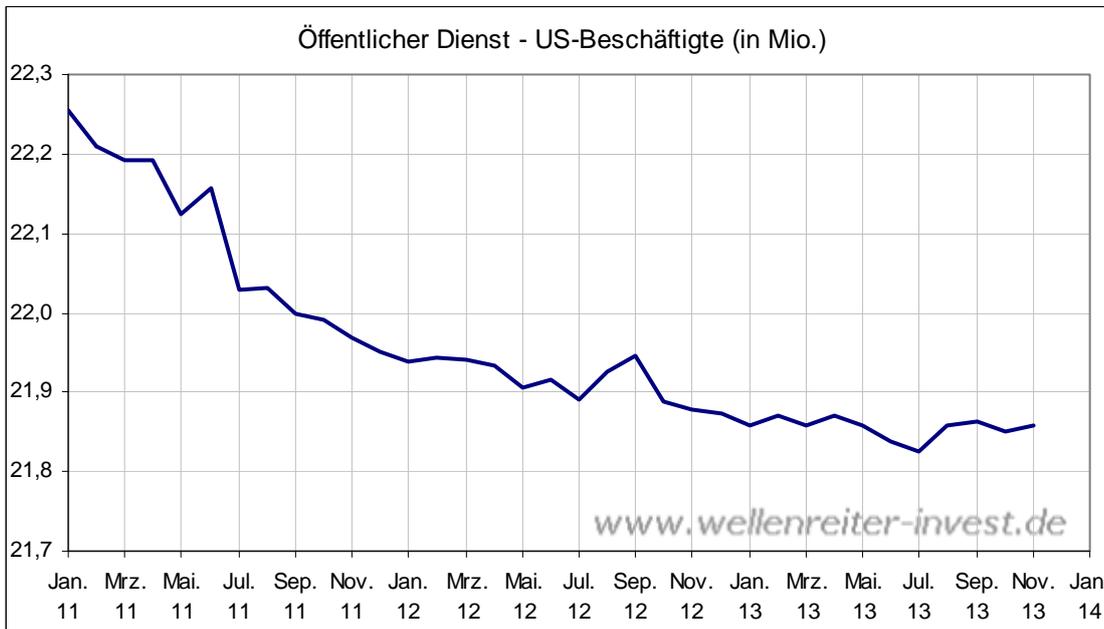


Abb. 2.6: US-Beschäftigte im öffentlichen Dienst

Zwar scheint der Rückgang der Arbeitsplätze gestoppt, aber neue Planstellen werden summa summarum bisher nicht geschaffen. Diese Charts zeigen, dass der US-Arbeitsmarkt ein strukturelles Problem hat, das sich erst dann lösen dürfte, wenn die Baby-Boomer-Generation den US-Arbeitsmarkt altersbedingt verlassen hat. Dies dürfte erst nach 2020 der Fall sein.

Die US-Arbeitslosenquote müsste – betrachtet man frühere Erholungsphasen – auf einem Niveau von 5 Prozent liegen, wenn die Erstanträge bei 300.000 notieren (wie dies aktuell der Fall ist).

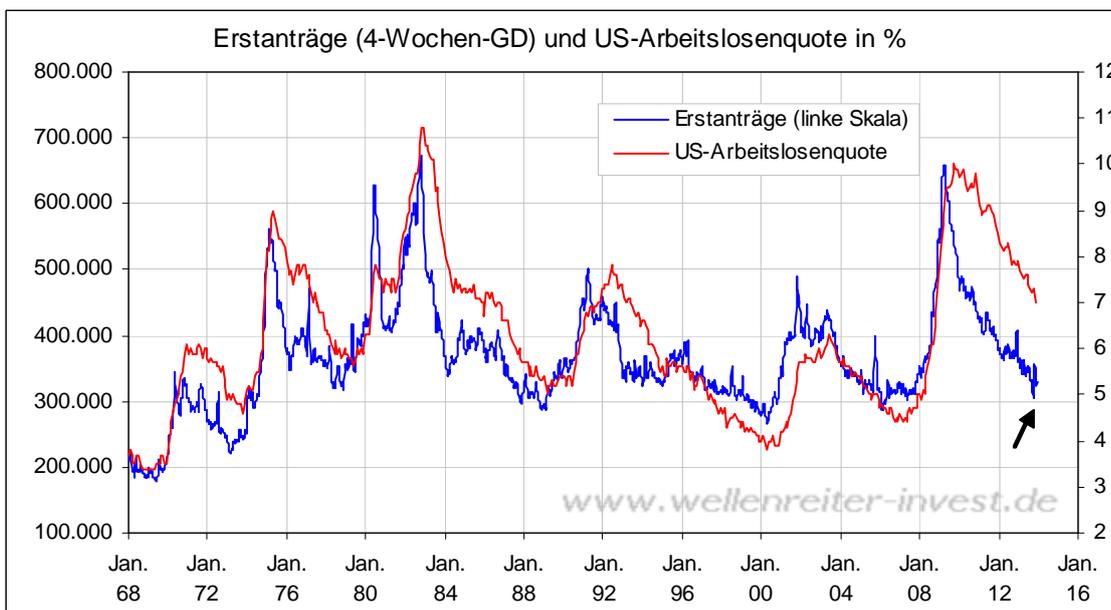


Abb. 2.7: Erstanträge und US-Arbeitslosenquote in %

Die Gründe, warum dies nicht so ist, hatten wir weiter oben aufgezeigt. Insofern ist die Intention der US-Zentralbank, die Nullzinspolitik auch dann noch weiter zu verfolgen, wenn die US-Arbeitslosenquote weit unter 6,5 Prozent fällt, nachvollziehbar.

Die Entschuldung der US-Privathaushalte („Deleveraging“) setzte sich im Jahr 2013 fort. Der Verschuldungsgrad der US-Haushalte sank zuletzt auf 82,7 Prozent vom BIP.

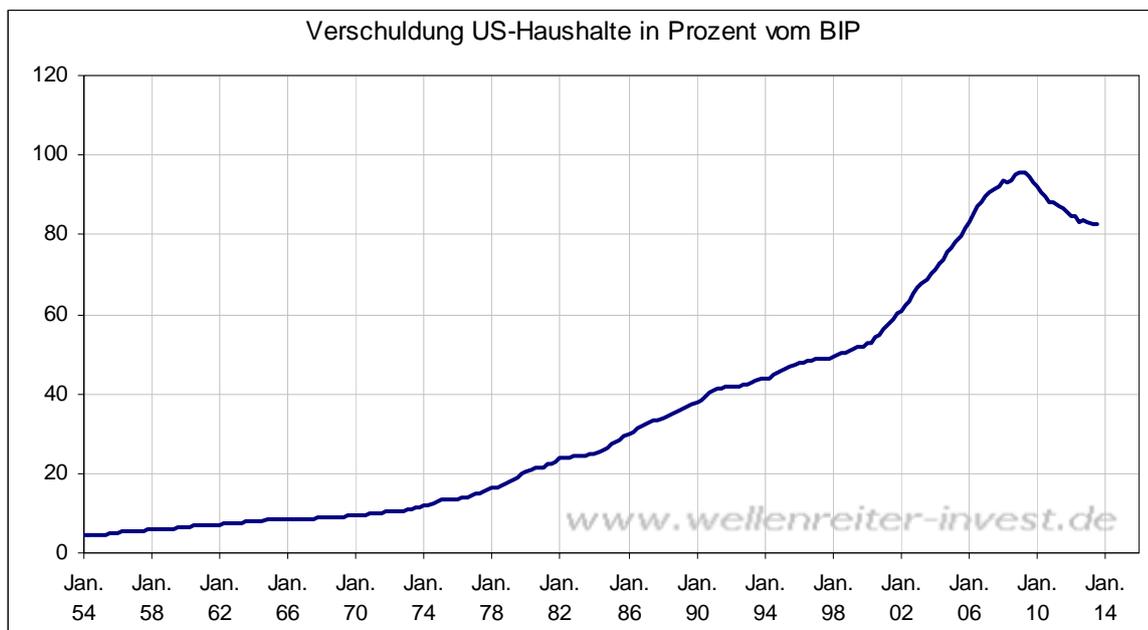


Abb. 2.8: Verschuldung der US-Haushalte in % vom BIP

Entsprechend verringern sich die Schuldendienst-Zahlungen in Prozent vom verfügbaren Einkommen. Der Anteil erreichte im dritten Quartal 2013 den niedrigsten Punkt seit Beginn der Datenreihe im Jahr 1980 (folgender Chart).

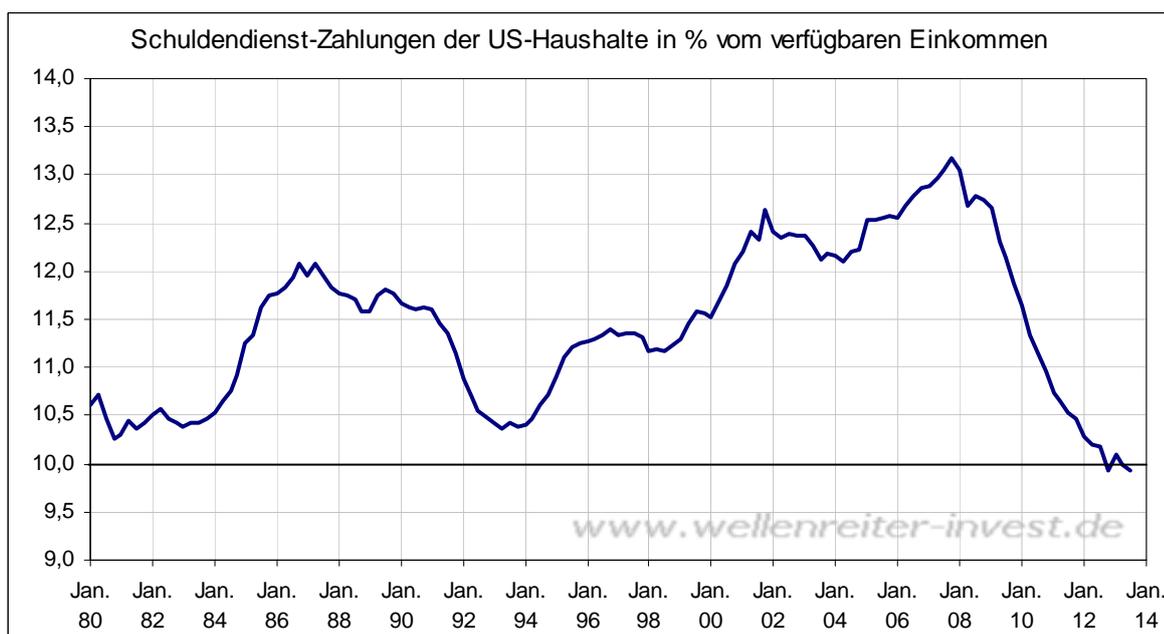


Abb. 2.9: Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte in % vom verfügbaren Einkommen

Im Allgemeinen sind Haushalte in der Altersgruppe zwischen 40 und 50 Jahren Netto-Schuldner (Hausbau; Konsumausgaben), während Haushalte ab 60 Jahren aufwärts Netto-Guthaben aufweisen. Die Baby Boomer transformieren sich auf Ihrem Weg ins Rentenalter von einer Netto-Schuldner- zu einer Netto-Sparer-Generation. Die Auswirkungen sind bedeutend: Der Deleveraging-Prozess wird am „Köcheln“ gehalten. Eine Rückkehr auf Werte von 11 oder 12 Prozent erscheint deshalb unwahrscheinlich. Die Entschuldung belastet die wirtschaftliche Entwicklung. Das BIP-Wachstum fällt dadurch niedriger aus.

Mit Hilfe des folgenden Charts zeigen wir den Zusammenhang zwischen der Zahl der Geburten in den USA und den Verkäufen neuer Häuser. Aufgrund des bis zum Jahr 2020 fehlenden Nachschubs in der Altersgruppe der 45- bis 50-Jährigen dürfte ein erneuter Boom am US-Hausbaumarkt länger auf sich warten lassen.

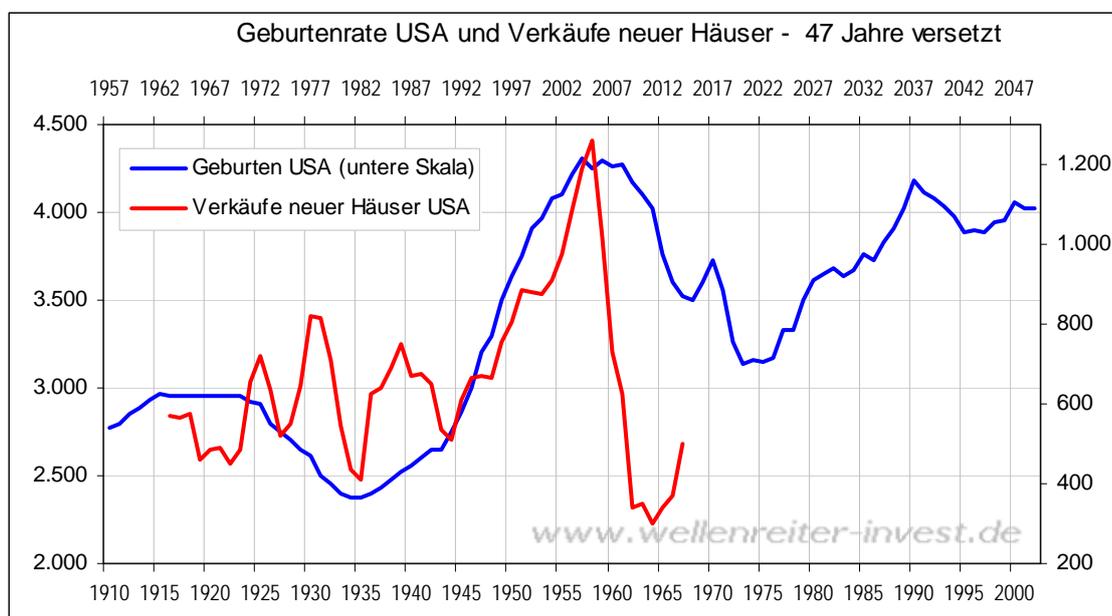


Abb. 2.10: Geburtenrate USA und Verkäufe neuer Häuser

Nichtsdestotrotz befindet sich der US-Hausbau-Sektor seit Anfang 2012 auf dem Weg der Erholung.

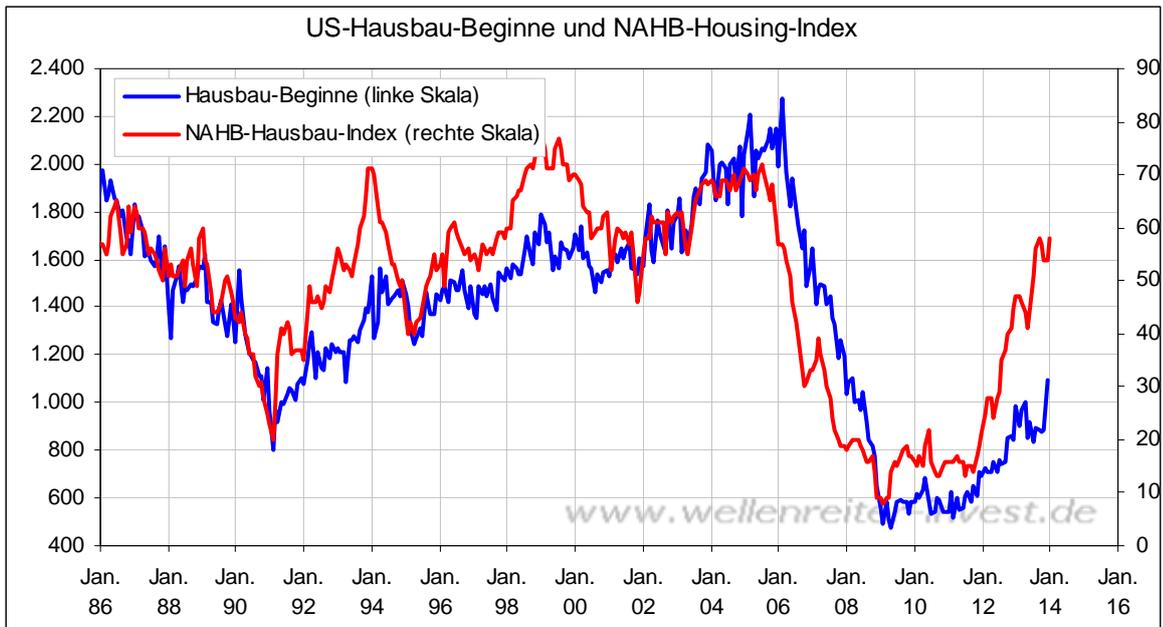


Abb. 2.11: US-Hausbau-Beginne und NHAB-Hausbau-Index

Aufgrund der Vorläuferfunktion des NAHB-Hausbau-Index (Sentiment-Index der Hausbaufirmen) gegenüber den Hausbau-Beginnen gehen wir davon aus, dass sich der US-Hausbaumarkt im ersten Quartal positiv gestalten kann. Für den Rest des Jahres 2014 sind wir weniger optimistisch. Wir gehen davon aus, dass die Erholung verflacht und dann auf einem geringeren Niveau verharrt.

Zu dieser Einschätzung leistet unser Blasenverlaufsmuster einen wichtigen Beitrag. Wenn eine Blase platzt, dann bildet sich nach zwei bis zweieinhalb Jahren ein Tief und meist im siebten Jahr ein Hoch. Ein Tief ergibt sich zum Ende des achten Jahres. Die Fortsetzung der Blasenverläufe würde bedeuten, dass die Aktie von Toll Brothers gegen Ende des ersten Halbjahres 2014 ein wichtiges Preistief ausbilden würde.

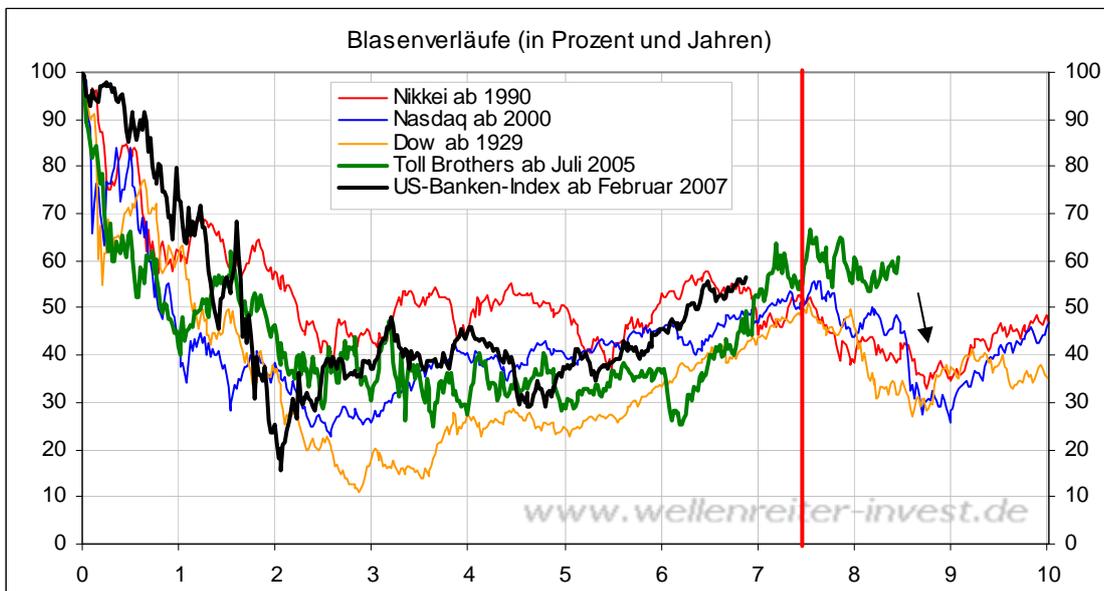


Abb. 2.12: US-Hausbau-Blasenverlaufsmuster

Die US-Hausbau-Aktie Toll Brothers zeigt zum jetzigen Zeitpunkt relative Stärke gegenüber den anderen deflationären Blasenverläufen. Sie liegt oberhalb der Vergleichsverläufe. Wir nehmen trotzdem an, dass die zyklischen Kräfte eine Belastung im ersten Halbjahr 2014 darstellen werden.

Das Geldmengenwachstum befindet sich in den USA auf „Normalniveau“. Dieses lässt sich in etwa mit einer Spanne zwischen 4 und 8 Prozent beschreiben. Das Wachstum verlangsamt sich seit Anfang 2012. Im europäischen Raum wächst die Geldmenge kaum. Im Oktober 2013 betrug das Wachstum gerade einmal 1 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat.

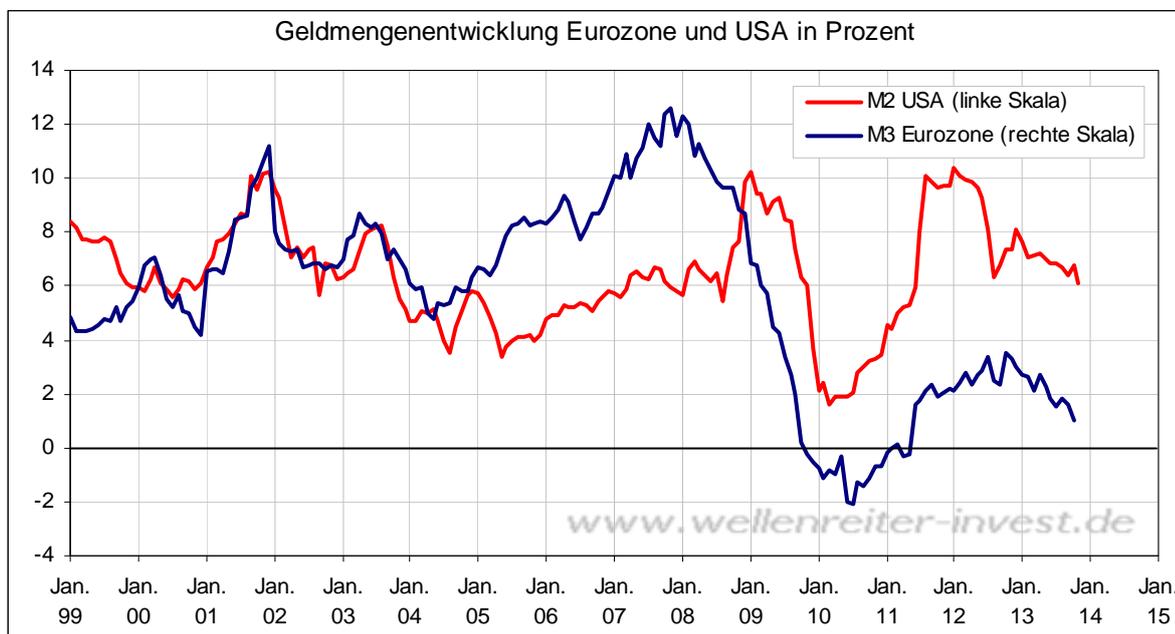


Abb. 2.13: Geldmengenentwicklung Euroland/USA in Prozent

Aus Sicht des Geldmengentrends sind für das kommende Jahr kaum konjunkturelle Impulse zu erwarten.

Die US-Einkaufsmanager-Indizes reflektieren die positive US-Wirtschaftsentwicklung im zweiten Halbjahr 2013 (folgender Chart).

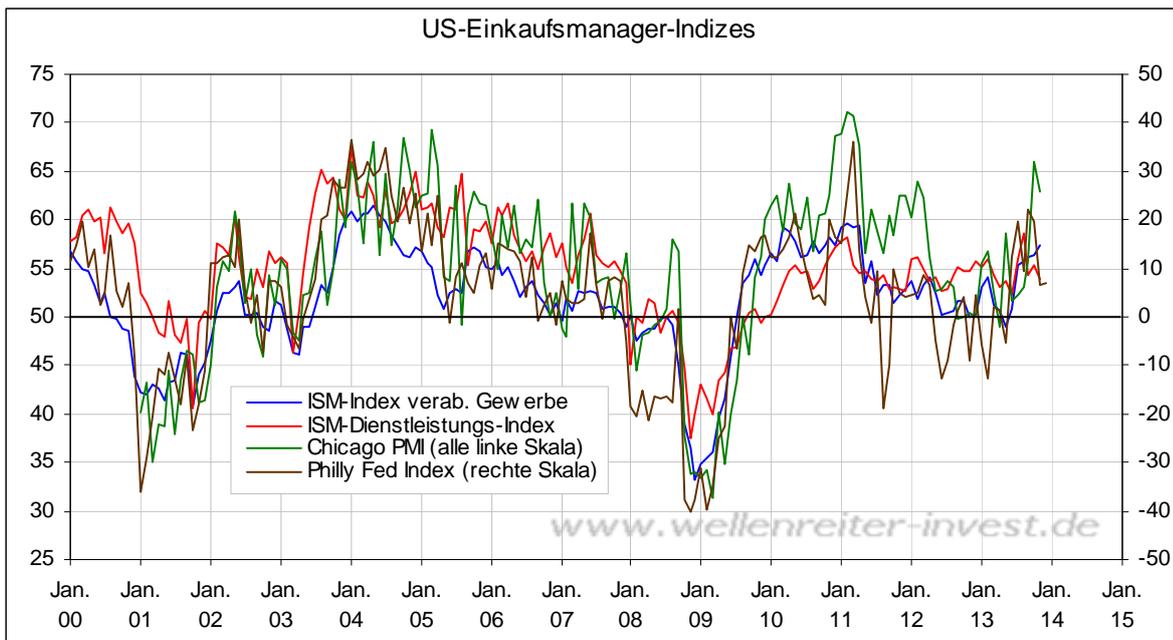


Abb. 2.14: US-Einkaufsmanager-Indizes

Allerdings weisen einige dieser Indizes zuletzt obere Umkehrmuster auf (ISM-Dienstleistungsindex, Chicago PMI, Philadelphia Fed Index).

2.2 Europa

Der Blick auf die Zinsstrukturkurven in Euroland zeigt eine Beruhigung der Situation. Sie entwickeln sich gleichmäßig. Der Abstand vom langen zum kurzen Ende pendelt sich in den Peripheriestaaten bei etwa 3 Prozent ein. Die Zinsstrukturkurven unterstützen damit eine wirtschaftliche Erholung in Europa.

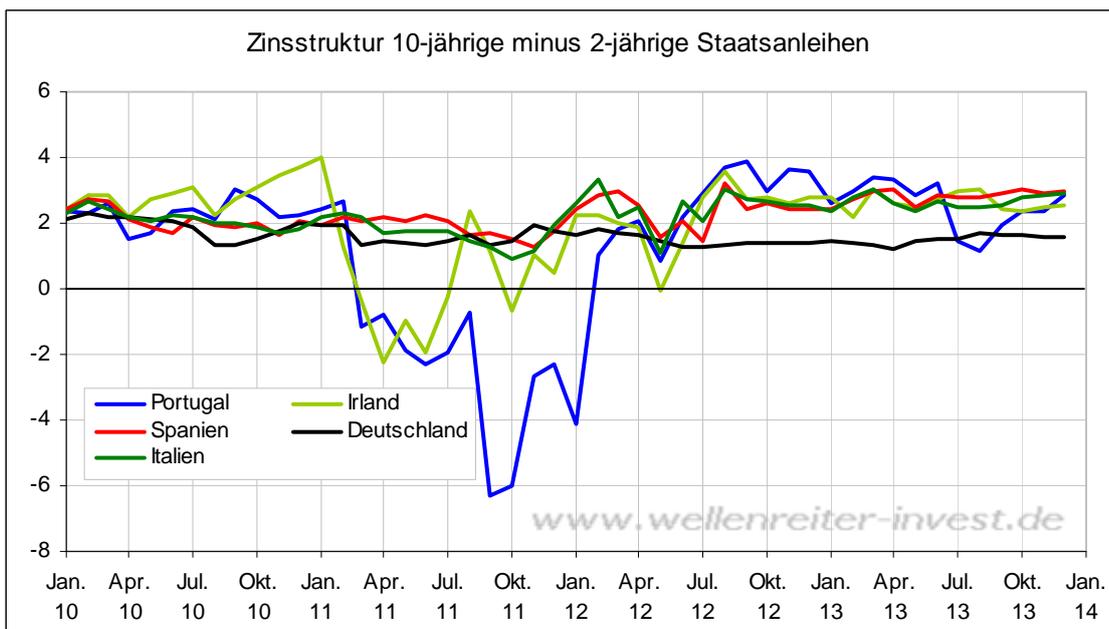


Abb. 2.15: Zinsstruktur Peripheriestaaten

In Deutschland, Großbritannien und den USA zeigt sich seit April 2013 eine positive Zinsstruktur-Entwicklung. Entsprechend verstärkte sich die wirtschaftliche Erholung im zweiten Halbjahr 2013.

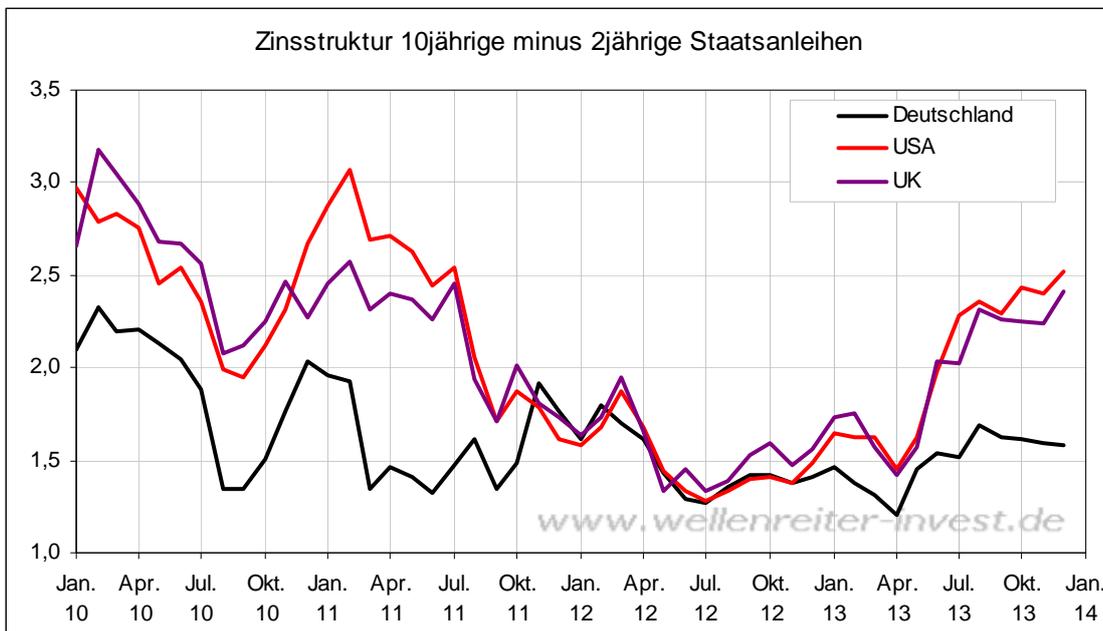


Abb. 2.16: Zinsstruktur Deutschland, USA, UK

Allerdings zeigte die Zinsstrukturkurve Deutschlands gegenüber ihren US- und UK-Pendants in den letzten Monaten relative Schwäche. Die Underperformance der Zinsstrukturkurve deutet auf einen weiterhin bestehenden „Euro(pa)-Malus“ bei der Einschätzung der konjunkturellen Aussichten hin. Ein solcher Malus ist aber nicht erkennbar, wenn der Ifo- Index oder der ZEW-Indikator als Maßstab der konjunkturellen Aussichten hinzu gezogen wird.

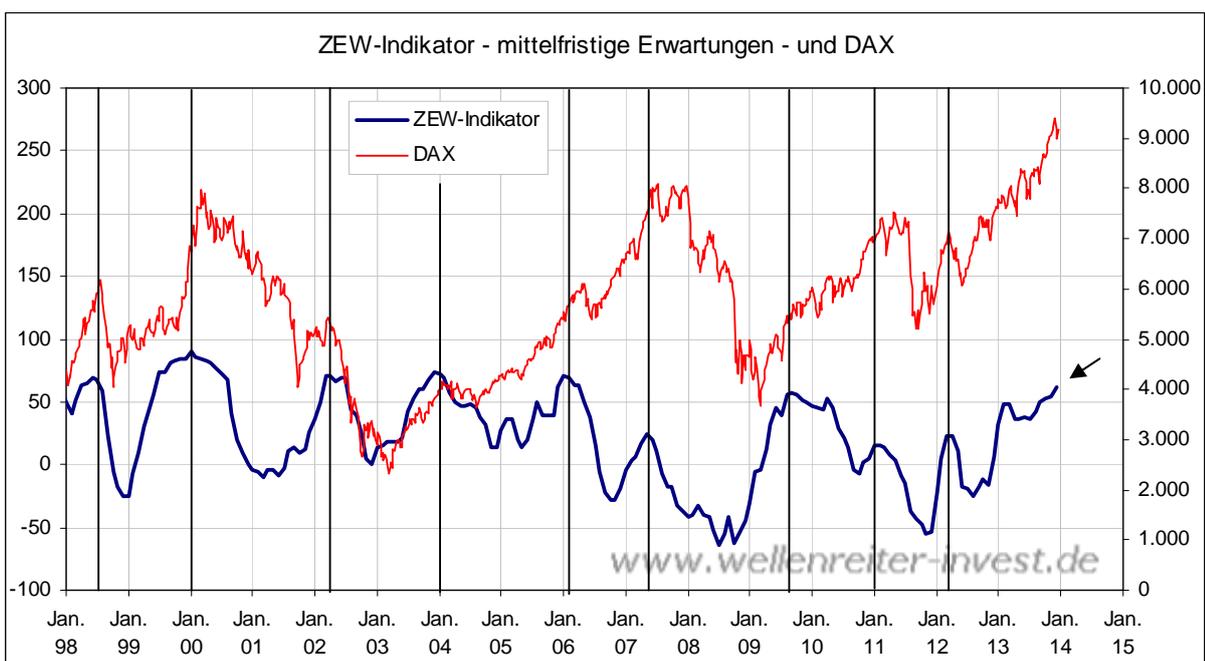


Abb. 2.17: ZEW-Indikator – mittelfristige Erwartungen – und DAX

Ein zyklischer oberer Umkehrpunkt ist absehbar. Obere Wendepunkte im ZEW-Indikator gingen häufig mit oberen Wendepunkten im DAX einher. Der ZEW-Indikator, der die Stimmung deutscher Finanzexperten misst, steigt seit zwei Jahren an. Er erreichte im Dezember 2013 mit einem Niveau von +62 das höchste Niveau seit April 2006. Die Zinsstrukturkurve unterstützt das Enttäuschungspotential der hohen Erwartungen der Einkaufsmanager.

2.3 Asien/BRIC-Staaten

Die Zinsstrukturkurven für China und Japan weisen kaum Verbesserungen auf. Die australische Kurve bewegt sich anlog zu den Kurven der USA und Großbritanniens.

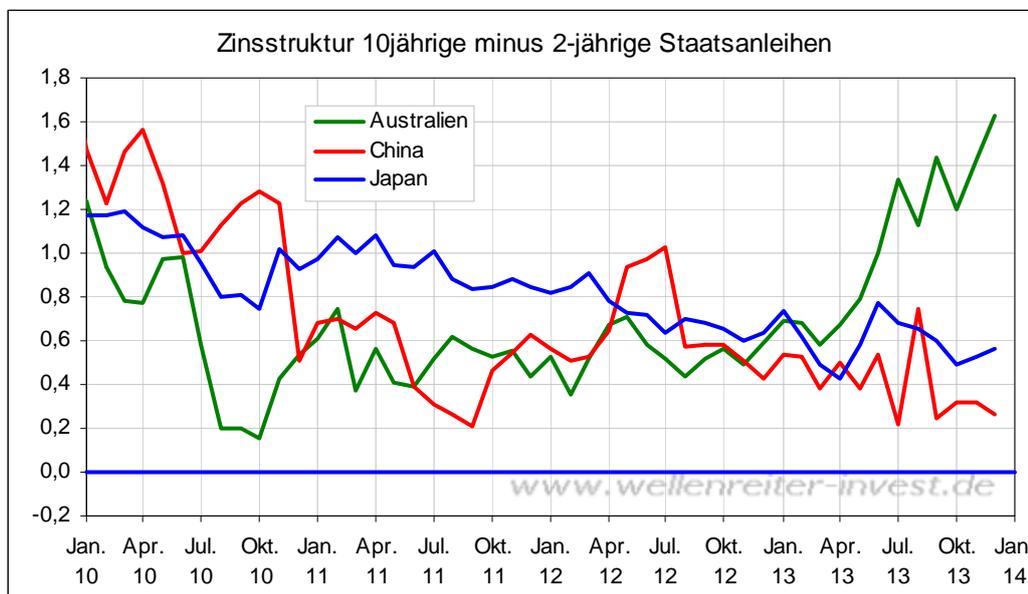


Abb. 2.18: Zinsstruktur Australien, China, Japan

Noch befindet sich die Rendite zweijähriger chinesischer Staatsanleihen unterhalb der Rendite 10jähriger Anleihen (folgender Chart).

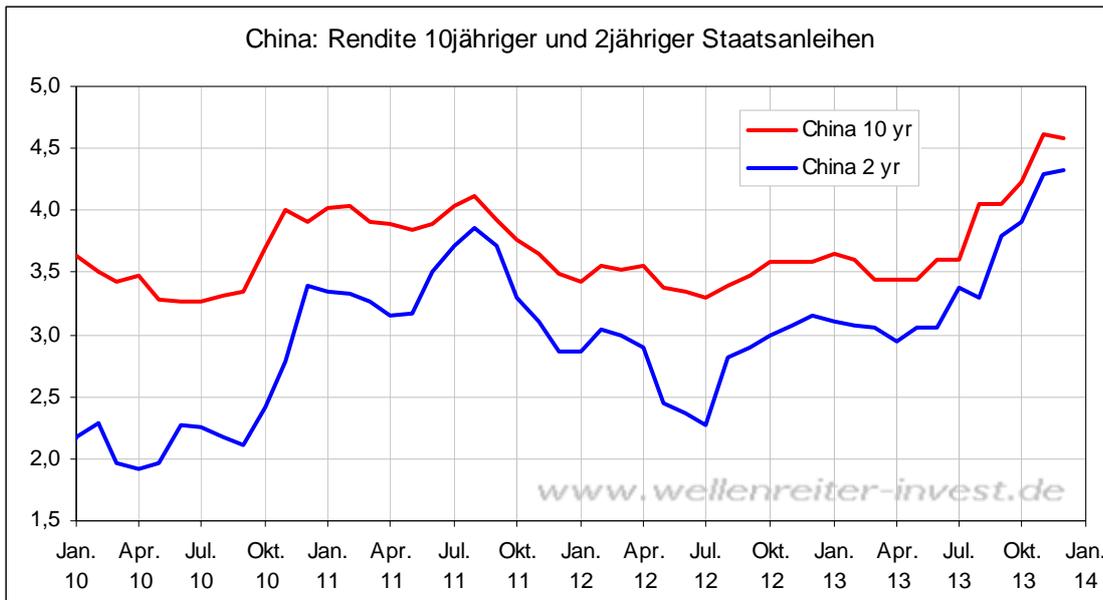


Abb. 2.19: Verlauf 10jährige und 2jährige chinesische Staatsanleihen

Würden sich die Linien kreuzen, müsste dies als Signal für eine konjunkturelle Verschlechterung für die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt gewertet werden. Chinas Regierung erwartet für das „Jahr des Pferdes“ mit einem BIP-Wachstum von 7,5% das schwächste Wachstum seit Beginn der 90er Jahre. Dämpfend für das chinesische Wachstum wirkt neben dem relativ geringen Zinsspread auch das absolute Niveau der zehnjährigen Rendite.

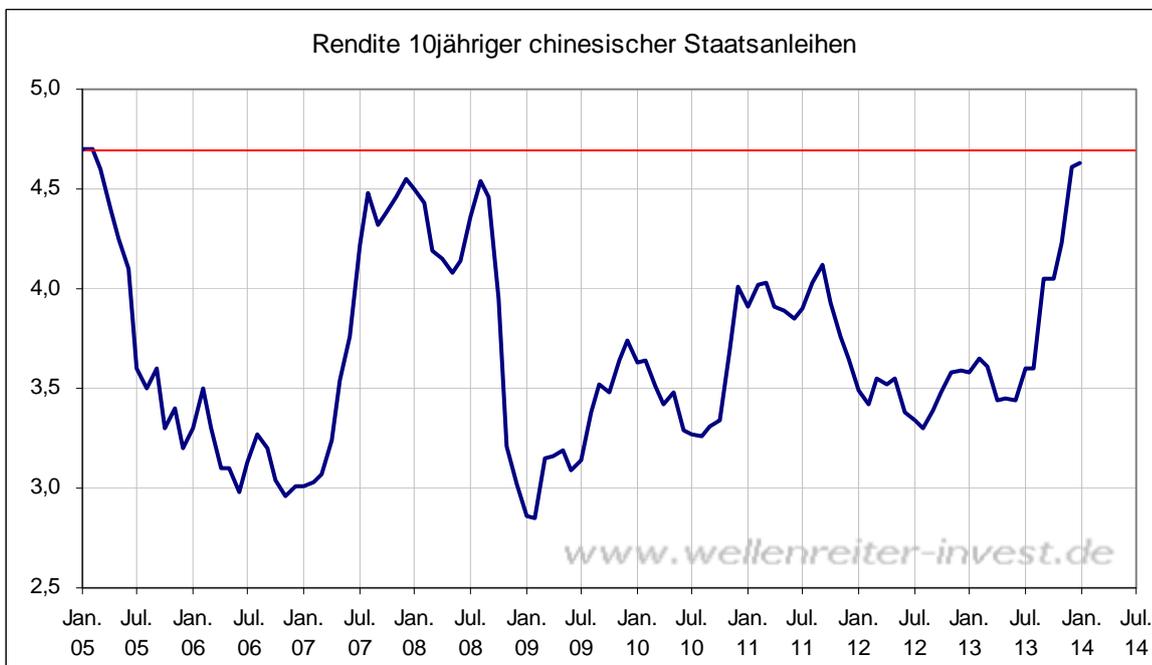


Abb. 2.20: Rendite 10jähriger chinesischer Staatsanleihen

Die zehnjährige Rendite liegt leicht oberhalb der Niveaus von Ende 2007 und Sommer 2008. Die langfristigen chinesischen Renditen notieren damit am oberen Ende ihrer

Handelsspanne. Da die chinesische Regierung den boomenden Immobilienmarkt bremsen möchte, erwarten wir für das Jahr 2014 keine Impulse von staatlicher Seite für ein höheres Wachstum.

Ein erstes Signal für wieder steigende Inflationsraten geht vom Baltic Dry Index für Schiffsfrachtraten aus. Der Index steigt - nach einer längeren Seitwärtsbewegung – im zweiten Halbjahr 2013 an.

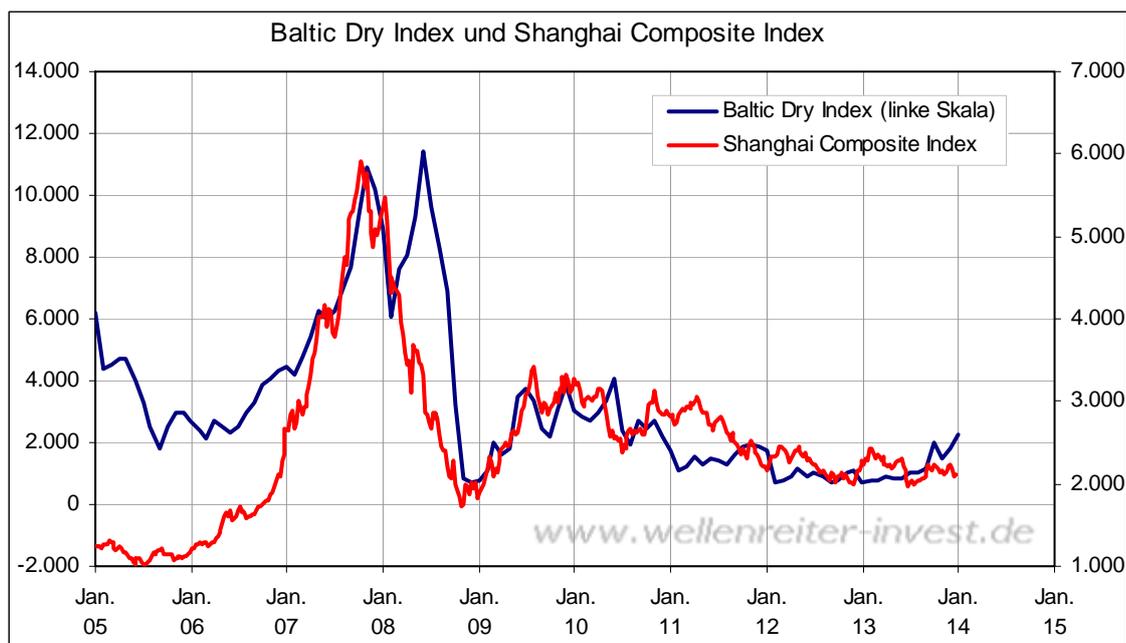


Abb. 2.21: Baltic Dry Index und Shanghai Composite Index

Der Index deutet eine mögliche Erholung des chinesischen Aktienmarkts und eine Rückkehr des Inflationsdrucks in China hin.

Eine andere Ausgangslage liegt in Japan vor. Nachdem die japanische Regierung nach 1990 mit einer Vielzahl von temporären Konjunkturpaketen jeweils nur Strohfiebewegungen in der Konjunktur und am japanischen Aktienmarkt auslöste, möchte man es diesmal besser machen.

Die Regierung geht nach einer Art „Masterplan“ vor. Die Bank of Japan setzte den Startpunkt, indem sie mit einem „QE-Programm“ nach Vorbild der FED die Schwächung des Yen (=Stärkung des Dollar/Yen) einleitete. Diese Maßnahme fiel auf den fruchtbaren Boden einer langen charttechnischen Bodenbildung im USD/Yen. Die Abwertung des Yen brachte – hauptsächlich aufgrund der Verteuerung japanischer Importe – eine positive Inflationsrate mit sich. Aufgrund der angekündigten beiden Schritte der Mehrwertsteuererhöhung für April 2014 (von 5% auf 8%) und September

2015 (auf 10%) dürfte die japanische Inflationsrate weiter steigen und den offiziellen Zielbereich von 2% mühelos erreichen.

Da die japanische Regierung Angst davor hat, die Wirtschaft abzuwürgen, wird die erste Mehrwertsteuererhöhung mit einer temporären Maßnahme der Konjunkturstimulierung im Volumen von 130 Mrd Euro flankiert. Das Ziel Japans ist dabei klar umrissen: Ein Rückschritt in die Rezession soll „um jeden Preis“ vermieden werden. Im Vorfeld der Mehrwertsteuererhöhung dürfte die BIP-Entwicklung nach oben hin überzeichnet sein, in den ersten Wochen nach der Mehrwertsteuererhöhung hingegen negativ ausfallen. Im weiteren Verlauf des Jahres hilft der zusätzliche konjunkturelle „Push“, das Wirtschaftswachstum aufrecht zu erhalten.

Die Entscheidung für das seit April 2013 laufende QE-Programm fiel im internationalen Vergleich sehr spät. Japan agiert hier als Nachzügler. Die größte Überraschung aus Anlegersicht ist nicht die Abwertungsrally des Aktienmarktes, sondern die Tatsache, dass die Rendite für 10jährige japanische Anleihen trotz steigender Wirtschaftstätigkeit und steigender Inflationsraten gesunken ist. Aufgrund der hohen Staatsverschuldung ist Japan zur Aufrechterhaltung einer niedrigen Rendite „verdammt“.

Japan erlebt seit Jahren eine demografisch schwierige Entwicklung. Während das Land international die höchste Staatsverschuldung aufweist, ist der japanische Bürger per Saldo sehr vermögend. Die große Schere zwischen hohem Nettovermögen der japanischen Bürger und der hohen Nettoverschuldung des japanischen Staates könnte sich mit einer negativen Realverzinsung angleichen. Die negative Realverzinsung in Japan (siehe Pfeil folgender Chart) wird durch eine steigende Inflationsrate bei weiterhin niedrigen Zinsen verursacht.

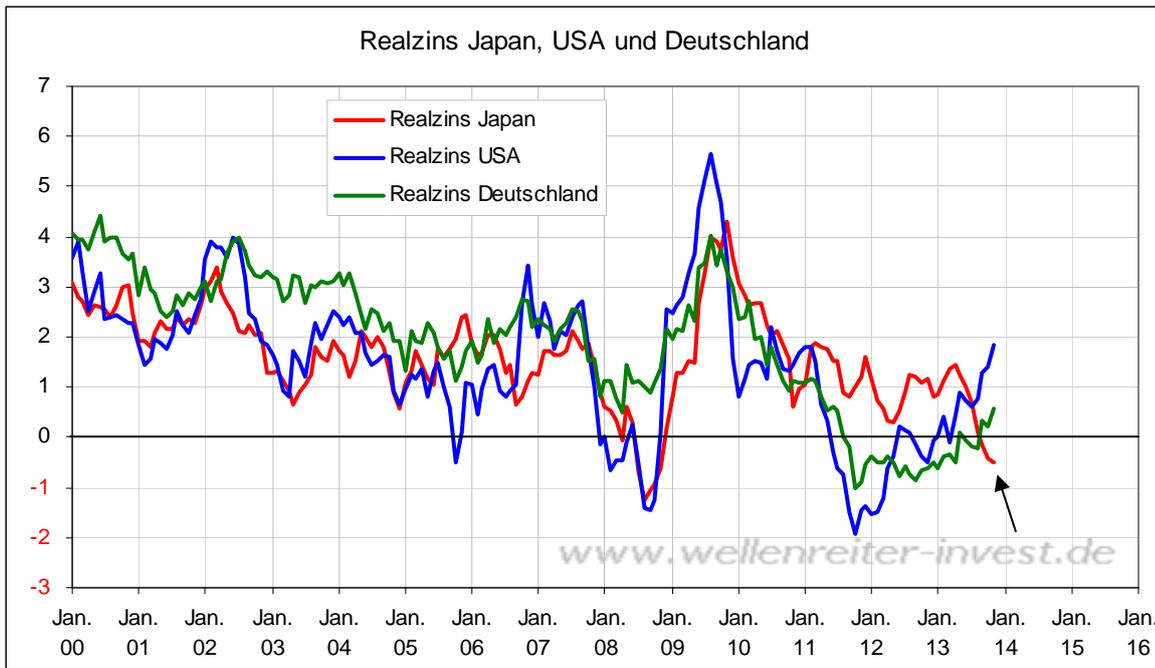


Abb. 2.22: Realzins, Japan, USA, Deutschland

Eine negative Realverzinsung benachteiligt die Sparer, weil das Ersparte durch eine über dem Zinssatz liegende Inflationsrate aufgezehrt wird. Die Staatsverschuldung wird hingegen real abgebaut. Der Staat jubelt, das Volk steht im Regen.

Wie wird der japanische Bürger auf die für ihn neue Situation einer negativen Realverzinsung reagieren? Aufgrund einer relativ alten Gesellschaft dürften viele Japaner risikoavers agieren. Ähnlich wie in Deutschland könnten Immobilien als Altersvorsorgeprodukt an Popularität gewinnen. Die demographische Entwicklung spricht zwar gegen einen lang anhaltenden Immobilienboom, aber ähnlich wie in Deutschland könnte eine deutliche Differenzierung bei der Preisentwicklung zwischen Großstädten und Peripherie einsetzen. Eine Verbesserung der Immobilienkonjunktur würde die wirtschaftliche Entwicklung Japans unterstützen.

Was sind Schlüsselpunkte für Japan in 2014? Es ist davon auszugehen, dass die japanische Regierung ihren Masterplan durchziehen wird, unterstützt von der japanischen Notenbank. Aufgrund der demografischen Struktur Japans sind in Bezug auf die Inflationsrate keine „Wunderdinge“ zu erwarten. Diese dürfte sich übers Jahr gesehen um die 2-Prozent-Marke bewegen, auch wenn sie im Gefolge der Steuererhöhung kurzfristig stärker steigen sollte. Ein weiter fallender Yen (steigender Dollar/Yen) würde die Inflationsneigung verstärken.

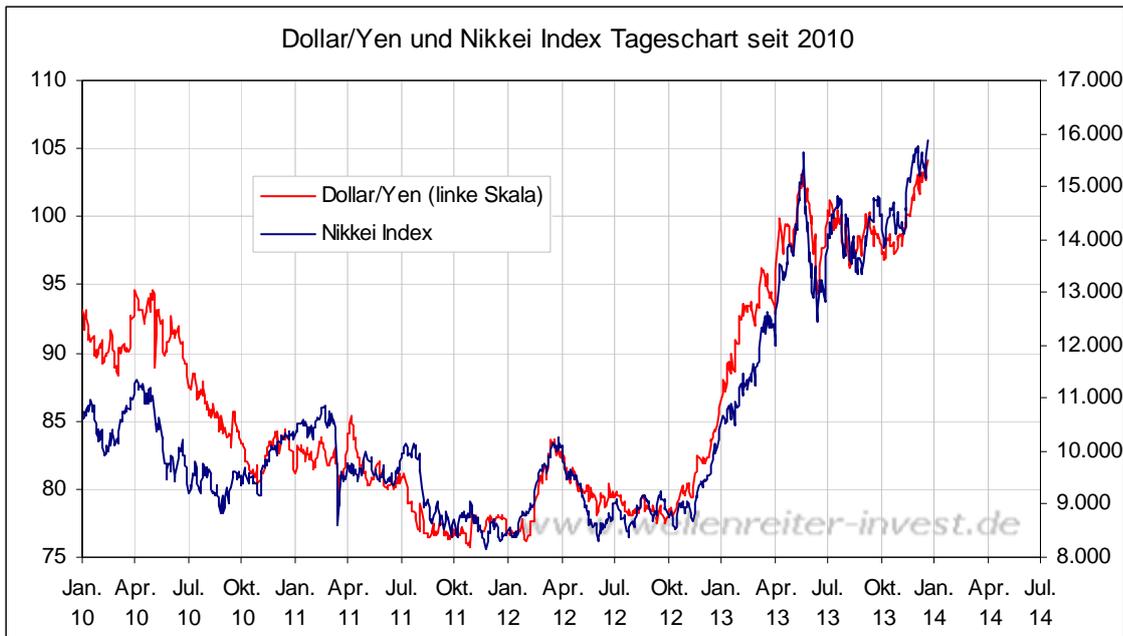


Abb. 2.23: Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart

Würde sich die Währungsabwertung fortsetzen (=steigender Dollar/Yen), müsste man für den Nikkei Index positiv bleiben. Der Dollar/Yen und der Nikkei Index bewegen sich seit zwei Jahren wie siamesische Zwillinge, eine Abkopplung des japanischen Aktienmarktes ist bisher ausgeblieben. Insofern gelingt der japanischen Regierung im ersten Schritt durch die Schwächung des Yens eine „Abwertungshausse“ am japanischen Aktienmarkt nach einer mehr als zwanzigjährigen Baisse. Da auch beim Goldpreis ab 2001 die erste Phase der Hausse primär mit einer Abwertungsphase des US-Dollars einherging, ist diese hohe Korrelation zwischen Währungsabwertung und Aktienmarkthausse per se kein Argument für ein Scheitern der Bewegung.

Die Entscheidung Ben Bernankes, ein Tapering in Aussicht zu stellen, führte ab Mai 2013 zu einer Kapitalflucht aus den BRIC-Staaten. Die Währungen fielen, so dass der Inflationsdruck anstieg. Zinserhöhungen wurden notwendig, um die Währungen zu stabilisieren. Diese Entwicklung war gerade in den beiden BRIC-Ländern Brasilien und Indien zu beobachten.

In Brasilien erhöhte die Notenbank den Leitzinssatz zuletzt 6-mal in Folge auf die runde Marke von 10 Prozent. Die Zinserhöhung führte zu einer Drosselung der Wirtschaftstätigkeit, da Investitionsentscheidungen bei höheren Zinsen aufgeschoben werden oder nicht mehr als rentabel erachtet werden. Zudem ist die brasilianische Wirtschaft vergleichsweise stark vom Landwirtschaftssektor abhängig, so dass die fallenden Rohstoffpreise für Kaffee oder Zucker das BIP zusätzlich bremsen. Die im Jahr 2010 durch die brasilianische Regierung eingeführte Steuer auf Staatsanlehenskäufe, die eine Verlangsamung der Kapitalströme nach Brasilien bewirken sollte,

wurde im Jahr 2013 wieder abgeschafft. Sie war nicht nur überflüssig geworden, sondern hatte sich ins Gegenteil verkehrt.

Im Jahr der Fußball-Weltmeisterschaft im eigenen Land muss die Notenbank ihren restriktiven Kurs zunächst beibehalten, um eine weitere Währungsabwertung und damit einem steigenden importierten Inflationsdruck entgegen zu wirken. Eine veränderte Politik dürfte erst im Jahresverlauf eintreten, wenn der Exit der US-Notenbank absolviert ist und die brasilianische Notenbank keine weiteren Mittelabflüsse mehr befürchtet. Die Ausgangslage in Brasilien verläuft genau entgegengesetzt zu den Japanern, die sich mehr Inflation wünschen.

In Indien ist die Situation ähnlich wie in Brasilien, da mehrere Schritte der Leitzinssatzerhöhung auf zuletzt 7,75% zu sinkenden Wachstumsaussichten geführt haben. Der neue Notenbankchef Raghuram Rajan sieht als Ziel seiner Politik vorrangig die Bekämpfung von Inflationsgefahren und hat damit zumindest kurzfristig weniger das Wachstum im Blick. Im Mai 2014 stehen in Indien Parlamentswahlen an, die neue Impulse für Indiens Wirtschaft bringen könnten.

Aufgrund der mangelnden wirtschaftlichen Performance haben sich Investoren in 2013 im großen Stil aus den Emerging Markets zurückgezogen. In der monatlichen globalen Fondsmanagerumfrage von Bank of America/Merrill Lynch zeigen die Fondsmanager eine Untergewichtung der BRIC-Staaten von 10% an, nachdem sie 12 Monate zuvor noch eine starke Übergewichtung besaßen. Daher ist anzunehmen, dass die Phase der Underperformance der BRIC-Staaten recht weit fortgeschritten ist. Der Auslöser für eine wieder positivere Entwicklung von zumindest einzelnen BRIC-Staaten wie Brasilien und Indien könnte eine Leitzinssatzsenkung einer Notenbank sein.

Fazit

In den letzten Monaten zog die Konjunktur in den USA deutlich an. Positives Momentum ist für Deutschland und Japan erkennbar. Angesichts der Indikatorenlage, die sich teilweise am oberen Anschlag befindet, erscheint es fraglich, ob dieser Schwung komplett im Jahr 2014 durchgehalten werden kann. Ein Aufbrechen einer neuen wirtschaftlichen Krise ist in Europa nicht in Sicht, insbesondere nicht in der Peripherie. Hingegen verliert die weltgrößte Volkswirtschaft (USA) an Unterstützung durch die Notenbank. Dies könnte sich – ähnlich wie im Japan der 1990er Jahre – negativ auf die Wirtschaftsentwicklung auswirken.

Die japanische Regierung beschreitet einen Weg des Experiments mit ungewissem Ausgang. Ein Einbruch Japans dürfte trotz der Mehrwertsteuererhöhung vermieden

werden können, da die Politik mit den beiden Komponenten Konjunkturprogramm und Notenbankkäufen sehr expansiv bleibt. Immobilien könnten sich – als Reaktion auf den negativen Realzins - höherer Nachfrage erfreuen. Ein Comeback der BRIC-Staaten mit mehr politischer Unterstützung erscheint zu Jahresbeginn unwahrscheinlich, ist aber für den Sommer denkbar, falls der „Exit“ der US-Notenbank absolviert sein sollte.

2.4 Inflation

Inflationsdruck entsteht bei steigenden Rohstoffpreisen und/oder bei einem engen Arbeitsmarkt. Die Rohstoffpreise fallen seit 2008 bzw. seit 2011. Arbeitskräfte sind in den Industrieländern ausreichend verfügbar. Erst wenn die Rohstoffpreise anziehen würden bzw. sich der Arbeitsmarkt enger gestalten würde, müsste man mit einem Anstieg des Inflationsdrucks rechnen. Auf dem Langfristchart ist seit den 1980er Jahren die Tendenz zu einer abnehmenden US-Inflationsrate zu erkennen (siehe Pfeil folgender Chart).

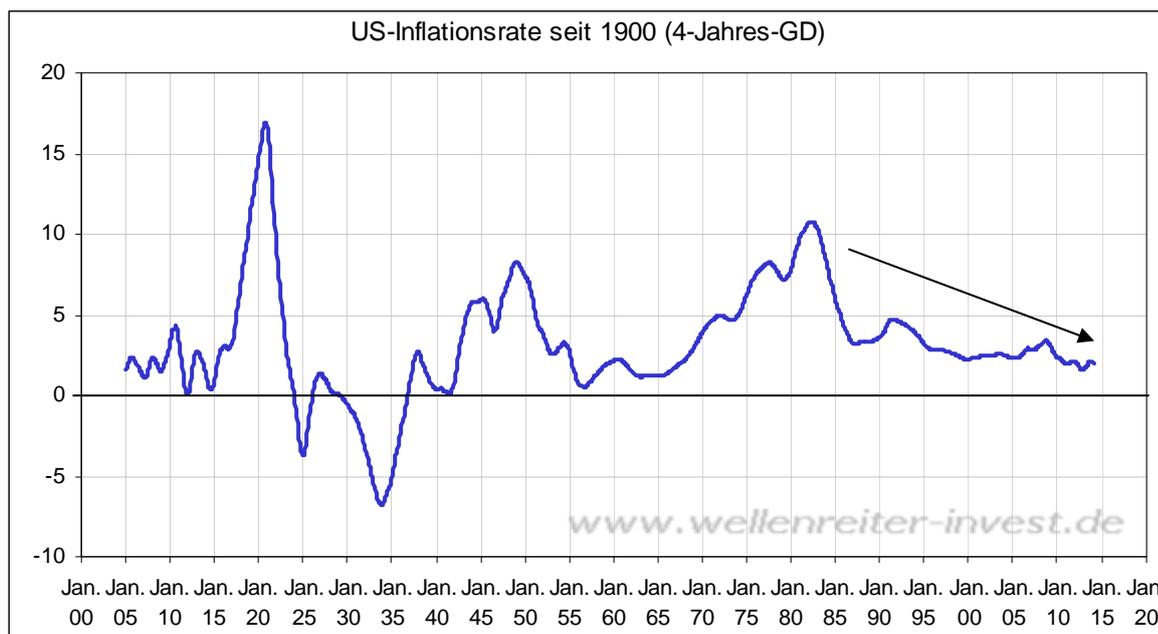


Abb. 2.24: US-Inflationsrate seit 1900

Die US-Inflationsrate zeigt einen Durchschnittswert für die vergangenen vier Jahre in Höhe von 2,0 Prozent an. In den Jahren 1995 bis 2007 notierte der Wert eine Etage höher bei etwa 2,5 Prozent. Die US-Zentralbank verlautbart ein Inflationsziel in Höhe von 2,0 Prozent mit einer „Überschussmöglichkeit“ auf 2,5 Prozent. Die Frage für die kommenden Jahre wird sein, ob die Fed in der Lage ist, sich gegen den Trend zu stemmen. Mag die Wirtschaft auch stimuliert werden: Die Inflation zieht bisher nicht mit.

Die globalen Inflationsdaten zeigen seit dem Jahr 2008 eine Abwärtstendenz. Die kurze Erholungsphase zwischen 2009 und 2011 brachte keine Trendumkehr.

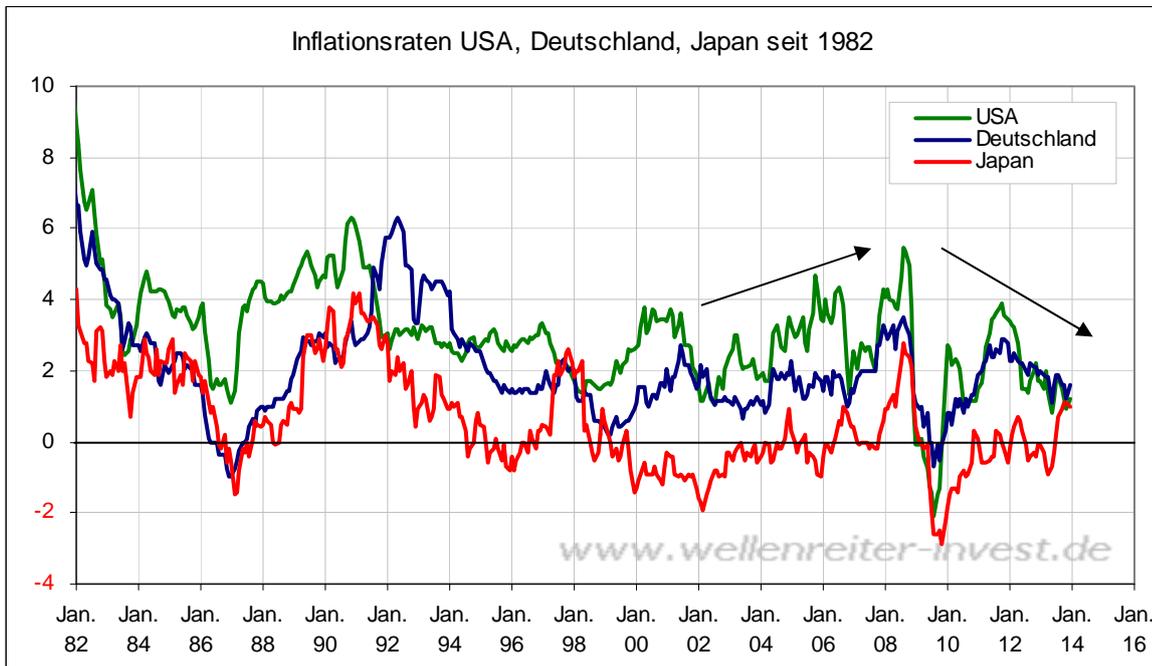


Abb. 2.25: Inflationsraten USA, Deutschland, Japan seit 1982

Japan bildet eine Ausnahme. Hier ist ein Währungsabwertungseffekt zu erkennen. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer im Jahr 1997 auf 5% führte zu einem temporären Anstieg der Inflationsrate auf bis zu 2,6%. Wir erwarten auch diesmal einen Anstieg in ähnlicher Größenordnung.

Weltweit gleichen sich die Inflationsraten wichtiger Staaten an. Dies ist auf dem folgenden Chart zu erkennen.

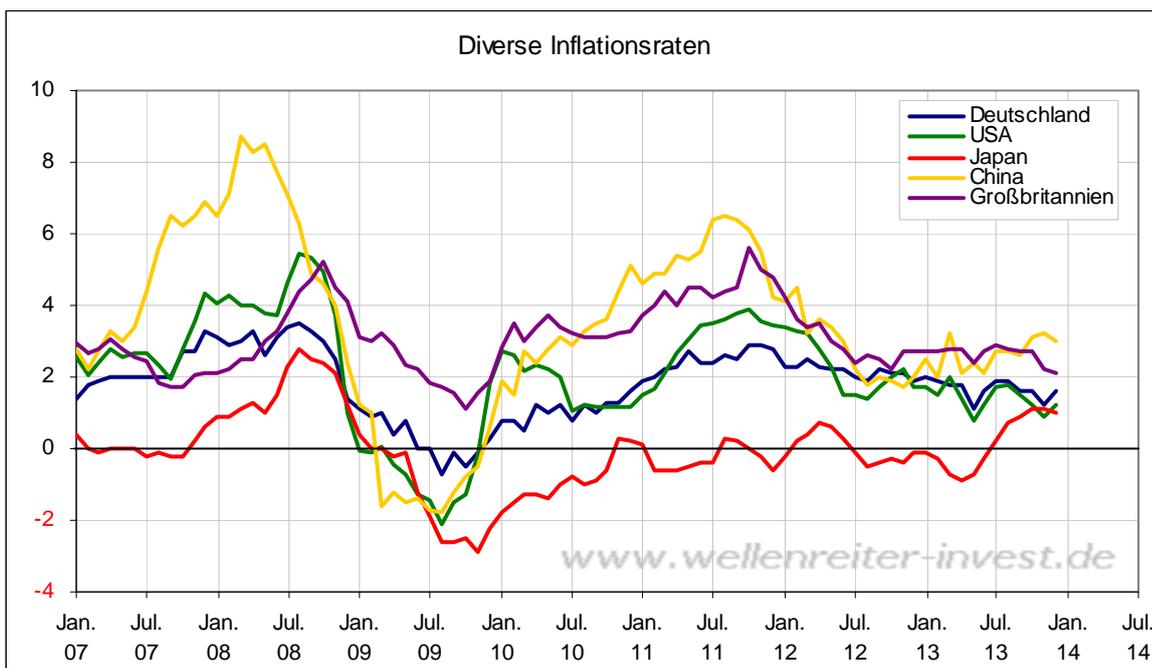


Abb. 2.26: Diverse Inflationsraten

Als wichtiger Inflationsindikator fungiert die Ratio der inflationsgeschützten zu normalen Anleihen. Die Ratio fällt seit Mai 2013 deutlich. Seit Ankündigung des „Tapering-Kurses“ von Ben Bernanke bilden sich damit die Inflationserwartungen der Investoren zurück. Vor dem Hintergrund der angekündigten FED-Politik dürfte ein Comeback der Inflationserwartungen erst im zweiten Halbjahr 2014 anstehen.

Ratio der inflationsgeschützten zu normalen Anleihen Wochenchart

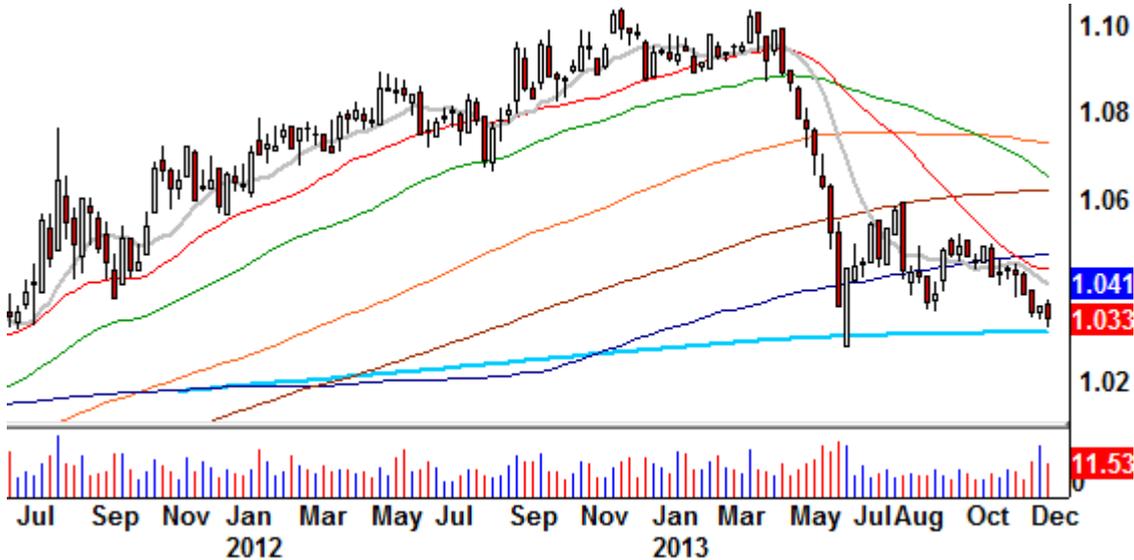


Abb. 2.27: Ratio inflationsgeschützte zu normalen Anleihen Wochenchart

Anfang des Jahres 2003 – als Deutschland als der kranke Mann Europas bezeichnet wurde – notierte die spanische Inflationsrate nahezu drei Prozent höher als die deutsche Inflationsrate. Seither verringerte sich die Differenz zwischen den beiden Inflationsraten stetig.

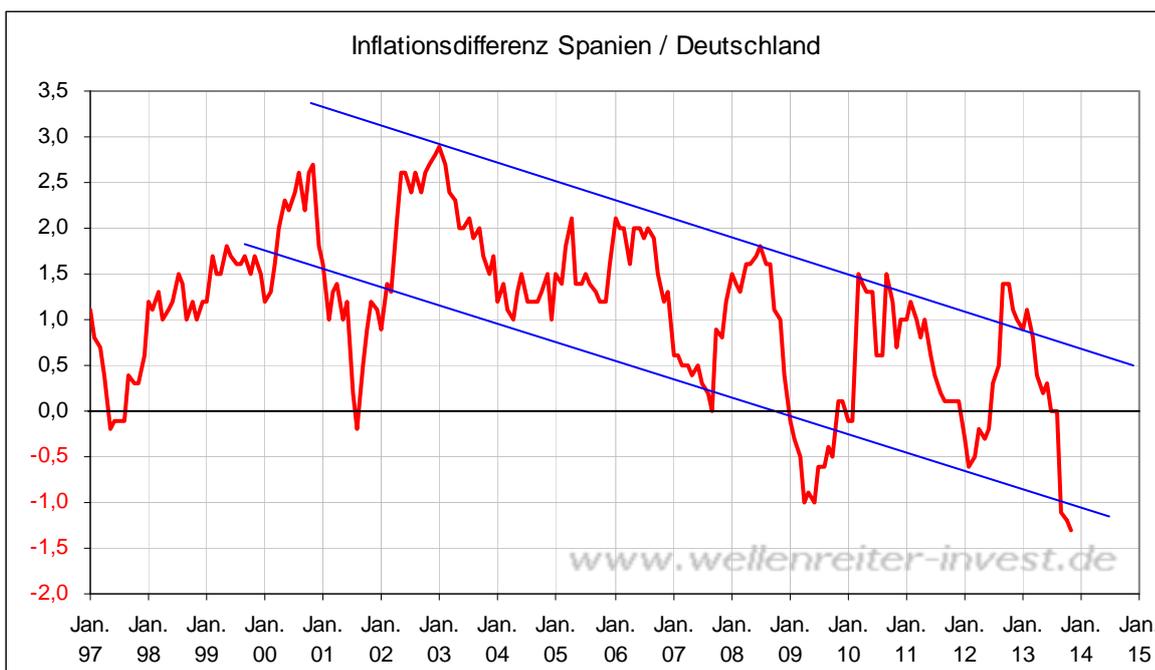


Abb. 2.28: Inflationsdifferenz Spanien/Deutschland

Mittlerweile ist eine Umkehrreaktion eingetreten. Die Inflationsrate Spaniens knabbert mit 0,3% an der Deflationsmarke, während die deutsche Inflationsrate bei 1,6% notiert. Ein derartiger Prozess ist als gesund zu bezeichnen. Die Wettbewerbsfähigkeit der Peripherie gegenüber Kerneuropa erhöht sich. Da beide Länder eine identische Währung besitzen und sich damit in einem Währungskorsett durch die Aufgabe einer eigenen Währung befinden, ist eine Verbesserung der Wettbewerbssituation nur durch die Entwicklung der internen Preise möglich. Daher sollte die Inflationsdifferenz zwischen Spanien und Deutschland übergeordnet negativ bleiben.

Fazit

Die Inflationsrate wird von den Rohstoffpreisen einerseits und dem Aggregatzustand des Arbeitsmarktes andererseits bestimmt. Bisher ist der Arbeitsmarkt nicht „eng“ genug, um die Löhne wieder stärker steigen zu lassen. Für die Unternehmen mag diese Entwicklung auf der Kostenseite auf den ersten Blick positiv sein. Andererseits stellt diese Entwicklung einen Hemmschuh für die nominale Wirtschaftstätigkeit dar. Unternehmen, die nicht in der Lage sind, Preissteigerungen durchzudrücken, haben nur dann eine Chance auf die Verbesserung der Marge, wenn sie auf der Kosten- bzw. Zuliefererseite sparen können. Solange die Rohstoffpreise noch fallen, mag dies angehen. Würden die Rohstoffpreise steigen, müssten die Unternehmen bei den Arbeitskosten sparen. Diese wiederum würde die Nachfrage einschränken. Eine Umkehr der deflatorischen Entwicklung ist bisher nicht erkennbar. Wir erwarten den Beginn einer Tendenz in Richtung mehr Inflation nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2014.

2.5 Notenbankpolitik

Die Ankaufprogramme der Zentralbanken werden sukzessive heruntergefahren. Die EZB beließ es bei verbalen Ankündigungen, Großbritannien beendete sein Programm bereits vor 12 Monaten auf einem Niveau von 375 Mrd Pfund. Die Fed beschloss auf ihrer Dezember-Sitzung die Reduzierung ihres Anleihenkaufprogramms um 10 Mrd. US-Dollar pro Monat ab Januar 2014 und plant weitere Kürzungen. Ende Januar 2014 wird ein weiterer Schritt von 10 Mrd. US-Dollar folgen. Danach obliegen die weiteren Schritte des Ausstiegs der US-Notenbank unter Führung von Janet Yellen. Nur die Bank of Japan - als Nachzügler - wird in 2014 das Gaspedal durchdrücken und ihr Kaufvolumen pro Monat konstant halten.

Es handelt sich um den dritten Versuch der US-Notenbank, ein QE-Programm zu beenden. In Erinnerung zu rufen sind die Determinanten des „Exits“ – eine Arbeitslosenquote von 6,5% und eine Inflationsrate von 2,5%. Die „Forward Guidance“ wurde auf der Dezember-Sitzung ergänzt. Die Arbeitslosenquote könne „deutlich“ unter 6,5% fallen, ohne dass die Fed die Nullzinspolitik aufgäbe, so die Fed.

Die neue Notenbankpräsidentin Janet Yellen betritt im hundertsten Jahr der Gründung der Fed die Bühne. Janet Yellen ist mit George Akerlof verheiratet. Akerlof wurde im Jahr 2001 der Nobelpreis in Wirtschaftswissenschaften für das Verhalten von Informationen und Märkten verliehen. Die Kommunikation nach außen ist für Yellen ein wichtiger Baustein der Notenbankpolitik. In ihrer beruflichen Laufbahn ist ihr ein zu großer Zinsschritt Alan Greenspans als größter Fehler in Erinnerung geblieben. Unter ihrer Führung ist eine sukzessive Politik der kleinen Schritte zu erwarten.

Die Fed ist dem sogenannten dualen Mandat verpflichtet: Sie soll gleichzeitig für eine niedrige Inflationsrate und eine hohe Beschäftigungsrate sorgen. Yellen priorisiert den Arbeitsmarkt. Daher werden Veränderungen der monatlichen Arbeitsmarktdaten bei den Investoren im Jahr 2014 eine hohe Aufmerksamkeit genießen.

Momentan existieren zwei Ankaufprogramme mit einem monatlichen Volumen von 75 Mrd. US-Dollar. Für Hypothekensanleihen gibt die Fed monatlich 35 Mrd. Dollar aus, für US-Staatsanleihen werden 40 Mrd. Dollar aufgebracht. Im Gegensatz zu den festen Terminen bei QE 1+2 hat die US-Notenbank einen viel größeren Spielraum bei ihrer Vorgehensweise.

Diese Freiheit des Handelns bedeutet für die US-Notenbank, dass sie im Ausstieg behutsam vorgehen und die Schritte der Datenlage anpassen kann. Die US-Notenbank

hat ein großes Interesse daran, einen zu deutlichen Zinsanstieg am langen Ende zu verhindern. Verfolgt Yellen eine Politik der kleinen Schritte – um 10 Mrd. pro Sitzung – dann wäre der letzte Schritt erst im Oktober 2014 vollzogen. Würde das Tempo angezogen – Reduktion auf 15 Mrd. pro Sitzung (März, April, Juni) –, dann würde der finale Schritt (20 Mrd.) bereits Ende Juli erfolgen. Ein Auslaufen des QE-Programms ist entweder Ende des zweiten oder Ende des dritten Quartals 2014 wahrscheinlich.

Die Reduzierung der US-Staatsanleihenkäufe muss auch deshalb forciert werden, weil die erwartete Neuverschuldung Amerikas in 2014 gegenüber den Vorjahren weiter sinken wird und die US-Notenbank sonst nahezu die komplette Neuverschuldung aufkaufen würde. Der Ausstieg aus den Staatsanleihenkäufen ist eine Sache, das Ende der Nullzinspolitik eine andere. Nachdem im Dezember 2013 der Taperingprozess begonnen wurde, dürfte sich die Diskussion in 2014 zunehmend auf das Enddatum der Nullzinspolitik verlagern.

Anhand der historischen Entwicklung von Zinsanhebungszyklen lässt sich der Punkt erkennen, an dem die Fed üblicherweise erste Zinserhöhungen durchführt.

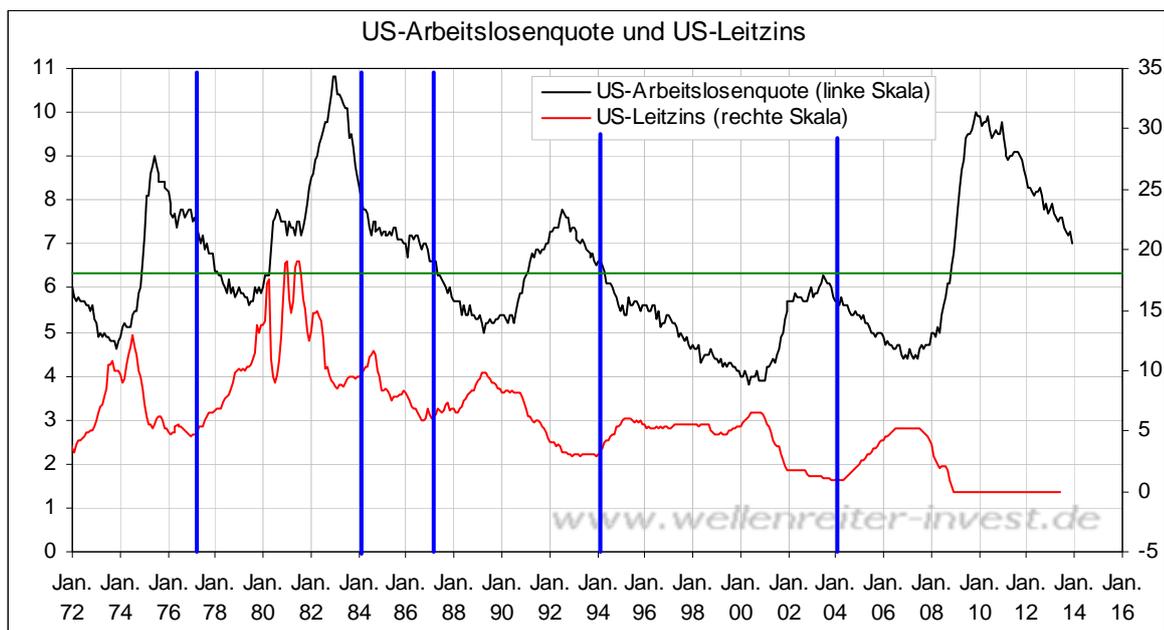


Abb. 2.29: US-Arbeitslosenquote und US-Leitzins

Die blauen Linien auf dem obigen Chart bezeichnen die Zeitpunkte, an denen die Fed erste Zinserhöhungen vorgenommen hat. In den 1970er Jahren wurden die Zinsen bei Arbeitslosenquoten von 7,5 bis 8,0 Prozent angehoben. Die restlichen drei Markierungen bezeichnen Arbeitslosenquoten zwischen 5,8 und 6,5 Prozent. Danach erscheint es plausibel, wenn die Fed die Nullzinspolitik im Rahmen dieser Spanne beendet. Würde das Tempo des Rückgangs der US-Arbeitslosenrate beibehalten, dann wäre ein Rückgang auf das Niveau von 6,5% noch im zweiten Halbjahr 2014 zu erwarten.

Die effektive Fed Funds Rate schwankt seit Beginn der Nullzinspolitik (Ende 2008) zwischen 0,07 und 0,23 Prozent.

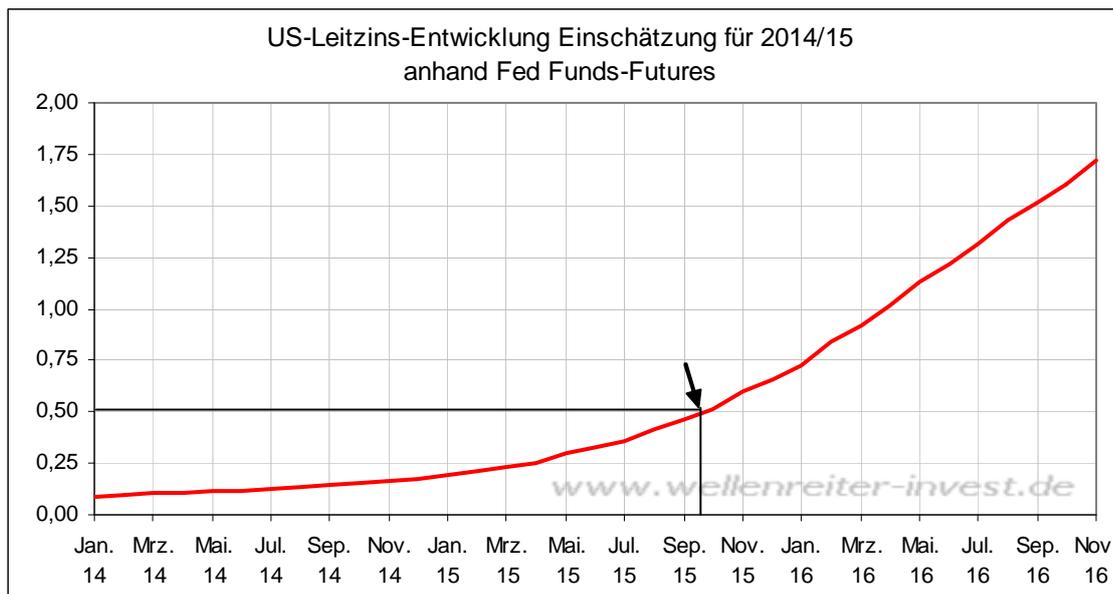


Abb. 2.30: US-Leitzinsentwicklung anhand Fed-Funds-Futures

Ein erster Zinserhöhungsschritt würde demnach bei einer Leitzinserhöhung auf 0,50 Prozent als solcher wahrgenommen werden. Anhand der Fed-Funds-Futures lässt der erwartete Zeitpunkt einer ersten Zinserhöhung ablesen. Aktuell erwarten die Marktteilnehmer einen ersten Schritt für Oktober 2015. Diese Erwartungshaltung wird sich im Laufe des Jahres 2014 in Abhängigkeit von Arbeitsmarkt und von den Inflationserwartungen verändern. Aufgrund der „Forward Guidance“ der US-Notenbank ist der Beginn eines Zinserhöhungszyklus in 2014 nicht zu erwarten.

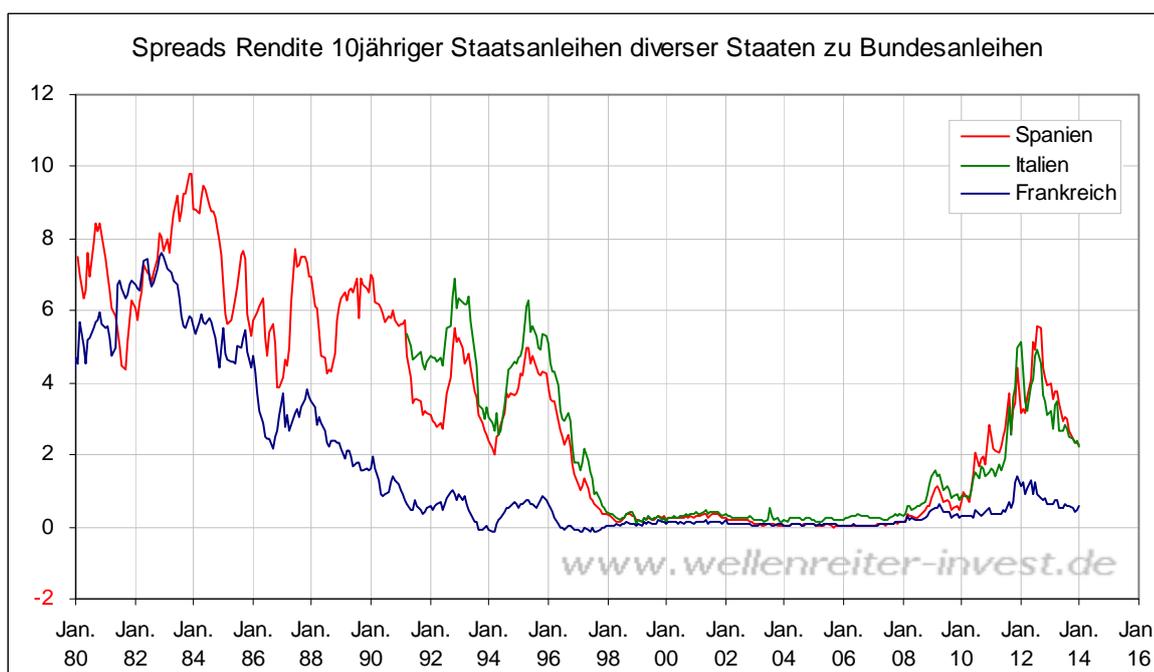


Abb. 2.31: Spreads Rendite 10jähriger Staatsanleihen diverser Staaten zu Bundesanleihen

Die Europäische Zentralbank dürfte mit der Trendrichtung bei der Entwicklung der Renditespreads der Peripherie zur Rendite deutscher Staatsanleihen im Jahr 2013 zufrieden sein. Für Spanien und Italien verringerten sich die Spreads von über 5,0 auf aktuell 2,25 Prozentpunkte (oberer Chart).

Allerdings sind die Kreditbeschaffungskosten für deutsche Firmen weiterhin günstiger als für spanische und italienische Unternehmen. Die absolute Höhe der Zinsspreads wird von der EZB um Mario Draghi weiterhin als zu hoch angesehen, da sie die wirtschaftliche Erholung in Europa bremst. Ein weiterer Langfristender für die europäischen Banken wäre daher ein potentieller Schritt, um den Zinsspread weiter abzusenken. Sieht man die Entwicklung des Renditespreads zwischen Deutschland und Spanien als Gauß'sche Glocke, dann müsste der Zinsspread in den Bereich von ein Prozent fallen.

Auch nicht zufrieden sein kann die EZB mit der Entwicklung der Target-2-Salden. Der Abbau des Target2-Saldo fällt hinter den Rückgang des Renditespreads zurück.

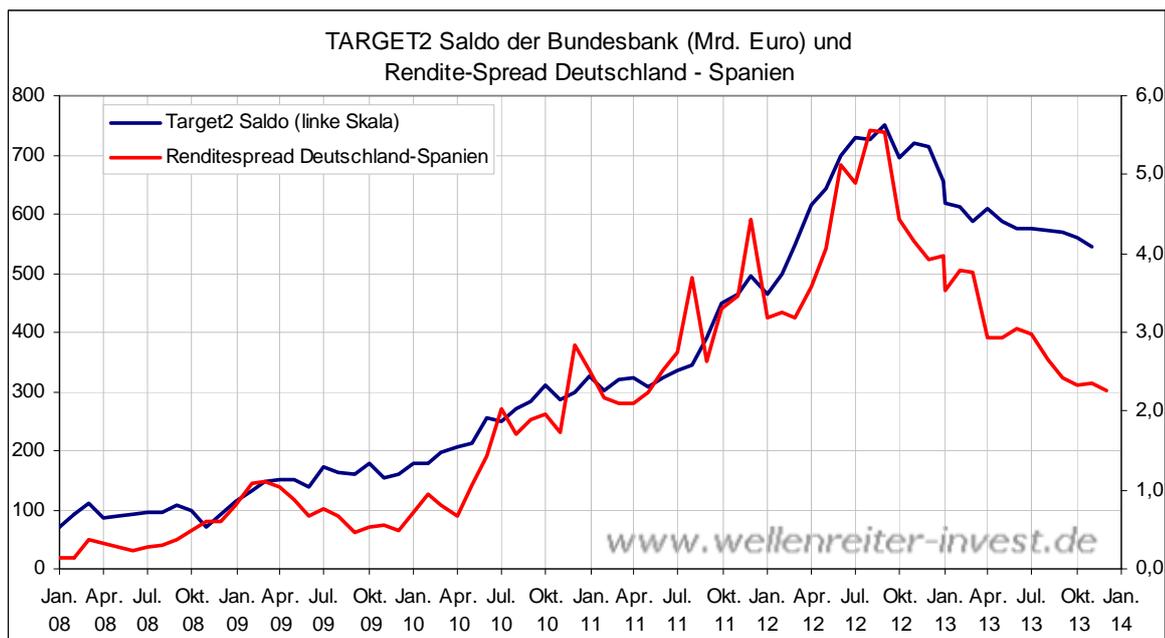


Abb. 2.32: Target 2 Saldo der Bundesbank und Rendite Spread Deutschland - Spanien

Von einer Normalisierung des Zahlungsverkehrs zwischen Kern- und Peripherieeuropa kann vorerst nicht die Rede sein.

Fazit

Die Notenbanken der großen Industriestaaten lassen sich viel Zeit mit einer Normalisierung der kurzfristigen Zinsen und fahren ihre Unterstützungspolitik nur langsam zurück. Die Entscheidung der US-Notenbank, das QE 3-Programm sukzessive zu beenden, ist eine beschlossene Sache, alleine das Tempo und damit der zeitliche Endpunkt sind noch als offen anzusehen. Die EZB dürfte mit einem neuen Langfristender noch einmal unterstützend eingreifen, um den Zinsspread Deutschlands zu den primär südeuropäischen Peripheriestaaten zu reduzieren. Die größte Unterstützung ist von der japanischen Notenbank in 2014 zu erwarten, die an ihrer Politik festhalten sollte.

3. Der Anleihemarkt

3.1 Übersicht

Die letzten 10 Jahre waren durch ein starkes Wachstum der Staatsverschuldung in den USA gekennzeichnet. Die Staatsverschuldung – die Schulden des Zentralstaates, der Länder, der Gemeinden und Kommunen sowie der Sozialversicherungen – wuchs von 6,7 Bio. US-Dollar (2003) auf ca. 17,2 Bio US-Dollar (Schätzung für 2013). Die Entwicklung der Staatsverschuldung stand in den letzten Jahren auch durch die immer wieder zu beobachtenden Streitigkeiten um Haushalte und Anhebungen des Schuldenlimits in den USA im medialen Fokus. Der Bereich der Staatsschulden stellt aber nur einen Teil der Schulden und somit auch nur einen Teil des US-Anleihemarktes dar.

Der US-Anleihemarkt besitzt ein Volumen von knapp 40 Bio. US-Dollar. Das größte Segment stellt der US-Staatsanleihenmarkt dar. Der Wert der ausstehenden US-Bonds beläuft sich auf 11,7 Bio. US-Dollar (rote Linie folgender Chart). Er hat sich in den letzten 10 Jahren beinahe vervierfacht.

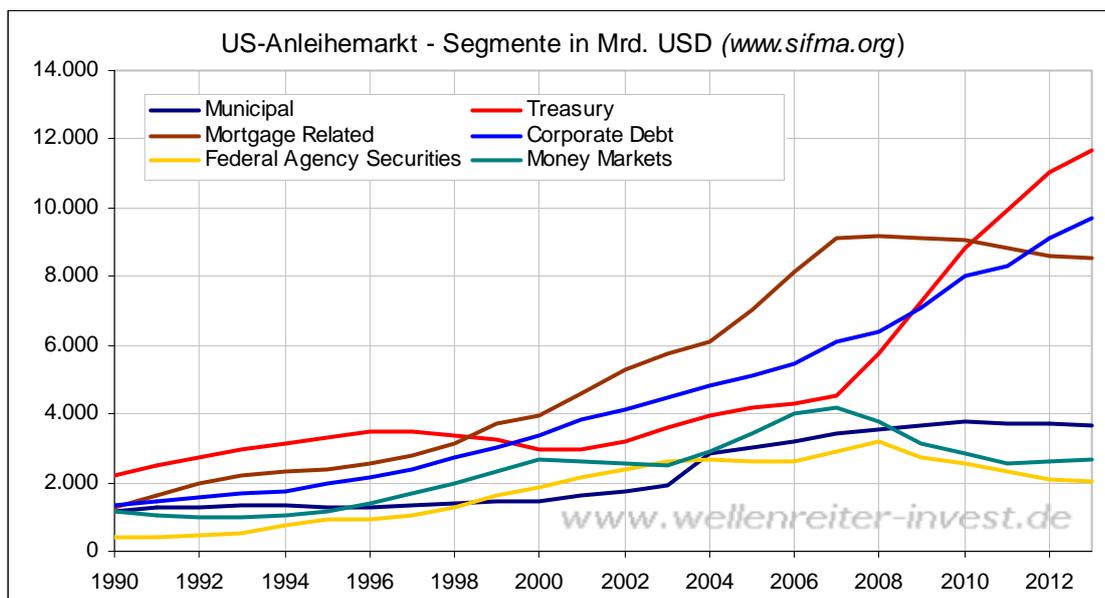


Abb. 3.1: US-Anleihemarkt – Segmente

Als zweitgrößte Position etabliert sich der US-Markt für Unternehmensanleihen (blaue Linie), der sehr kontinuierlich an Größe gewinnt. In den USA sind Anleihen das Hauptrefinanzierungsmittel für Unternehmen. In Deutschland wird der konventionelle Weg (Kreditfinanzierung) bevorzugt. An dritter Stelle liegt mittlerweile nur noch der Bereich der Hypothekenanleihen, der zwischen 1999 und 2010 noch das größte Segment am US-Anleihenmarkt darstellte. Seit 2007 ist der Markt in absoluten Zahlen leicht rückläufig. Der Ausbruch der Finanzkrise beendete das starke Wachstum der Hypothekenanleihen und führte zu einem starken Wachstum der Ausgabe an Staatsanleihen.

Dieses Wachstum sollte sich in der Zukunft deutlich abschwächen, so dass eine Reduzierung des Ausgabevolumens von US-Staatsanleihen zu erwarten ist. Gemäß den Projektionen des Congressional Budget Office (CBO; US-Haushaltsagentur) nimmt die US-Staatsverschuldung in den kommenden Jahren langsamer zu als bisher. Die geplante US-Neuverschuldung wird vom CBO für 2013 auf 642 Mrd., für 2014 auf 560 Mrd. und für 2015 auf 388 Mrd. US-Dollar geschätzt.

3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen

Dem Verhalten der US-Staatsanleihen dürfte eine Schlüsselrolle für das Finanz- und Wirtschaftsjahr 2014 zukommen. Hinweise auf steigende Renditen geben ein positives Wachstumsumfeld, ein intakter „Risk on“-Zyklus, das zyklische Trendwechsellmuster sowie ein intakter Aufwärtstrend im Dollar/Yen. Als negative Einflussfaktoren lassen sich der sukzessive Verlust der Stimulanz der Fed, das Umfeld mit Inflationsraten um 1 Prozent sowie ein deutliche gespanntes Gummiband zwischen Zinsen am kurzen und am langen Ende anführen.

Im übergeordneten Trendbild zeigt sich der 30-Jahres-Zyklus der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen als stabiles Muster. Hoch- und Tiefpunkte wechseln sich seit zweihundert Jahren in regelmäßiger Reihenfolge ab (folgender Chart).

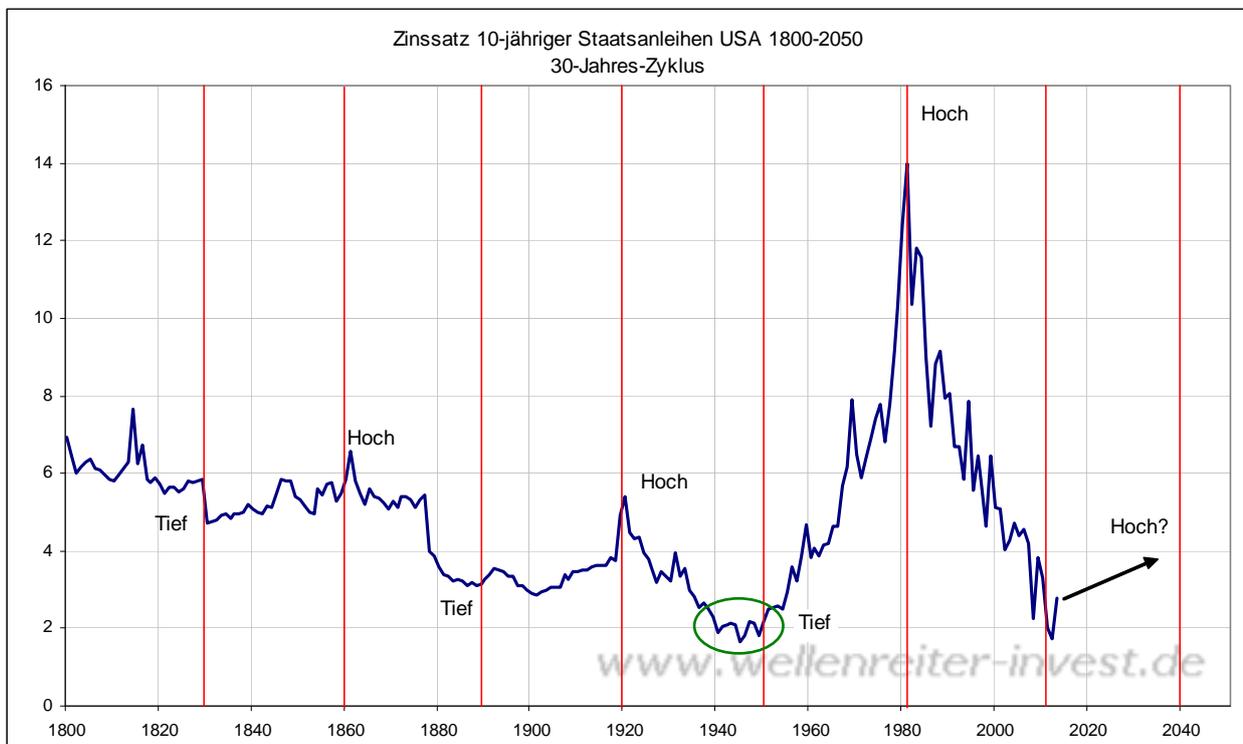


Abb. 3.2: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800

Danach würden die Renditen in den kommenden Jahren bis etwa 2040 steigen. Wie gestaltet sich ein solcher Anstieg? Grundsätzlich in Frage kommen die Varianten „kontinuierlicher Anstieg“ wie in den 1950er Jahren oder eine langfristige Bodenbildung mit temporären Anstiegen, die wieder korrigiert werden a la Japan.

Die Renditen deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen folgen bisher auffällig der zweiten Variante, nämlich dem um zehn Jahre zeitversetzten Renditemuster Japans (siehe Pfeil folgender Chart). Wir schrieben im Ausblick für das Jahr 2013: „Wenn es nach diesem Muster ginge, würde das absolute Zinstief im zweiten Quartal 2013 markiert werden.“

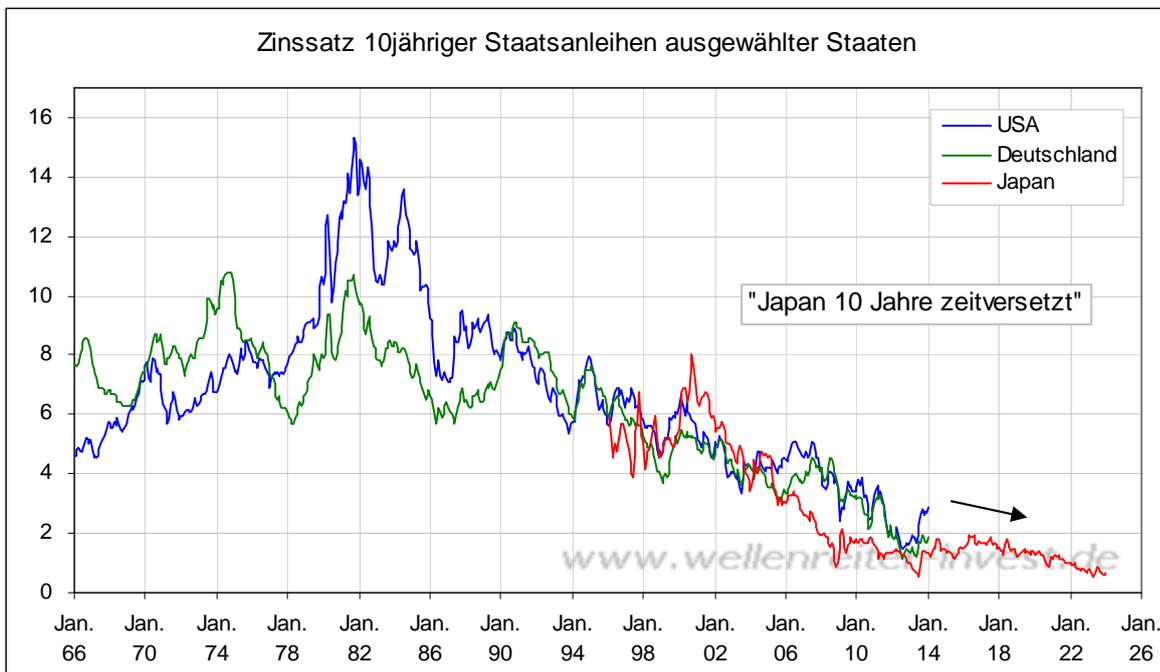


Abb. 3.3: Zinssätze USA, Deutschland; Japan 10 Jahre zeitversetzt

Tatsächlich wurde Anfang Mai 2013 zwar nicht das absolute, aber doch ein wichtiges sekundäres Renditetief verzeichnet. Das absolute Zinstief für den aktuellen Zyklus stammt aus dem Juli 2012. Würde sich dieser Chartverlauf fortsetzen, so würde sich der Renditeanstieg nur noch bis zum Ende des ersten Halbjahres fortsetzen, bevor wieder sinkende Renditen zu erwarten wären. Per Saldo würde das Jahr 2014 als ein Seitwärtsjahr in die Geschichte eingehen.

Für die Fortsetzung dieser Variante spricht, dass die Zentralbanken angesichts der hohen Staatsverschuldung alles daran setzen werden, die Zinsen niedrig zu halten. Die Zentralbanken fürchten steigende Zinsen derzeit mehr als eine Deflation.

Nehmen wir dennoch für einen Moment ein Szenario steigender Renditen für das Jahr 2014 an. Ein Renditeanstieg würde den Realzins noch positiver gestalten. Für Gold und

Silber würde ein solches Szenario die Fortsetzung des Abwärtstrends bedeuten. Steigende Renditen würden den „Risk-On“-Modus aufrechterhalten, könnten aber dazu führen, dass die Aktienmärkte – analog zum Jahr 1994 – ins Stottern geraten.

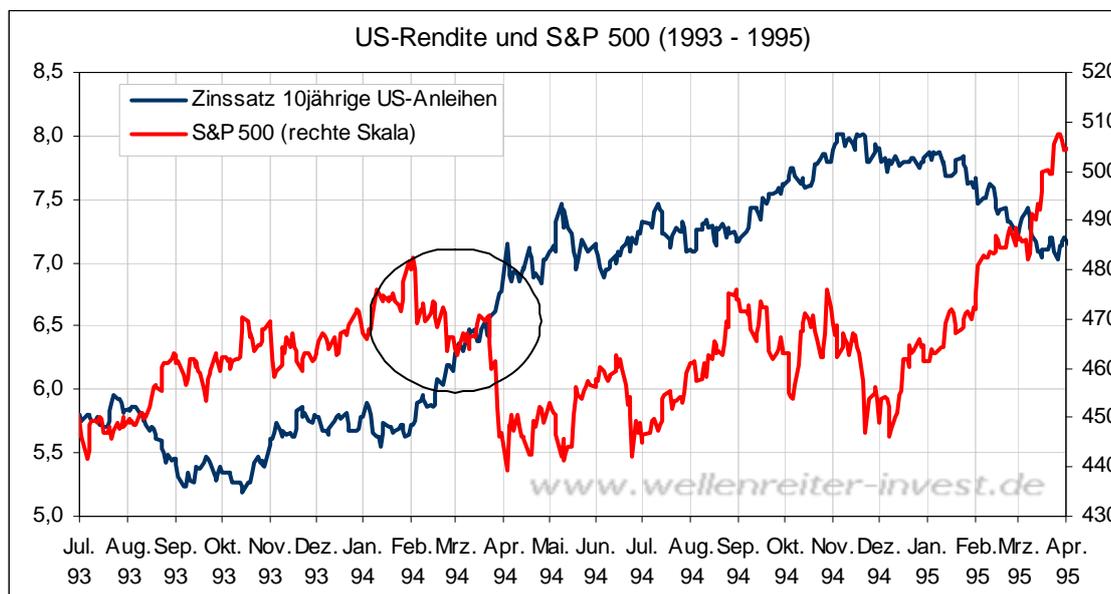


Abb. 3.4: US-Rendite und S&P 500 1993 - 1995

Das Jahr 1994 war – genauso wie das Jahr 2014 eines ist – ein Zwischenwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Vor 20 Jahren löste der Anstieg des Zinssatzes der zehnjährigen Anleihen über die runde Marke von 6 Prozent eine Trendphase steigender Zinsen bis Anfang April aus. In dieser Zeitphase fand die eigentliche Preiskorrektur des S&P 500 statt. Der weitere Renditeanstieg ab September 1994 führte nicht mehr zu neuen Bewegungstiefs des S&P 500. Als die Rendite ab Anfang 1995 sukzessive zu sinken begann, stieg der S&P 500 deutlich an. In 2014 könnte ein Anstieg der zehnjährigen Rendite über die runde Marke von 3 Prozent zu einer solchen Preiskorrektur am Aktienmarkt führen.

Wie hoch könnten die Zinsen steigen? Renditen wie im Jahr 1994 erscheinen unter den aktuellen Bedingungen utopisch. Denn die maximale Spanne zwischen 30jährigen und 3monatigen Anleihen betrug in den vergangenen 100 Jahren 4,5 Prozentpunkte (rote Linie folgender Chart).

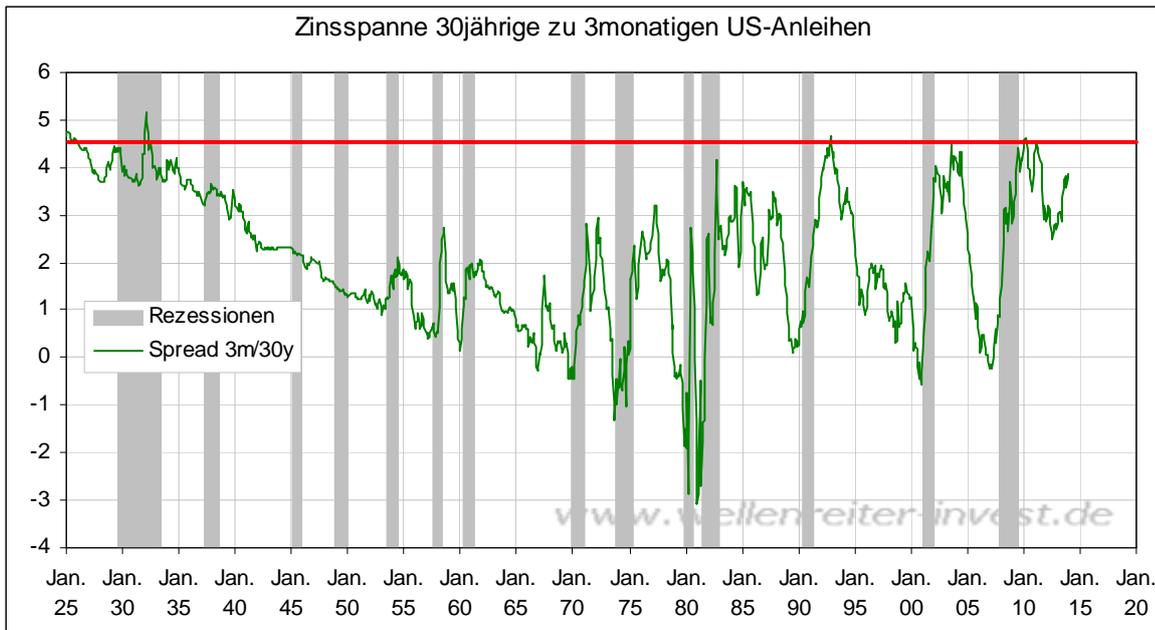


Abb. 3.5: Zinsspanne 30jährige zu dreimonatigen US-Anleihen

Die Rendite der 3-Monats-Anleihen notiert bei 0,07 Prozent. Die Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen beläuft sich auf 3,95 Prozent. Die Differenz beträgt 3,88 Prozentpunkte. Da die Fed in ihrer „Forward Guidance“ betont, dass sie ihre Nullzinspolitik bis (Ende) 2015 fortsetzen möchte, können die Renditen am langen Ende im Jahr 2014 nicht nennenswert über 4,5 Prozent steigen. Die niedrigen Zinsen am kurzen Ende begrenzen den Anstieg der Rendite am langen Ende. Es bleibt ein Restpotential im Bereich von 0,6 bis 0,7 Prozentpunkten. Für die Rendite der 10jährigen US-Anleihen lässt sich ein Restpotential von 0,7 bis 0,8 Prozentpunkte ansetzen.

Ein interessantes Thema ist die Beschäftigung mit der Frage, ob ein vorauslaufender Indikator für die Renditeentwicklung existiert. Die Welt wird von „Risk-on“ und „Risk-off“-Wellen dominiert. Im Jahr 2013 wurde überwiegend das Risiko gesucht.

Grundsätzlich sind die Kursveränderungen im Dollar/Yen ein recht guter Ratgeber im Bezug auf das Risikoverhalten der Anleger. Ab der Mitte des Jahres 2007 gab der Dollar/Yen deutlich nach. (siehe Pfeil folgender Chart).

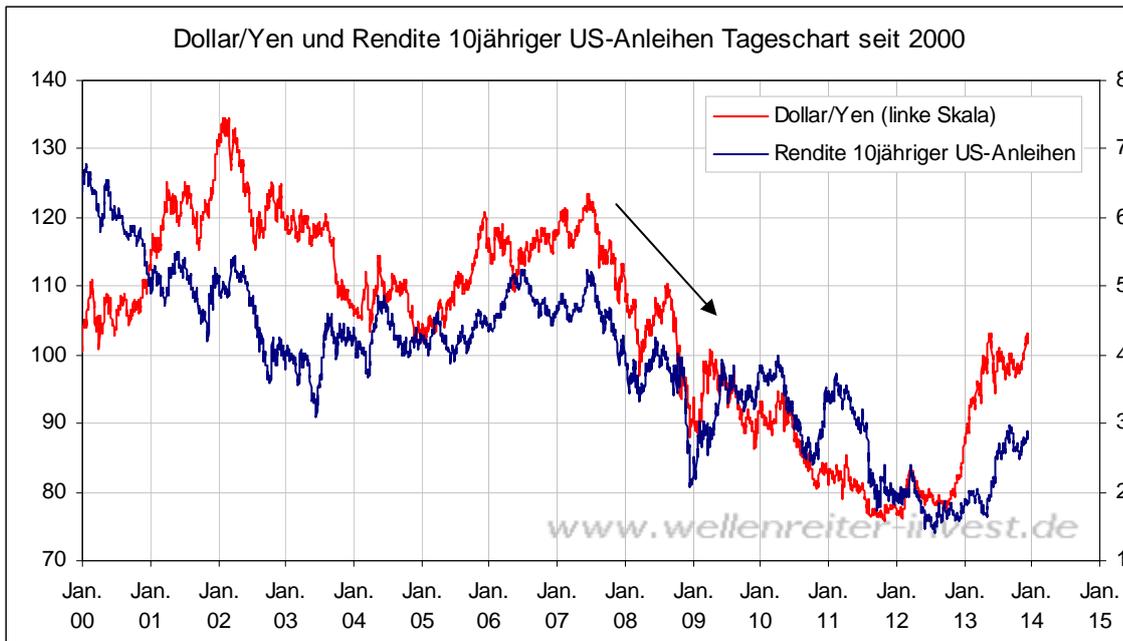


Abb. 3.6: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart

Die Währung signalisierte damals einen Wechsel im Verhalten der Anleger von „Risk-on“ zu „Risk-off“. Ende des Jahres 2011 begann sich dieser Trend umzukehren: Die Investoren drängten vom Yen in den US-Dollar. Zuerst zögerlich, seit dem vierten Quartal 2012 deutlich. „Risk on“ war zurück. In einem solchen Umfeld fallen die Anleihen (die Renditen steigen). Die Investoren rotieren von Anleihen in Aktien.

Die zehnjährige Rendite befindet sich übergeordnet weiterhin im Abwärtstrend, die Trendlinie der Hochpunkte der Jahre 2000 und 2007 liegt mittlerweile knapp unterhalb von 4 Prozent und sinkt im Laufe des Jahres 2014 in den Bereich von 3,7-8 Prozent.



Abb. 3.7: Rendite 10jähriger US-Anleihen

Als starke Horizontalwiderstände sind die runde Marke von 4 Prozent, die den Hochpunkten von 2009 und 2010 entspricht, sowie der Bereich von 3,75-80 Prozent als Hochpunkt des Jahres 2011 anzusehen. Daher ergibt sich im Bereich 3,75-80 Prozent für 2014 ein sehr starker Widerstand, der den Renditeanstieg stoppen sollte (siehe Pfeile).

Auf der Unterseite besitzt der Bereich um 2,40 Prozent eine starke Bedeutung, da er den Tiefpunkten 2010 sowie dem Renditehoch von 2012 entspricht. Dieses Niveau wurde in 2013 im Rahmen eines Pullbacks noch einmal von oben getestet. Der Verlauf der Jahre 2011-13 sieht wie eine Tassen-Formation aus, die zur Vollendung einen Anstieg bis in den Bereich 3,75-80 Prozent benötigt, bevor ein Rücksetzer die Ausbildung eines rechten Henkels ermöglicht. Eine solche langfristige Trendwendeformation hätte für den Zeitraum der Jahre 2015 ff. die Bedeutung eines generellen Renditeanstiegs. In einem solchen Fall würde sich die Entwicklung der US-Anleihen vom japanischen Renditepfad (Abb. 3.3) abkoppeln.

Einer der Faktoren, der für fallende Zinsen (steigende Anleihen) spricht, ist der sukzessive Verlust der Stimulanz durch die Fed. Der Ankauf von US-Staatsanleihen seitens der Fed geschah mit der Absicht, die Zinsen niedrig halten zu wollen. Wie der folgende Chart zeigt, geschah stets das Gegenteil.

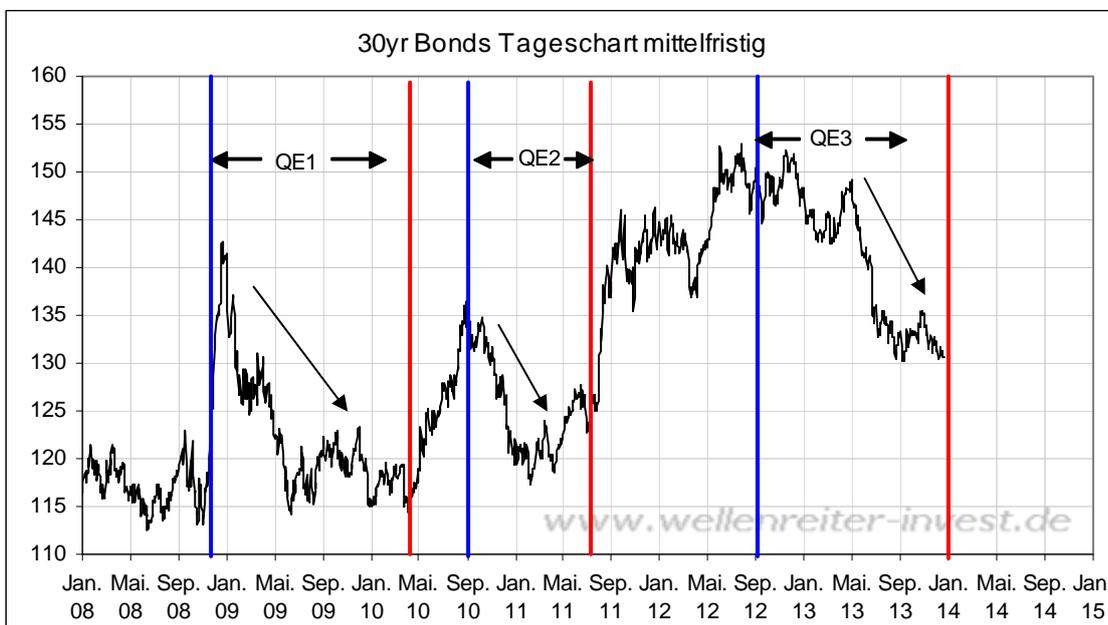


Abb. 3.8: 30jährige US-Bonds und QE

Die letzte rote Linie auf dem obigen Chart bezeichnet nicht das Ende von QE3, sondern den Beginn des Taperingprozesses im Januar 2014.

In QE-Phasen fielen die Bonds (siehe Pfeil obiger Chart; gleichbedeutend mit steigenden Renditen). Die Ausbildung eines Bodens begann jeweils einige Monate vor dem -

vorab festgelegten – Programmende. Nach dem Ende des Programms (rote Linien) begannen die Bonds jeweils deutlich zu steigen. Diese an sich widersinnige Bewegung erklärt sich aus dem Umstand, dass das abrupte Ende der ersten beiden Anleihenkaufprogramme jeweils zu einer Eintrübung der Konjunktur führte. Die Investoren verfolgten daher eine „Risk off“-Strategie.

Werfen wir einen Blick auf die oberen Toppingformationen. Wir erkennen bei QE 3 ein abweichendes Muster. Bei QE1 und QE2 bildeten sich kleine Tannenbaumformationen aus, die jeweils während einer QE-Phase komplett korrigiert wurden. Erst am Ende der QE-Phase stiegen die Anleihen wieder. Bei QE 3 ist die Toppingphase zeitlich deutlich ausgeprägter. Hinzu kommt ein sekundärer Hochpunkt im Mai 2013. Das QE3-Hoch erscheint uns nachhaltig. Aus diesem Grund sehen wir die aktuelle Chartformation nicht als bullische W-Formation an.

Charttechnisch ist der Aufwärtstrend der langlaufenden US-Staatsanleihen intakt.

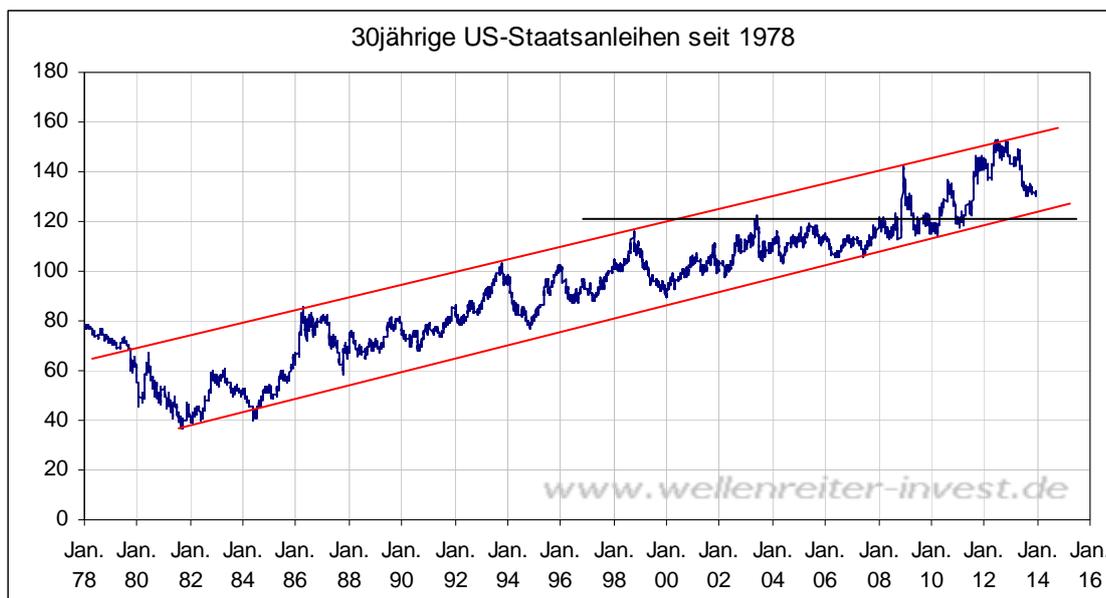


Abb. 3.9: 30jährige US-Staatsanleihen seit 1978

Die 30jährigen US-Staatsanleihen würden erst dann aus dem Trendkanal fallen, wenn sie die Marke von 120 unterschreiten würden. Wir nehmen an, dass der Bereich von 120 bis 122 im Frühjahr erreicht werden wird.

Der Spread der Unternehmensanleihen mittlerer (BAA) zu hoher Bonität (AAA) bewegt sich auf einem unkritischen Niveau.



Abb. 3.10: Spread BAA zu AAA US-Unternehmensanleihen

Anders als 2008, zu Beginn der 1980er oder Anfang der 1930er Jahre lässt sich kein Stress im Bereich der Unternehmensanleihen ausmachen. Der Spread dürfte sich in 2014 nicht weiter verengen, da er bereits auf einem für dieses Millennium niedrigen Niveau liegt. Ein temporärer Anstieg im Rahmen einer „Risk off“-Bewegung erscheint wahrscheinlich, zumal sich durch den deutlichen Zuwachs an emittierten und ausstehenden Unternehmensanleihen im Laufe der vergangenen Jahre ein gewisses Risikopotential aufgebaut hat.

Fazit

Die modifizierte „Exit“-Strategie der FED wirkt wie alter Wein in neuen Schläuchen. Daher wäre es für uns eine Überraschung, wenn er den Investoren gänzlich anders schmecken würde als am Ende der ersten beiden Programme. Die Investoren reagierten damals erst nach dem Ende des jeweiligen Programms und wurden deutlich risikoaverser. Im ersten Halbjahr 2014 sollten die Renditen, die auf dem Weg zu einer „Normalisierung“ sind, zunächst weiter ansteigen. Diese Phase dürfte Bremsspuren im Aktienmarkt hinterlassen. Insbesondere bei zinssensitiven Werten ist eine Underperformance zu erwarten. Die zehnjährige Rendite der US-Staatsanleihen dürfte die Stufe von 3,7 bis 3,8 Prozent erreichen, bevor sie wieder zurückfällt. Da sich die US-Notenbank mit ihrer „Forward Guidance“ gegen einen zu starken Zinsanstieg zu wehren versucht, verhindert der historische Spread zwischen kurzen und langen Zinsen einen stärkeren Zinsanstieg. Etwas später im Jahr sollte ein Renditerückgang den Aktienmarkt entlasten, per Saldo sollte die Renditeentwicklung in 2014 seitwärts ausfallen.

4. Der Währungsmarkt

4.1 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 2013 notierte der US-Dollar-Index bei etwa 80 Punkten, genauso wie am Ende der Jahre 2012, 2011, 2010 und 2009. Die Jahresschlussnotierungen der letzten 5 Jahre lauten: 78,22; 79,28; 80,52; 79,87; 80,45. Es ist bemerkenswert, mit welcher Konstanz der US-Dollar-Index jeweils zum Jahresende die 80-Punkte-Marke ansteuert (rote Linie folgender Chart).

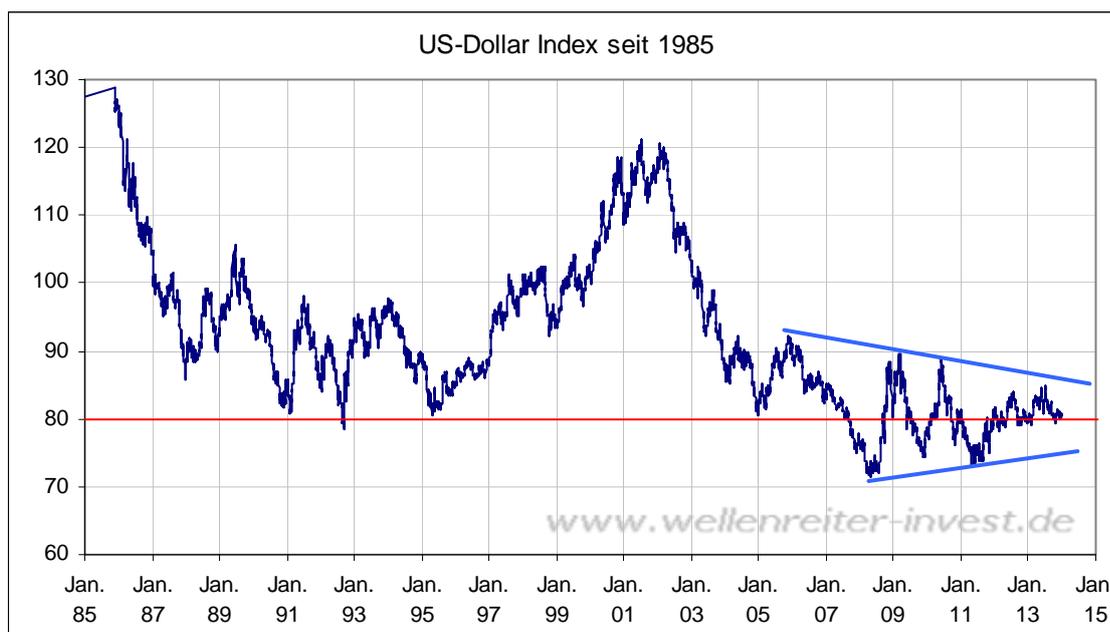


Abb. 4.1: US-Dollar Index seit 1985

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.

Die geringe Bewegung des US-Dollar-Index ist auch dem Umstand geschuldet, dass sich der US-Dollar uneinheitlich gegenüber einzelnen Währungspaaren entwickelt hat. Im Jahr 2013 kam der US-Dollar-Index vor allen Dingen gegenüber asiatischen

Währungen in Bewegung. Gegenüber dem Euro/Dollar war die Schwankungsbreite gering, der US-Dollar neigte gegenüber dem Indexschwergewicht zur Schwäche.

4.2 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. Die Frage für 2014 stellt sich daher, ob ein Ausbruch an diesem Widerstand bereits in den kommenden Wochen und Monaten passieren wird oder ob der Widerstand den Anstieg seit Juli 2012 zunächst bremsen wird.

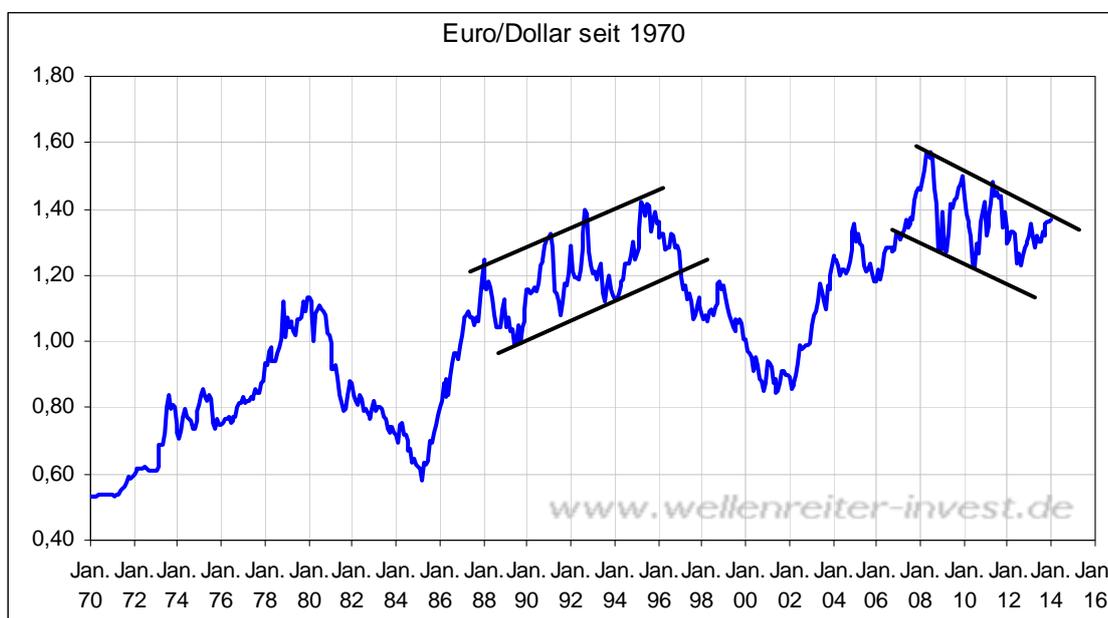


Abb. 4.2: Euro/Dollar seit 1970

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), 14 US-Cents (2012) auf nur noch 11 Cents in 2013. Die nachlassende Volatilität ist vor dem Hintergrund des preislichen Doppeltiefs als ein Indiz der Beruhigung und Bodenbildung anzusehen. Wenn sich die Volatilität reduziert, dann entspricht dieser Vorgang einem Kräftesammeln für eine größere Bewegung. Eine weitere Reduzierung der Volatilität – in den Bereich 8-10 Cents – ist grundsätzlich denkbar, sie lässt sich aber nicht mehr beliebig reduzieren. Uns erscheint auch aufgrund der charttechnischen Situation eine weitere Reduzierung in 2014 unwahrscheinlich.

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 ist unter dem Gesichtspunkt des Faktors Zeit sukzessive gereift für eine neue Aufwärtsbewegung. Neben dem Preistief in 2008 hat sich in den Jahren 2010 und 2010 zudem ein preisliches Doppeltief ausgebildet, das keine neuen Verlaufstiefs erwarten lässt. Allerdings könnte sich in Anlehnung an den Rhythmus der jüngsten Vergangenheit der Rhythmus der zweijährigen Tiefpunkte fortsetzen. In diesem Fall wäre für 2014 zu erwarten, dass der Euro/USD in 2014 einen höheren Tiefpunkt ausbildet.

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 über der Realrendite eines anderen Wirtschaftsraumes angesiedelt ist. Je deutlicher der Nominalzins über der Inflationsrate notiert, desto positiver gestaltet sich der Realzins. Und je positiver der Realzins, desto attraktiver die Währung.

Im Jahr 2013 stieg der Realzins in den USA stärker als in Deutschland (folgender Chart).

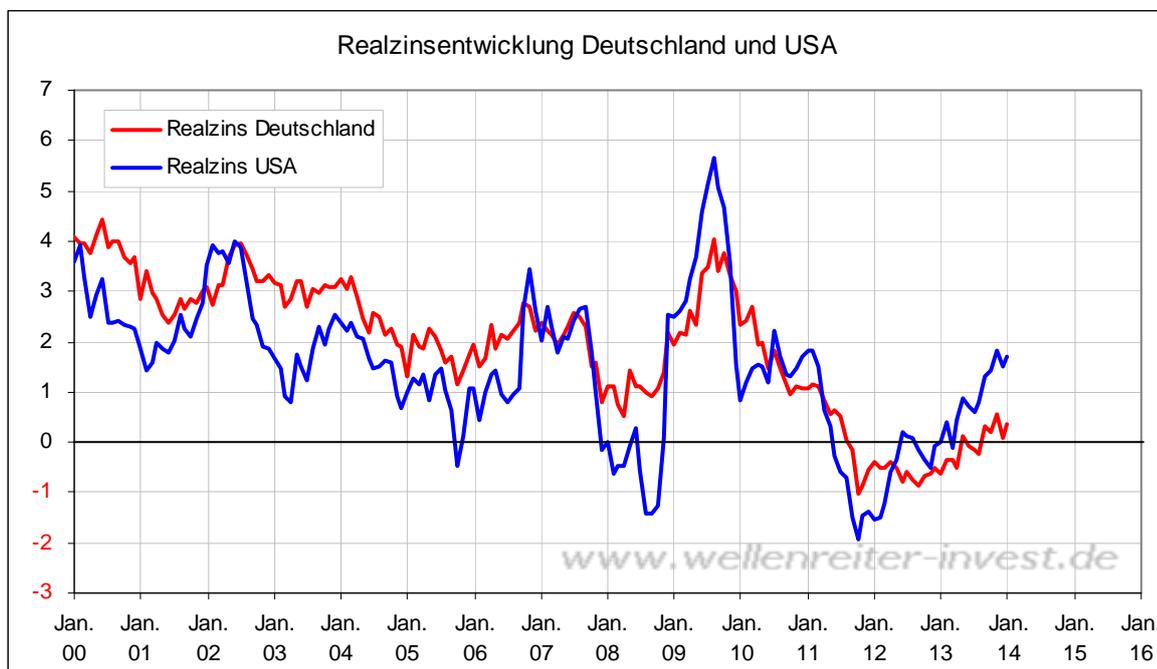


Abb. 4.3: Realzinsentwicklung Deutschland und USA

Nachfolgend haben wir die Realzins-Differenz zwischen den Realzinsen für Deutschland und den USA gemeinsam mit dem Verlauf des Euro/Dollar charttechnisch abgetragen.

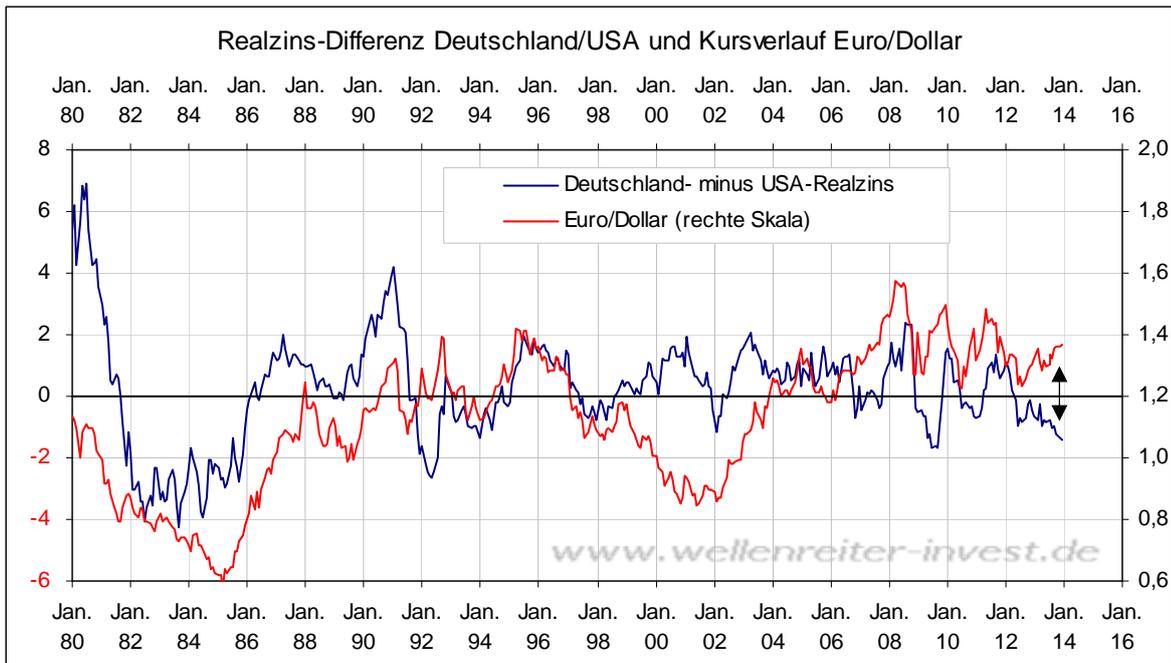


Abb. 4.4: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Aktuell ist eine erhebliche Divergenz zwischen Realzins und dem Währungsverlauf zu beobachten (siehe Doppelpfeil obiger Chart). Die Realzinsentwicklung schlug im Jahr 2013 eindeutig zugunsten des US-Dollar aus. Das bedeutet: Der Kurs des Euro/Dollar hätte fallen müssen. Dass er dies nicht tat, könnte man als ein Zeichen der Euro-Stärke betrachten. Offensichtlich überwog die Rückkehr von „Fluchtgeldern“ zurück in den Euroraum die Entwicklung der Zinsdifferenzen. Damit präsentiert sich die Entwicklung des Euro/USD anfällig für sinkende Kurse im Rahmen einer „Risk off“-Phase.

In den vergangenen Jahren diente der Verlauf des britischen Pfundes zum US-Dollar häufig als Vorläufer zum Währungspaar Euro/Dollar. Wir zeigen deshalb nachfolgend GBP/USD und EUR/USD in einem Chart.



Abb. 4.5: Pfund/Dollar und Euro/Dollar

Das Währungspaar GBP/USD läuft an der Marke von 1,67 auf einen massiven Widerstand zu. Dieser entspricht in etwa einem Niveau von 1,40 im Euro/Dollar. Dieses Niveau stellt zudem das 50%-Retracement der Bewegung von 2008-2010 dar. Käme es im Jahresverlauf zu einem Break des Widerstandes, dann wäre deutlich mehr Luft nach oben vorhanden. Wir würden dem Euro/USD dann weiteres Potential bis 1,49/50 USD zubilligen. Zunächst aber ist der Bereich um 1,39/40 im Euro/Dollar als ein extrem starker Widerstand anzusehen, der zu schwächeren Kursen führen sollte. Ein Unterschreiten des Niveaus von 1,27/28 erscheint aufgrund des Dreifachtiefs im Euro/USD und der Doppeltiefformation im Britischen Pfund/USD unwahrscheinlich.

Der saisonale Verlauf des Euro/Dollar in Zwischenwahljahren ist von einer relativen Stärke gegenüber dem US-Dollar geprägt. Diese tritt insbesondere in der zweiten Jahreshälfte in Erscheinung (schwarze Linie folgender Chart). Eine solche Entwicklung würde auch die Rohstoffmärkte etwa ab der Jahresmitte positiv unterstützen.

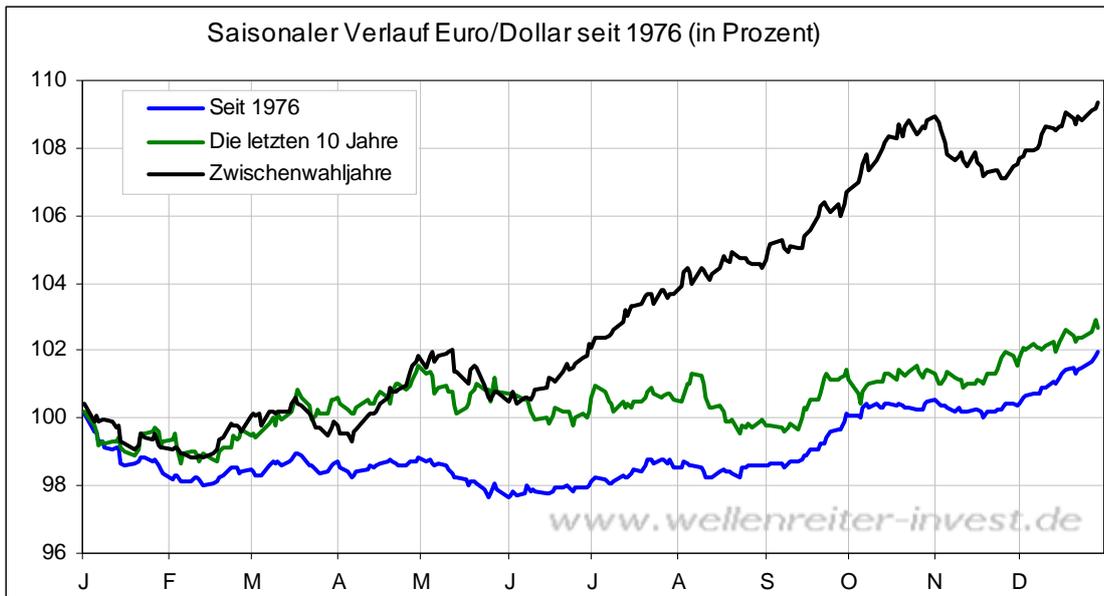


Abb. 4.6: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar

Seit dem Jahr 1976 endete der Euro/Dollar in Zwischenwahljahren stets positiv. Nur zwei Ausnahmen liegen vor: In den Jahren 1982 und 2008 fiel der Euro/Dollar insbesondere im Zeitraum Juli bis November. Im Dezember kam es jeweils zu einem starken Anstieg, der die Verluste in den Jahren 1982 und 2008 auf etwa 5 Prozent begrenzte. Beide Jahre waren Rezessionsjahre.

4.3 Rohstoff-Währungen

Die Rohstoff-Währungen zeigen Schwäche. Zu den Rohstoffwährungen zählen der kanadischer Dollar, der australischer Dollar und der brasilianische Real. Wir zeigen nachfolgend den Verlauf des australischen Dollars zum US-Dollar seit dem Jahr 1986.

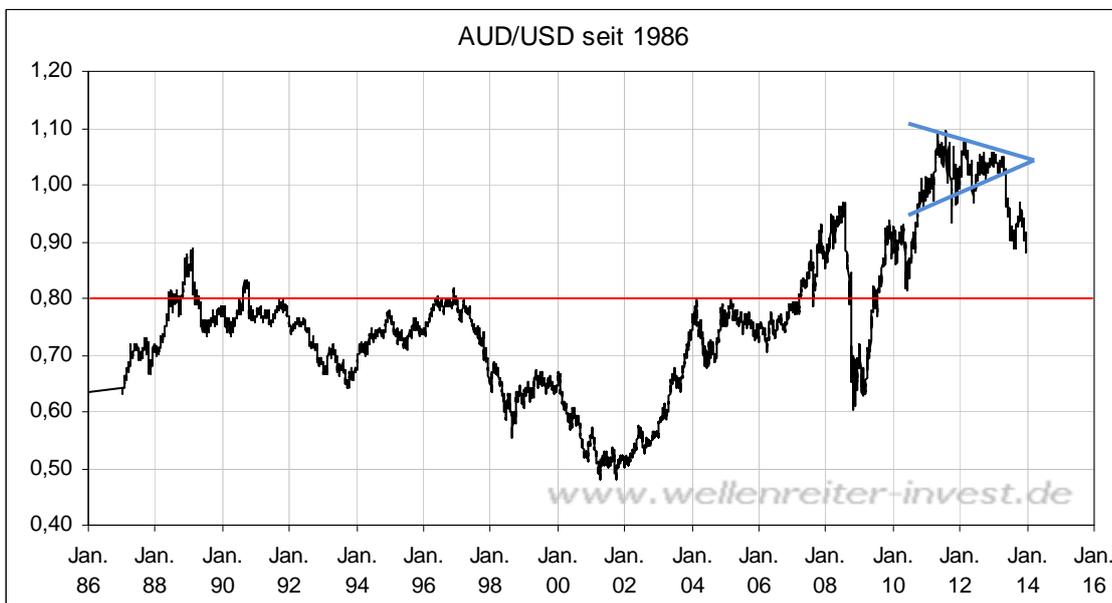


Abb. 4.7: Australischer Dollar / US-Dollar

Die Auflösung des Dreiecksmusters erfolgte in Q2 2013 nach unten. Der Abwärtstrend besteht weiterhin. Der Bereich 0,80 ist langfristig als sehr starker Fixpunkt erkennbar, er entspricht zudem dem 50%-Retracement der Hausse der Jahre 2001-2011.

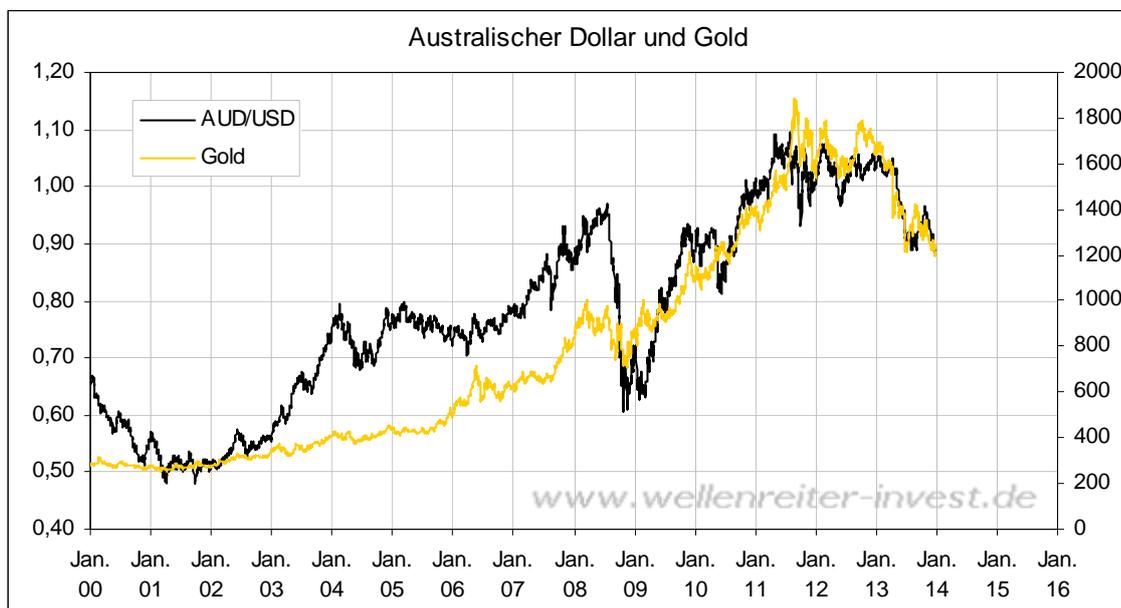


Abb. 4.8: Australischer Dollar und Gold

Warum diese Währungen Rohstoffwährungen genannt werden, lässt sich an der Korrelation des Aussie-Dollars zum Goldpreis ablesen (oberer Chart). Ein unteres Umkehrmuster im australischen Dollar würde die Bodenbildung im Goldpreis einleiten. Ein solches Muster ist derzeit nicht erkennbar.

Die Korrelation des australischen Dollars zum Goldpreis entspricht der Korrelation des kanadischen Dollars zum Ölpreis. Ein fallender kanadischer Dollar und stellt damit auch eine negative Implikation für den Ölpreis dar.

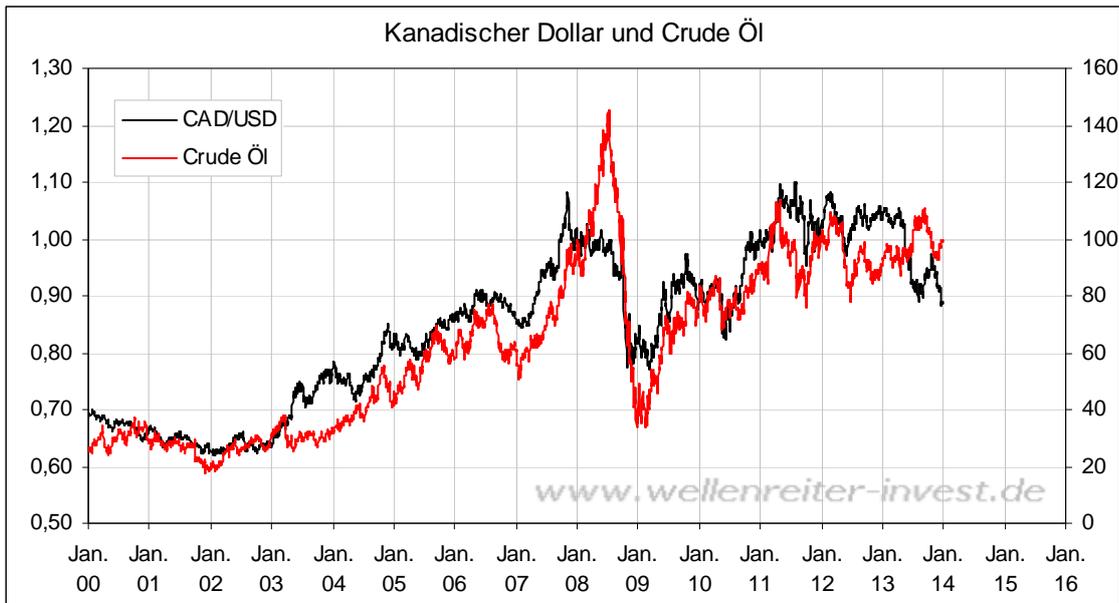


Abb. 4.9: Kanadischer Dollar und Crude Öl

Der kanadische Dollar hat in den Jahren 2007 und 2011 eine Doppelhochformation ausgebildet. Er notiert exakt auf dem Niveau zu Beginn dieser Dekade. Der kanadische Dollar präsentiert sich bisher relativ stärker als der australische Dollar. Die aktuelle Formation ist weit fortgeschritten und verspricht für 2014 Trendpotential. Würde der kanadische Dollar das aktuell erreichte Unterstützungsniveau unterschreiten, dann würde die Rohstoffwährung deutliches Potential bis in den Bereich von 0,83 besitzen.

International üblich ist die Bezeichnung USD/CAD. Aus Gründen der Anschaulichkeit und Vergleichbarkeit mit dem Ölpreis verwenden wir CAD/USD.

4.4. Asiatische Währungen

Die Realzinsdifferenz USA-Japan spricht eine klare Sprache im Hinblick auf eine Fortsetzung des Dollar/Yen-Anstiegs.

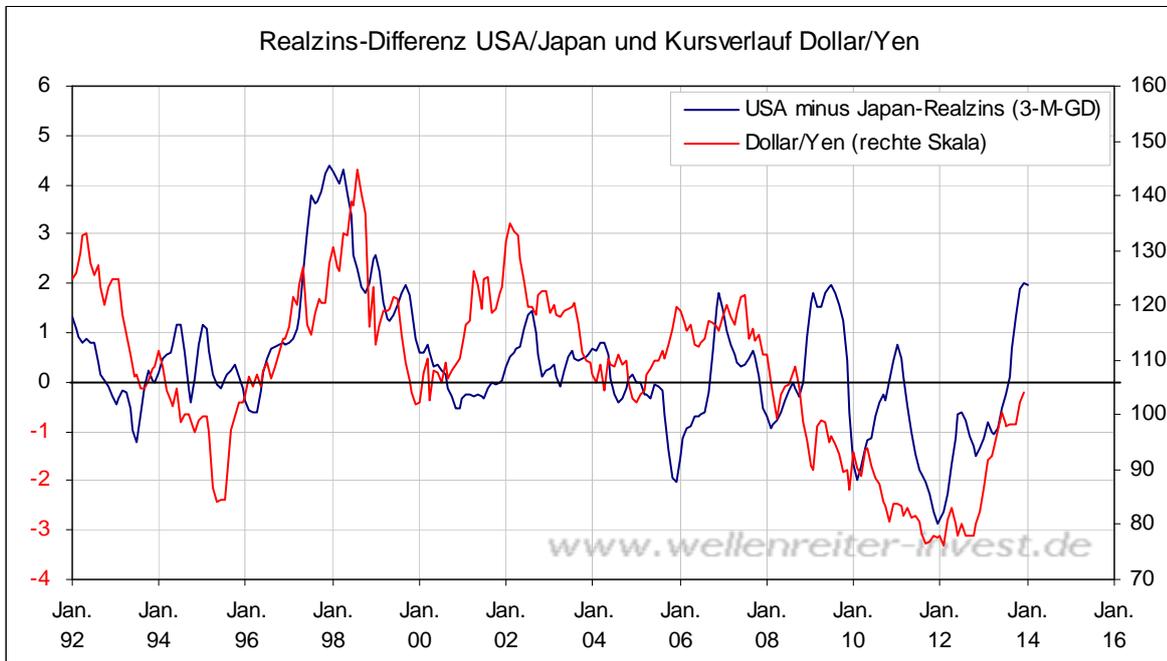


Abb. 4.10: Realzins-Differenz USA/Japan

Die untere Umkehr im Dollar/Yen im Herbst 2011 (siehe Pfeil folgender Chart) kann als Startpunkt für die Abwertung weiterer asiatischer Währungen angesehen werden.



Abb. 4.11: Dollar/Yen Tageschart seit 1988

Ein Widerstand ergibt sich im Dollar/Yen an der Marke von 110. Dieser wird durch die seit 1990 laufende Abwärtstrendlinie verstärkt.

Der Strukturbruch des Jahres 2011 – die Ausbildung von Hochpunkten in vielen Rohstoffen, der Aktienmarktcrash im Sommer – zeigt sich gut in den asiatischen Ländern mit einer hohen Inflation und hohen Wachstumsraten. Ab dem Herbst 2011 beschleunigte das Währungspaar Dollar/Rupie mit einem vorläufigen Höhepunkt im Sommer 2013. Für die indische Rupie bedeutet dieser Vorgang eine Abwertung.

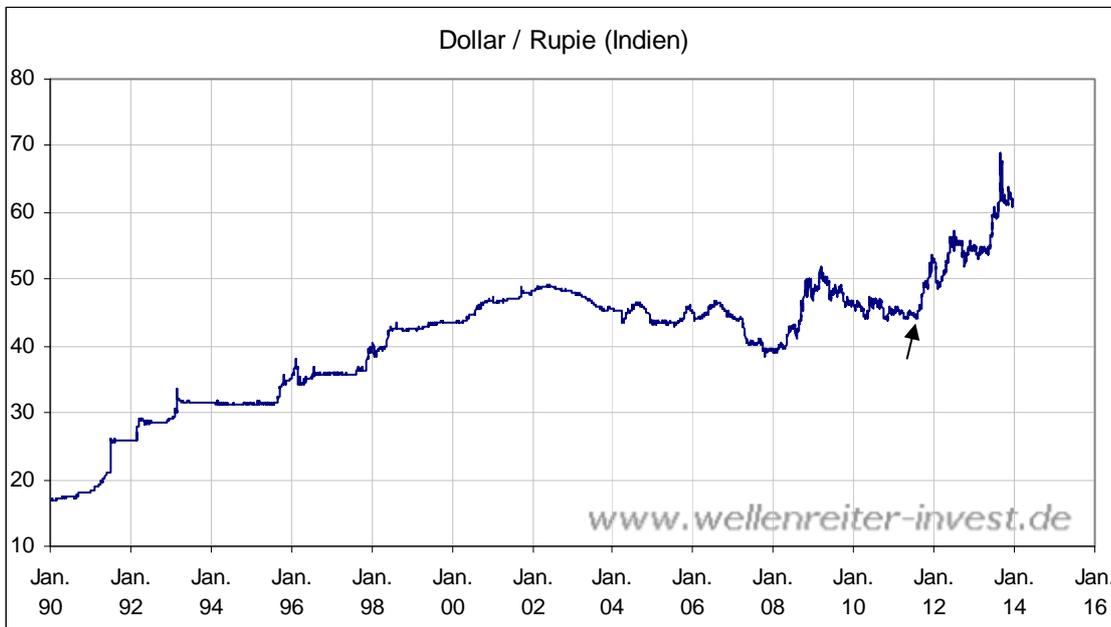


Abb. 4.12: Dollar/Rupie

Die indische Notenbank reagierte mit Leitzinssatzerhöhungen und direkten Devisenmarktinterventionen, um die starke Aufwertung des USD/Rupie zu stoppen. Zuletzt konsolidiert das Währungspaar, eine Umkehrformation existiert bisher nicht.

Eine preisliche Seitwärtsphase von 13 Jahren ist eine Seltenheit – sie ist in Indonesien im Währungspaar USD/Rupiah anzutreffen.



Abb. 4.13: Dollar/Rupiah

Auch hier liegt der Startpunkt der Rallye im Herbst 2011 (siehe Pfeil obiger Chart). Der Bereich von 12.000 fungiert als Deckel einer Seitwärtsphase seit dem Jahr 2000. Der USD/Rupiah stieg im Rahmen der Asienkrise 1998 drastisch an und konsolidierte danach für diese lange Zeitdauer. In 2013 bildet sich eine Anstiegsphase aus, die im kommenden Jahr das Potential einer Beschleunigung in Richtung der Allzeithochs von 1998 in sich trägt.

Im Gegensatz zu Japan führt die Abwertung der indonesischen Rupiah nicht zu Kursgewinnen am heimischen Aktienmarkt in Form einer Abwertungshausse, sondern - seit Mai 2013 - zu deutlich sinkenden Kursen. Die Schwäche der Rupiah ist demnach ein Indiz für Mittelabflüsse aus der Region. Eine Fortsetzung des Anstiegs des Währungspaares USD/Rupiah in 2014 wäre demnach ein Signal für einen weiteren Rückzug von Investoren aus dieser Region. Dies würde wahrscheinlich - wie in diesem Jahr in Brasilien oder Indien - zu weiteren Maßnahmen der dortigen Notenbank führen.

Indonesien zählt – wie Brasilien, Indien, Türkei und Südafrika – zu der Gruppe der „fragilen Fünf“. Dieser Begriff scheint im August 2013 von Morgan Stanley Analyst James Lord geprägt worden zu sein. Gemeinsam ist diesen Staaten eine fragile Währung, resultierend aus Leistungsbilanzdefiziten (mehr Importe als Exporte). Aus diesen Ländern fließt Kapital ab.

4.5 Schweizer Franken

Der USD/CHF bleibt seit 2001 in einem intakten Abwärtstrend. Die Gegenbewegung auf die scharfe Aufwertung des Frankens in 2011 endete an der Paritätsmarke. Der Schweizer Franken wertete in 2013 leicht auf.

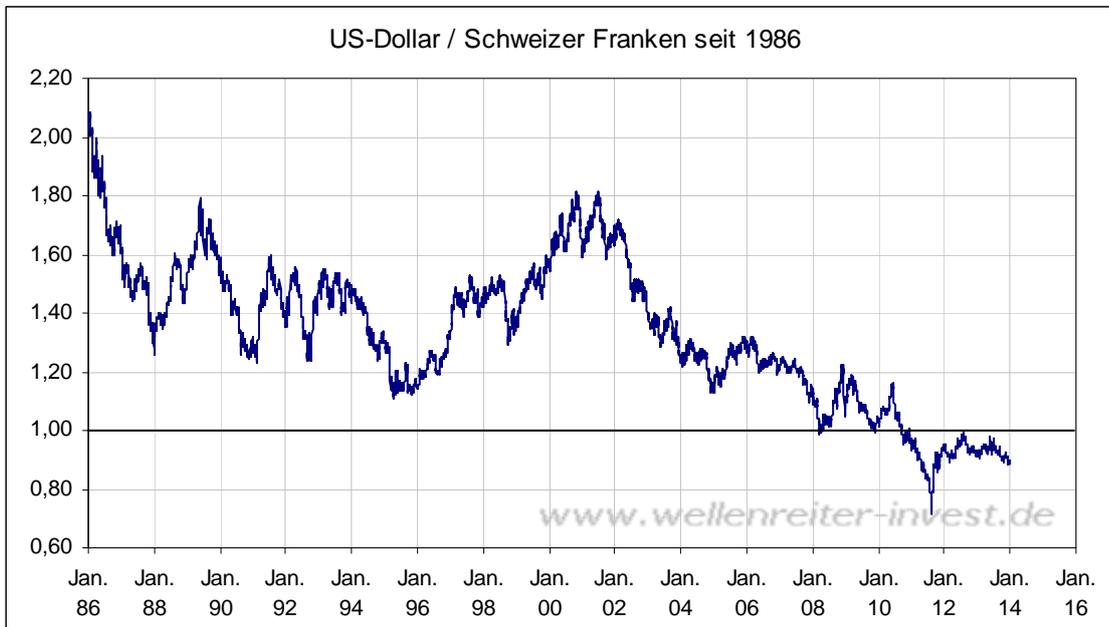


Abb. 4.14: Dollar/ Franken

Der CHF ist die einzige „Fluchtwährung“ der europäischen Staatsschuldendebatte, die in 2013 nicht deutlich verloren hat, sondern sogar leichte Zugewinne verzeichnen konnte. Gegenüber dem Euro bewegte sich der CHF damit kaum. Die Schweizer Notenbank ist im Sommer 2011 dem Euroraum durch eine Bereitschaft zur unlimitierten Intervention praktisch beigetreten.

In 2013 waren keine Interventionen notwendig. Wir sehen in 2014 aber noch keinen Spielraum für die Schweizer Notenbank, von ihrer Interventionslinie bei 1,20 (im Euro/CHF) abzuweichen. Sollte der USD/CHF in 2014 ein zweites Standbein in der Nähe des Spiketiefs von 2011 ausbilden, dann wäre eine zyklische Schwächung des CHF möglich. Eine solche zyklische Schwächung ist unter dem Gesichtspunkt Zeit reif: Zwischen 1985 und 1995/96 verlor der USD gegenüber dem CHF etwa 10 Jahre an Wert, eine ähnliche Zeitdauer ergab sich zwischen 2001 und 2011.

Fazit

Der Euro/USD nähert sich einem sehr starken Widerstandsbereich bei 1,39/40 und sollte im ersten Halbjahr 2014 zur Schwäche neigen. Das Währungspaar sollte bei 1,30 die erste Unterstützung finden. Eine Bewegung auf 1,23 wäre im Falle einer größeren Risk off-Bewegung möglich. In der zweiten Jahreshälfte sollte der Euro in den Bereich 1,30 bis 1,35 ansteigen.

Im Umkehrschluss zum Euro/Dollar besitzt der USD-Index im ersten Halbjahr 2014 Aufwertungspotential, wir erwarten dabei keinen Ausbruch aus der Dreiecksformation. Im zweiten Halbjahr 2014 sollte der USD-Index wieder zur Schwäche neigen, so dass die Rohstoffpreise von der Währungsseite Unterstützung bekommen.

Bei den Rohstoffwährungen sind die Abwärtstrends intakt. Ähnlich wie im Falle des Euro/USD ist noch Potential bis zu einer „Rückkehrwert zum Mittelwert“. Im Australischen Dollar/USD entspricht dies einem Niveau im Bereich von 0,80. Der Kanadische Dollar zeigt bisher relative Stärke gegenüber der australischen Rohstoffwährung, er steht aber zum Jahreswechsel an einer „Make or Break“-Stelle. Für den kanadischen Dollar besteht somit Abwertungspotential (Aufwertung USD/CAD).

Der USD/Yen hat Chancen auf eine weitere Aufwertung, würde im Rahmen einer „Risk off“-Bewegung aber ebenfalls korrigieren. Auf Jahresbasis sind höhere Kurse wahrscheinlich.

Die Aufwertung des Schweizer Frankens ist zeitlich weit fortgeschritten. Das Jahr 2014 dürfte für die Ausbildung eines sekundären Tiefpunktes gegenüber dem USD stehen, bevor mit Blickrichtung 2015 zyklische Schwächetendenzen auftreten. Das Interventionsniveau von 1,20 im Euro/CHF wird daher von der Schweizer Notenbank vorerst nicht verändert werden können.

5. Der Rohstoffmarkt

5.1 Rohstoffmarkt langfristig

Der CRB-Rohstoff-Index (CI) fällt seit nahezu drei Jahren. Er bildete seinen Hochpunkt im Frühjahr 2011 aus (siehe Pfeil folgender Chart). Die Luft wurde im Jahr 2013 weiter abgelassen. Die Frage nach der Dauer der Rohstoff-Baisse stellt sich.

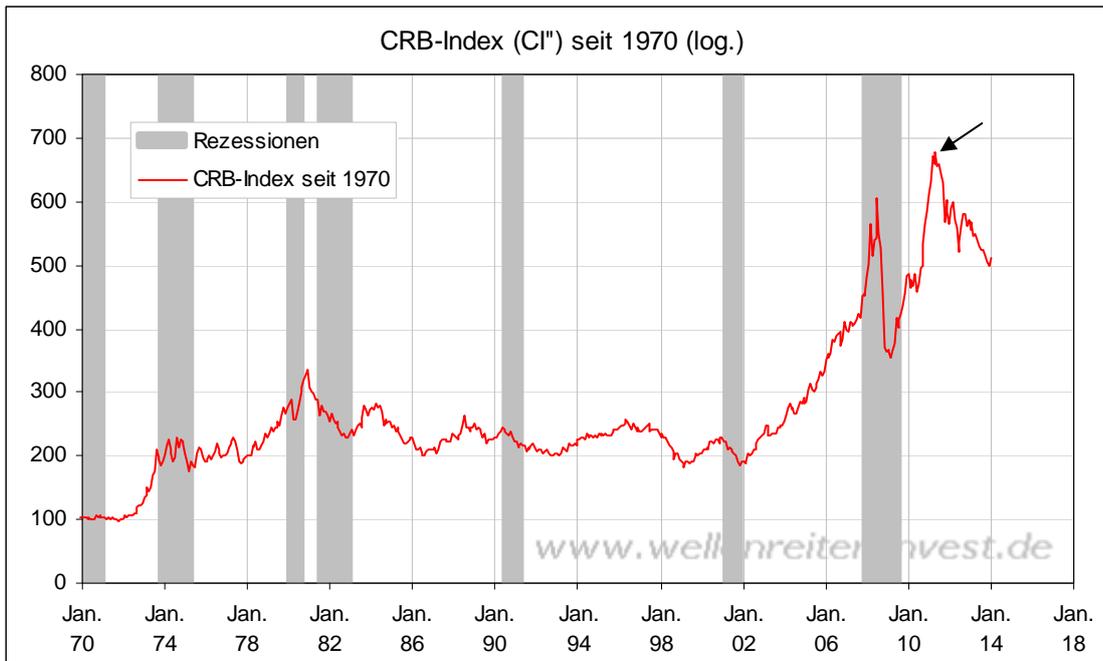


Abb. 5.1: CRB-Rohstoff-Index

Der Blick auf den langjährigen Rohstoffindex zeigt seit etwa 100 Jahren einen übergeordneten, realen Abwärtstrend (folgender Chart).

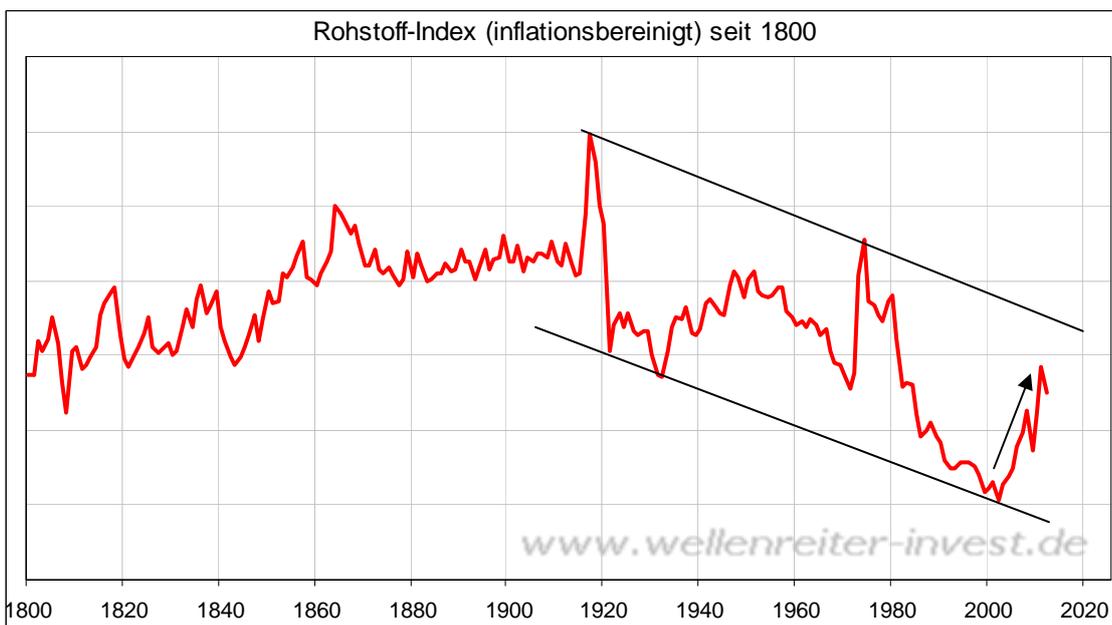


Abb. 5.2: Rohstoff-Index (Inflationsbereinigt)

Die Rohstoffhausse von 2001 bis 2011 (siehe Pfeil obiger Chart) dürfte als eine mittelfristige Gegenbewegung im Rahmen eines langfristigen, realen Abwärtstrends notiert werden. Damit dieser Chart nicht falsch verstanden wird: Der Chart stellt die Rohstoffpreisentwicklung inflationsbereinigt dar. Natürlich sind die nominalen Rohstoffpreise gestiegen. Aber der Anstieg blieb seit 1920 unterhalb der Inflationsrate. Rohstoffe werden real preiswerter.

Als naheliegende Erklärung für die Rohstoffbaisse bietet sich die im Folgenden beschriebene positive Korrelation an. Das dynamische Wachstum der BRIC-Staaten in den ersten Jahren dieses Jahrhunderts ging in den vergangenen Jahren in eine normale Wachstumsphase über. Die BRIC-Aktienmärkte ermüdeten. Wie eng die Aktienmarktentwicklung der BRIC-Staaten mit der Rohstoffpreisentwicklung verzahnt ist, zeigt der folgende Chart.

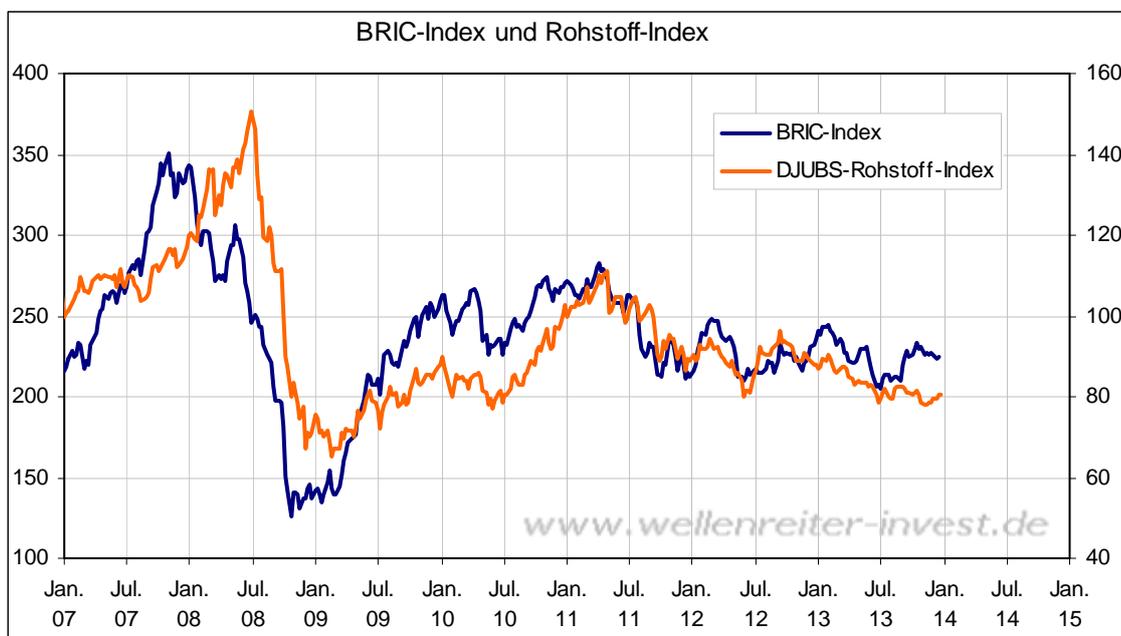


Abb. 5.3: BRIC-Index und Rohstoff-Index

Ohne ein Comeback der Aktienindizes der BRIC-Staaten erscheint ein Ende der Rohstoffbaisse nicht möglich. Konjunkturaufschwünge in entwickelten Staaten (Europa, USA, Japan) sind deshalb keine Rohstoffpreistreiber, weil die demographische Situation ausgereizt ist. Die Investitionen beschränken sich in großem Maße auf Ersatzinvestitionen. Platt ausgedrückt: Die Autobahnen sind gebaut. Es geht nur noch darum, sie instand zu halten. Infrastrukturmaßnahmen - wie die Verlegung von Glasfaserkabeln - werden nur ausgeführt, wenn vorab genügend Interessenten gewonnen werden konnten (Beispiel Deutsche Telekom). Die Rohstoffnachfrage ist in Deutschland seit 30 Jahren mehr oder weniger konstant. Eine konzertierte Hausse in Schwellenländern würde hingegen eine Rohstoffhausse auslösen können.

5.2 Erdöl

Der Langfristtrend des Ölpreises bleibt intakt. Der obere Trendkanal wurde in den Jahren 1920, 1980 und 2008 angesprochen. Unter zyklischen Gesichtspunkten lassen sich Hochpunkte in Abständen von etwa 30 Jahren einzeichnen (rote Linien).

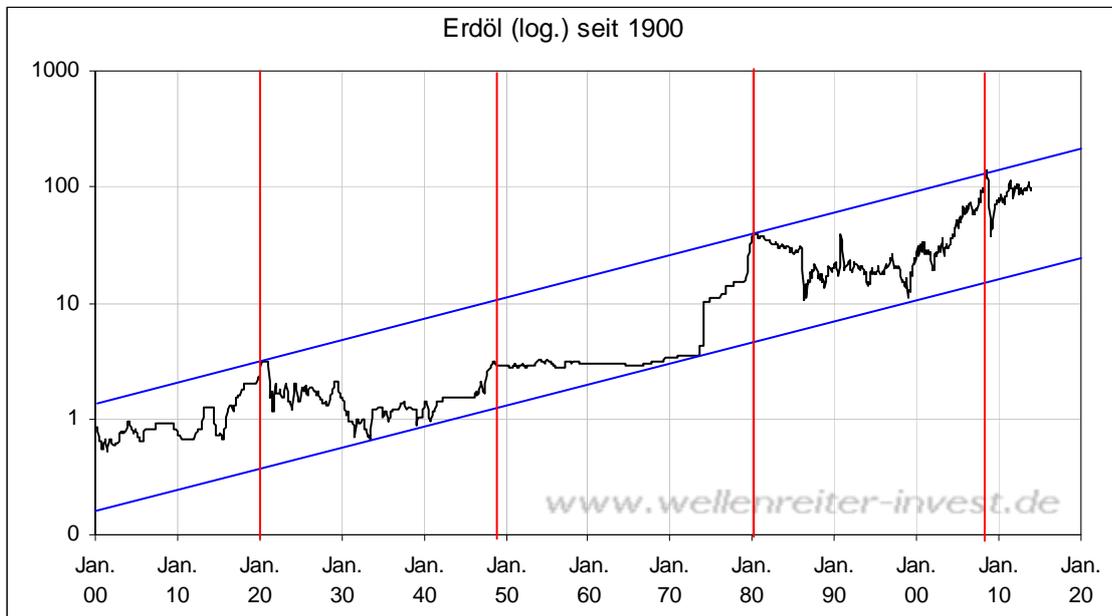


Abb. 5.4: Ölpreis seit 1900

Gemäß diesem Zyklus hat das Jahr 2008 einen wichtigen, für mehrere Jahre gültigen Hochpunkt angezeigt.

In den ersten sieben Jahrzehnten des vergangenen Jahrhunderts stieg der Ölpreis nicht stärker als die Inflation. Dies änderte sich von 1974 bis Mitte der 1980er Jahre.

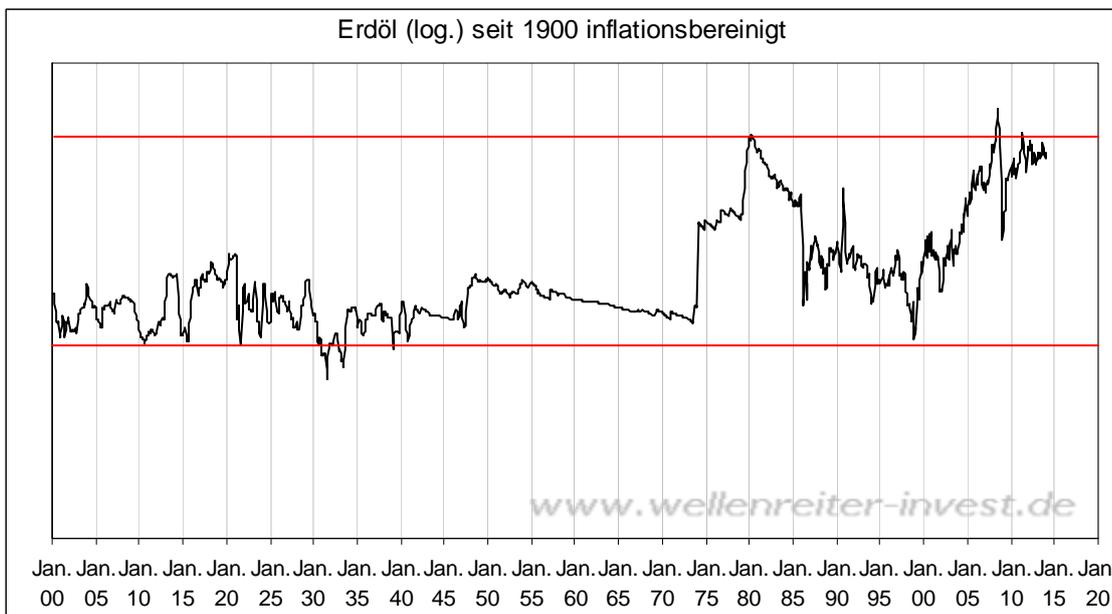


Abb. 5.5: Ölpreis seit 1900 inflationsbereinigt

Seither erweitert sich die inflationsbereinigte Preisspanne nicht mehr. Geht man davon aus, dass der inflationsbereinigte Ölpreis in dieser Spanne verbleibt, dann hätte dieser lediglich die Möglichkeit, langsamer als die Inflationsrate zu steigen.

Der Preis der Erdöl-Sorte Brent entwickelt sich seit Anfang 2011 positiver als derjenige der Sorte WTI Crude (folgender Chart). Im Falle beider Ölsorten ist eine Verengung der Handelsspanne zu erkennen, die insbesondere bei Brent nach einer Auflösung ruft.

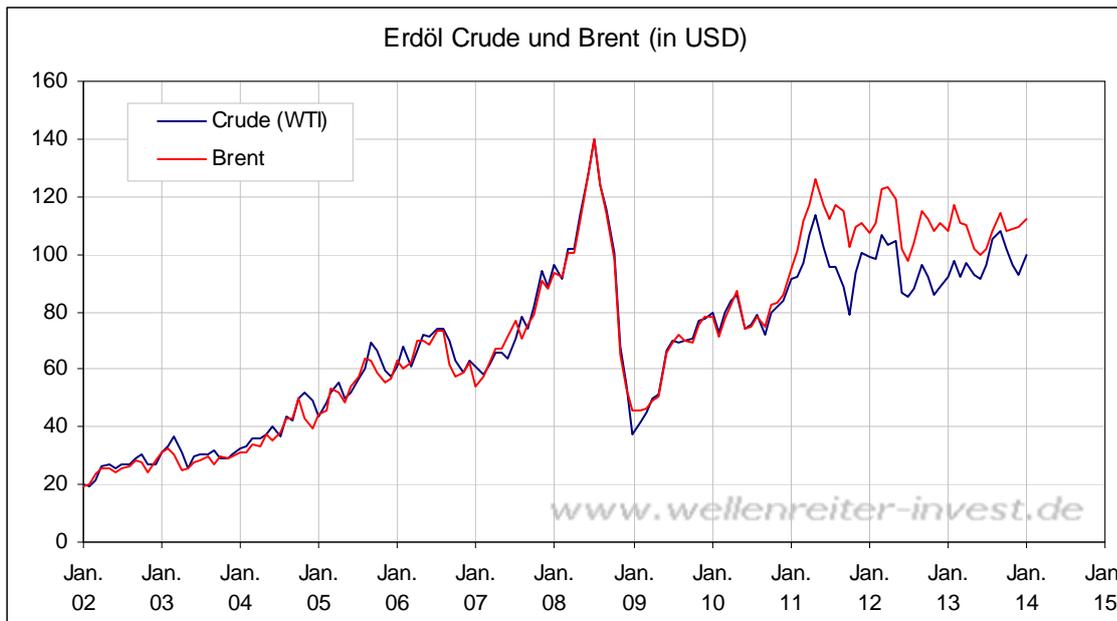


Abb. 5.6: Erdöl Brent und WTI Crude

Die US-Erdölproduktion weitet sich derzeit schlagartig aus. Die mit Hilfe neuer Methoden ausgebeuteten Felder in North Dakota und Texas einerseits und der gezügelte Erdöl-Verbrauch der US-Amerikaner andererseits sorgen dafür, dass sich die Schere zwischen Angebot und Nachfrage verengt (folgender Chart).

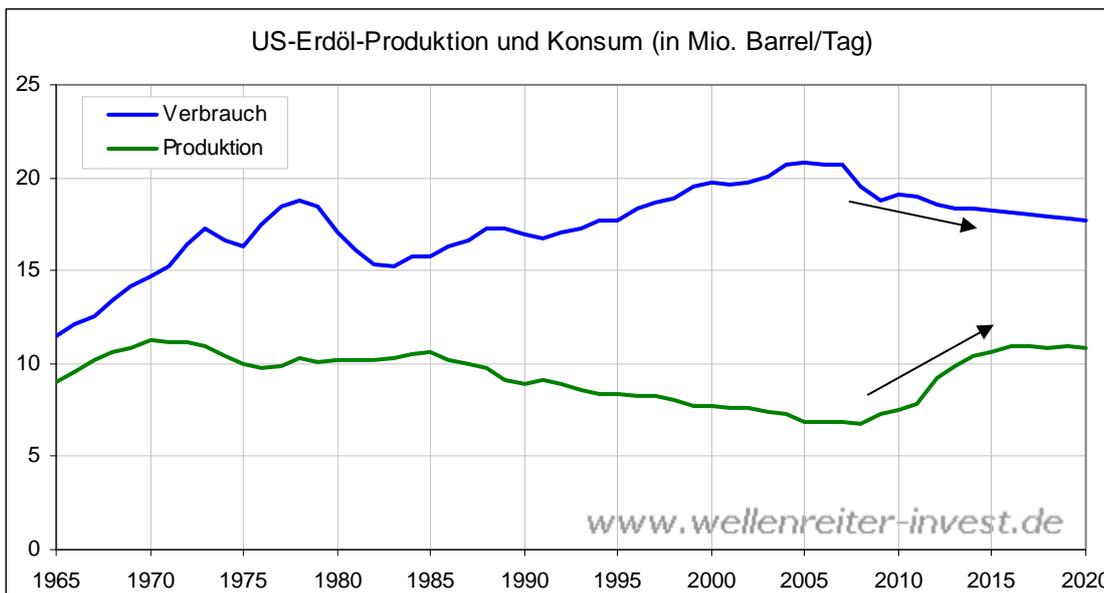


Abb. 5.7: US-Erdöl Produktion und Konsum

Betrag der Deckungsgrad des Öl-Verbrauchs durch Eigenproduktion in den 1960er Jahren noch 80 Prozent, so fiel dieser bis zum Jahr 2007 auf 33 Prozent. In den kommenden Jahren soll dieser Deckungsgrad deutlich steigen und die 60-Prozent-Marke erreichen (nächster Chart).

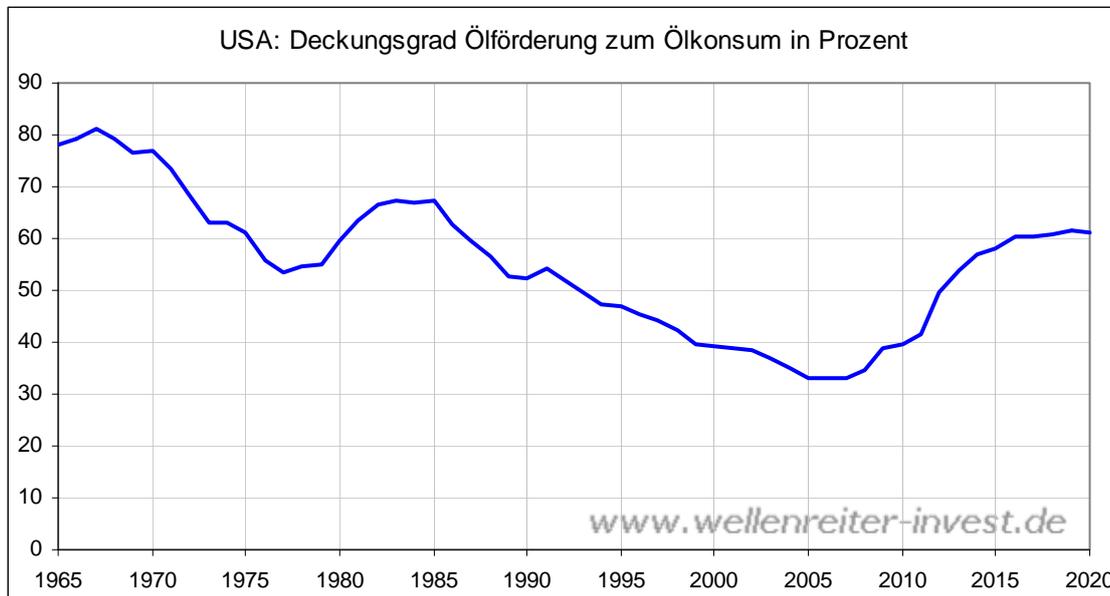


Abb. 5.8: Deckungsgrad Ölförderung zum Ölkonsum in Prozent

Das Erdöl-Angebot auf dem Weltmarkt steigt bis zum Jahr 2015 deutlich an, danach flacht der Anstieg ab. Unter diesen Umständen kann einem Anstieg des Ölpreises in den Jahren 2014 und 2015 nur dann eine gewisse Wahrscheinlichkeit zugestanden werden, wenn die BRIC-Staaten „anspringen“ würden.

Es ist sicherlich kein Zufall, dass die Preisspanne zwischen Brent und WTI Crude in dem Moment aufging, als die Öl-Produktion in North Dakota beschleunigte. Seit dem Frühjahr 2011 wuchs die Produktion im Bakken-Ölfeld in North Dakota von damals 400.000 auf aktuell eine Million Barrel pro Tag an. Zum Vergleich: In Deutschland werden zwei Millionen Barrel pro Tag an Öl konsumiert. Solange diese „Schiefer-Öl-Produktions-Explosion“ anhält, dürfte die Preisspanne zwischen Brent und WTI-Crude immer mal wieder zugunsten von Brent ausschlagen.

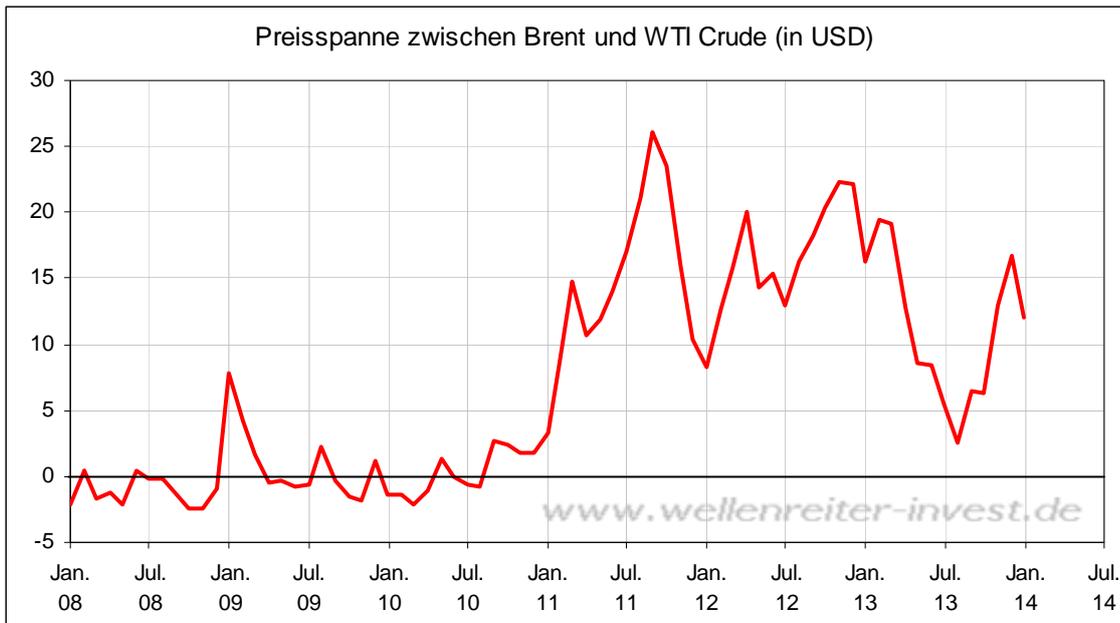


Abb. 5.9: Preisspanne zwischen Brent und WTI Crude

Der saisonale Verlauf des Ölpreises lässt üblicherweise im Januar oder Februar ein Tief erwarten. In Zwischenwahljahren neigt der Ölpreis zu einem späten Tief (Ende Februar/Anfang März).

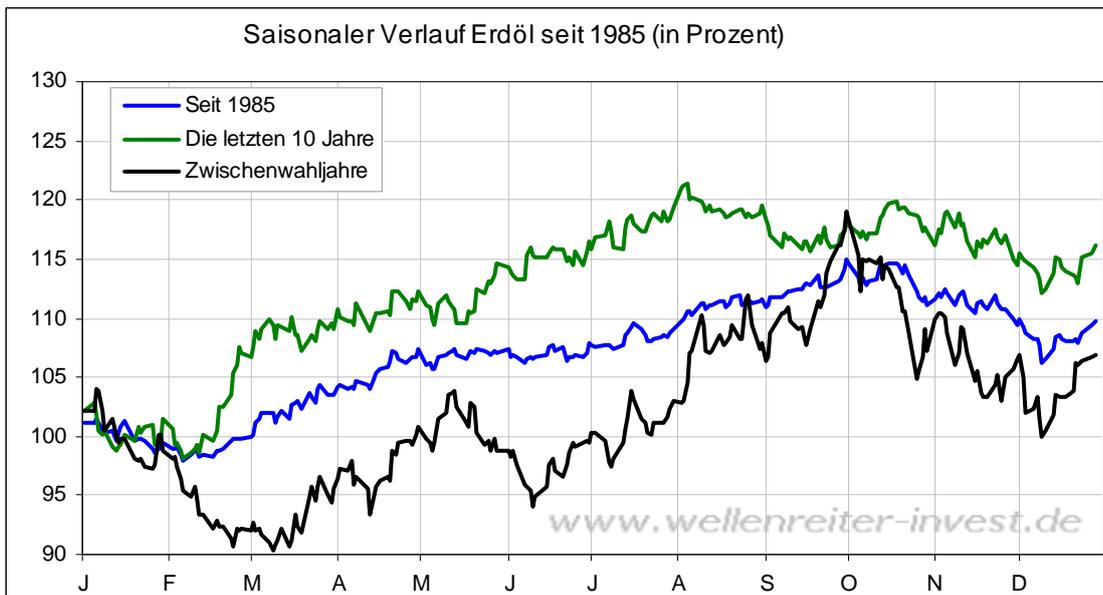


Abb. 5.10: Saisonaler Verlauf Ölpreis

Insgesamt zeigt der Ölpreis zwischen Februar und August üblicherweise Stärke. Die Statistik für den Zwischenwahljahresverlauf wird durch den Ölpreis-Spike im Oktober 1990 (Annexion Kuweits durch den Irak; erster Irak-Krieg) nach oben gezogen. In einem weiteren Zwischenwahljahr (2002) ergab sich im Vorfeld des zweiten Irak-Kriegs ebenfalls ein starker Anstieg des Ölpreises im Herbst. Ansonsten verläuft der Ölpreis in Zwischenwahljahren eher flach bis unauffällig. Seit 2010 hat sich der Ölpreis von seinen langfristigen Mustern abgekoppelt. Er bildete in den letzten 4 Jahren jeweils erst im zweiten Quartal Preistiefs aus.

Ein Eigenleben des Ölpreises war bis zum Frühjahr 2012 praktisch nicht vorhanden. Der S&P 500 diktierte den Verlauf. Insbesondere in 2013 zeigte der Ölpreis (Crude) relative Schwäche und markierte im April sein Jahrestief.

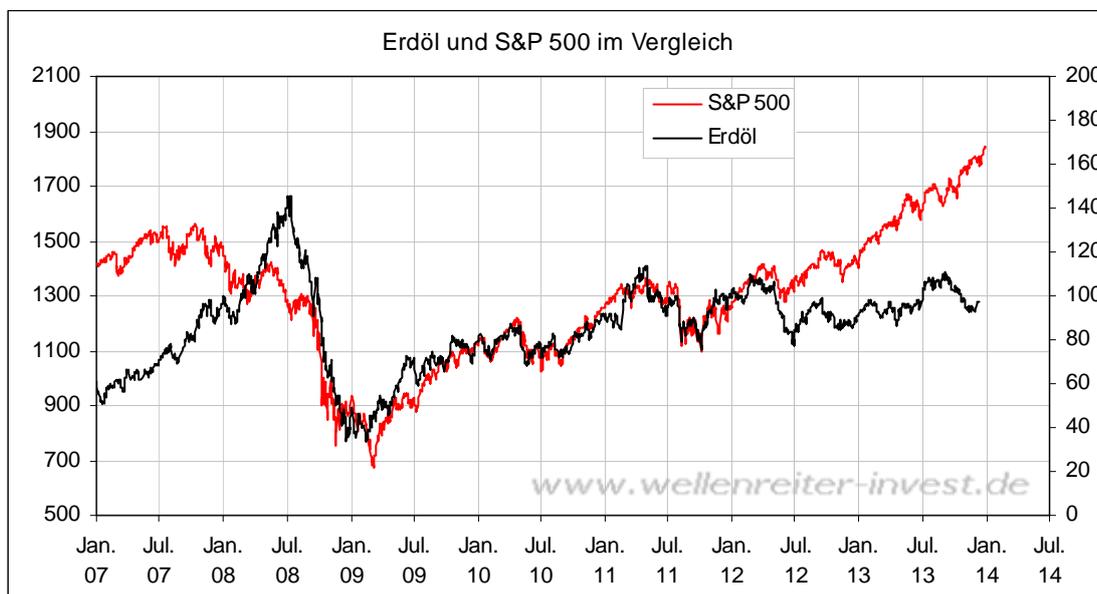


Abb. 5.11: Erdöl und S&P 500 im Vergleich

Die Meldung, dass sich Warren Buffett mit 3,7 Mrd USD bei Exxon Mobil eingekauft hat, beflügelte das Unternehmen auf neue historische Rekordhochs. Die positive Entwicklung von Exxon Mobil findet keine Bestätigung in der relativen Entwicklung des Ölsektors. Eine Outperformance von ölaffinen Aktien gegenüber dem Gesamtmarkt ist nicht erkennbar.

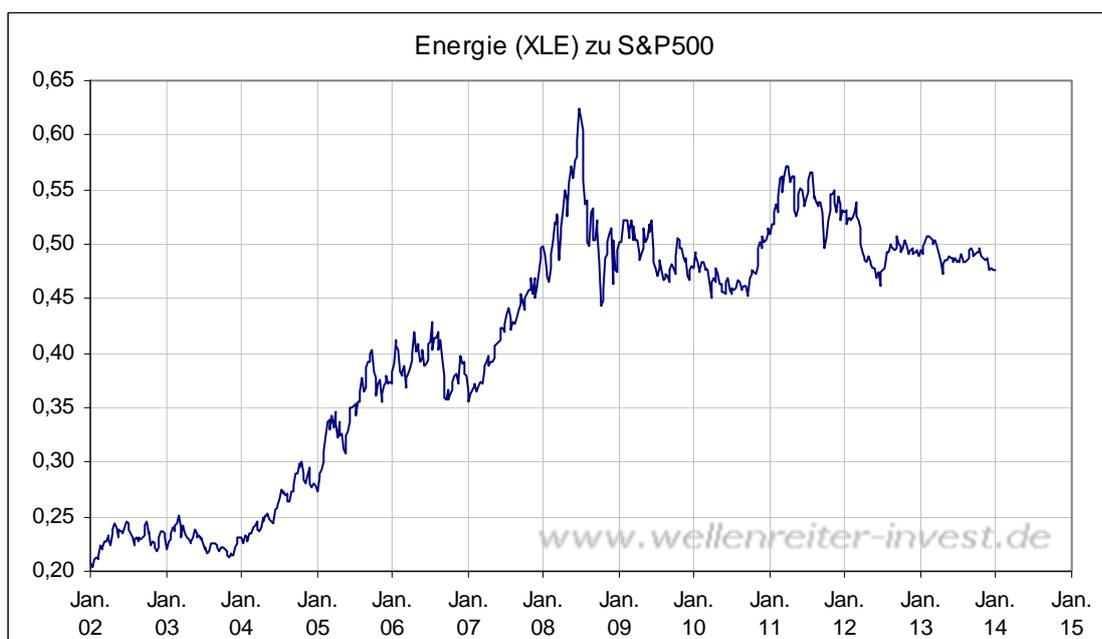


Abb. 5.12: Energie zu S&P 500 Tageschart

Ölserviceaktien zeigen relative Schwäche und dies gilt auch für den gesamten Energiesektor gegenüber dem S&P 500. Im Frühjahr hat die Ratio ein sekundäres Bewegungshoch gegenüber 2008 gebildet. Auch im Jahr 2013 blieb sie ein leichter Underperformer.

Fazit

Das langfristige Verhalten des Ölpreises spricht - nach der starken Haussephase der Jahre 1998-2008 - für eine breite Seitwärtsbewegung. Aufgrund der relativen Schwäche des Ölpreises gegenüber dem deutlich gestiegenen Aktienmarkt, aber auch der relativen Schwäche der Öaktien gegenüber dem Gesamtmarkt, die bis dato anhält, ist ein Schließen der entstandenen Schere nicht zu erwarten. Wir nehmen an, dass der Ölpreis ein schwächeres erstes Quartal vor sich hat. Ein gegenüber den historischen Durchschnittspreistief im zweiten Quartal wie in den letzten 4 Jahren ist wahrscheinlich. Der Kanada-Dollar zeigt an, dass das Risiko des Ölpreises auf der Unterseite liegt (bis 80 US-Dollar). Ab dem Frühsommer sollte der Ölpreis steigen.

5.3 Gold

Der Goldpreis bewegt sich seit den 1970er Jahren in einem längerfristigen Aufwärtstrend. Dem Bärenmarkt von 1980 bis 2001 folgte eine 10jährige Hausse. Seit September 2011 Jahren fallen die Kurse.

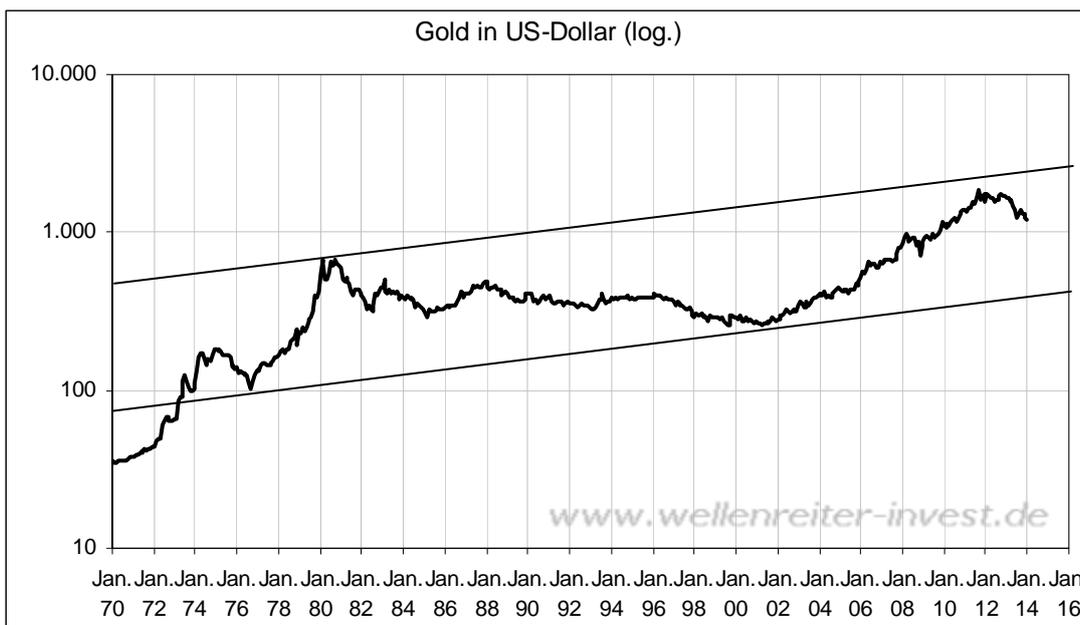


Abb. 5.13: Gold in US-Dollar

Es dürfte kein Zufall gewesen sein, dass der inflationsbereinigte Goldpreis im September 2011 das Niveau des Januar 1980 erreichte. Dieses inflationsbereinigte Allzeithoch erwies sich zunächst als unüberwindbarer Widerstand (blaue Linie folgender Chart).

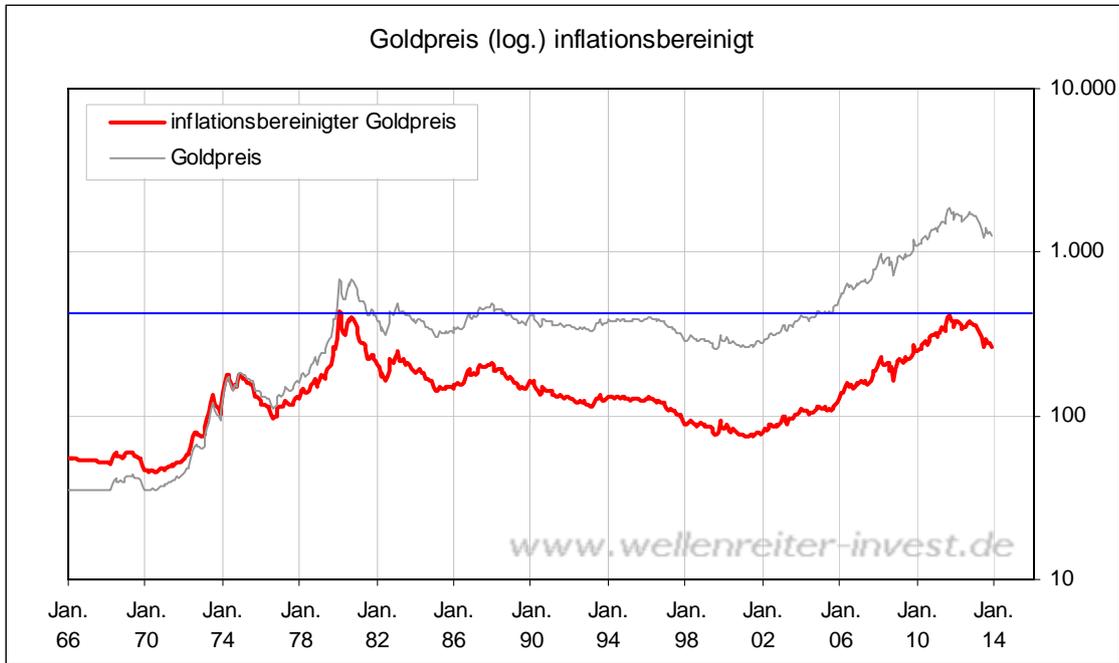


Abb. 5.14: Goldpreis inflationsbereinigt

Seit dem Herbst 2011 macht dem Goldpreis ein stetig steigender Realzins zu schaffen. Eine derartige Situation ergibt sich in einem Umfeld steigender Zinsen und fallender Inflationsraten.

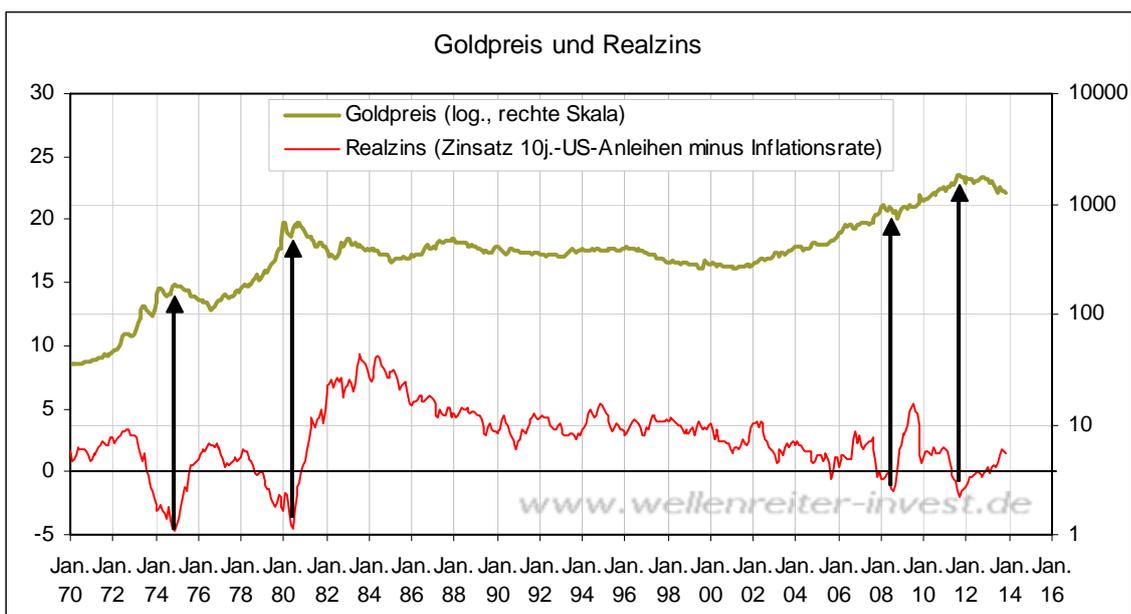


Abb. 5.15: Goldpreis und Realzins langfristig

Bereits in den 1970er Jahren übten steigende Realzinsen Druck auf den Goldpreis aus (siehe die beiden linken Pfeile auf dem obigen Chart). Kann man die Frage beantworten, wann der Realzins einen oberen Wendepunkt vollzieht, dann hat man den Schlüssel für einen unteren Wendepunkt im Goldpreis in der Hand. Der Realzins kann theoretisch noch deutlich weiter steigen. Nämlich dann, wenn die Renditen weiter anziehen und die Inflationsrate weiter fällt.

Lassen Sie uns ein wahrscheinliches Szenario durchdenken. Sollte die US-Wirtschaft im kommenden Jahr nicht in eine Rezession fallen, dann dürfte sich die Inflationsrate auf einem niedrigen Niveau einpendeln bzw. etwas später im Jahr sogar anziehen. Der Zinsanstieg ist – siehe Kapital Anleihen – auf einen Wert von 3,7% bis 3,8% (10jährige US-Anleihen) beschränkt, solange die Zinsen am kurzen Ende nicht ansteigen (siehe Kapitel Anleihen). Ein Ende der Nullzinspolitik hat die Fed für das Jahr 2014 ausgeschlossen. Das bedeutet: Der Realzins – aktuell bei 1,6% - dürfte maximal auf 2,1% bis 2,3% ansteigen, bevor er einen oberen Wendepunkt vollziehen würde.

Im Zeitraum von September 2011 bis Dezember 2013 vollzog der Realzins einen Anstieg um 3,6% (von -2,0% auf +1,6%). Das bedeutet, dass mindestens 85 Prozent der positiven Realzinsbewegung „im Kasten“ sein sollte. Das Restrisiko für Gold ist in diesem Szenario überschaubar. Ein größeres Risiko für Gold bliebe nur dann, wenn die US-Wirtschaft in 2014 in eine Rezession inklusive einer deflationären Entwicklung fallen sollte.

Der Bestand des größten Gold-ETFs SPDR nimmt seit Anfang Januar 2013 rapide ab. Er fiel von 2.100 auf aktuell 1.400 Tonnen.



Abb. 5.16: SPDR-Gold-ETF

Die Bestände von Gold im weltgrößten ETF sind auf das Niveau von Anfang 2009 gefallen, damals notierte der Goldpreis noch unterhalb von 1.000 USD. Man könnte vermuten, dass der Goldpreis erst dann eine Chance auf einen Anstieg hat, wenn diese Verkäufe aufhören. Dem lässt sich widersprechen. Denn der Goldpreis befindet sich Ende Dezember 2013 auf einem ähnlichen Niveau wie im Juni 2013, obwohl die Bestände der Gold-ETFs deutlich geringer als damals sind. Das Momentum der Verkäufe dürfte den Goldpreis weiter belasten. Allerdings dürfte die Absorptionsfähigkeit des Marktes am Wendepunkt X groß genug sein, um diese Bestände von schwache in starke Hände übergehen zu lassen.

Nicht nur bei den ETFs begann im Laufe des Januars ein kontinuierlicher Exodus. Gold geriet auch am US-Terminmarkt aus der Mode. Die Commercials haben ihre hohe Netto-Short-Positionierung beinahe auf Null abgesenkt. Die Kleinspekulanten besaßen erstmals seit Frühjahr 2001 temporär eine geringe Netto-Short-Positionierung (folgender Chart).



Abb. 5.17: Gold Kleinspekulanten

Eine Kapitulation der Kleinspekulanten am Terminmarkt ist erkennbar.

Der XAU-Goldminen-Index nähert sich der Marke von 65 Punkten (blaue Linie folgender Chart).

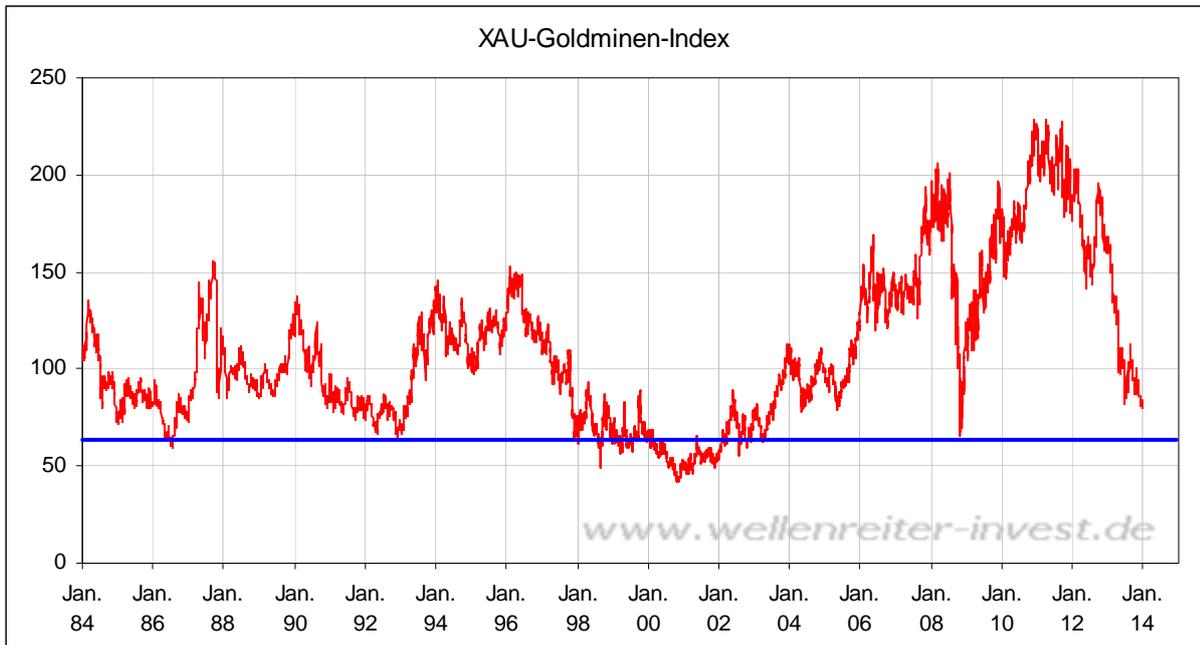


Abb. 5.18: XAU-Goldminen-Index

Dort fanden die Minen in den Jahren 1986, 1992/93 und 2008 Unterstützung und markierten einen unteren Wendepunkt. Sollte sich das Abwärtsmomentum fortsetzen, so dürfte der XAU an dieser Marke eine gute Chance auf eine Unterstützung haben.

Der Durchschnittsverlauf des Goldpreises in Zwischenwahljahren zeigt ein positives Verlaufsmuster.

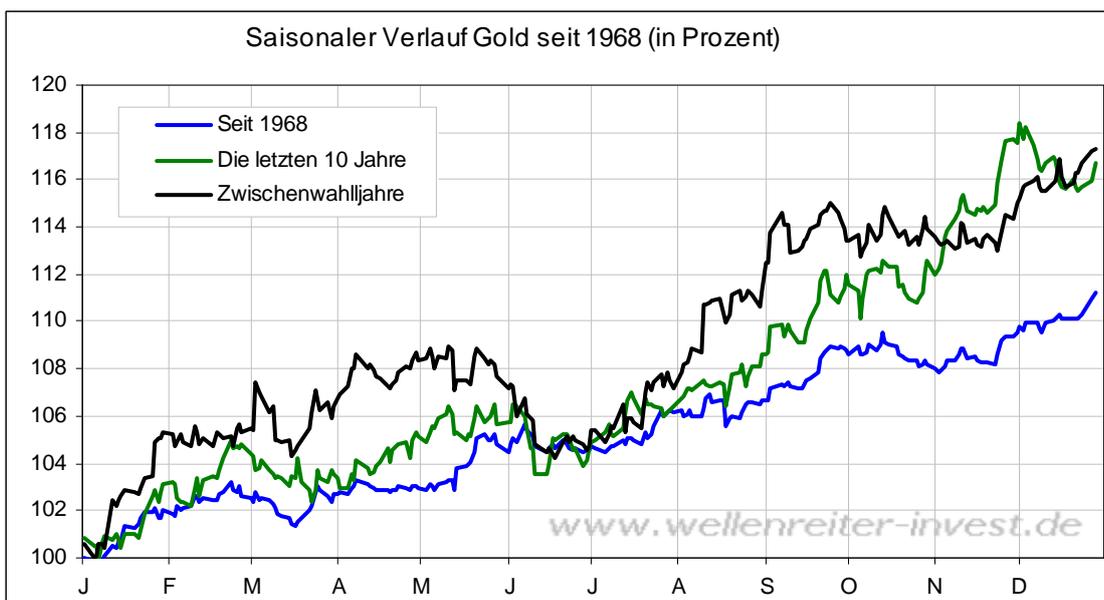


Abb. 5.19: saisonaler Verlauf Gold

Seit 1970 endete Gold in allen Zwischenwahljahren positiv. Die Ausnahmen bildeten die Zwischenwahljahre der 1990er Jahre (1990, 1994, 1998). Aber selbst in jenen Jahren fiel der Goldpreis nicht, sondern endete mit geringfügiger Minus-Abweichung dort, wo er das Jahr begonnen hatte. Aus Sicht des saisonalen Musters ist ein positiver Goldpreisverlauf recht wahrscheinlich.

Auf dem Monatschart kommt im Bereich von 1.150 bis 1.180 US-Dollar eine wichtige Unterstützung in Form des 8-Jahres-GD's ins Spiel (hellblaue Linie folgender Chart; siehe Pfeil). Zudem verläuft dort der seit dem Jahr 2002 gültige Aufwärtstrend.

Gold in US-Dollar Monatschart

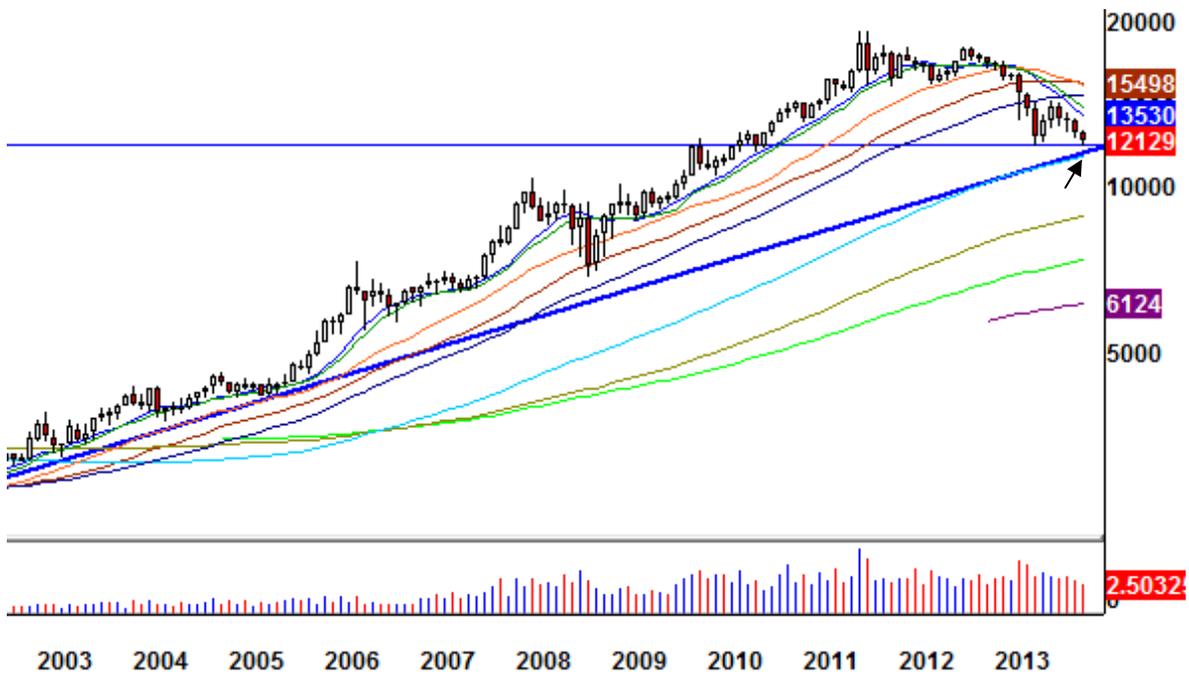


Abb. 5.20: Gold Monatschart

Würde diese Marke nicht halten, droht ein Fall auf die runde Marke von 1.000-Dollar.

Fazit

Im vergangenen Ausblick unterschätzten wir das Abwärtspotential des Goldpreises. Der Grund: Wir sahen lediglich für die ersten Wochen des Jahres eine sich aus einem Anstieg des Realzinses ergebende Drucksituation. Jetzt hat der Realzins einen Anstieg von 3,6% innerhalb von etwas mehr als zwei Jahren hinter sich. Wir meinen, mit gutem Grund annehmen zu können, dass der Realzins einen Großteil des Weges absolviert hat.

Dennoch wir halten einen Bruch des langfristigen Aufwärtstrends in den ersten Monaten des Jahres für wahrscheinlich. Der Goldpreis in Euro zeigt relative Schwäche und hat das Preistief vom Sommer 2013 bereits unterschritten. Eine solche Bewegung

käme einer Kapitulationsbewegung gleich. Vorstellbar ist ein Fall auf die 1.000-Dollar-Marke mit einer anschließenden V-förmigen Erholung. Für eine anschließende Erholung spricht, dass Gold in Zwischenwahljahren meist positiv abschneidet. Wir können uns ein Juni-Tief vorstellen.

5.4 Silber, Platin, Palladium

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 auf 50 Dollar im Rahmen des langfristigen Aufwärtstrends, der allerdings auch Züge eines Blowoffs besaß.

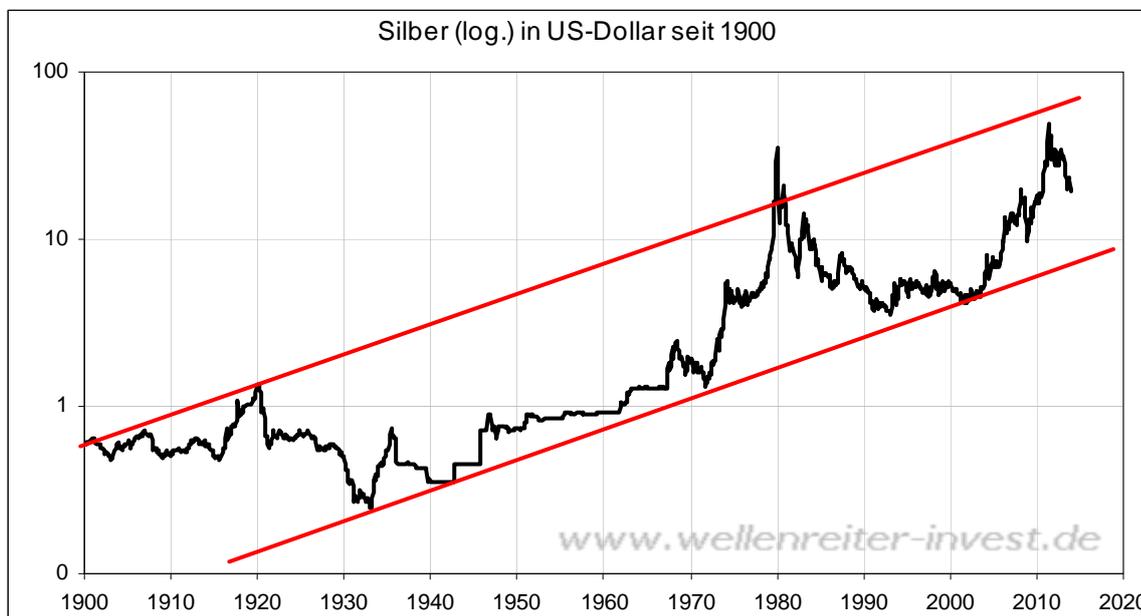


Abb. 5.21: Silber seit 1900

Betrachtet man das Verhalten der Edelmetalle in den vergangenen sieben Jahren, so lässt sich lediglich für Silber eine echte Blow-off-Bewegung feststellen.

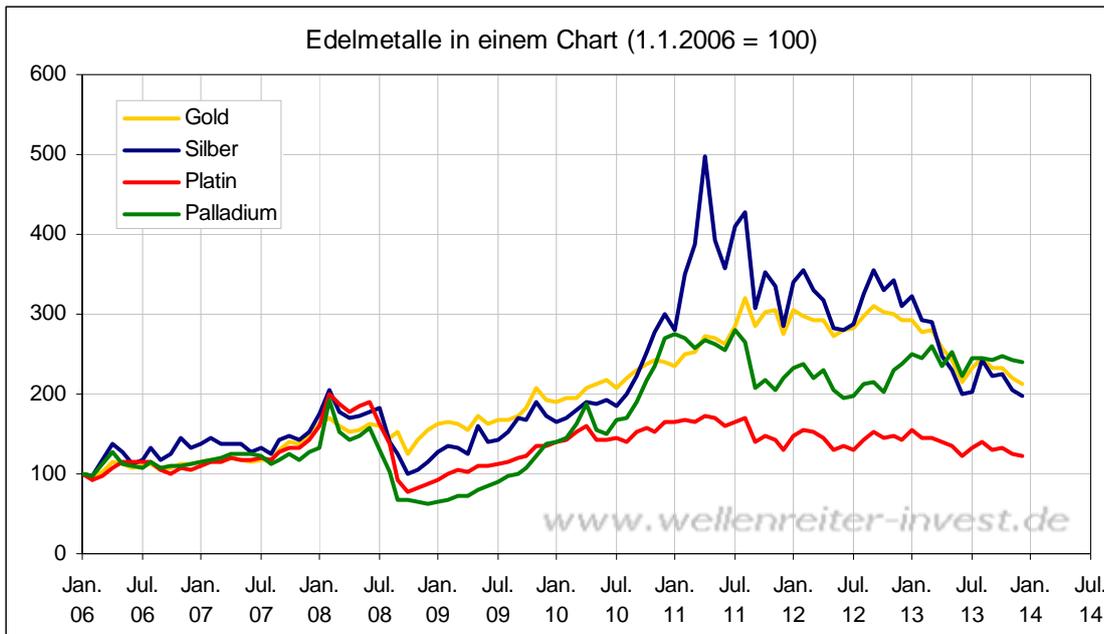


Abb. 5.22: Edelmetalle in einem Chart

Als Underperformer gilt Platin, das als einziges Edelmetall das Hoch des Jahres 2008 nicht überwinden konnte. Platin zeigte in den Jahren 1998 bis 2002 vorauslaufende Stärke. Im Bezug auf ein Comeback der Edelmetalle sollte man den Platinpreis daher sorgfältig beobachten.

Der Silberpreis befindet sich etwas unterhalb seines 8-Jahres-GDs (hellblaue Linie folgender Chart) an der 20-Dollar-Marke.

Silber Monatschart

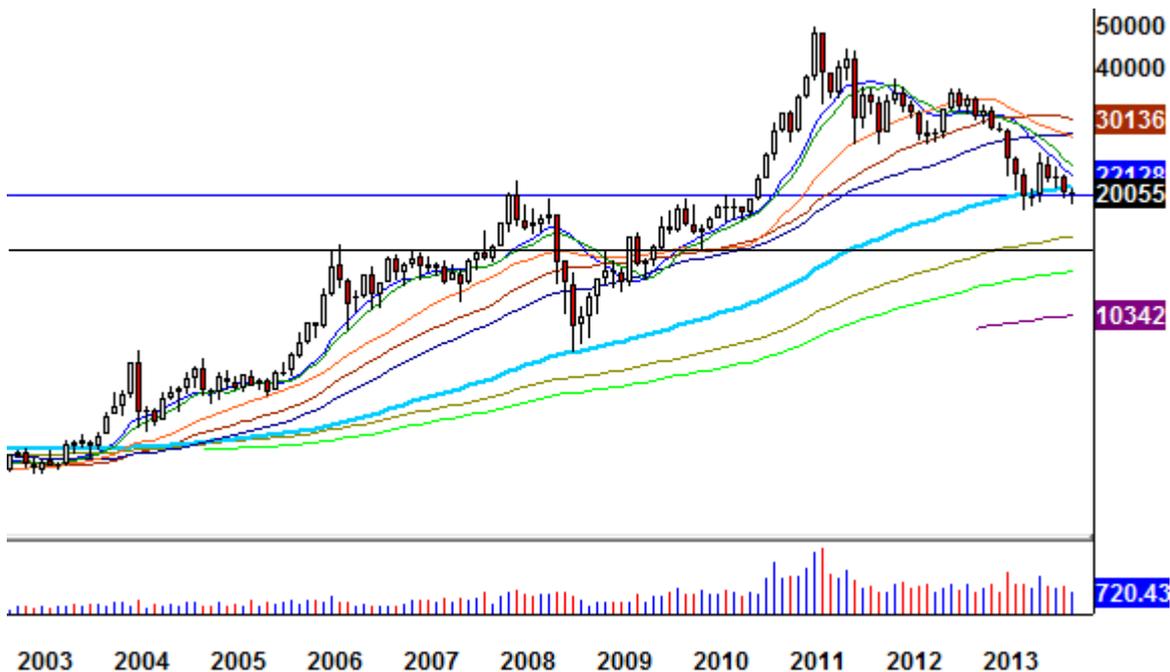


Abb. 5.23: Silber Monatschart

Die Marke von 20 US-Dollar bildet eine sehr starke Unterstützung aus, die sich auch aus dem Preishoch von 2008 ergibt. Bei Gold entsprach dieses Preishoch der Marke von 1.000 US-Dollar, so dass Silber seinem Ruf als volatileres Metall vollauf gerecht wurde. Bei Öl stellten wir fest, dass der Ölpreis seine positive Korrelation zum S&P 500 sukzessive verloren hat. Silber als Industriemetal zeigte ebenfalls gegenüber der positiven Aktienmarktentwicklung keine relative Stärke und hatte ähnlich wie der Goldpreis ein Eigenleben.

Silber sollte sich in 2014 analog zum Goldpreis entwickeln. Dies würde ein Tief bei etwa 15 US-Dollar bedeuten.

5.5 Kupfer

Der langfristige Aufwärtstrend in Kupfer bleibt intakt. Im Jahr 2008 wurde die Ausbruchsmarke aus dem Jahr 2005 erfolgreich getestet.

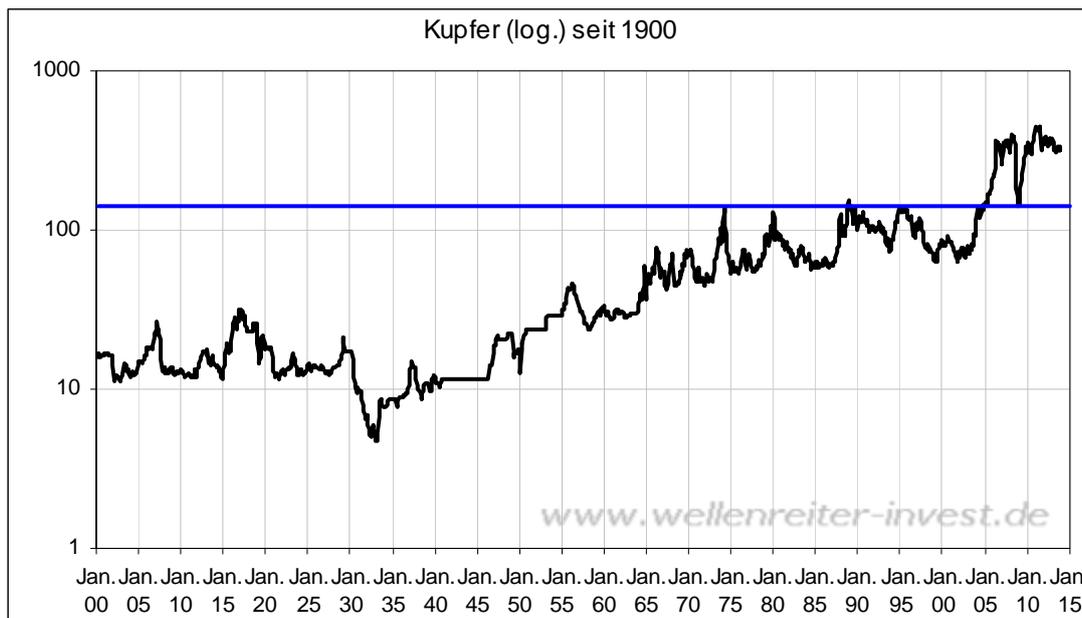


Abb. 5.24: Kupfer seit 1900

Im vergangenen Ausblick schrieben wir: „Der Kupferpreis bildet eine Verengung aus, die sich spätestens im Frühjahr 2013 auflösen müsste.“ Kupfer fiel zwar, konnte sich allerdings aus der Handelsspanne nicht befreien.

Kupfer Monatschart

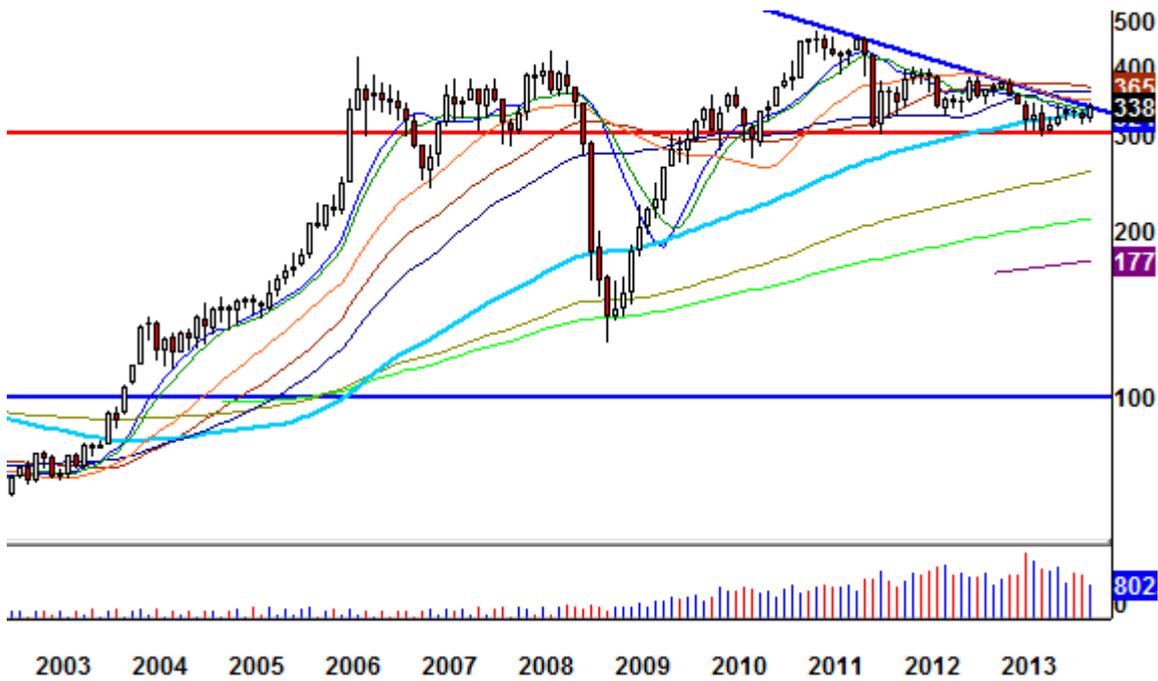


Abb. 5.25: Kupfer Monatschart

Der Kupferpreis hat ähnlich wie Gold und Silber seine Hochs in 2011 gebildet, die Abwärtsbewegung in 2013 war deutlich moderater. Klammert man den Einbruch 2008 mit der Erholung in 2009 aus, da zu dieser Zeit alle Preise fielen, dann versucht der Kupferpreis seit 2006 die Ausbildung eines neuen Preisplateaus.



Abb. 5.26: Shanghai Composite Index und Kupfer

Eine abschließende Korrektur in Edelmetallen dürfte auch den Kupferpreise nochmals mit sich ziehen. Insgesamt sieht Kupfer bullischer aus als die Edelmetalle.

In Situationen wie im Sommer 2012, als der mittlere Westen der USA von einer extremen Trockenheit heimgesucht wurde, leidet die Anpassungsfähigkeit dennoch.

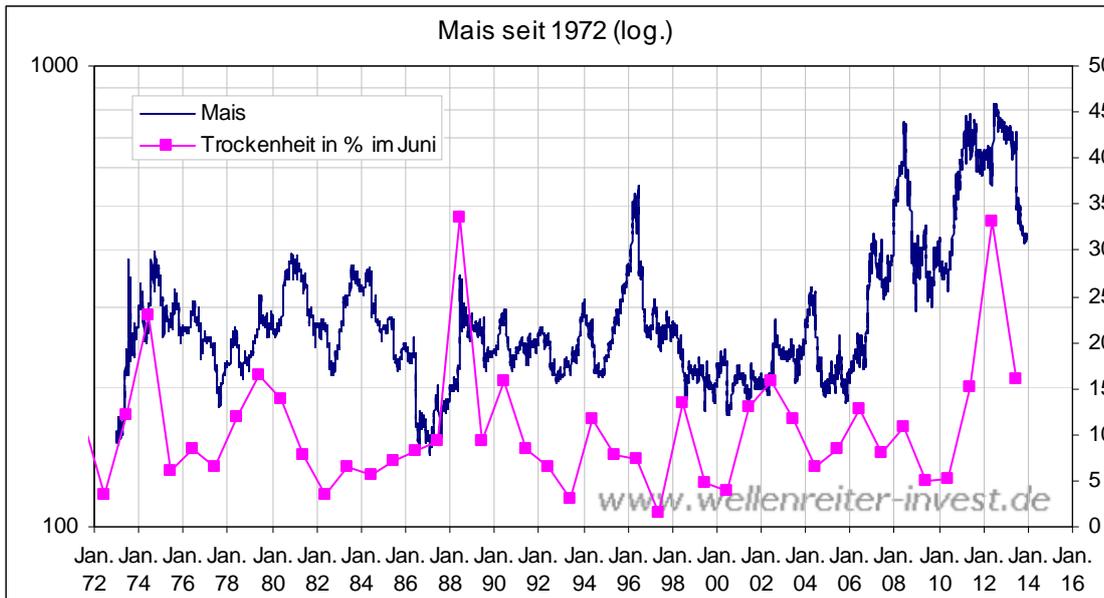


Abb. 5.29: Mais und Trockenheit

Der Maispreis verfügt an der 4-Dollar-Marke (rote Linie folgender Chart) über eine wichtige Unterstützung. Wenn diese nicht verteidigt werden kann, dann wären die Preistiefs von 2009 im Bereich 3 Dollar die nächste gute Unterstützung.

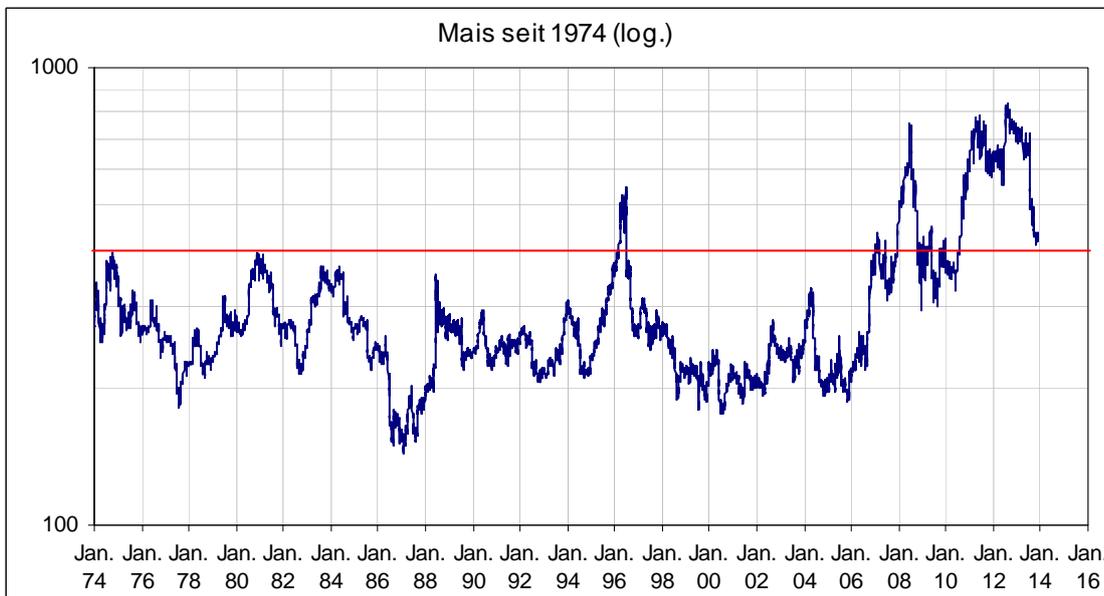


Abb. 5.30: Mais seit 1974

Der Verlauf der letzten 40 Jahre zeigt, dass preisliche Bodenbildungen eine lange Zeit andauern. Der Maispreis fällt in diesem Jahr deutlich ab, Ansätze einer Bodenbildung sind noch nicht vorhanden. Daher ist Mais trotz einer Preishalbierung kein Kandidat für eine neue Aufwärtsbewegung.

Etwas anders ist die Situation bei Kaffee zu beurteilen. Der Kaffeepreis fällt bereits seit knapp drei Jahren und hat in der Spitze etwa 70% verloren.

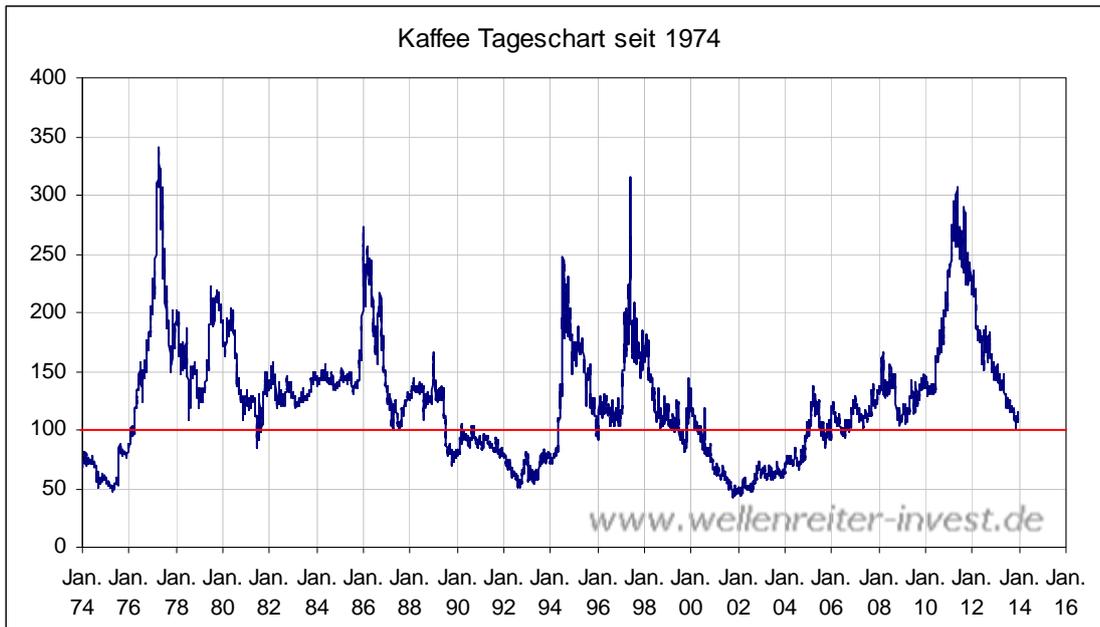


Abb. 5.31: Kaffee seit 1974

Der Kaffeepreis notiert auf der 100-Cent-pro-Pfund-Marke (rote Linie folgender Chart). Dieser Preisbereich entspricht bereits den Niveaus von 2009 und offerierte bei Preisabschwüngen aus einer ähnlichen Höhe – 1977 und 1997 – dem Kaffeepreis Unterstützung. Eine neue Haussephase startete in beiden Vergleichsfällen nicht, aber preisliche Gegenbewegungen waren auf Sicht von etwa einem Jahr jeweils üblich. Der Kaffeepreis ist damit an den Ausgangspunkt der starken Aufwärtsbewegung zurückgekehrt.

Die – nicht nur psychologisch, sondern auch tatsächlich – wichtige 100-Cent-Marke wurde am 7. November 2013 genau angelaufen. Seitdem versucht der Kaffeepreis einen zaghaften Bounce. Eine Phase der Bodenbildung hat noch nicht stattgefunden. Aus diesem Grund sollte man einen Einstieg noch nicht forcieren. Allerdings erscheint die Wahrscheinlichkeit aus technischer Sicht recht hoch, dass sich an der 100-Cent-Marke ein Boden etablieren kann. Der Deflationsdruck beim Kaffeepreis sollte hiermit zum Erliegen gekommen sein.

Der Zuckerpreis fällt seit Frühjahr 2011 und erreicht dabei bereits zum Jahresende 2013 eine wichtige preisliche Unterstützung im Bereich von 15 US-Dollar.

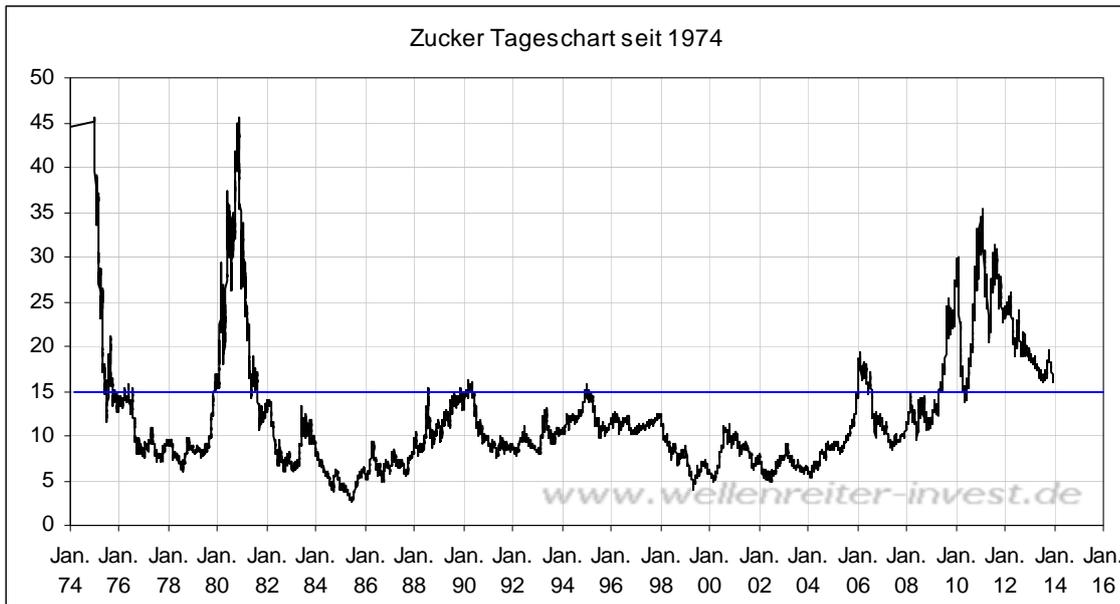


Abb. 5.32: Zucker Monatschart

Der Zuckerpreis verläuft – wie Kaffee – in einem intakten Abwärtstrend und besitzt die identische Zeitdauer. Ein Zurück auf den Ausgangspunkt der Aufwärtsbeschleunigung hat nicht stattgefunden, eine Bodenbildungsphase fehlt ebenso. Das Gros der Abwärtsbewegung sollte aber auch hier vorüber sein.

Fazit

Der Gesamtindex der nachwachsenden Rohstoffe hat in 2013 seinen seit 2002 laufenden Aufwärtstrend gebrochen. Einige nachwachsende Rohstoffe wie Kaffee, Zucker oder Mais haben mittlerweile wichtige Unterstützungen erreicht. Hier könnten erste Anstiege beginnen. Es fehlen aber preisliche Bodenbildungen, so dass zunächst nur Gegenbewegungen zu erwarten sind. Eine neue Hausse der nachwachsenden Rohstoffe ist nach den Kursexzessen in 2010/11 in der überschaubaren Zukunft nicht zu erwarten.

6. Der Aktienmarkt

6.1 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. Mit 16.500 Punkten (Ende 2013) befindet sich der Dow Jones Index auch inflationsbereinigt auf einem neuen Allzeithoch.

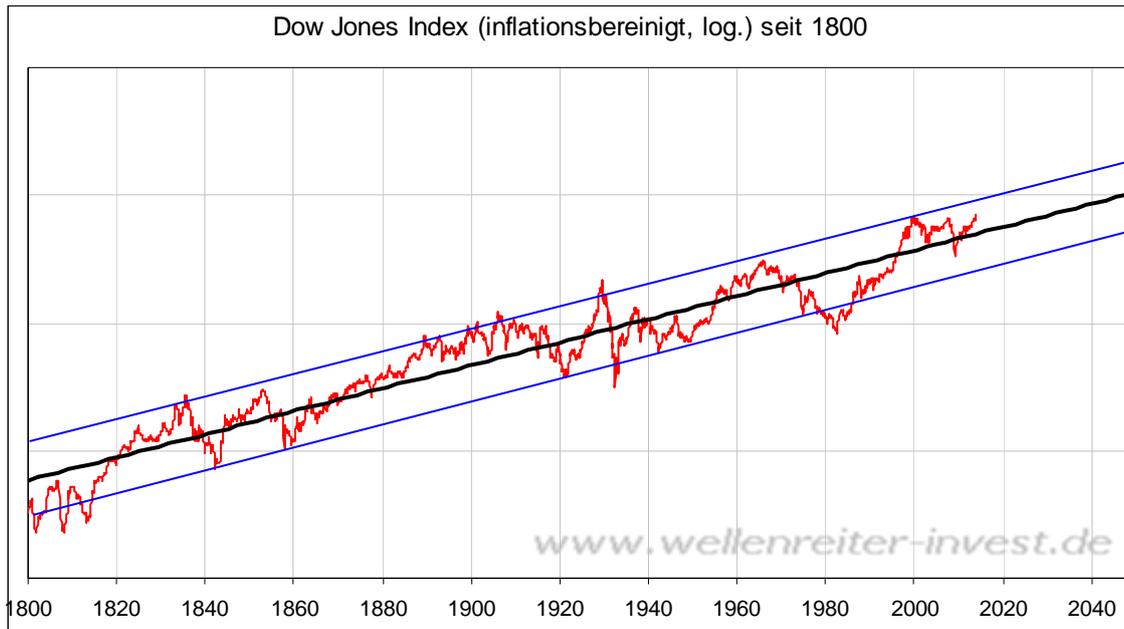


Abb. 6.1: Dow langfristig inflationsbereinigt

Das Erreichen der oberen Trendlinie würde - bei unveränderter Inflationsrate - einen Dow-Stand von 21.000 Punkten bedeuten (aktuell etwa 16.500 Punkte). Die untere Trend-Begrenzung würde bei etwa 6.000 Punkten angelaufen werden. Dieser Wert läge knapp unterhalb des Tiefpunktes aus dem Jahr 2009.

Mit einem Volumen von 63,4 Billionen US-Dollar übertraf Ende 2013 die Welt-Marktkapitalisierung aller Aktienbörsen den bisherigen Höchststand aus dem Jahr 2007. Als nachhaltig ist dieser Ausbruch noch nicht einzustufen (folgender Chart).

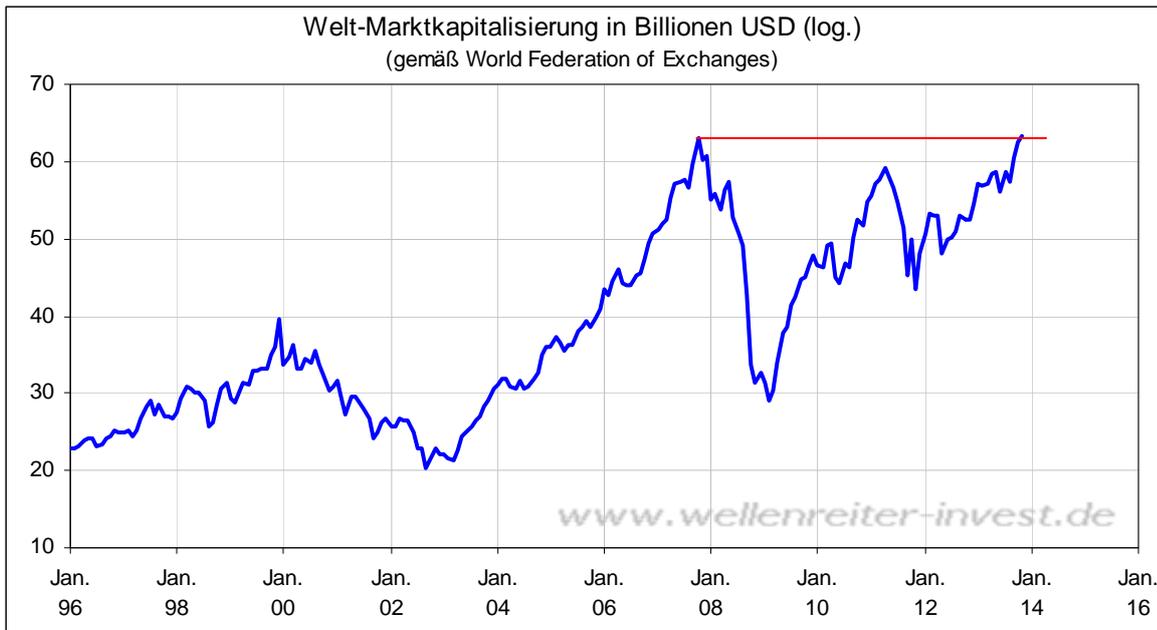


Abb. 6.2: Welt-Aktienmarktkapitalisierung

Nach Weltregionen sortiert betrug das Wachstum der Marktkapitalisierung auf dem amerikanischen Kontinent 23,2%, gefolgt von der EMEA-Region (Europa, Mittlerer Osten, Afrika) mit 20,9%. Asien/Pazifik bildet in 2013 als dritte große Region mit einem Wachstum von 15,9% das Schlusslicht. Diese Bilanz spiegelt sich in der Einzelbetrachtung wider.

Land	Veränderung 2013 %	Land	Veränderung 2013 %
1 Dubai	92,7	24 Großbritannien	13,5
2 Argentinien	85,0	25 Kanada	11,8
3 Japan	55,6	26 Taiwan	10,2
4 Pakistan	50,1	27 Malaysia	9,2
5 Irland	31,7	28 Indien	8,5
6 USA	29,2	29 Österreich	5,3
7 Finnland	25,0	30 Sri Lanka	3,6
8 Ägypten	24,7	31 Hongkong	2,3
9 Portugal	23,6	32 Israel	1,5
10 Griechenland	22,5	33 Philippinen	1,1
11 Dänemark	22,2	34 Slowakei	1,0
12 Schweden	22,2	35 Ungarn	0,9
13 Norwegen	22,0	36 Südkorea	0,1
14 Deutschland	20,6	37 Singapur	-1,0
15 Spanien	20,2	38 Indonesien	-2,6
16 Schweiz	18,8	39 Mexiko	-2,7
17 Südafrika	18,1	40 Thailand	-6,0
18 Neuseeland	17,2	41 Russland	-6,8
19 Belgien	17,1	42 China	-8,6
20 Frankreich	15,9	43 Chile	-15,1
21 Niederlande	15,7	44 Brasilien	-16,0
22 Italien	14,9	45 Türkei	-17,5
23 Australien	14,2	46 Peru	-24,4

Die Aktienmärkte Dubais und Argentiniens führen die Rangliste an, gefolgt von Japan. Die japanische Börse führt die Rangliste der großen Indizes der entwickelten Länder an. Die USA (S&P 500) landen ebenfalls in der Spitzengruppe. Der Kurs-DAX folgt mit einem Plus von 21%. Aus Gründen der Vergleichbarkeit wird in dieser Tabelle der Kurs-DAX berücksichtigt.

Die kleinen Peripheriestaaten (Irland, Portugal und Griechenland) zeigten sich in 2013 in Comeback-Form. Sie landeten allesamt vor dem DAX. Paris und London platzierten sich im Mittelfeld, genauso wie die Indizes der Rohstoffländer Australien und Kanada. Die Leitindizes von drei der vier BRIC-Staaten beendeten das Jahr 2013 schwächer. Lediglich der indische Sensex konnte zulegen. Mit der Türkei findet sich einer der bisherigen Highflyer am Ende der Liste, negativ getoppt nur noch von Peru.

Ohne Zweifel brachte das Jahr 2013 für die meisten Regionen deutliche Zuwächse an den Börsen. Doch klar ist auch: Selbst in „Super-Börsenjahren“ wie 2013 gilt es zu differenzieren. Nicht alle Boote wurden durch die Liquiditätsflut der Zentralbanken gehoben.

Einem Anleger im Dow Jones Index brachten die vergangenen 5 Jahre eine Rendite in Höhe von 133 Prozent (Monatsschlusskursbasis). Dieser Wert wird durch die rollierende 5-Jahres-Rendite ausgedrückt. Der in der Grafik dargestellte Wert wurde bereits auf den Februar 2014 hochgerechnet. Im Frühjahr 2014 jährt sich das Bärenmarktief zum fünften Mal. Auf Tagesschlussbasis würde der Zuwachs 155 Prozent betragen.

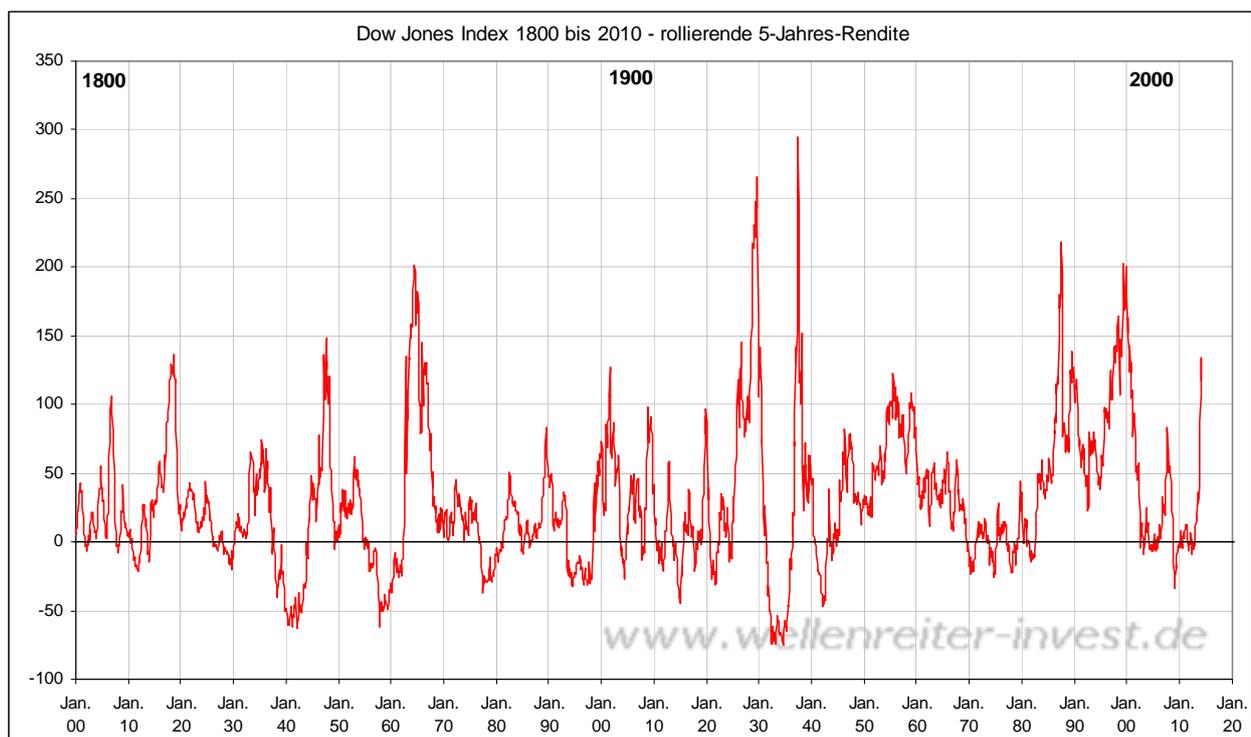


Abb. 6.3: Dow Jones Index – rollierende 5-Jahres-Rendite

In der Spitze sind für einen 5-Jahres-Anlagezeitraum Renditen von 200 bis 250 Prozent möglich. Die Periode von 1982 bis 1987 generiert eine Rendite von 200 Prozent. Gleiches gilt für den Zeitraum von 1995 bis 2000. Eine 5-Jahres-Rendite oberhalb von 200 Prozent wurde lediglich in den goldenen 1920er Jahren sowie in der ersten Erholungsphase der großen Depression bis 1937 erreicht.

Aufgrund des starken Anstiegs der Aktienmärkte von März bis Dezember 2009 wird die 5-Jahres-Rendite im Februar 2014 auf Monatschlussbasis ihren vorläufigen Hochpunkt erreichen. Dies geschieht unabhängig davon, ob die Aktienmärkte im Frühjahr weiter steigen oder nicht.

Mit einem Anstieg des Dow Jones Index von knapp 60% liegt die aktuelle Dekade (2010 bis 2019) im Vergleich zu anderen Dekaden weit vorn.

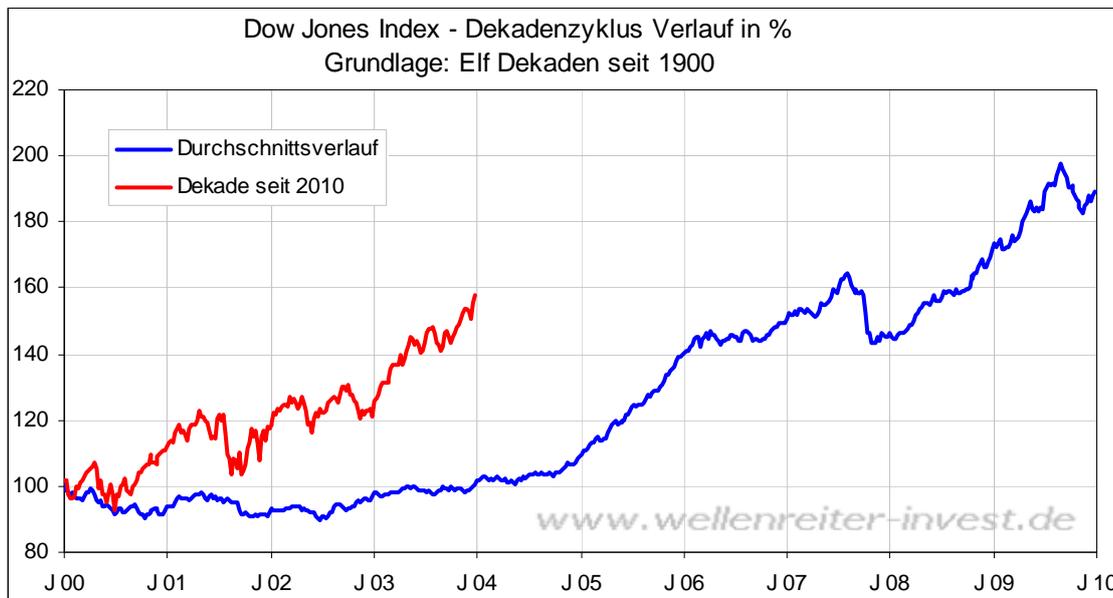


Abb. 6.4: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %

In einer durchschnittlichen Dekade schafft es der Dow Jones Index - nach verlustreichen Anfangsjahren – an Ende des 3er-Jahres gerade mal knapp in die Gewinnzone. Das mit Abstand stärkste Jahr einer Dekade ist das 5er-Jahr.

Wir stellen nachfolgend die Einzelverläufe des Dow Jones Index in den Dekaden 1900 bis zur aktuellen Dekade dar.

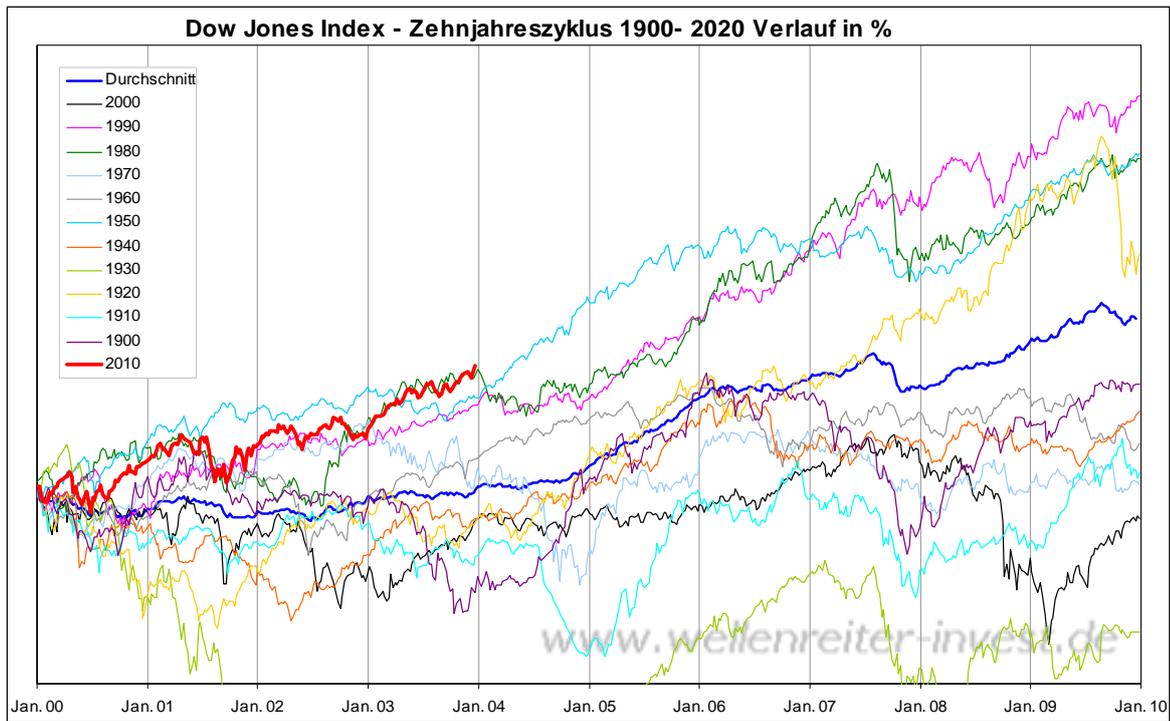


Abb. 6.5: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Einzelverläufe

Die rote Linie bezeichnet den Verlauf der aktuellen Dekade. Es ist gut zu erkennen, dass der Dow Jones Index zum aktuellen Zeitpunkt alle anderen Dekaden seit 1900 im Bezug auf die Performance hinter sich gelassen hat. Lediglich die Dekade der 80iger Jahre weist zum aktuellen Zeitpunkt einen beinahe identischen Kurszuwachs auf. Etwas weniger positiv waren die ersten drei Jahre der 50iger und 90iger Jahre. Alle drei genannten Dekaden wiesen weitere deutliche Kursgewinne bis zum Ende der jeweiligen Dekade auf.

6.2 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2014 ist ein Zwischenwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Der Präsidentschaftszyklus lässt sich in zwei große Phasen unterteilen. In den ersten beiden Jahren (Nachwahljahr und Zwischenwahljahr) fehlen üblicherweise ökonomische Impulse. In dieser Zeit verlaufen die US-Aktienindizes durchschnittlich schwächer als in Vorwahl- und Wahljahren (folgender Chart).

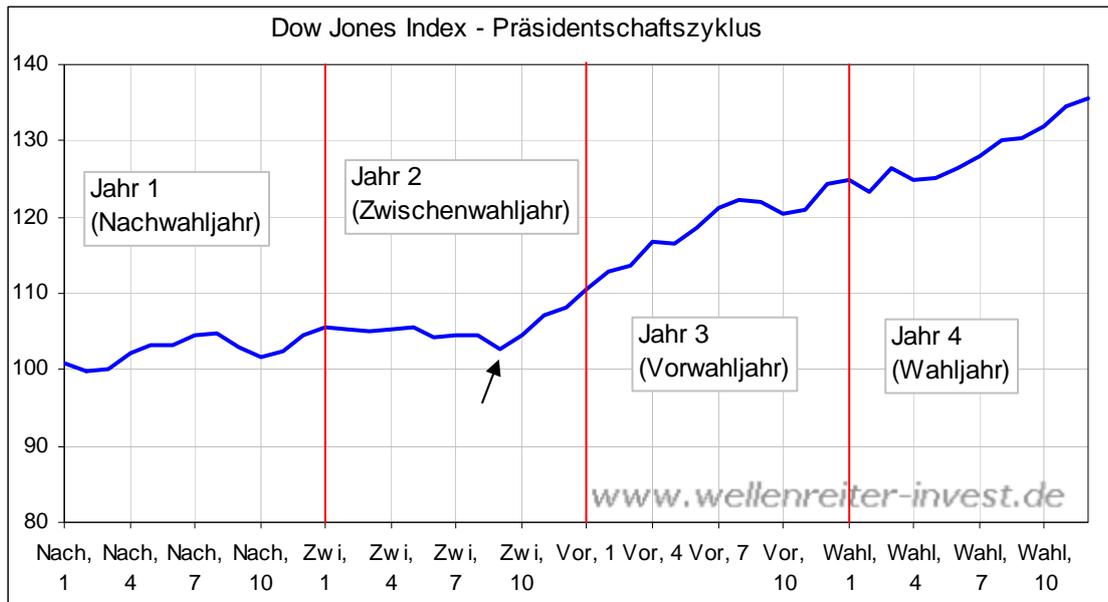


Abb. 6.6: US-Präsidentschaftszyklus

Eine Besonderheit des Zwischenwahljahres ist seine Funktion als Übergangsjahr. Die positive Vorwahl- und Wahljahreswahlphase beginnt meist bereits im Herbst des Zwischenwahljahres (siehe Pfeil obiger Chart). Bevor die positive Phase beginnt, findet häufig eine Marktberreinigung statt.

Ab dem Vorwahljahr steht die angestrebte Wiederwahl im Vordergrund. Häufig wird versucht, diese durch Konjunkturprogramme abzusichern. Die Wirkung auf den Aktienmarkt ist üblicherweise positiv. Seit 1897 stellt sich die durchschnittliche Performance des Dow Jones Index im US-Präsidentschaftszyklus wie vor dar:

Nachwahljahre +6,5%

Zwischenwahljahre +3,5%

Vorwahljahre +11,1%

Wahljahre +7,7%

Zwischenwahljahre sind historisch betrachtet die schwächsten Jahre im Wahlzyklus. 17 Zwischenwahljahre verliefen positiv, 12 Jahre endeten im Minus.

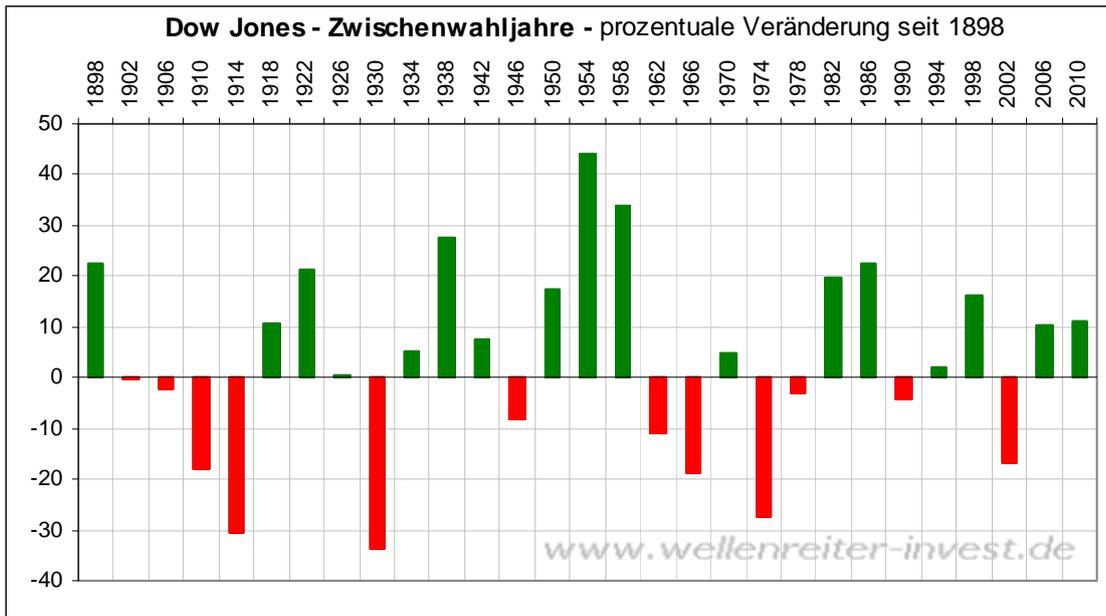


Abb. 6.7: Dow Jones Index Verteilung Zwischenwahljahre

Die höchsten Gewinne wurden in den 1950er Jahren erzielt. Zu hohen Verlusten kam es 1914 (1. Weltkrieg), 1930 (Jahr nach dem großen Crash) sowie 1974 (Rezession).

Die Funktion als Übergangsjahr wird durch vergleichsweise hohe Intra-Jahres-Verluste beschrieben. So rutschte der Dow Jones Index im Mai/Juni 2010 - nach dem Ende des ersten QE-Programmes - um 14 Prozent ab. Im Jahr 2002 betrug der Intra-Jahres-Verlust satte 31 Prozent.

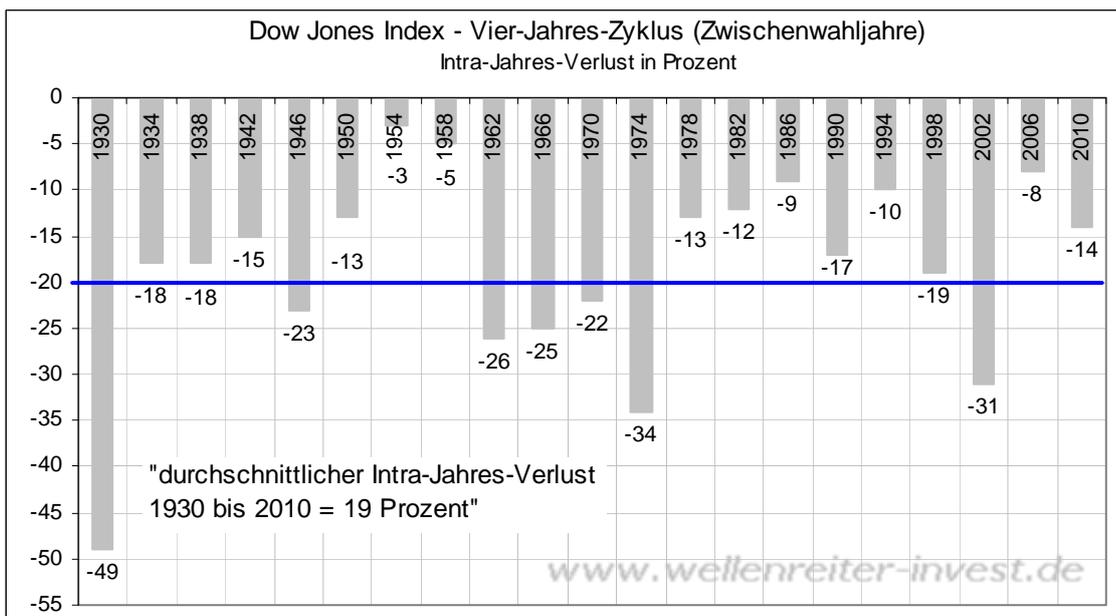


Abb. 6.8: Vier-Jahres-Zyklus

Nur in wenigen Jahren (1954, 1958, 1986, 2006) konnte eine zweistellige Korrektur vermieden werden. Die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes in zweistelliger Höhe ist mit 80 Prozent recht hoch.

Die Wahrscheinlichkeiten fallen mit größeren Schwellenwerten. So erreicht ein Intra-Jahres-Verlust von mindestens 15 Prozent eine Wahrscheinlichkeit von 57 Prozent. Die Bärenmarktschwelle (20%-Verlust) wurde in 33 Prozent aller Fälle überschritten.

Der durchschnittliche Verlauf eines Zwischenwahljahres ist durch eine Schwächephase von April bis Oktober gekennzeichnet. Von Oktober bis zum Jahresende verläuft ein Zwischenwahljahr üblicherweise positiv (nächster Chart).

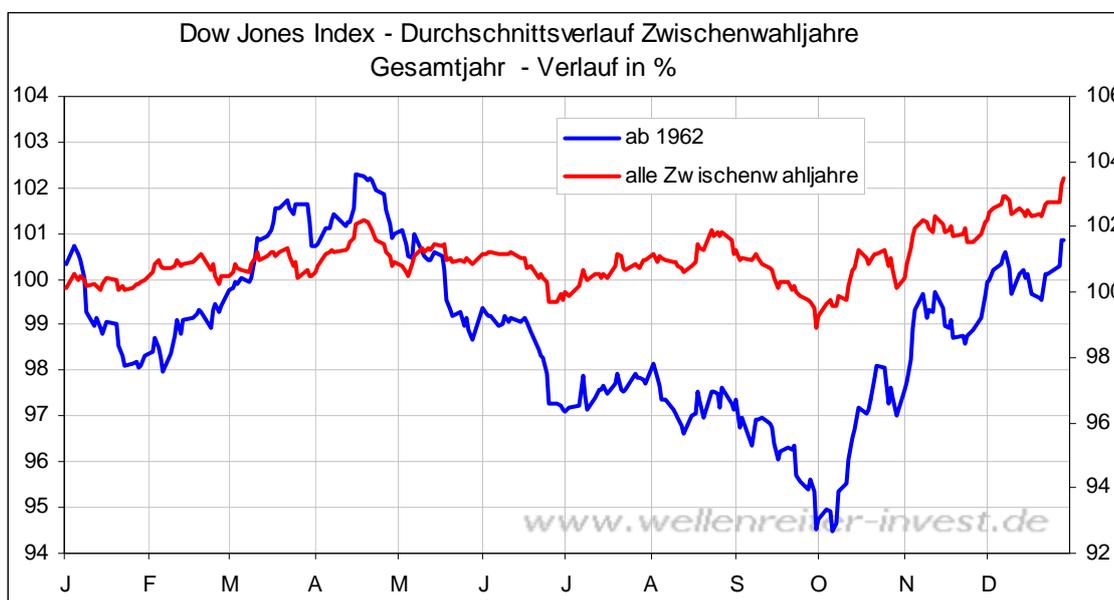


Abb. 6.9: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Zwischenwahljahre 1897 - 2009

Besonders akzentuiert wird dieser Zyklus, wenn man sich auf die Jahre ab 1962 bezieht. Das Jahr 1962 ist das Jahr, ab dem der - weiter oben genannte - Vier-Jahres-Zyklus besonders gut erkennbar ist. Wichtige zyklische Extrema lassen sich auch in der kürzeren Zeiteinstellung für Mitte April (Hoch), Ende Juni (Tief) und Ende September/Anfang Oktober (Tief) erkennen. Das vierte Quartal stellt die positivste Phase des Jahres dar.

Man hat den Eindruck, dass sich der 4-Jahres-Zyklus in jedem zweiten Durchgang intensiviert. Deshalb bilden wir nachfolgend mit den etwas dickeren Linien einen 8-Jahres-Zyklus im S&P 500 ab.

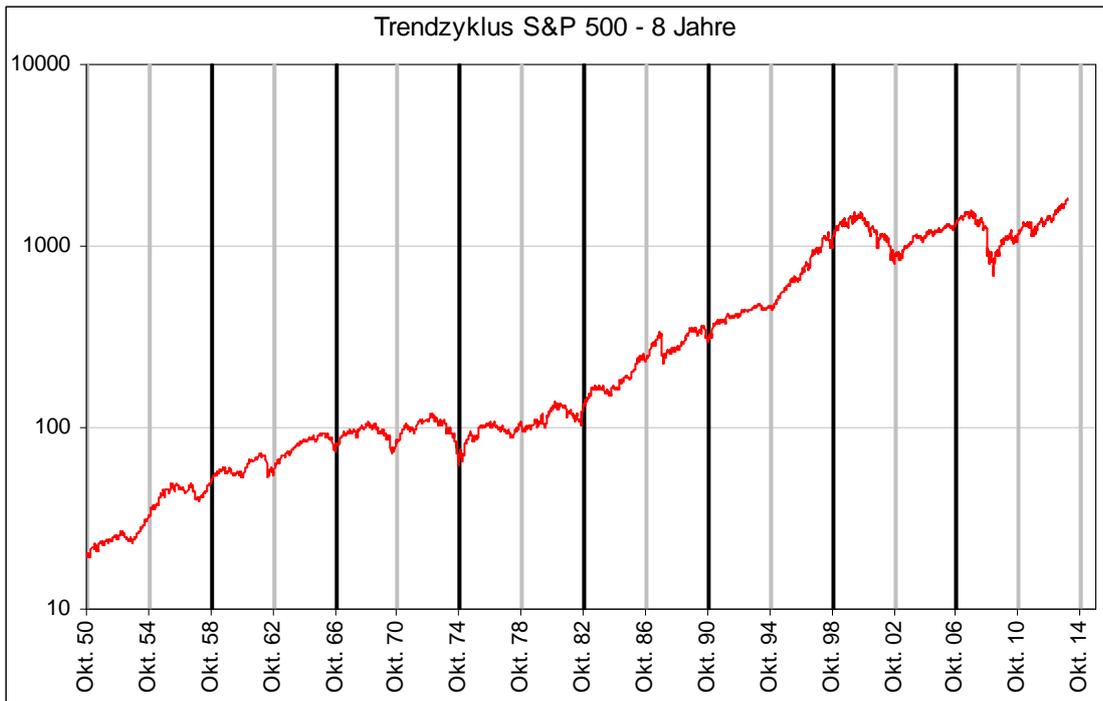


Abb. 6.10: S&P 500 8-Jahres-Zyklus

Wir haben die Trendlinie jeweils auf den Monat Oktober gesetzt. Doch einige Tiefpunkte wurden schon im Sommer generiert. Der Zyklus beginnt im Oktober 1966. Er setzt sich fort über den Herbst 1974, den August 1982, den Oktober 1990 und den August / September 1998. Im Sommer 2006 kam es zu ersten Mal seit 40 Jahren zu einer weniger intensiven Korrektur (geringer als 10 Prozent). Seitdem sind 8 Jahre vergangen. Der nächste Zyklustermin steht im Sommer/Herbst 2014 an.

Am 4. November 2014 finden in den USA die so genannten „Midterm-Elections“ statt. Die Wahl wird jeweils nach Ablauf der Hälfte der Wahlperiode des US-Präsidenten durchgeführt. Alle 435 Sitze des US-Repräsentantenhauses und 33 der 100 Sitze im US-Senat werden neu gewählt.

Börsentechnisch ist dies relevant, weil der Dow Jones Index im Vorfeld dieser Wahlen zur Stärke neigt (genauso wie vor US-Präsidentschaftswahlen). Der Zeitraum 5 Tage vor der Midterm-Wahl bis 3 Tage nach der Wahl brachte in der Nachkriegszeit folgende Resultate im Dow Jones Index.

Wahlrally im Dow Jones Index	
Jahr	Entwicklung
1946	+4,0%
1950	+1,6%
1954	+2,7%
1958	+3,2%
1962	+4,6%
1966	+1,2%
1970	+2,3%
1974	+1,2%
1978	+1,8%
1982	+4,5%
1986	+2,2%
1990	+1,7%
1994	-1,6%
1998	+7,3%
2002	+2,0%
2006	+0,5%
2010	+2,5%
Durchschnittliche Entwicklung	+2,45%

In den 17 Zwischenwahljahren der Nachkriegsgeschichte gab es in 16 Fällen eine Rally am US-Aktienmarkt rund um den Wahltermin, die einen durchschnittlichen Zugewinn von 2,45% aufwies. Der Wahltermin 04.11.2014 legt diese statistisch günstige Phase auf den Zeitraum vom 28.10.-07.11.2014 fest.

Fazit

Zwischenwahljahre stellen die schwächsten Jahre im Präsidentschaftszyklus dar. Im Jahr 2014 wird die US-Notenbank ihre zusätzliche monetäre Unterstützung sukzessive zurückfahren, so dass ein Positivfaktor aus 2013 entfällt. Mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit ist mit einem unterjährigen Kursverlust von mindestens 10% zu rechnen. „Sell before May“ ist in Zwischenwahljahren die richtige Strategie, da der Monat April für einen zyklischen Hochpunkt steht. Als Tiefpunkte kommen das Ende des ersten Halbjahres und vor allem der Zeitraum Ende September/Anfang Oktober in Frage. Das vierte Quartal stellt üblicherweise das positivste Quartal dar. Dort sind zwei Marktanomalien in Form einer „Wahlrally“ und einer „Jahresendrally“ zu beobachten.

6.3 Dekadenmuster

Das Jahr 2014 stellt nicht nur ein Zwischenwahljahr, sondern – im Rahmen des Dekadenzyklus – ein Jahr dar, das auf der Zahl 4 endet („4er-Jahr“).

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 4er-Jahre seit dem Jahr 1904.

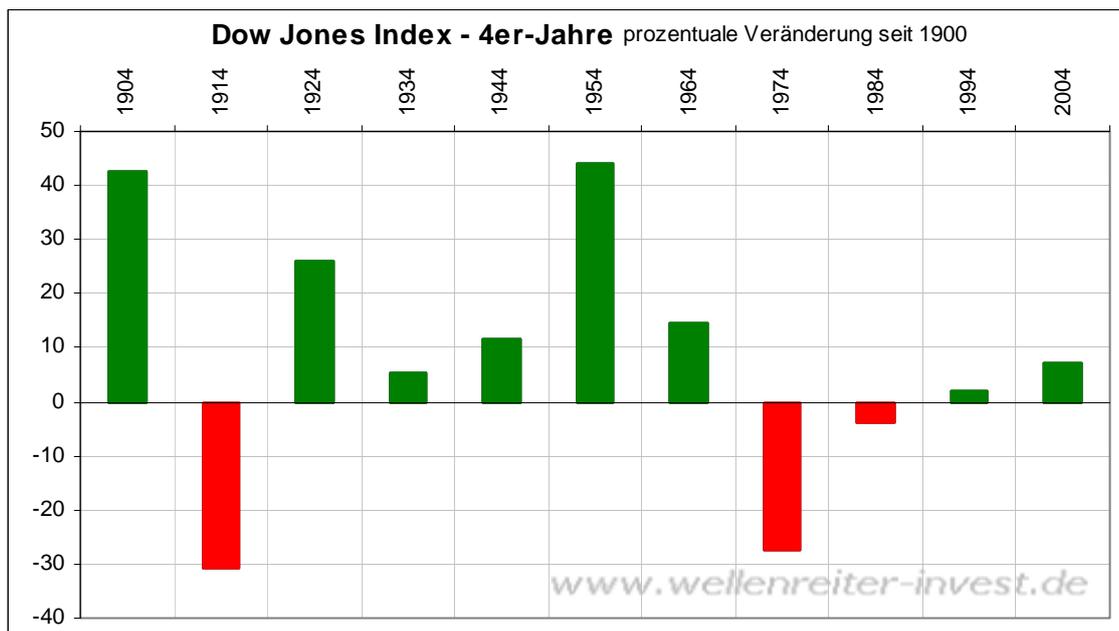


Abb. 6.11: Dow Jones Index 4er Jahre

In 4er Jahren konnte im Dow Jones Index acht positive Verläufe notiert werden. Drei Verläufe waren negativ. Die durchschnittliche Entwicklung lag bei +8%. In den positiven Jahren lag der durchschnittliche Zuwachs bei 18,5%, in den negativen Jahren lag der Verlust bei 21,0%. Die letzten drei Viererjahre (1984, 1994, 2004) waren per Saldo Jahre mit einer sehr geringen Veränderung. Sie waren überwiegend durch zeitlich ausgedehnte Korrekturphasen geprägt.

1954 war ein sehr positives Jahr. Der Dow Jones Industrial Average notierte im Septembertief 1953 auf dem Niveau vom Frühjahr 1951. Im 1. Quartal 1954 erfolgte ein Ausbruch aus einer langen Seitwärtsphase. Dieser führte zu einem Trendjahr fast ohne Korrektur. Das Jahr 1954 ist mit der aktuellen Situation nicht vergleichbar.

Der Durchschnittsverlauf von 4er-Jahren ist von einem frühen Hochpunkt (Ende Januar/Anfang Februar) und einer recht schwachen Phase im ersten Halbjahr geprägt. Erst im vierten Quartal kommt es zu einer breiten Erholung (folgender Chart).

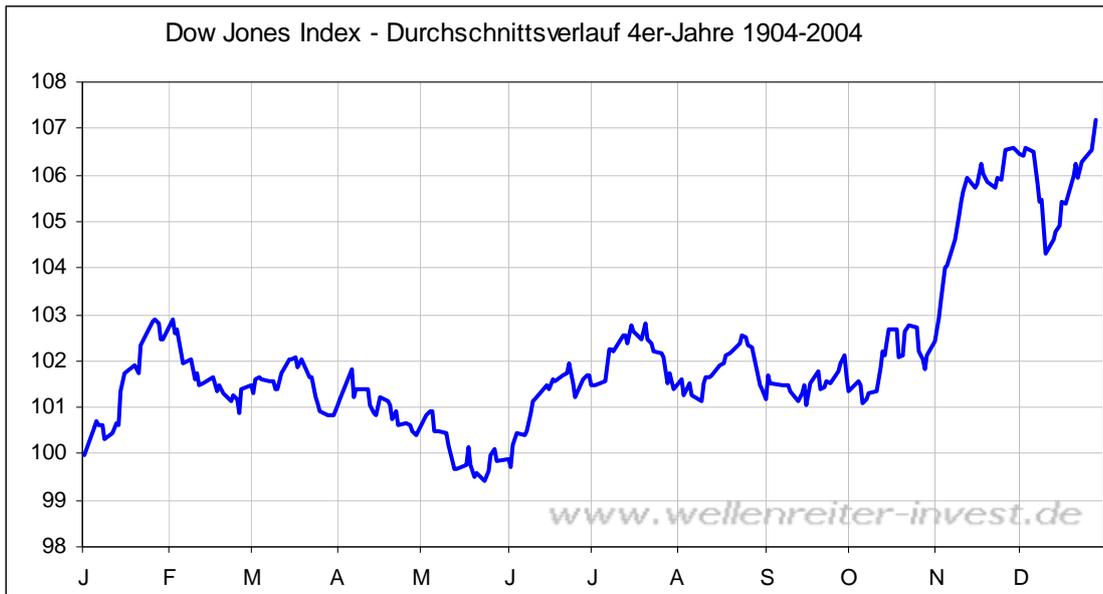


Abb. 6.12: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 4er-Jahre 1904 – 2004

Im Gegensatz zu den durchschnittlichen Verläufen von Zwischenwahljahren steigt die Wahrscheinlichkeit für einen Hochpunkt bereits zum Jahresanfang deutlich an. Ein wichtiges Tief bildet sich üblicherweise im Mai aus. Eine wichtige Gemeinsamkeit von Zwischenwahljahren und 4er-Jahren liegt in der überdurchschnittlichen Entwicklung des vierten Quartals. Auffällig ist die – bereits erwähnte – Anomalie der starken Wahlrally Ende Oktober/Anfang November.

Gewisse Parallelen des Anstiegs der letzten drei Jahre sind vor allem gegenüber den 80iger und 90iger Jahren zu erkennen. Die Zeitperiode vor 30 Jahren besaß zum jetzigen Zeitpunkt einen nahezu identischen prozentualen Anstieg. In der ersten Hälfte der 80iger Jahre befand sich der Bullenmarkt in einer frühen Phase und korrigierte den Anstieg in 1984. Die Schwäche des Dow Jones Index in 1982 war in dieser Form nicht in 2012 zu beobachten, da sich die Schwäche auf Europa konzentrierte (folgender Chart).

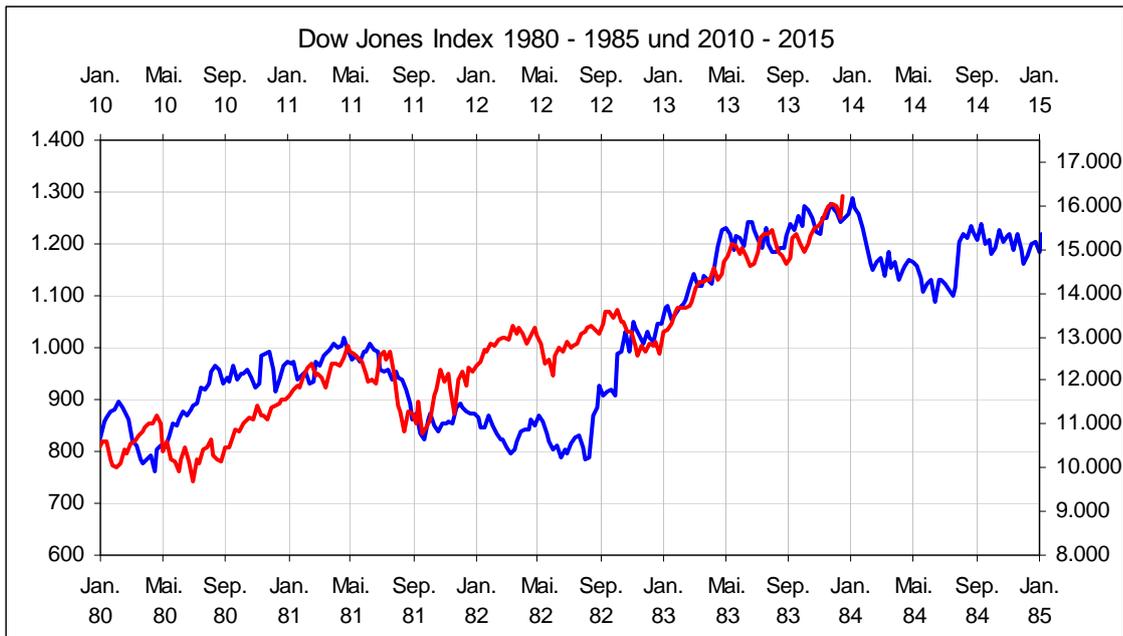


Abb. 6.13: Dow Jones Index 1980 – 1985 und 2010 - 2015

Das Jahreshoch bildete sich bereits am 6. Januar 1984. Im Juni/Juli folgte die Bodenbildung mit einem Doppeltief am 15. Juni/ 24. Juli 1984. Der unterjährige Kursverlust lag bei 16 Prozent. Ein kompletter Pullback auf das alte Allzeithoch (1982) fand nicht statt. Insgesamt war 1984 ein moderates Minusjahr.

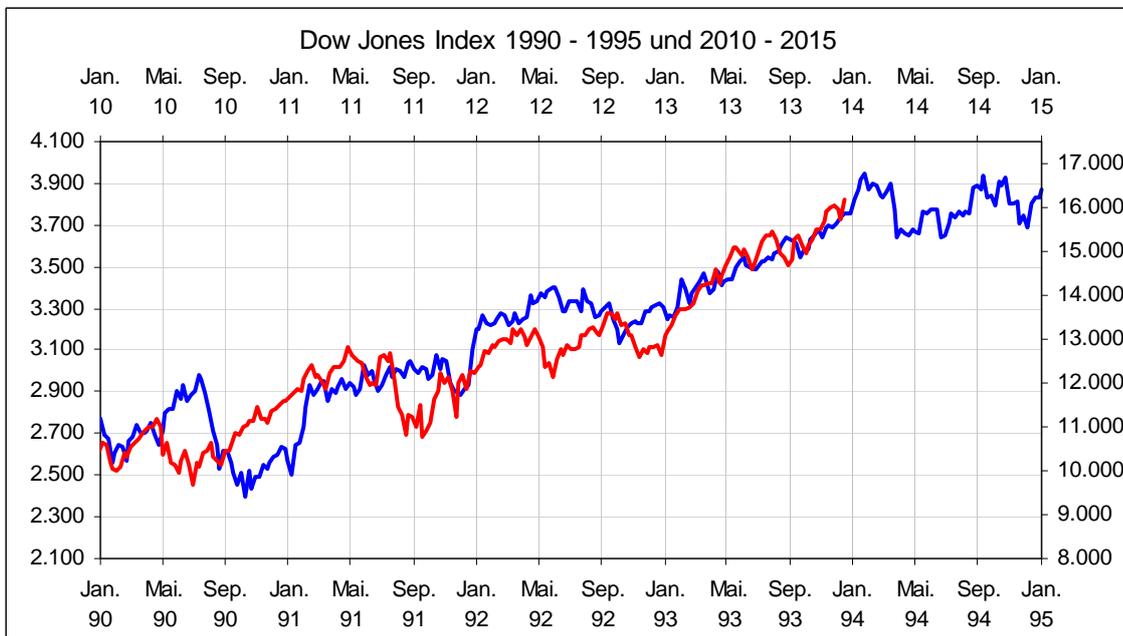


Abb. 6.14: Dow Jones Index 1990 – 1995 und 2010 - 2015

Der Anstieg der 1990er Jahre wurde durch das Hoch am 31. Januar 1994 unterbrochen. Das Jahr 1994 war durch eine deutliche Anstiegsphase bei den Renditen geprägt. Das sehr erratisch verlaufende Handelsjahr wies einen unterjährigen Verlust von 10% auf. Per Saldo war es ein leicht positives Jahr.

Abschließend ein Blick auf die Einzelverläufe von Zwischenwahljahren, die gleichzeitig 4er-Jahre (so wie das Jahr 2014) sind.

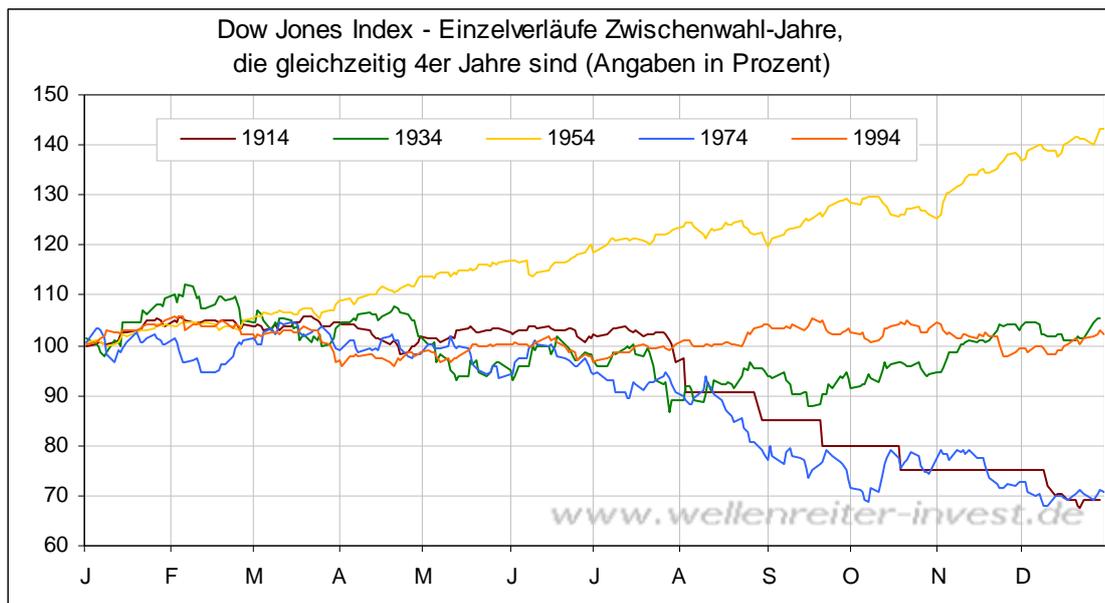


Abb. 6.15: Einzelverläufe Zwischenwahljahre/4er Jahre

Nur in einem dieser Jahre gelang es dem Dow, ein nachhaltiges Aufwärtstrendjahr zu generieren: Im Jahr 1954. Die Jahre 1934 und 1994 sind per Saldo trendlose Jahre. Die Jahrestiefs bildeten sich in der Jahresmitte. Die Jahre 1914 und 1974 waren Kriegs- bzw. Krisenjahre.

Fazit

Die 4er-Jahre haben einen positiven Bias, wobei die Gewinne erst im vierten Quartal anfallen. Die letzten drei 4er-Jahre können per Saldo als Seitwärtsjahre bezeichnet werden, in denen die deutlichen Zugewinne der jeweiligen 3er-Jahre über einen ausgedehnten Zeitraum korrigiert wurden. Wichtige Hochpunkte bildeten sich in diesen Fällen jeweils bereits im Januar, wichtige Preistiefs im Sommer.

6.4 Rallymuster

Seit 1900 konnten inklusive der Finanzkrise 2008 lediglich 6 Phasen mit einer Kurshalbierung beobachtet werden. Wir zeigen die Rallys von den Tiefpunkten der Jahre 1907, 1932, 1938, 1974 und 2003 auf dem folgenden Chart.

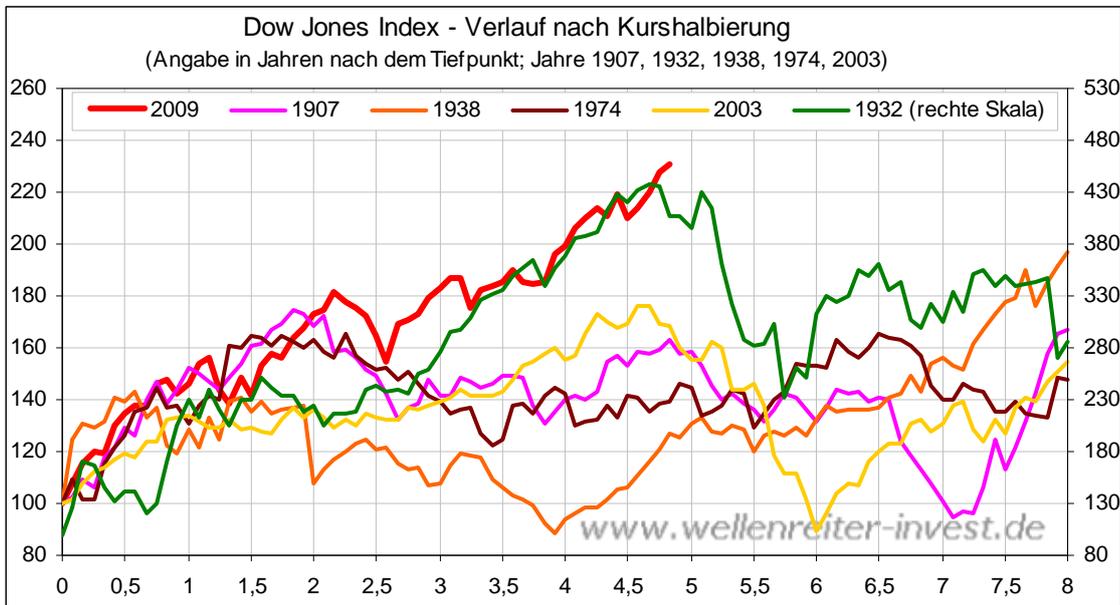


Abb. 6.16: Einzelverläufe nach Kurshalbierung

Nach einer Kurshalbierung erstreckten sich die Rallys 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).

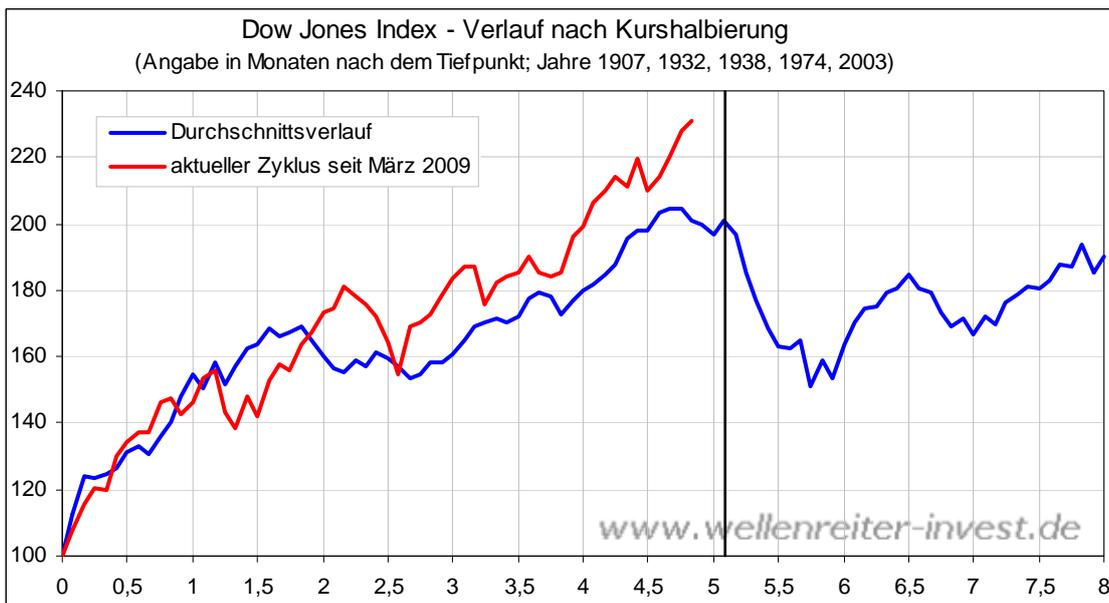


Abb. 6.17: Verlauf nach Kurshalbierung

Gemäß der Chartvorgabe hätte die seit 2009 laufende Rally noch maximal 2-3 Monate vor sich, bevor ihr die Puste ausgehen würde. Somit müsste sich eine Abwärtsbewegung bis in das vierte Quartal 2014 ergeben.

Eine Kurshalbierung ist ein im Durchschnitt seltenes Phänomen, wie es nur einmal in einer Generation auftritt. Zwei Kurshalbierungen in einer Dekade gab es zuvor nur in den 1930er Jahren zu beobachten. Unter zyklischen Gesichtspunkten erhöht sich die Wahrscheinlichkeit für eine größere Korrekturphase in 2014 deutlich, da die bisherigen Verläufe nach knapp 5 Jahren zu Schwächephasen führten.

6.5 Januar Effekt

So wie der Januar, so das Jahr. Seit dem Jahr 1897 funktionierte der Januar-Effekt in 75% der Jahre. Auch im Jahr 2013 wies der so genannte „Januar-Effekt“ den Weg: Der Januar endete positiv, also endete auch das Jahr positiv.

Ein negativer Januar führte entweder zu größeren Preisschwächen oder zu einem enttäuschenden/negativen Jahr; es ist ein Frühwarnindikator. Nicht jeder negativer Januar führt zu einem Negativjahr, seit 2000 gab es die spektakulären Ausnahmen 2003 und 2009 und auch das Jahr 2010 war zuletzt eine Ausnahme. Nachfolgend sind die Jahre seit 1946 rot gekennzeichnet, in denen der Januar ein Fehlsignal lieferte.

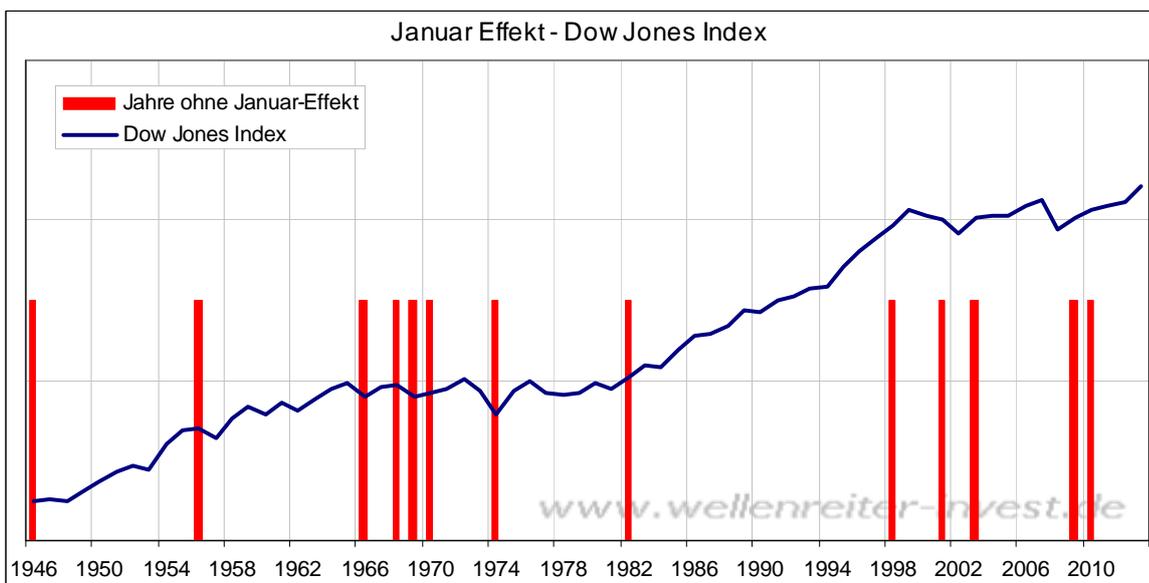


Abb. 6.18: Januar-Effekt

ohne Januar-Effekt: 1946, 1956, 1966, 1968, 1969, 1970, 1974, 1982, 1998, 2001, 2003, 2009, 2010

Die Januarschwäche führte aber auch in Ausnahmejahren zu weiterer Preisschwäche, die jeweiligen Jahrestiefs bildeten sich erst später. Daher wäre ein negativer Januarverlauf in 2014 ein frühzeitiger Hinweis auf mehr Preisschwäche im weiteren Jahresverlauf.

Der Dow stieg in den vergangenen drei Januar-Monaten jeweils deutlich und trendartig an. Im Jahr 2013 betrug das Januarplus 5%. Aufgrund der aktuellen Konstellation im Sentiment erwarten wir in diesem Jahr keine Fortsetzung dieses Januar-Trends. Im Januar 2012 griff die EZB mit Dreijahrestendern ein, im Januar 2013 begann die US-Notenbank ihr Anleihenkaufprogramm QE3.

Neben der zweiten August-Hälfte hält die erste Januar-Hälfte den Rekord in Sachen „wichtige Wendepunkte“.

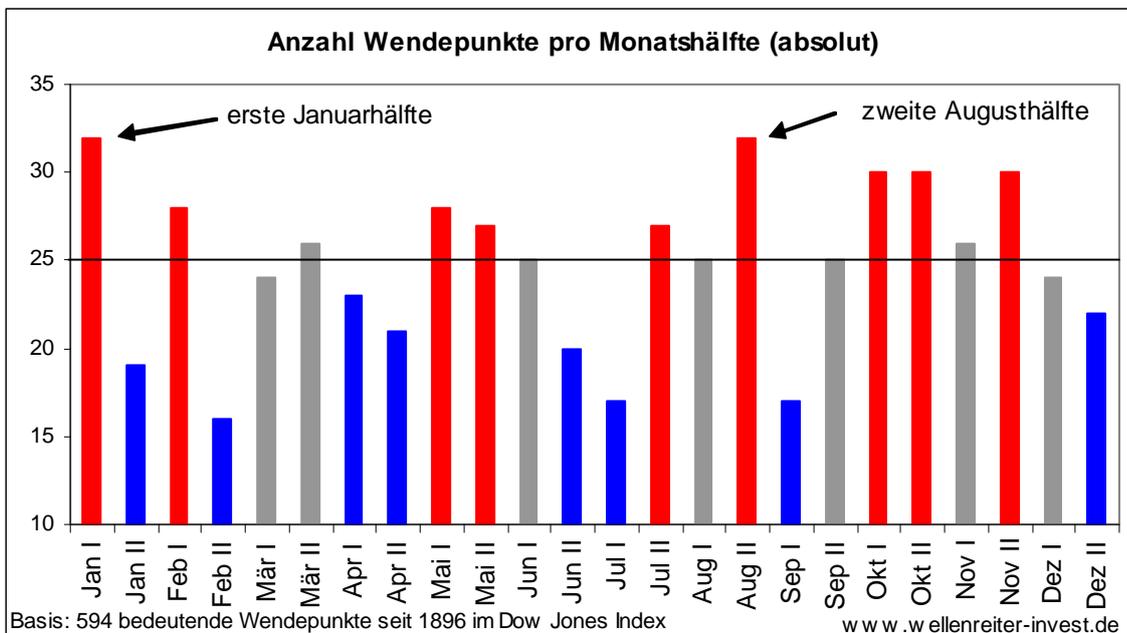


Abb. 6.19: bedeutende Wendepunkte

78% der Wendepunkte in der ersten Januar-Hälfte waren Hochpunkte. Gute Beispiele für einen Turnaround in der ersten Januar-Hälfte lassen sich im Januar 1984 oder im Januar 1994 finden. Man denke auch an die Hochpunkte im Januar 2000 oder Januar 2002. Auch die erste Februar-Hälfte offeriert eine hohe Zahl oberer Wendepunkte.

6.6 Marktstruktur

Die Advance/Decline-Linie wacht über die Differenz der steigenden zu fallenden Aktien. Ist die Zahl der fallenden Aktien größer als die Zahl der steigenden Aktien, so fällt die AD-Linie. Der Markt wird „dünn“. Die AD-Linie der NYSE zeigt eine negative Divergenz zum Verlauf des S&P 500 (siehe Pfeil folgender Chart).

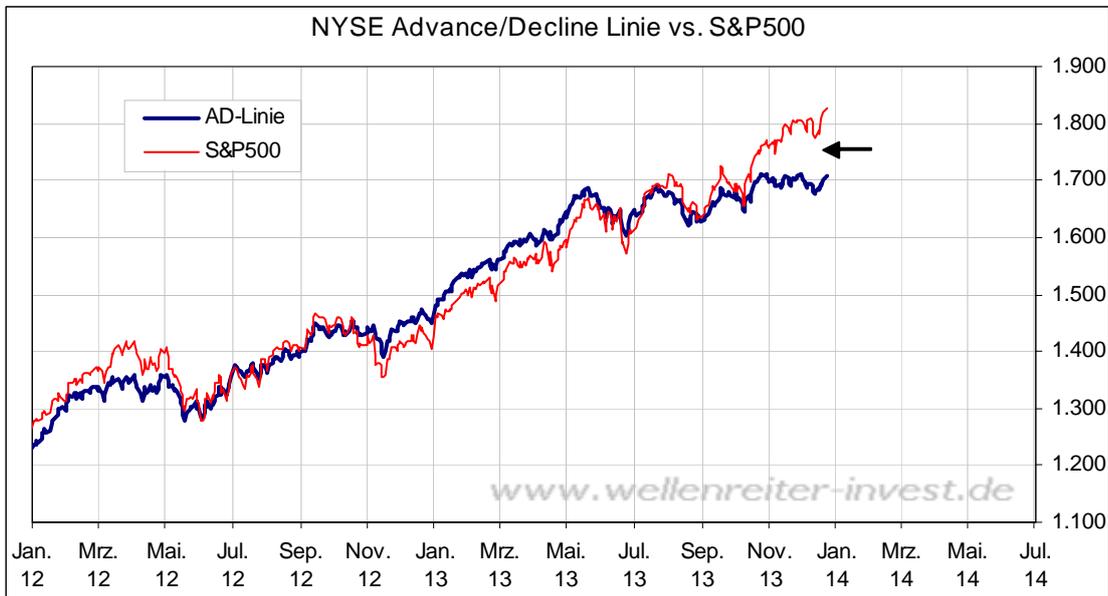


Abb. 6.20: NYSE-AD-Linie

Dies gilt gemeinhin als ein Warnzeichen für Top-Bildungen. Tatsächlich sind im NYSE-Index eine Reihe von Staatsanleihenfonds, REIT's und Kommunalanleihenfonds gelistet. Im Falle steigender Zinsen notieren Anleihefonds schwächer. So lässt sich die Stagnation der NYSE-AD-Linie erklären. Es handelt sich um die erste größere Divergenz der AD-Linie seit 2009 und verdient daher Beachtung.

Im S&P 500 sind die 500 nach Marktkapitalisierung größten US-Unternehmen gelistet.



Abb. 6.21: S&P 500-AD-Linie

Es ist zu erkennen, dass die AD-Linie auch im S&P 500 nicht so stark mitzieht wie der Index. Die Divergenz ist aber noch nicht so stark ausgeprägt.

Die AD-Linie des US-Nebenwerte-Index Russell 2000 erscheint hingegen gesund. Die Zahl der steigenden Aktien kann mit der Indexperformance mithalten.

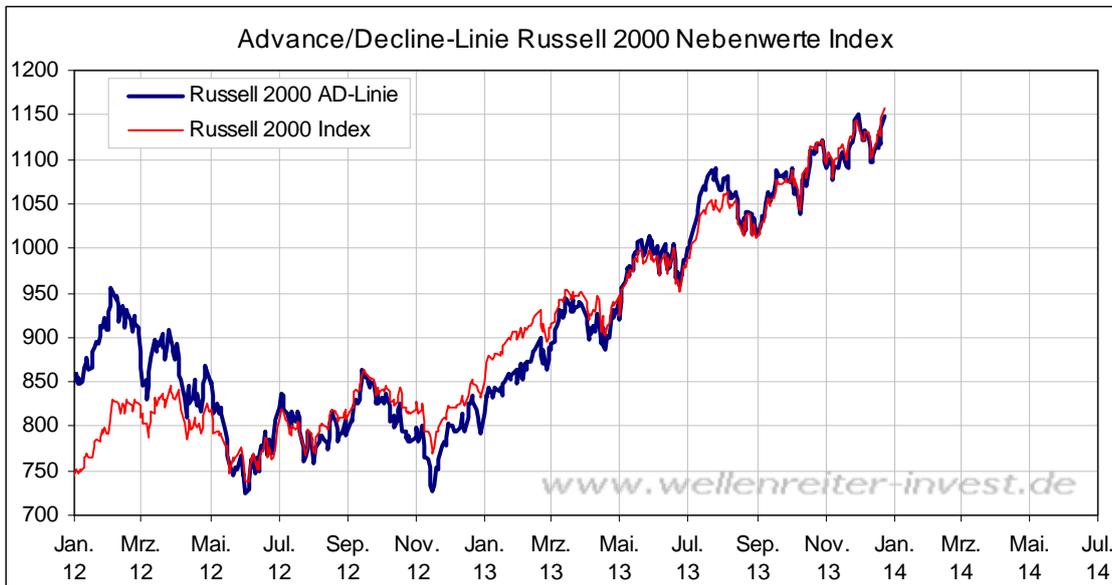


Abb. 6.22: Russell 2000-AD-Linie

Für US-Nebenwerte liegt aus Sicht der AD-Linie keine negative Indikation vor. Eine Korrektur signalisiert die AD-Linie für zinssensitive Titel und für Standardwerte.

Seit dem Sommer 2013 wurden siebzehn so genannte „Hindenburg-Omen“ für den US-Markt registriert. Allein im Dezember waren es vier.

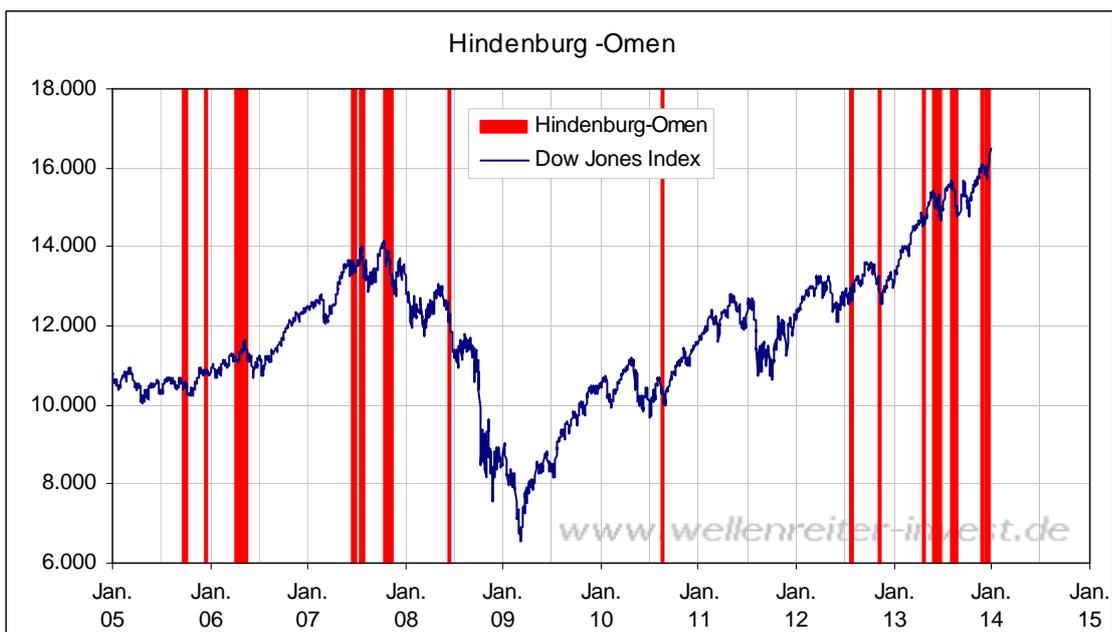


Abb. 6.23: Hindenburg-Omen

Ein solches Omen ergibt sich, wenn sich die Zahl der neuen 52-Wochen-Hochs und der neuen 52-Wochen-Tiefs an der NYSE auf einem vergleichsweise hohen Niveau befinden. Daneben spielen der 50-Tage-Durchschnitt sowie der McClellan Oszillator eine wichtige Rolle.

Warum wird eine auf dem ersten Blick unverständliche Kombination von Faktoren gewählt, um Signale für ein Markthoch herauszufiltern? Eine hohe Zahl neuer Hochs und neuer Tiefs an einem Tag bedeutet im besten Fall eine Rotation von einer Anlageklasse zur anderen. Im schlechtesten Fall findet eine Rotation von starken in schwache Hände statt. Die Marktbreite lässt nach, was ebenfalls als ein Zeichen innerer Schwäche zu deuten ist.

Schon im Jahr 2007 war das Omen vermehrt aufgetreten. Die Vielzahl der vorliegenden Hindenburg-Omen betrachten wir als eine Hypothek für den US-Aktienmarkt im Jahr 2014. Der Unterschied der Jahre 2007 und 2013 liegt darin, dass im Laufe des Jahres 2007 bereits mehrere Aktiensektoren aus den Bereichen Finanzen (Banken, Hausbau), Einzelhandel und zyklische Sektoren (Transport) nach unten ausbrachen und damit dem extrem negativen Jahr 2008 vorausliefen. Die aktuelle Schwäche zins-sensitiver Werte hat nicht die Dimension von 2008. Eine Wiederholung der Verluste des Jahres 2008 ist nicht zu erwarten.

Immer dann, wenn ein Anleihenkaufprogramm der Fed beendet wurde, hatte dies negative Auswirkungen auf die Aktienmarktperformance. Seit Januar 2014 wird das dritte Anleihenkaufprogramm sukzessive zurückgefahren werden.

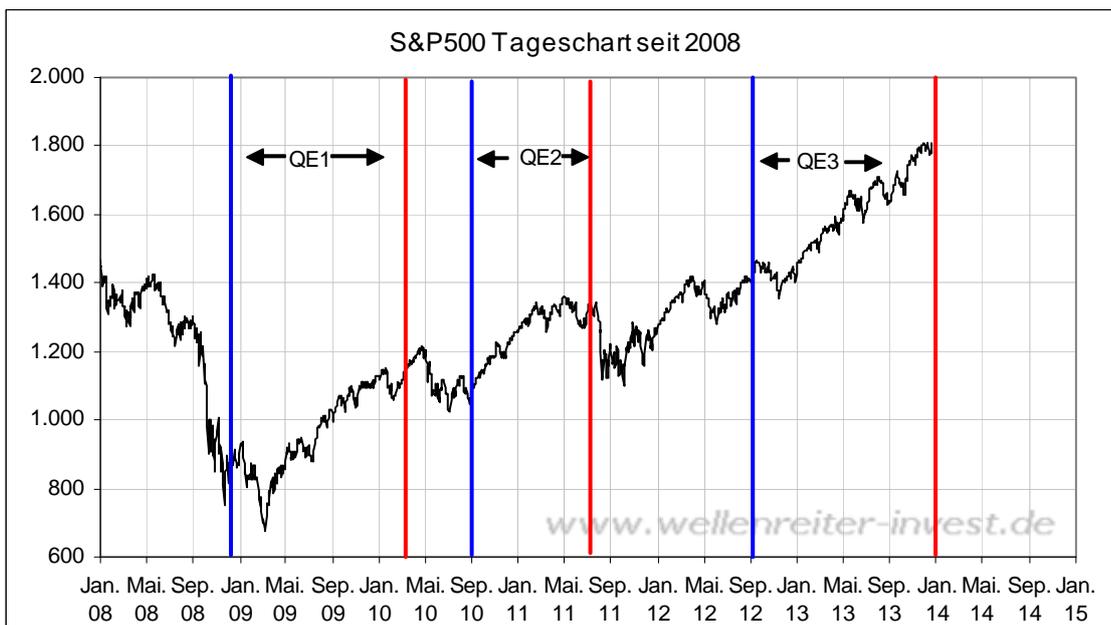


Abb. 6.24: S&P 500 und QE

Die Wahrscheinlichkeit ist recht hoch, dass der Aktienmarkt auch diesmal negativ reagiert. Nach dem Ende des ersten Anleihenkaufprogramms Ende März 2010 gab der S&P 500 zwischen Ende April und Anfang Juli in der Spitze um 17% nach. Das Gros der Abwärtsbewegung absolvierte der S&P 500 in einer zeitlich kurzen Phase von 4 Wochen (26.04.-25.05), als er in der Spitze bereits über 14% nachgab.

Nach dem Ende des zweiten Kaufprogramms Ende Juni 2011 verlor der S&P 500 von Anfang Juli bis Anfang August in abermals 4 Wochen (07.07-09.08.) in der Spitze fast 19% und damit war das Abwärtspotential ähnlich wie im Vorjahr beinahe ausgeschöpft. Beendet wurde die Schwächephase erst Anfang Oktober (04.10.), so dass die übergeordnete Schwächephase 3 Monate andauerte und in der Spitze einen Verlust von knapp 21% aufwies.

Nun lässt sich diskutieren, ob aufgrund der gestiegenen Kurse seit dem Crashtief Anfang Oktober 2011 das nahende Ende des dritten Kaufprogrammes einen noch deutlicheren Kursrückgang als nach dem zweiten Programm nach sich ziehen wird oder ob ein ähnlicher Kursrückgang im Rahmen von etwa 10-20% zu beobachten sein wird. Das alte Sprichwort „Don't fight the FED“ erwies sich seit 2009 als gewinnbringend und aufgrund des zeitlich nahenden Exits sollte diese Devise für die Investoren auch 2014 berücksichtigt werden.

Wichtiger als das Feilschen um einige Prozentpunkte ist unserer Ansicht nach, dass in dem Moment, indem die Investoren in den „Risk off“-Modus wechseln, die eigentliche substanzielle Schwächephase in einem relativ kurzen Zeitraum angefallen ist. Auch wenn die US-Notenbank mit einer Modifizierung ihrer Exit-Strategie versucht, die Folgen abzufedern, stellt ihre Strategie nur alten Wein in neuen Schläuchen dar. Daher kann es sein, dass die eigentliche Abwärtsphase übergeordnet etwas länger andauern wird (3-6 Monate). Aus psychologischer Sicht sind zwei Abwärtsbewegungen wie bei den ersten beiden Programmen wahrscheinlich.

Auch wenn über den Sinn der QE-Programme gestritten werden kann, so haben sie ihre Spuren am Aktienmarkt hinterlassen. Während QE-Phasen fiel die Volatilität am Aktienmarkt und nach dem Ende der ersten beiden Programme stieg sie sehr deutlich an. Abzulesen ist diese Entwicklung entweder am Volatilitätsindex VIX, aber auch an der Entwicklung der extremen Handelstage an der NYSE, die ein Handelsvolumen von mindestens 90% besaßen.

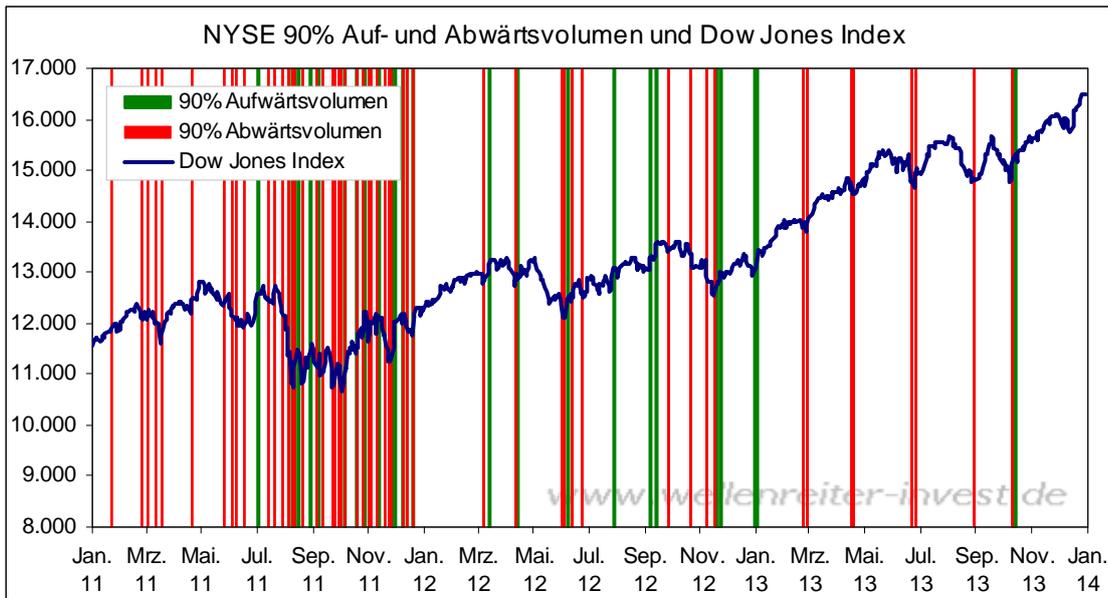


Abb. 6.25: 90% Auf- und Abwärtsvolumen

Während der QE-Programme verlief der Aktienmarkt viel ruhiger. Daher erscheint eine Phase erhöhter Volatilität im Jahresverlauf sehr wahrscheinlich. Preistiefs bilden sich oftmals an Handelstagen mit einem sehr hohen Abwärtsvolumen von mindestens 90%, der eine Kapitulation der Verkäufer nach einer Schwächephase anzeigt.

6.7 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.

Die Allokation der Anleger erreicht zum Jahresende 2013 eine Verteilung von 64% Aktien, 17% Anleihen und 19% Cash. In dieser AAI-Umfrage werden die Anleger monatlich zu ihren Investment-Anteilen befragt (folgender Chart).

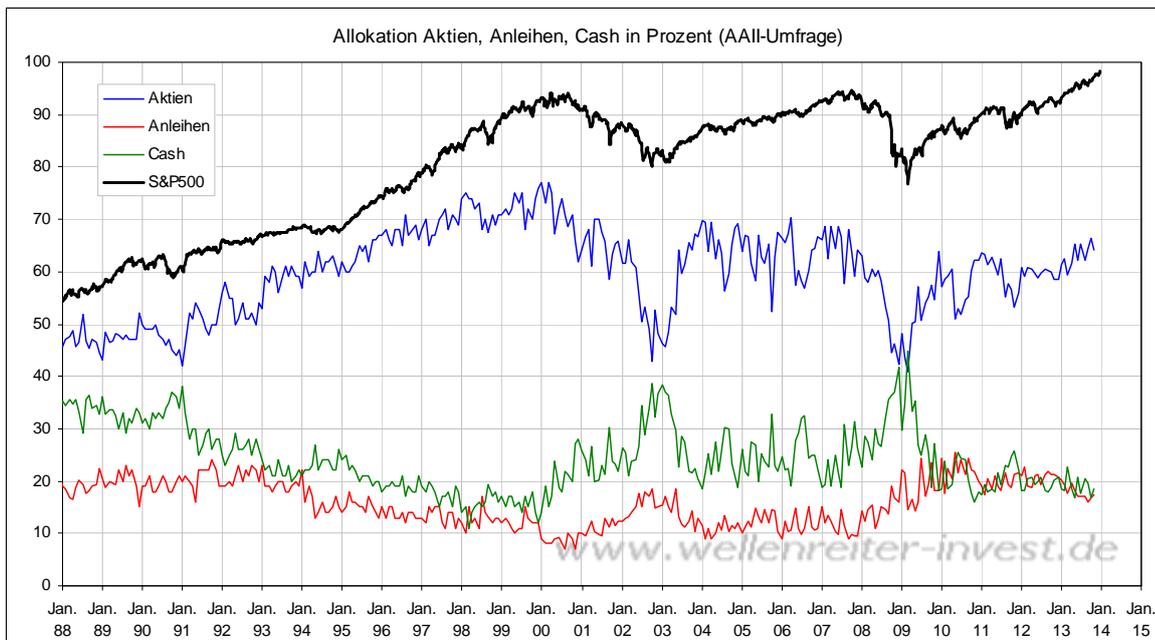


Abb. 6.26: AAll-Asset-Allocation

Es hat gedauert, bis sich die Privatanleger aus der Reserve locken ließen. Jetzt aber scheint es so weit zu sein, auch wenn frühere Extremwerte von 70 bis 75% nicht erreicht wurden. Der Cash-Anteil stagniert mit 19 Prozent auf einem historisch niedrigen Niveau. Der Anleihen-Anteil wurde im Jahr 2013 zurückgefahren. Er befindet sich weiterhin auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Eine Tauschoperation "Raus aus Anleihen rein in Aktien" fand zwar statt – allerdings behutsam. Von einer Kapitulation im Anleihesektor kann nicht die Rede sein.

Der Flow in US-Aktienfonds war zwischen Sommer 2011 und Dezember 2012 beinahe durchgehend negativ. In 2013 konnte erstmals seit dem Aufkommen der Finanzkrise in 2007 ein durchgängig positives Jahr mit Mittelzuflüssen beobachtet werden.

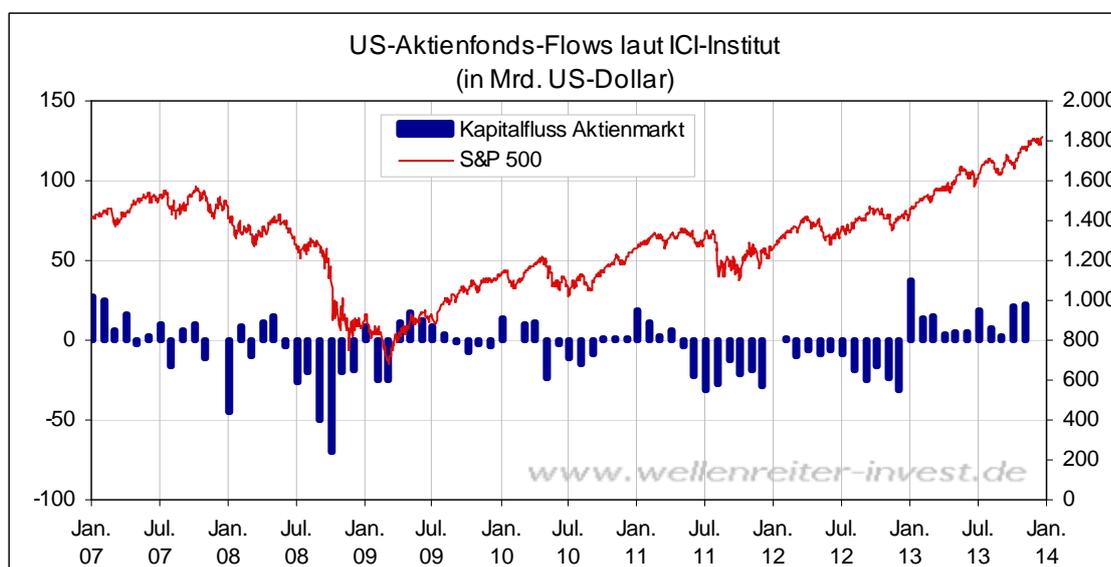


Abb. 6.27: US-Aktienfonds-Flows

Erst ab Juni 2013 zogen die Investoren ihr Geld aus Anleihefonds ab. Zuvor waren seit 2007 sehr kontinuierlich Zuflüssen zu verzeichnen.

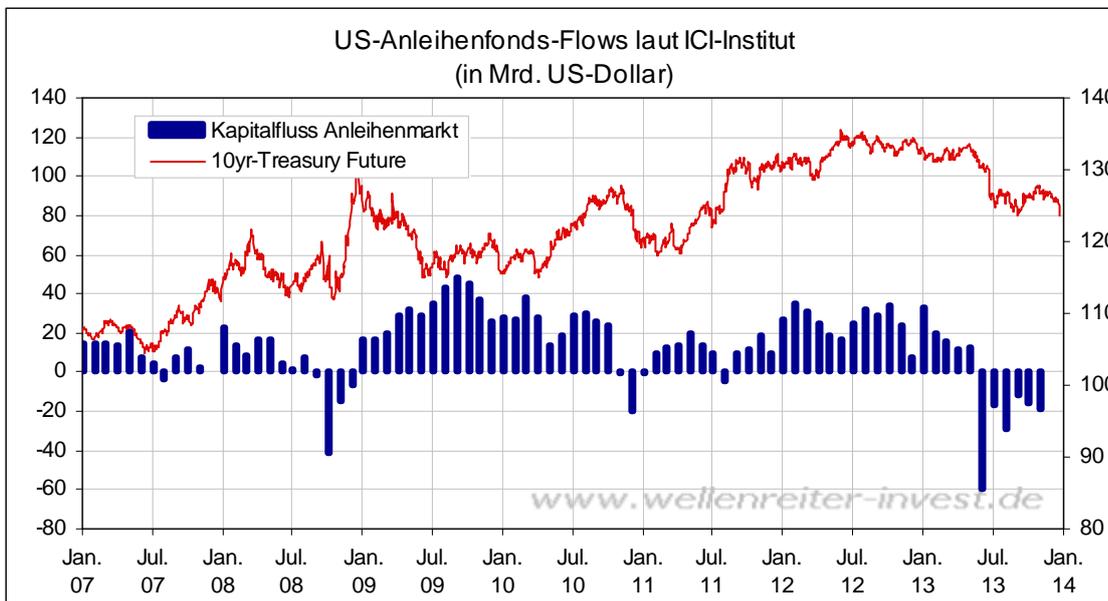


Abb. 6.28: US-Anleihefonds-Flows

Die Stimmung der US-Privatinvestoren wird von der Association of Individual Investors (AII) wöchentlich abgefragt. Auch wenn die Investoren um den Jahreswechsel herum üblicherweise recht bullish sind, so scheint zum ersten Mal im Jahr 2013 so etwas wie Euphorie aufzukommen. Der Optimismus der US-Privatinvestoren ist mit 55% so hoch wie seit drei Jahren nicht mehr (folgender Chart).

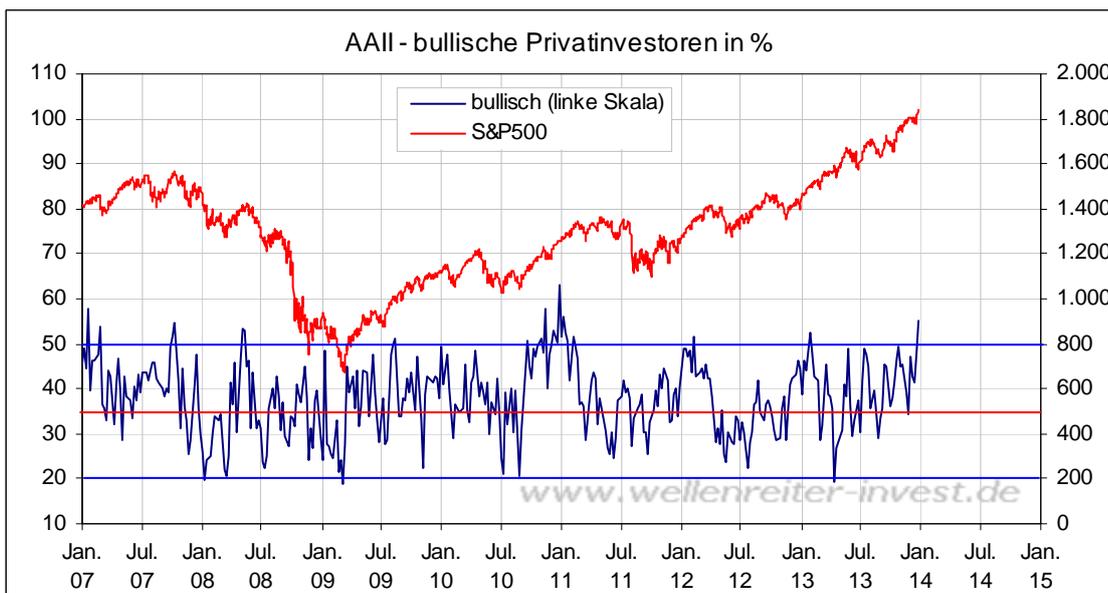


Abb. 6.29: AII – bullische Privatinvestoren

Schon seit Wochen sind nur noch sehr wenige US-Börsenbriefschreiber bearish eingestellt. Der Anteil von 14,1% ist der geringste Bärenanteil seit April 1987.

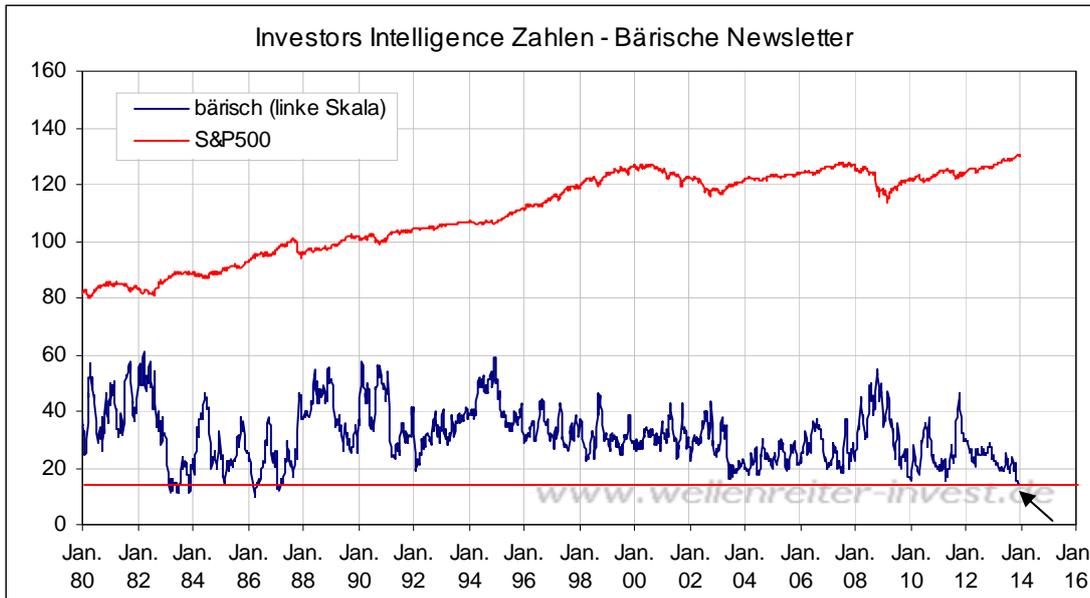


Abb. 6.30: Bearische Börsenbriefverfasser

Investors Intelligence untersucht wöchentlich die US-Börsenbriefe auf bullische, neutrale oder bärische Stimmung. Dieser Sentiment-Indikator gilt als Kontra-Indikator.

Ein solch niedriger Anteil an Pessimisten konnte zuletzt im November/Dezember 1983 sowie im April 1987 beobachtet werden. Im Jahr 1987 setzte sich der Kursanstieg zunächst noch fort, bevor der berühmte Oktobercrash die Gewinne des gesamten Jahres in wenigen Tagen auslöschte. Wir halten es für bemerkenswert, dass die Stimmung der Börsenbriefschreiber nach dem Ausbruch auf neue historische Rekordstände nahezu identisch wie vor exakt 30 Jahren ausfällt.

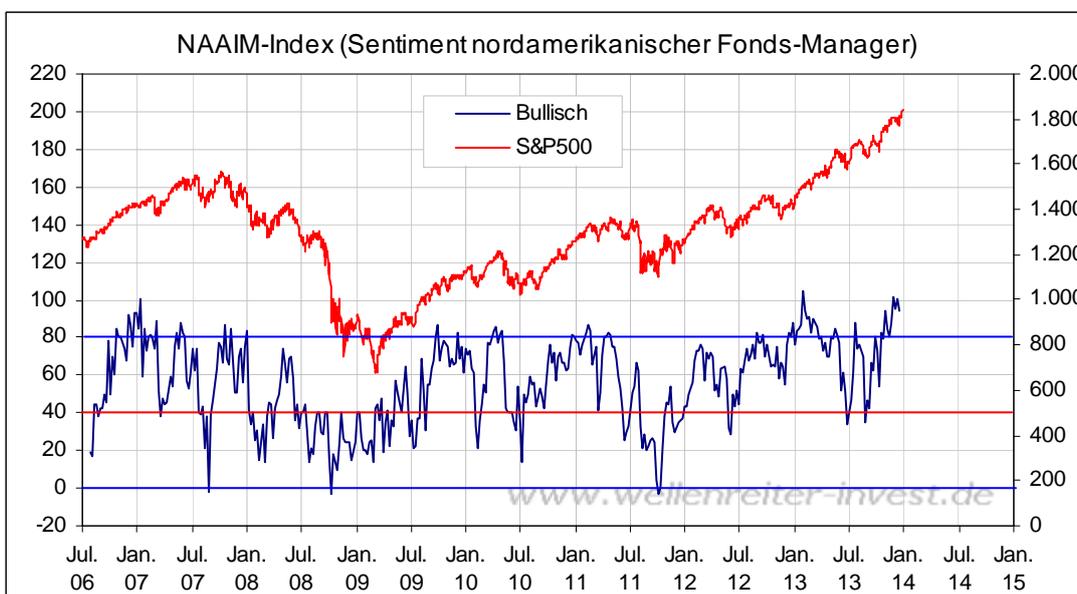


Abb. 6.31: NAAIM-Index

Der NAIIM-Index - er misst das Sentiment der nordamerikanischen Fonds-Manager - stieg im Dezember 2013 auf über 100 Punkte (oberer Chart).

Die Aktienkäufe auf Kredit – gemessen von der NYSE – stiegen das ganze Jahr über an. Aktienkäufe auf Kredit und der S&P 500 sind positiv korreliert.

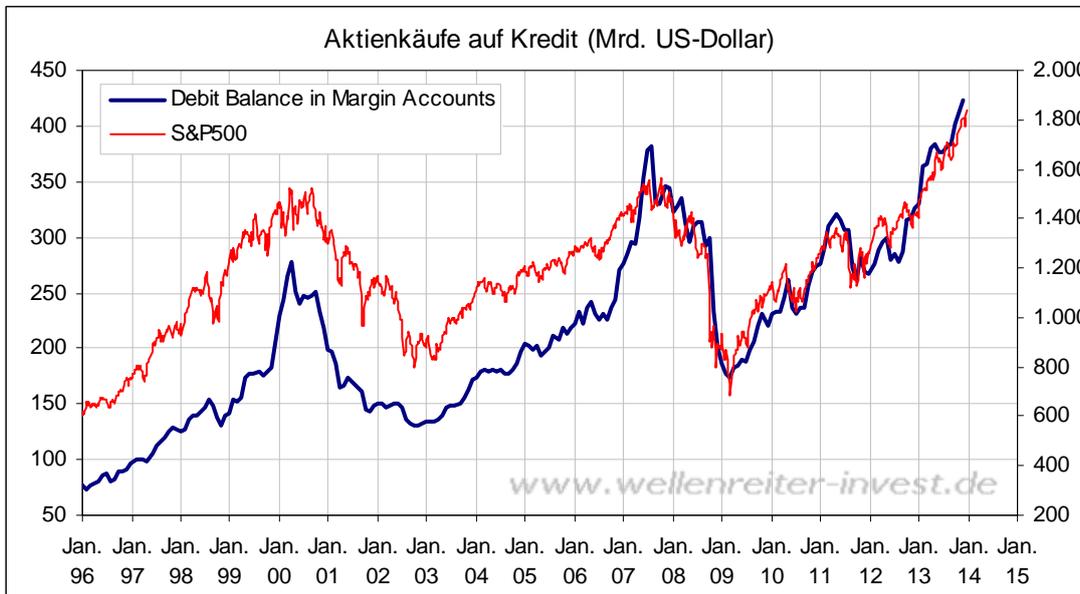


Abb. 6.32: Aktienkäufe auf Kredit

Letztendlich weiß niemand, wann die Musik stoppt. Denn wann ist ein Extrem ein Extrem? Die Antwort liegt möglicherweise im folgenden Chart. Die Ratio der Aktienkäufe auf Kredit zum tatsächlichen Vermögen in den Depots befindet sich auf einem Niveau, das zuvor lediglich im Jahr 2000 erreicht wurde (folgender Chart).

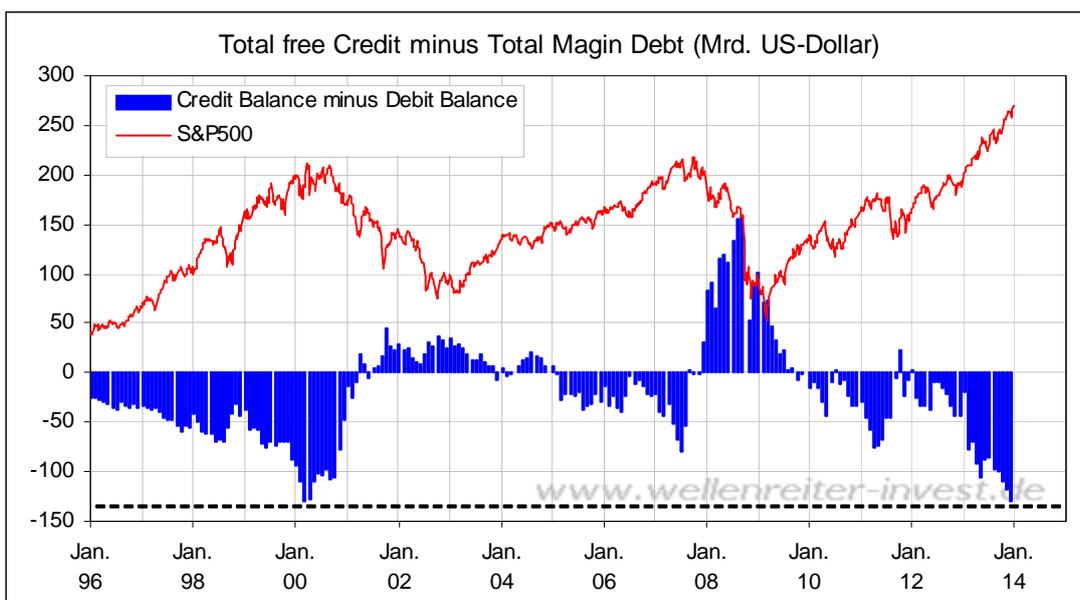


Abb. 6.33: Credit Balance minus Debit Balance

Der „Leverage“ der Investoren hat eine Größenordnung erreicht, der dann gefährlich wird, wenn die Investoren im Falle einer Abwärtsbewegung durch die enge Tür zurückwollen. Auch steigt bei einem solchen Leverage die Gefahr von „Margin Calls“.

Die Chicagoer Optionsbörse CBOE hat einen Index entwickelt, den wir nachfolgend erläutern wollen. Es ist der so genannte „SKEW“-Index. Der Begriff „skew“ bedeutet „schräg“. Der Index misst das so genannte „Tail Risk“, also das Risiko einer extremen Bewegung im S&P 500. Der Index errechnet sich aus dem Preis nicht im Geld liegender Optionen („out of the money-options“). Er hat eine Spanne von 100 bis 150.

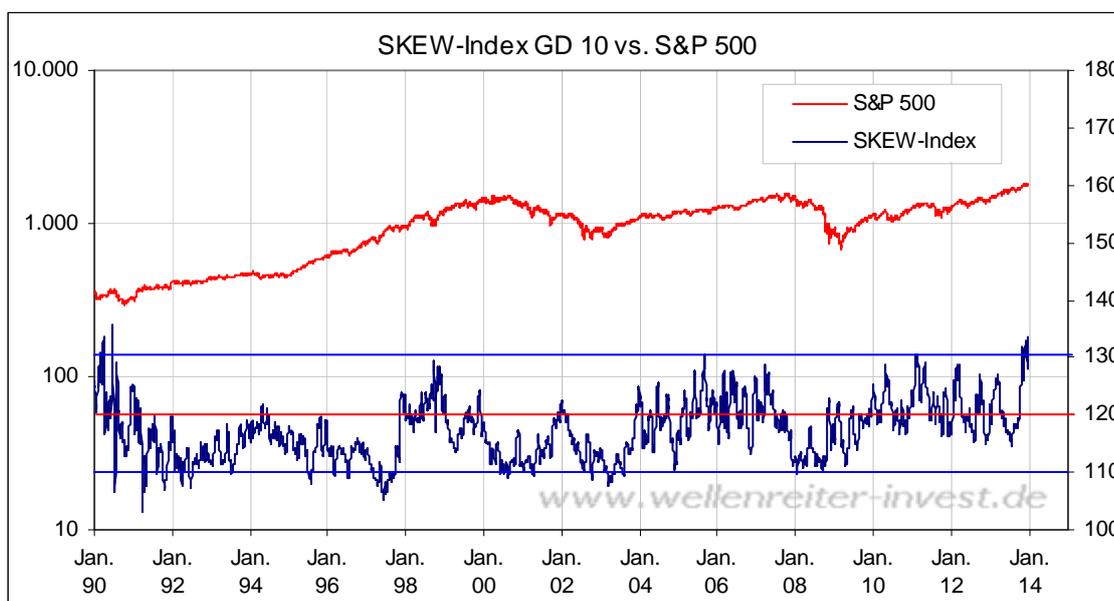


Abb. 6.34: SKEW-Index

Wie der folgende Chart zeigt, erreicht der Index Ende Dezember 2013 mit einem Stand von 137 Punkten den höchsten Wert seit dem Sommer 1990. 137 Punkte bedeuten den zweithöchsten jemals aufgezeichneten Wert. Ein Skew-Index von 100 bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit außerordentlicher Gewinne mit nicht mit Geld liegenden Optionen vernachlässigbar ist. Je mehr sich der Skew-Index der Marke von 150 nähert, desto wahrscheinlicher wird eine heftige Marktreaktion.

Der SKEW-Index zeigt ein erhöhtes Risiko einer heftigen Marktreaktion an. Interessant ist, dass der Index von der CBOE im Februar 2011 vorgestellt wurde. Damals bewegte sich der Index auf einem ähnlich hohen Niveau wie aktuell. Es dauerte noch einige Monate (bis zum Juli/August 2011), bis der Markt tatsächlich crashartig abrutschte.

Die Stimmung ist optimistisch. Extremwerte bei den US-Privatinvestoren, den US-Börsenbriefschreibern, bei den US-Fonds-Managern und anderen Sentiment-Indikatoren beschränken das restliche Anstiegspotential der Märkte.

6.8 Sektoren im Fokus

In einer Aufschwungphase vollzieht sich 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 Nahrungsmittel, Getränke, Tabak oder auch der Pharmasektor und die Versorger darstellen.

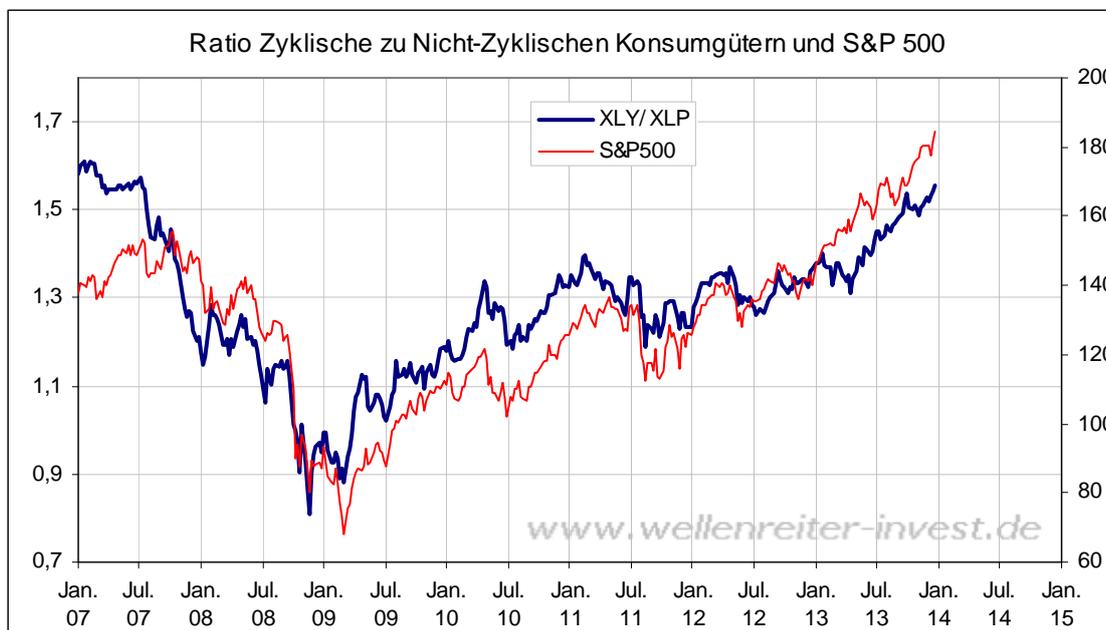


Abb. 6.35: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren

Der Aufwärtstrend dieses Indikators ist intakt. Er markiert genauso wie die US-Leitindizes neue Hochs, wenn auch der Anstieg der Ratio vergleichsweise geringer ist. Eine negative Divergenz ist nicht erkennbar. Ein wirtschaftlicher Abschwung wird nicht angezeigt. Dies war in 2007 anders, da die Ratio bereits seit Juli 2007 sehr deutlich am Fallen war. Auch im Vorfeld der crashartigen Bewegung im dritten Quartal 2011 bildete die Ratio eine negative Divergenz durch die Ausbildung eines niedrigeren sekundären Hochpunktes aus. Damals endete das zweite Kaufprogramm der US-Notenbank.

Vor der Preisschwäche im Mai/Juni 2010 nach der Beendigung des ersten Kaufprogrammes warnte dieser Indikator hingegen nicht. Vor einer größeren Phase der Preisschwäche sollte die Ratio eine Divergenz ausbilden, so dass die Entwicklung der Ratio in den kommenden Wochen zu beobachten ist. Die Ratio stößt zudem in Kürze

an ihre Hochpunkte aus 2007, so dass die Outperformance zyklischer Werte vor einer Korrektur steht.

Neben den Nebenwerten im Russell 2000 waren Technologieaktien in 2013 Outperformer gegenüber den Standardwerten. Der Nasdaq Composite Index hat im Bereich 4.250 Punkten einen deutlichen Widerstand, der sich aus dem sekundären Hochpunkt des Jahres 2000 ergibt.

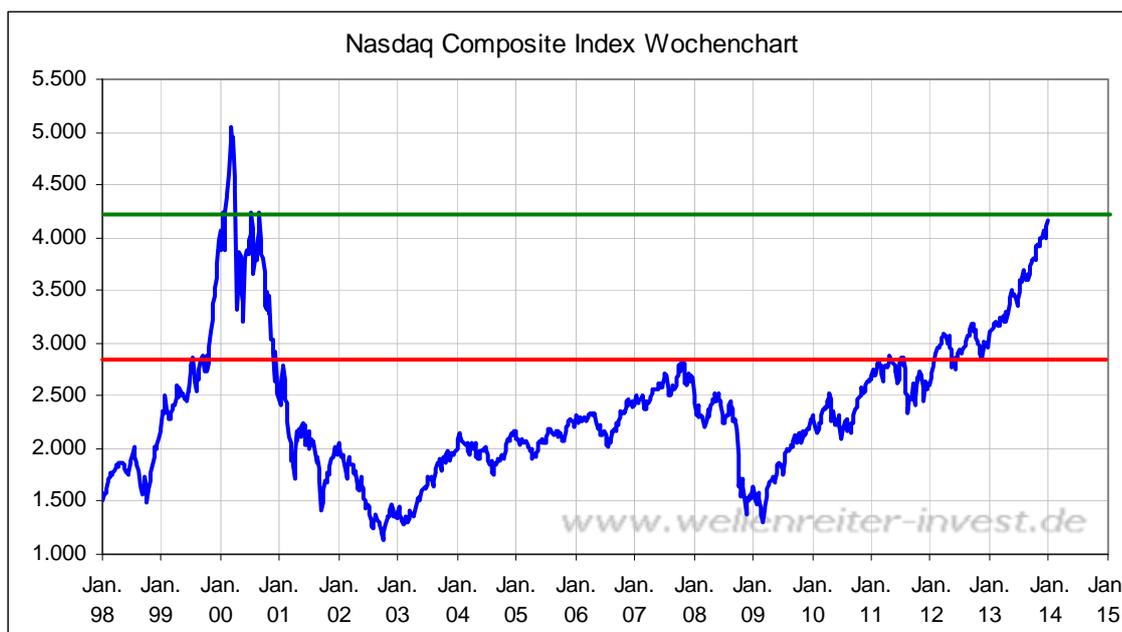


Abb. 6.36: Nasdaq Composite Index

Ein Überschreiten dieses Widerstands würde das Allzeithoch aus dem Jahr 2000 und damit das Niveau von 5.000 Punkten in den Fokus rücken lassen. Formationstechnisch bevorzugen wir eine Schwächephase, in der sich möglicherweise ein rechter Henkel ausbilden kann. Dies wäre dann im Rahmen einer Schwächephase für 2014 zu erwarten und würde übergeordnet eine Korrektur im Aufwärtstrend darstellen.

Die Aufschwungsbewegung wichtiger Sektoren ist zum Jahresende 2013 als intakt anzusehen. Nur wenig oberhalb der aktuellen Kursniveaus nähern sich allerdings wichtige Widerstände bei einer relativen Betrachtung oder auch im Nasdaq Index.

6.9. Leit-Aktienindizes

6.9.1 DAX

Das längerfristige Chartbild des DAX zeigt die Ausbildung eines Dreiecksmusters. Der DAX hat im Jahr 2013 die obere Trendlinie des aufsteigenden Dreiecks überwunden. Oberhalb des Bereiches von 8.200 Punkten ist der Ausbruch des Performanceindex als valide anzusehen, da die Hochpunkte aus 2000 und 2007 damit übertroffen wurden.

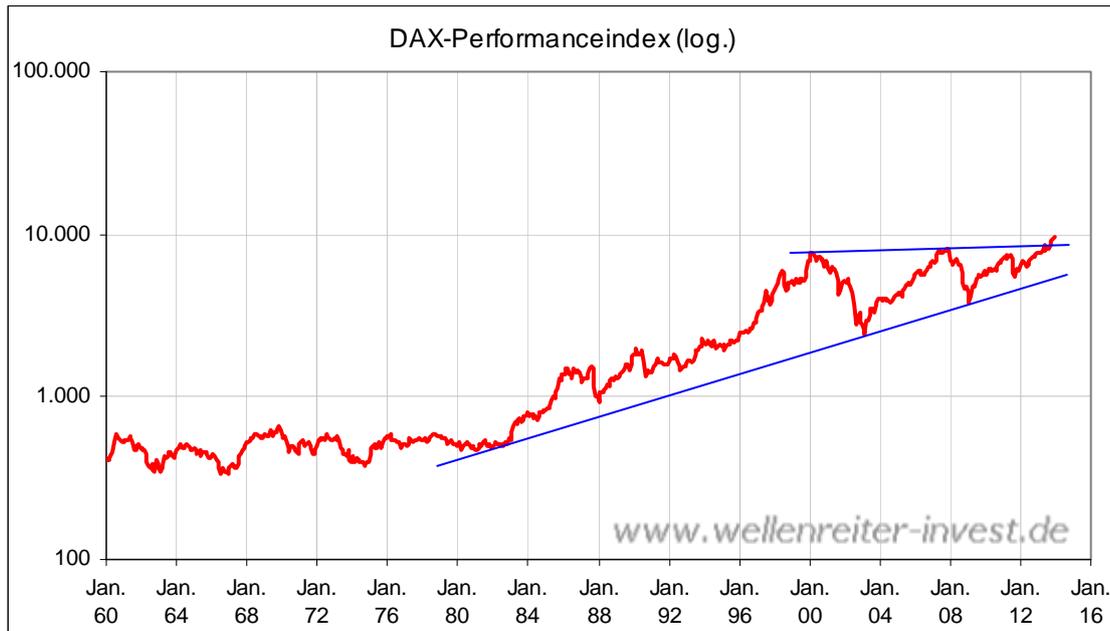


Abb. 6.37: P-DAX seit 1960

Parallel dazu hat der DAX-Kursindex (KDAX) den Ausbruch aus dem Dreieck vollzogen. Der KDAX befindet sich noch unterhalb der wichtigen Widerstandsmarken der Jahre 2000 und 2007.



Abb. 6.38: K-DAX seit 1960

Die Hochs im Jahr 2000 bildeten sich im KDAX im Bereich von 6.000-6.200 Punkten, wobei das bisherige Allzeitrekordniveau bei 6.266 Punkten erzielt wurde. In 2007 bildete sich zwischen Juni und Dezember im Bereich 5.250-5.300 Punkten eine Toppingphase aus, die aufgrund der großen Zeitdauer der Ausbildung als sehr starker Widerstandsniveau anzusehen ist. Dieser Hochpunkte aus dem Jahr 2007 liegt etwa 4% oberhalb des aktuellen Kursniveaus. Im Performanceindex entspricht dies einem Niveau von 9.900-10.000 Punkten. Sowohl der KDAX als auch der Performance-DAX stehen an diesen runde Marken vor Rücksetzern.

6.9.2 S&P 500 Index

Wir erwarten für den S&P 500 eine Korrektur von mindestens 10 Prozent. Der S&P 500 hat - wie der P-DAX in den Jahren 2000 und 2007 - wichtige Hochpunkte ausgebildet. Diese sind im Bereich 1.550-75 Punkte anzusiedeln.



Abb. 6.39: Ratio DAX zu S&P 500

Diese ehemaligen Widerstände (rote Linie obiger Chart) fungieren nun als Unterstützung. Sie liegen etwa 15% unterhalb des aktuellen Niveaus.

6.9.3 BRIC-Staaten

Während der DAX-Performanceindex und der S&P 500 in 2013 neue historische Rekordstände erzielen konnten, gilt dies nicht für die BRIC-Staaten.

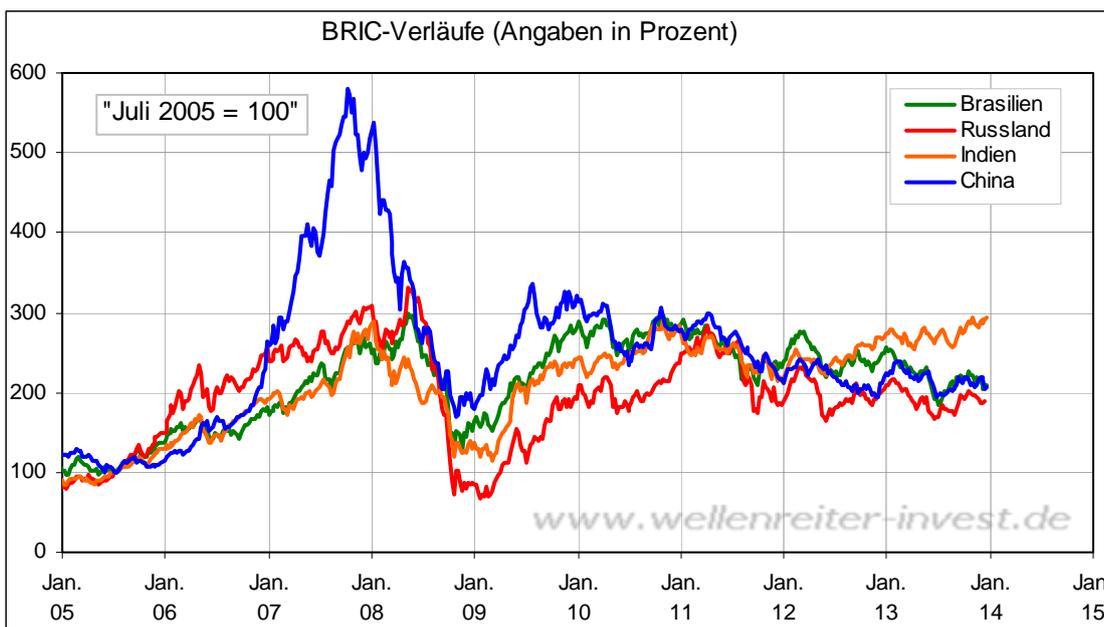


Abb. 6.40: BRIC-Verläufe

China bildete bereits im Jahr 2009 einen Hochpunkt aus, Brasilien im Jahr 2010 und Russland im Jahr 2011. Die Rekordhochs liegen weit entfernt, eine Ausnahme bildet lediglich Indien innerhalb der BRIC-Staaten.



Abb. 6.41: Sensex

Der Sensex bildete im Januar 2008 seinen Rekordwert in der letzten Dekade aus. Er hatte dieses Niveau im Herbst 2010 wieder erreicht. Diese Formation hätte eine Tasse-Henkel-Formation werden können, die Ausbildung des rechten Henkels dauert zeitlich jedoch zu lange an. Der indische Aktienmarkt steht im Gegensatz zu den anderen BRIC-Staaten an seinen historischen Rekordniveaus.

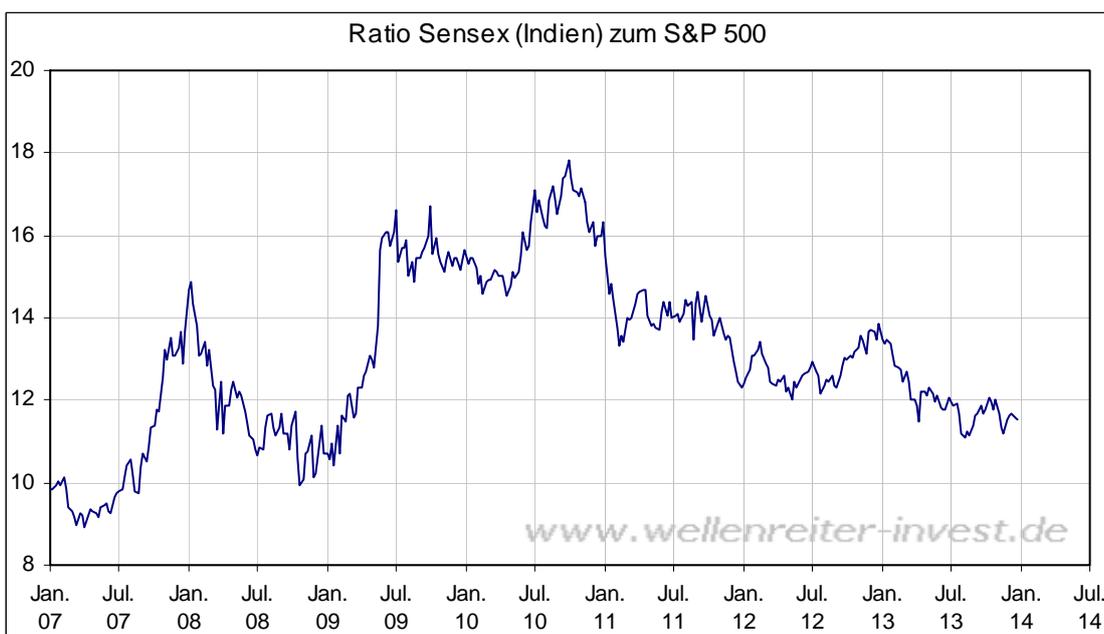


Abb. 6.42: Ratio Sensex zum S&P 500

Gegenüber dem S&P 500 neigt der Index seit dem Herbst 2010 zur Underperformance. Der Abwärtstrend der Ratio ist intakt. Eine positive Wende ist noch nicht erkennbar. Für internationale Investoren, die einen „Buy and Hold“-Ansatz in Indien verfolgen, um am dortigen Wachstum zu partizipieren, ist die Währungsentwicklung eine sehr wichtige Komponente. Indien besaß in den letzten Jahren immer eine relativ hohe Inflation, die sich in der Entwicklung der indischen Rupie gegenüber Fremdwährungen ausdrückt.

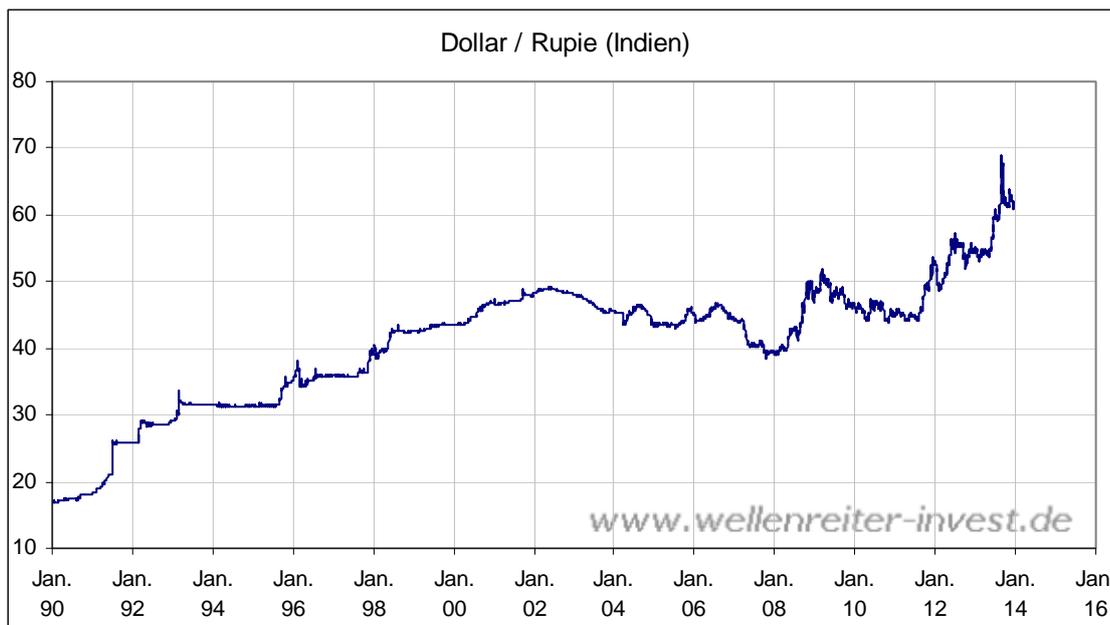


Abb. 6.43: Dollar/Rupie

Die hohen Inflationsraten führen zu einer Abwertung der indischen Rupie. Ein US-Investor, der zur Jahreswende 2007/08 in den Sensex investiert hat, hat mit Blick auf die Indexentwicklung sein Geld erhalten. Der US-Dollar/Rupie ist in diesem Zeitraum aber um 50% gestiegen, so dass der US-Investor einen deutlichen Vermögensverlust erlitten hat. Die Abwertung der Rupie begann im Juli 2011. Sie bekam nach einer längeren Seitwärtsphase noch einmal einen deutlich negativen Schub ab Mai 2013, als die Ankündigung eines Tapering-Kurses durch Ben Bernanke bei vielen Investoren zu einem „Exit“ aus den BRIC-Ländern führte. Indien befindet sich zu Recht in der Gruppe der „Fragilen Fünf“.

Zwischen Mai und August 2013 wertete die Rupie sehr deutlich ab. Das Spikehoch bildete sich durch Interventionen der indischen Notenbank und führte zu einer Beruhigung in der Entwicklung des Währungspaares. Bis dato sieht die Formation wie eine Konsolidierung aus, eine obere Trendwende ist noch nicht erkennbar. Wenn die BRIC-Staaten in der Gunst der Investoren wieder an Popularität gewinnen, dann sollte der US-Dollar gegenüber der Indischen Rupie ähnlich wie in 2009 und 2010 zumindest über einen längeren Zeitraum seitwärts handeln. Gelingt dem neuen Notenbankchef

Rajan eine Reduzierung der in den letzten Jahren hohen Inflation, dann würde sich der Abwertungsdruck der Indischen Rupie reduzieren. Da viele Investoren auf die nominale Entwicklung der Indizes achten, steht Indien innerhalb der BRIC-Staaten in der Pole Position für ein neues Signal einer Haussephase.

Die BRIC-Staaten waren die Topperformer der letzten Dekade, aber lediglich Indien notiert nominal höher als zu Beginn des Jahres 2010. Ab Mai 2013 beschleunigte sich der „Exit“ der internationalen Investoren aus den BRIC-Staaten. Die Währungsentwicklung für Indien ist ein Beispiel für den Rückzug aus den einst geliebten Anlage-Regionen. Auch wenn Indien mit Blick auf die nominale Entwicklung in der ersten Reihe für neue Kaufsignale steht, so ist der Trend der Underperformance gegenüber den USA weiterhin intakt. Auch die Entwicklung der Währung lässt noch kein Comeback erkennen. Die Untergewichtung der Region durch die globalen Fondsmanager lässt ein Comeback im späteren Jahresverlauf möglich werden.

6.9.4 Nikkei 225

Japans Abwertungshausse brachte dem Nikkei 225 dem größten Kurszuwachs innerhalb der großen Industriestaaten.



Abb. 6.44: Nikkei-Index

Die Aussicht auf ein Überwinden der Deflation durch den Masterplan von Shinzo Abe, der international als „Abenomics“ gefeiert wird, hat im Nikkei 225 nach einer Verengung der Kurse zwischen 2010 und 2012 zu einer starken Trendbewegung geführt. Am Jahresende 2013 erreichte der Nikkei 225 die fallende Trendlinie der Hochpunkte der Jahre 2000 und 2007 beinahe punktgenau. Diese Trendlinie ist als Widerstand anzusehen.

Das Währungspaar US-Dollar/Yen notiert zudem am Jahresende am 61%-Retracement der Bewegung der Jahre 2007-2012 an einen Widerstand, so dass ein Pullback zu erwarten ist. Ein Überwinden dieser Abwärtstrendlinie wäre ein bestätigendes Signal für einen generellen Trendwechsel. Als nächster Horizontalwiderstand fungieren die Höchststände aus 2007, die im Bereich von 18.000 Punkten liegen.

Die Chancen auf mehr als eine kurze Strohfeuer rally sind übergeordnet als gut anzusehen, wenn der Blick auf einige Verläufe von großen deflationären Bewegungen fällt.

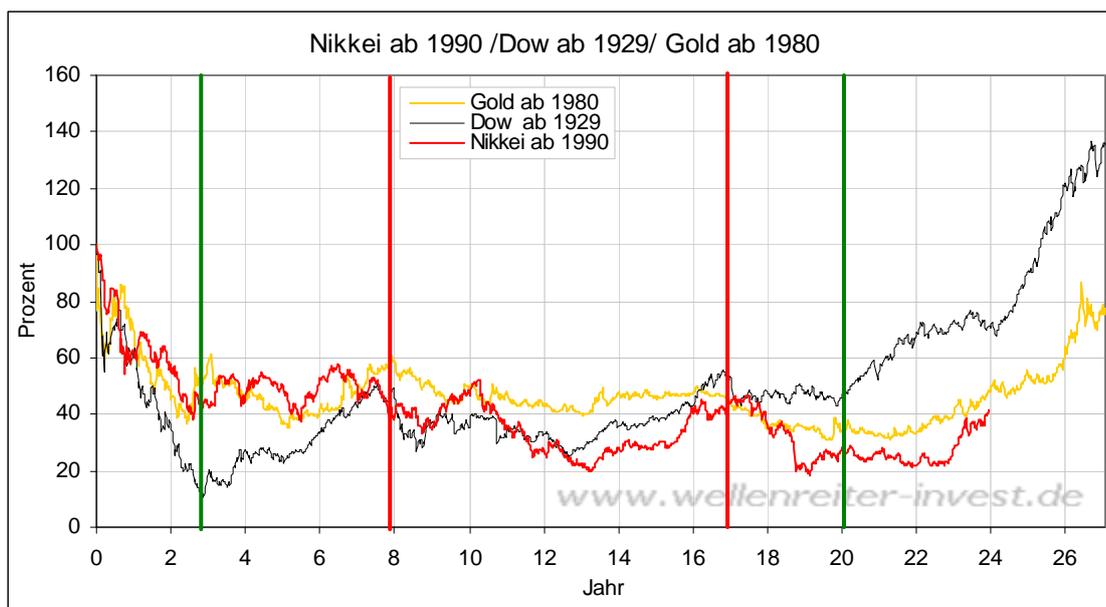


Abb. 6.45: Blasenverläufe und Nikkei-Index

Shinzo Abes zweite Amtszeit steht zyklisch betrachtet unter wesentlich günstigeren Vorzeichen als die erste in 2006/07. Nach über 20 Jahren Baisse starteten neue Haussephasen für den Dow Jones Index in den 50iger Jahren bzw. den Goldpreis ab 2001. Gerade beim Goldpreis war der Auslöser für eine neue Haussephase eine Abwertung des US-Dollars. Eine Abwertungsrally als Auslöser – wie aktuell in Japan – ist deshalb nicht ohne Vorbild. Japans Chancen auf eine Fortsetzung der Hausse stehen gut, allerdings ist nicht zu erwarten, dass der Nikkei 225 ein Eigenleben führt. Wenn an Wall Street die Aktien unter Druck geraten sollten, dann dürfte der Nikkei auch unter Gewinnmitnahmen leiden und korrigieren.

6.9.5 Peripherie-Staaten

Die Staaten der europäischen Peripherie befinden sich seit Juni 2012 in Aufwärtstrends und zeigen mittelfristige Umkehrformationen an.

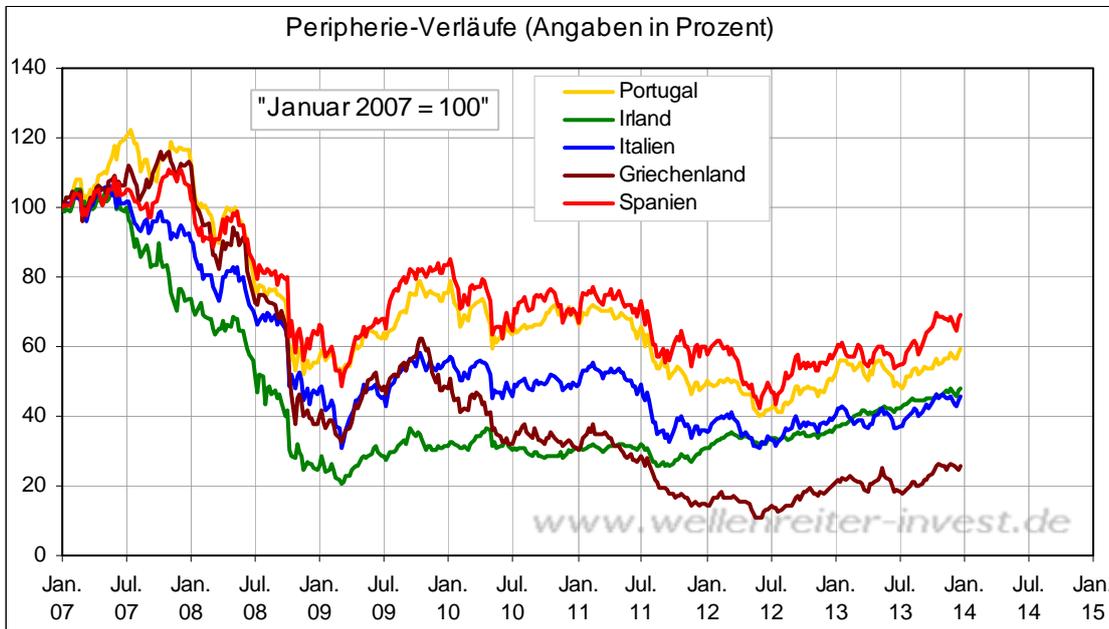


Abb. 6.46: Peripherie-Verläufe

Lediglich Irland notiert höher als zu Beginn dieser Dekade, Spaniens IBEX scheiterte im ersten Anlauf im Herbst 2013 an der runden Marke von 10.000 Punkten. Der IBEX hat aus Sicht der Horizontalwiderstände im Bereich von 11.000 Punkten einen starken Widerstand.

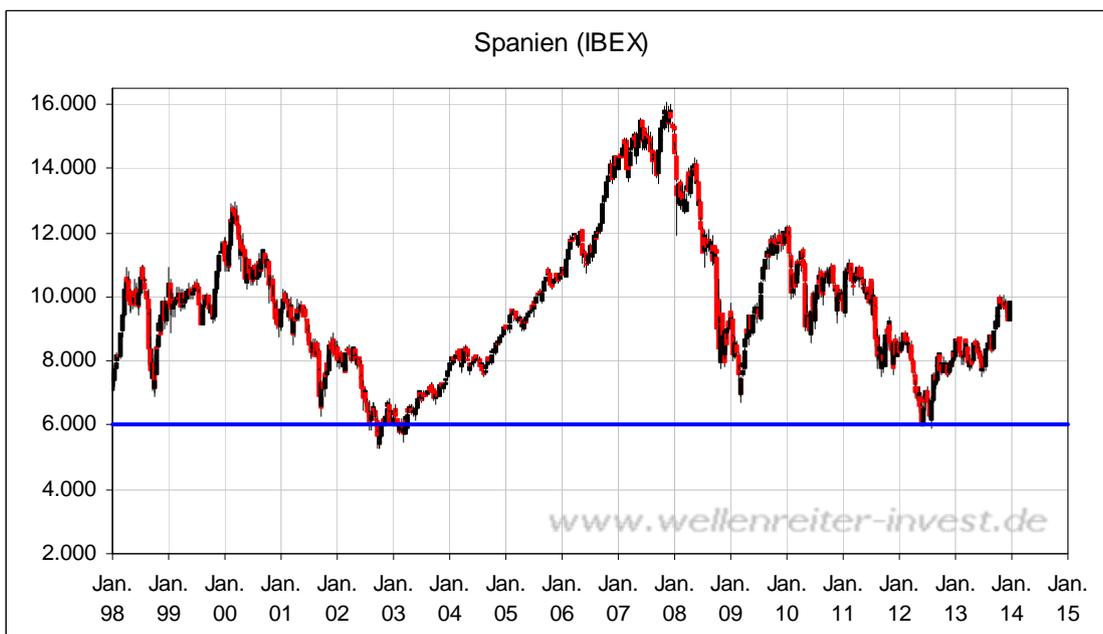


Abb. 6.47: IBEX

Die Leitindizes der Peripheriestaaten zeigen durch die Ausbildung wichtiger Tiefpunkte im Sommer 2012 mittelfristige Umkehrformationen an. Die Reperaturarbeiten des entstandenen Schadens der Debatte um die Entwicklung der europäischen Staatsschulden dauern einen längeren Zeitraum an, daher ist eine Outperformance von Europa gegenüber den USA bisher nicht erkennbar. Eine deutliche Reduzierung der Zinsspreads – z.B. in Spanien von über 2% auf 1% - wäre notwendig, um die Schere in der Performance gegenüber den USA wieder sukzessive zu schließen.

6.10 Zeitprojektionen

Aus Sicht unserer Zeitprojektionen erscheinen uns für das erste Halbjahr des Jahres 2014 die folgenden Tage/Zeiträume besonders bedeutsam:

Januar: 2., 16./17., 30.
 Februar: 2., 26.
 März: 11., 13., 26.
 April: 4., 18.
 Mai: 8., 13., 23., 29.
 Juni: 10., 12.

Wir schrieben im vergangenen Jahr: "Am 4., 10., 21. oder 30. Mai könnte der Markt ein wichtiges Hoch markieren." Tatsächlich ging am 21. Mai die seit Januar laufende Aufwärtsphase im Dow Jones Index in eine mehrmonatige Seitwärtsphase über. Ein wichtiger Hochpunkt im Sinne eines Trendwechsels war der 21. Mai 2013 jedoch nicht.

Nicht jede Zeitprojektion trifft einen wichtigen Wendepunkt. Aber Zeitprojektionstage belegen bestimmte Tage mit einem „Achtungszeichen“. Exemplarisch stellen wir die Zeitprojektion für den Januar 2014 dar. Am 30. Januar könnte sich ein wichtiges Hoch ergeben.

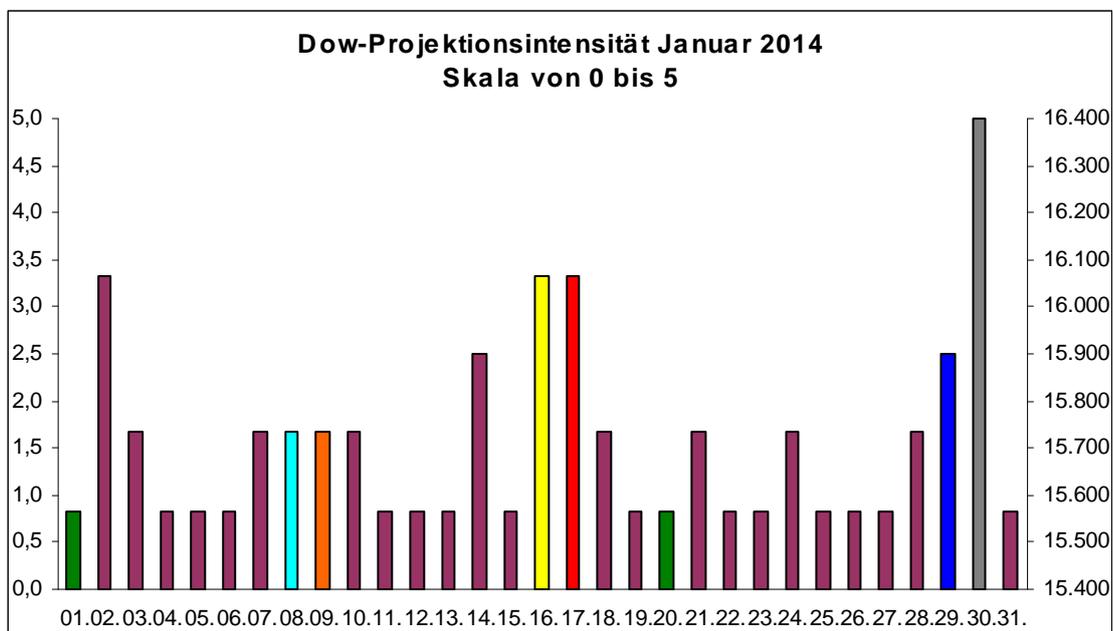


Abb. 6.48: Zeitprojektion Januar 2014

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.

7. Fazit für den Finanzmarkt

Bisher erleben die Investoren ein weit überdurchschnittliches Jahrzehnt. Der Dow Jones Index zeigt einen Zuwachs von knapp 60 Prozent. Im Zeitraum seit Existenz des Dow Jones Index (1897) findet sich keine Dekade, die zum aktuellen Zeitpunkt besser abschneidet. Lediglich die 1980er Jahre kommen in etwa an diese Performance heran.

In den vergangenen 210 Jahren findet sich überhaupt nur ein Zeitraum, die nach Beendigung des vierten Jahres (dem 3er Jahr) besser dastand. Das ist 1860er Dekade. Diese lag zum vergleichbaren Zeitpunkt mit knapp 200 Prozent vorn. Im folgenden Chart zeigen wir die besten drei Dekadenverläufe der vergangenen 210 Jahre.

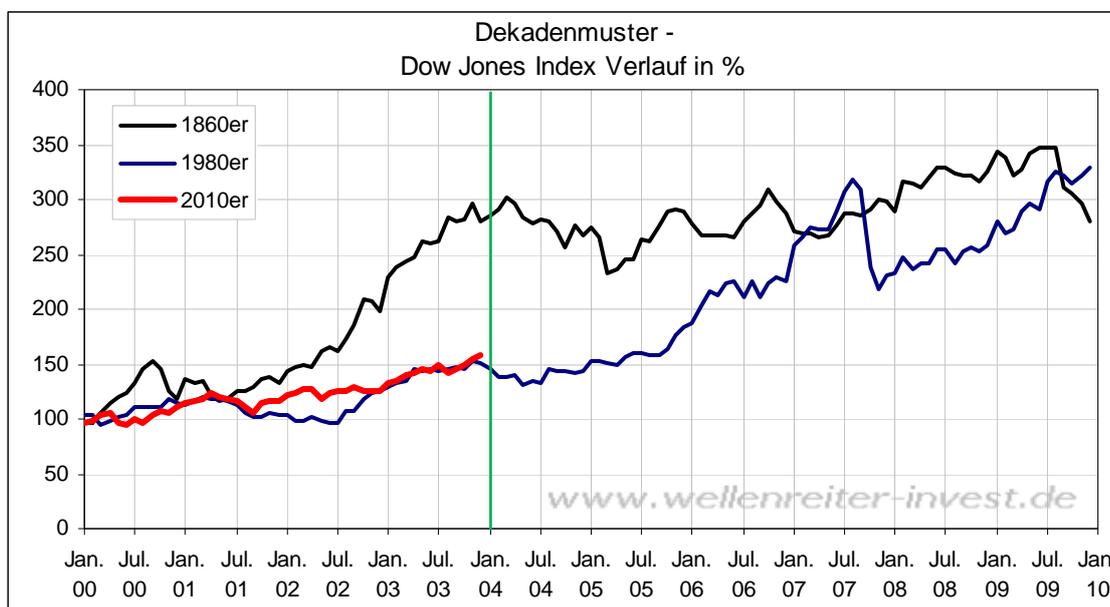


Abb. 7.1: Vergleich mit unterdurchschnittlichen Jahrzehnten

Nicht unerwartet kommt die Erkenntnis, dass es selbst im besten Dekadenverkauf „aller Zeiten“ im 4er-Jahr zu einer Pause kam. Dies unterstreicht unsere Einschätzung, dass der Dow Jones Index Schwierigkeiten haben wird, an die Erfolge des Jahres 2013 anzuknüpfen.

Bevor wir die Quartalsverläufe für 2014 skizzieren, sei eine zyklische Vorbemerkung gestattet. Diese betrifft das darauf folgende Jahr. Alle zwanzig Jahre kommt es zu einem Aufeinandertreffen eines Vorwahljahres mit einem 5er-Jahr. 2015 ist es wieder so weit. Vorwahljahre sind die besten Jahre des Präsidentschaftszyklus, 5er Jahre die besten des Dekadenzyklus. Jahre, die gleichzeitig Vorwahl- und 5er-Jahr sind, zeigen ein durchschnittliches Plus von 20 Prozent. Mit anderen Worten: Wenn es in den nächsten Jahren zu einer Korrektur an den Märkten kommt, dann wahrscheinlich nicht im Jahr 2015.

Aufgrund der in diesem Ausblick gesammelten Daten zum Sentiment, zur Zyklik, zur Marktstruktur und zu den Intermarketfaktoren erscheint eine Korrektur in 2014 nahezu zwingend. Selten war das Sentiment so bullish wie am Jahresende 2013. Die US-Notenbank beginnt, den Märkten ihre Unterstützung zu entziehen. Die Renditen zeigen sich bullish. Ab einem gewissen Punkt (3%?) nimmt dies den Aktienmärkten Luft weg. Wir sehen derzeit keinerlei Anzeichen einer US-Rezession. Was wir sehen, ist eine Überhitzung der Konjunkturindikatoren (ISM-Indizes, ZEW-Indikator). Nicht nur der Optimismus für die Aktienmärkte, sondern auch der Konjunkturoptimismus ist groß. Man kann das noch erweitern auf die Gesamtgesellschaft. Gemäß der jährlichen Allensbach-Umfrage zur Stimmung für das neue Jahr sind 57% der Deutschen optimistisch für 2014. Einen höheren Wert gab es zuletzt Mitte der 1990er Jahre.

Wir beschreiben weiter vor die Wahrscheinlichkeiten für die Größenordnung einer Korrektur. Ein unterjähriger Fall des Dow Jones Index zwischen 10 und 20 Prozent hat in Zwischenwahljahren eine recht hohe Wahrscheinlichkeit. Jenseits der 20 Prozent-Marke kommt man in den Bereich des „schwarzen Schwans“. Ein solcher ist gemäß dem Autor Taleb nicht vorhersagbar. Auch ein eventuelles Aufschaukeln des weltpolitische Klimas (Auseinandersetzung China und Japan als Beispiel) ist nicht vorab erfassbar.

Eine „Bereinigung“ der Weltwirtschaft (incl. Schuldenabbau), wie wir sie in früheren Ausblicken skizziert haben, ist bisher nicht eingetreten. Die Notenbanken werden mit allen zur Verfügung stehenden Mitteln versuchen, die Renditen nicht zu stark steigen zu lassen. Dieser Weg ist deshalb „alternativlos“, weil die Schulden die Finanzhaushalte andernfalls stark belasten würden. Es scheint so, als ob versucht wird, den Weg der Bereinigung „über die Zeit“ weiter zu verfolgen.

Für das erste Quartal 2014 nehmen wir steigende Renditen und fallende Aktienmärkte an. Mögliche Hochpunkte liegen in den ersten Januar-Tagen oder Ende Januar/Anfang Februar. Die Rohstoffe sollten weiterhin Schwäche zeigen. Die Rendite 10jähriger US-Anleihen sollte die Drei-Prozent-Marke überwinden. Sie hat Luft bis in den Bereich 3,7 bis 3,8 Prozent. Auch der Euro/Dollar sollte fallen, möglicherweise auf die Marke von 1,30.

Das zweite Quartal sollte – spät, vielleicht im Juni – erste gute Wendepunkte für die Aktienmärkte bereithalten. Die Renditen dürften dann ihren Zenit überschritten haben und wieder zu fallen beginnen. Erste Erholungsphasen für die Rohstoffe – angeführt durch den Ölpreis – sollten sich ergeben.

In Zwischenwahljahren ergibt sich spätestens im Oktober ein wichtiger unterer Wendepunkt für die Aktienmärkte. Wenn nicht das Sommertief (Juni) das Jahrestief darstellt, so sollte es spätestens im Oktober zum Jahrestief kommen. Je früher sich das ein wichtiges Hoch bildet (möglicher Punkt Januar), desto größer ist die Wahrscheinlichkeit für ein Sommertief. Die Anomalie der Wahlrally zeigt für die letzten Oktober- und ersten November-Tage steigende Kurse an. Die US-Zentralbank sollte ihr Tapering entweder Ende des zweiten oder Ende des dritten Quartals abgeschlossen haben.

8. Unsere 10 Thesen für 2014

1. „Don't fight the FED“ – der Exit des „QE“-Programms der US-Notenbank wird in 2014 vollendet

Die Investoren reagieren mit Zeitverzögerung auf den angekündigten „Tapering“-Kurs von Ben Bernanke und werden risikoscheuer.

2. Der US-Aktienmarkt weist eine zweigeteilte Entwicklung in 2014 auf

Das erste Halbjahr neigt zur Schwäche, bevor sich ein signifikantes Preistief im Sommer bildet. Die Bullen werden im vierten Quartal mit einer doppelten Rally belohnt: Einer Wahrrally und einer Jahresendrally.

3. Die lang laufenden Staatsanleihen testen in 2014 ihren langfristigen Aufwärtstrend

Der Bruch des Aufwärtstrends kann vermieden werden, da die Zinsspreads das weitere Aufwärtspotential der Renditen begrenzen. Die Rendite für 10jährige US-Anleihen dürfte die Marke von 3,7 bis 3,8 Prozent nicht überschreiten.

4. Der US-Dollar erholt sich lediglich temporär im ersten Halbjahr

Die Rohstoffwährungen setzen ihre Abwärtsbewegungen fort, der Euro/US-Dollar beginnt im Bereich 1,39/40 eine Korrektur.

5. Der Ölpreis kann sich dem Trend der Rohstoffpreise nicht entziehen

Die Verengung der Ölpreise löst sich auf der Unterseite auf. Ein Preistief sollte sich im zweiten Quartal ergeben.

6. Japans Renaissance setzt sich in 2014 fort

Japan kann sich vom Trend der Wall Street nicht abkoppeln und leidet ebenso temporär unter der Risikoscheu der Investoren. Der Aufwärtstrend des Nikkei 225 setzt sich nach einer Korrektur im ersten Halbjahr fort.

7. Die nachwachsenden Rohstoffe suchen einen Preisboden

Nach einem übergeordneten Trendbruch des Sektors beginnt in 2014 keine neue Hausse. Bodenbildungen dauern über einen langen Zeitraum an, so dass in 2014 die Phase des nachlassenden Abwärtsdrucks beginnt.

8. Die Angst feiert ein temporäres Comeback

Zu hohe Erwartungen und Sorglosigkeit sind der Nährboden einer negativen Überraschung.

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

Die Fixierung des Wechselkurses bleibt auch in 2014 bei 1,20 erhalten. Die Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem US-Dollar führt zu einem Test der 2011er Hochs.

10. Indien in der Pole Position der BRIC-Staaten

Die Skepsis der Investoren gegenüber den BRIC-Staaten sollte sich erst im späteren Jahresverlauf legen. Indien stellt einen führenden Kandidaten für ein Comeback nach den Wahlen im Mai dar.

11. E Viva Espana

Elf steht für Fußball. Der IBEX setzt seine Erholung fort. Dafür enttäuscht die spanische Nationalmannschaft bei der WM 2014 in Brasilien und scheitert an der Titelverteidigung.

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. Alle 14 Tage 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: BIP-Wachstum und Zinsspanne
Abb. 2.2: US-Arbeitskostenindex
Abb. 2.3: Beschäftigte in % der Bevölkerung (Employment-Population-Ratio)
Abb. 2.4: Alternative US-Arbeitslosenquote
Abb. 2.5: Mittlere Dauer der US-Arbeitslosigkeit in Wochen
Abb. 2.6: US-Beschäftigte im öffentlichen Dienst
Abb. 2.7: Erstanträge und US-Arbeitslosenquote in %
Abb. 2.8: Verschuldung der US-Haushalte in % vom BIP
Abb. 2.9: Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte in % vom verfügbaren Einkommen
Abb. 2.10: Geburtenrate USA und Verkäufe neuer Häuser
Abb. 2.11: US-Hausbau-Beginne und NHAB-Hausbau-Index
Abb. 2.12: US-Hausbau-Blasenverlaufsmuster
Abb. 2.13: Geldmengenentwicklung Euroland/USA in Prozent
Abb. 2.14: US-Einkaufsmanager-Indizes
Abb. 2.15: Zinsstruktur Peripheriestaaten
Abb. 2.16: Zinsstruktur Deutschland, USA, UK
Abb. 2.17: ZEW-Indikator – mittelfristige Erwartungen – und DAX
Abb. 2.18: Zinsstruktur Australien, China, Japan
Abb. 2.19: Verlauf 10jährige und 2jährige chinesische Staatsanleihen
Abb. 2.20: Rendite 10jähriger chinesischer Staatsanleihen
Abb. 2.21: Baltic Dry Index und Shanghai Composite Index
Abb. 2.22: Realzins, Japan, USA, Deutschland
Abb. 2.23: Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart
Abb. 2.24: US-Inflationsrate seit 1900
Abb. 2.25: Inflationsraten USA, Deutschland, Japan seit 1982
Abb. 2.26: Diverse Inflationsraten
Abb. 2.27: Ratio inflationsgeschützte zu normalen Anleihen Wochenchart
Abb. 2.28: Inflationsdifferenz Spanien/Deutschland
Abb. 2.29: US-Arbeitslosenquote und US-Leitzins
Abb. 2.30: US-Leitzinsentwicklung anhand Fed-Funds-Futures
Abb. 2.31: Spreads Rendite 10jähriger Staatsanleihen diverser Staaten zu Bundesanleihen
Abb. 2.32: Target 2 Saldo der Bundesbank und Rendite Spread Deutschland - Spanien
- Abb. 3.1: US-Anleihemarkt – Segmente
Abb. 3.2: nominaler Zinssatz 10jähriger US-Anleihen seit 1800
Abb. 3.3: Zinssätze USA, Deutschland; Japan 10 Jahre zeitversetzt
Abb. 3.4: US-Rendite und S&P 500 1993 - 1995
Abb. 3.5: Zinsspanne 30jährige zu dreimonatigen US-Anleihen
Abb. 3.6: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart
Abb. 3.7: Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 3.8: 30jährige US-Bonds und QE
Abb. 3.9: 30jährige US-Staatsanleihen seit 1978
Abb. 3.10: Spread BAA zu AAA US-Unternehmensanleihen
- Abb. 4.1 Abb. 4.2: Euro/Dollar seit 1970
Abb. 4.2: Euro/Dollar seit 1970
Abb. 4.3: Realzinsentwicklung Deutschland und USA
Abb. 4.4: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Abb. 4.5: Pfund/Dollar und Euro/Dollar
Abb. 4.6: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar
Abb. 4.7: Australischer Dollar / US-Dollar
Abb. 4.8: Australischer Dollar und Gold
Abb. 4.9: Kanadischer Dollar und Crude Öl
Abb. 4.10: Realzins-Differenz USA/Japan
Abb. 4.11: Dollar/Yen Tageschart seit 1988
Abb. 4.12: Dollar/Rupie
Abb. 4.13: Dollar/Rupiah
Abb. 4.14: Dollar/ Franken

Abb. 5.1: CRB-Rohstoff-Index
Abb. 5.2: Rohstoff-Index (Inflationsbereinigt)
Abb. 5.3: BRIC-Index und Rohstoff-Index
Abb. 5.4: Ölpreis seit 1900
Abb. 5.5: Ölpreis seit 1900 inflationsbereinigt
Abb. 5.6: Erdöl Brent und WTI Crude
Abb. 5.7: US-Erdöl Produktion und Konsum
Abb. 5.8: Deckungsgrad Ölförderung zum Ölkonsum in Prozent
Abb. 5.9: Preisspanne zwischen Brent und WTI Crude
Abb. 5.10: Saisonaler Verlauf Ölpreis
Abb. 5.11: Erdöl und S&P 500 im Vergleich
Abb. 5.12: Energie zu S&P 500 Tageschart
Abb. 5.13: Gold in US-Dollar
Abb. 5.14: Goldpreis inflationsbereinigt
Abb. 5.15: Goldpreis und Realzins langfristig
Abb. 5.16: SPDR-Gold-ETF
Abb. 5.17: Gold Kleinspekulanten
Abb. 5.18: XAU-Goldminen-Index
Abb. 5.19: saisonaler Verlauf Gold
Abb. 5.20: Gold Monatschart
Abb. 5.21: Silber seit 1900
Abb. 5.22: Edelmetalle in einem Chart
Abb. 5.23: Silber Monatschart
Abb. 5.24: Kupfer seit 1900
Abb. 5.25: Kupfer Monatschart
Abb. 5.26: Shanghai Composite Index und Kupfer
Abb. 5.27: Index für nachwachsende Rohstoffe
Abb. 5.28: Ratio nachwachsende Rohstoffe zu Bodenschätze
Abb. 5.29: Mais und Trockenheit
Abb. 5.30: Mais seit 1974
Abb. 5.31: Kaffee seit 1974
Abb. 5.32: Zucker Monatschart

Abb. 6.1: Dow langfristig inflationsbereinigt
Abb. 6.2: Welt-Aktienmarktkapitalisierung
Abb. 6.3: Dow Jones Index – rollierende 5-Jahres-Rendite
Abb. 6.4: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %
Abb. 6.5: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Einzelverläufe
Abb. 6.6: US-Präsidentschaftszyklus

Abb. 6.7: Dow Jones Index Verteilung Zwischenwahljahre
Abb. 6.8: Vier-Jahres-Zyklus
Abb. 6.9: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf Zwischenwahljahre 1897 - 2009
Abb. 6.10: S&P 500 8-Jahres-Zyklus
Abb. 6.11: Dow Jones Index 4er Jahre
Abb. 6.12: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 4er-Jahre 1904 – 2004
Abb. 6.13: Dow Jones Index 1980 – 1985 und 2010 - 2015
Abb. 6.14: Dow Jones Index 1990 – 1995 und 2010 - 2015
Abb. 6.15: Einzelverläufe Zwischenwahljahre/4er Jahre
Abb. 6.16: Einzelverläufe nach Kurshalbierung
Abb. 6.17: Verlauf nach Kurshalbierung
Abb. 6.18: Januar-Effekt
Abb. 6.19: bedeutende Wendepunkte
Abb. 6.20: NYSE-AD-Linie
Abb. 6.21: S&P 500-AD-Linie
Abb. 6.22: Russell 2000-AD-Linie
Abb. 6.23: Hindenburg-Omen
Abb. 6.24: S&P 500 und QE
Abb. 6.25: 90% Auf- und Abwärtsvolumen
Abb. 6.26: AAIL-Asset-Allocation
Abb. 6.27: US-Aktienfonds-Flows
Abb. 6.28: US-Anleihenfonds-Flows
Abb. 6.29: AAIL – bullische Privatinvestoren
Abb. 6.30: Bearische Börsenbriefverfasser
Abb. 6.31: NAAIM-Index
Abb. 6.32: Aktienkäufe auf Kredit
Abb. 6.33: Credit Balance minus Debit Balance
Abb. 6.34: SKEW-Index
Abb. 6.35: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren
Abb. 6.36: Nasdaq Composite Index
Abb. 6.37: P-DAX seit 1960
Abb. 6.38: K-DAX seit 1960
Abb. 6.39: Ratio DAX zu S&P 500
Abb. 6.40: BRIC-Verläufe
Abb. 6.41: Sensex
Abb. 6.42: Ratio Sensex zum S&P 500
Abb. 6.43: Dollar/Rupie
Abb. 6.44: Nikkei-Index
Abb. 6.45: Blasenverläufe und Nikkei-Index
Abb. 6.46: Peripherie-Verläufe
Abb. 6.47: IBEX
Abb. 6.48: Zeitprojektion Januar 2014

Abb. 7.1: Vergleich mit unterdurchschnittlichen Jahrzehnten