

# **Wellenreiter-Invest Studie**

## **Ausblick 2016**

**Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe**

**©Robert Rethfeld,  
Alexander Hirsekorn**

**Oberursel, im Dezember 2015**

## Inhaltsangabe

	<b>Seite</b>
<b>Editorial</b>	4
<b>1. Konjunkturentwicklung</b>	6
1.1 Vorbemerkung	6
1.2 USA	7
1.3 Europa	16
1.4 Asien	20
1.5 Inflation	23
<b>2. Notenbankpolitik</b>	28
<b>3. Der Anleihemarkt</b>	35
3.1 Übersicht	37
3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen	46
3.3 Entwicklung der europäischen Staatsanleihen	55
<b>4. Der Währungsmarkt</b>	61
4.1 US-Dollar-Index	61
4.2 Euro/ Dollar	65
4.3 Dollar/ Yen	73
4.4 Rohstoff-Währungen	76
4.5 Schweizer Franken	79
<b>5. Der Rohstoffmarkt</b>	81
5.1 Sondereffekt El Nino	81
5.2 Rohstoffmarkt langfristig	83
5.3 Erdöl	86
5.4 US-Erdgas	100
5.5 Gold	103
5.6 Silber, Platin, Palladium	109
5.7 Kupfer	111
5.8 Nachwachsende Rohstoffe	112

<b>6. Der Aktienmarkt</b>	114
6.1 Bewertung	114
6.2 Das große Bild	116
6.3 US-Präsidentschaftszyklus	119
6.4 Dekadenmuster	125
6.5 Marktstruktur	128
6.7 Sentiment	132
6.8 Sektoren im Fokus	138
6.9 Leit-Aktienindizes	142
6.9.1 US-Aktienmarkt	142
6.9.2 Europäischer Aktienmarkt	146
6.9.3 Nikkei-Index	150
6.9.4 BRIC-Staaten	153
6.10 Zeitprojektionen	157
<b>7. Fazit für den Finanzmarkt</b>	158
<b>8. Unsere 10 Thesen für 2016</b>	160
<b>Disclaimer</b>	161
<b>Über uns</b>	162
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	163

## Editorial

Das Sabbatjahr 2014/15 hatte es in sich. Der Einbruch des Euro, die Aufhebung des Mindestkurses der SNB, der Sommercrash in China, der kurze, aber heftige August-Rutsch an den Aktienmärkten sowie der drastische Ölpreisverfall sorgten für Unruhe. Und es sieht ganz danach aus, als ob die Nachbeben des Sabbatjahres im Jahr 2016 weiterhin zu spüren sein werden.

Das Gesetz von Ursache und Wirkung gilt auch an den Finanzmärkten. Ein Ölpreis nahe 150-Dollar tritt wildkapitalistische Fracking-Aktivitäten los, die zu einer derart starken und plötzlichen Angebotsausweitung führen, dass der Preis von WTI Crude drastisch einbricht. Das Gesetz von Ursache und Wirkung geht nahtlos in das Gesetz von Angebot und Nachfrage über. Die Transmission dieser Prozesse in die breite Wirtschaft beginnt, Formen anzunehmen.

Ohne die USA mit ihrem ausgeprägten, aber System immanenten Sinn für Boom/Bust-Zyklen – man denke an die Zockerei im Hausbausektor mit „Asset Backed Securities“ als Auslöser der Finanzkrise – würde die Weltwirtschaft wohl ruhiger, mit gemäßigten Spitzen und Tiefen agieren. Die Art und Weise, wie in China gehandelt wird (Höhen zu pushen, aber Tiefen dafür einfach wegbügeln zu wollen) ist allerdings auch keine Lösung. Die Europäer versuchen einen Mittelweg mit weniger Boom/Bust, aber etwas mehr „Staat“ als die USA. Dieses ausgleichende Element steht Europa – bei allen hier herrschenden Problemen – gut an.

Am Dienstag, den 8. November 2016 wählen die US-Bürger ihren Präsidenten oder ihre Präsidentin. Die regierende Partei wurde regelmäßig nach zwei Amtsperioden abgewählt. Dies gilt für den Zeitraum nach dem zweiten Weltkrieg mit der einen Ausnahme des Jahres 1980. Ungewöhnliche wirtschaftliche (hohe Inflation) und politische Umstände (die Geiselnahme von Teheran) belasteten die damalige Amtszeit des Demokraten Jimmy Carter, so dass dieser nicht wiedergewählt wurde.

Carter führte die Umfragen bis in den April 1980 mit 60 Prozent an. Ein erster militärischer Befreiungsversuch der Geiseln endete im Desaster. Es gibt Hinweise, wonach das Lager Ronald Reagans die für den Oktober 1980 geplante Übergabe der Geiseln hinauszögerte, um Jimmy Carter nicht noch vor der Wahl im November einen Sympathiekick zu verschaffen. Die iranische Regierung gab die Freilassung der Geiseln 20 Minuten nach dem Ende von Reagans Rede bei seinem Amtsantritt am 20. Januar 1981 bekannt. Schlecht ist, wer Schlechtes dabei denkt...

Donald Trump wäre für das republikanische Establishment ein idealer Präsident. Von Politik versteht er nichts, vom Washingtoner Polit-Dschungel auch nichts. Ähnlich wie bei Ronald Reagan in den 1980ern würde die Stunde der Berater schlagen, die Trump den Weg weisen würden. Viele Amerikaner mögen extrovertierte, großspurige, nicht auf die Etikette achtende Leute. Jedenfalls von Zeit zu Zeit. Terroranschläge schieben Trump nur weiter nach vorn, da er als Problemlöser und Macher gilt.

Inwiefern der zu erwartende politische Wechsel seine Spuren am Kapitalmarkt hinterlässt, zeigen wir im Kapitel 6.3.

Wir wünschen Ihnen bei der Lektüre unseres Jahresausblicks 2016 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 2015**

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn  
Wellenreiter-Invest

# Konjunkturentwicklung

## 1.1 Vorbemerkung

Die wichtigsten Wirtschaftsräume erholten sich auf unterschiedliche Art und Weise vom Einbruch der Finanzkrise. Eine homogene Entwicklung, wie sie zwischen 2003 und 2009 ablief, ist in dieser Dekade nicht zu beobachten.

Zu diesem heterogenen Bild trug die europäische Rezession der Jahre 2012 und 2013 bei. Die damalige Vertrauenskrise führte zu stark steigenden Renditen und als Folge dessen zu einer konjunkturellen Abflachung in der europäischen Peripherie. Weder die rezessiven Phasen in Japan in den Jahren 2011 (Atomunfall in Fukushima) und 2014 (Mehrwertsteuererhöhung) noch die Rezession in Europa entfalteten eine globale Wirkung.

Die USA als größte globale Volkswirtschaft schafften in dieser Dekade bisher ein beständiges Wirtschaftswachstum. Chinas Rolle als globales Wachstumswunder innerhalb der großen Staaten bröckelte zuletzt. Im Jahr 2015 könnte Indien stärker wachsen als China. Die abnehmende Wachstumsrate Chinas ist ohnehin als eine seit dem Jahr 2007 laufende Trendbewegung anzusehen. Allerdings wurde das schwache Niveau der entwickelten Staaten bisher nicht erreicht.

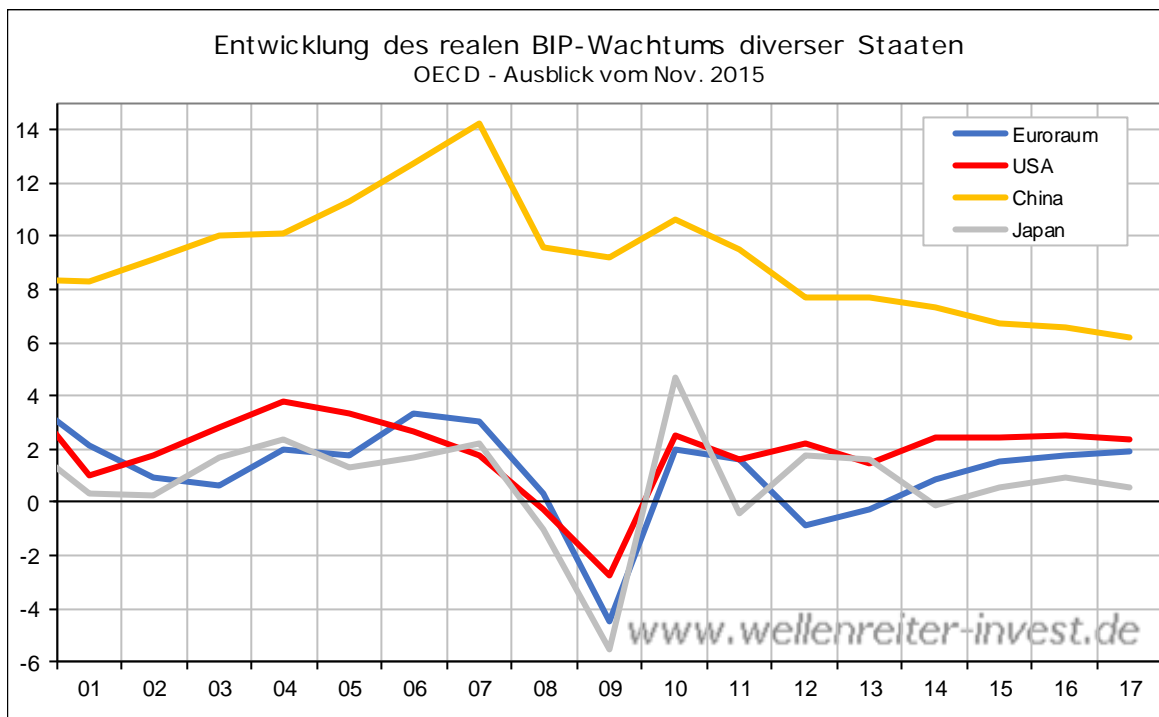


Abb. 1.1: Entwicklung des realen BIP-Wachstums

Die in der Grafik angegebenen Zahlen für 2016 und 2017 sind Planzahlen der OECD. Sie sehen einen weiteren Fall der chinesischen Wachstumsrate vor.

Das nachlassende Wirtschaftswachstum Chinas ist Konsens bei den internationalen Fondsmanagern. Die Investmentprofis erwarten nach der jüngsten Umfrage von Bank of America/Merrill Lynch für die kommenden drei Jahre ein Wachstum von 5,5 Prozent.

Japan soll gemäß OECD-Prognose am schwächsten wachsen, das US-Wachstum soll konstant ausfallen. Lediglich der Euroraum soll als einzige Region in den Jahren 2016 und 2017 steigende Wachstumszahlen aufweisen. So schön die Aussicht aus europäischer Sicht klingt, so unrealistisch ist die Projektion der OECD, die nur marginale Veränderungen bei den jeweiligen Wachstumsraten anzeigt. Wie die vergangenen Jahre zeigen, sind derart geringe Veränderungen unrealistisch. Welche Überraschungen abseits der Projektion der OECD sind zu erwarten?

## 1.2 USA

Die USA sind weiterhin die größte Volkswirtschaft der Welt. Dort werden die Kapitalmarktrends gemacht. Daher liegt unser Fokus zur Konjunktorentwicklung auf der Entwicklung der US-Wirtschaft.

Das Bruttoinlandsprodukt der USA dürfte im Gesamtjahr 2015 um etwa zwei Prozent gestiegen sein. Der Konsens der Bankanalysten erwartete vor Jahresfrist ein Wachstum um knapp drei Prozent. Die hohen Erwartungen wurden nicht erfüllt, das Jahr verlief durchschnittlich. Wir schrieben in unserem Ausblick 2015, dass *„wegen der leicht abschwächenden Zinsspannen ein gewisses Enttäuschungspotential für die Entwicklung der US-Wirtschaft in 2015 besteht“*.

Das Wachstumstempo reduzierte sich in den letzten Monaten. Der Dienstleistungssektor besitzt die größte Bedeutung für das US-BIP. Der entsprechende ISM-Index erreichte im Juli 2015 mit 60,3 Punkten einen Hochpunkt. Damit notierte er auf dem höchsten Niveau seit dem Sommer 2007. Im November 2015 fiel der Index auf immer noch expansive 55,9 Punkte.

Eine erste Indikation für die Entwicklung des Service-Sektors im Dezember (Markit PMI Services) zeigt einen Rückgang um zweieinhalb Punkte an, sodass sich dieser Index in Richtung 53,5 Punkte entwickeln dürfte.

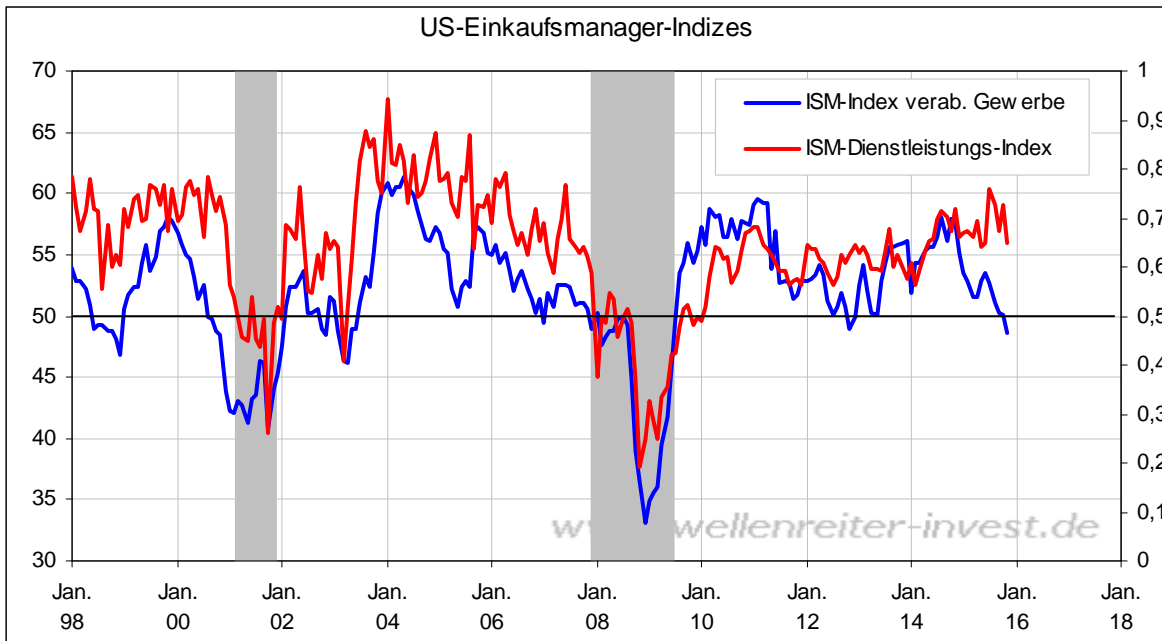


Abb. 1.2: US-Einkaufsmanager-Indizes

Der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe markierte bereits im November 2014 mit 59,0 Punkten seinen Höchstwert. Der Index befindet sich seit zwölf Monaten in einem Abwärtstrend. Nicht zuletzt aufgrund des starken US-Dollar unterschritt der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe mit einem Wert von 48,6 die wichtige 50-Punkte-Marke. Diese Zahl würde - für sich allein genommen - eine wirtschaftliche Kontraktion bedeuten. In Verbindung mit dem positiven, aber an Momentum verlierenden Dienstleistungsindex lässt sich weiterhin eine Expansion begründen.

Allerdings ist die Erwartungshaltung der Unternehmen gedämpft. Zudem zeigt ein Blick auf die Historie an, dass die Stimmung in der Industrie der Stimmung des Dienstleistungssektors in den Jahren 2000 und 2007 vorausgelaufen ist. Der negative Vorlauf der Industrie führte nicht in jedem Fall zu einer Rezession. Zuletzt gab es im vierten Quartal 2012 eine konjunkturelle Delle, als der ISM Index für das verarbeitende Gewerbe unter die Schwelle von 50 Punkten fiel. Es folgte ein Quartal mit einem Negativwachstum, aber keine Rezession.

Aus den ISM-Indizes lässt sich für das Jahr 2016 zumindest eine wirtschaftliche Abkühlung herauslesen.



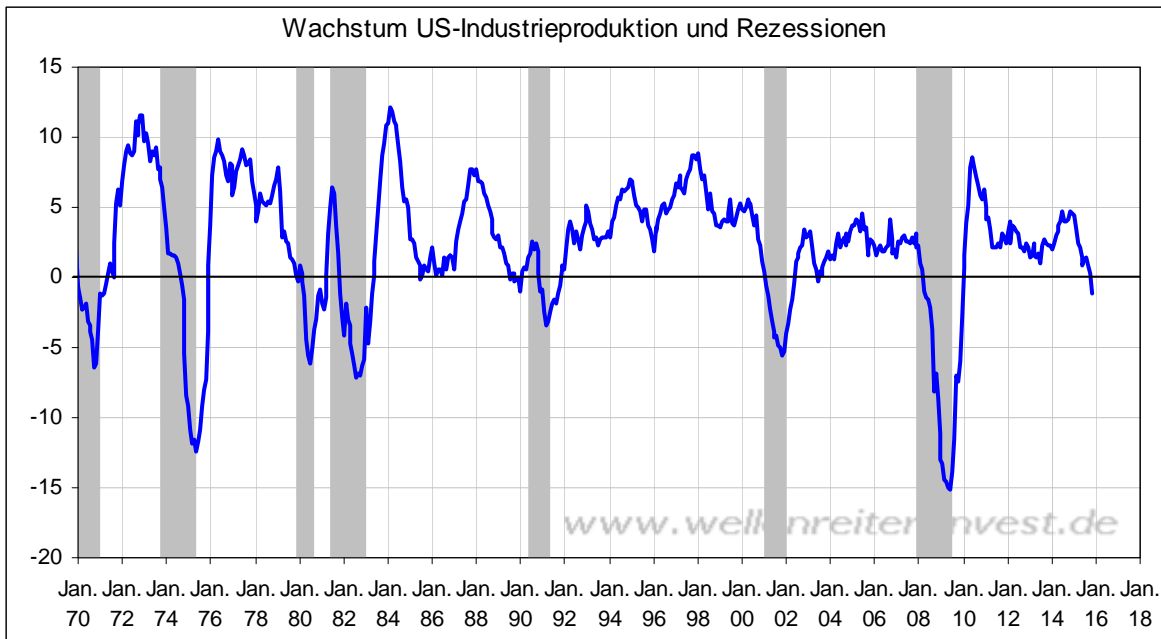


Abb. 1.3: US-Industrieproduktion und Rezessionen

Die Wachstumsrate der US-Industrieproduktion rutschte im vierten Quartal 2015 zum ersten Mal seit sechs Jahren in den Negativbereich. Eine Schwäche im Industriesektor löst aufgrund seiner relativ niedrigen Bedeutung nicht automatisch eine Rezession aus, wenn die Veränderungsrate negativ ist. Aber sie sollte als Warnzeichen nicht missachtet werden.

Insofern stellt sich die Frage, inwiefern aus der laufenden Abkühlung eine Rezession werden kann. Der erfolgreichste langfristige Rezessionsindikator ist die Zinsspanne zwischen langem und kurzen Ende (Differenz 10jährige und 2jährige, wahlweise auch 10jährige und 3-Monats-US-Anleihen). Dieser funktioniert mit einem Vorlauf von einem halben bis zu einem Jahr.

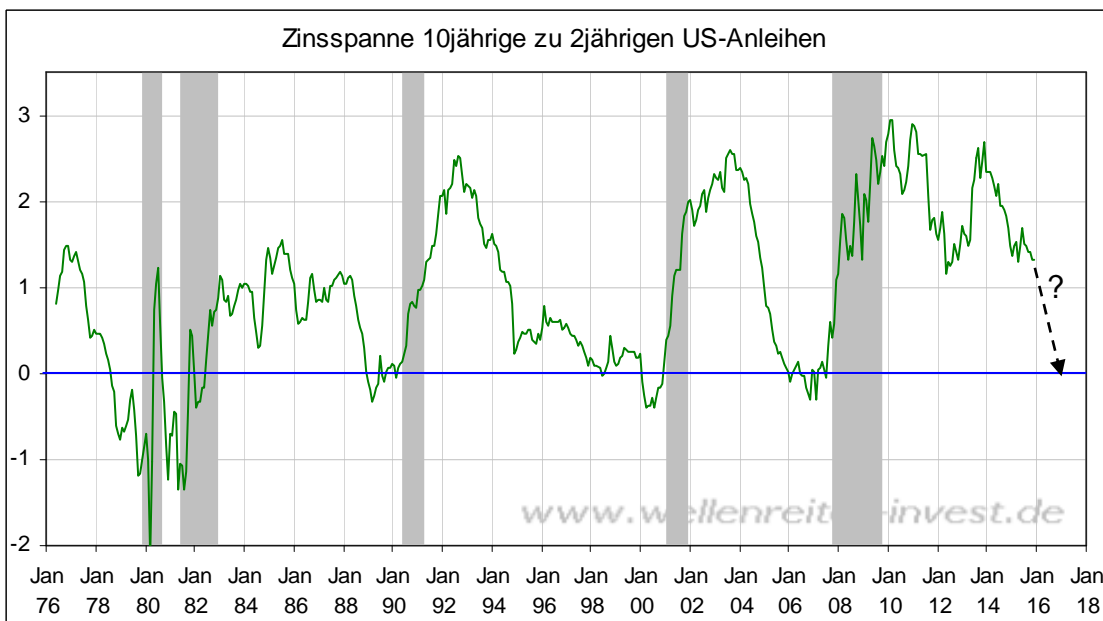


Abb. 1.4: Zinsspanne 10jährige zu 2jährige US-Anleihen

Die graue Schattierung zeigt frühere US-Rezessionen an. Immer dann, wenn die Differenz auf null oder darunter fiel, kam es zu einer Rezession. Die Krux des Indikators ist die Nullzinspolitik der US-Notenbank, die es früher nie gegeben hat, sodass eine Inversion unter dieser Politik nicht stattfinden kann.

Die Abkehr der Fed von der Nullzinspolitik verleiht dem Indikator möglicherweise in Zukunft wieder seine Bedeutung. Schon jetzt befindet sich die Rendite 2jähriger US-Anleihen auf einem Niveau nahe der 1-Prozent-Marke. Ein weiterer Anstieg auf 1,50 Prozent und ein gleichzeitiger Fall der Rendite 10jähriger Anleihen auf 1,50 Prozent würde die Zinsspanne auf null sinken lassen. So würde eine US-Rezession angezeigt werden. Aber diese Überlegung ist zumindest zum jetzigen Zeitpunkt theoretischer Natur, denn dazu müssten sich in 2016 zunächst größere Bewegungen einstellen.

Fallende Renditen am langen Ende bei steigenden Renditen am kurzen Ende wären Anzeichen für aufkommenden Stress in der US-Wirtschaft. Die Fed selbst hat es in der Hand, diese Situation zu verzögern, indem sie den Leitzins lediglich behutsam erhöht. Andererseits kann die Fed nicht darauf hoffen, dass eine Rezession nicht eintritt, wenn dieser Indikator nichts anzeigt. Die Fed hat ihn jahrelang stillgelegt. Der Hund wedelt mit dem Schwanz, nicht der Schwanz mit dem Hund.

Die Differenz zwischen der Rendite 10jähriger und 3-Monats-US-Anleihen gab in der Vergangenheit nicht nur einen bemerkenswerten Rezessionsindikator ab, sondern bot auch eine vorauslaufende Indikation für die Entwicklung des US-BIPs (folgender Chart).

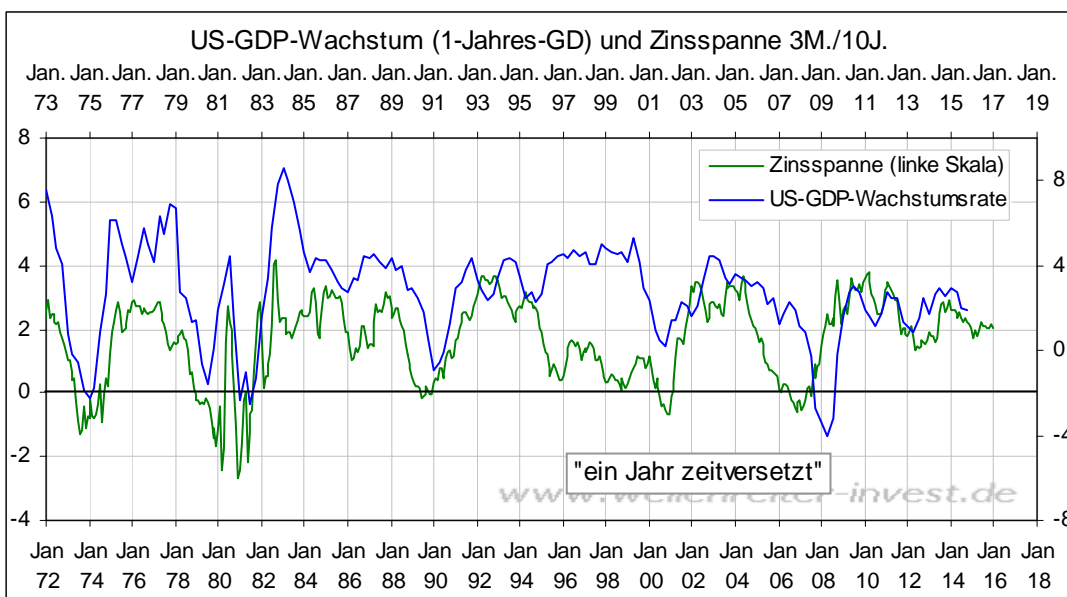


Abb. 1.5: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Die Zinsspanne fiel (=verengte sich) bis April 2015. Nach der um ein Jahr zeitversetzten Betrachtung müsste die US-Konjunktur bis April 2016 weiter an Dynamik verlieren. Danach würde sich die Konjunktur leicht erholen und seitwärts bewegen.

Eine Rezession ist aus diesen Daten nicht erkennbar. Da aufgrund der Nullzinspolitik keine Rezession angezeigt werden kann, liegt die entscheidende Aussage dieses Indikators darin, dass der Rückgang des Wachstums in den USA trotz eines zu erwartenden relativ milden Winters bis in den April 2016 anhalten sollte. Es würde ein BIP-Wachstum von knapp zwei Prozent für 2016 zu erwarten sein, so dass die Prognosen der Banken auch für das Jahr 2016 zu optimistisch ausfallen würden.

Immer dann, wenn die Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe ein zyklisches Tief erreichten, befand sich der US-Aktienmarkt an oder in der Nähe eines Hochpunktes. Auf dem folgenden Chart sind die Erstanträge zu besserer Vergleichbarkeit invers dargestellt.

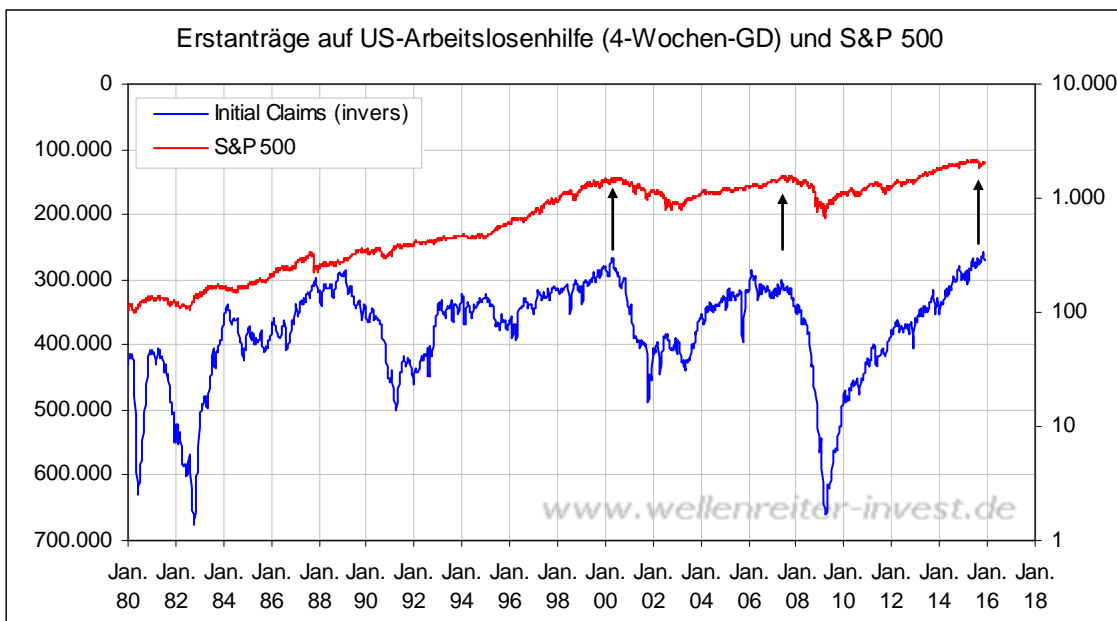


Abb. 1.6: Erstanträge und S&P 500

Der Niedrigwert von 259.000 Anträgen aus dem Oktober könnte bereits ein zyklisches Tief darstellen. Sollte dies der Fall sein, gäbe es zwei Möglichkeiten. Im einen Fall - wie im Jahr 2000, als die Zahl der Erstanträge sprunghaft anstieg - würde sich jetzt ein Hoch am US-Aktienmarkt ergeben.

Im anderen Fall – wie im Jahr 2006 – würden die Erstanträge weitere Monate auf dem Niedrigniveau verbleiben. Dies gäbe den Aktienindizes die Gelegenheit, noch ein bis anderthalb Jahre weiter zu steigen. Allerdings ist zu bedenken, dass der aktuelle Zyklus bereits deutlich gestreckt ist. Insgesamt zeigt der Indikator an, dass im US-Arbeitsmarkt kaum noch Luft für Verbesserungen besteht.

Nach einer Umfrage von Euro am Sonntag unter 21 Banken erwarten diese ein BIP-Wachstum von 2,5 Prozent in 2016. Dies wäre etwas mehr als für das Jahr 2015. US-Investmentbanken sind mit ihren Prognosen etwas vorsichtiger. Goldman Sachs erwartet lediglich 2,2 Prozent Wachstum und die Citigroup nennt sogar eine Wahrscheinlichkeit von 65 Prozent für eine Rezession.

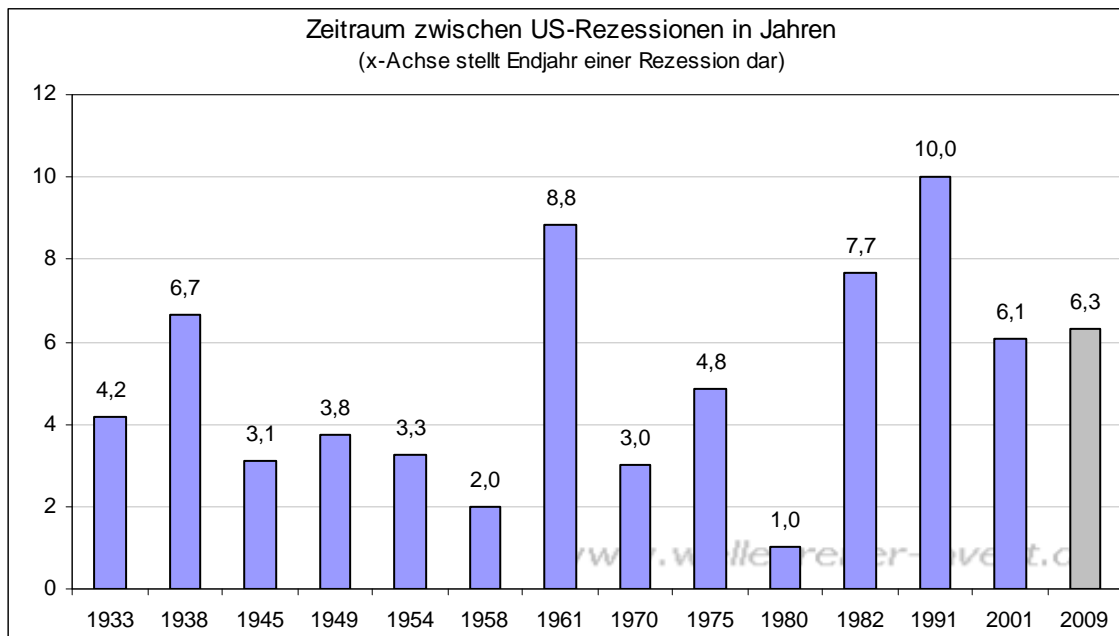


Abb. 1.7: Zeitraum zwischen Rezessionen

Die Aussage der Citigroup bedeutet zwar eine Außenseitermeinung, ist aber aus zyklischer Sicht interessant. In jeder Dekade kam es bisher zu mindestens einer Rezession (60iger, 90iger Jahre). Der Regelfall sind zwei Rezessionen (30iger, 40iger, 50iger, 70iger, 80iger, 2000er Jahre). Der durchschnittliche Zyklus befindet sich bereits oberhalb der durchschnittlichen Zykluslänge, die bei 5 Jahren liegt. Auch die letzte Aufschwungsphase nach der Rezession in 2011 wurde bereits leicht übertroffen. Insofern steigt die Gefahr einer Rezession aus zyklischen Überlegungen.

Ein positiver Aspekt für die Konjunktorentwicklung in den USA ist das „El Nino-Phänomen“. Demnach ist in den USA ein relativ warmer Winter zu erwarten, so dass die Wirtschaftsentwicklung über den Winter etwas besser als in den beiden letzten Jahren verlaufen sollte.

Die statistische Seite ist das eine. Wie aber beurteilen die klassischen Indikatoren die Gefahr einer Rezession? Ende September 2011 fiel der ECRI-Leading-Index auf minus 9 Punkte (siehe Pfeil folgender Chart). Die damals ausgegebene ECRI-Rezessions-Verlautbarung für die USA war falsch. Im Hinblick auf Europa und Japan hätte das ECRI allerdings ins Schwarze getroffen.

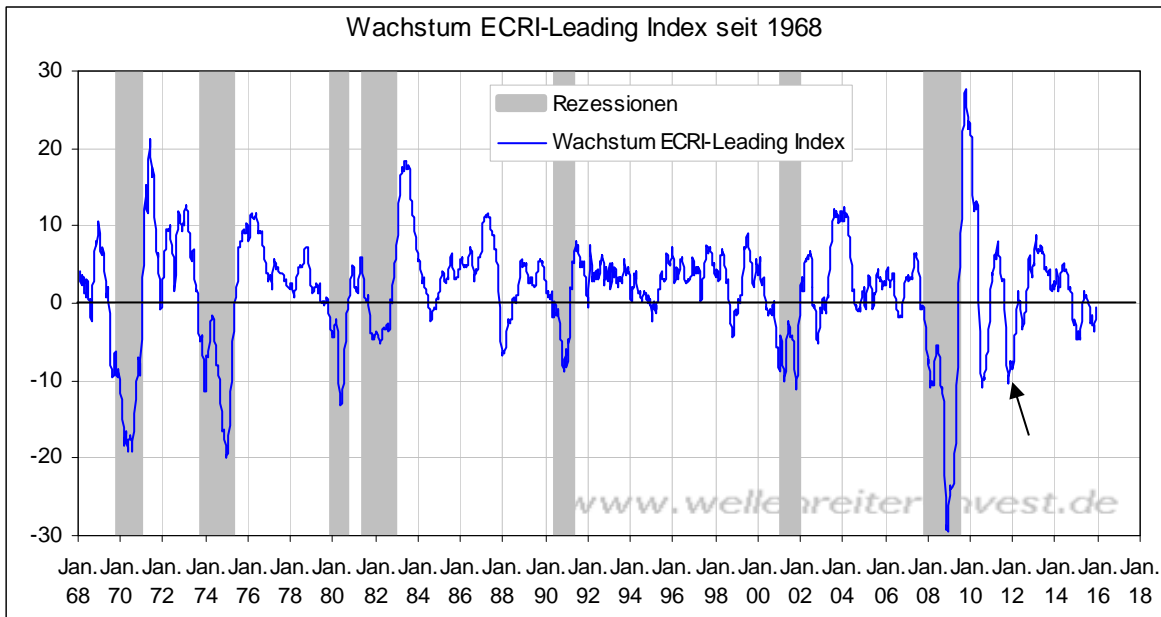


Abb. 1.8: Wachstum ECRI-Leading Index

Eine der wichtigsten Komponenten des ECRI-Indikators dürfte – so wurde schon im Jahr 2010 gemutmaßt - der Verlauf des US-Aktienmarktes sein. Daher überrascht es nicht, dass der Ausruf der Rezession Ende September 2011 am damaligen Tiefpunkt des Aktienmarktes erfolgte. Die Wachstumsrate des ECRI-Index liegt nach den jüngsten Daten lediglich bei -0,6 Prozent und damit deutlich von einem Niveau entfernt, das eine Rezession erwarten lässt. Diese Daten berücksichtigen einen S&P 500, der 3,5 Prozent unter seinem Jahreshoch liegt.

Mittlerweile notiert der S&P 500 6 Prozent unterhalb seines Jahreshochs. Auch auf diesem Niveau hat die Wachstumsrate des ECRI-Index noch keine Möglichkeit, deutlich ins Negative abzugleiten, sodass das ECRI derzeit keine Chance hat, die falsche Rezessions-Bestimmung aus dem Jahr 2011 durch eine korrekte Rezessionsansage wieder gut zu machen. Das ECRI dürfte sich dieses Mal aus Angst, erneut zu früh ins Wasser zu springen, mehr Zeit lassen.

Aber warum soll man sich auf eine Kopie verlassen, wenn man das Original – den US-Aktienmarkt selbst - betrachten kann? In den Jahren 2000 und 2007 gab der S&P 500 jeweils ein gutes vorauslaufendes Signal.

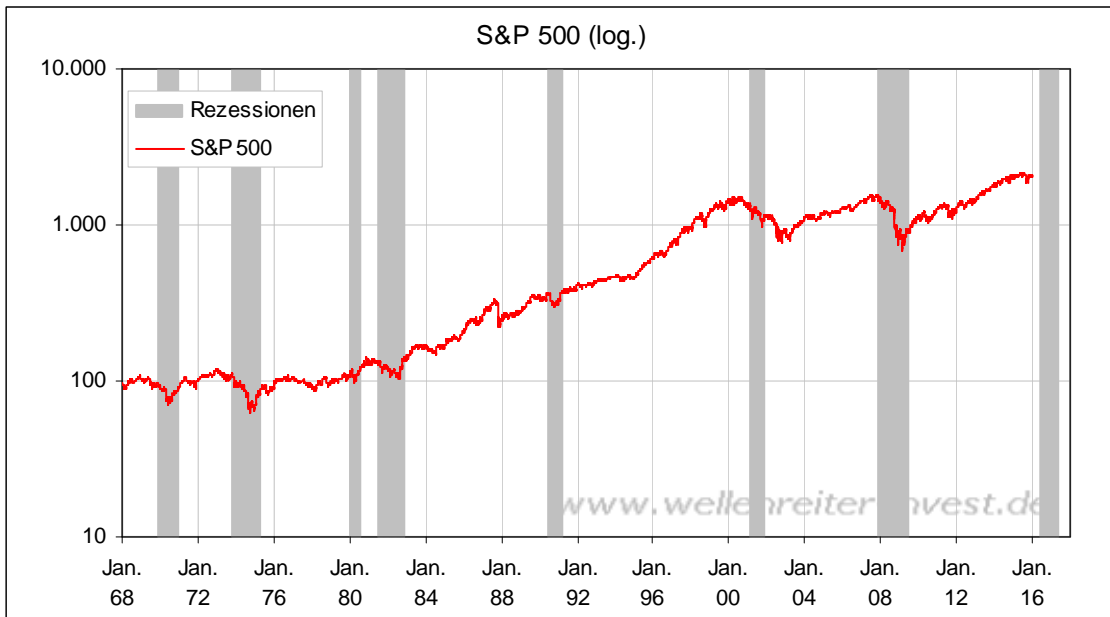


Abb. 1.9: S&P 500 und Rezessionen

Die Rezession von 1990/91 war etwas schwieriger zu deuten, sie hatte zudem mit dem temporären Ölpreisschock letztlich nur eine kurze Delle. Auch die Rezessionen von 1970 und 1973/74 wurden vorauslaufend antizipiert. Übrigens haben wir – nur um ein Gefühl für Wahrscheinlichkeiten zu bekommen – auf dem oberen und dem folgenden Chart eine Rezession ab Mitte 2016 schraffiert.

Wie tief müsste der S&P 500 fallen, um mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Rezession anzuzeigen? Die Ein-Jahres-Veränderungsrate des S&P 500 liegt derzeit bei -2,6 Prozent. Würde Sie auf einen Wert von -10 Prozent fallen (wie auf dem folgenden Chart dargestellt), dann würde mit recht hoher Wahrscheinlichkeit eine Rezession angezeigt werden. Dafür müsste der S&P 500 bis Ende Februar die Marke von 1.900 Punkten – und damit praktisch sein Doppeltief vom August/September - erreichen.

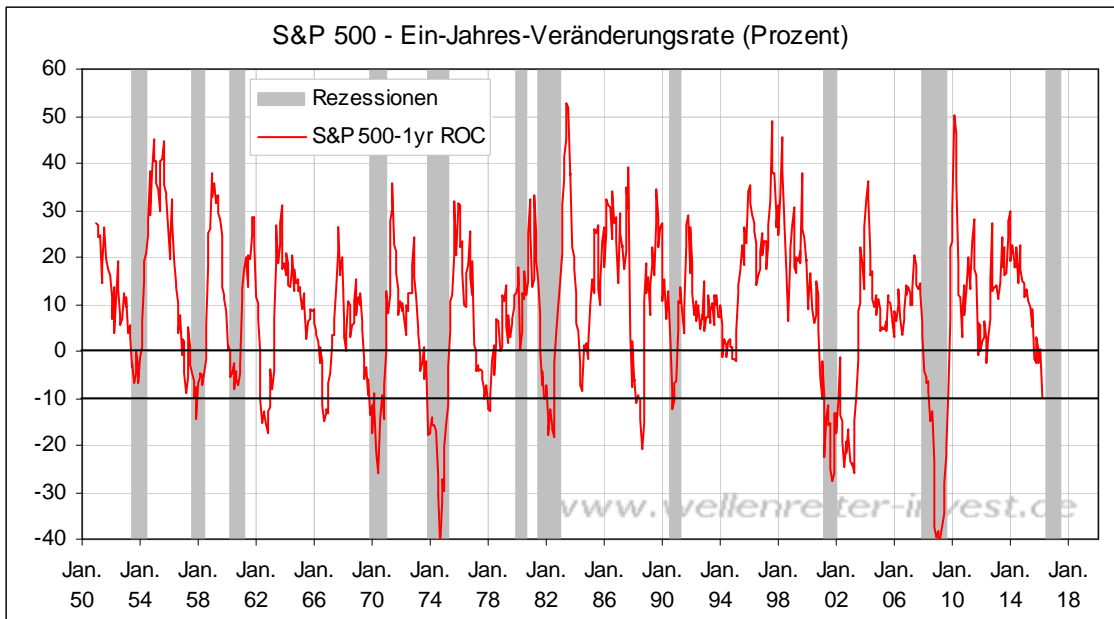


Abb. 1.10: S&P 500 Veränderungsrate

In den vergangenen 65 Jahren wurde in lediglich vier dieser Fälle keine Rezession ausgelöst: In der Kuba-Krise 1962, in der so genannten „Gewinn-Rezession“ von 1966 - die keine echte Rezession war, aber nur knapp dieses Siegel verfehlte -, im Rückgang 1978 sowie nach dem Crash von 1987. Die „Gewinn-Rezession“ des Jahres 1996 war die einzige Nicht-Rezession, in der die Zinsstrukturkurve invertiert war. Alle vier Bewegungen haben gemeinsam, dass sie recht kurze, dafür aber scharfe Abwärtsmuster aufweisen. In 9 Fällen signalisierte ein 10prozentiger Kursrückgang eine Rezession, so dass diese Annahme eine Wahrscheinlichkeit von 69 Prozent besitzt. Im Dezember gibt der S&P 500 allerdings noch kein Signal für eine Rezession in 2016.

Die Lehre daraus ist, dass eine Rezession vermieden werden kann, wenn der Aktienmarkt nach einem wenigen Monate andauernden Rückgang vergleichsweise schnell wieder auf die Beine kommt.

### Fazit

Die Erwartungshaltung der primär deutschen Banken mit einem BIP-Wachstum von 2,5 Prozent in 2016 ist zu hoch. Die US-Investmentbanken sind bereits vorsichtiger und mit der Citibank existiert eine erste Bank, die eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine US-Rezession in 2016 ausruft. Aufgrund der bisherigen Nullzinspolitik ist die Zinsspanne als klassischer Indikator in ihrer Aussagekraft deutlich eingeschränkt.

Trotz eines zu erwartenden milden Winters dürfte sich der Trend der Abschwächung des US-Wachstums weiter bis in das Frühjahr fortsetzen. Die Schwäche der Industrie setzte bereits vor einem Jahr ein und ist in Teilen der Entwicklung der Aufwertung des US-Dollars geschuldet.

Die momentane Datenlage gibt eine gesicherte Rezessionsvorhersage noch nicht her. Allerdings deutet eine ganze Reihe von Indikatoren auf eine wirtschaftliche Abschwächung hin, die Rezessionsstärke erreichen könnte. Dies gilt umso mehr, wenn der S&P 500 das Doppeltief vom August und September anlaufen sollte.

Es spricht vieles dafür, dass das US-Wachstum in 2016 in der Summe enttäuschen und die prognostizierten Erwartungen nicht erreichen wird. Konjunkturunterstützende Maßnahmen sind in 2016 weder von der Fiskalpolitik noch von der Notenbank zu erwarten (siehe auch Notenbankpolitik). Setzt sich der Trend der letzten Monate fort, dann ist zumindest ein Quartal mit Negativwachstum zu erwarten.

### 1.3 Europa

Euroland zeigt sich von der Rezession der Jahre 2012/13 erholt. Diese Rezession war insofern etwas Besonderes, da sie weder in Deutschland noch in Frankreich griff, sondern nur in den Peripheriestaaten wie Italien, Spanien und Portugal negatives Wachstum auslöste. Während die Rezession von 2008/09 eine homogene Struktur aufwies, war diese Rezession von 2012/13 heterogen.

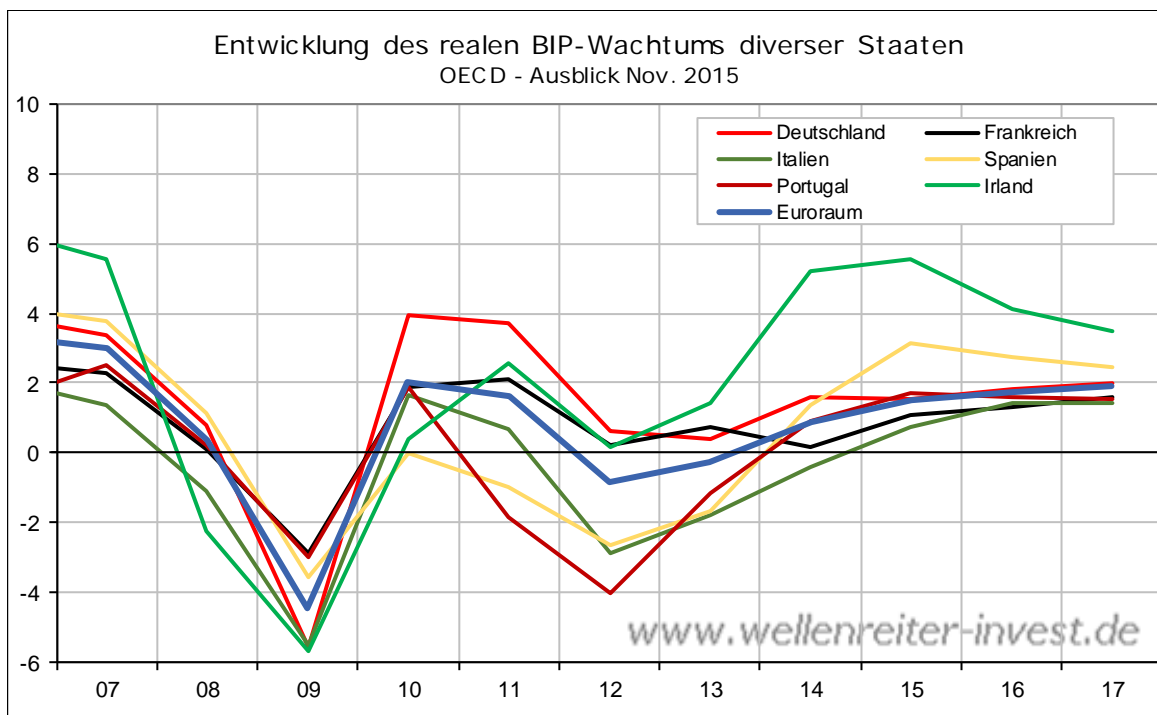


Abb. 1.11: Entwicklung des realen BIP-Wachstums diverse Staaten



In den Jahren 2014 und 2015 verringerten sich die Wachstumsdifferenzen. Die Ausnahme bildet Irland, die sich auf einem kraftvollen Wachstumspfad befinden. Das Wachstum in „Emerging Ireland“ soll sich laut OECD in 2016 und 2017 beruhigen, aber immer noch überdurchschnittlich verlaufen. Die spanische Wirtschaft wächst mit über drei Prozent und liegt damit auf Platz 2 in Europa. Alle wichtigen europäischen Staaten weisen ein Wirtschaftswachstum auf. Deutschlands Wachstumspfad hat sich abgeschwächt und soll sich vom Mittelfeld hin zum Schlusslicht entwickeln, dabei aber ein nahezu unverändertes Wirtschaftswachstum aufweisen.

Der IFO-Index steigt seit seinem Tief im Oktober 2014 kontinuierlich.

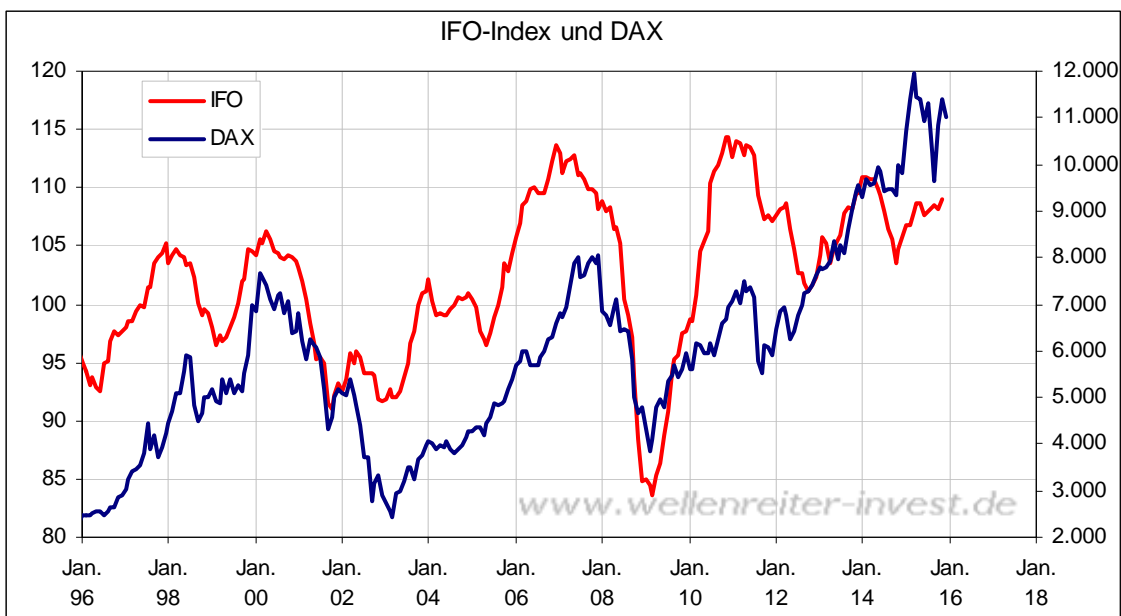


Abb. 1.12: IFO-Index und DAX

An die Spitzenwerte der Jahre 2007, 2011 und 2014 (110 Punkte oder mehr) kommt der Geschäftsklimaindex Ende 2015 nicht ganz heran, mit 108,7 Punkten liegt er allerdings auf einem sehr hohen Niveau. Daher hat das Ifo-Institut die Konjunkturprognose im Dezember für 2016 auf 1,9 Prozent erhöht. Aufgrund des relativ hohen Niveaus lassen sich für die Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft tendenziell Risiken auf der Unterseite ableiten, auch wenn der Trend des IFO-Indikators aufwärtsgerichtet ist. Die Divergenz zwischen der Schwäche des produzierenden Gewerbes in den USA und der Stärke in Deutschland mag beeinflusst sein durch die Währungsentwicklung. Die grundsätzlichen Trends verlaufen aber parallel zwischen den USA und Deutschland. Insofern ist ein Rückschlag im Ifo-Index im ersten Halbjahr 2016 zu erwarten.

Während das produzierende Gewerbe im IFO-Index seinen Schwerpunkt hat, lässt sich die Entwicklung des Dienstleistungssektors anhand des Markit-Einkaufsmanagerindex ablesen.

## Markit Einkaufsmanagerindex

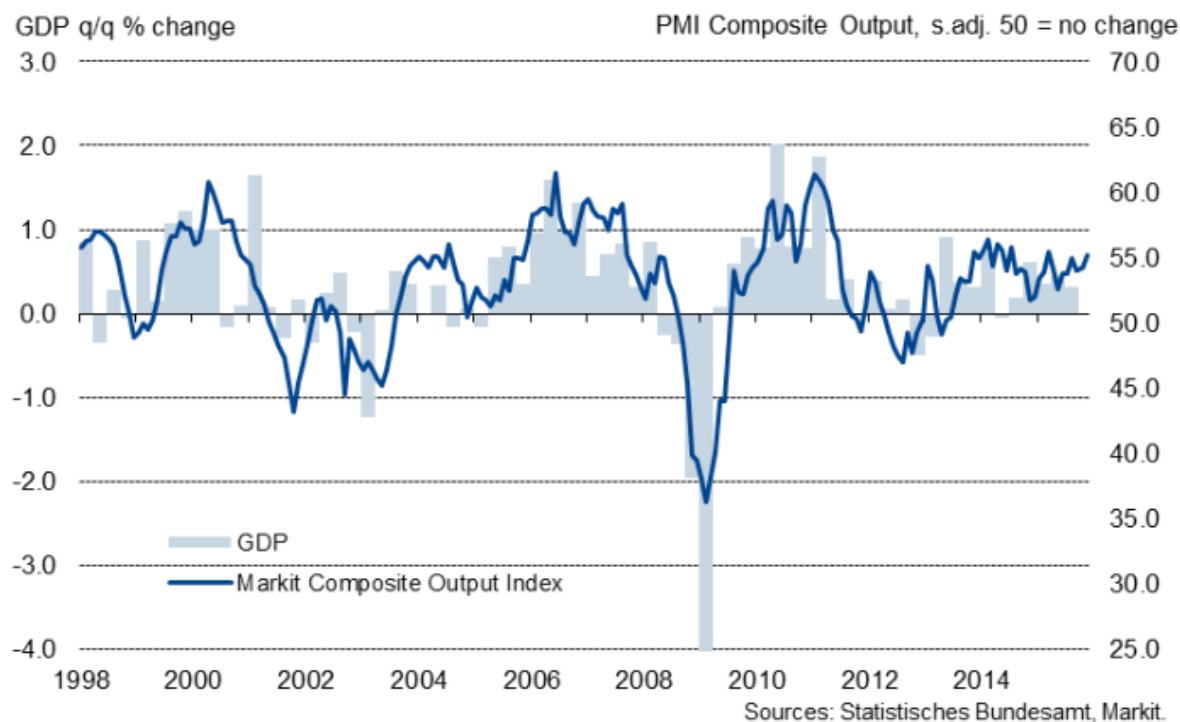


Abb. 1.13: Markit-Einkaufsmanagerindex

Ein Wert von 55,2 Punkten weist auf eine solide und zuletzt sehr stabile Entwicklung hin. Innerhalb der Eurozone sind die Wachstumsraten per November 2015 für Irland, Italien, Spanien und Deutschland solide. Lediglich Frankreich hängt etwas zurück.

In Deutschland besitzt die Binnenkonjunktur positives Überraschungspotential. Auch in 2016 ist mit Reallohnzuwächsen der Bevölkerung zu rechnen, die Anzahl der Erwerbstätigen liegt auf einem historischen Rekordniveau. Die Vielzahl der Flüchtlinge besitzt politische Brisanz, ist unter dem Gesichtspunkt der (zusätzlichen) Nachfrage ein kleiner positiver Faktor. Im Juli 2016 ist durch eine einmalige Rentenanpassung mit einem Rentenanstieg um 5 (!) Prozent zu rechnen, auch dies sollte sich positiv für die Binnenkonjunktur im zweiten Halbjahr 2016 auswirken.

Insofern dürfte die Entwicklung des Exports die Achillesferse für die deutsche Volkswirtschaft im ersten Halbjahr darstellen, während im zweiten Halbjahr die Binnenkonjunktur noch einmal positiv überraschen sollte. Deshalb dürfte Deutschland wahrscheinlich von der roten Laterne des europäischen Wachstums verschont bleiben.

Erstmals seit dem Jahr 2011 wird Europa nicht mehr von Griechenland-Diskussionen geplagt. Der Russland-/Ukraine-Konflikt bleibt offenbar im Hintergrund, belastet aber nicht zusätzlich. Eine Lösung des Konflikts auch wegen der Syrien-Problematik wäre sehr positiv und in keiner volkswirtschaftlichen Kalkulation vorhanden, ist allerdings auf der Zeitschiene auch nicht zu prognostizieren.

Auch die Diskussion um eine Auflösung des Euros ist derzeit und auch für das Jahr 2016 kein Thema. Die Sparpolitik gehört der Vergangenheit an, da die Bürger die Politiker, die diese umsetzen mussten, abgewählt haben. Wenn die Demokratie gegen eine Sparpolitik stimmt, gilt der Spruch Bill Clintons: „It's the economy stupid!“ Die positive Entwicklung am Ende dieser Sparpolitik ist damit die Aussicht auf ein höheres Wirtschaftswachstum, das sich wieder in die Richtung des Trends von 1,5-2 Prozent entwickeln kann.

Nach dem Schmerz der letzten Jahre bleiben abspalterische Tendenzen als Trend erhalten. Es geht nicht nur um die Zugehörigkeit Kataloniens zu Spanien, sondern auch um die zukünftige Rolle Großbritanniens. Das Referendum über den Verbleib Großbritanniens in der EU dürfte wohl erst im Jahr 2017 durchgeführt werden, auch wenn ein Vorziehen auf 2016 diskutiert wird. Wahrscheinlich wird das Jahr 2017 ein „Super-Wahljahr“ (Großbritannien und die Exit-Frage sowie in Deutschland und Frankreich Parlamentswahlen) werden. Auch nach einem „Brexit“ würde sich die Welt weiterdrehen. Für den Euroraum muss ein „Brexit“ kein Nachteil sein, auch wenn dies immer wieder von offizieller Seite betont wird. Die EU und Großbritannien würden Rahmenabkommen abschließen (analog zu EU/Schweiz).

Die Isolation Großbritanniens wäre allerdings geografisch stärker. Und wirtschaftlich dürfte Großbritannien eher Nachteile erfahren. Schon jetzt schlägt das Herz der Euro-Raum-Finanzindustrie in Frankfurt. Am Sitz der EZB kommen die großen Investment-Banken nicht vorbei. Deutschland könnte von einem „Brexit“ etwas profitieren, Irland wäre wegen der gemeinsamen Sprache und der Steuervorteile sehr wahrscheinlich der große Profiteur.

Das Herzstück der EU bilden Deutschland und Frankreich. Dies umso mehr nach einem „Brexit“. Käme es in einem dieser beiden Staaten zu Tendenzen, die den Euro oder gar die EU in Frage stellen, würde die Existenz der Europäischen Union auf eine ernsthafte Probe gestellt werden. Das Phänomen „Front National“ zeigt, dass die „Franzosen-Zuerst-Attitude“ von vielen Franzosen gewünscht wird. Bei der Regionalwahl Anfang Dezember 2015 kam Marine Le Pen mit ihrer Partei auf 28 Prozent der Stimmen. Die Frage ist, ob der „Front National“ in absehbarer Zukunft die Meinung der Mehrheit derer Franzosen vertreten wird. Käme dies so, würde dies die EU in eine erste echte Existenzkrise führen.

In Deutschland sind ähnliche Parteien weit von Mehrheiten entfernt. Allerdings stand die Wahl in Frankreich sehr stark unter dem Eindruck des Terroranschlags in Paris im November, so dass ein „Angst-Spike“ der Front National geholfen hat, der bei zukünf-

tigen Wahlen nicht existieren wird. Ein ähnliches Phänomen konnte Ende März 2011 in Deutschland beobachtet werden. Die Grünen profitierten von dem Reaktorunglück in Fukushima. Winfried Kretschmann wurde bei den Wahlen im selben Monat Ministerpräsident Baden-Württemberg. Seine Partei konnte die Anzahl der Stimmen mehr als verdoppeln.

### Fazit

Die wirtschaftlichen Aussichten in Europa sind grundsätzlich positiv für 2016 einzuschätzen. Die Ära der Sparpolitik ist vorbei, die Volkswirtschaften erholen sich auch begünstigt durch historisch extrem niedrige Renditen. Obwohl die Schätzungen für Deutschlands Wachstum für 2016 bei durchschnittlich 1,8 Prozent liegen, ist die Achillesferse in 2016 die Exportindustrie. Die nachlassende wirtschaftliche Dynamik sowohl in China als auch in den USA ist für das erste Halbjahr eine Belastung, während die Binnenkonjunktur und der Konsumsektor insbesondere im zweiten Halbjahr positiv überraschen dürften. Allerdings gilt: Würde der Abschwung in den USA in einer Rezession münden, würde der Euroraum trotz eines sich erholenden Binnenmarktes nicht ungeschoren davonkommen.

### 2.3 Asien und Schwellenländer

In den vergangenen Jahren notierte die Wachstumsrate Chinas stets über derjenigen Indiens. Diese Zeit scheint vorbei zu sein.

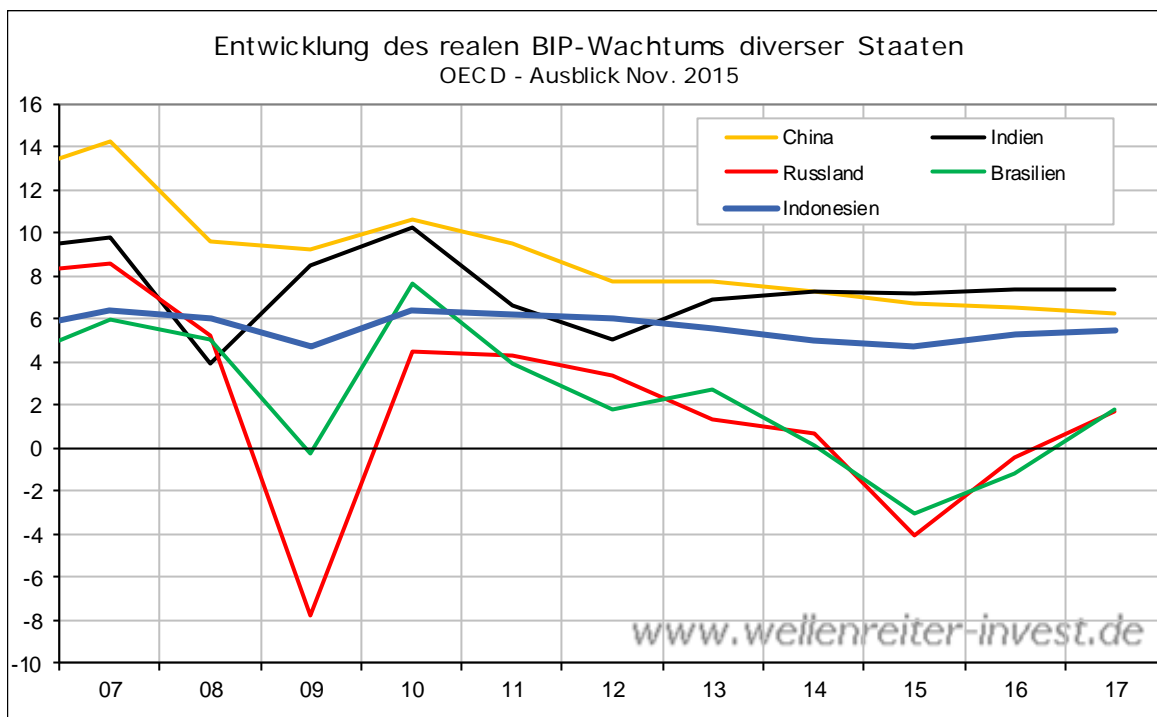


Abb. 1.14: Entwicklung BIP diverse Staaten

Im Jahr 2014 wuchs Indien wirtschaftlich erstmals stärker als China. Mit dem Wandel Chinas von einem Schwellenland zu einem entwickelten Wirtschaftsland setzt sich – ähnlich wie einst bei Microsoft auf Unternehmensebene – das Gesetz durch, dass sich die Wachstumsrate ab einer kritischen Größenordnung verlangsamt.

Der Aufbau einer Mittelschicht ging in China zügiger voran als in Indien. Doch die Entwicklung scheint jetzt an Grenzen zu stoßen. Bis Indien einen solchen Status erreichen wird, dürften noch viele Jahre ins Land gehen. Indonesien verfügt als viertgrößtes Land der Erde (Reihenfolge: China, Indien, USA, Indonesien, Brasilien) ebenfalls über Wachstumspotential. Brasilien und Russland werden in dieser Dekade mit einer rückläufigen, rezessiven Entwicklung konfrontiert. Beide Länder sind sehr stark von der Entwicklung der Rohstoffpreise abhängig. Entgegen dem Ausblick der OECD dürfte sich die Erholung zeitlich etwas verzögern, dann aber - allein schon aufgrund des Basiseffektes - im weiteren Verlauf des Jahres 2016 einsetzen.

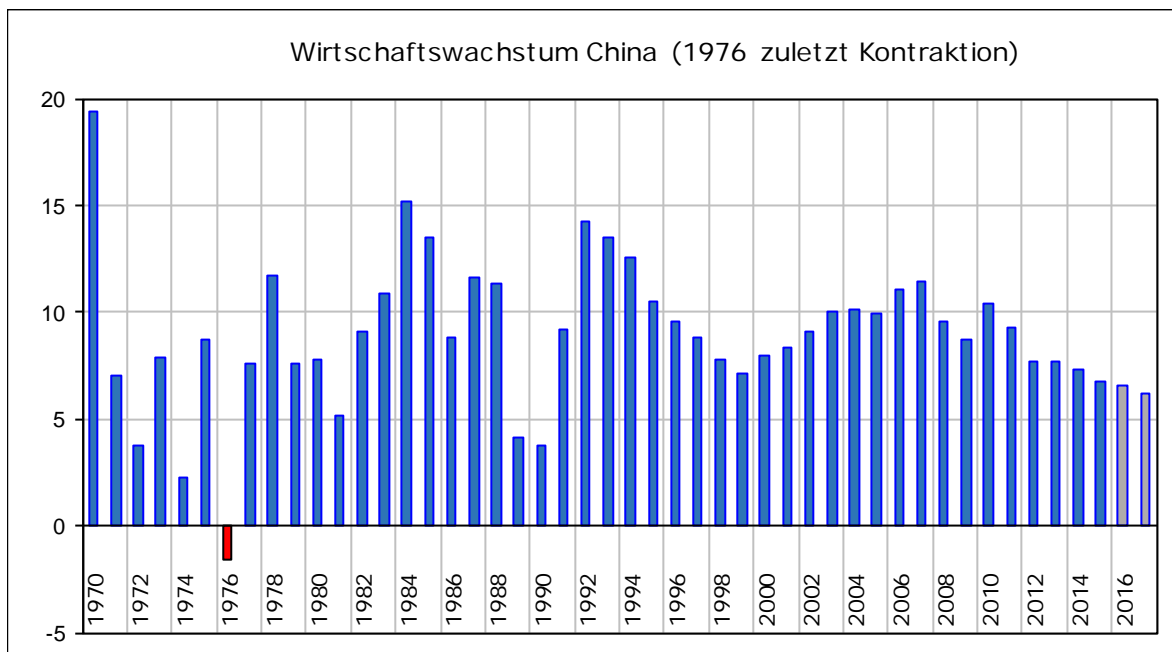


Abb. 1.15: Wirtschaftswachstum China

Wir erwarten, dass sich der Trend des abschwächenden Wirtschaftswachstums in China in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Allerdings verlaufen die Bewegungen selten so moderat wie es die Analysten erwarten. Die Banken erwarten ein Wachstum von 6,4 Prozent und orientieren sich damit am Ziel des neuen Fünfjahresplans, das bei 6,5 Prozent liegt. Das Momentum der industriellen Entwicklung ist deutlich rückläufig und Umweltprobleme wie Smog sorgen immer wieder für Produktionsunterbrechungen in Metropolen wie Peking. Die Stärkung des Dienstleistungssektors wird durch die steigenden Einkommen unterstützt, sie wird auch politisch gefördert.

Zudem wurden vereinzelt Maßnahmen zur Unterstützung der Wirtschaft getroffen. Als Beispiel sei die Absenkung der Mehrwertsteuer auf kleine PKWs genannt – Smog-Probleme hin oder her. Auch die Notenbank hat in den letzten zwölf Monaten zahlreiche Maßnahmen ergriffen. Das Arsenal weiterer Maßnahmen ist noch relativ reichlich gefüllt. Die Wahrscheinlichkeit der Maßnahme einer Währungsabwertung diskutieren wir im Kapitel Devisen.

Die Zinsstrukturkurve ist in China in den letzten Monaten deutlich abgeflacht, sodass weitere Leitzinssenkungen im Jahr 2016 eine realistische Annahme darstellen.

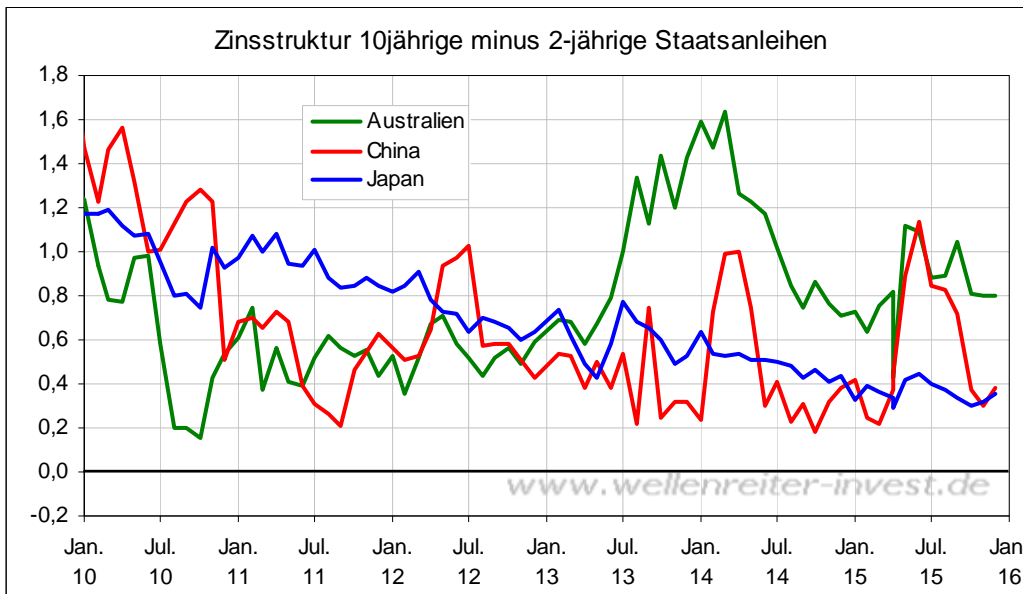


Abb. 1.16: Zinsstruktur 10jährige minus 2jährige Anleihen

In Japan enttäuschte die Wirtschaftsentwicklung ähnlich wie bereits in 2014. Während im Jahr 2014 das zweite und dritte Quartal nach einer Mehrwertsteuererhöhung rezessiv ausfielen, wies auch das zweite Quartal 2015 ein Minuswachstum auf. Eine Rezession mit zwei aufeinander folgenden Quartalen konnte nur deshalb vermieden werden, weil das dritte Quartal 2015 mit der zweiten Schätzung knapp in Plus sprang.

Eine wesentlich bessere Wirtschaftsentwicklung ist auch in 2016 nicht zu erwarten, zumal „Nachbarländer“ wie China und Australien mit einem Abschwung kämpfen. Ein weiterer Punkt auf der Agenda von Shinzo Abe und seinem Wirtschaftsprogramm „Abenomics“ ist die geplante Reduktion der Unternehmenssteuern von 32,1 auf 30 Prozent. Die Gesetzesänderung ist für April 2016 geplant. Sie könnte für höhere Gewinne bei den japanischen Unternehmen sorgen.

Die Maßnahme bedeutet eine Unterstützung für den japanischen Aktienmarkt. Inwiefern die Unternehmen ihre Investitionen und die Löhne der Mitarbeiter erhöhen werden, bleibt abzuwarten. Diese Maßnahme ist nicht als großer Wurf anzusehen. Dafür wäre ein mutigerer Schritt (z.B. Absenkung auf 25 Prozent) notwendig gewesen.

## Fazit

Die Hoffnungen auf ein höheres Wirtschaftswachstum in Asien im neuen Jahr bleiben ein Dauerbrenner- und dürften zunächst enttäuscht werden. Von Seiten der Notenbanken kam eine Vielzahl an Leitzinssatzsenkungen in 2015 und diese Tendenz dürfte sich im ersten Halbjahr 2016 fortsetzen. In Ländern wie China oder auch Indien werden diese Maßnahmen mit Zeitverzögerung Wirkung zeigen. Der Rückgang der Dynamik der industriellen Tätigkeit ist ein Trend für das erste Halbjahr 2016, der Wachstumsängste am Kapitalmarkt schüren dürfte.

## 2.4 Inflation

Der Inflationsevolution für das Jahr 2016 kann man sich unter gewissen Annahmen nähern. Zunächst einmal sollte die Januar-Inflationsrate aufgrund des Basiseffekts im Euroraum, in den USA und in Japan deutlich anziehen. In China wirkt dieser Effekt mit einer Verzögerung von einigen Monaten und einer geringeren Amplitude.

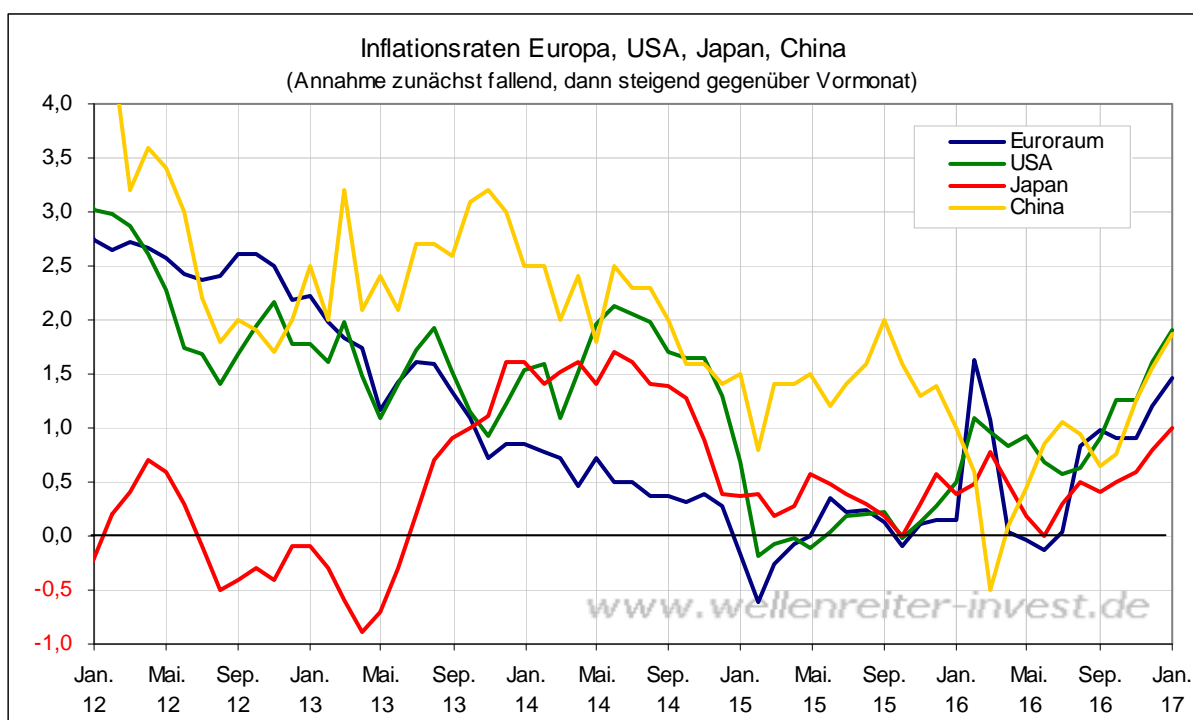


Abb. 1.17: Inflationsraten Europa, USA, Japan, China

Der Basiseffekt tritt unabhängig vom weiteren Pfad der monatlichen Veränderungen auf. Je weiter man in das Jahr 2016 hinblicken möchte, desto mehr Annahmen müssen getroffen werden. Die Rohstoffpreise – insbesondere Öl und Kupfer -, die Konjunkturentwicklung sowie die Lohnzuwächse müssen berücksichtigt werden. Selbst im Fall einer Rezession wäre aufgrund der bereits niedrigen Basis ein tiefer deflatorischer

Einschnitt unwahrscheinlich. Im Rohstoffkapitel rechnen wir genau vor, warum die Preise an den Tankstellen kaum noch weiter fallen können.

Andererseits erscheint die Wirtschaft in Europa und den USA nicht so robust, dass sie inflationsbeschleunigende Wachstumsraten oberhalb von 2 bis 3 Prozent generieren kann. Wir haben deshalb im obigen Chart die Annahme einer in den ersten Monaten des Jahres 2016 fallenden, dann aber ansteigenden monatlichen Inflationsrate für den Euroraum, die USA, Japan und China getroffen.

Der Januar-Spike wäre nichts weiter als ein kurzfristiger statistischer Effekt. Im zweiten Quartal bestünde insbesondere für den Euroraum und Japan die Gefahr eines nochmaligen Rutsches in die Deflation. Zur weiteren Eingrenzung des Szenarios lohnt erstens ein Blick auf die Langfristentwicklung und zweitens die Betrachtung der Kerninflationsrate.

Für die US-Inflationsrate liegt eine lange Zeitreihe vor. Ein Rutsch in die Deflation wie 2008 oder 2015 stellt nach dem zweiten Weltkrieg eine Ausnahme dar. Zuvor war das Wechselspiel zwischen Inflation und Deflation die Regel. Auf dem Chart ist gut erkennbar, dass dem Beginn einer Rezession meist Inflationsspitzen vorausgingen.

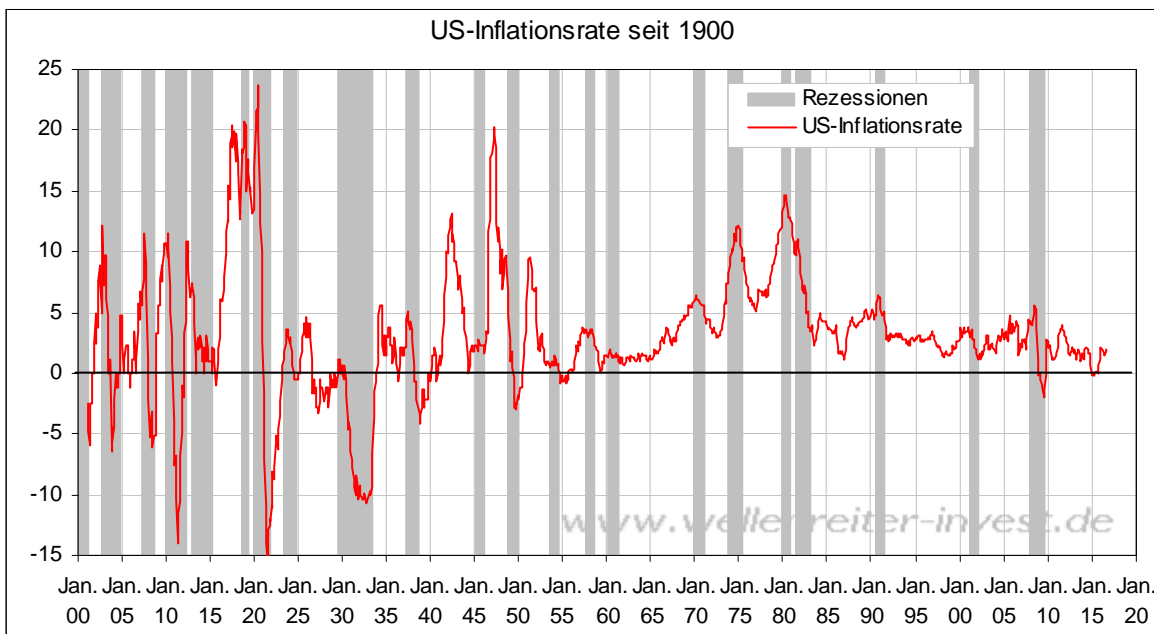


Abb. 1.18: US-Inflationsrate seit 1900

Im Gegensatz zu Japan sind die USA ein Land, das jährlich um zwei bis drei Millionen Einwohner wächst. Allein schon aus dieser Ausgangssituation heraus verfügen die USA über ein vergleichsweise hohes Potentialwachstum. Die USA sind grundsätzlich kein Land, für das man sich - außerhalb von Rezessionen - langanhaltende Deflationsphasen vorstellen kann.



In Europa sieht das schon anders aus. Hier erscheint das Potentialwachstum geringer. Andererseits ist eine Deflation in Deutschland über Jahrzehnte kein größeres Thema gewesen (folgender Chart).

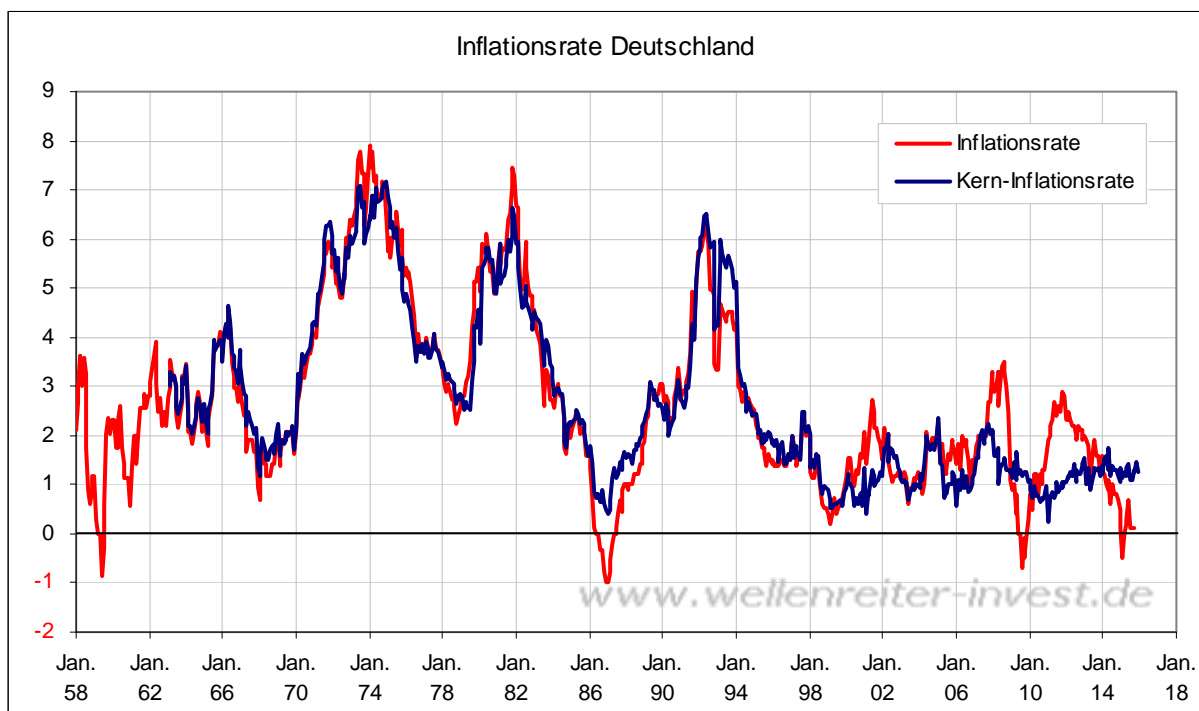


Abb. 1.19: Inflationsrate Deutschland

Lediglich in den Jahren 1959, 1986/87, 2009 und 2015 kam es zu negativen Inflationsraten. Auch hier gilt: Die Deflation ist nicht der Normalzustand. Vor dem Hintergrund, dass die Rohstoffpreise seit dem Jahr 2008 bzw. 2011 fallen, erscheint eine moderate Deflation wie zu Beginn des Jahres 2015 nur folgerichtig, insbesondere nach dem starken Ölpreisrutsch in der zweiten Hälfte des Jahres 2014. Aber mehr wurde es eben nicht.

Die Kerninflationsrate macht das Auf und Ab der regulären Inflationsrate nicht mit. Sie verhält sich in den letzten drei Jahren sehr stabil und schwankt im Bereich von 1 bis 1,5 Prozent. Auf dem obigen Chart haben wir sie mit abgetragen. Dies gilt besonders für den Zeitraum seit 2007. Das Statistische Amt der Europäischen Union, kurz Eurostat, definiert die Kerninflation ohne verarbeitete Lebensmittel und Energie, die USA ohne sämtliche Lebensmittel und Energie. Dies sind Feinheiten, die aber „den Braten nicht Fett machen“.

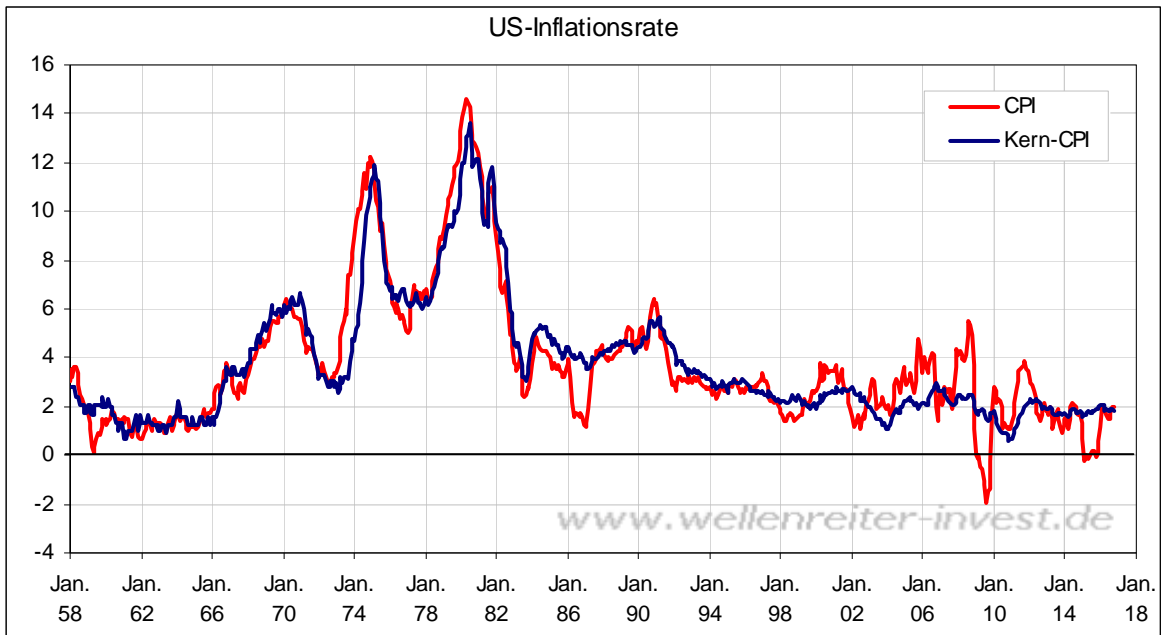


Abb. 1.20: Inflationsrate USA

Die USA fielen in den Jahren 2009 und 2015 in eine offizielle Deflation. Auch hier bleibt die Kerninflation stabil. Seit dem Jahr 2011 schwankt sie um die Zwei-Prozent-Marke, zuletzt lag sie exakt bei 2,0 Prozent. Der Basiseffekt des niedrigen Ölpreises macht sich für die CPI-Inflationsrate als „Spike“ im ersten Quartal 2016 und insbesondere gegen Jahresende 2016 bemerkbar.

Japan ist ein Beispiel für ein Land, dessen Potentialwachstum offenbar so gering ist, dass selbst die Kerninflation über einen langen Zeitraum im Minusbereich lag.

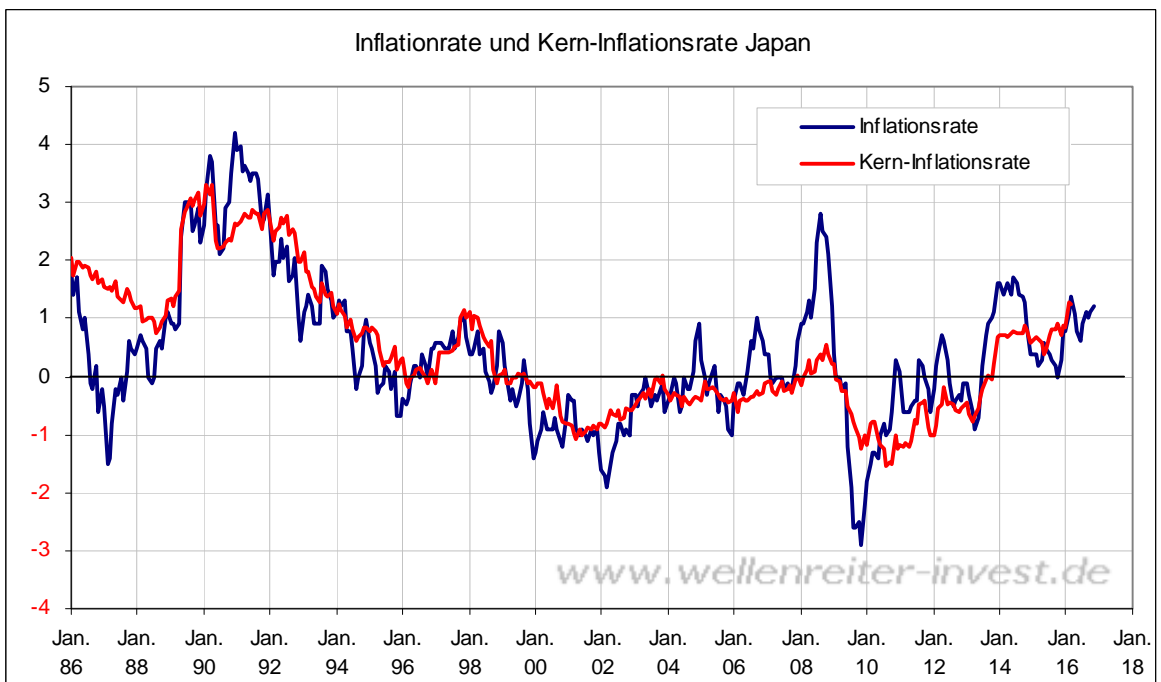


Abb. 1.21: Inflationsrate Japan

In den Jahren 2000 bis 2013 notierte die japanische Kerninflationsrate - mit einer kurzen Ausnahme im Jahr 2008 - beständig auf der Minusseite. Es ist bemerkenswert, dass die japanische Kerninflation seit dem Jahr 2011 in einem substanziellen Anstieg begriffen ist, deren oberer Wendepunkt nicht absehbar ist. Mit anderen Worten: Der Weg aus der Deflation scheint zunächst einmal gelungen.

Im Euroraum, in den USA und in Japan sind die jeweiligen Kerninflationsraten stabil. Wenn dies so ist, dann könnte lediglich ein externer Schock wie ein weiterer deutlicher Fall der Energiepreise oder eine klare wirtschaftliche Notbremsung, hervorgerufen durch Liquiditätsengpässe, durch einen Konsumstreik oder durch größere terroristische Anschläge die Deflation von 2015 verstärken.

### **Fazit**

Man sollte berücksichtigen, dass die Energie- und Rohstoffpreise seit dem Jahr 2011 fallen und der CRB-Rohstoff-Index sich auf dem niedrigsten Niveau seit 1975 befindet. Da sich die Abwärtsbewegung der Rohstoffpreise seit Sommer 2014 nach unten hin beschleunigt hat, rückt der Punkt der Umkehr unweigerlich näher. Wir werden darauf im Kapitel Rohstoffe separat eingehen. Die Kernraten für die Inflation sind in den großen Industrieländern USA, Deutschland und Japan sehr stabil und positiv.

Bemerkenswert ist der Trend in Japan, dort erreicht die Kernrate sogar mittlerweile das Niveau von Deutschland. Die Deflationsdebatte könnte im ersten Halbjahr noch einmal temporär auftauchen, wird aber im weiteren Jahresverlauf sukzessive verschwinden. Im Gegenteil sind gerade gegen Jahresende 2016 deutlich höhere Inflationsraten zu erwarten, die in der Nähe der positiven und stabilen Kerninflationsraten notieren. Am Ende des Jahres 2016 dürfte das Thema aus den Medien verschwunden sein. Inwiefern die einzelnen Notenbanken auf die noch einmal aufkommende Deflationsdebatte im Frühjahr 2016 reagieren werden, wollen wir nachfolgend im Kapitel Notenbankpolitik beleuchten.

## 2. Notenbankpolitik

Die unorthodoxe Geldpolitik entstand im Sturm der Finanzkrise 2008. Die USA ging unter Ben Bernanke als Innovator dieser neuen Politik voran. Ähnlich wie in Hollywood gibt es im Erfolgsfall Fortsetzungen. Insgesamt erfolgten drei QE-Programme, das letzte lief im Jahr 2014 aus. Japan folgte dieser „Erfolgsstory“ mit einer zeitlichen Verzögerung von vier Jahren. Schließlich folgte im Januar 2015 als letzte Notenbank die EZB. Wie in der Wirtschaftswelt, ist auch bei den Notenbanken zu beobachten, dass der „First Mover“ den größten Erfolg hat und die größte Wirkung erzielen kann.

Das Jahr 2015 war in der Summe ein Jahr, in dem die expansive Seite der globalen Notenbanken die Oberhand hatte. Es gab weltweit 75 Leitzinssatzsenkungen, davon fünf in China. Allerdings wurden auch 51 Leitzinssatzerhöhungen gezählt, von denen die letzte die medial höchste Aufmerksamkeit genoss. Am 16.12.2015 hatte die **US-Notenbank (FED)** den Mut, die seit dem Jahr 2008 laufende Nullzinspolitik zu beenden.

Der Beginn eines Zinserhöhungszyklus in einem Dezember war bereits in den Jahren 1976 und 1986 zu beobachten. Die eigentliche Erhöhung auf 0,25-0,50 Prozent ist ein kleiner Schritt, das Zeichen für ein Ende einer Ära ein größerer Schritt. Allerdings setzt dies voraus, dass die US-Notenbank tatsächlich einen Zyklus einleiten kann.

Die Projektion der FED für die weitere Entwicklung des US-Leitzinses liegt bei einem durchschnittlichen Zinssatz von 1,38 Prozent Ende des Jahres 2016. Für das Ende des Jahres 2017 werden 2,38 Prozent prognostiziert, Ende 2018 soll der Leitzins einen Wert von 3,25 Prozent angenommen haben.

Der die Erwartungen der Investoren widerspiegelnde Fed-Funds-Future zeigt lediglich zwei Zinserhöhungen im Verlauf des Jahres 2016 an (folgender Chart).

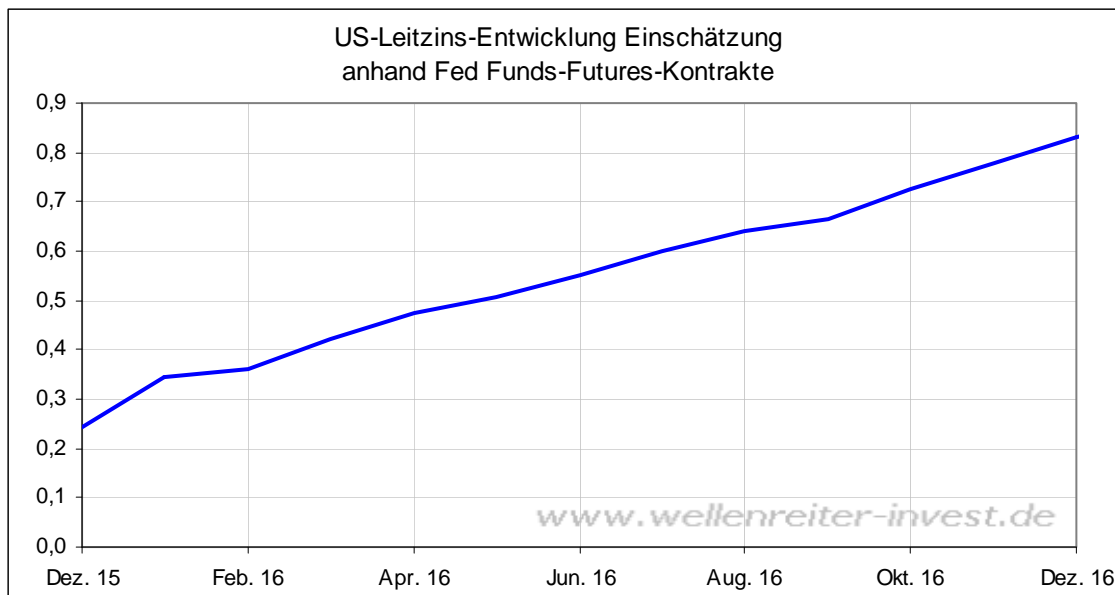


Abb. 2.1: Fed Funds Future

Auch bei der monatlichen Fondsmanagerumfrage von Bank of America/Merrill Lynch erwarten fast zwei Drittel der Investoren lediglich zwei oder drei Zinsschritte in 2016. Die Investoren schenken den Projektionen der US-Notenbank keinen Glauben.

Überraschungen für die Investoren lägen erstens in einem stärkeren Zinserhöhungspfad oder zweitens in einem quasi nicht stattfindenden Zinserhöhungszyklus – nach einem Schritt wäre Schluss. Angesichts der Entwicklung der Rohstoffpreise ist die Skepsis der Investoren mehr als verständlich. Im ersten Halbjahr 2016 dürfte das konjunkturelle Momentum zumindest bis zum April 2016 rückläufig sein.

Insofern erscheint ein erster Zinsschritt in 2016 vor dem Sommer wenig wahrscheinlich. Er wäre abhängig von der Dynamik des wirtschaftlichen Rückgangs. Da die Basiseffekte der Inflation bei einer Wende der Rohstoffpreise dazu führen, dass die Inflation über ihre Kernrate ansteigen wird, könnte der zweite Zinsschritt erst im Dezember 2016 – nach der US-Wahl – erfolgen. Im Vorfeld der US-Präsidentenwahl hält sich die US-Notenbank üblicherweise zurück, sodass im September und Oktober keine Zinsschritte zu erwarten sind.

Wir wollen nachfolgend zeigen, welche Auswirkungen der Beginn eines Zinserhöhungszyklus auf einzelne Anlageklassen besitzt. Anschließend gilt es zu hinterfragen, ob überhaupt ein Zyklus eingeleitet werden wird.

In der Vergangenheit wirkten erste Leitzinserhöhungen auf die Rendite 10jähriger US-Anleihen meist positiv (folgender Chart).

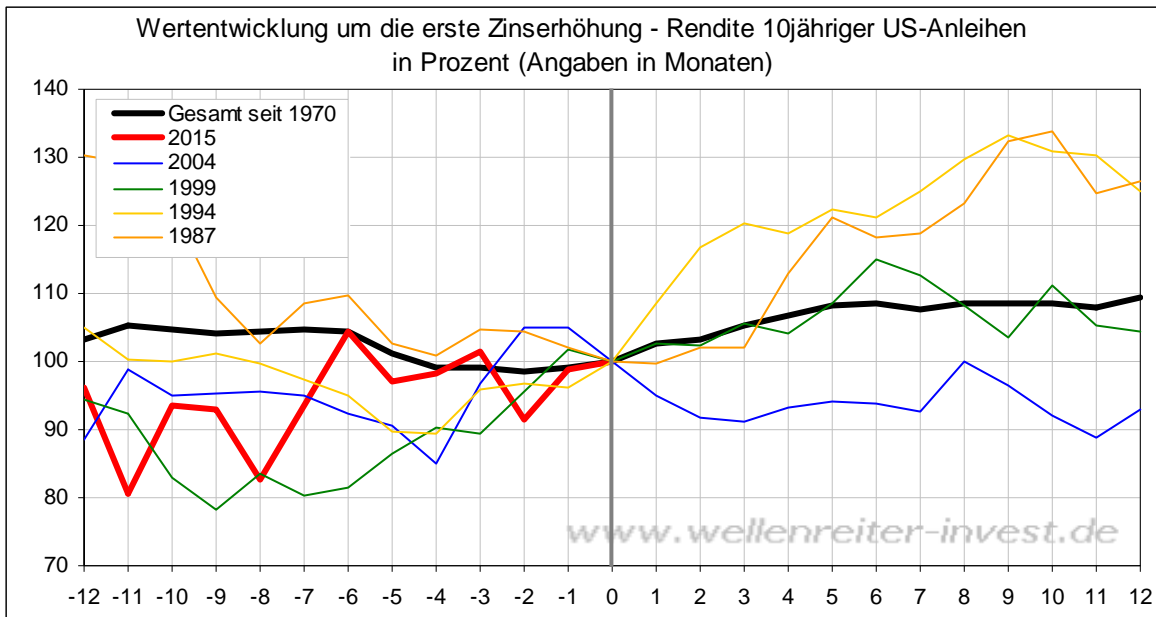


Abb. 2.2: Wertentwicklung um erste Zinserhöhung Rendite

Allerdings klappte die Beeinflussung des langen Endes durch das kurze Ende weder im Jahr 1982 (Rezession) noch im Jahr 2004 (Greenspan's „Conundrum“). Die letzte erfolgreiche Beeinflussung stammt aus dem Jahr 1999. Im Jahr 1994 erfolgte ein Crash am Anleihenmarkt, die Rendite stieg signifikant an. Die Annahme, dass ein Anstieg des Leitzinssatzes zu steigenden Renditen am langen Ende führt, ist eine Milchmädchenrechnung, auch wenn der Durchschnitt durchaus steigende Renditen aufweist. Im Jahr 2015 fand im Vorfeld des ersten Schrittes ein moderater Renditeanstieg statt.

Im Rahmen einer ersten Zinserhöhung neigt der Euro/USD in den drei Monaten vor dem ersten Schritt zu einer Seitwärtsbewegung. Nach etwa zwei bis drei Monaten setzte sich der übergeordnete Trend des Währungspaares fort.

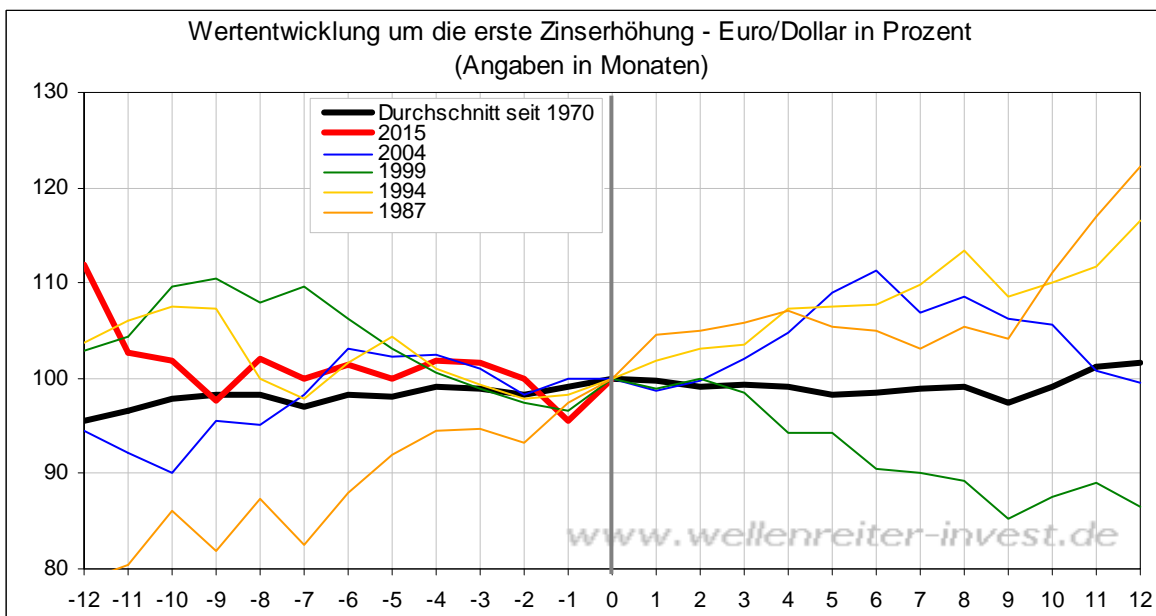


Abb. 2.3: Wertentwicklung um erste Zinserhöhung Euro/Dollar

Nach der Aussage dieses Charts würde der Euro/USD im Frühjahr 2016 auf neue Bewegungstiefs fallen.

Wie reagiert der US-Aktienmarkt in einer solchen Situation? Üblicherweise steigt er im Vorfeld einer Zinserhöhung. Etwa einen Monat vor der Zinserhöhung beginnt eine Seitwärtsphase. Diese kann über einen längeren Zeitraum anhalten (folgender Chart).

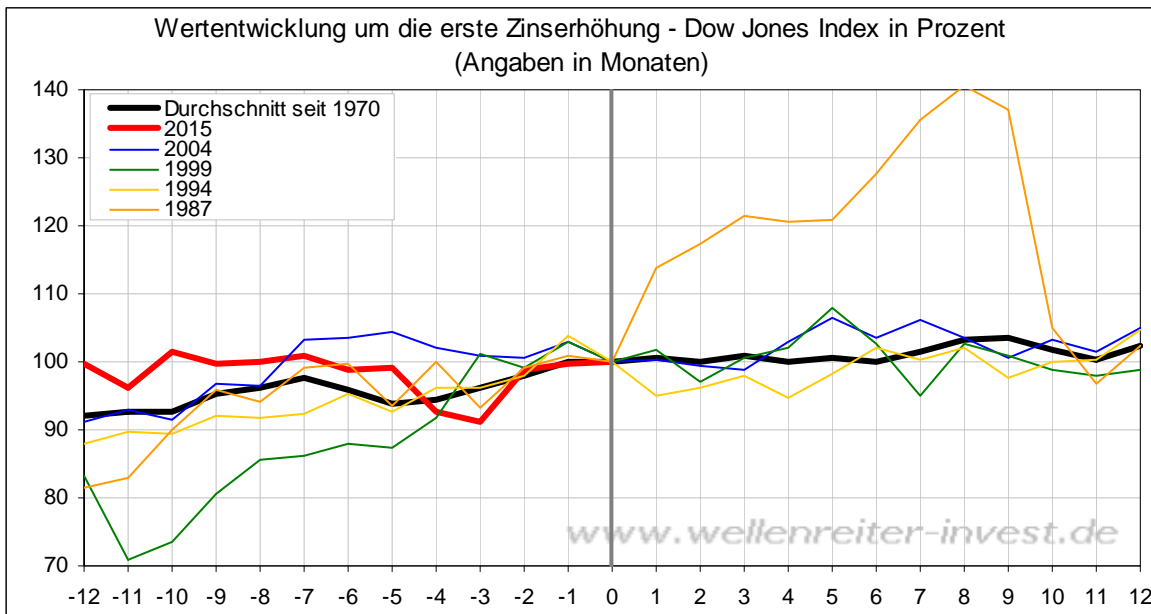


Abb. 2.4: Wertentwicklung um erste Zinserhöhung Dow Jones Index

Die eindeutige Ausnahme bildet das Jahr 1987 mit seinem Boom-Bust-Zyklus. Im Jahr 2004 begann die Seitwärtsphase des Dow Jones Index bereits ein halbes Jahr vor der Zinserhöhung. Diese Situation war im Dezember 2015 anders als in den Zyklen ab 1987, da der erste Zinsschritt erfolgte, obwohl die Industrieaktien in den vergangenen neun Monaten leicht rückläufig waren.

Zuletzt konnte eine solche Entwicklung 1976 beobachtet werden. Klammert man bewusst den Crash des Jahres 1987 aus, so war die Reaktion nach dem ersten Zinsschritt im Dezember 1976 auch die negativste mit weiteren Verlusten. In 1983 und 1994 waren die Verluste marginal, in den anderen Fällen notierte der US-Aktienmarkt nach einem Jahr auf einem höheren Niveau. In den letzten drei Zyklen (1994, 1999, 2004) verzeichnete der Aktienmarkt nach drei Monaten in allen Fällen moderate Verluste. Verluste in den ersten drei Monaten nach einer ersten Zinserhöhung sind demnach eher die Regel als die Ausnahme.

Nachdem wir dargestellt haben, wie sich die einzelnen Märkte nach dem Beginn eines normalen Zyklus entwickeln, wollen wir im nächsten Schritt überlegen, ob ein solcher Zyklus wirklich begonnen hat.

Japans Versuche, aus der Nullzinspolitik auszusteigen, sind in den 2000er Jahren zweimal gescheitert. Zum einen erhöhten sie im Juli 2006 und im Februar 2007 zweimal die Zinsen und waren mit ihrer Entscheidung zu spät im globalen Zyklus, da sich die US-Wirtschaft durch die invertierte Zinsstrukturkurve bereits sukzessive der Finanzkrise näherte. Zuvor misslang der Versuch mit einem einzelnen Zinsschritt im August 2000. In beiden Fällen gab es insbesondere im US-Markt bereits sehr deutliche Zeichen einer wirtschaftlichen Abkühlung, die jeweils in den Folgejahren zu einer Rezession führten.

Einige Warnzeichen bei der Entwicklung von Hochzinsanleihen und eine deutliche Schwäche der Marktbreite im US-Aktienmarkt werden wir in weiteren Kapiteln vertiefend darstellen. Daher besteht auch bei der US-Notenbank die Gefahr, dass sie zu spät im Zyklus agiert.

Der erste Zinsschritt im Dezember 2015 erhöht noch einmal die Hürde für die Neuauflage eines QE-Programms in den USA, denn zuvor müsste die US-Notenbank eingestehen, dass sie einen Fehler gemacht hat. Die Kursverluste im August 2015 hatten nicht ausgereicht, um die US-Notenbank zu weiteren Unterstützungsmaßnahmen zu bewegen. Insofern wären größere Kursverluste (unterhalb der Augusttiefs) und eine deutliche wirtschaftliche Abschwächung (Rezession oder zumindest Rezessionsangst), die mit einer Verschlechterung am US-Arbeitsmarkt einhergeht, notwendig, um ein Umdenken in der Richtung bei der US-Notenbank zu bewirken.

Die Politik der Zentralbanken der großen Industriestaaten divergiert sehr deutlich, da die japanische Notenbank und die EZB noch bis in das Jahr 2017 an einem QE-Programm festhalten wollen. Die monatlichen Volumina blieben in Japan in 2015 unverändert, ebenso bei der EZB.

Die **EZB**, die seit diesem Jahr ihren Turnus an die US-Notenbank angelehnt hat und nur noch alle 6 Wochen tagt, verfolgt mit einem monatlichen Ankaufvolumen von 60 Mrd. Euro eine expansive Politik bis zumindest zum März 2017. Auch wenn die Anfang Dezember 2015 erfolgte Verlängerung des Programms um weitere 6 Monate aus heutiger Sicht den finalen Schritt dieser Maßnahmen darstellt, so könnte das Programm im Falle einer deutlichen wirtschaftlichen Schwäche dennoch ausgebaut werden.

Eine nochmalige Ausweitung der Maßnahmen erscheint wenig wahrscheinlich. Lediglich im zweiten Quartal 2016 besteht ein Zeitfenster für eine Erhöhung des laufenden Programmes, wenn die Inflationsrate im Euroraum um die Null-Linie pendeln sollte und der Aktienmarkt deutliche Verluste verzeichnet haben sollte. In Richtung Herbst 2016 sollte mit einer Entscheidung zu rechnen sein. Das jetzige Programm könnte abrupt



Ende März 2017 enden, aber es könnte auch nach US-Vorbild mit einem sich monatlich reduzierenden Kaufvolumen gestaltet werden („Tapering“). Die EZB entfachte mit ihrem Beschluss zu einem QE-Programm letztlich nur ein kurzes Strohfeuer.

Der entscheidende Faktor für eine Outperformance des DAX war der Bruch der Marke von 1,20 im Euro/USD. Ein fallender Euro/USD sorgte bis März/April für eine starke Outperformance des DAX gegenüber dem S&P 500 („Abwertungshausse“).

### Ratio KDAX zu S&P 500 Wochenchart



Abb. 2.5: Ratio KDAX zu S&P 500 Wochenchart

Im Wall- Street-Abschwung fiel der DAX überproportional stark, da gleichzeitig der Euro/USD anstieg. Die Entwicklung des DAX folgt im übergeordneten Trend der Entwicklung der Wall Street, die Phasen der Out-/Underperformance hängen wiederum von der Entwicklung des Euro/USD-Wechselkurses ab. Überspitzt ausgedrückt handelt der DAX wie ein Derivat auf den Euro/USD.

Die **japanische Notenbank** hat in der Vergangenheit vierzehn Mal pro Jahr getagt. Sie wird sich ab 2016 dem Rhythmus der FED und der EZB anschließen. Zudem wird die Bank of Japan ihre Projektionen zu Inflation und Wachstum nur noch zweimal im Jahr vorlegen. Das Ziel der Bank of Japan ist das Erreichen der Inflationsmarke von zwei Prozent. Ihr Notenbankchef Harushiko Kuroda wählte zuletzt Worte der Entschlossenheit, die einst Mario Draghi im Juli 2012 verwendete: "If it is judged as difficult to achieve the 2% price stability target at the earliest possible time, **we will do whatever it takes**, including additional monetary easing."

Daher ist zu erwarten, dass die japanische Notenbank im Laufe des ersten Halbjahres - sehr wahrscheinlich in der zeitlichen Nähe des neuen Fiskaljahres ab April 2016 -

ihre quantitativen Maßnahmen noch einmal ausweiten wird. Obwohl der Inflationstrend der Kerninflation nach oben weist, lassen die Worte des Notenbankchefs vom 30.11.2015 - vor dem Hintergrund der niedrigen Rohstoffpreise - eine Ausweitung im Frühjahr 2016 als wahrscheinlich erscheinen.

Die stark wachsenden Volkswirtschaften wie China oder auch Indien werden tendenziell weiter lockern. China senkte im Jahr 2015 fünfmal den Leitzins. Angesichts einer im ersten Quartal 2016 deutlich fallenden Inflationsrate in Richtung der Null-Linie ist der Schritt einer neuerlichen Senkung vorprogrammiert. Eine weitere Option stellt eine Währungsabwertung (siehe Devisen) zur Stärkung der Exportindustrie dar. In Indien wurde der Leitzinssatz zuletzt am 29.09.2015 um 50 Basispunkte auf 6,75 Prozent reduziert. Hier sind noch ein bis zwei kleinere Zinssenkungsschritte denkbar.

### **Fazit**

Die USA versuchen, als Lokomotive einen Trendwechsel in der Notenbankpolitik zu initiieren. Die Notenbanker sind in den Augen der Investoren so etwas wie Helden, in Europa ist die Rede von „Super Mario“. Auch Notenbanker sind nicht allmächtig und unterliegen den großen Zyklen des Auf- und Abschwungs, die sie nicht aufhalten können. Die Entwicklung der Aktien- und Anleihenmärkte orientiert sich an der Entwicklung der USA, auch in Europa wird es kein Eigenleben geben. Die Entwicklung des Euro/USD entscheidet aber über die Phasen der Out-/Underperformance des DAX gegenüber dem US-Aktienmarkt.

In den USA entscheidet die Konjunktorentwicklung über die Tatsache, ob es wirklich zu einem echten Zinserhöhungszyklus kommen wird. Die Investoren sind wesentlich vorsichtiger in ihrer Einschätzung als die US-Notenbank und haben dabei gute Argumente auf ihrer Seite. Ihr erster Zinsschritt im Dezember 2015 erinnert an die Versuche der japanischen Notenbank, aus der Nullzinspolitik auszusteigen. Letztlich misslang dieser Versuch zweimal, da er zu spät erfolgte. Für weitere Stimulierungsmaßnahmen existiert im zweiten Quartal 2016 ein Zeitfenster, primär bei der EZB und der Bank of Japan.

### 3. Der Anleihemarkt

#### 3.1 Übersicht

Der US-Anleihemarkt besitzt ein Volumen von etwa 40 Billionen US-Dollar. Das größte Segment stellt der US-Staatsanleihenmarkt mit knapp 13 Bio. US-Dollar dar, gefolgt vom Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere (9 Bio.) und den Unternehmensanleihen (8 Bio.). Auffällig ist der „Aufstieg“ der Staatsanleihen seit 2007 zum mit weitem Abstand größten und wichtigem Bestandteil innerhalb des Anleihenmarktes.

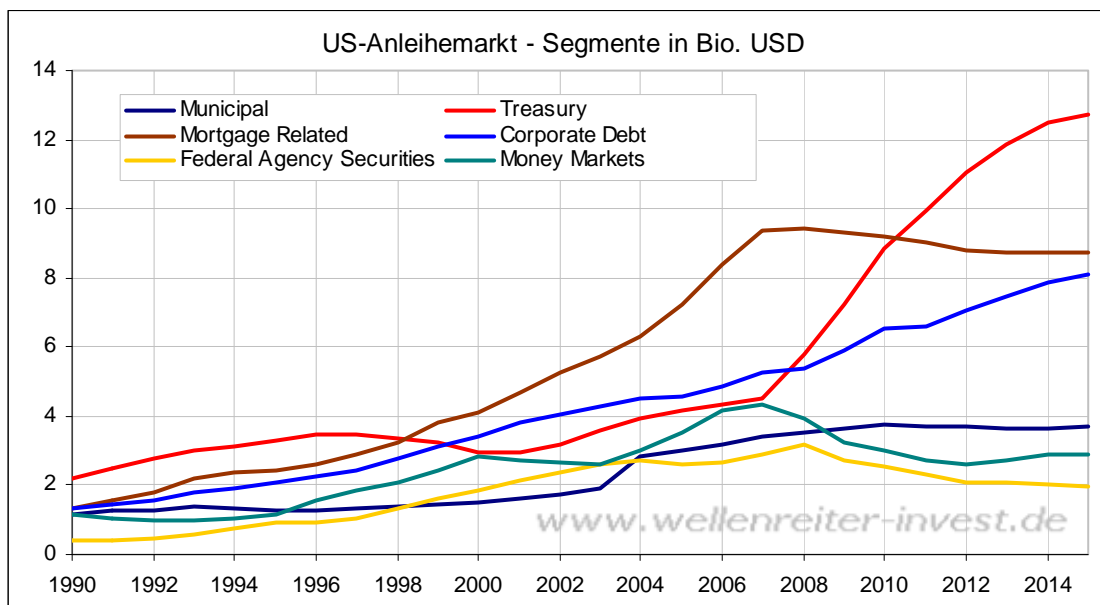


Abb. 3.1: US-Anleihemarkt - Übersicht

Die Staatsanleihen waren bereits im Ursprung in 1990 der wichtigste Bestandteil des US-Anleihenmarktes. Der starke Anstieg in den letzten Jahren erinnert an den temporär starken Anstieg des Hypothekenmarktes, der danach eine längere Seitwärtsbewegung auslöste.

Der prozentuale Anteil der Staatsanleihen am Gesamtmarkt betrug zuletzt 32 Prozent (rote Linie folgender Chart).

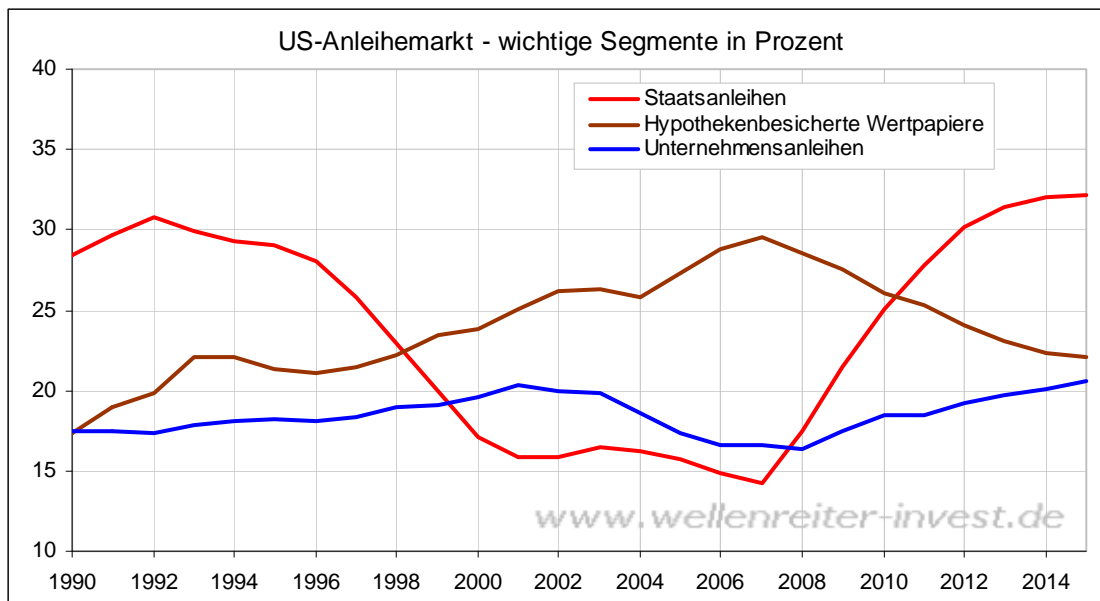


Abb. 3.2: US-Anleihemarkt – Segmente

Der Anteil der Staatsanleihen verdoppelte sich seit 2007. In der Finanzkrise stieg die Staatsverschuldung stark an, die Emissionstätigkeit der USA nahm an Fahrt auf. Seit dem Jahr 2013 flacht die Kurve ab, weil die Staatsverschuldung – und damit das Emissionsvolumen der Staatsanleihen - nicht mehr stärker wächst als der gesamte Anleihemarkt. In seiner Bedeutung erreicht der Markt für Staatsanleihen wieder das Niveau von 1992.

Hypothekenbesicherten Wertpapiere machten in der Spitze (im Jahr 2007) fast 30 Prozent des US-Anleihemarktes aus. Seit der Finanzkrise fiel der Anteil auf 22 Prozent. Der Markt bleibt mit 8,7 Bio. US-Dollar definitiv eine Hausnummer. Er scheint sich auf dem aktuellen Niveau stabilisieren zu wollen. Prozentual besaß er in der ersten Hälfte der 90iger Jahre ein ähnliches Niveau.

Als drittgrößte Position (8,1 Bio. US-Dollar) verbesserte der Markt der US-Unternehmensanleihen seinen Anteil auf 21 Prozent. Er übertrifft damit bereits das Spitzenniveau von 2001. Er schickt sich an, die hypothekenbesicherten Wertpapiere von der zweiten Position zu verdrängen. Die restlichen Anleihe-Kategorien Kommunalanleihen (Muni-Bonds), Geldmarktfonds, „Federal Agency Securities“ sowie „Asset Backed Securities“ spielen eine untergeordnete Rolle.

Etwa 17 Prozent der Unternehmensanleihen wurden im Jahr 2015 als Hochzinsanleihen platziert (folgender Chart).

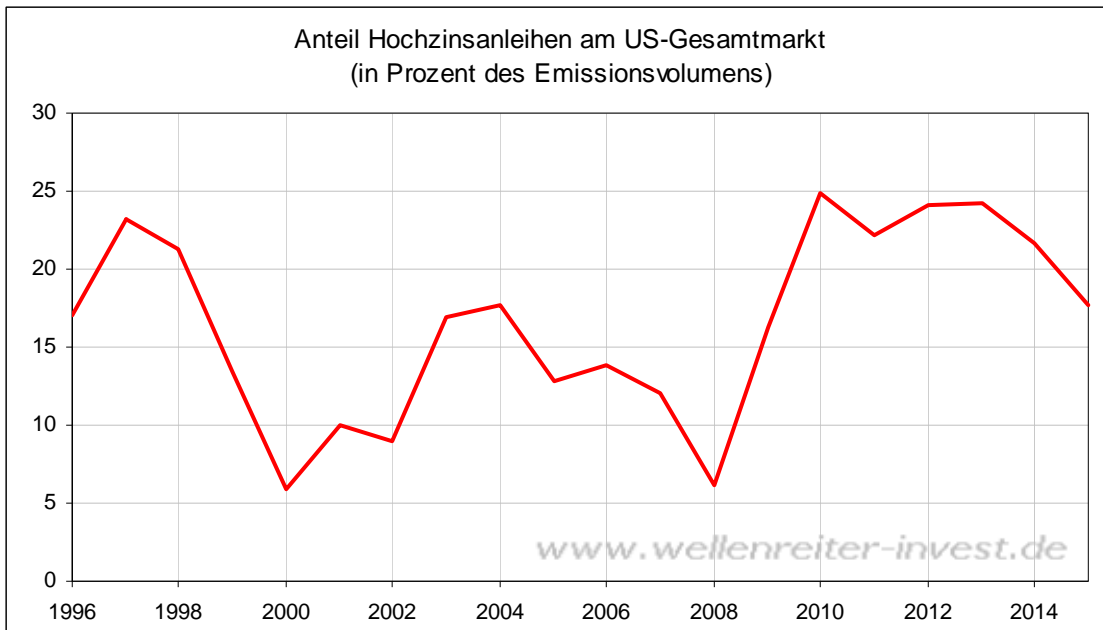


Abb. 3.3: Anteil Hochzinsanleihen am US-Gesamtmarkt

Der Rückgang des Hochzinsanleihen-Anteils von 24 Prozent im Jahr 2013 auf 17 Prozent im Jahr 2015 dürfte auf eine sinkende Aufnahmebereitschaft für risikoreiche Papiere zurückzuführen sein. In Krisenjahren – wie 2000 oder 2008 – betrug der Anteil der Hochzinsanleihen lediglich etwa 6 Prozent. Aus zyklischer Sicht erscheint ein Rückfall dieses Segments in Richtung 10 Prozent oder darunter wahrscheinlich.

Im vierten Quartal 2014 geriet der Markt für Hochzinsanleihen durch den drastischen Fall des Ölpreises unter Druck. Der Hochzinsanleihen-Markt markierte bereits im Juli 2014 sein Verlaufshoch. Eine Erholung fand im Jahr 2015 nicht statt. Im Gegenteil: Der Hochzins-ETF notiert nahe seinem Jahrestief.

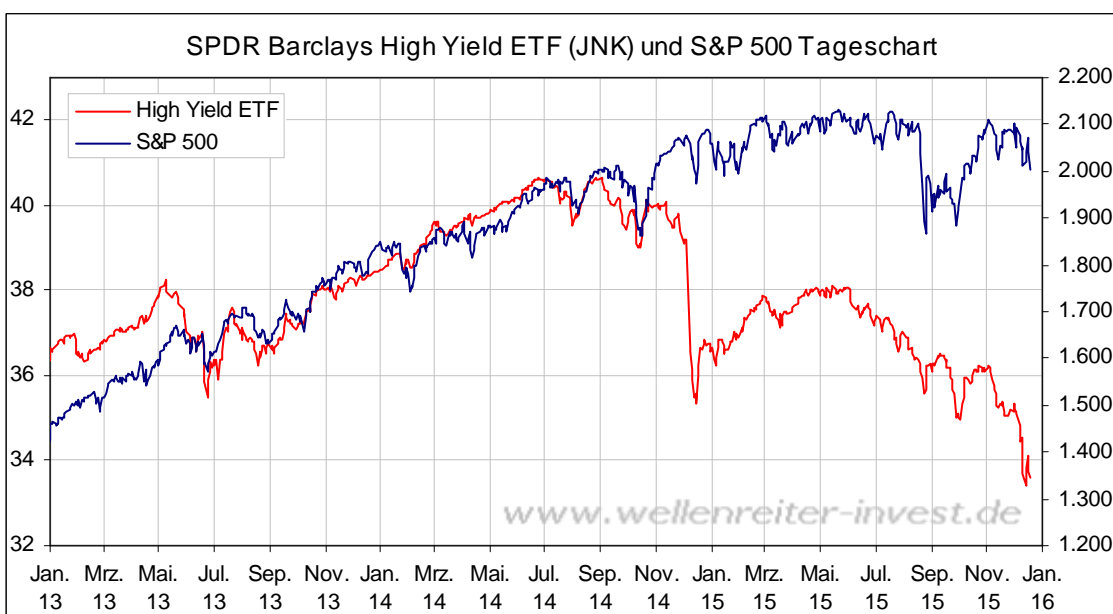


Abb. 3.4: US-Hochzinsanleihen und S&P 500

Insbesondere die Unternehmensanleihen von Energiewerten (Anteil 17%) drücken den Index. Aufgrund der zunehmenden Kursverluste verliert der Sektor sukzessive seine Bedeutung. Im Hinblick auf die Korrelation des Hochzinsanleihenmarktes gegenüber des S&P 500 ist diese Entwicklung eine Belastung für den US-Aktienmarkt.

Neben den Hochzinsanleihen, die durch das Segment des Energiesektors geprägt sind, ist ein weiterer Indikator das Verhältnis von Unternehmensanleihen bester Qualität (AAA) zu etwas weniger guter Qualität (BAA) auf Unternehmensebene. Im Jahr 2014 erreichte der Spread beider Indikatoren das niedrigste Niveau seit 14 Jahren.

Wir schrieben im vergangenen Ausblick: *Seit September 2014 zieht der Spread leicht an. Dies könnte ein statistisches Rauschen sein. Wahrscheinlicher aber ist, dass der Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeiten im US-Energiesektor bereits seinen Niederschlag findet. Die Alarmglocken sollten dann klingeln, wenn die auf dem Chart dargestellte rote Linie überwunden werden würde.*

Tatsächlich zeigten die Unternehmensanleihen mittlerer Güte (BAA) Schwäche, während sich die bestbenoteten Anleihen (AAA) gut halten. Die Folge: Der Spread stieg durch das ganze Jahr 2015 hindurch weiter an. Die genannte rote Linie wurde erreicht (folgender Chart).



Abb. 3.5: Spread BAA zu AAA Unternehmensanleihen

Das Erreichen dieser Linie löste in 2012 keine Rezession aus, allerdings ergaben sich auf diesem Niveau Rezessionen in den Jahren 1990 und 2011. Der aktuelle Stress im Bereich der Unternehmensanleihen ist demnach hoch und es fehlt nicht viel, um eine Rezession zu indizieren. An dieser Stelle steht es sozusagen „Spitz auf Knopf“. Ein weiterer Anstieg des Spreads würde die Wahrscheinlichkeit einer Rezession deutlich erhöhen.

Überhaupt ist eine Auffächerung des Renditespektrums zu beobachten. In „guten Zeiten“ beträgt die Differenz zwischen der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen und BAA-Unternehmensanleihen nicht mehr als 2 Prozentpunkte.

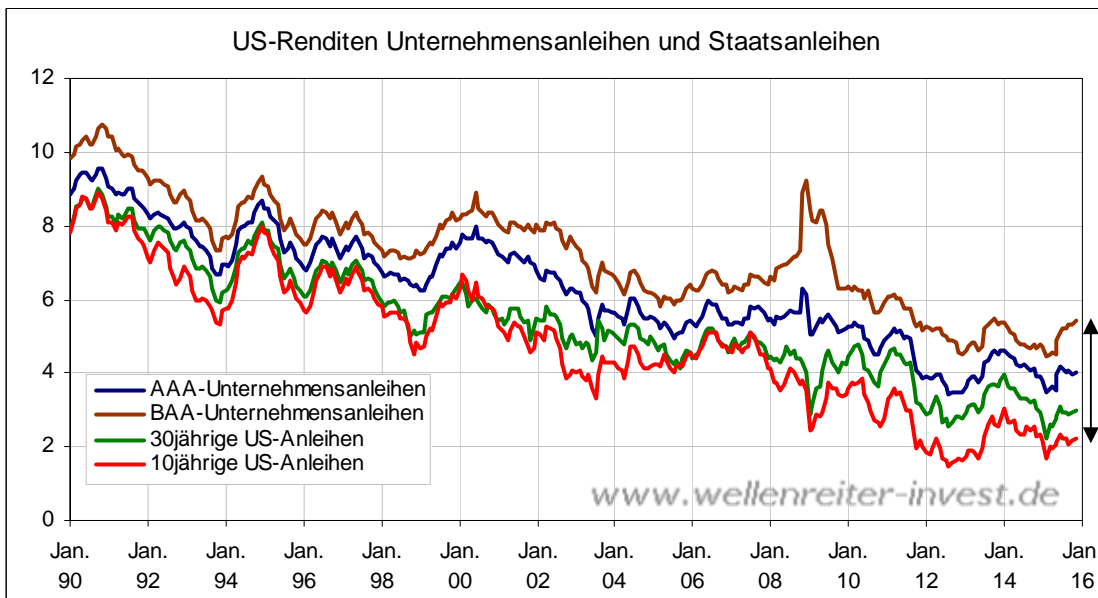


Abb. 3.6: Diverse US-Renditen

Aktuell beträgt dieser Spread 3,2 Prozentpunkte. Würde die BAA-Rendite lediglich ein halbes Prozent steigen, dann würde sie die 6-Prozent-Marke und damit einen Wert erreichen, der beispielsweise im Jahr 2005 üblich war. Davon ist die Rendite 10jähriger US-Anleihen deutlich entfernt. Insofern lässt sich ein zunehmendes Stressniveau innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen beobachten, das in 2008 der Finanzkrise und damit DER Wirtschaftskrise in der Nachkriegsgeschichte vorauslief.

Allerdings liegt bisher eine extreme Situation wie Ende 2008 nicht vor. Damals ging die BAA-Rendite - einen drastischen Anstieg des Insolvenzrisikos anzeigend - durch die Decke, während die Renditen am langen Ende (=sicherer Hafen) fielen. Sollte die BAA-Rendite in den kommenden Wochen weiter steigen und die Rendite 10jähriger Staatsanleihen fallen, wäre offensichtlich, dass sich die Märkte in Schwierigkeiten befänden.

In diesem Zusammenhang gilt es, die Entwicklung der Dollar-Unternehmensanleihen in Schwellenländern zu beobachten. Dies funktioniert mit den entsprechenden ETFs.

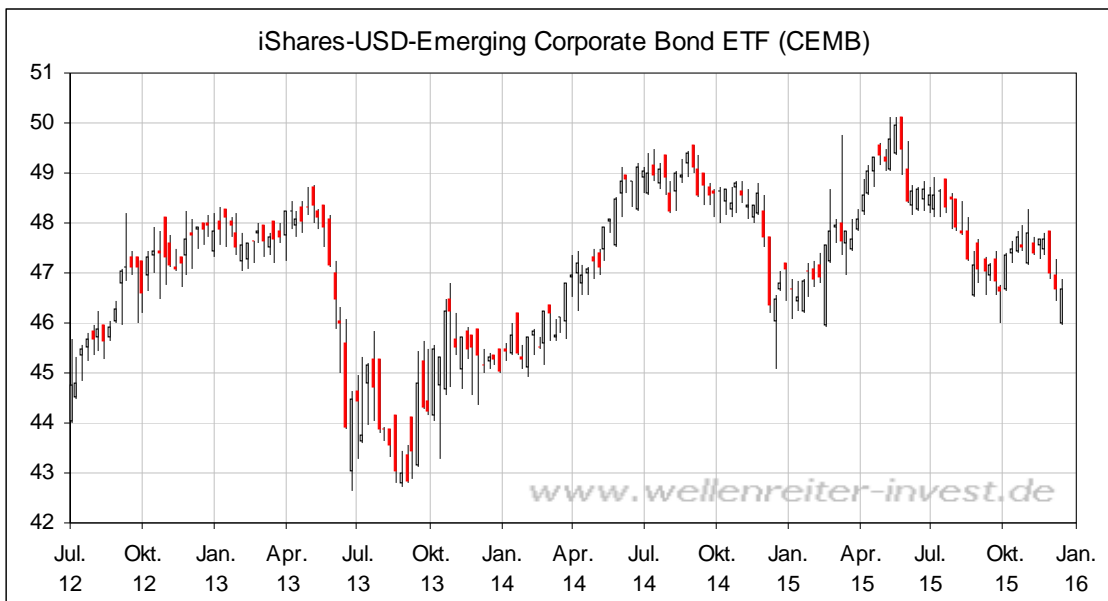


Abb. 3.7: EM Corporate Bond ETF

Weder der Schwellenländer-ETF für normale Unternehmensanleihen noch für Hochzinsanleihen befinden sich aktuell unter Wasser. Allerdings fielen die ETFs zum Ende des Jahres 2015.

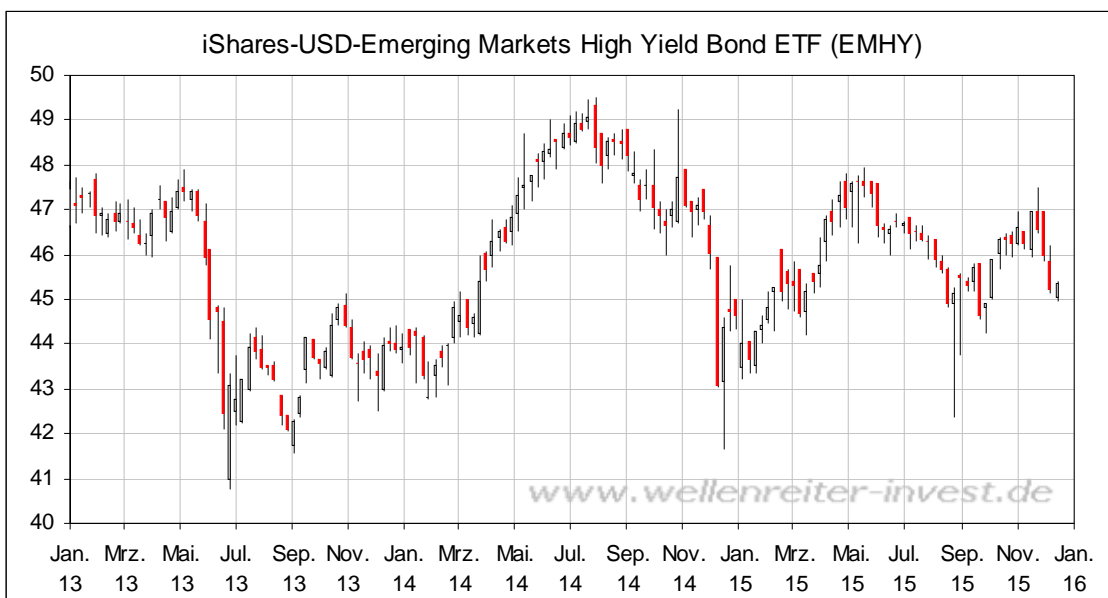


Abb. 3.8: EM High Yield Corporate Bond

Bei allgemein fallender Liquidität würden Unternehmensanleihen weltweit unter Druck geraten.

Wir schrieben im Ausblick 2015, dass „nach den Hypothekenanleihen im Jahr 2007 dieses Mal Unternehmensanleihen die Auslöser für eine kritische Situation sein könnten“. Diesbezügliche Warnzeichen sind vorhanden. Man sollte sie nicht ignorieren.



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 2015 auf 438 Mrd. und für 2016 auf 413 Mrd. US-Dollar geschätzt. Ab dem Jahr 2018 nimmt das CBO wieder deutlichere Minuswerte an (folgender Chart, ab 2016 Planwerte).

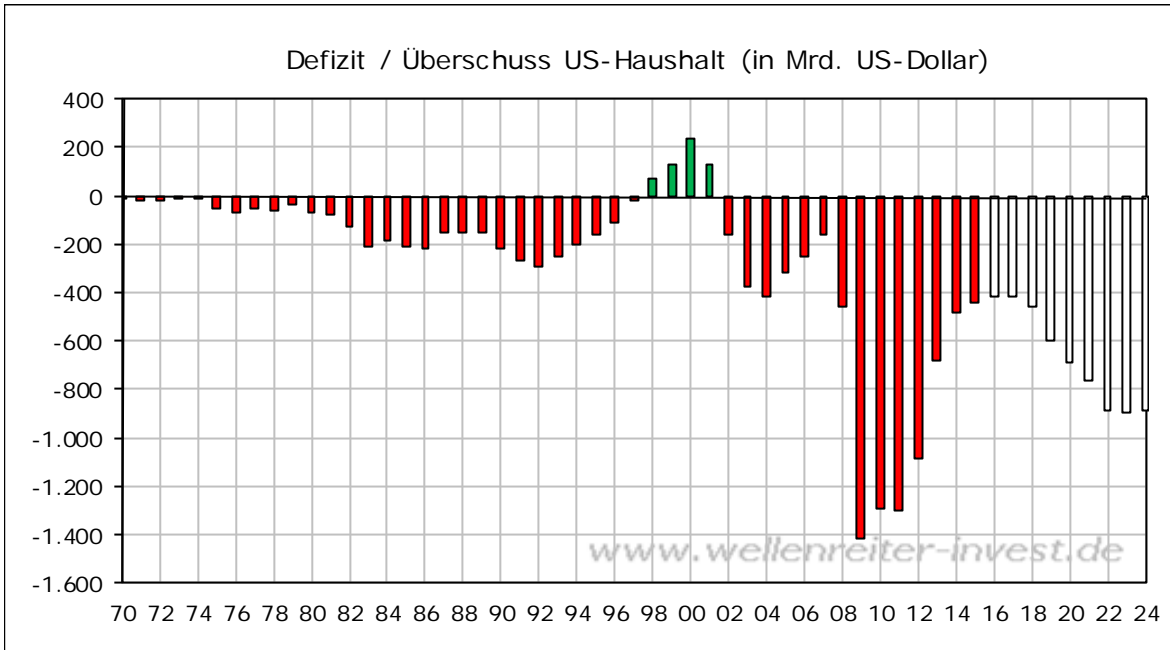


Abb. 3.9: Geplante Defizitentwicklung USA

Dank der niedrigen Zinsen stagniert der Zinsdienst der USA seit Jahren bei etwa 400 Milliarden US-Dollar (folgender Chart).

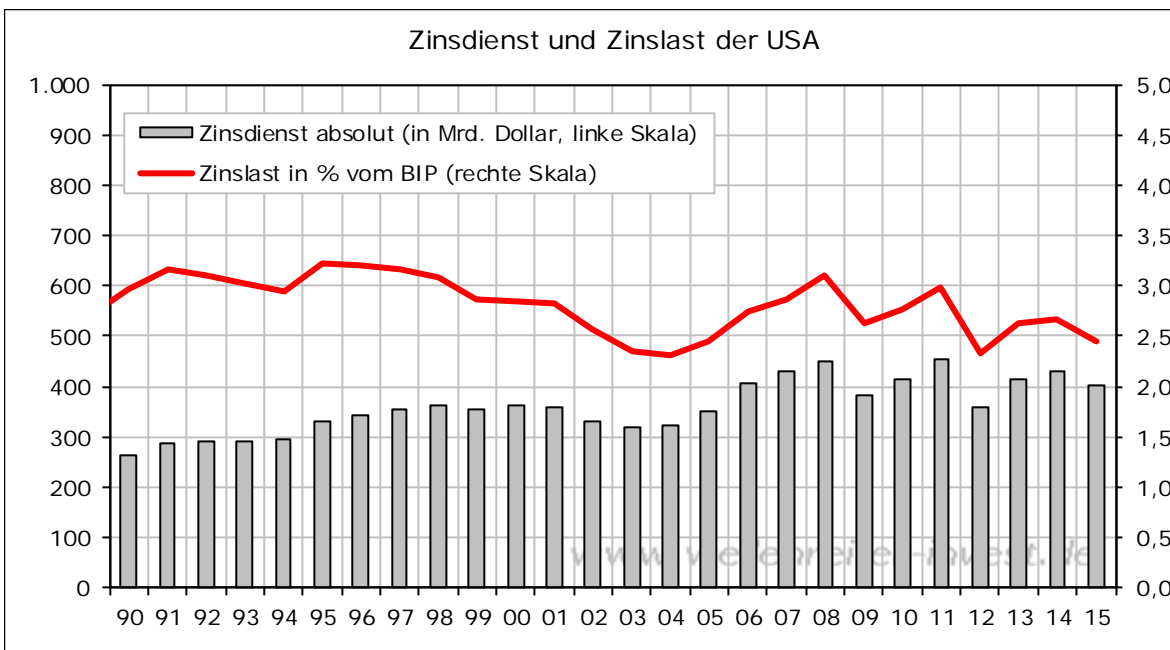


Abb. 3.10: Verschuldung USA

Dies entsprach im Jahr 2015 einer Zinslast von 2,5 Prozent des BIP. Über die Jahre reduzierte sich die Zinslast - trotz massiver gesteigener Staatsverschuldung - in Prozent vom BIP. Absolut betrachtet stagnierte sie. Solange die Zinsen auf dem aktuellen Niveau verharren, wird der Zinsdienst der US-Regierung keine Probleme bereiten.

Die US-Staatsverschuldung beträgt etwas mehr als 100 Prozent vom BIP. Ein Abbau wäre nur zu erwarten, wenn das BIP stärker als die Staatsverschuldung steigt.

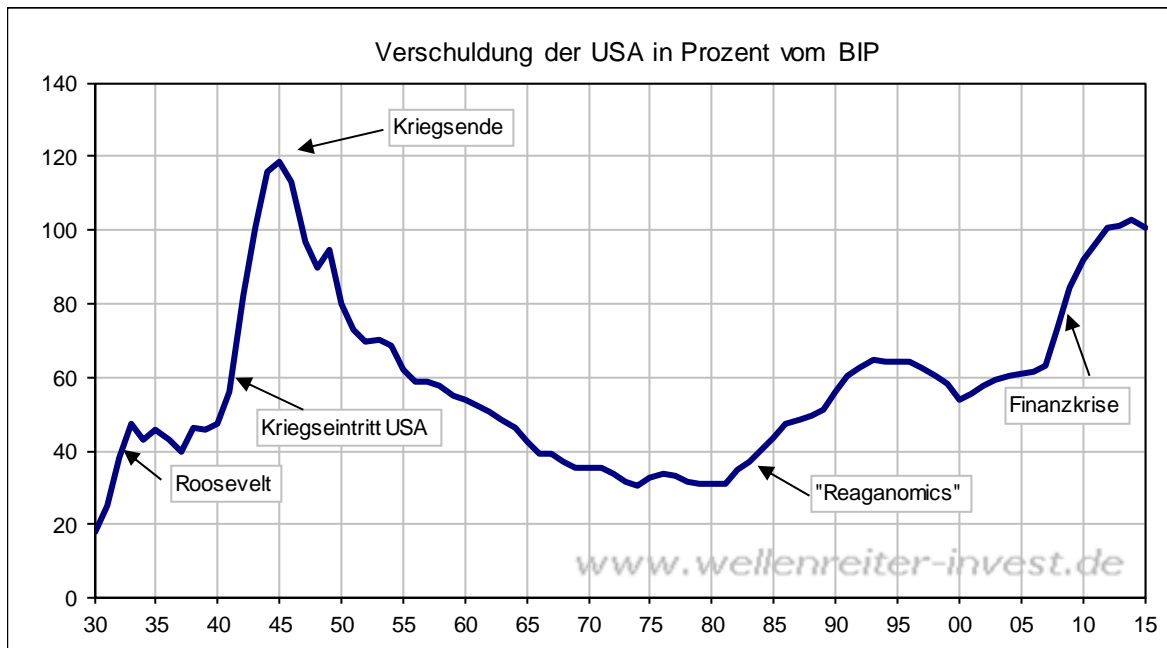


Abb. 3.11: Verschuldung in Prozent vom BIP

Da für die kommenden Jahre eine Neuverschuldung von 2 Prozent oder mehr geplant ist, müsste das BIP kontinuierlich um 2 Prozent oder mehr steigen, um die Neuverschuldung auszugleichen. Es erscheint unwahrscheinlich, dass auf diese Art und Weise die Verschuldung substantziell abgebaut werden kann.

Etwa ein Drittel der US-Staatsanleihen befinden sich wertmäßig in ausländischer Hand. Der Prozentsatz stieg zwischen 2002 und 2008 deutlich an, stagniert aber seit 2008. Trotz steigender Preise reduziert sich damit sukzessive der Anteil der ausländischen Anleger, die Gewinne auf ihre Anlagen realisieren oder auslaufende Fälligkeiten nicht mehr neu in den USA reinvestieren.

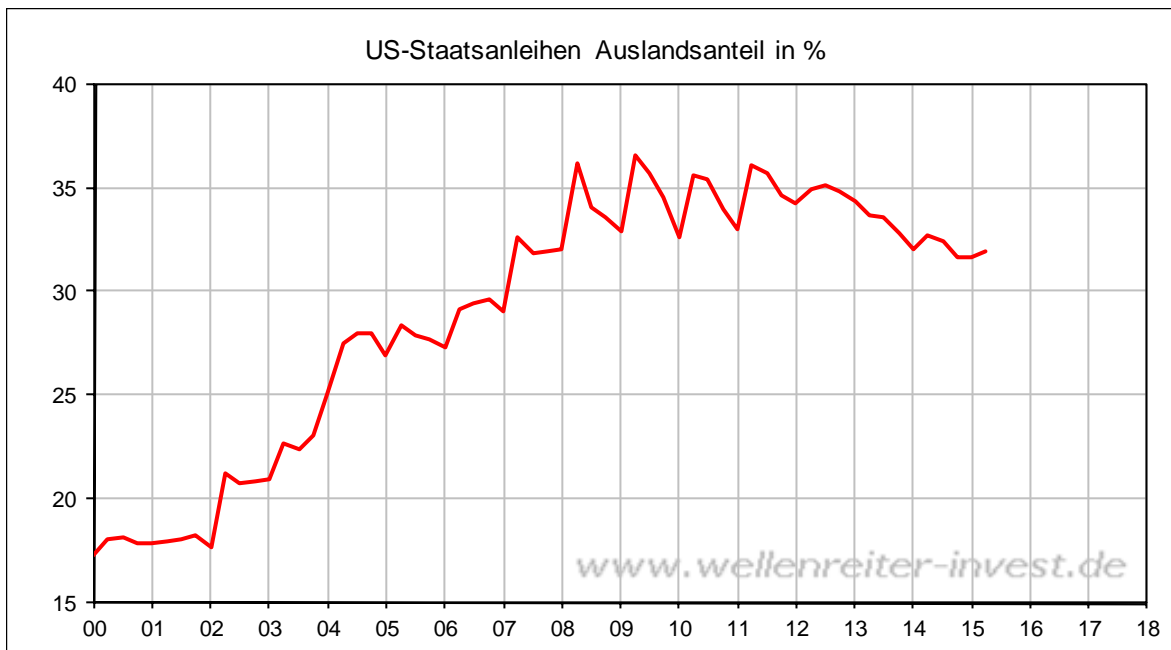


Abb. 3.12: US-Staatsanleihen Auslandsanteil

Der Anteil der Ausländer an den Staatsanleihen ist sehr konstant im Hinblick auf die Preisentwicklung seit 2011, sodass die Ausländer per Saldo ihren absoluten Anteil in US-Staatsschulden mehr oder weniger konstant halten.

Ein starker Käufer in den vergangenen Jahren war die US-Notenbank durch ihre drei QE-Programme, die zumindest in Teilen einen Crowding-Out-Effekt bewirkt hatten. Sobald die FED Staatsanleihen kaufte – und zuletzt erreichten die Programme das Niveau der kompletten Neuverschuldung des Staates -, fielen die Anleihen. Es war erkennbar, dass andere Quellen (Banken, Staatsfonds etc.) in diesem Moment als Verkäufer aktiv waren.

Der Anteil der Staatsanleihen im Besitz der Federal Reserve befindet sich bei 21,4 Prozent (folgender Chart).

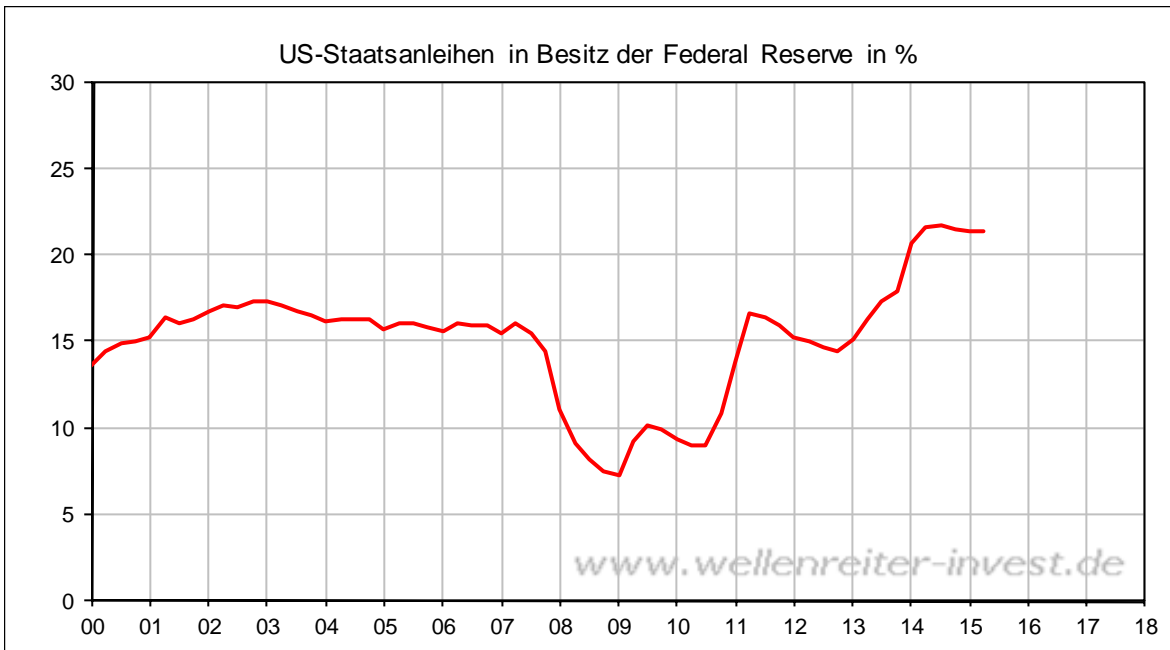


Abb. 3.13: US-Staatsanleihen in Besitz der Federal Reserve

Dieser Anteil stagniert seit dem Ende der dritten QE-Periode Anfang 2014. Zuvor hatte er sich drastisch erhöht und liegt bedeutend höher als zur Jahrtausendwende.

Bei einer Zusammenfassung der beiden Charts kann man feststellen, dass mehr als die Hälfte der US-Staatsanleihen sich entweder in den Händen der Fed oder in ausländischer Hand befinden (folgender Chart).

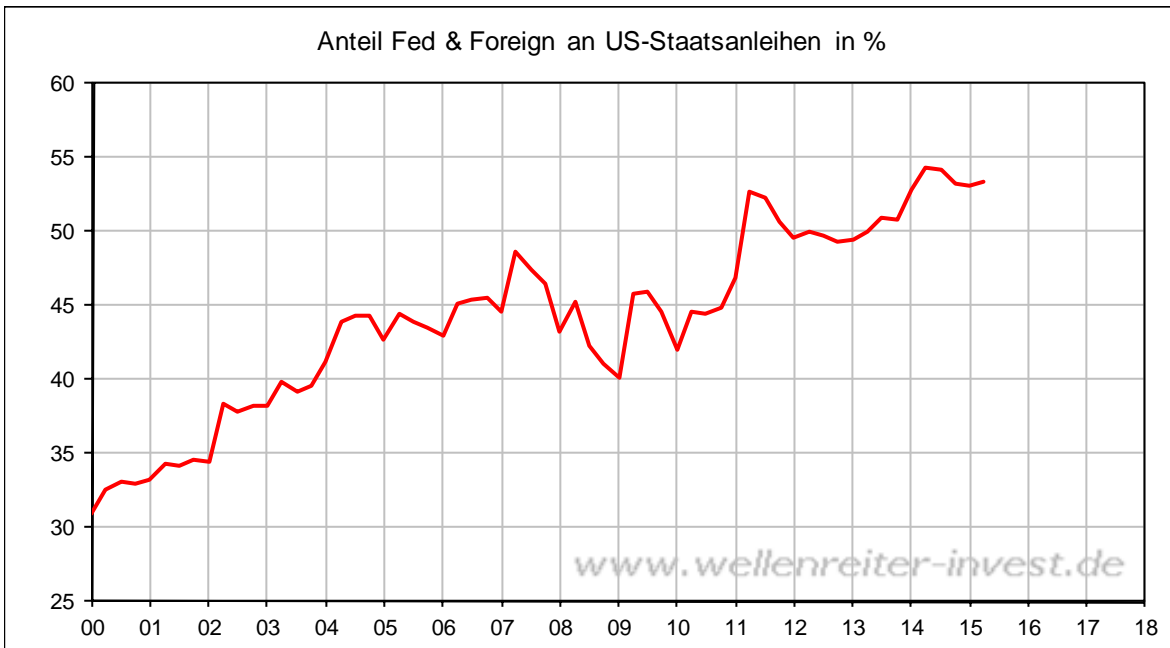


Abb. 3.14: US-Staatsanleihen in Besitz Fed und Ausland

Das Problem ist an dieser Stelle einfach beschrieben: Beide Gruppen haben ihre Käufe eingestellt. Die ausländischen Regierungen seit 2013, die Fed seit 2014 (jeweils in absoluten Zahlen). Auf dem folgenden Chart ist diese Entwicklung gut erkennbar (grüner Kreis).

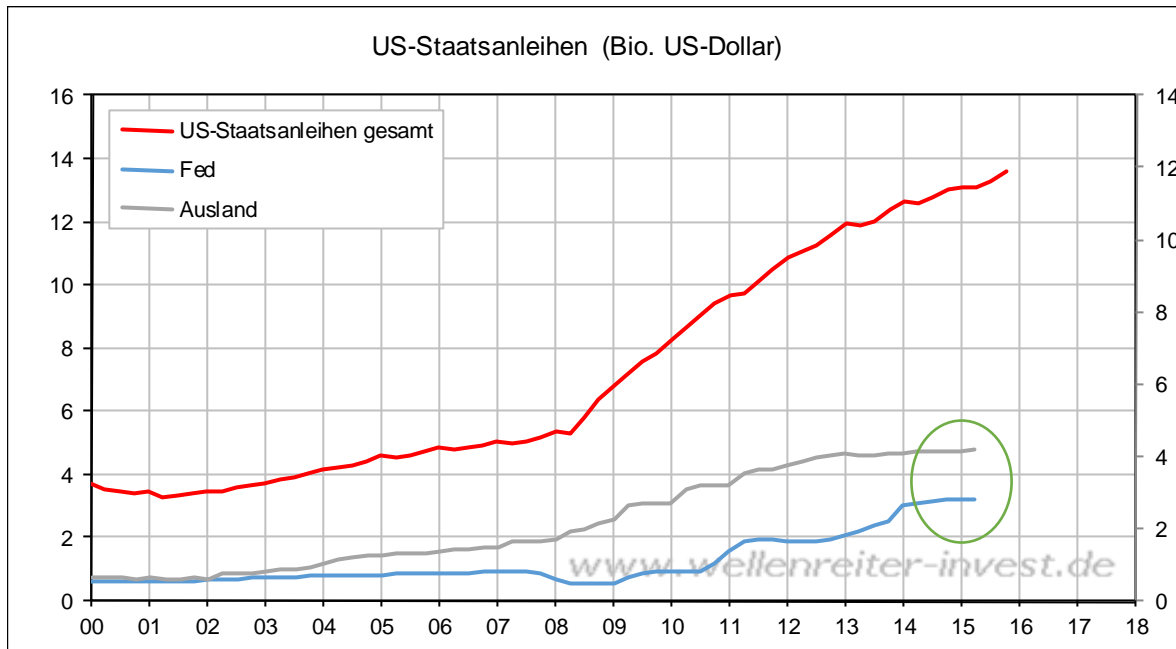


Abb. 3.15: US-Staatsanleihen Anteile

Wenn die Staatsverschuldung weiter steigt und somit mehr Staatsanleihen emittiert werden müssen, wer tritt dann als Käufer auf?

US-Investment-Fonds halten zwölf Prozent, US-Pensionskassen sieben und US-Versicherungen knapp drei Prozent der zur Verfügung stehenden Staatsanleihen (den Fed-Anteil bereits herausgerechnet). Wenn diese ihren Anteil in den kommenden Jahren nicht signifikant erhöhen, wer soll die weiterhin munter stattfindenden Emissionen des US-Finanzministeriums aufnehmen?

Am Ende bleiben neben den ausländischen Notenbanken (u.a. Schweiz, Japan) vor allem Ausländer und institutionelle Investoren (Versicherungen, Fonds) als Käufer-schicht übrig, die aufgrund der höheren Nominalzinsen in den USA Staatsschulden kaufen, um die laufenden Pensionsverpflichtungen im Rahmen der Nullzinspolitik Japans oder Europas zu erfüllen. Angesichts des in den kommenden Jahren wieder steigenden US-Haushaltsdefizits erscheint deren Kaufkraft allerdings zu gering, um den geplanten Emissionsanstieg zu bewältigen. Diese Konstellation erhöht die Wahrscheinlichkeit für mittelfristig steigende Renditen vor dem Hintergrund eines mangelnden Kaufwillens bzw. Absorptionsvermögens.

## Fazit

Für das große Bild bei Staatsanleihen gilt, dass einige Käuferschichten und damit sehr starke Käufer in der Vergangenheit wie die größten Anteilseigner (China, Japan) sowie die US-Notenbank nicht mehr als Käufer agieren. Welche Faktoren in 2016 für die Entwicklung der Renditen eine Rolle spielen, wollen wir dabei im kommenden Kapitel herausarbeiten. Aus dem Sektor der Unternehmensanleihen sind deutliche Anzeichen für Stress am Finanzmarkt erkennbar. Dabei entwickelte sich beste Qualität (AAA und Staatsanleihen) stabil, schlechter bewertete Anleihen (BAA und vor allem Hochzinsanleihen) allerdings negativ. Setzt sich diese heterogene Entwicklung in 2016 fort – und dafür spricht zunächst einiges –, dann wird der Drang hin zur Qualität bzw. Sicherheit zunehmen.

## 3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen zeigt sich der 30-Jahres-Zyklus der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen als stabiles Muster. Hoch- und Tiefpunkte wechseln in regelmäßiger Reihenfolge ab. Im aktuellen Umfeld geht es um die Ausbildung einer langfristigen Bodenbildungsphase. (folgender Chart).



Abb. 3.16: Zinszyklus 10jähriger Staatsanleihen USA 1800-2050

Ein Vergleich zwischen denen in den Jahren 1890 und 1950 begonnenen Zyklen zeigt auch im Rahmen eines Zyklus von 60 Jahren an, dass eine Bodenbildungsphase Zeit benötigt, bevor ein neuer Aufwärtszyklus startet. Aus zyklischer Sicht richtet sich der langfristige Blick wieder in Richtung steigender Renditen.

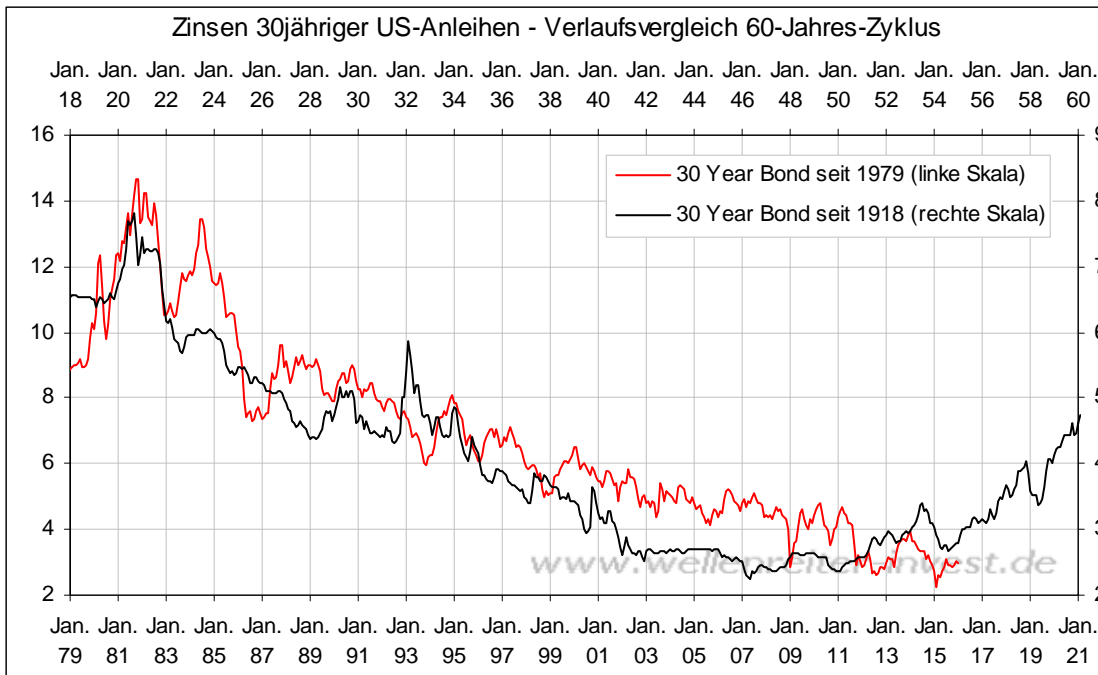


Abb. 3.17: Renditezyklus-Vergleich

Im großen Zyklusbild von 60 Jahren müssten die Renditen bereits im Laufe des Jahres 2016 etwas nach oben laufen, ohne jedoch eine signifikante Schwelle zu übertreffen.

Die Renditen deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen folgen bisher auffällig dem um zehn Jahre zeitversetzten Renditemuster Japans (siehe Pfeil folgender Chart).

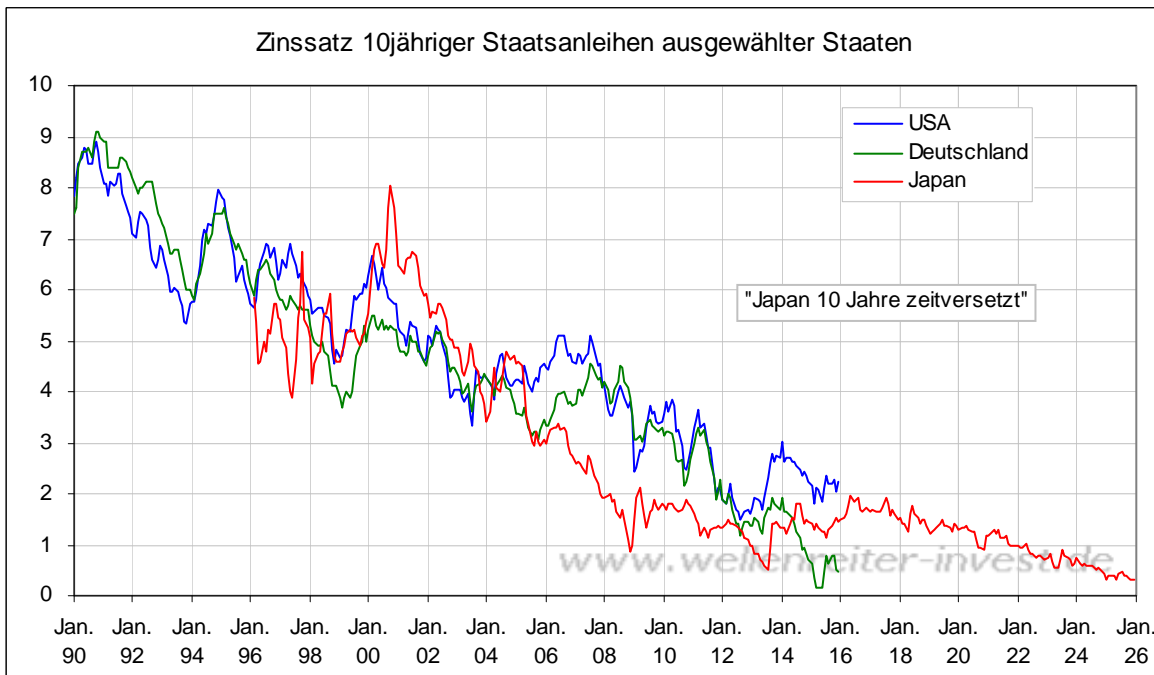


Abb. 3.18: Rendite-Vergleich Japan

Auch ein solch großer Zyklus, der um 10 Jahre verschoben ist, kann nur als Indiz für eine Trendbewegung angesehen werden. Dabei wäre die Bewegung zunächst aufwärts

gerichtet, bevor es zu einem Rückgang kommt. Der überwiegende Trend für das Jahr 2016 wäre per Saldo seitwärtsgerichtet mit nur einer geringen Veränderung.

Ein sehr wichtiger Faktor für die Entwicklung ist das Verhalten der US-Notenbank. In der Phase der Nullzinspolitik zwischen Herbst 2008 und Dezember 2015 reagierten die Renditen deutlich auf die Aktionen der US-Notenbank. Die initialen Reaktionen waren allerdings gänzlich anders, als ursprünglich von der FED beabsichtigt.



Abb. 3.19: Rendite und QE

Das Ende eines QE-Programms führte bei den zehnjährigen Renditen zu fallenden Renditen (rote Linien), die Ankündigung eines neuen QE-Programms (grüne Linien) führte perspektivisch zu steigenden Renditen. Als die Fed im Januar 2014 mit der Reduzierung von QE 3 („Tapering“) begann, setzte die Phase sinkender Renditen ein. Die Bremspolitik führte in der Summe zu sinkenden Renditen („Risk off“), die Unterstützungspolitik zu steigenden Renditen („Risk on“).

Bleibt dieses Handlungsmuster erhalten, dann müsste ohne ein neues QE-Programm die Rendite in 2016 seitwärts/abwärts handeln. Allerdings haben sich die Spielregeln für das Jahr 2016 geändert, denn die US-Notenbank hat am 16.12.2015 erstmals seit der Finanzkrise wieder den kurzfristigen Leitzins auf 0,25-0,50 Prozent erhöht und damit einen beginnenden Zinserhöhungszyklus signalisiert.

Daher lässt sich auch konstatieren, dass der Weg zu einem vierten QE-Programm ein extrem weiter Weg ist. Eine Neuauflage (QE 4) wäre nur dann eine Option, wenn die US-Wirtschaft in eine Rezession mündet. Dann wäre aber im Vorfeld mit einer sinkenden Rendite zu rechnen, da die Staatsanleihen im Falle eines Aktienmarkt- abschwungs die Rolle des „sicheren Hafens“ genießen.



Grundsätzlich sind die Kursveränderungen im Dollar/Yen ein recht guter Ratgeber für das Risikoverhalten der Anleger. Der Carry Trade im USD/Yen korreliert in 2015 extrem stark mit der Entwicklung der Rendite 10jähriger Anleihen.

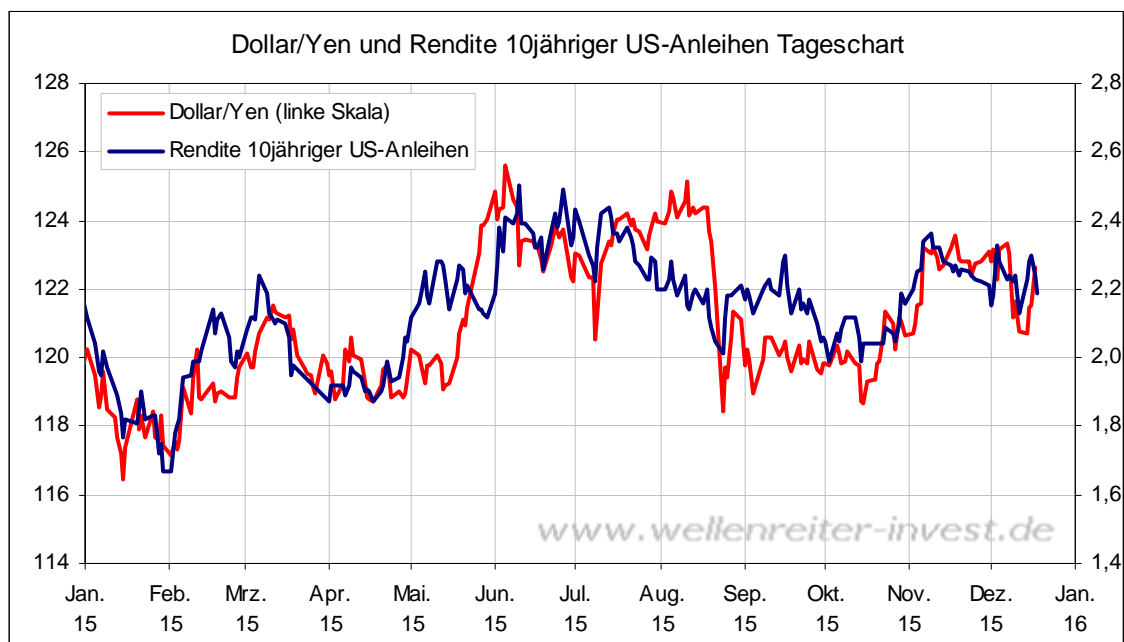


Abb. 3.20: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart

Da diese Korrelation auch über einen längeren Zeitraum zu beobachten war, spricht einiges für eine Fortsetzung der Korrelation in 2016. Im Kapitel der Devisen steht die Entwicklung des USD/Yens im Fokus, unter dem langfristigen Gesichtspunkt hat das Währungspaar bereits eine starke Widerstandszone erreicht. Kann dieser langfristige Widerstandsbereich übertroffen werden, dann wäre eine steigende Rendite bei der zehnjährigen Laufzeit zu erwarten. Sonst bliebe der „Deckel“ für die zehnjährige US-Rendite bestehen, was wir zunächst auch erwarten. Das lange Ende zeigt sich per Saldo im Jahresverlauf unverändert.



Abb. 3.21: Rendite 2jähriger US-Anleihen Tageschart

Ein anderes Bild ergibt sich beim Blick auf die zweijährige Rendite, die einen Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank widerspiegelt. Erst bei einem Rückgang unter das Niveau von 0,75 Prozent wäre eine Fehlaustragsformation vorhanden, die andeutet, dass kein richtiger Zinserhöhungszyklus startet. Darauf deutet momentan aber wenig hin, da sich die Rendite seit Oktober in einer Aufwärtsbewegung befindet und dabei das Niveau von einem Prozent erreicht hat. Allerdings deutet sich an der Marke von einem Prozent eine Pause im Trend mit einem Rücksetzer an, wenn Konjunktüranfälle verstärkt aufkommen werden.

Wenn es eine Quintessenz aus den vergangenen Zinserhöhungszyklen der letzten 40 Jahre für die Entwicklung der zehnjährigen Rendite auf Sicht von einem Jahr gibt, dann ist es eine steigende Rendite in allen Zyklen – bis auf eine Ausnahme, nämlich dem letzten Zyklus.

Wenn es einen weiteren Trend gibt in einer Phase eines Zinserhöhungszyklus, dann war es im letzten Zyklus der Trend der Einengung der Renditen in den Jahren 2004-2006 (siehe Kreis).

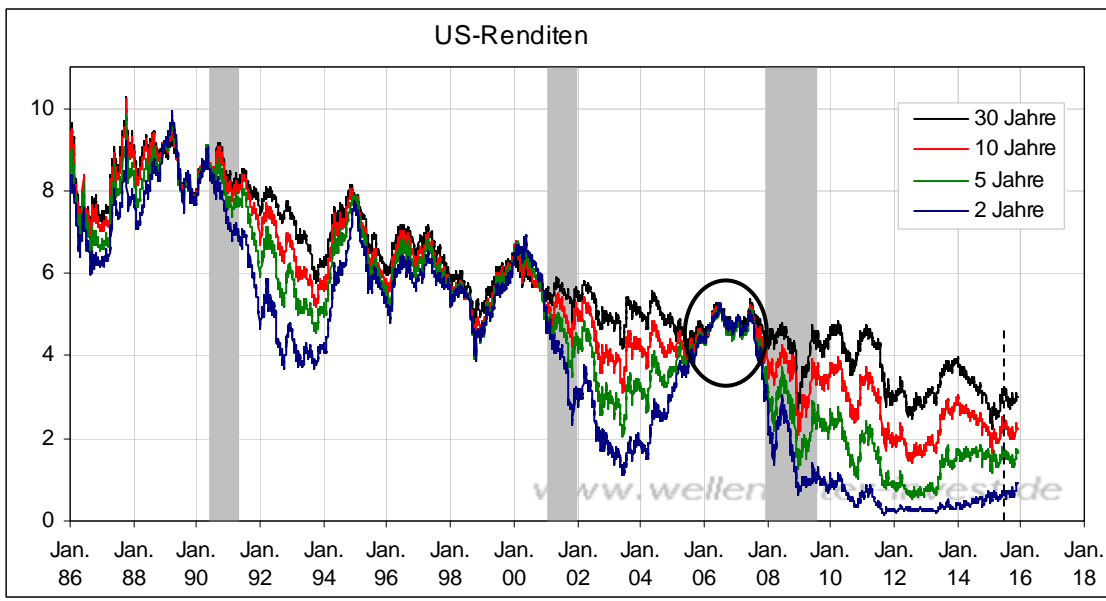


Abb. 3.22: US-Renditen in einem Chart

Dieser Trend der schrumpfenden Zinsstrukturkurve dürfte in 2016 anhalten. Die kurzlaufenden Renditen steigen viel stärker an, das lange Ende von 30 Jahren reagiert per Saldo gar nicht. Sollte die US-Zentralbank die Zinsen am kurzen Ende erhöhen, die Rendite am langen Ende aber stagnieren oder weiter fallen, dann kämen die Märkte in die Phase der Angleichung der Renditen bzw. sogar in die Inversion.

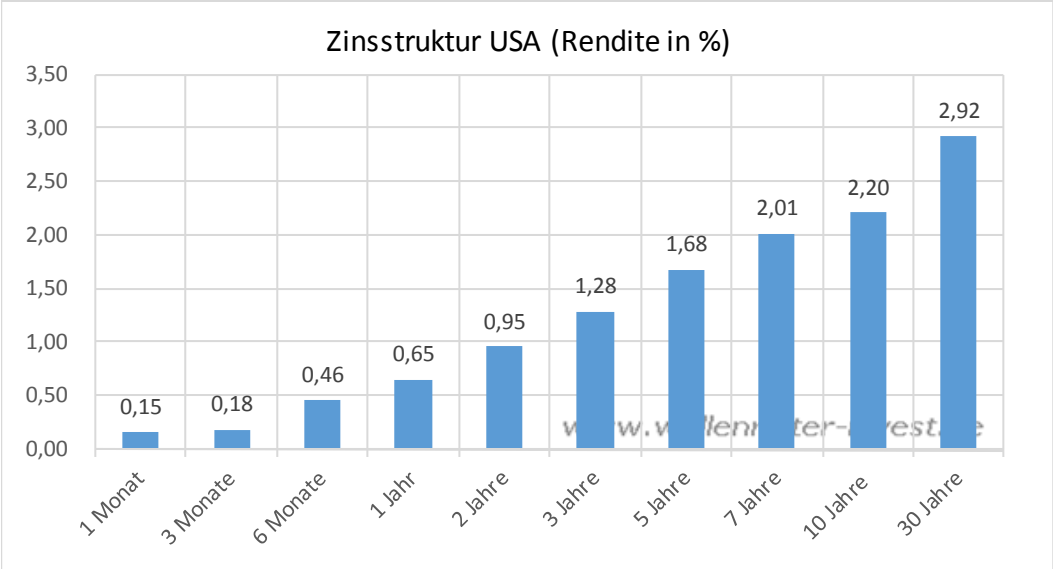


Abb. 3.23: Zinsstruktur USA

Bis zu einer Inversion ist es allerdings ein langer Weg. Die Zinsstrukturkurve ist nicht nur im Jahr 2015 positiv, sondern sollte es auch in 2016 bleiben.

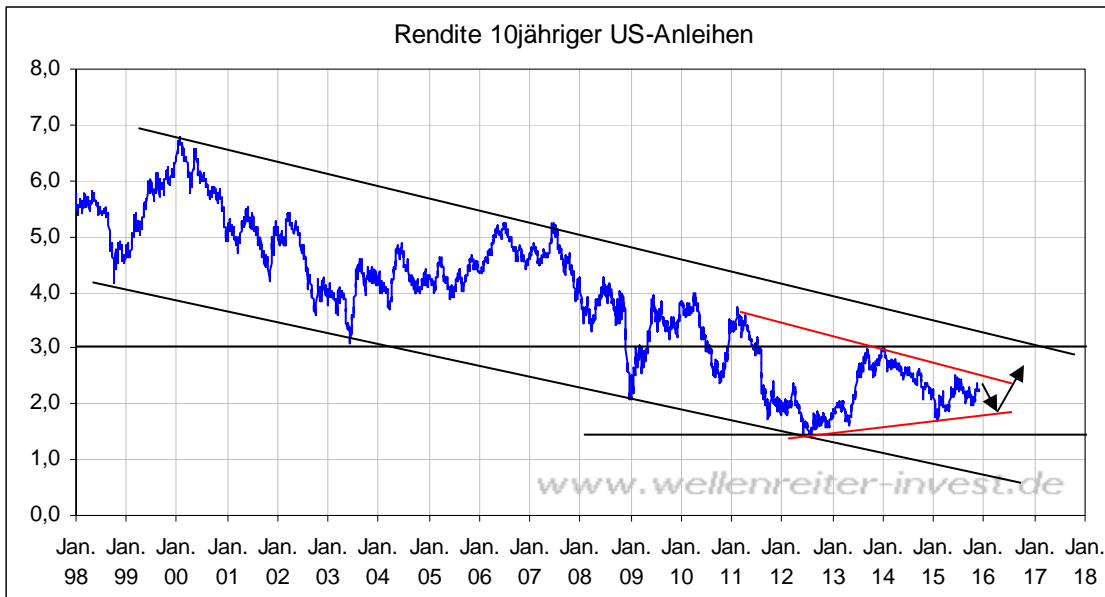


Abb. 3.24: Rendite 10jähriger US-Anleihen

Aufgrund der Sorgen um einen beginnenden Zinserhöhungszyklus und aufkommender Konjunktursorgen wegen des fallenden Ölpreises oszillierte die zehnjährige Rendite im Jahr 2015 seitwärts. Die breite Spanne zwischen 1,50 Prozent auf der Unterseite (Tiefs von 2012) und 3,00 Prozent auf der Oberseite (Hochs von 2013) dürfte auch in 2016 nicht verlassen werden.

Allerdings verengt sich die Renditeentwicklung sukzessive. Es hat sich eine Sequenz steigender Tiefpunkte, aber auch fallender Hochpunkte gebildet. Diese Dreiecksformation kann als Fortsetzungsformation angesehen werden kann, dann wäre ein Renditerückgang in Richtung 1 Prozent zu diskutieren.

Eine solche Formation kann jedoch innerhalb eines übergeordneten Trends auch nach oben verlassen werden. Da wir bereits begründet haben, dass wichtige Käuferschichten nicht mehr aktiv sind, erwarten wir keine Trendfortsetzung mit neuen Tiefs. Gegen einen solch starken Renditerückgang spricht auch die stabile Kerninflationsrate (siehe Kapitel Inflation), so dass das Potential für einen Renditerückgang letztlich innerhalb der oben genannten Bandbreiten liegt.

Wir erwarten zunächst einen Renditerückgang in den Bereich von 1,75-1,80 Prozent im ersten Halbjahr 2016, bevor eine Anstiegsphase die zehnjährige Rendite auf ein etwas höheres Renditeniveau als am Jahresende 2015 befördern sollte.

Die internationalen Fondsmanager sind nach der jüngsten Dezemberumfrage aus dem Hause Bank of America/Merrill Lynch extrem stark in Anleihen untergewichtet. Mit einer Untergewichtung von 64 Prozent ist ein kaum ausbaufähiges Niveau erreicht. Ähnliche Niveaus konnten in den Jahren 2006 und 2007, im Frühjahr 2011 und im zweiten Halbjahr 2013 beobachtet werden. In allen Fällen folgte im besten Falle eine Seitwärtsbewegung der Renditen, überwiegend sanken sie.

Historisch reduzieren die Fondsmanager bei aufkommenden Konjunktursorgen ihren Aktienanteil zugunsten von Staatsanleihen. Zuletzt konnte dies in einem größeren Umfang in den Jahren 2011/Sommer 2012 im Rahmen der Vertrauenskrise um die europäischen Staatsschulden beobachtet werden.

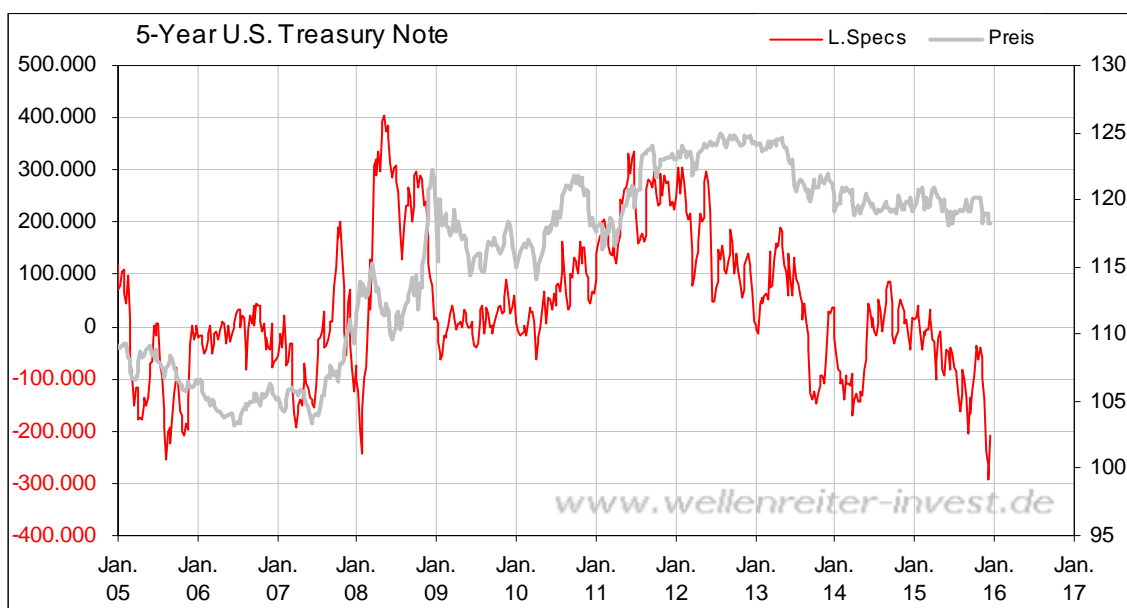


Abb. 3.25: Positionierung der Großspekulanten in 5jährigen US-Anleihen

Ein Argument für zunächst fallende Renditen lässt sich auch am US-Terminmarkt bei der Positionierung der Großspekulanten in 5jährigen US-Anleihen finden. Die Spekulanten agieren als Trendfolger und sind per Saldo so stark short positioniert wie nie zuvor in den letzten 10 Jahren. Sie setzen auf fallende Anleihen und somit auf eine steigende Rendite. Insofern liegt das Überraschungspotential zunächst bei einem Renditerück-gang, der sich im Umfeld ausbreitender Konjunkturängste bilden dürfte.

Nach einer langen Phase der Outperformance von Aktien gegenüber lang laufenden Staatsanleihen entwickeln sich die Staatsanleihen in 2015 etwas besser als Aktien.

### Ratio S&P 500 / 10jährige US-Staatsanleihen Monatschart

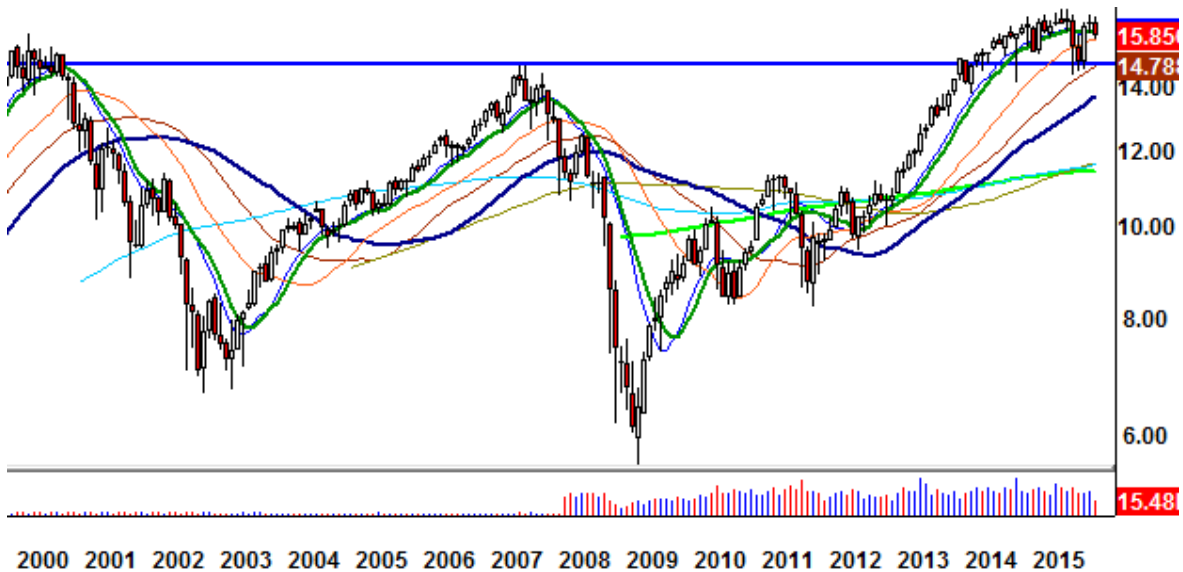


Abb. 3.26: Ratio S&P 500 / 10jährige US-Anleihen

In der Ratio hat sich eine Toppingformation in den beiden letzten Jahren gebildet, so dass Staatsanleihen eine relativ bessere Entwicklung als Aktien in den kommenden Monaten besitzen sollten.

### Fazit

Die Zinserhöhungserwartungen gegenüber der US-Notenbank hinterlassen ihre Spuren bei den Kurzläufnern bis zu zwei Jahren, die sich im Aufwärtstrend befinden. Dieser Trend sollte sich grundsätzlich fortsetzen, sodass sich die Zinsstrukturkurve abflachen sollte. Die Entwicklung der lang laufenden Renditen erinnert stark an den letzten Zinserhöhungszyklus im Juni 2004, als die lang laufenden Renditen kaum reagierten und zwölf Monate nach dem ersten Zinserhöhungszyklus sogar eine niedrigere Rendite aufwiesen. Der Trend hin zur Sicherheit stützt die Entwicklung der Staatsanleihen im Rahmen einer Aktienmarktschwäche, da sie auch in 2016 die Rolle des „sicheren Hafens“ besitzen werden. Zunächst sind fallende Renditen zu erwarten.

### 3.3 Entwicklung der europäischen Staatsanleihen

„Negativzinsen werden nicht zur neuen Normalität werden“

Thomas Jordan, Generalversammlung Schweizerische Nationalbank, 24.04.2015

Inwiefern Negativzinsen die neue Normalität darstellen, darüber mag man sich streiten. In Europa gehören sie im Jahr 2015 zur Realität. Trendsetter bleibt die Schweiz.

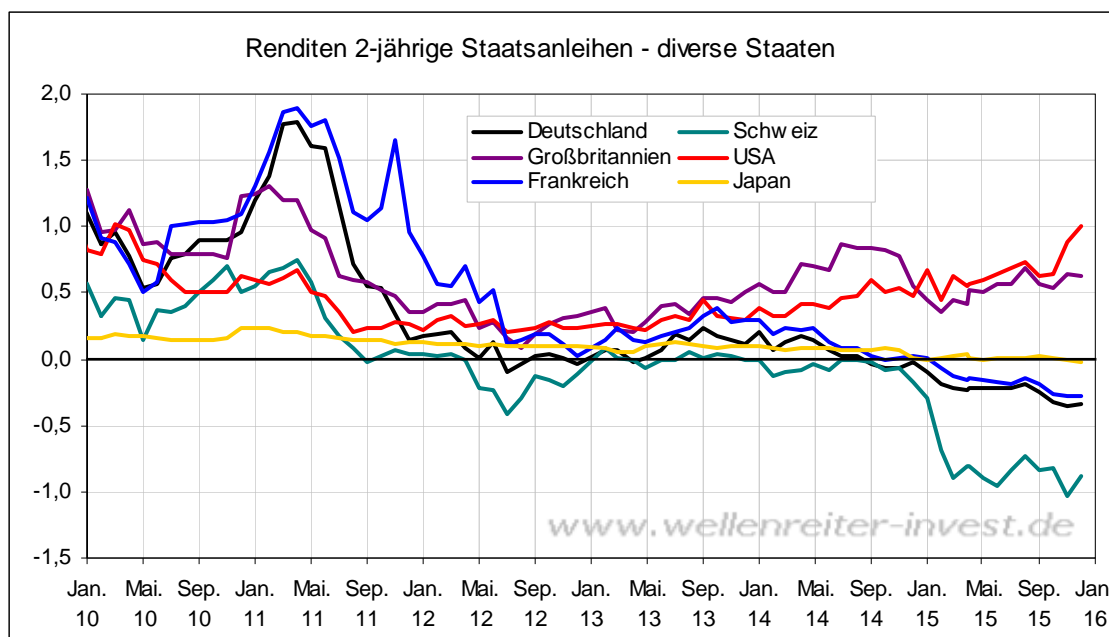


Abb. 3.27: Rendite 2jährige Staatsanleihen

Die divergierende Politik der USA und auch Großbritanniens führt in diesen beiden Ländern zu positiven zweijährigen Renditen, auch wenn London die Entscheidung für einen Beginn des Zinserhöhungszyklus vor sich herschiebt.

Die Absenkung des Einlagenzinssatzes auf minus 0,3 Prozent am 03.12.2015 bei einem Leitzinssatz von 0,05 Prozent führte in Euroland zu weiter sinkenden Renditen, die in den Kernländern Deutschland und Frankreich negativ geworden sind. Für die kurzen Laufzeiten ist die Entwicklung der Politik der einzelnen Zentralbanken und deren Ausblicke der entscheidende Einflussfaktor.

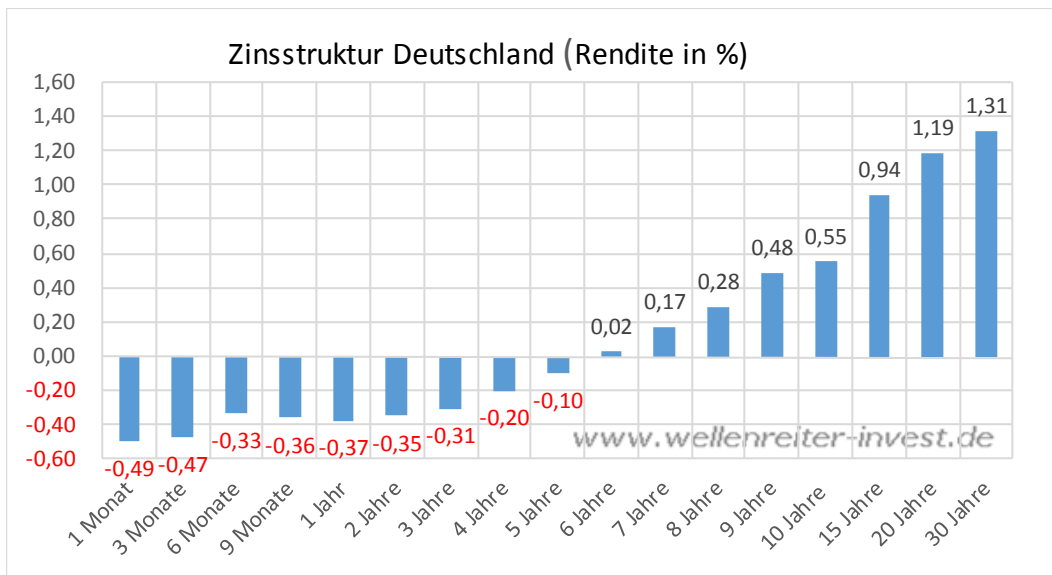


Abb. 3.28: Zinsstruktur Deutschland

Die Laufzeiten bis fünf Jahre notieren in Deutschland im Minus. Die Laufzeiten bis zwei Jahren haben sogar eine negativere Rendite, als es momentan der Einlagenzinssatz der EZB ausdrückt. Insofern dominiert am Kapitalmarkt die Erwartung, dass die EZB im Jahresverlauf 2016 noch etwas mehr lockert. Eine Leitzinserhöhung wäre danach in den Jahren 2016 und 2017 faktisch ausgeschlossen.

Das „Rennen zur Null“ findet ebenso am langen Ende statt (folgender Chart).

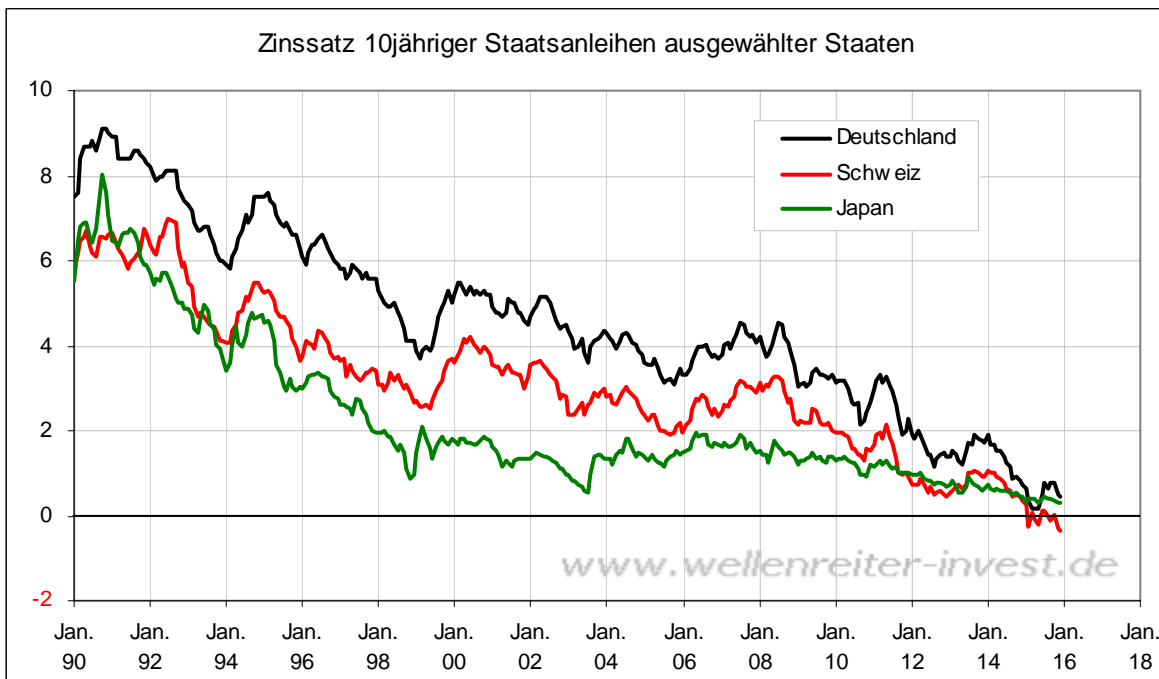


Abb. 3.29: Rendite 10jähriger Anleihen Deutschland, Schweiz, Japan

Galt das lange Zeit deflationäre Japan als das Land mit den niedrigsten Renditen, so können die Schweizer diesen Titel für sich beanspruchen. Auch Deutschlands Rendite



liegt fast auf dem Niveau Japans. Die Trends sind völlig intakt, das weitere Potential dieses Abwärtstrends ist aber stark limitiert. Im Bereich Null wird die Luft mathematisch betrachtet sehr dünn, auch wenn die Entwicklung in der Schweiz anzeigt, dass der Nullpunkt auch am langen Ende kein Hindernis darstellt.

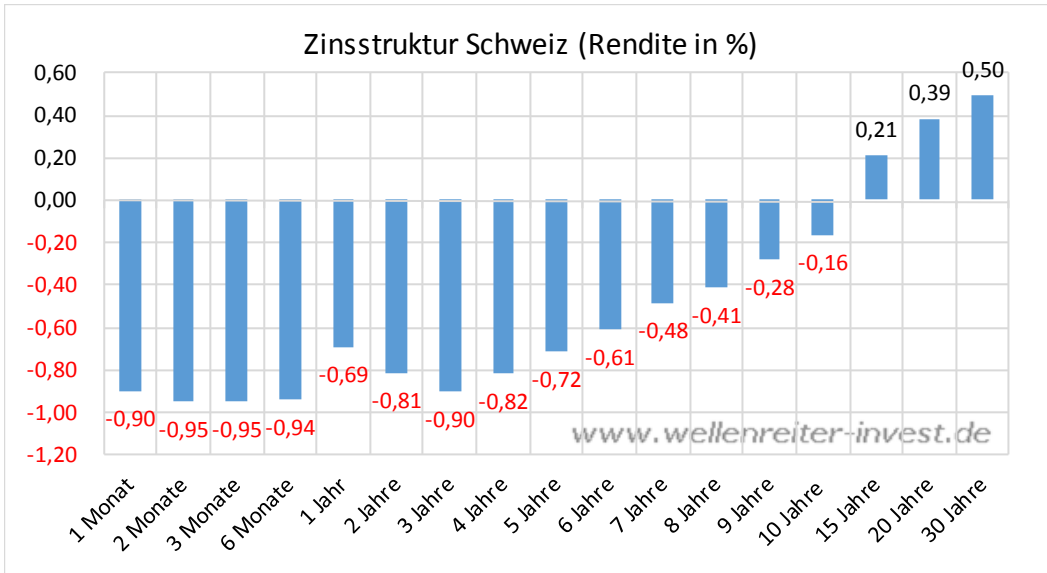


Abb. 3.30: Zinsstruktur Schweiz

Die Renditen steigen in der Regel dann, wenn sich entweder die Fundamentaldaten verbessern oder aber die Risikoprämie steigt. Die Vermischung beider Anteile kann im Markt für Verwirrung sorgen. Aktuell fallen die Renditen gerade auch in der Peripherie, weil die Ausfallwahrscheinlichkeiten gesunken sind. Die Risikoprämie sinkt.

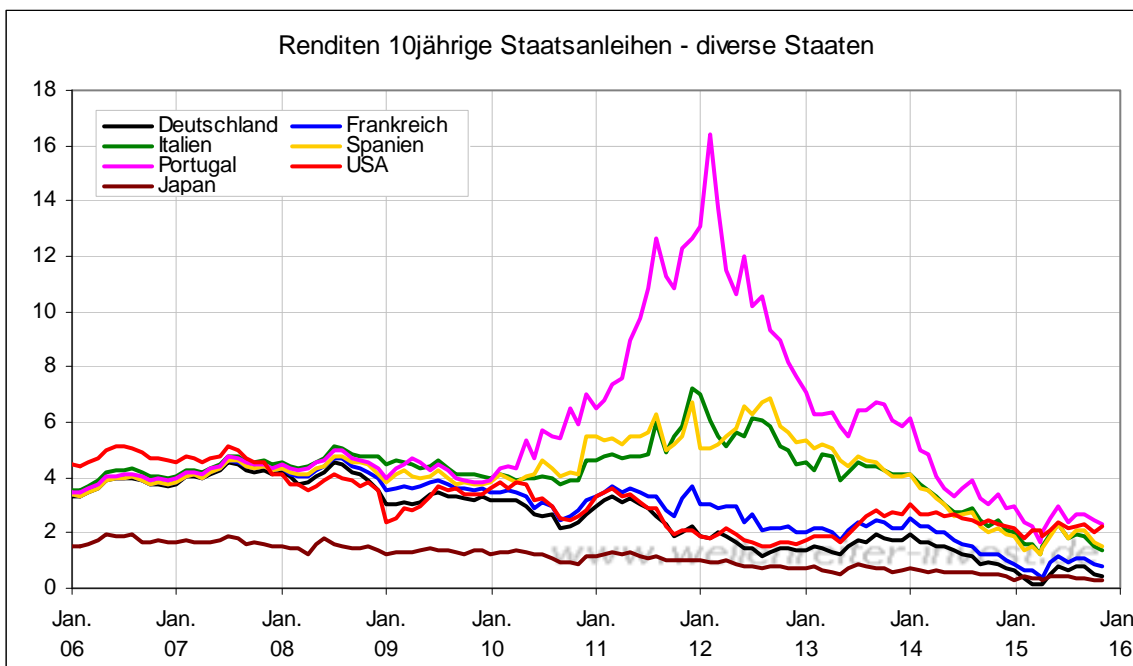


Abb. 3.31: Rendite 10jähriger Anleihen – diversen Staaten

Ein Ziel der Politik der EZB ist die Fortsetzung der Einengung der sinkenden Renditen. Dieses Ziel erreichte die EZB im Jahr 2015, denn die Renditen der wichtigsten Staaten Europas liegen alle deutlich unterhalb der US-Rendite. Lediglich Portugals Rendite hat ein ähnliches Niveau. Eine höhere US-Rendite konnte aber auch in den Jahren 2006 und 2007 beobachtet werden, da die USA ein höheres Leitzinsniveau hatten und dieses Niveau bis auf die langen Laufzeiten ausstrahlt.

Im großen Trendbild entwickelt sich die Rendite in Europa analog zu der Entwicklung der lang laufenden Renditen in den USA.

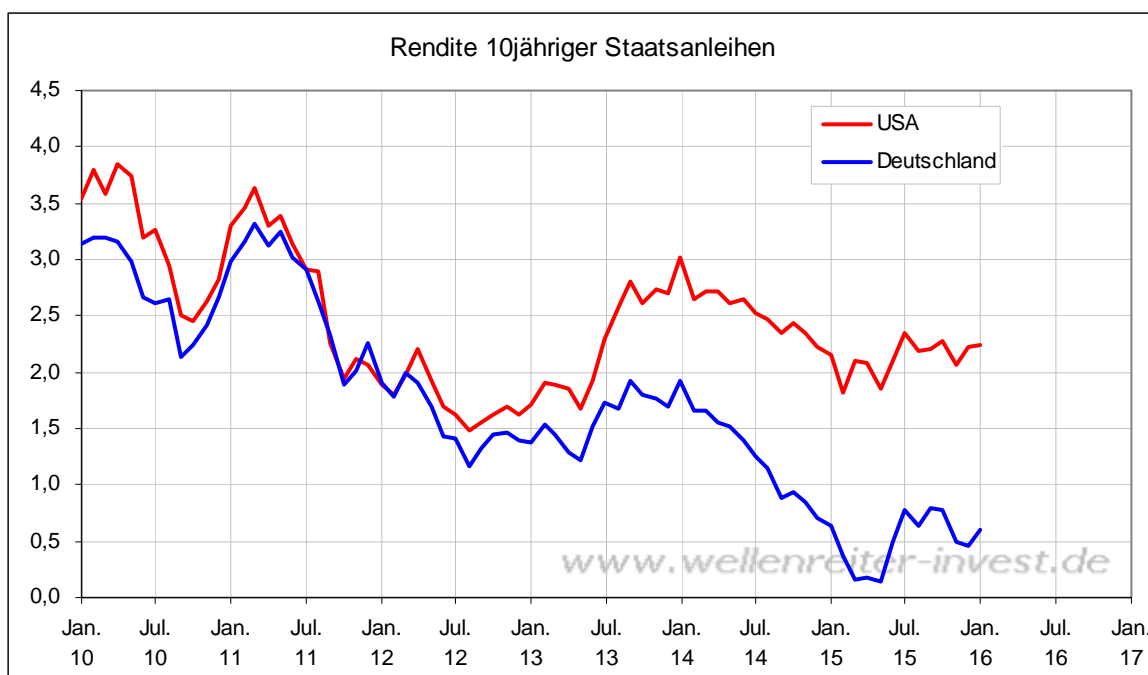


Abb. 3.32: Rendite 10jähriger Anleihen – USA und Deutschland

In den USA liegt die zehnjährige Rendite in der gesamten Dekade über dem Niveau Deutschlands. Seit der Ankündigung eines „Tapering“-Kurses von Ben Bernanke im Juni 2013 nahm der Renditevorsprung der USA deutlich zu. Allerdings bestimmt die Entwicklung der US-Rendite tendenziell den Pfad langlaufender deutscher – und damit auch europäischer - Staatsanleihen.

Während die Erwartungen an die Zinspolitik der einzelnen Notenbanken die kurzfristigen Laufzeiten beeinflussen, überwiegt am langen Ende der Einfluss der US-Rendite, auch wenn die Amplitude abweicht. Aufgrund dieser Korrelation ist auch für 2016 zu erwarten, dass die Wall Street den Takt für den Trend bei den deutschen Renditen vorgibt.

Der Konvergenztrade innerhalb Europas läuft grundsätzlich weiter.

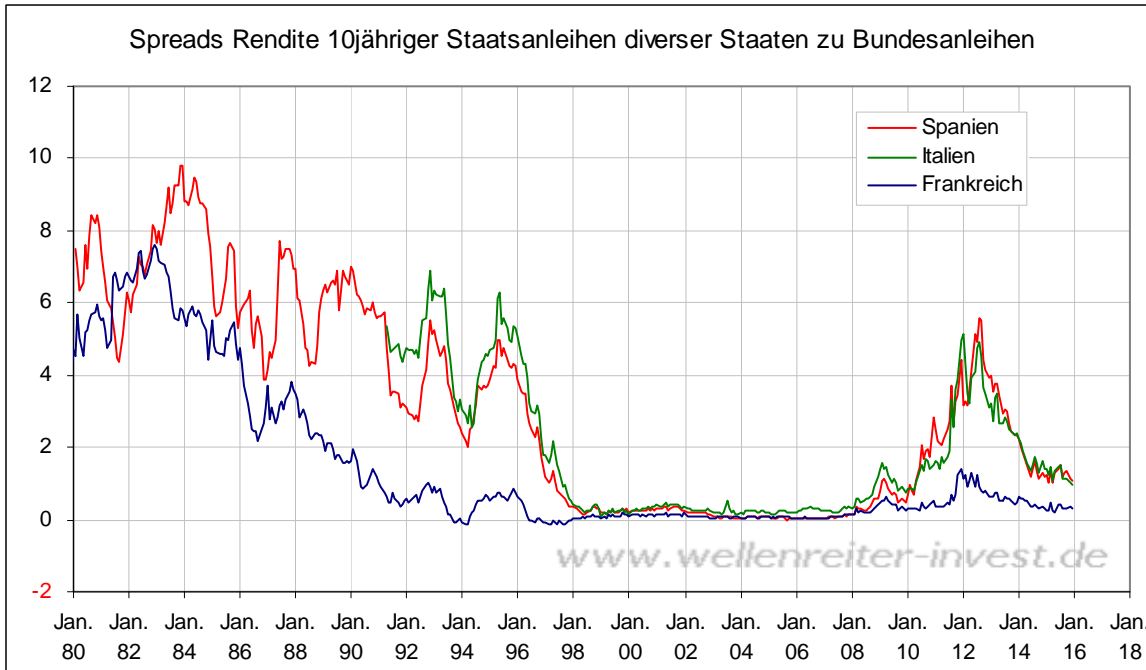


Abb. 3.33: Renditespreads 10jähriger Anleihen – diversen Staaten

Im Gegensatz zu den Jahren 1999-2009 erfolgt aber bisher kein kompletter Rückgang des Spreads („Ein Wirtschaftsraum – ein Zinssatz“). Ein weiteres Zusammengehen ist im Rahmen des QE-Programms der EZB auch für 2016 nur mit Minischritten zu erwarten.

Ein Sonderfall bleibt weiterhin Griechenland.

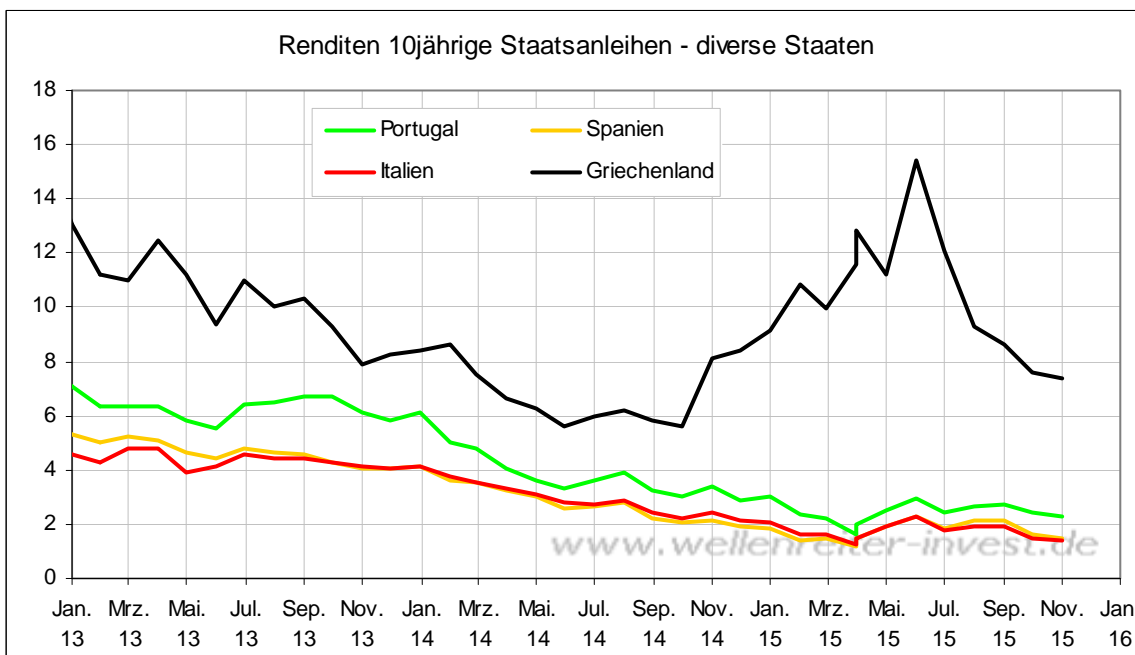


Abb. 3.34: Rendite 10jähriger Anleihen - Peripherie

Trotz weiterer Milliardenpakete und damit hoher Transferzahlungen bleiben die Investoren gegenüber Griechenland misstrauisch. Die extrem hohe Risikoprämie von etwa 700 Basispunkten spiegelt die fundamentale Einschätzung wieder, dass Griechenlands Staatsschulden nicht tragbar sind. Die aktuellen Renditen implizieren ein hohes Risiko eines weiteren Schuldenschnitts in den kommenden Jahren.

Ängste vor einem Ausstieg Griechenlands aus dem Euro, der mit massiven Währungskursverlusten einhergehen würde (Drachme 2.0), führten im Vorfeld der Wahlen im Sommer bereits zu extremen Renditen bis zu 15 Prozent. Eine Ansteckung auf andere Länder konnte aber auch damals nicht beobachtet werden. Der „Griechische Patient“ ist damit aus Sicht der Investoren weiterhin ein Sonderfall im Eurowährungsgefüge und passt unter den aktuellen Voraussetzungen nicht hinein.

### **Fazit**

Auch wenn Negativzinsen nicht die neue Normalität sein soll(t)en, so sind sie in 2016 die neue und die alte Realität in den kurzen Laufzeiten. Der Konvergenztrade stabilisiert sich auf den erhöhten Niveaus, ein Zusammengehen der Renditen erfolgt in Europa nur mit Minischritten. Die Renditen am kurzen Ende in Europa deuten die Erwartung der Investoren an, dass die EZB im Jahresverlauf weitere Maßnahmen ergreifen wird. Die Entwicklung der langfristigen Renditen in Europa hängen weniger von der EZB als vom Taktgeber in den USA ab. Wir erwarten daher für das Jahr 2016 einen Renditerückgang im ersten Quartal und steigende Renditen zum Jahresende hin.

## 4. Der Währungsmarkt

### 4.1 US-Dollar-Index

Der US-Dollar-Index zeigte in den ersten drei Monaten des Jahres 2015 Stärke. Die restlichen neun Monate verbrachte die führende Weltwährung in einer Handelsspanne.

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).

Die berechnete Kritik an dieser starren und nicht der Realität entsprechenden Verteilung - der Yuan fehlt komplett - führte zur Bildung eines handlungsgewichteten US-Dollar durch die Fed. In diesem Dollar-Index hat der chinesische Yuan einen Anteil von 21 Prozent, gefolgt vom Euro mit 16 Prozent. Der kanadische Dollar und der mexikanische Peso sind mit jeweils 12 Prozent gewichtet.

Uns interessiert der Vergleich des US-Dollar-Index (orange) mit dem handlungsgewichteten Index (blau).

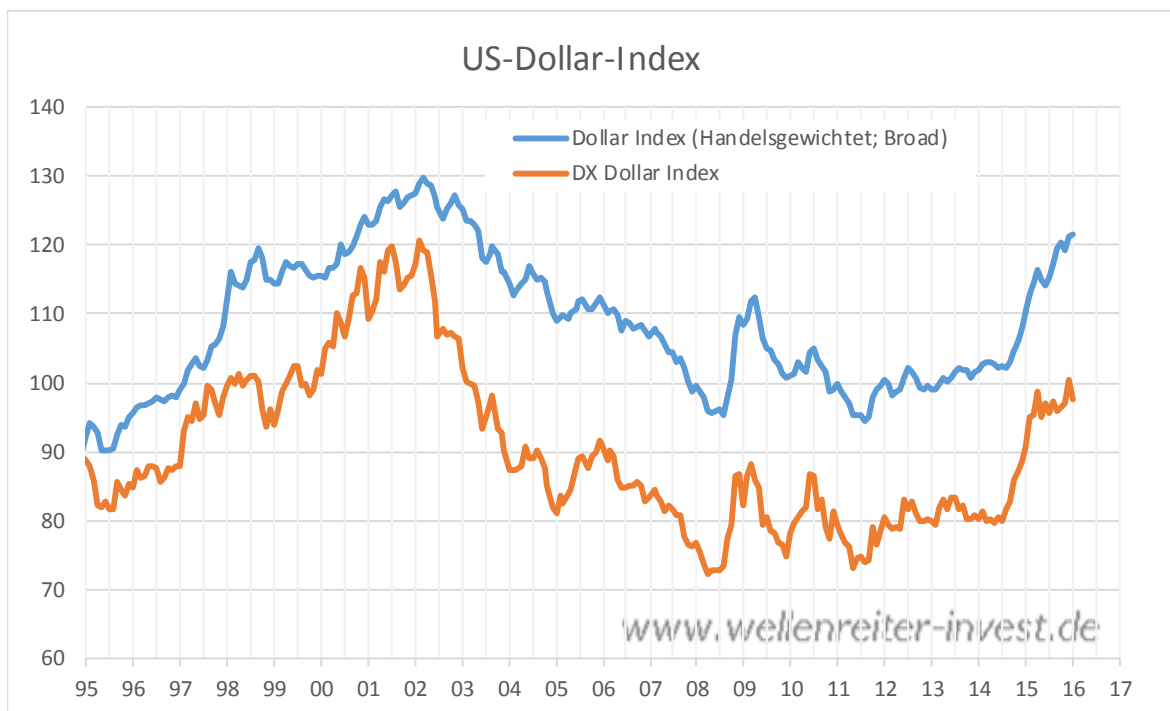


Abb. 4.1: US-Dollar-Index

Dabei zeigt sich für das Jahr 2015 im Trendbild ein deutlicher Unterschied. Während der US-Dollar-Index mit einem kleinen Fehlausbruch auf der Oberseite Anfang Dezember eine Art Doppelhochformation ausgebildet hat, ist der Anstieg des handelsgewichteten US-Dollars völlig intakt. Der handelsgewichtete Dollar-Index müsste nur noch etwa 5-6 Punkte ansteigen, um das Hoch des Jahres 2002 zu erreichen. Dieses Niveau ist als ein starker Widerstand anzusehen. Der Anstieg sollte hier zumindest gebremst werden, könnte aber auch zu einer Umkehr führen.

Der folgende Verlaufsvergleich zeigt, wie sehr der handelsgewichtete US-Dollar-Index inzwischen zu einem inversen Rohstoff-Index mutiert ist. Diese positive Korrelation war noch in den 1990er Jahren wesentlich geringer ausgeprägt.

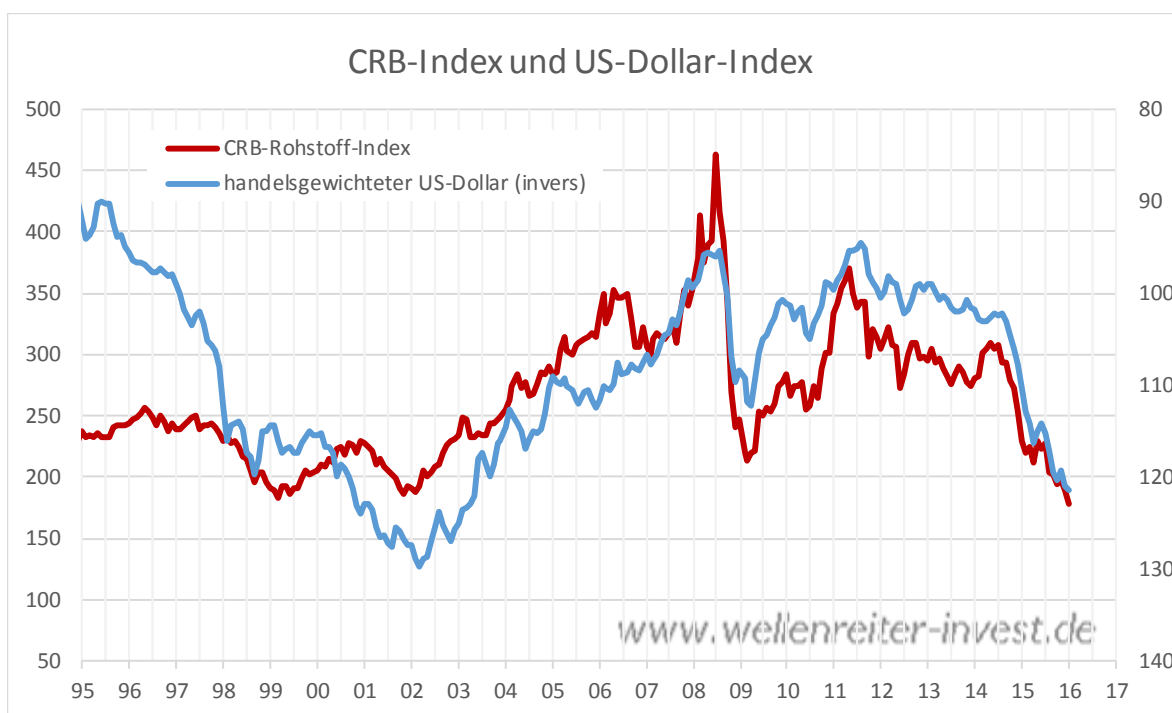


Abb. 4.2: CRB-Index und US-Dollar-Index

Die bessere Performance des handelsgewichteten Index ist der Dollar-Stärke gegenüber den Rohstoff- und Schwellenländerwährungen zu verdanken. Man denke an die Dollar-Performance gegenüber dem kanadischen Dollar, dem mexikanischen Peso, dem brasilianischem Real und dem australischen Dollar.

Warum machen wir uns Gedanken über einen Dollar-Index, den man nicht handeln kann? Im Falle einer Yuan-Abwertung würde der handelsgewichtete Dollar-Index – im Gegensatz zum althergebrachten Dollar-Index - weiter steigen. Und dies nicht zu knapp, da der Yuan das Index-Schergewicht darstellt. Das Hoch des Jahres 2002 könnte auf diese Art und Weise erreicht werden, selbst wenn sich Euro und Yen stabilisieren sollten.

Würde China den Yuan abwerten, stünde der US-Dollar mit seiner Stärke allein auf weiter Flur. Diese wäre für die USA insofern gefährlich, weil Deflation importiert werden würde und sich die Exportaussichten für US-Produkte verschlechtern würden. Der US-Industriesektor spürt solche Auswirkungen bereits. Die Margen international operierender US-Unternehmen würden unter Druck geraten. Zudem würde die internationale Liquidität weiter versiegen. Dollar-Kredite gerieten in Rohstoff- und Schwellenländern in Gefahr.

Der indexierte Vergleich von Euro, Yen und Yuan (1995=100) zeigt, dass die einzige große Währung ohne Abwertungsrally der chinesische Yuan ist.

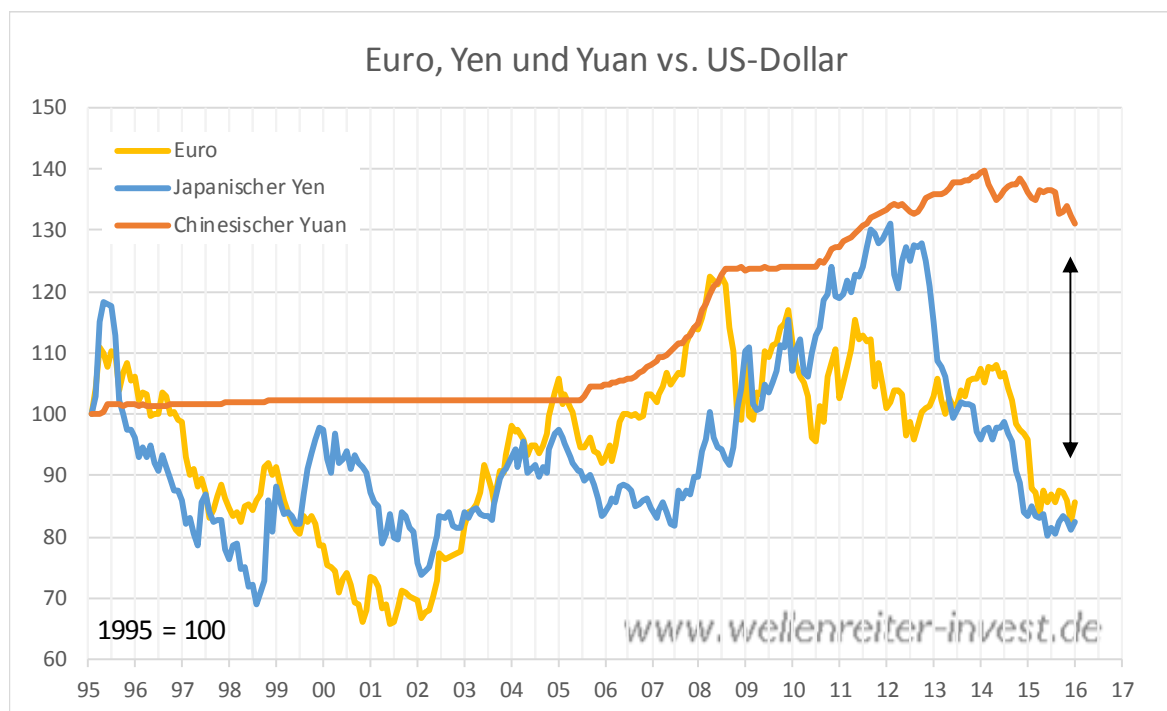


Abb. 4.3: Euro, Yen und Yuan vs. US-Dollar

Die Abwertung des Euro und des Yen verlief für beide Wirtschaftsräume bislang erfolgreich. Hingegen leidet die Wettbewerbsfähigkeit Chinas auf dem Weltmarkt. Das sich verlangsamende chinesische Wirtschaftswachstum führt zu Abflüssen von Investorengeldern. Weil das Kapital abfließt, muss die chinesische Zentralbank Dollar verkaufen, um den Kurs des Yuan stabil zu halten. Die Devisenreserven Chinas fielen innerhalb der vergangenen 17 Monate von 4 auf 3,4 Billionen US-Dollar.

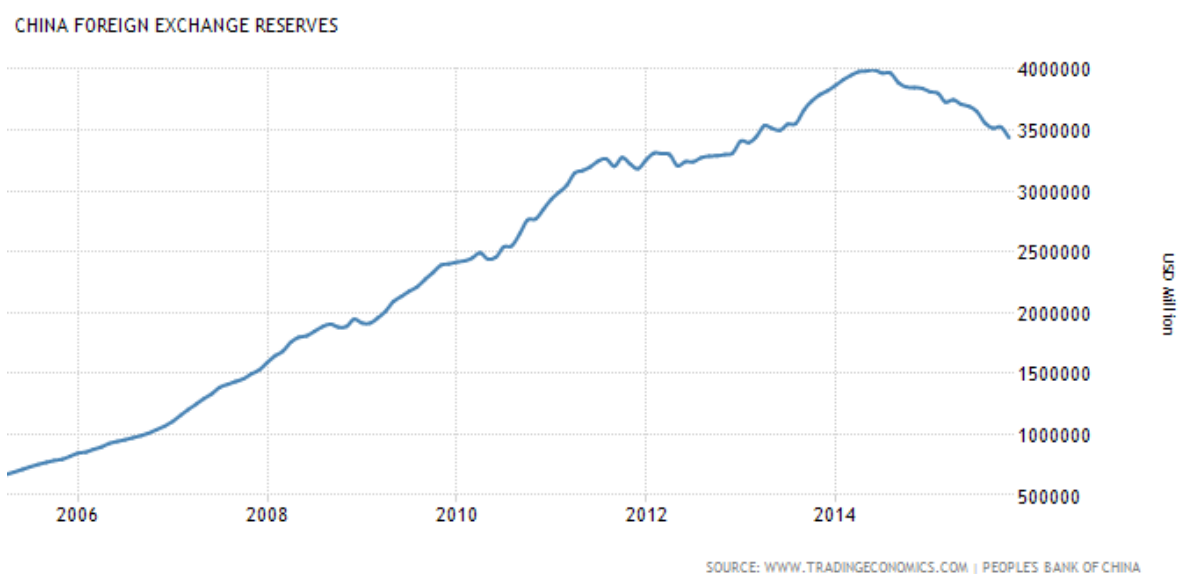


Abb. 4.4: Währungsreserven China

Auch wenn noch ein großes Polster vorhanden ist: Das Tempo des Schwunds an Devisenreserven ist beeindruckend. Solange der Kapitalabfluss anhält – und wir nehmen an, dass die Entwicklung zumindest im ersten Halbjahr anhalten wird –, steht der Yuan unter Abwertungsdruck. Mit einer Entscheidung pro Yuan-Abwertung könnte die chinesische Zentralbank ihre Reserven schonen.

Wir nehmen an, dass China nicht darum herumkommen wird, die vorhandene Distanz zu Euro und Yen zu verkürzen. Dies dürfte den handelsgewichteten Dollar-Index weiter stärken.



## 4.2 Euro/Dollar

Die Frage, ob der Euro gegenüber dem Dollar über- oder unterbewertet ist, lässt sich aus Sicht der Kaufkraftparität beantworten. Der so genannte Big-Mac-Index wird zweimal im Jahr von der Wirtschaftszeitung „The Economist“ erhoben. Die Preise für einen Big Mac werden weltweit erhoben und verglichen. Danach ist der Euro gegenüber dem US-Dollar um etwa 15 Prozent unterbewertet. Lediglich in 2001 war der Euro/USD ähnlich unterbewertet.

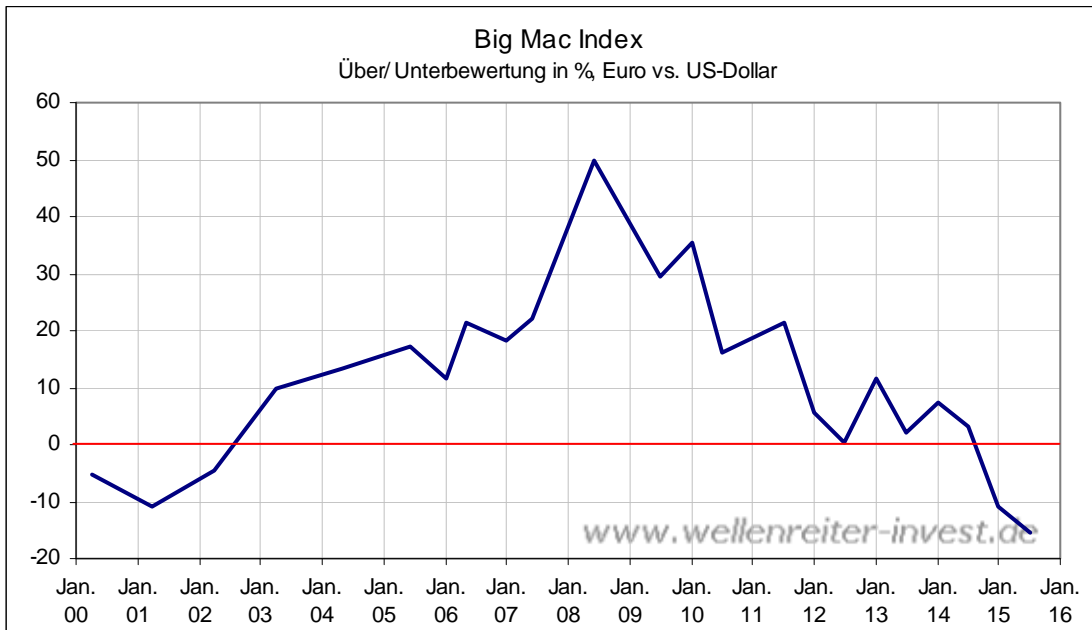


Abb. 4.5: Big Mac Index

Die OECD setzt für die für die Kaufkraftparität Euro/Dollar einen Kurs je nach Methode von 1,25 bis 1,29 an.

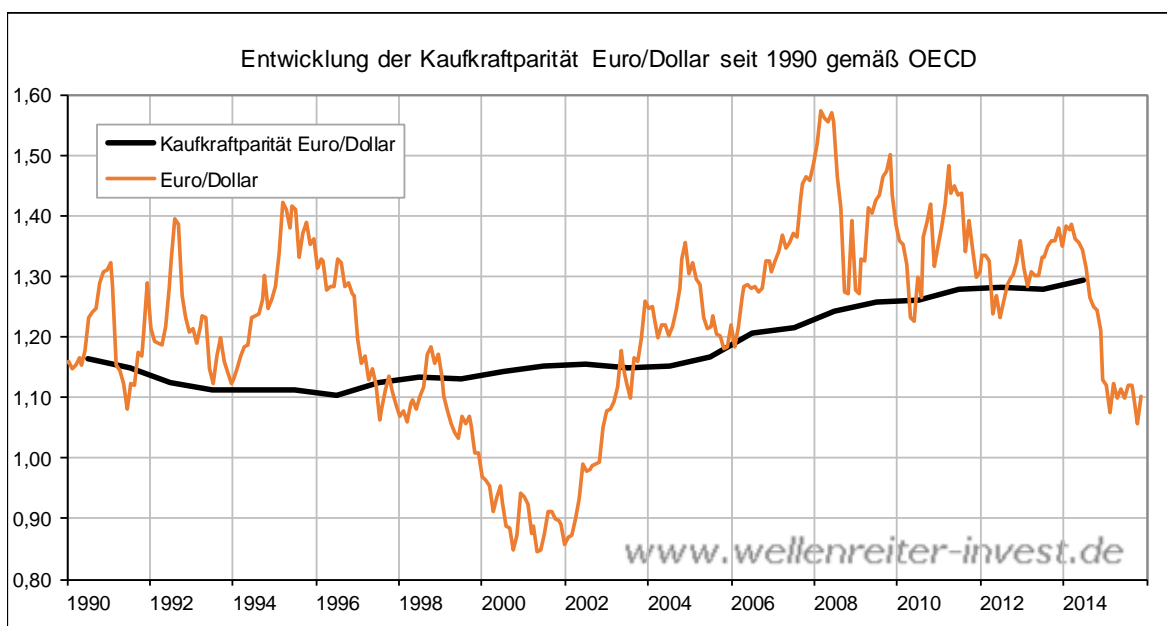


Abb. 4.6: Entwicklung der Kaufkraftparität Euro/Dollar

Die Kaufkraftparität ist in den letzten 25 Jahren als stabil anzusehen, sie befindet sich in dieser Dekade in einem schleichenden Aufwärtstrend. Der Euro/USD schwankt in um etwa 30 Prozent um dieses Niveau. Er derzeit um etwa 15 Prozent unterbewertet.

Über Kaufkraftparitäten lässt sich trefflich streiten. Eurostat hat zu diesem Thema ein 448 Seiten langes, über das Internet abrufbares Handbuch erstellt, das für Wissenschaftler eine Fundgrube darstellen sollte. Uns genügt die Erkenntnis, dass sich der faire Wert des Euro/Dollar nach dieser Methode höchstwahrscheinlich oberhalb der Marke von 1,20 befindet.

Am US-Terminmarkt besitzen die Commercials momentan eine historisch große Netto-Long-Positionierung. nach ihrer Positionierung liegt der faire Wert des Euro/USD etwa im Bereich um 1,20. Die internationalen Fondsmanager sehen laut Dezember-Umfrage von Bank of America/Merrill Lynch den fairen Wert des Euro/USD im Bereich um 1,10.

Der „faire Wert“ mag zwar eine langfristige Orientierungsgröße sein, ist für die Trendbestimmung aber nur dann hilfreich, wenn extreme Abweichungen vorhanden sind, die auf einen nahenden Trendwechsel hindeuten.

Tendenziell wertet eine Währung auf, wenn sie einer geringeren Inflation als die andere Währung unterliegt. Da die USA eine höhere langjährige Inflationsrate aufweisen als der Euroraum, legt der Euro tendenziell gegenüber dem US-Dollar zu. Dies ist auf dem folgenden Chart gut erkennbar.

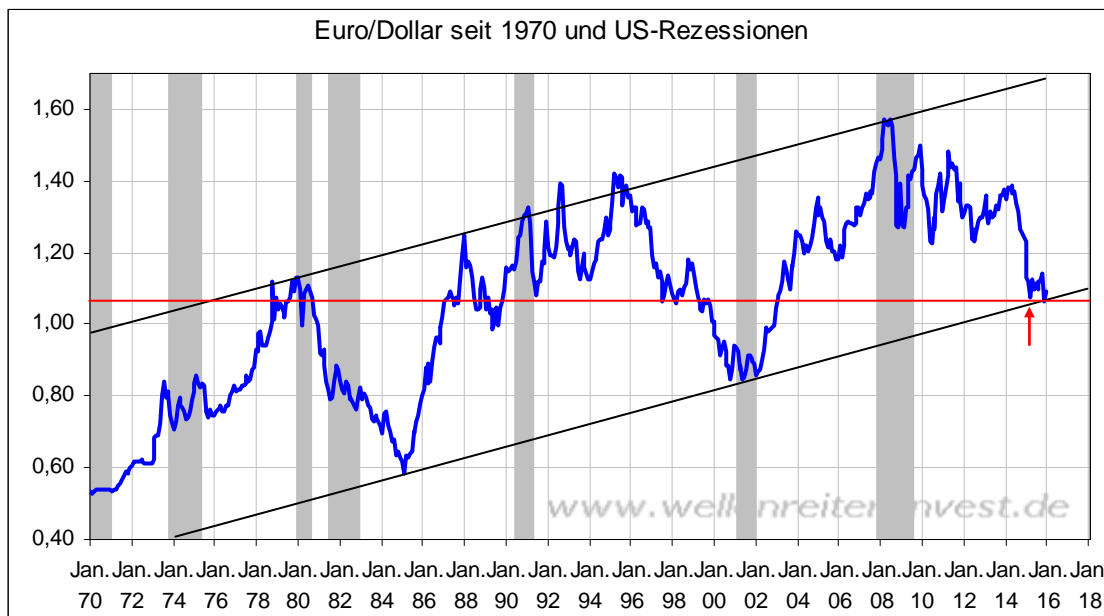


Abb. 4.7: Euro/Dollar langfristig

Der Blick auf den langfristigen Chart verrät mehrere Aspekte. Zum einen verläuft der Euro/USD in einem langfristigen Aufwärtstrend. Zum anderen bedeutet eine US-Rezession nicht zwingend eine Trendwende. In den US-Rezessionen von 1974 und 1982 wurde der vorherrschende Trend lediglich unterbrochen, bevor er sich fortsetzte. Preishochs ergaben sich 1980, 1990 und 2008, genauso wie ein Preistief (2001).

Das untere Ende des Trendkanals verläuft momentan im Bereich der Parität und ist in 2015 fast punktgenau angelaufen worden. Der Trend ist weit gelaufen und hat bei 1,05 einen wichtigen Zielbereich erreicht (roter Pfeil obiger Chart). Würde man die Monatstiefs berücksichtigen, verlief die Unterstützung genau auf der Parität.

Das langfristige Trendbild lässt zudem einen Zyklus von etwa 15 Jahren erkennen. Beginnend mit dem Ende der Goldbindung zu Beginn der 70iger Jahre ergibt sich ein Preistief im Februar 1985, im Oktober 2000 und bisher im März 2015.

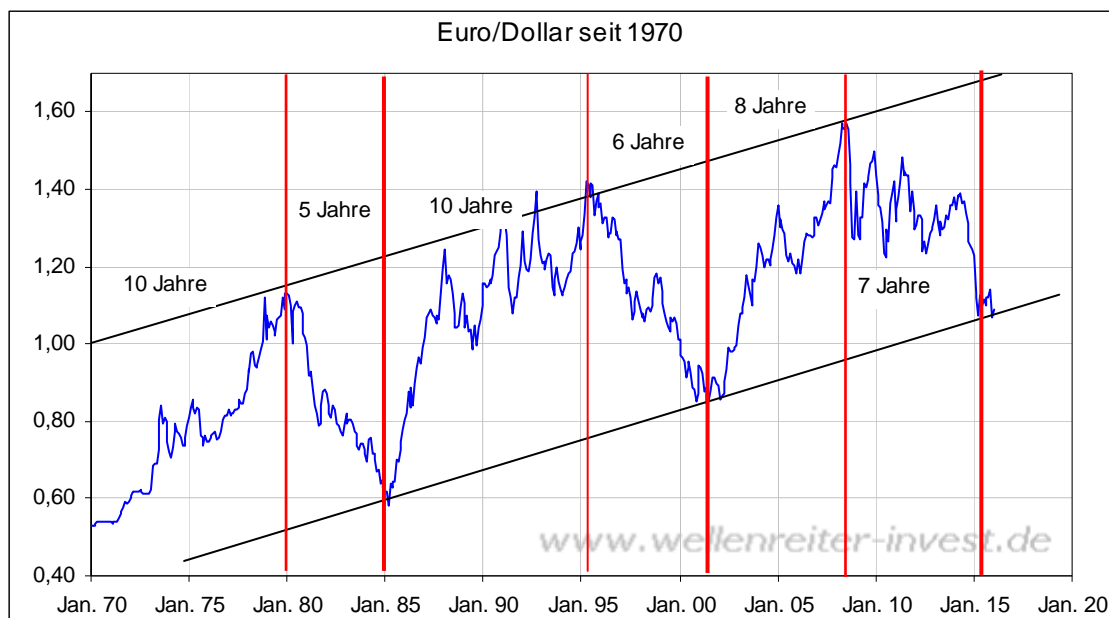


Abb. 4.8: Euro/Dollar Zeitzyklus

Den Tiefpunkten standen wichtige Hochpunkte im April 1985 und im Juli 2008 gegenüber, wobei das sekundäre Hoch im Dezember 2009 dem Gedanken des 15-Jahreszyklus wesentlich näherkommt.

Die letzte große Bodenbildung im Euro/USD gestaltete sich als ein langwieriger Prozess. Es bildeten sich drei Preistiefs im Oktober 2000, im Juni 2001 und ein finales Preistief auf höherem Niveau im Februar 2002. Erst nach 16 Monaten drehte der Trend nachhaltig nach oben. Vom ersten Preistief ausgehend dauerte der Trend knapp 8 Jahre, 7 Jahre vergingen ausgehend vom Doppeltief im Jahr 2001. Auch der laufende Abwärtstrend hat die Marke von 7 Jahren erreicht. Die Bewegung befindet sich in einem reifen Stadium.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sich ein kompletter Zyklus weiterhin auf 15 bis 16 Jahre aufaddiert, sodass das zyklische Tief im Euro/Dollar bis spätestens 2016 erfolgen sollte. Dabei stehen alle Fünferjahre für einen Extremwert:

- Anfang 1975 – temporäres Hoch
- Anfang 1985 – primäres Tief
- Anfang 1995 – primäres Hoch
- Anfang 2005 – temporäres Hoch
- Anfang 2015 - Tief

Stellt der Tiefpunkt vom März/April 2015, der im November 2015 fast punktgenau wieder angelaufen wird, bereits ein wichtiges Preistief dar?

Die divergierende Zinspolitik zwischen Europa und den USA ist dabei ein Thema, das den Euro auf den ersten Blick unattraktiver macht. Das QE-Programm in Europa läuft noch mindestens bis März 2017. Wir wollen die Entwicklung in Japan, die vor der EZB den Entschluss zu einem QE-Programm getroffen hat, mit der Entwicklung des Euro/USD-Kurses vergleichen.

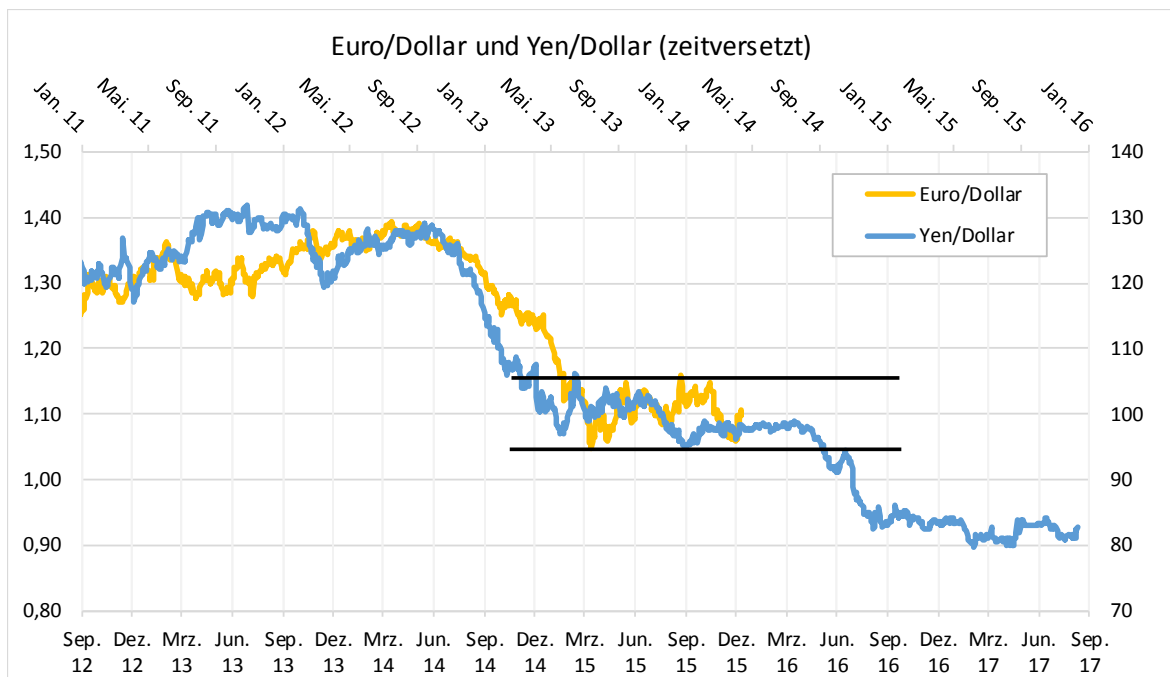


Abb. 4.9: Euro/Dollar und Yen/Dollar (zeitversetzt)

Die Ankündigung eines QE-Programms führte im Dollar/Yen innerhalb von sieben Monaten zu einer 30prozentigen Abwertung, die anschließend über 15 Monate konsolidiert wurde. Die Ankündigung der Bank of Japan, das QE-Programm auszuweiten, führte zu einer neuen Trendbewegung von etwa drei Monaten. Per Saldo stagniert das Währungspaar seit einem Jahr.

Der Euro/USD reagierte auf das QE-Programm mit einer Abwertung von knapp 30 Prozent sehr ähnlich, benötigte für die Bewegung allerdings etwas länger, nämlich 10 Monate. Seit 9 Monaten handelt er seitwärts. Läuft der Euro/USD ähnlich wie der Yen/USD, dann müsste er in Richtung (Früh-) Sommer noch einmal abwerten.

Dazu müsste die EZB entweder analog zu der Entwicklung in Japan ihr QE-Programm noch einmal aufstocken, was allerdings nur in einer schlechten wirtschaftlichen Situation realistisch erscheint. Oder die US-Notenbank müsste die Leitzinsen weiter anheben. Dies würde zu einer Vergrößerung der Zinsspanne führen, was den Euro/USD noch einmal auf neue Tiefs in Richtung Herbst 2016 drücken würde.

Aufgrund unserer Ausführungen im Kapitel Konjunktur/Inflation ist die Option, dass die EZB ihr Kaufprogramm pro Monat noch einmal ausweiten wird, die wahrscheinlichere Variante. Damit könnte der Euro/USD noch einmal im zweiten Quartal 2016 gedrückt werden. Daraus würde dann keine neue mittelfristige Trendbewegung entstehen, sondern eine Trendbewegung von einigen Wochen bis maximal einem Quartal. Ob der Euro/USD dabei wie im Vergleich mit dem Yen/USD in den 0,90iger Bereich fällt oder aber nur bis zur Parität, ist am Ende dem Umfang einer solchen Maßnahme geschuldet. Ohne eine solche Maßnahme wäre eine breite Seitwärtsbewegung zu erwarten.

Wie gestaltet sich der Euro/Dollar aus Realzinssicht? 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. Als Faustregel gilt: Je positiver der Realzins, desto attraktiver die Währung. Nachfolgend haben wir die Realzins-Differenz zwischen Deutschland und den USA gemeinsam mit dem Verlauf des Euro/Dollar charttechnisch abgetragen.

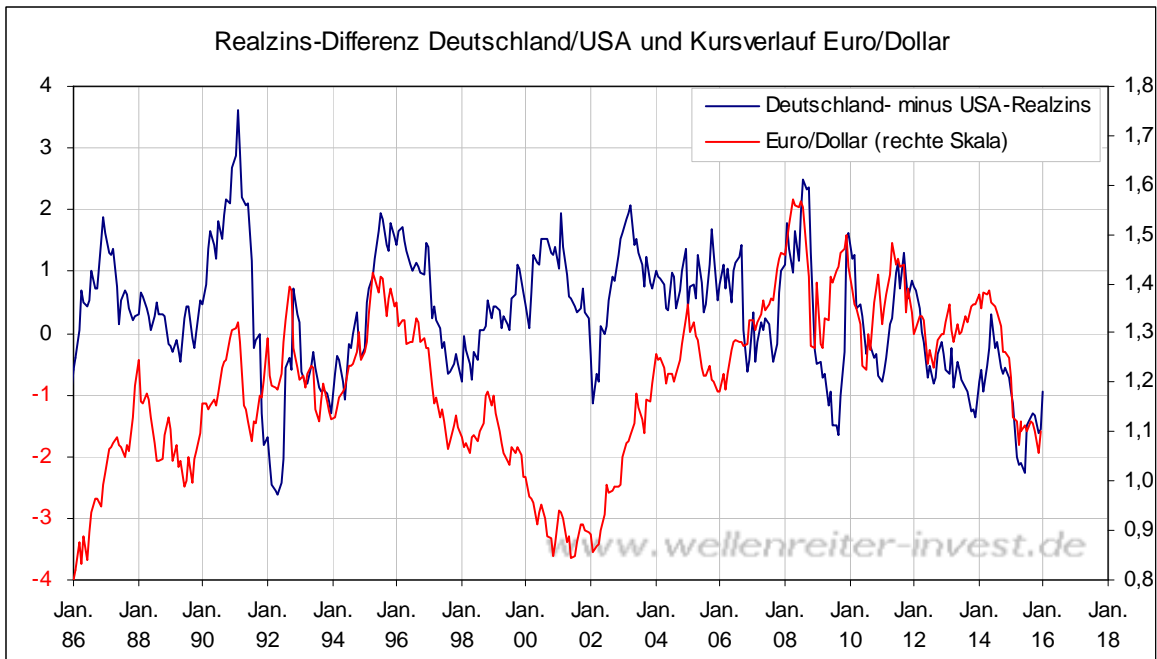


Abb. 4.10: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Zum Vergleich stellen wir die Entwicklung der nominalen Zinsdifferenz im folgenden Chart dar. Die nominale Zinsdifferenz lässt die Betrachtung der Inflation außen vor.

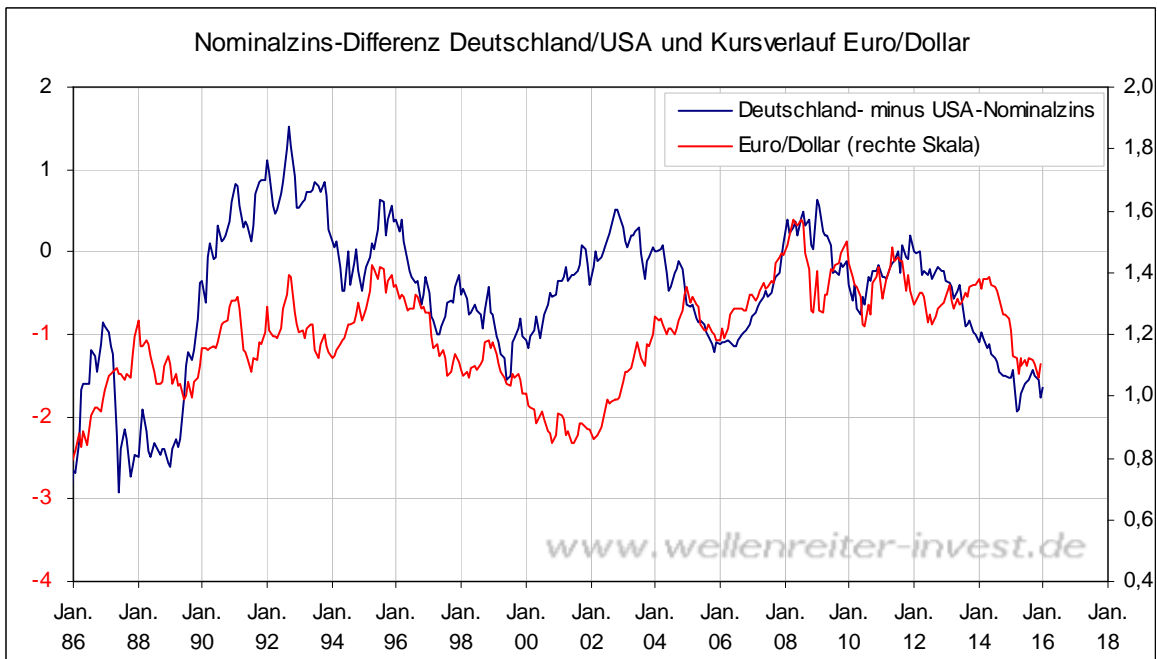


Abb. 4.11: Nominazins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Während die nominale Zinsspanne noch deutlich gedehnt ist, verringert sich die Realzinsdifferenz bereits seit der Jahresmitte 2015 zugunsten Deutschlands. Zuvor befand sie sich an einem historischen Tiefpunkt. Der Euro wirkt aus Sicht von Nominal- und Realzinsdifferenz unterstützt. Die Zinsdifferenzen sprechen kurzfristig für eine Gegenbewegung des Euro/USD und übergeordnet gegen Kurse unterhalb der Parität.

US-Wahljahre sind üblicherweise keine Offenbarung für den Euro. Während er durchschnittlich 2 Prozent zulegt, verliert er in Wahljahren durchschnittlich 4 Prozent.

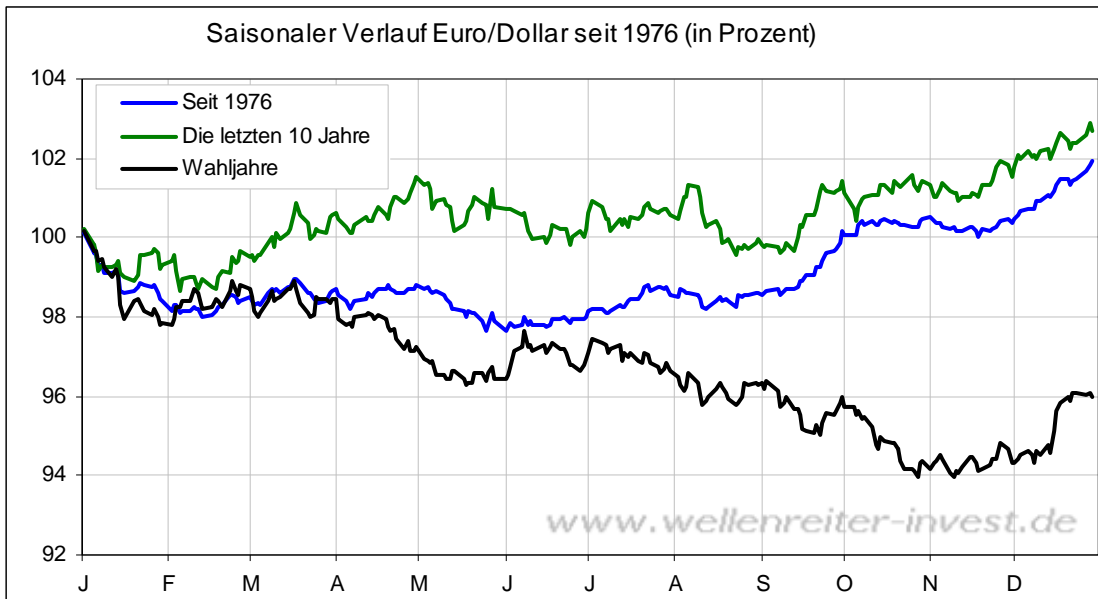


Abb. 4.12: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar

Der Euro/USD koppelt sich ab April bis in den Oktober negativ von seinem Durchschnittsverlauf ab. Sollte der Euro/USD sich an seinem Verlauf in Wahljahren orientieren, dann würden sich die Rohstoffpreise im Jahr 2016 nicht erholen. Der Euro/Dollar weist eine hohe positive Korrelation mit fallenden Rohstoffpreisen auf.

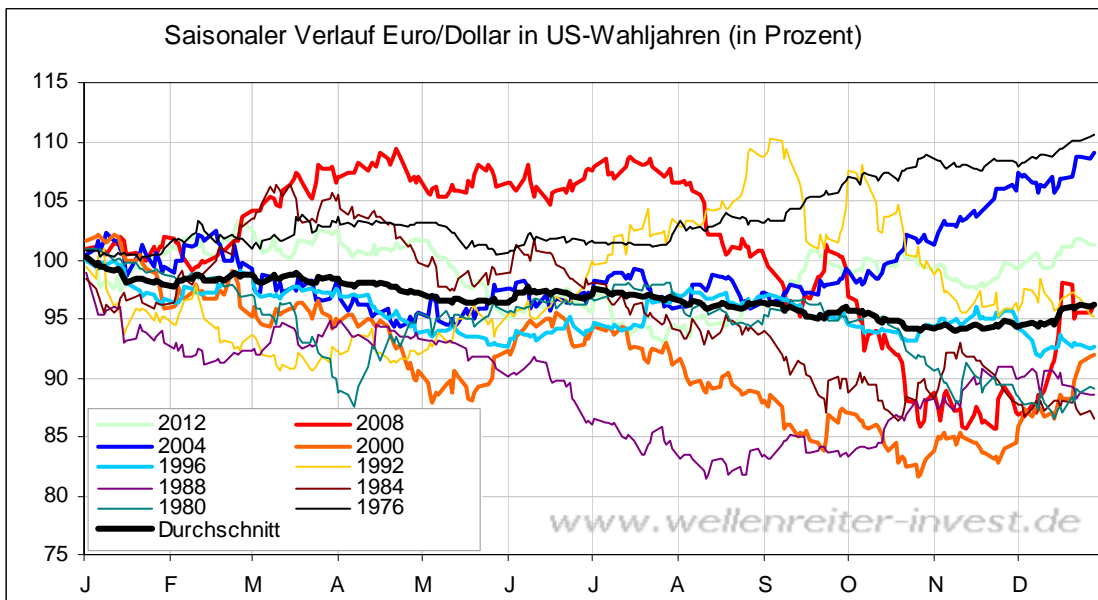


Abb. 4.13: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar in Wahljahren

Die besten Jahre des Euro in US-Wahljahren - 1976 und 2004 – wurden von sich erholenden Rohstoffpreisen begleitet.

## **Fazit**

Der Euro/USD befindet sich übergeordnet in einem Abwärtstrend, dessen Momentum abgenommen hat. Die Zinsdifferenzen stützen den Euro/USD auf dem aktuellen Niveau, der in „Risk off“-Zeiten am Kapitalmarkt zur Stärke neigt (siehe August 2015). Insofern ist eine temporäre Befestigung des Euro/USD im ersten Halbjahr möglich, die bis in den Bereich 1,15-1,20 gehen kann.

Die weitere Notenbankpolitik wird ein wichtiger Faktor im Hinblick darauf sein, ob der Euro/USD ab dem zweiten Quartal zu neuer Schwäche neigen und auf neue Verlaufstiefs fallen wird. Sollte es zur Ausweitung der quantitativen Maßnahmen seitens der EZB kommen, sind Kurse um die Parität zu erwarten. Damit würde es zu einem Test der langfristigen Aufwärtstrendlinie kommen. Ein Unterschreiten der Parität, wie es der Vergleich mit der Entwicklung im Japanischen Yen suggeriert, ist dabei nicht unser präferiertes Szenario.



### 4.3. Dollar/Yen

Der Yen ist eine tendenziell deflationäre Währung – zumindest war er dies in den Jahren 1990-2014. Eine solche Währung zeigt üblicherweise relative Stärke. Gegenüber dem Dollar wertet die Währung normalerweise auf, der Dollar/Yen wertet demnach ab.

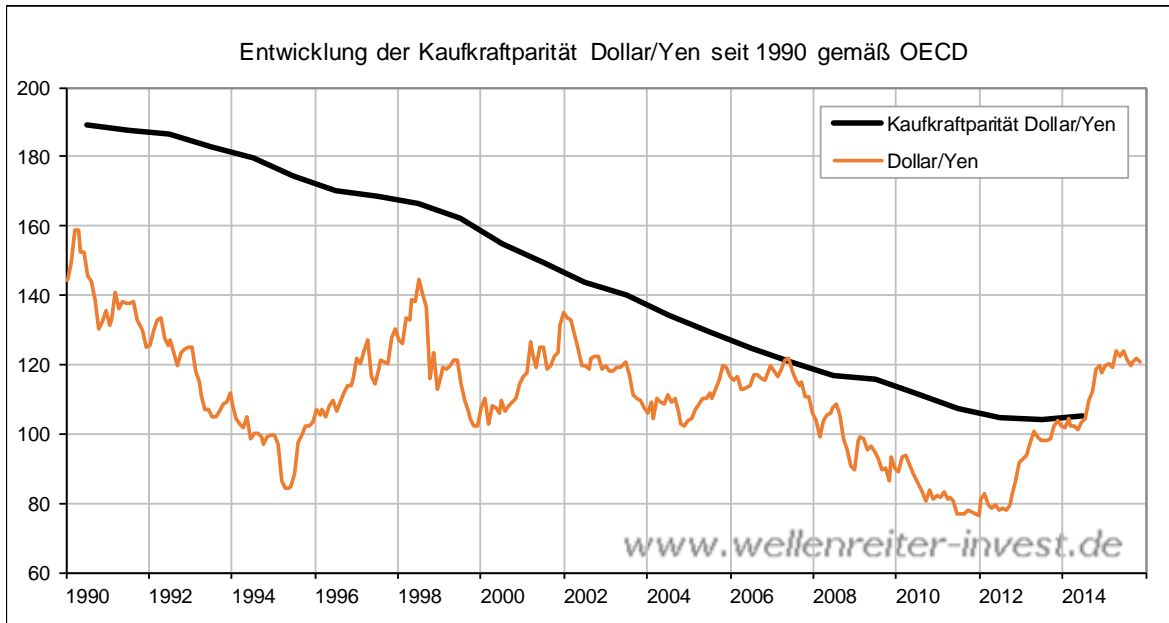


Abb. 4.14: Kaufkraftparität Dollar/Yen

Aus Sicht der Kaufkraftparität war der Dollar/Yen lange Zeit unterbewertet. Die Abwertung des Yen durch die japanische Notenbank ab dem Jahr 2012 ließ den Dollar/Yen über seinen fairen Wert springen. Zumindest aus Sicht der Kaufkraftparität war ein derart starker Anstieg nicht gerechtfertigt. Der Big-Mac-Index bestätigt dies, indem er eine Yen-Unterbewertung von etwa 25 Prozent aufweist. Die OECD sieht eine faire Bewertung des Dollar/Yen bei 105. Der Dollar/Yen müsste 13 Prozent verlieren, um dorthin zu gelangen.

Der Blick auf die Realzinsdifferenz USA/Japan und den Dollar/Yen zeigt bereits seit Anfang 2014 eine Umkehr. Der Realzins wurde um den Effekt der Mehrwertsteuererhöhung bereinigt.

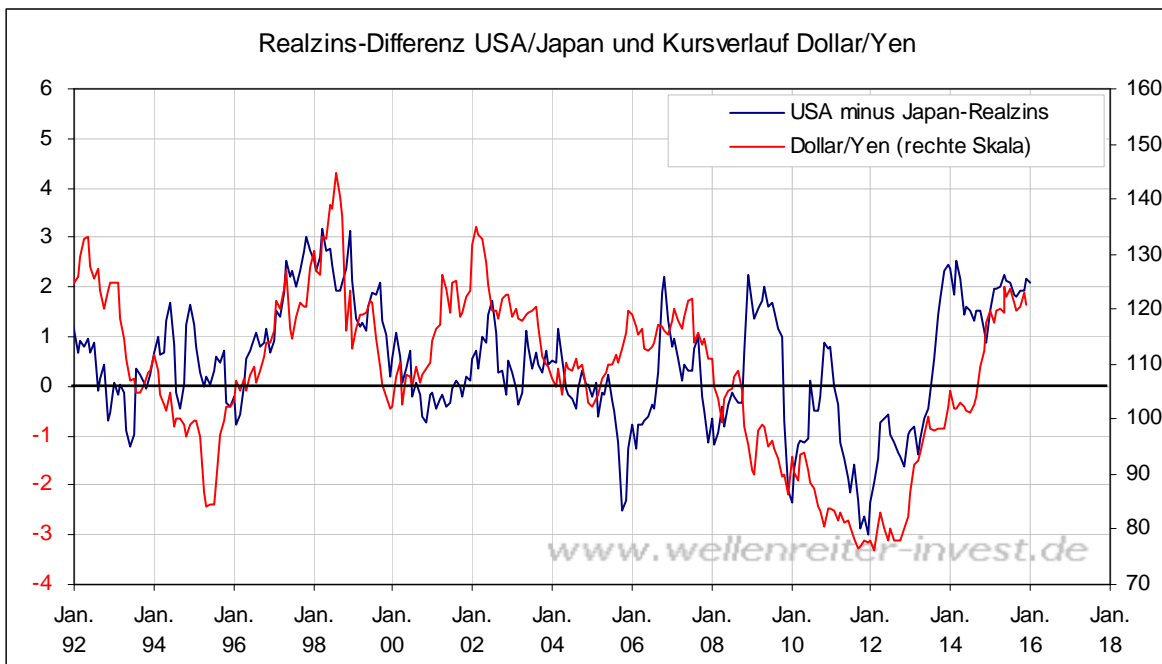


Abb. 4.15: Realzins-Differenz USA/Japan

Die Realzinsdifferenz befindet sich nahe dem historischen Hoch des Jahres 1998. Sie zeigt an, dass ein weiterer Anstieg des Dollar/Yen von der Realzinsdifferenz nicht gedeckt wäre.

Beschränkt man die Betrachtung auf die nominale Zinsdifferenz ohne Berücksichtigung der Inflationsraten, so wird das Überschießen des Dollar/Yen erst recht deutlich.

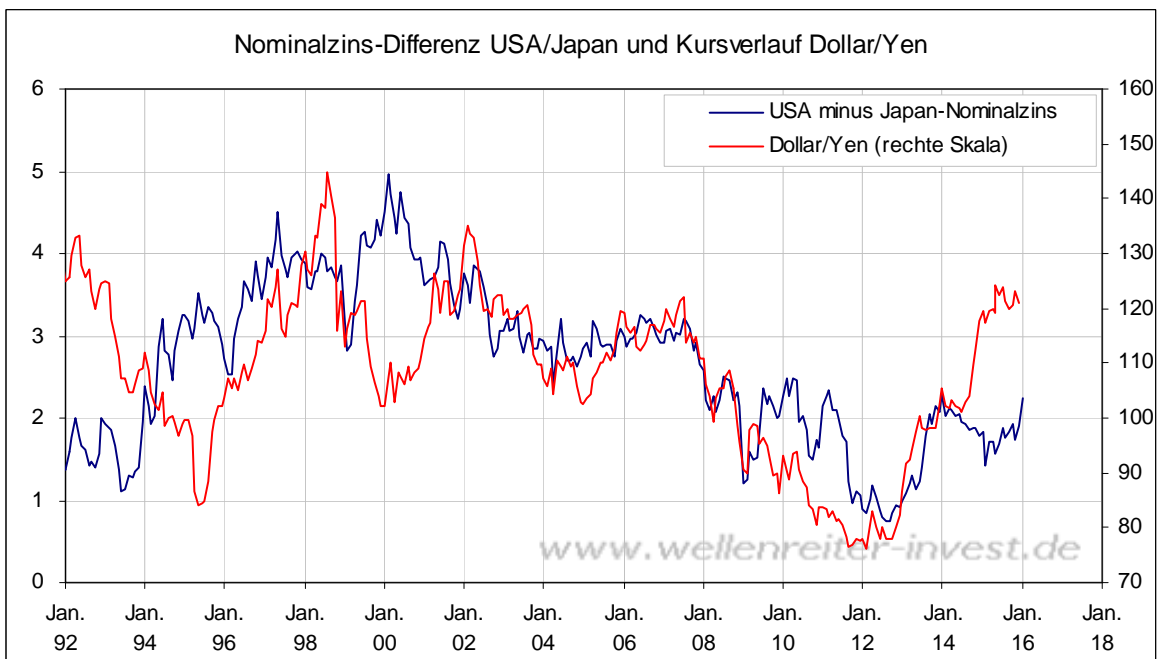


Abb. 4.16: Nominalzins-Differenz USA/Japan

Real- und Nominalzins rechtfertigen eine Abschwächung des Dollar/Yen.

Der Dollar/Yen erreichte bei 123 Punkten ein wichtiges Ziel. Dieses bezeichnet unter anderem den Hochpunkt des Jahres 2007.



Abb. 4.17: Dollar/Yen Tageschart seit 1988

Der Dollar/Yen könnte jetzt eine Tasse-Henkel-Formation ausbilden. Die Ausbildung des rechten Henkels würde eine Konsolidierungsphase darstellen, die sich am Ende als Trendfortsetzungsformation erweisen würde. Unter dem Gesichtspunkt Zeit wäre ein Rückgang im ersten Halbjahr bis in den Bereich 110 denkbar, bevor sich der USD/Yen wieder erholen kann. Auch in Japan ist zu erwarten, dass die Bank of Japan weitere Versuche unternehmen würde, den Yen mit stärkeren quantitativen Maßnahmen zu schwächen.

#### 4.4 Rohstoff-Währungen

Die Rohstoff-Währungen haben in den vergangenen Jahren deutlich an Fahrt verloren. Wir stellen nachfolgend den Verlauf der wichtigsten Rohstoff-Währungen seit dem Jahr 2005 dar. Um die Währungen vergleichen zu können, haben wir sie indexiert.

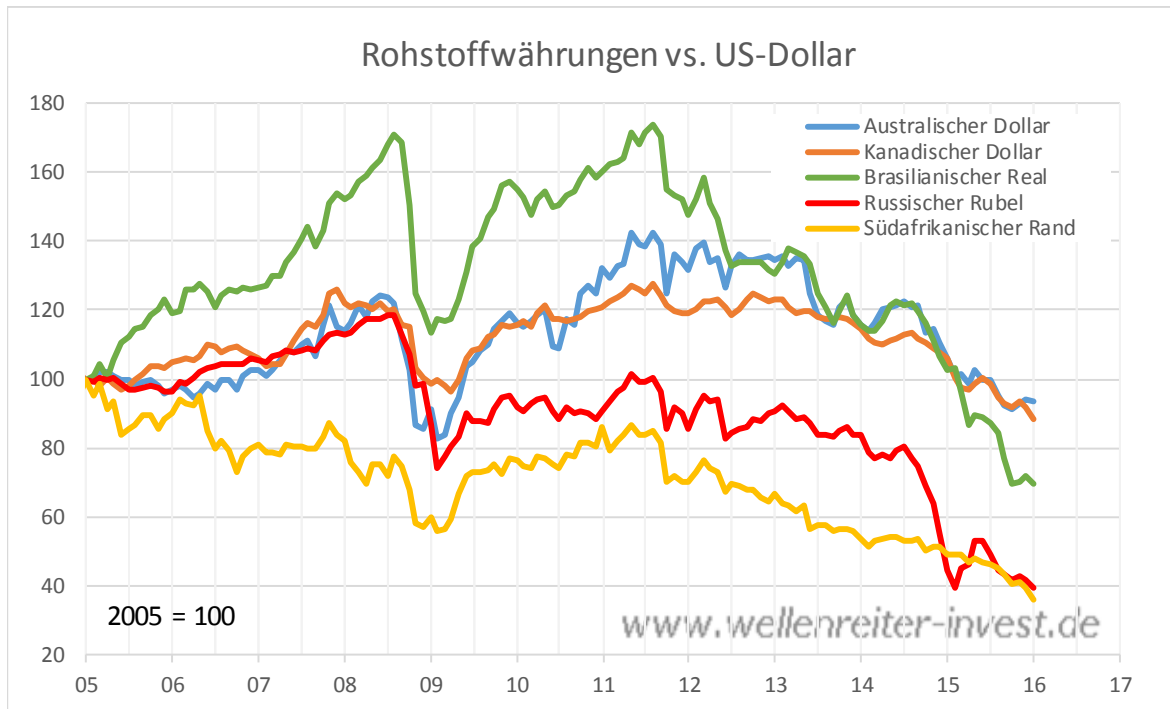


Abb. 4.18: Rohstoff-Währungen

Die beiden „Schwachwährungen“ sind der Rubel und der Rand. Beide verloren seit 2005 mehr als 60 Prozent gegenüber dem US-Dollar. Beide Länder zeichnet eine überdurchschnittlich hohe Inflationsrate aus. Vergleichsweise glimpflich ergeht es dem australischen und dem kanadischen Dollar, die beide bis ins Jahr 2011 Stärke zeigten, aber dann den fallenden Rohstoffpreisen Tribut zollen mussten. Wir wollen nachfolgend den australischen Dollar und den kanadischen Dollar analysieren, da beide Währungen mit wichtigen Rohstoffpreisen korrelieren.

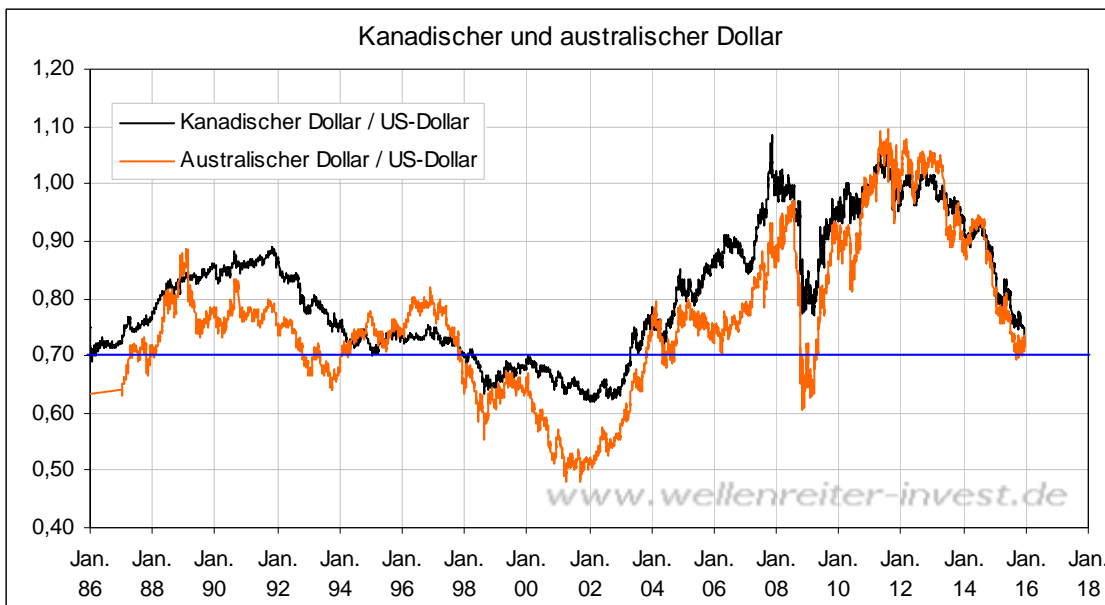


Abb. 4.19: Kanadischer und australischer Dollar

Beide Währungen entwickeln sich gemeinsam in die gleiche Trendrichtung, der australische Dollar ist allerdings die volatilere Währung. Momentan ergibt sich eine Divergenz bei den beiden Währungspaaren, denn der australische Dollar/USD notiert oberhalb des Preistiefs von 2008, der kanadische Dollar/USD notiert allerdings darunter.

Eine Erklärung für die Divergenz ist die relative Stärke der „goldenen Währung“ des australischen Dollar. Der Bereich um 0,70 hat sich in den Jahren 2004 und 2006 als Unterstützung für australischen Dollar ergeben – dieses Niveau gilt auch als Unterstützung für den kanadischen Dollar.

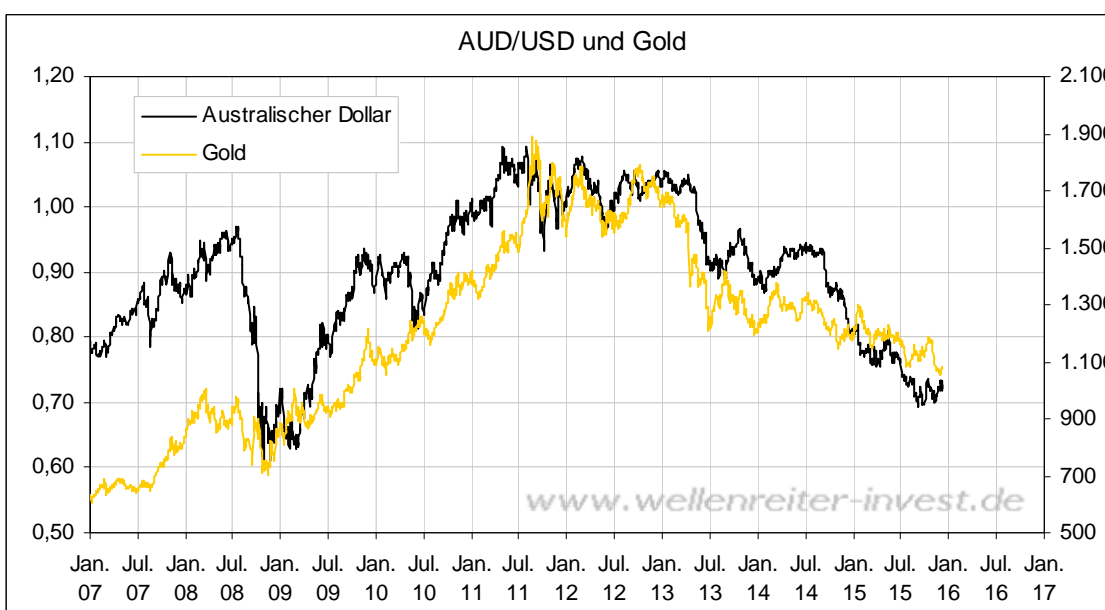


Abb. 4.20: Australischer Dollar und Gold

Der Goldpreis war im Herbst 2008 auf unter 800 USD gefallen und notierte zuletzt im Tief bei 1.050 USD deutlich höher – und so tat es der australische Dollar/USD. Der australische Dollar/USD hat im September 2015 ein Preistief ausgebildet und stabilisiert sich. Die Formation kann als Konsolidierung in einem intakten Abwärtstrend angesehen werden. Eine Trendwendeformation zu antizipieren ist zunächst schwierig.

Ein unteres Umkehrmuster im australischen Dollar wäre für eine Bodenbildung im Goldpreis (in US-Dollar) wichtig, zumindest wurde das Goldpreistief Anfang Dezember nicht von der „goldenen Währung“ bestätigt.

Die Korrelation des australischen Dollar zum Goldpreis entspricht der Korrelation des kanadischen Dollar zum Ölpreis. Ein fallender kanadischer Dollar geht meist mit einem fallenden Ölpreis einher. Im Gegensatz zum Ölpreis begann der Abwärtstrend des Währungspaares bereits im Sommer 2012.

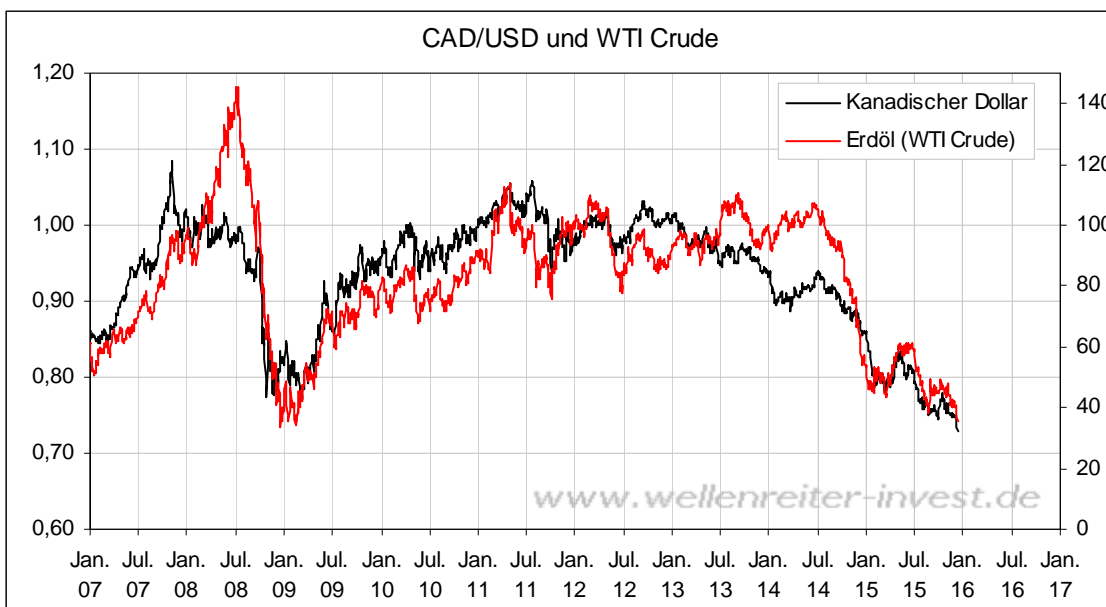


Abb. 4.21: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl

Der kanadische Dollar/USD unterbietet bereits das Preistief vom Winter 2008/09. Im langfristigen Chart ist mit 0,70 allerdings ein langfristiger Unterstützungsbereich nicht mehr allzu weit entfernt. Für den Ölpreis ist die Schwäche des kanadischen Dollar ein Hinweis darauf, dass neue Tiefs unter dem Niveau von 2008/09 realistisch sind. Ob diese Schwäche für den Ölpreis bedeutet, dass er noch auf 30 USD oder weniger fällt, untersuchen wir im Rahmen der Betrachtung des Ölpreises. Der Abwärtstrend des kanadischen Dollar ist als völlig intakt anzusehen. Unter der Annahme, dass die langfristige Unterstützung bei 0,70 wieder als Auffangnetz fungieren kann, bleibt trotzdem festzuhalten, dass ein solch starker Abwärtstrend einige Zeit benötigen wird, bis sich ein Preisboden bilden kann.

## 4.5 Schweizer Franken

Der US-Dollar/ Franken bleibt seit 2001 in einem intakten Abwärtstrend. Dem Paniktief in 2011 folgt eine Seitwärtsphase, die seit drei Jahren im Bereich knapp oberhalb der Parität ihre obere Begrenzung hat. Die Abwärtsdynamik hat sich allerdings reduziert, da sich in 2014 und 2015 höhere Preistiefs gebildet haben.

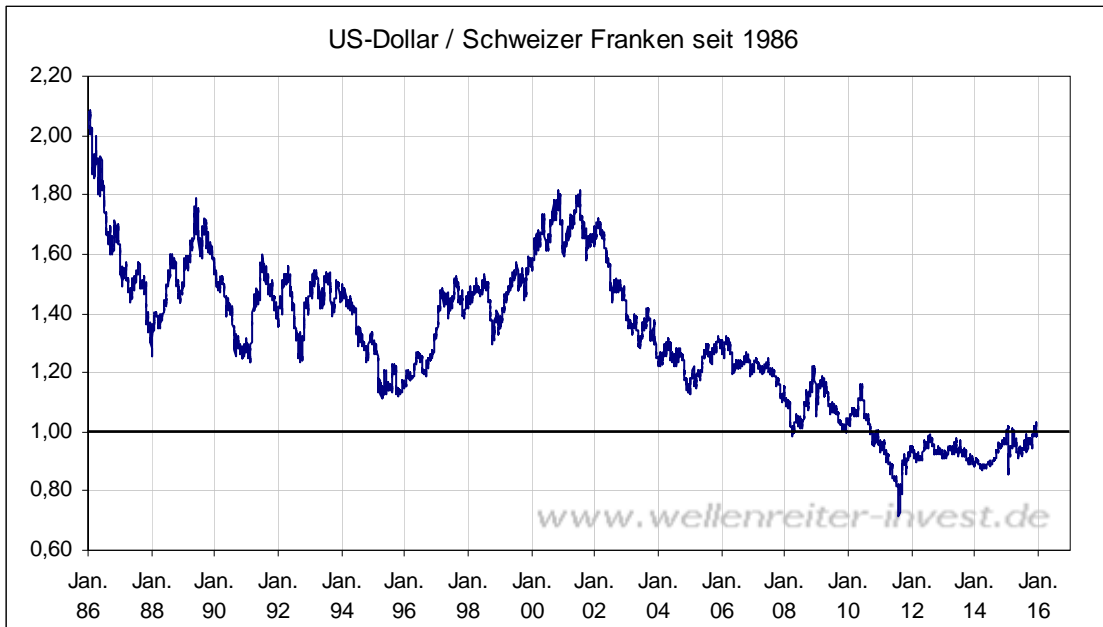


Abb. 4.22: US-Dollar/ Franken

Die Formation ist insbesondere unter dem Gesichtspunkt des Zeitfaktors bereits als recht reif anzusehen, so dass sich in 2016 zwei Optionen ergeben: Entweder zeigt sich ein nochmaliger Preisrückgang für die Ausbildung eines letzten Preistiefs, da der obere Bereich der Parität nicht übertroffen werden konnte. Oder der Rückgang geht preislich nicht mehr sehr tief, so dass sich nach einer weiteren Konsolidierungsphase ein Ausbruch auf der Oberseite einstellt, der Potential in den Bereich 1,15 verspricht.

Nach dem Willen der Politik ist die Frage nach einem Ausbruch auf der Oberseite nur eine Frage der Zeit. Die Entscheidung der SNB, ab dem 22. Januar 2015 nominal Negativzinsen zu erheben, dient dem Ziel der Schwächung des Schweizer Frankens. Dieses sollte erfolgreich sein, da in den USA die kurzfristigen Zinsen ansteigen. Daher besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit für einen Ausbruch des Dollar/Franken auf der Oberseite. Der Grund, warum die Maßnahme der SNB nicht längst erfolgreich war, lag an ihrer zweiten Maßnahme im Januar 2015. Die Aufgabe des Mindestkurses bei 1,20 im Währungspaar Euro/CHF führte zu einer deutlichen Aufwertung des CHF, die aber im USD zurückgehandelt wurde.

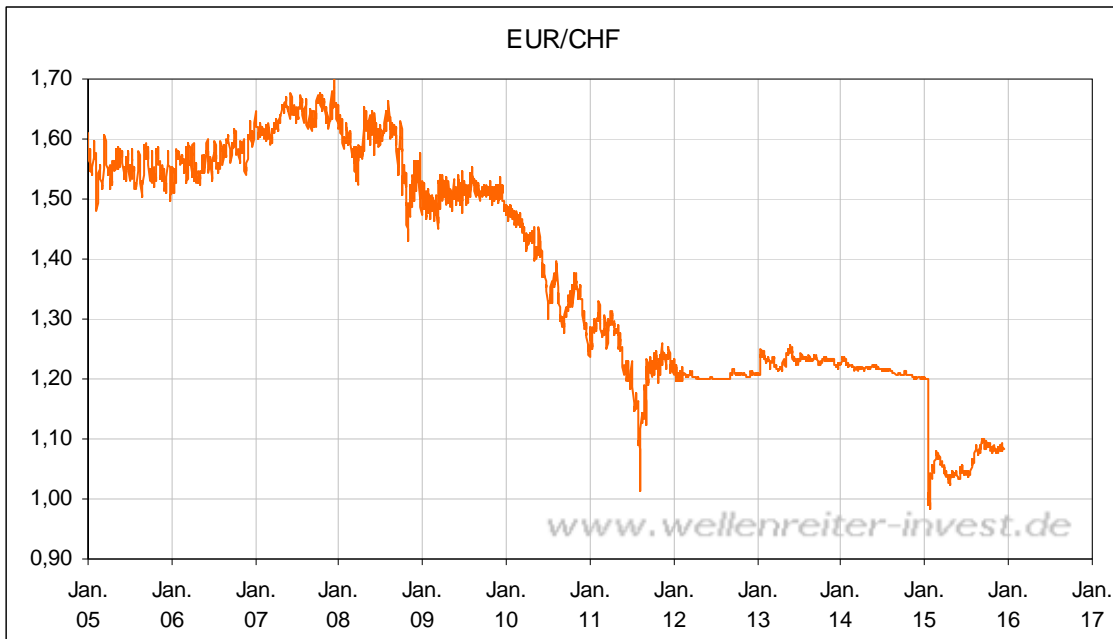


Abb. 4.23: Euro/Franken

Im Euro/CHF wurde mit diesem Schritt auch der Bereich der Parität getestet und nur kurzfristig unterboten. Die Erholung endete bei der Korrektur der Hälfte der Verluste im Bereich 1,10. Die Schwäche des Euros verhindert eine Erholung. Die Preisbewegung wirkt bisher korrektiv. Diese korrektive Bewegung kann sich zunächst fortsetzen, danach ist aber wieder neue Schwäche im Währungspaar zu erwarten. Dabei ist davon auszugehen, dass die Parität nicht unterschritten wird.

In der Nähe der Parität wären Interventionen der SNB zu erwarten, möglicherweise auch eine weitere Leitzinssenkung oder eine verstärkte quantitative Maßnahme, um den CHF zu schwächen. Das Problem der SNB ist letztlich das deflationäre Umfeld in der Schweiz. Dieses erschwert die Abschwächung der eigenen Währung.



## 5. Der Rohstoffmarkt

### 5.1 Sondereffekt El Nino

Das Jahr 2015 dürfte wohl als das wärmste Jahr der jüngeren Erdgeschichte in die Annalen eingehen. Dies ist nicht zuletzt dem Wetterphänomen „El Nino“ zu verdanken. Schon im bisher stärksten El-Nino Jahr 1998 wurden hohe Temperaturanomalien erreicht (siehe Pfeil folgender Chart).

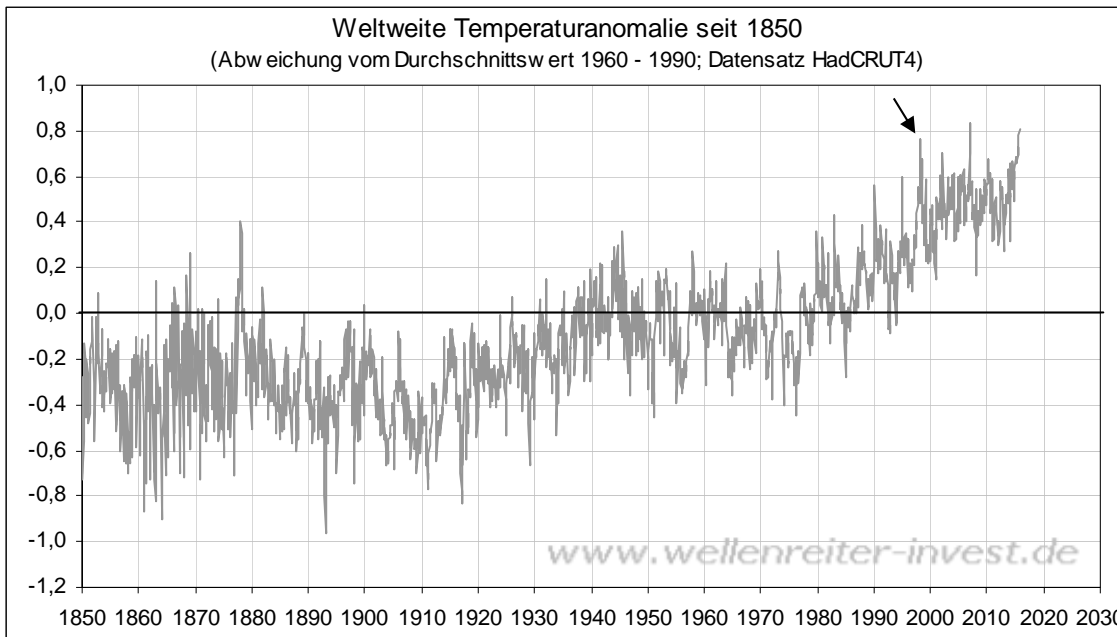


Abb. 5.1: Weltweite Temperaturanomalie seit 1850

Ein El Nino tritt alle drei bis sieben Jahre auf. Um die Weihnachtszeit (El Nino = „das Christkind“) erreicht er üblicherweise seine größte Intensität.

Der „Oceanic-Nino-Index“ beschreibt die wellenförmige Bewegung zwischen El-Nino-Jahren und seiner „kleinen Schwester“, den kalten La-Nina-Jahren. Der Index weist per Oktober 2015 einen Wert von 2,0 auf. Wie der folgende Chart zeigt, dürfte der laufende El Nino das Niveau des bisher stärksten El Nino (1997/98) erreichen.

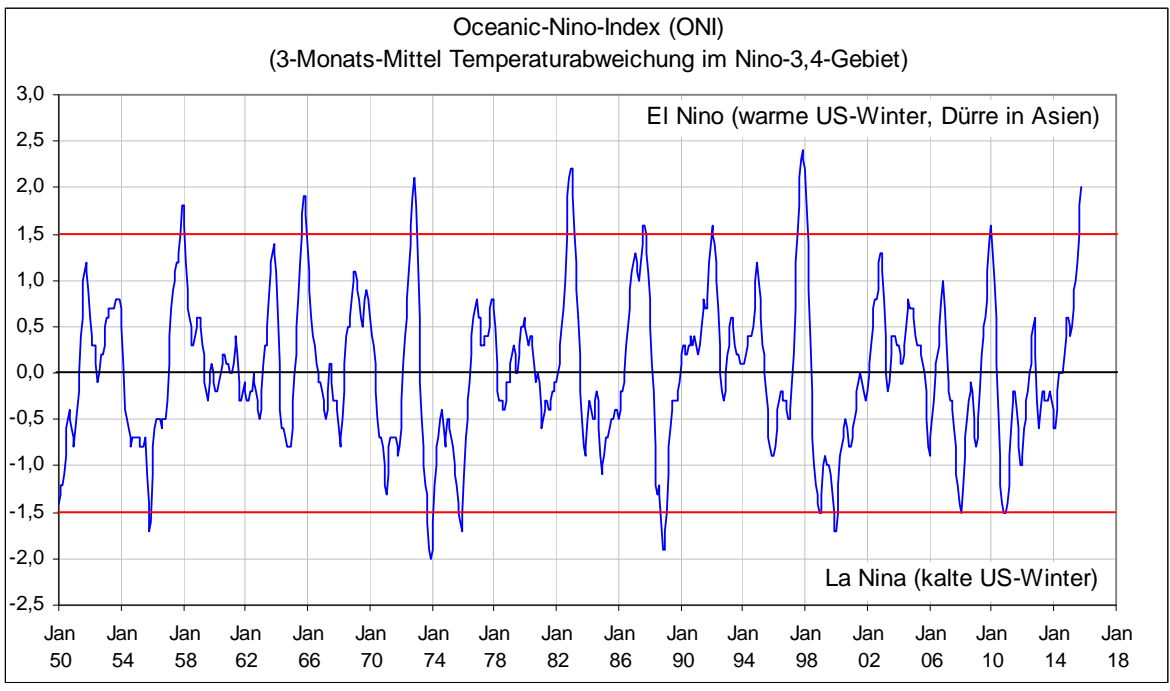


Abb. 5.2: Oceanic-Nino-Index

Ein El Nino löst Dürre in Asien sowie warme Winter im weitaus größten Teil des nordamerikanischen Kontinents aus. Die US-Wetterprognose für die kommenden drei Monate sieht positive Temperaturabweichungen vor (folgender Chart; Quelle: NOAA).

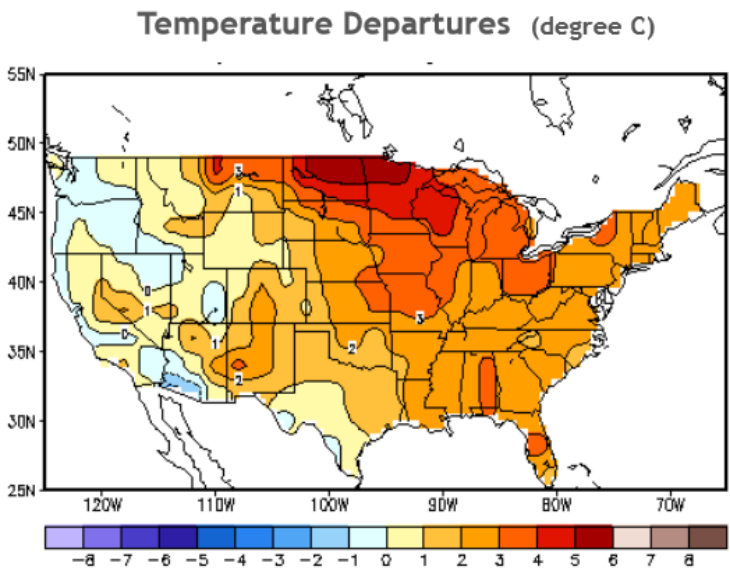


Abb. 5.3: Temperaturabweichung USA

Hohe Temperaturanomalien manifestierten sich bereits zu Beginn des Winters auf dem US-Kontinent. New York meldete Mitte Dezember 2015 vorweihnachtliche Temperaturen von 20 Grad Celsius. Eine Heizung wird kaum benötigt. Es ist nur plausibel, dass die Preise für Erdöl und Erdgas fallen. Das Wetterphänomen ist ein Aspekt für das Bonmot „Die Baisse nährt die Baisse“. Mehr dazu in den entsprechenden Kapiteln.

## 5.2 Rohstoffmarkt langfristig

Der Blick auf den Reuters CRB-Index zeigt die langfristige Dimension des „Abverkaufs-Spektakels“, das die Rohstoffe beschleunigt seit dem Sommer 2014 inszenieren. Die Tiefpunkte der Jahre 1999 und 2001 sind im Dezember 2015 unterschritten worden. Der Rohstoffmarkt bewegt sich auf das Nachkriegshoch von 1951 zu. Damals wurden die weltkriegsbedingt festgezurrten Rohstoffpreise freigegeben und sprangen nach oben (siehe Pfeil folgender Chart).

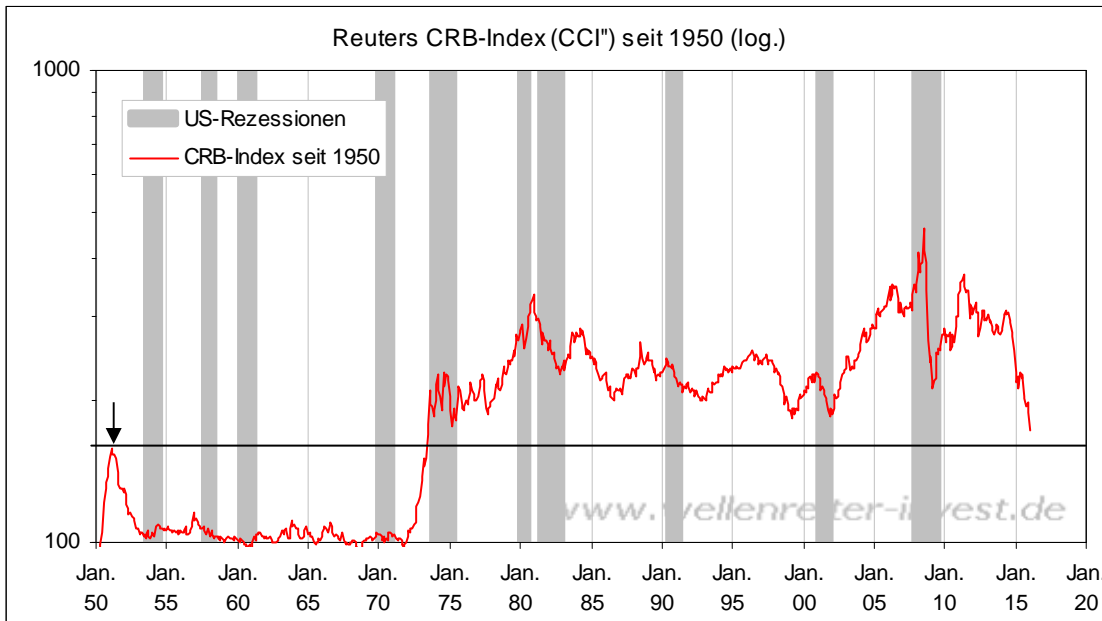


Abb. 5.4: Reuters CRB-Index

Der Reuters CRB-Index ist der älteste Rohstoffindex (seit 1957), auf den Finanzprodukte emittiert werden. Er wurde bis in die 1940er Jahre zurückgerechnet. Der Index zeichnet sich dadurch aus, dass er 17 Rohstoffe gleichgewichtet. Die Rohstoffe lassen sich wie folgt zuordnen: Agrar (34%), Softs (24%), Metalle (24%) und Energie (18%).

Interessanterweise „kopiert“ der Index schon seit einigen Dekaden sein dreißig Jahre zurückliegendes Verlaufsmuster. Das Jahr 2016 würde dem Jahr 1986 entsprechen (folgender Chart).

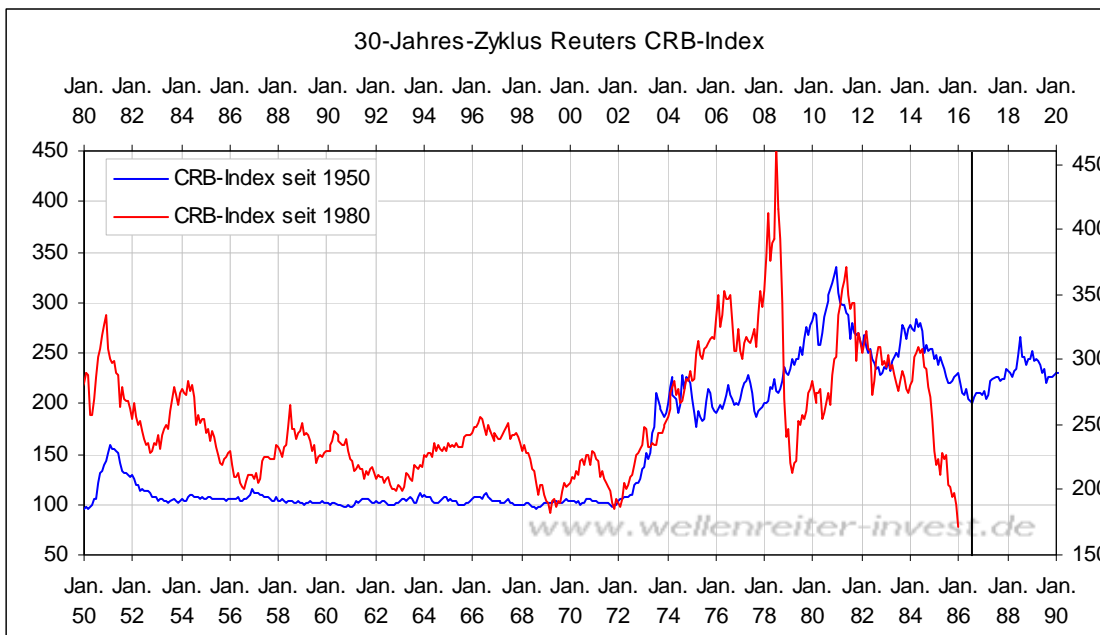


Abb. 5.5: Reuters CRB-Index Zyklus

Aufgrund dieses zyklischen Gedankens schrieben wir im vergangenen Ausblick, dass die Abwärtsbewegung der Rohstoffe erst Mitte 2016 beendet wäre. Wir haben jetzt eine entsprechende vertikale Linie eingezeichnet. Der genaue Zeitpunkt des Tiefs wäre der Juli 2016. Nun wäre es vermessen, an eine Punktlandung in einem 30-Jahres-Zyklus zu glauben, aber demnach wäre mit einem wichtigen mittelfristigen Preistief im Jahr 2016 zu rechnen.

Der Euro/Dollar korreliert mit dem CRB-Index. Tiefpunkte sind allerdings variabel und erfolgen selten zum gleichen Zeitpunkt. So lief der Euro/Dollar dem CRB-Index im Jahr 1985 voraus. 1999 war der CRB-Index zuerst unten, der Euro fiel noch zwei Jahre.

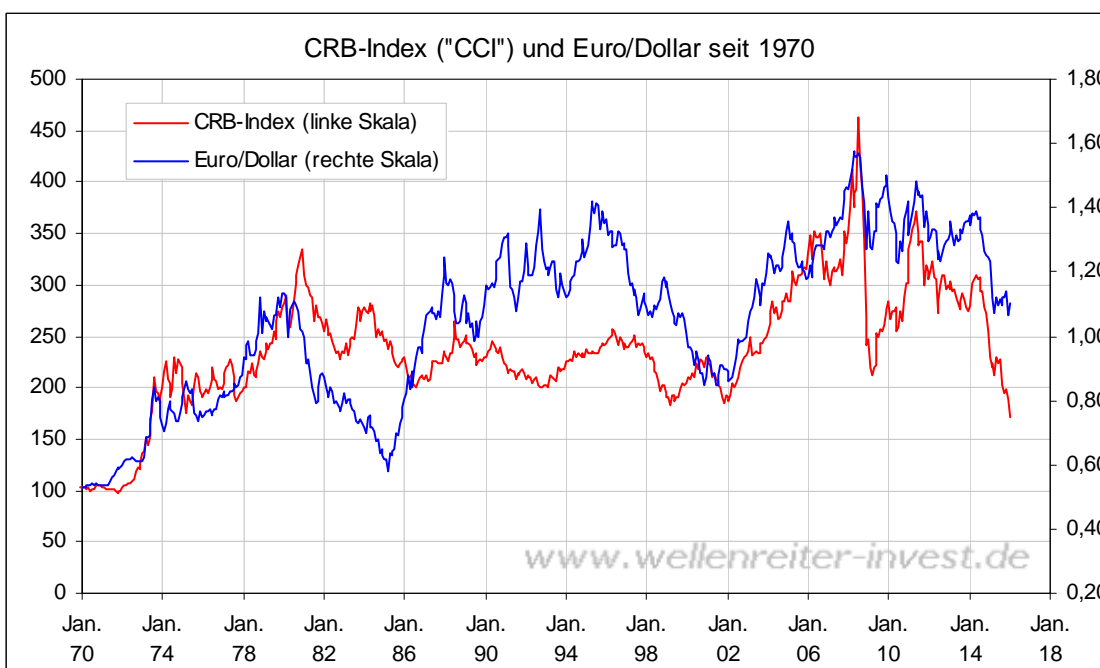


Abb. 5.6: Euro/Dollar und CRB-Index

Selbst wenn der Euro/Dollar sein Tief bereits markiert hätte, könnte der CRB-Index durchaus noch weiter fallen. Die beiden oberen Wendepunkte des Euro/USD im Sommer 2008 und im Sommer 2014 gingen mit signifikanten oberen Wendepunkten im Erdölpreis einher. Auch der Rückgang der Rohstoffpreise – und hier vor allem im Ölpreis – in der zweiten Phase der 90iger Jahre erfolgten gemeinsam mit einem fallenden Euro/USD. Auch wenn sich zeitweise Divergenzen ergeben, so erfolgen die großen Trendbewegungen zwischen den Rohstoffpreisen und Euro/USD gemeinsam.

Keine Überraschung stellt die positive Korrelation zwischen CRB-Index und der US-Inflationsrate dar. Aktuell zeichnet sich allerdings eine Divergenz ab. Während der CRB-Index weiter fällt, stieg die US-Inflationsrate zuletzt wieder leicht an.

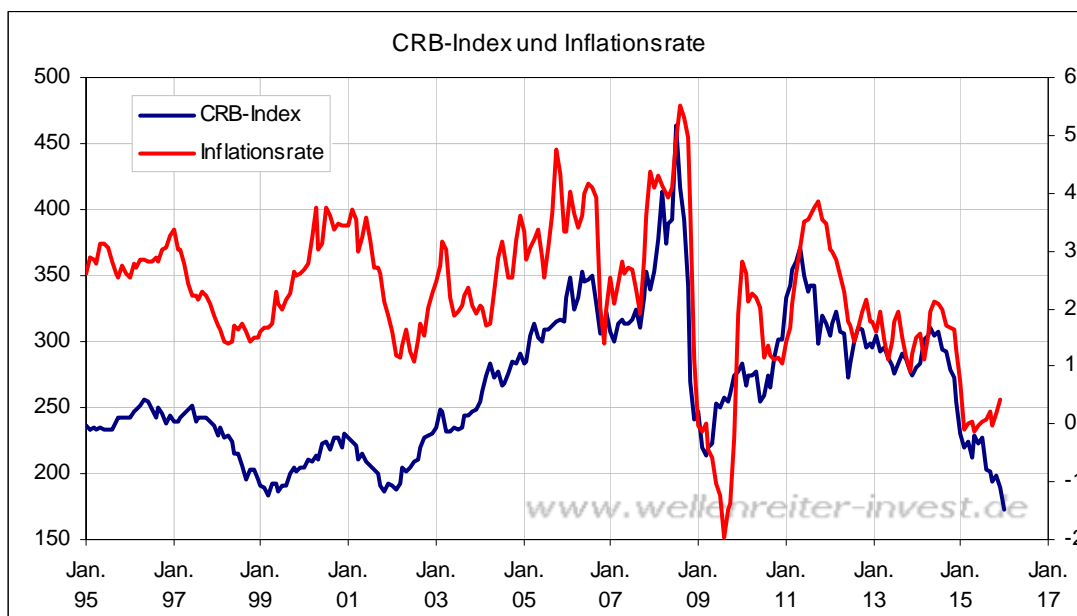


Abb. 5.7: CRB-Index und US-Inflationsrate

Eine dauerhafte Abkopplung findet nicht statt. Bei weiterer Rohstoffpreisschwäche würde auch die Inflationsrate im ersten Halbjahr 2016 wieder fallen, bevor Basis-effekte am Jahresende 2016 bei der Inflationsrate greifen würden.

## 5.2 Erdöl

Der Langfristtrend des Ölpreises bleibt intakt. Allerdings läuft der Ölpreis in Richtung seiner unteren Trendkanallinie. Erreichen würde er sie bei etwa 25 US-Dollar. Unter zyklischen Gesichtspunkten lassen sich Hochpunkte in Abständen von etwa 30 Jahren einzeichnen (rote Linien).

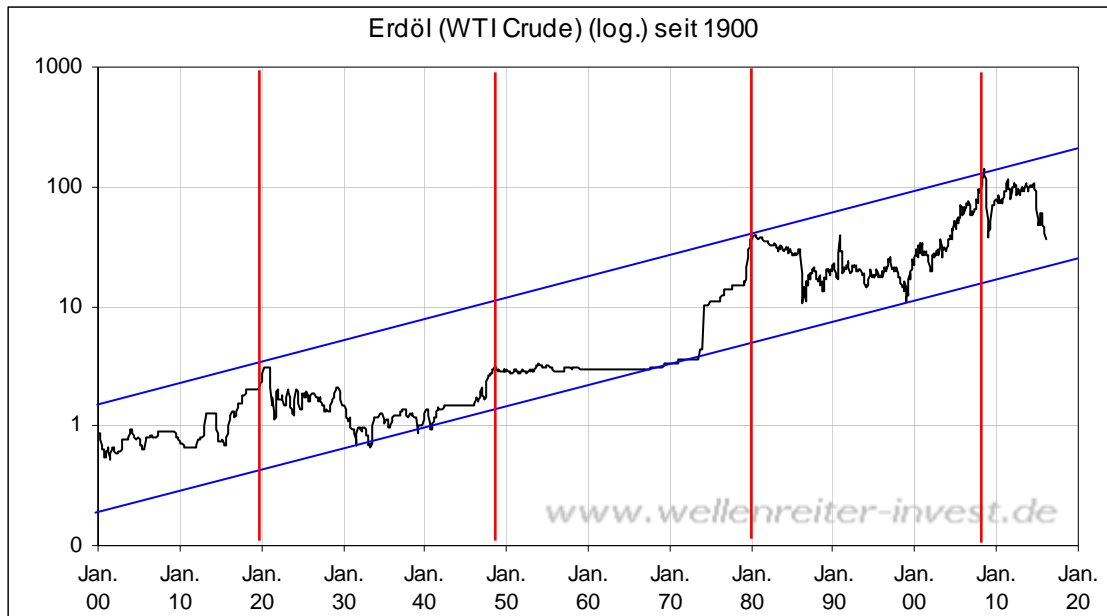


Abb. 5.8: Ölpreis seit 1900

Insbesondere in Europa nimmt die deflationäre Wirkung des Ölpreises ab, je weiter er fällt. Wir belegen dies mit einer Beispielrechnung.

Die Energiesteuer auf Super E5 beträgt 65,45 Cent pro Liter. Hinzu kommt die Mehrwertsteuer (derzeit 21 Cent). Der Staat verdient vorweg etwa 86 Cent pro Liter verkauftem Sprit.

Die Raffinierung kostet 4 Cent, ein Deckungsbeitrag (Transport, Verwaltung, Vertrieb, Gewinn) wird üblicherweise mit 8 Cent angesetzt. Steuern plus Raffinierung und Deckungsbeitrag ergeben 98 Cent. Diese Kosten sind fix, noch bevor überhaupt der Preis für das Basisprodukt kalkuliert wurde.

Nehmen wir an, ein Barrel Brent (159 Liter) kostet 37 US-Dollar. Dies bedeutet umgerechnet 26 Cents pro Liter. Schlagen wir 26 Cent auf die Fixkosten von 98 Cent Fixkosten auf, ergibt die Kalkulation einen Preis für Super E5 von 1,24. Ach ja, der Pächter bekommt auch noch einen Cent, macht 1,25 Euro pro Liter Super E5.

Wie würde sich die Anzeigentafel der Tankstelle verändern, wenn der Ölpreis auf 20 Dollar fallen würde? Die 98 Cent bleiben. Der Ölpreis schlägt mit 14 Cent zu Buche. Macht 1,12 Euro plus 1 Cent für den Pächter, also 1,13 Euro pro Liter.

Der Unterschied zwischen 1,13 und 1,25 ist für den Autofahrer zwar noch merkbar, aber es sind eben nur 12 Cents weniger. Der Spritpreis fällt lediglich um 10 Prozent, obwohl sich der Ölpreis fast halbiert hat. Der Ölpreis verliert seinen Hebel und damit die Wirkung auf die Teuerung. Selbst wenn die Saudis den Sprit verschenken, läge der Preis bei rund einem Euro.

Für die USA gilt dies nicht in gleichem Maße. Dort beträgt der durchschnittliche Steueranteil etwa 13 Dollar-Cents pro Liter. Setzt man auch hier 4 Cent für die Raffinierung und 8 Cent für den Deckungsbeitrag an, so ergibt sich ein Betrag „vor Produkt“ von 25 Cents. Hinzu kommt ein Ölpreis von 26 Cents plus einen Cent für den Pächter. Das macht 52 Dollar-Cents pro Liter.

Würde der Ölpreis auf 20 Dollar pro Barrel fallen, würde er umgerechnet 13 Dollar-Cents kosten. An der Tankstelle müsste der Autofahrer 39 Dollar-Cents bezahlen. Der Spritpreis würde um 25 Prozent fallen. Der Hebel auf den Warenkorb wäre vorhanden.

So hoch wie noch in 2014 wäre der Hebel allerdings nicht mehr. Von Juli 2014 bis zum Januar 2015 fiel der Benzinpreis von einem Dollar auf 56 Cent pro Liter. Das war einer der größten deflationären Hebel der jüngeren Vergangenheit. Auch in den USA setzen - bei einem weiteren Fall des Ölpreises - Fixkosteneffekte ein. Selbst wenn der Ölpreis nochmals deutlich fallen würde: Der aus dem Energiesektor kommende deflationäre Druck ist weitgehend „gegessen“. Damit die Deflation sich festkrallen kann, müsste die Kerninflationsrate zu fallen beginnen. Danach sieht es momentan (siehe Kapitel Inflation) nicht aus.

Die 40-Dollar-Marke bildete eine extrem wichtige Unterstützung für den Ölpreis. Ein nachhaltiger Bruch dieser Marke würde den Weg in die Handelsspanne weisen, die zwischen 10 und 40 Dollar verläuft.

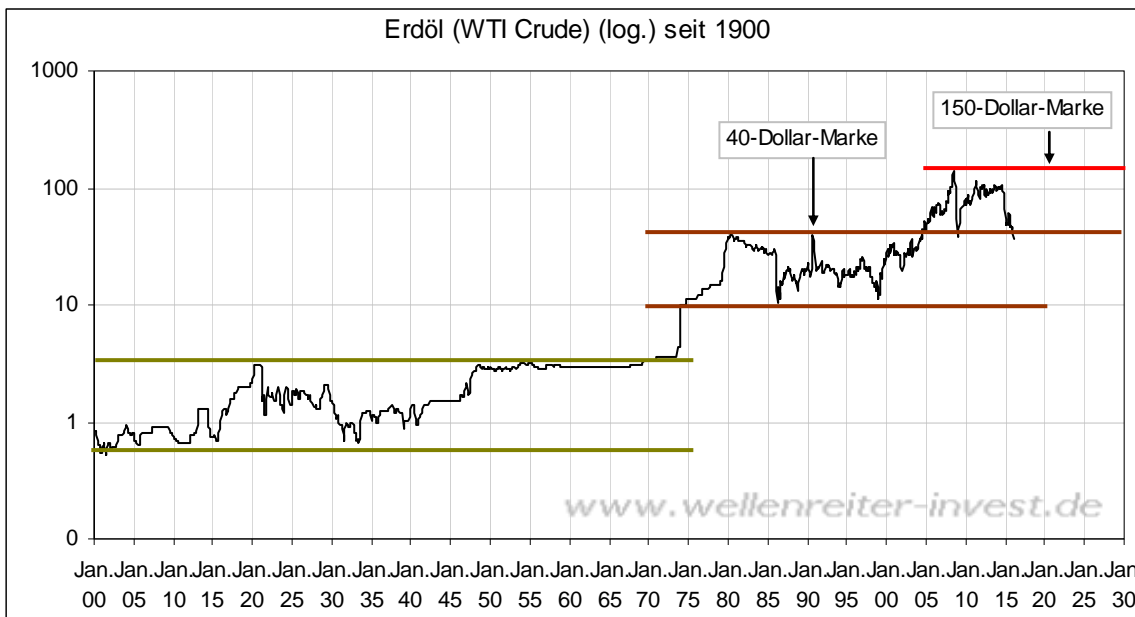


Abb. 5.9: Ölpreis seit 1900 Stufenchart

Die 40-Dollar-Marke würde in diesem Fall als oberer Widerstand fungieren. Es ist noch verfrüht, von einem nachhaltigen Unterschreiten dieser Marke zu sprechen, aber das Risiko existiert zum Zeitpunkt des Verfassens dieser Studie.

Setzt man für den Ölpreis einen 60-Jahres-Zyklus an, dann würde der Ölpreis gegen Ende des Jahres 2016 wieder zu steigen beginnen (vertikale blaue Linie folgender Chart).

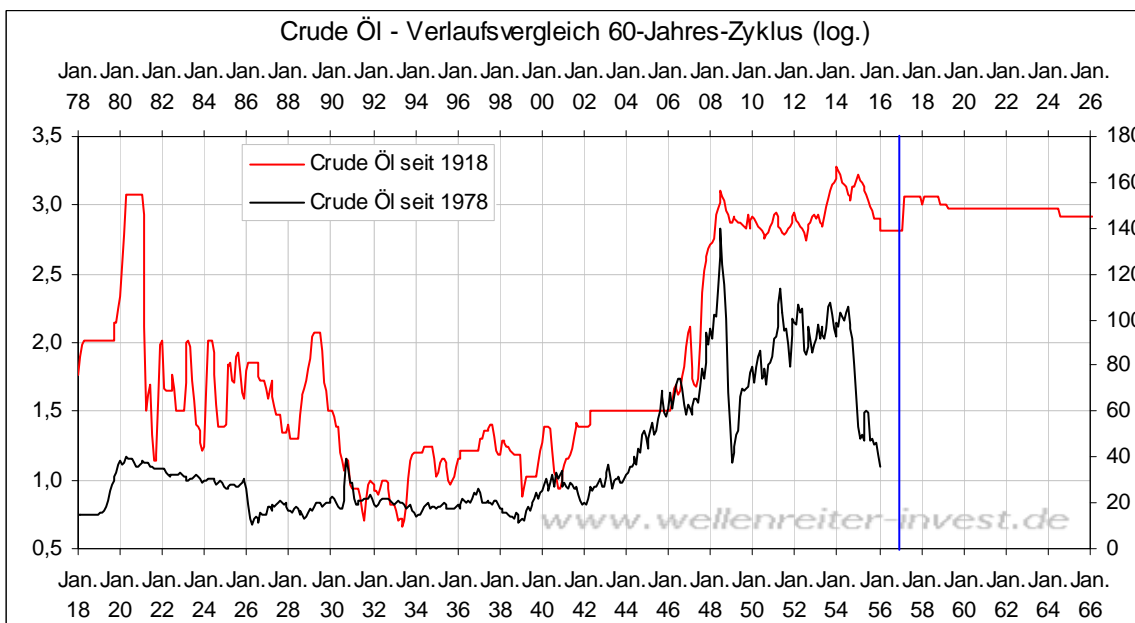


Abb. 5.10: Verlaufsvergleich 60-Jahres-Zyklus

Der Anstieg käme einem „Bounce“ gleich. Alte Hochs würden nicht erreicht werden.



Inflationsbereinigt notierte der Ölpreis in den vergangenen Jahren sehr konstant am oberen Ende seiner Handelsspanne.

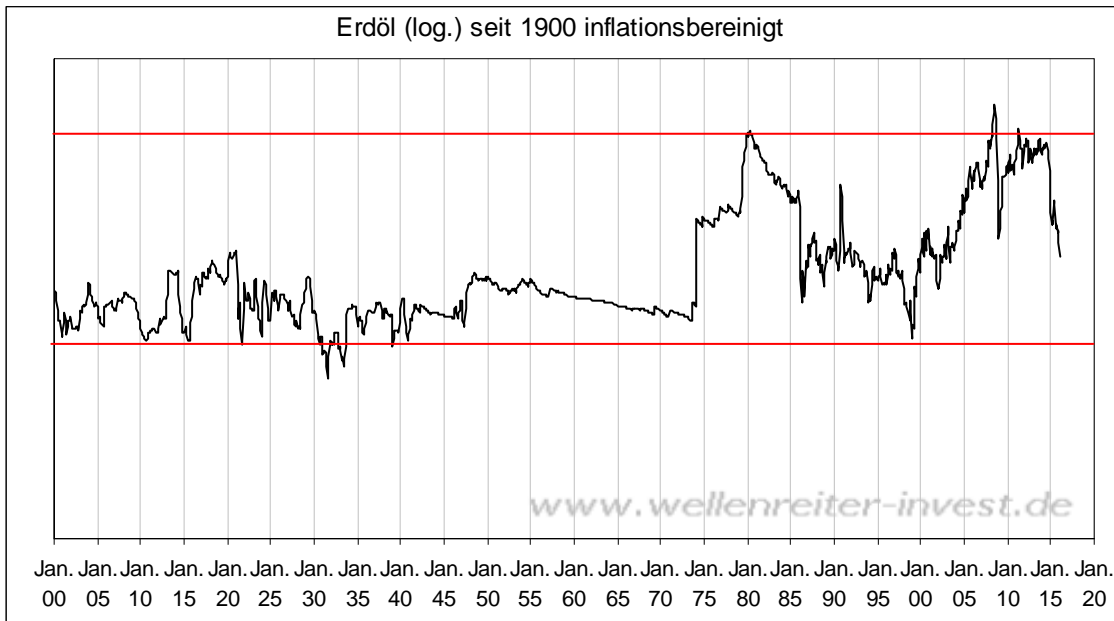


Abb. 5.11: Erdöl inflationsbereinigt

Er notiert nach dem starken Preisrückgang mittlerweile in der Mitte der Handelsspanne. Eine extreme Unterbewertung wie am Ende der 90iger Jahre kann damit nicht festgestellt werden.

### WTI Crude Monatschart

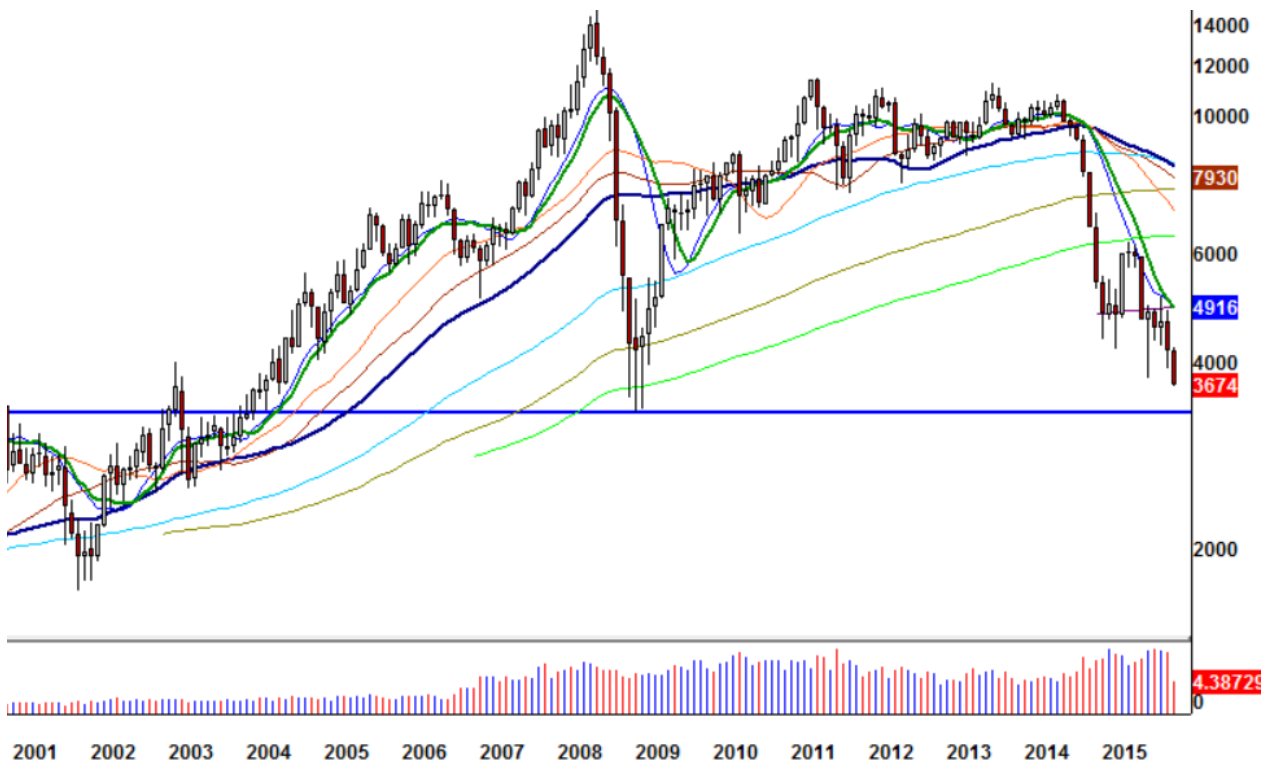


Abb. 5.12: WTI Crude Monatschart

Bei einem solch starken Preistrückgang stellt sich die Frage, welche preislichen Unterstützungen für den Ölpreis relevant sein könnten. An erster Stelle ist das Preistief von 2008 im Bereich von 34 US-Dollar zu nennen. Weitere Unterstützungen befinden sich im Bereich von 31,50 US-Dollar (Hoch von 1986) und 26 US-Dollar (Hoch von 1996). In den 1980er und 1990er Jahren scheiterte WTI Crude sechsmal an der Marke von 23 US-Dollar. Sie wäre die letzte Bastion, bevor die von Goldman Sachs ins Spiel gebrachte 20-Dollar-Marke angelaufen werden würde. Wir glauben allerdings nicht an einen solch starken Preistrückgang und würden den Bereich von 25/26 USD als „worst case“ definieren.

Sucht man nach den Gründen des starken Preistrückgangs, so ist zwar am Ende immer ein Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage für einen solchen extremen Preistrückgang verantwortlich, wir wollen einen tieferen Blick hinter die Fassade des Preistrends wagen.

Ein einfacher Aspekt hinter dem Ölpreistrückgang seit Sommer 2014 ist der Rückgang des Euro/USD ähnlich wie dies bereits im Sommer 2008 der Fall war. In beiden Fällen platzte eine Blase.

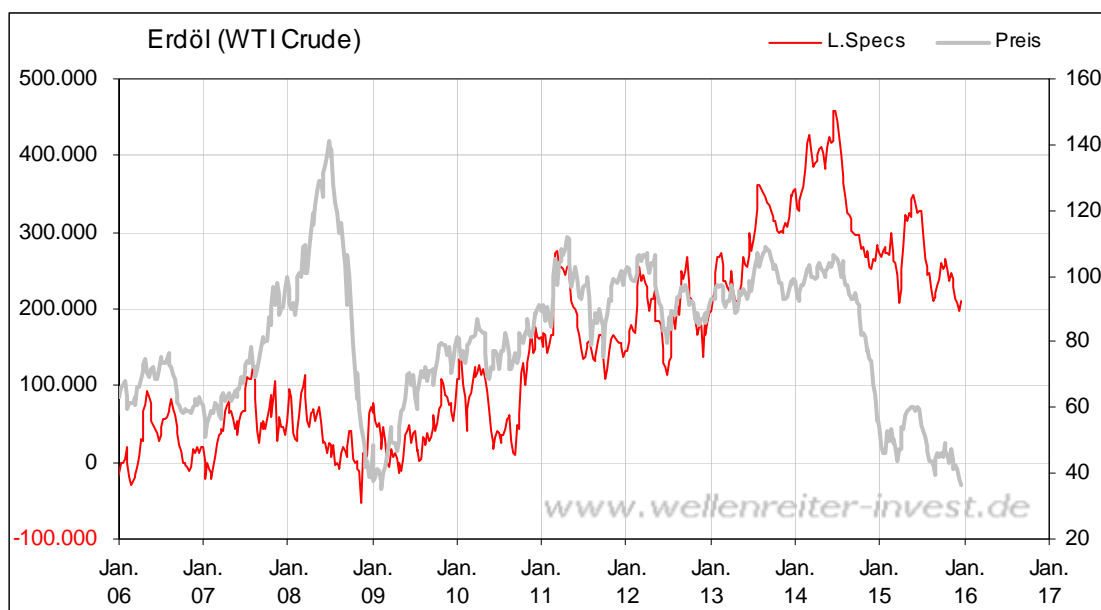


Abb. 5.13: WTI Crude Netto-Positionierung der GroßspekulantEN

Der extreme Preisabsturz des Ölpreises im Sommer 2008 kam durch Mittelabflüsse aus ETFs und eine rezessive Wirtschaft zustande. Eine andere Motivation stand hinter dem Fall des Ölpreises ab dem Sommer 2014. Am US-Terminmarkt baute sich ab dem Jahr 2013 eine Spekulationsblase auf. Angesichts der Stagnation des Euro/USD konnten die Fonds- und Hedgefondsmanager den Preis nur noch stabil halten, indem

sie ihre Netto-Long-Positionierung immer stärker ausbauen. Bis in den Sommer 2014 hatte sich eine zweite Blase aufgebaut.

Diese Blase konnte zwar bis zum März 2015 deutlich reduziert werden, wurde aber nicht gänzlich aufgelöst. Insofern besteht noch ein gewisses Potential beim Abbau der verbliebenen Netto-Long-Positionierung der Trendfolger, bis der Markt wieder „sauber“ ist. Damit drängt auch ein Angebot an Öl-Futures auf den Markt, das nicht direkt mit der aktuellen Angebots-/Nachfragesituation zu tun hat.

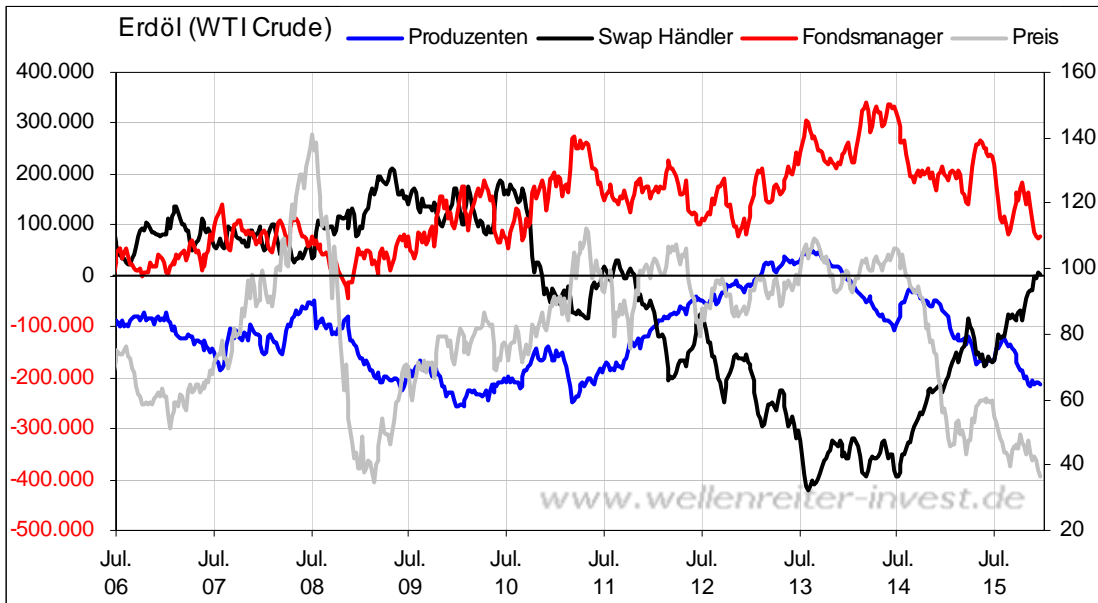


Abb. 5.14: WTI Crude Netto-Positionierung der Fondsmanager

Auch der Blick auf die erweiterten Terminmarktdaten (oberer Chart) zeigt an, dass zwar bereits viel Spekulation der Fondsmanager gewichen ist, ein kompletter Ausstieg - wie im Jahr 2006 oder Ende 2008 - jedoch bisher nicht vollzogen wurde.

Ein Blick auf die Nachfrageseite beim Öl offenbart eine Überraschung. Die Nachfrage nach Öl steigt auf globaler Ebene sehr stabil an und ist damit auch kaum preissensitiv.

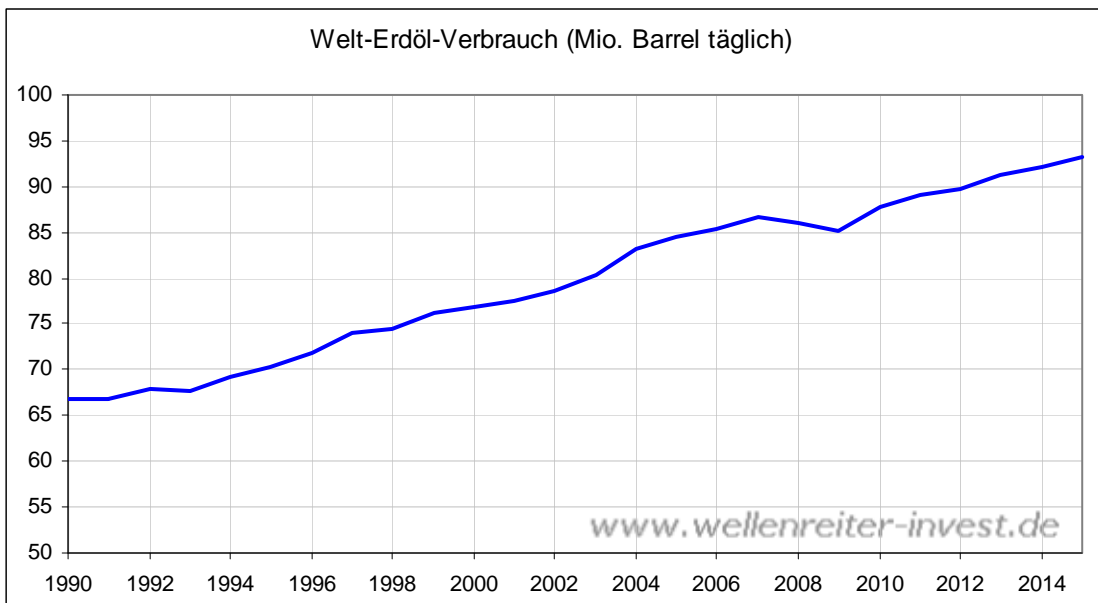


Abb. 5.15: Welt-Erdöl-Verbrauch

Der Welt-Öl-Verbrauch stieg in den vergangenen Jahren nur noch zwischen einem und zwei Prozent. Im Jahr 2015 dürfte der Verbrauch etwa 1,2 Prozent zulegen. Für 2016 gibt die US-Energiebehörde EIA den gleichen Zuwachs als Planzahl an. Eine leicht rückläufige Nachfrage konnte lediglich in den Jahren 2008/2009 beobachtet werden, als eine starke Rezession und die Spitzenpreise im Sommer 2014 dämpfend wirkten.

In Europa stagniert die Erdöl-Nachfrage seit 30 Jahren, in den USA seit dem Jahr 2007. Als große Nachfrager bleiben China und Indien, die für ein Wachstum des globalen Erdöl-Verbrauchs sorgen. Seit Sommer 2014 ist die Nachfrage zwar langsam, aber konstant gestiegen. Insofern lässt sich festhalten, dass die Angebotsseite der wesentliche Faktor hinter dem Preisrückgang ist.

Die Nachfrageseite ist kaum elastisch. So verhielt es sich auch lange Zeit mit der Angebotsseite. Ob der Ölpreis bei 20 oder 40 USD lag, spielte keine große Rolle, lediglich Saudi-Arabien konnte am ehesten als „Swing-Producer“ agieren. Aufgrund des extremen Preisanstiegs von Erdöl auf über 100 USD im Jahr 2008 und in den Jahren 2010 ff. änderte sich dieses Bild. Bei diesen hohen Preisen wurde eine Technik namens „Fracking“ profitabel. Der primäre Profiteur dieser Entwicklung waren in diesem Moment die Amerikaner.

Noch vor einem Jahr wurde zum Ende des Jahres 2015 eine Produktion von 9,6 Mio. Barrel/Tag in den USA vorhergesagt. Damit wäre der Höchstwert aus dem Jahr 1970 erreicht worden. Bis zum Jahr 2020 wurde eine Produktionsausweitung auf 14 Mio. Barrel/Tag vermutet. Dies gab der technische „Fracking-Fortschritt“ wohl tatsächlich auch her.

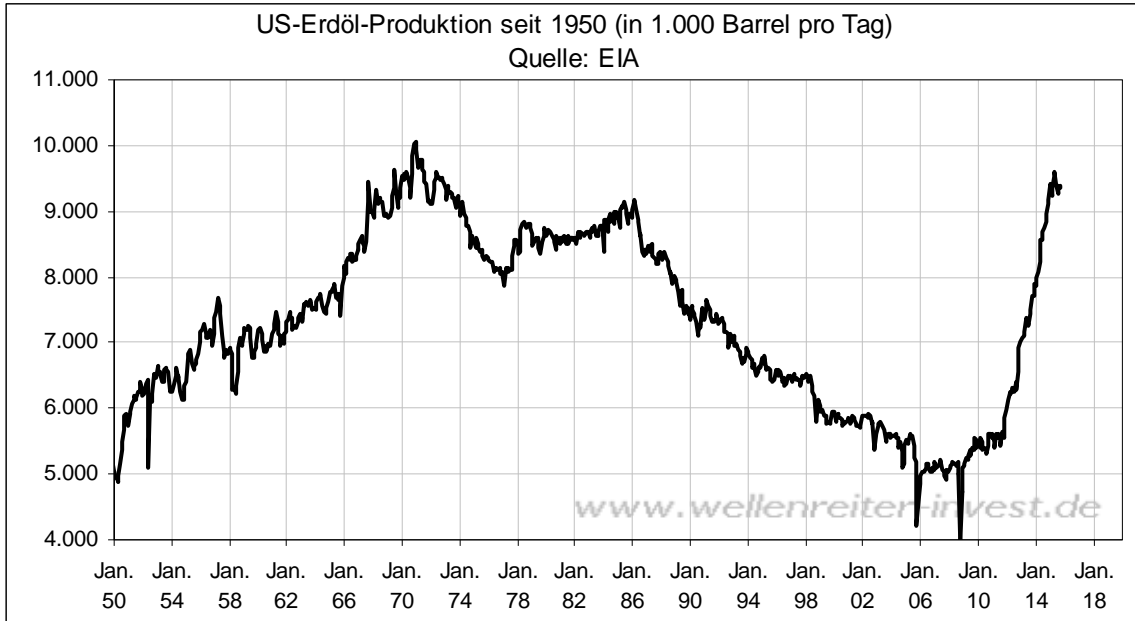


Abb. 5.16: US-Erdöl Produktion

Es kam anders. Die US-Erdölproduktion stieg zwar bis zum Juni 2015 tatsächlich noch auf 9,6 Mio. Barrel/Tag an, fällt aber seither. Im Dezember 2015 werden täglich noch 9,2 Mio. Barrel/Tag gefördert. Die Tendenz ist genauso fallend wie sie es ab Anfang 1986 war, als der Ölpreis ebenfalls kräftig fiel. Allerdings wird die Produktion bisher nur langsam zurückgefahren.

Im Jahr 2015 betrug die weltweite „Überproduktion“ bis zu zwei Millionen Barrel täglich (folgender Chart).

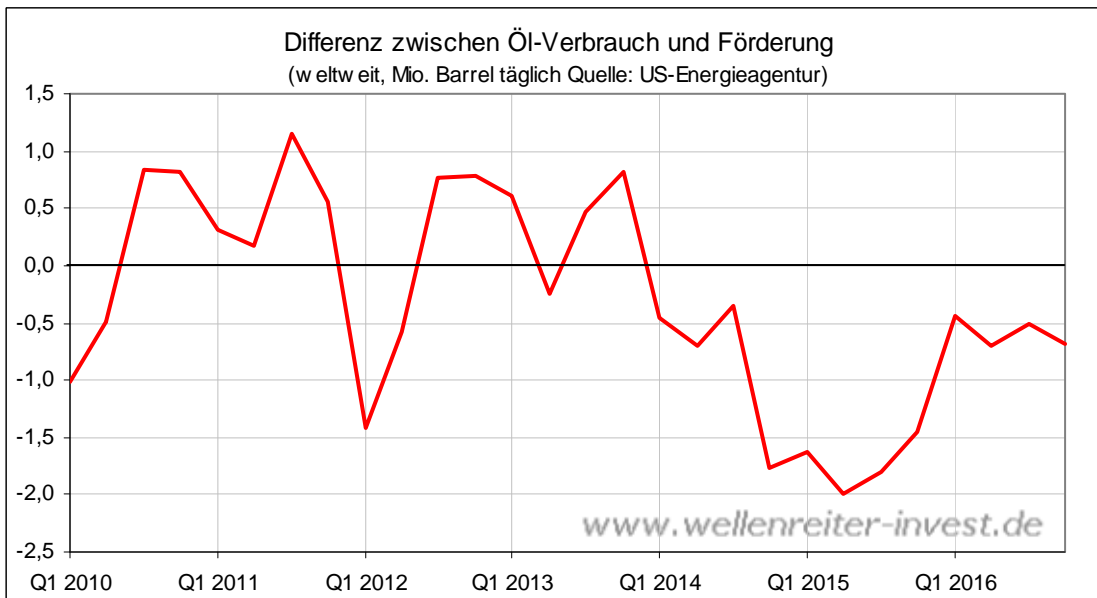


Abb. 5.17: Differenz Ölverbrauch und Förderung

Diese soll sich laut der US-Energieagentur EIA nur langsam abbauen. Auch im Jahr 2016 soll eine Überproduktion bestehen bleiben, wenn auch auf einem deutlich niedrigeren Niveau. Nach den EIA-Planzahlen soll die US-Ölproduktion im September 2016 ihr Tief bei 8,5 Mio. Barrel erreichen und von dort langsam wieder steigen. Die Produktion würde vom aktuellen Stand aus um 7 Prozent zurückgehen.

Die Förderung läge auch dann noch weit über dem Stand, der vor dem Fracking-Boom notiert wurde. Allerdings berücksichtigen diese EIA-Planzahlen nicht ausreichend die aktuelle Dynamik durch die weiter fallenden Ölpreise. Ein stärkerer Rückgang in der US-Produktion ist durchaus realistisch, wenn sich der Blick auf die Zahl der Bohrtürme richtet. Zudem werden Insolvenzen im Energiebereich (siehe Schwäche der Hochzinsanleihen) in 2016 eine schnellere Marktbereinigung ermöglichen. Trotzdem wird es noch viele Monate andauern, bis sich das Überangebot an Öl aus der US-Produktion abgebaut haben wird.

Der Fracking-Boom kippte Anfang Oktober 2014. Seither drittete sich die Zahl der Bohrtürme, die in den USA aktiv Öl fördern, von 1.600 auf 541.

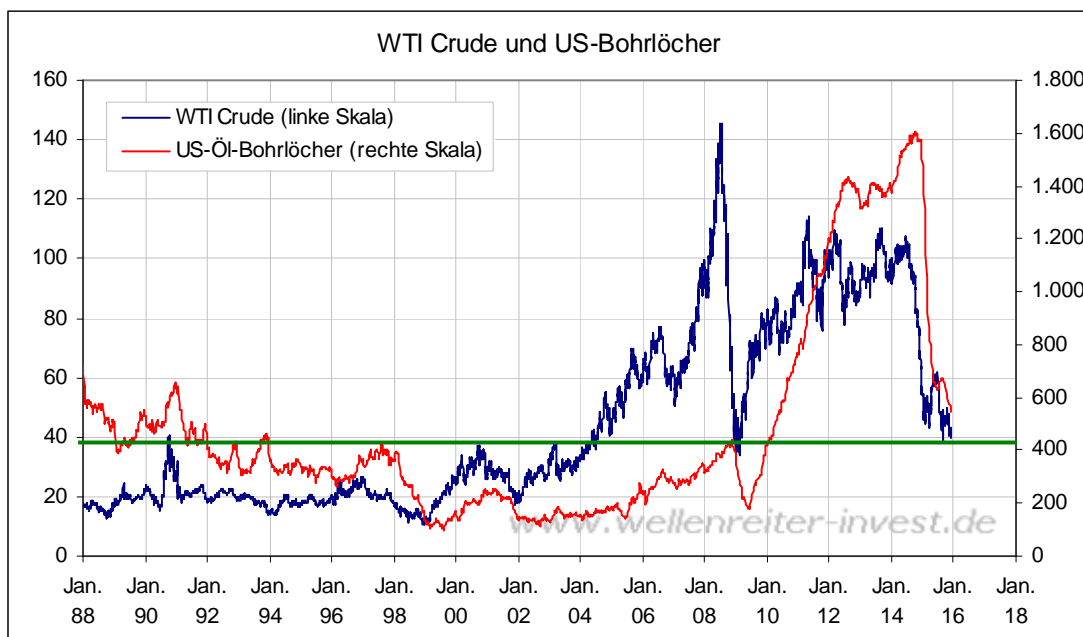


Abb. 5.18: WTI Crude und US-Bohrtürme

Die Anzahl der aktiven Bohrtürme ist ein nachlaufender Indikator. Dennoch dürfte ein Fall auf das Hoch des Jahres 2008 – vor dem Fracking-Boom – eine gewisse Bedeutung haben. Im November 2008 wurden 442 aktive Bohrtürme gezählt, das Tief im Juni 2009 lag bei lediglich 183 Bohrtürmen. Wir vermuten, dass die Angebotsverknappung bereits in der Nähe der Hochs vom November 2008 ausreichend wäre, um ein neues Gleichgewicht am Ölmarkt zu ermöglichen. Obwohl die Anzahl der Bohrtürme bereits sehr stark zurückgegangen ist, ist die Produktion nur in einem geringen Umfang rückläufig. Dies bedeutet, dass viele Bohrtürme nur wenig Öl

produziert haben und dies auch nur bei sehr hohen Kosten. Daher ist ein schneller Anstieg der Bohrtürme bei einer Preiserholung nicht zu erwarten. Bei Preisen von 60 USD stabilisierte sich der Rückgang der Bohrtürme temporär, sodass wir annehmen, dass dieses Preisniveau in der Zukunft eine Art „Deckel“ auf der Oberseite darstellen wird.

Wir erwarten zudem keinen Rückgang der US-Ölproduktion in den Bereich von 5 Millionen Barrel, da sonst der gesamte Ölmarkt in ein signifikantes Unterangebot fallen würde und die Preise dann wieder stark ansteigen müssten. Wir nehmen für das kommende Jahr einen moderateren Rückgang in Richtung 8 Millionen Barrel an. Damit würde die Produktion im kommenden Jahr noch deutlicher als erwartet sinken. Allerdings würde ein neues Gleichgewicht entstehen, in Richtung 2017 aufgrund der steigenden Nachfrage sogar ein Defizit. Dies impliziert eine Wende beim Ölpreis, die noch einige Monate auf sich warten lassen sollte.

Am Ende handelt es sich bei der Entwicklung des Ölpreises auf der Angebotsseite um einen Verdrängungswettbewerb zwischen der OPEC auf der einen Seite und den Amerikanern auf der anderen Seite. Die OPEC gewinnt diesen Wettbewerb mittelfristig, da die Förderkosten für das Fracking-Öl zu hoch gegenüber den OPEC-Ländern sind. Dieser Wettbewerbsvorteil wird am Ende den Ausschlag dafür geben, dass Saudi-Arabien die Position als größter globaler Öl-Produzent behalten kann und der Anstieg der US-Produktion am Ende nur zu einem Scheinboom mutieren wird.

Auch Saudi-Arabien und andere Förderländer spüren bereits den Schmerz der niedrigen Erdölpreise. Das Haushaltsdefizit Saudi-Arabiens wird für das Jahr 2015 mit 20 Prozent vom BIP erwartet. Für das Jahr 2016 ist kaum eine Verbesserung zu erwarten, sodass unter dem Strich nur Ausgabenkürzungen helfen. Damit ist - neben der steigenden Unzufriedenheit der Bevölkerung - auch eine deutliche Bremswirkung für die Volkswirtschaft zu erwarten. Auch Investitionen wie der prestigeträchtige Bau von Hochhäusern und das ein oder andere Luftschloss werden gestrichen, sodass ausländische Firmen weniger Aufträge von Ölproduzierenden Ländern bekommen werden.

Saudi-Arabien und andere Ölförderländer können sich temporär eine solche Strategie leisten, da in den jeweiligen Staatsfonds riesige Summen in Wertpapieren investiert sind. Die Möglichkeit, einen Teil dieser Reserven verkaufen zu können, lässt diese Länder diese Krise durchstehen, bedeutet am Kapitalmarkt allerdings deflationären Druck, da liquide Anlagen wie Aktien teilweise verkauft werden (müssen). Saudi-Arabien hat dies bereits in 2015 getan und wird dies auch in 2016 fortsetzen müssen.

Russland kündigte bereits an, dem Staatsfonds im Jahr 2017 Gelder entziehen zu müssen, um das Haushaltsloch zu stopfen, bei Norwegen ist eine solche Entscheidung noch nicht gefallen. Insofern ist die Politik des Verdrängungswettbewerbs eine Strategie auf Zeit, da die Schmerzen dieser Politik groß sind.

Eine vergleichbare Situation lag Ende 1985 / Anfang 1986 vor. Saudi-Arabiens damalige Strategie war ebenfalls auf Verdrängung ausgelegt, damit die OPEC ihre Marktanteile verteidigen konnte. Die US-Ölproduktion war ab Anfang 1986 rückläufig, der neue Wettbewerber waren damals die Anbieter von Nordseeöl, deren Investitionen sich nach dem starken Preisverfall nicht mehr lohnten. Der Ölpreis fiel innerhalb von sechs Monaten von 30 auf 10 US-Dollar (November 1985 bis April 1986). Der Verlust betrug in der Spitze 66 Prozent.

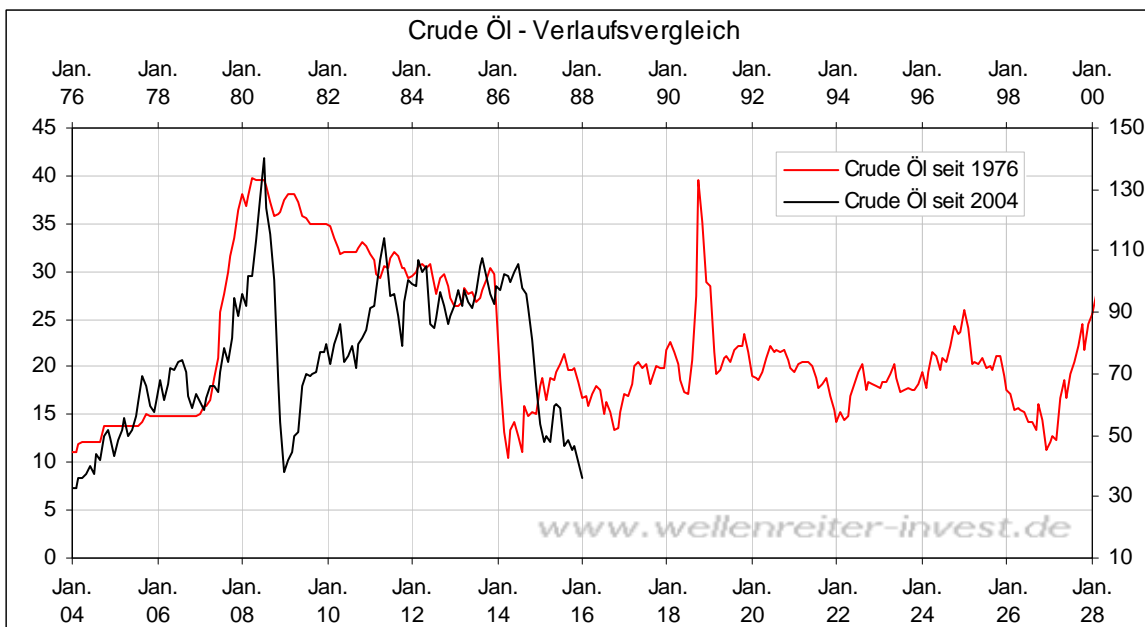


Abb. 5.19: Verlaufsvergleich 1986 und 2014

Der Ölpreiserückgang stoppte damals mit einem preislichen Doppeltief, wobei temporär Preise unterhalb von 10 USD notiert wurden. Der Abschluss einer Bodenbildung dauerte mehr als zwei Jahre. Anschließend bewegte sich der Ölpreis für längere Zeit in einer Bandbreite um die Marke von 20 US-Dollar. Damals half ein deutlich steigender Euro/USD bei der Erholung, ein Faktor, der im Jahr 2015 nur temporär griff.

Der Vergleich mit den 80iger Jahren würde bedeuten, dass erst ab etwa Frühjahr 2017 mit einer deutlichen Erholungsphase des Ölpreises zu rechnen ist. Der starke Anstieg in Form eines Hypes auf 40 USD war der Invasion des Irak in den Kuwait geschuldet und lediglich eine temporäre Verzerrung. Von dem sekundären Tiefpunkt in 1988 handelte der Ölpreis für etwa eine Dekade in einer neuen Bandbreite um das Niveau von 20 USD. Es hatte sich ein neues Gleichgewicht gebildet, die Strategie des Verdrängungswettbewerbs von Seiten Saudi-Arabiens war erfolgreich.



Der starke Preisrückgang in 1986 hinterließ in den USA allerdings deutliche Spuren in der Ölindustrie. Eine ganze Reihe US-Unternehmen aus der Öl-Branche trieb es in die Pleite. Die Arbeitslosenquote in Texas und Oklahoma stieg 1986 auf über 10 Prozent. Viele Fusionen waren die Folge, so dass primär kleine und mittelgroße Unternehmen vom Markt verschwanden.

In den 90iger Jahren gab es in den Jahren 1997/98 ebenfalls ein „El Nino“-Phänomen und einen Ölpreiserückgang von etwa 60 Prozent in der Spitze.

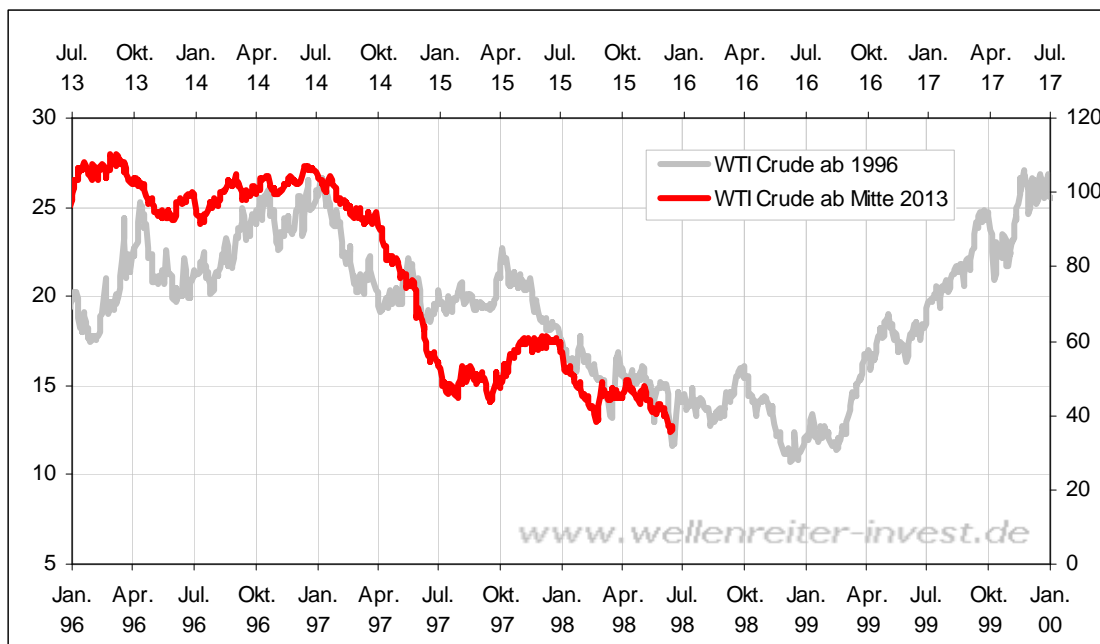


Abb. 5.20: Verlaufvergleich 1996

Der damalige Rückgang des Ölpreises geschah ebenfalls im Gleichklang eines Rückgangs des Euro/USD. Er dauerte etwa zwei Jahre. Im Dezember 1998 und im Februar 1999 bildeten sich Tiefpunkte, bevor eine starke Preiserholung bis zum Ausgangsniveau des Rückgangs einsetzte. Im Juni 1998 bildete sich bereits ein erstes wichtiges Preistief. In Jahr 1998 deutete die Staatspleite Russlands auf einen negativen Höhepunkt einer Baisse hin.

Übertragen auf den aktuellen Preisrückgang dürfte der Ölpreis demnach in der Nähe des Jahreswechsels ein Preistief ausbilden, bevor er im Juni 2016 dieses Preistief noch einmal testet oder auch knapp unterschreitet. Eine komplette Erholung des Ölpreises ist mit Blickrichtung 2017 nicht zu erwarten, es dürfte sich ähnlich der Situation in den 80iger Jahren um die Ausbildung eines neuen Marktgleichgewichts auf einem höheren Niveau handeln. Während zunächst in den kommenden Monaten der Blick auf der Unterseite nach einem belastbaren Preistief anhält und der Prozess einer Bodenbildung nach dem zu erwartenden nachhaltigen Rückgang unter die Marke von 40 USD einige Zeit benötigen wird, ist mittelfristig die Ausbildung eines neuen Marktgleichgewichts

zu erwarten. Dieses neue Marktgleichgewicht wird sich gegenüber den Tiefstkursen von 2016 auf deutlich höherem Niveau in den Jahren 2017-2020 einpendeln, die neue Handelsspanne könnte in den Folgejahren im Bereich von 50 USD +/- 10 USD liegen.

Der saisonale Verlauf des Ölpreises lässt zwischen Dezember und Februar ein Tief erwarten. In Wahljahren neigt der Ölpreis zu einem frühen Tief (Januar).

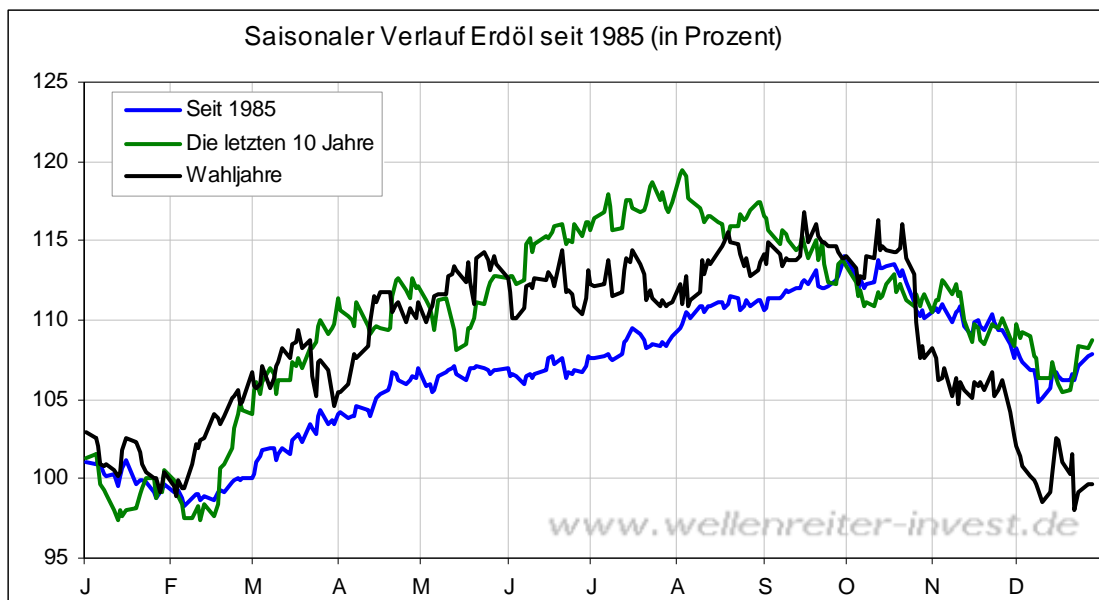


Abb. 5.21: Saisonaler Verlauf Erdöl

In der Vielzahl der Krisenjahre bildete der Ölpreis zwischen Dezember und Februar wichtige Preistiefs aus. Lediglich im Jahr 1986 ergab sich ein erstes Preistief erst Ende April und ein finales Preistief Anfang Juli. Dieser Ausnahme vor 30 Jahren stehen wichtige Preistiefs im Dezember der Jahre 1998 und 2008 gegenüber. Im Jahr 2015 bildete sich ein erstes wichtiges Preistief im Januar und ein sekundäres Preistief im März. Insofern wäre ein Preistief im Ölpreis innerhalb der kommenden 4 Wochen aus saisonaler Sicht als völlig normal anzusehen.

Ungewöhnlich wäre ein zweiter Tiefpunkt im Juni 2016. Allerdings bildete sich vor 30 Jahren ein solches finales Tief Anfang Juli aus. Insofern könnte ein solcher Tiefpunkt die Ausnahme von der Regel darstellen. Zum Jahreswechsel 2016/2017 würde sich dann die Aussicht auf einen sekundären Tiefpunkt ergeben, der eine deutliche Preis-erholung im Jahr 2017 einleiten würde.

Für Anleger ist eine Stabilisierung des Ölpreises nicht gut über Futures oder ETFs abzubilden, da im der Ölpreis aufgrund der starken Contango-Situation deutliche Rollverluste entstehen.

Der Weg über ausgewählte Aktien – und hier orientieren wir uns bewusst an Blue Chips, von denen wir mit hoher Wahrscheinlichkeit annehmen, dass sie diese Krise überleben – ist der bessere Weg.



Abb. 5.22: Statoil

Wir hatten bereits im Jahresausblick 2015 das norwegische Unternehmen Statoil als eine Chance auf eine Erholungsbewegung genannt. Wir schrieben damals: *„Aufgrund des Charakters eines Crashes von einem sekundären Hochpunkt aus ist eine Erholungsbewegung für den weiteren Jahresverlauf zu erwarten, bei der perspektivisch etwa die Hälfte des Preisrückgangs aufgeholt werden kann.“*

Nach dem Absturz im Herbst 2014 folgte eine Gegenwegung. Seither sinkt der Aktienkurs wieder kontinuierlich, der Abwärtstrend ist intakt. Die Marke von 12 Euro ist eine deutliche Unterstützung. Trotz neuer Bewegungstiefs im Ölpreis notiert der Kurs von Statoil noch oberhalb der Preistiefs der letzten 12 Monate. Diese positive Divergenz gegenüber dem Ölpreis ist ein erster Hinweis, dass Investoren für den Ölpreis keinen weiteren extremen Preisverfall antizipieren. Zudem zeigt diese Divergenz, dass große Unternehmen Substanzwerte besitzen und das weitere Risiko auf der Unterseite sukzessive abnimmt. Sollten diese Preistiefs von 12 Euro in 2016 nicht verteidigt werden können, sind weitere Unterstützungen im Bereich um 11 Euro vorhanden.

## Fazit

Der starke Rückgang des Ölpreises ist die Folge eines Überangebots an Öl und damit die Folge der hohen Preise des Ölpreises bis Sommer 2014. Der Verdrängungswettbewerb zwischen OPEC und Amerika wird am Ende dazu führen, dass die US-Fracking-Industrie zurückgedrängt wird, da dort die höheren Förderkosten anfallen.

Im Sinne Darwins wird daher die US-Produktion auch in 2016 deutlich sinken, sodass sich dann ein neues Gleichgewicht für den Erdölpreis einstellen wird und sich dieser letztlich auf einen neuen und dann höheren Gleichgewichtspreis erholen wird.

Insofern steht das Jahr 2016 unter dem Gesichtspunkt der Ausbildung eines wichtigen Preistiefs. Auch wenn der Zeitfaktor für ein Preistief in der Nähe des Jahreswechsels (Dezember/Januar) spricht, so ist in einer besonderen Situation wie diese auch ein finales Preistief zu einem späteren Zeitpunkt wie in 1986 (April und Juli) denkbar. Ein solches Preistief im Sommer 2016 (Juni/Juli) würde nicht mehr signifikant unterhalb des ersten Preistiefs liegen und danach eine Erholungsphase auslösen. Ein sekundäres Preistief zum Jahreswechsel 2016/17 in der saisonal schwachen Zeitphase könnte die Basis für eine größere Trendbewegung eines steigenden Ölpreises in 2017 darstellen.

## 5.3 US-Erdgas

Der US-Erdgaspreis erreichte kurz vor Weihnachten 2015 mit 1,81 US-Dollar ein neues Jahrestief.

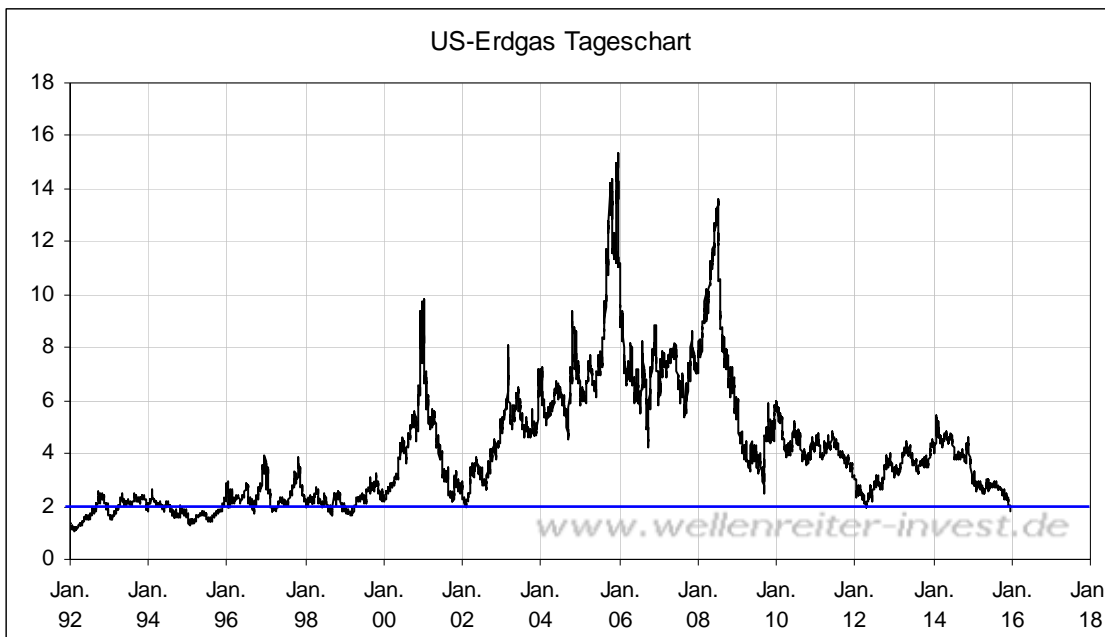


Abb. 5.23: US-Erdgas

Die Marke von zwei USD wurde in der Vergangenheit häufig als Unterstützung genutzt. Insofern stellt der jüngste Preistrückgang einen Rückgang auf die Preistiefs von 1998/1999 dar. Dieses nominal sehr tiefe Preisniveau lässt in Kürze eine Ausbildung eines Preistiefs erwarten. Auch bei Erdgas sollte eine Reihe von Insolvenzen von Explorationsunternehmen das Ende der Abwärtsbewegung anzeigen. Dieses niedrige Preisniveau dürfte auf der Angebotsseite zu Reduzierungen der Fördermengen führen, da bereits im Jahr 2012 bei einem Preisniveau von zwei USD Produktionskürzungen angekündigt wurden.

Insofern entspricht diese Marke der Schmerzgrenze vieler Produzenten und eine Produktion unterhalb dieser Preise ist nicht mehr profitabel. Auch die sehr niedrigen Erdgaspreise sind eine Belastung für den Sektor der Hochzinsanleihen. Der „El Nino“-Effekt macht sich damit ähnlich wie in 1998 auch in diesem Jahr bei Erdgas bemerkbar.

Auf dem folgenden Chart bilden wir den Oceanic-Nino-Index (ONI) und den Erdgas-Preis gemeinsam ab.

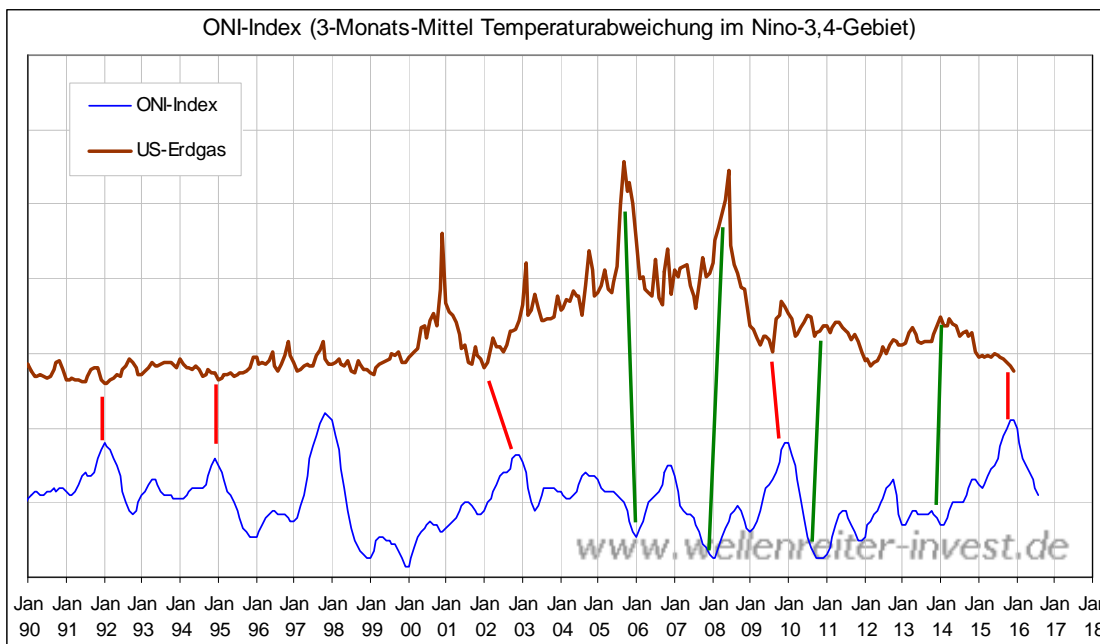


Abb. 5.24: ONI-Index und Erdgas

Ein niedriger Indexstand bedeutet kalte Winter in den USA, ein hoher Index – wie aktuell – warme Winter. Es ist gut zu erkennen, dass die extremen Preisspitzen der Jahre 2005 und 2008 mit „La-Nina“-Jahren (also kalten Wintern, grüne Linien) einhergingen. „El-Nino“-Phasen führen üblicherweise zu niedrigen Preisen.

Der „El-Nino“-Effekt dürfte nach den aktuellen Prognosen im Sommer 2016 auslaufen. In dieser Intensität tritt er üblicherweise erst wieder in fünf bis sieben Jahren auf, das wäre in der nächsten Dekade. Es ist deshalb zu erwarten, dass sich in 2016 ein preislicher Boden ausbildet, der längere Zeit Bestand haben dürfte.

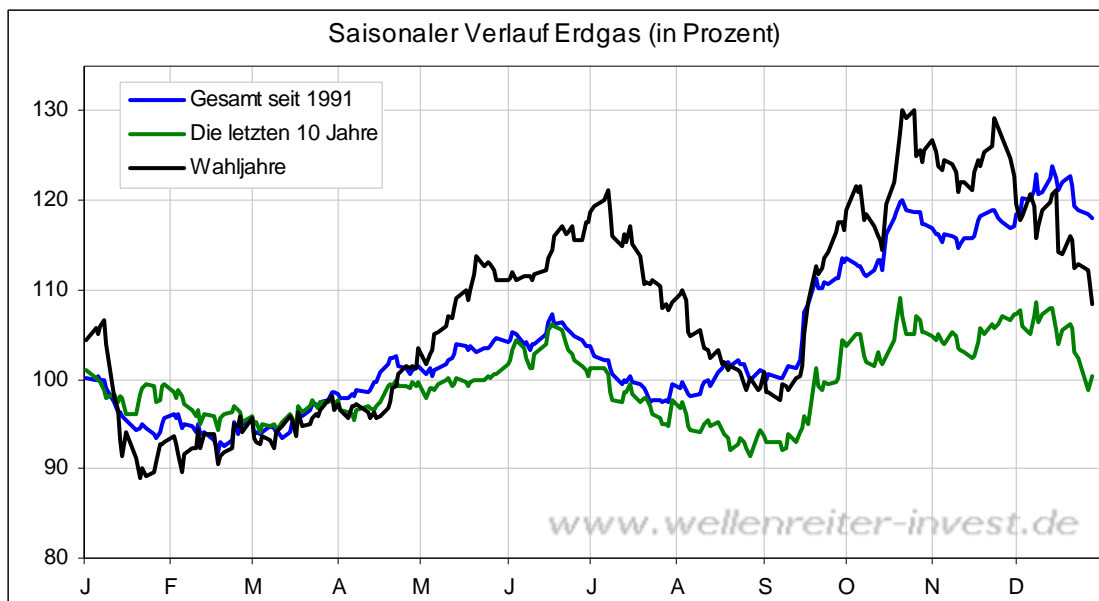


Abb. 5.25: Saisonaler Verlauf

Saisonal pflegt der US-Erdgaspreis im Januar/Februar ein Tief auszubilden. Aufgrund des sehr starken Preistrückgangs im vierten Quartal 2015 spricht viel für ein wichtiges Preistief im ersten Quartal 2016, möglicherweise mit einem ersten Preistief im Januar und einem sekundären Preistief zu einem späteren Zeitpunkt, möglicherweise auch erst in der Schwächephase im August/September.

## 5.4 Gold

Gold neigt gegenüber dem CRB-Index zur Stärke: Langfristig entwickelt sich das Edelmetall besser als die meisten Rohstoffe. Dies zeigt die Gold-/CRB-Index-Ratio.



Abb. 5.26: Gold/CRB-Ratio

Alan Greenspan, der Gold als Währung betrachtet, formulierte: „Gold ist Geld“. Der Preis unterliegt wie bei allen Währungen Schwankungen, erweist sich allerdings langfristig als eine Premium-Währung. In Rezessionsphasen steigt der Goldpreis relativ zum CRB-Index, da der Goldpreis als ein defensiver Rohstoff anzusehen ist. Die relative Outperformance des Goldpreises lässt eine Rezession in den USA wahrscheinlicher werden.

Die relative Outperformance im Sektor geht allerdings absolut mit sinkenden Preisen einher.

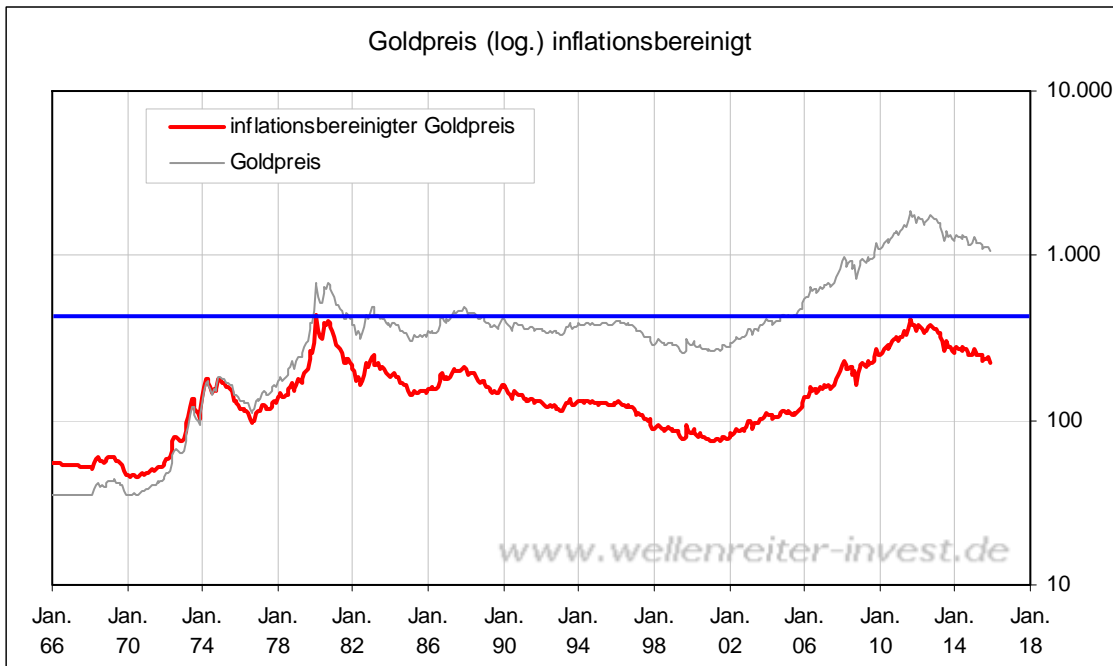


Abb. 5.27: Goldpreis inflationsbereinigt

Der Goldpreis verliert in 2015 auf USD-Basis, in Euro stagniert der Goldpreis. Auf USD-Basis rückt die Marke von 1.000 USD nahe, die im März 2008 zu einer Konsolidierungsphase führte. Diese Marke von 1.000 USD ist als eine psychologische Unterstützung anzusehen, ein Unterschreiten dieser Marke würde wahrscheinlich eine Beschleunigung des schleichenden Abwärtstrends in Richtung 800 USD (Allzeithoch 1980 und Tief 2008) bedeuten.

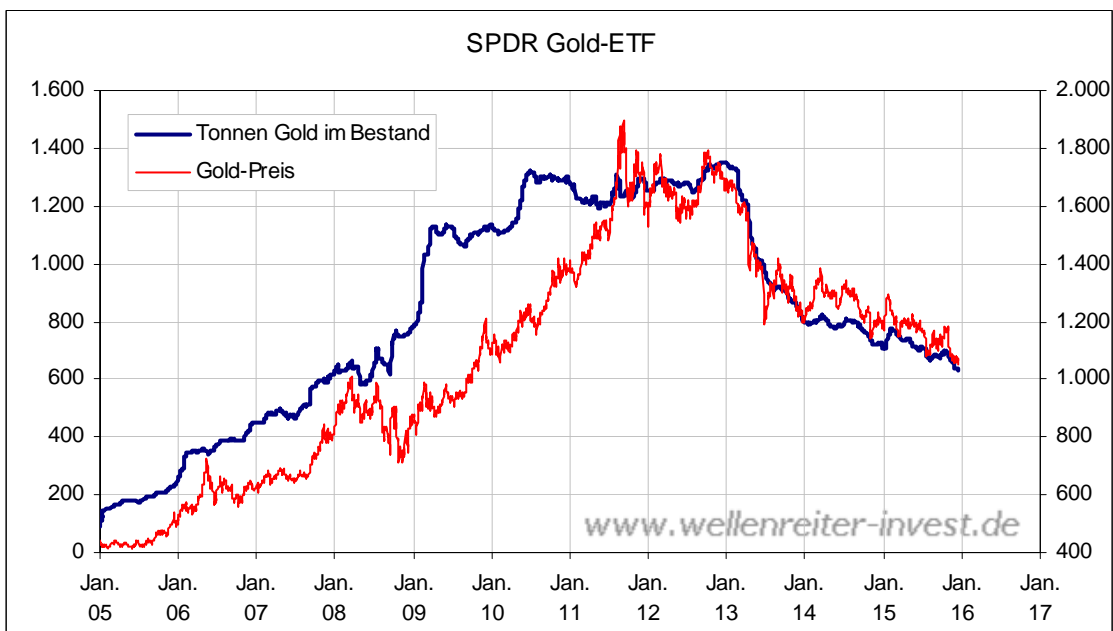


Abb. 5.28: SPDR Tonnen Gold in Bestand



Die Mittelabflüsse aus Gold-ETFs hielten im Jahr 2015 an. Aus Sicht dieses Flow-Indikators ist noch keine Umkehr im Trend zu erkennen, die auch vor dem Hintergrund des fallenden CRB-Index unwahrscheinlich ist. Gold als Inflations-Hedge wird erst dann wieder interessanter, wenn der Index ein Preistief ausgebildet hat. Insofern besteht die Hoffnung, dass die Anlageklasse Gold nach etwa 5 Jahren Baisse (seit September 2011) zumindest im Herbst 2016 eine Renaissance erfahren wird.

Auch am US-Terminmarkt ist Gold mittlerweile völlig aus der Mode geraten.

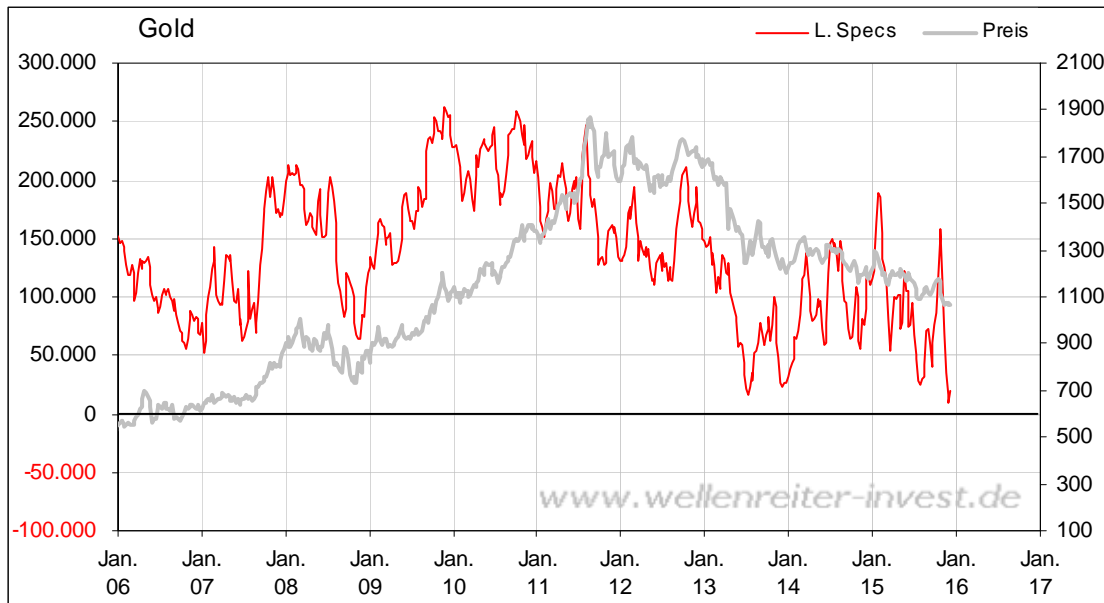


Abb. 5.29: Goldpreis und Positionierung Großspekulant

Die kommerzielle Netto-Short-Positionierung liegt nahe Null und spiegelbildlich haben die Großspekulant beinahe ihre Netto-Long-Positionierung aufgegeben. Diese Entwicklung entspricht einer markttechnischen Bereinigung durch die Kapitulation der Großspekulant (Trendfolger). Das einzige Manko aus Sicht der Daten vom US-Terminmarkt liegen darin, dass am Ende der Baisse in den Jahren 1999 und 2011 die Commercials per Saldo long positioniert waren und die Trendfolger spiegelbildlich short positioniert waren.



Abb. 5.30: Goldpreis und Positionierung Kleinspekulanten

Die Kleinspekulanten sind bereits sehr negativ positioniert, eine Netto-Short-Positionierung konnte 1991, im Dezember 2014 sowie zweimal in 2015 beobachtet werden. Die Folge waren in den bisherigen Fällen jeweils Bärenmarktrallies.

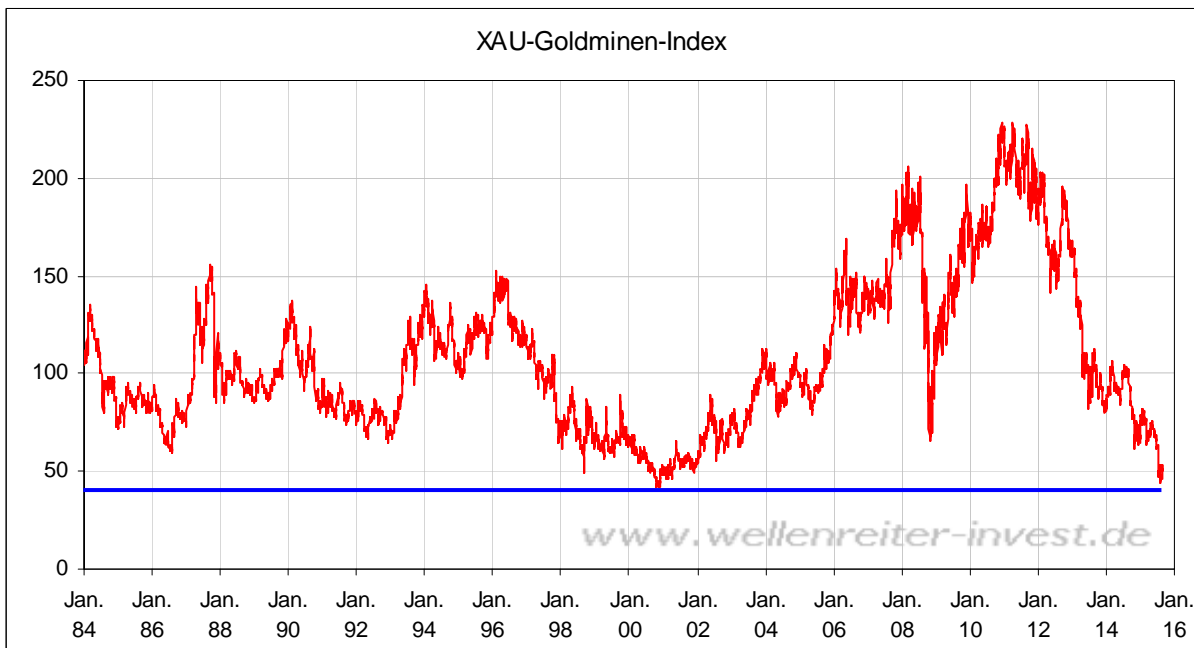


Abb. 5.31: XAU-Goldminen-Index

Die Schwäche der Minenaktien ist momentan eines der stärksten Argumente gegen eine deutliche und nachhaltige Aufwärtsbewegung des Goldpreises. Der Goldminenindex hat zwar bereits im Juli 2015 ein Preistief gebildet, allerdings notiert er damit auf dem Niveau der absoluten Tiefpunkte von 2001 – der Goldpreis notierte damals knapp über 250 USD.

Positiv ist, dass der Goldminenindex im vierten Quartal keine neuen Tiefs ausbildete, obwohl der Goldpreis noch etwas tiefer gefallen ist. Diese kleine positive Divergenz mag ein Indiz für eine Bärenmarkttrally des Goldpreises in den kommenden Wochen sein, allerdings noch kein Indiz für eine generelle Trendumkehr.

Ein Aspekt, der sukzessive den Druck vom Goldpreis in 2016 nehmen sollte, ist die Entwicklung des Realzinses im kommenden Jahr.

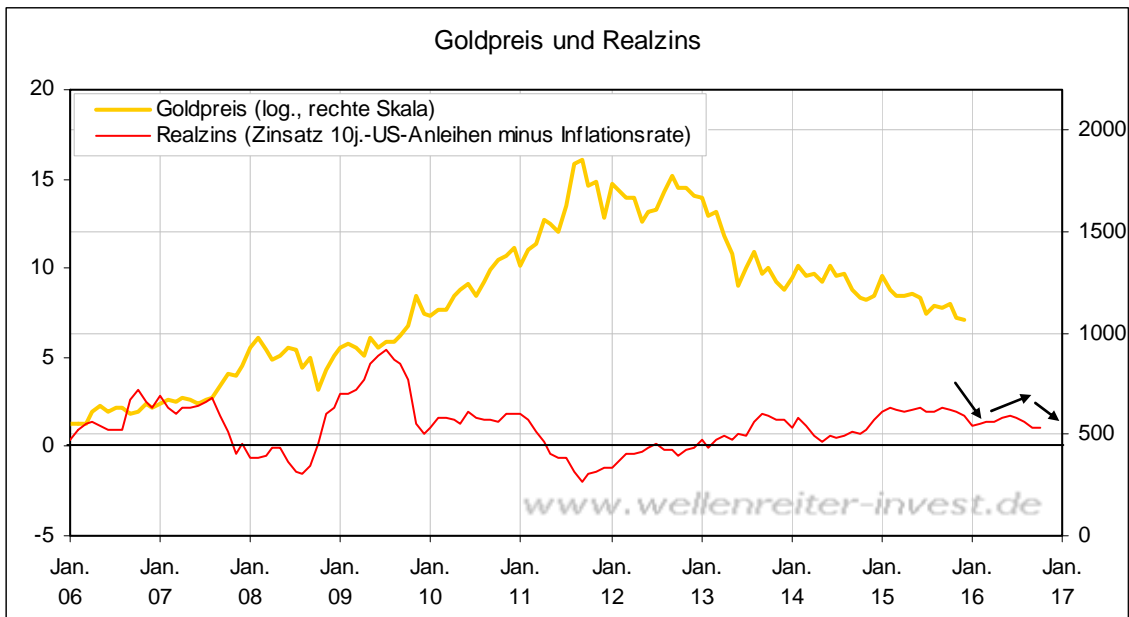


Abb. 5.32: Goldpreis und Realzins langfristig

Der Realzins als Indikator für den Goldpreis wird nach einem temporären Rückgang am Jahresanfang wieder in Richtung 2 Prozent bis zum Sommer tendieren, sich dann allerdings am Jahresende 2016 deutlich zurückbilden. Hier greifen die Basiseffekte des niedrigen Ölpreises in 12 Monaten und drücken den Realzins im vierten Quartal 2016 nach unten. Insofern ist die Entwicklung des Realzinses insbesondere in Richtung Jahresende ein positiver Aspekt für die weitere Entwicklung des Goldpreises.

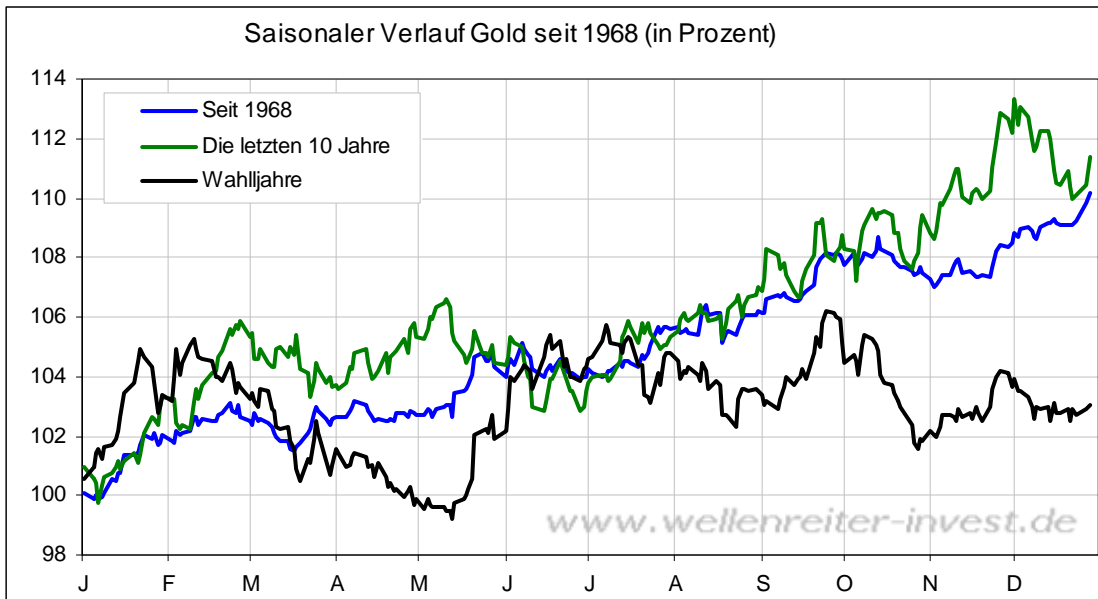


Abb. 5.33: saisonaler Verlauf Gold

Der Durchschnittsverlauf des Goldpreises in Wahljahren zeigt relative Schwäche gegenüber den historischen Durchschnitten. Nach einem positiven Jahresstart im Januar zeigt der Goldpreis eine deutlich stärkere Schwächephase bis Mai. Ab Ende Oktober beginnt eine relativ schwache Entwicklung im Umfeld der US-Wahl.

### Fazit

Die Schwäche der Minenaktien bleibt die große Bürde für den Goldpreis. Sie versuchen sich allerdings an einer Bodenbildungsformation, so dass die große Abwärtsbewegung des Goldpreises der Vergangenheit angehören sollte. Abseits einer Gegenbewegung über den Jahreswechsel in den Januar ist mit weiterer Preisschwäche im ersten Halbjahr 2016 zu rechnen. Gold gehört in einem Wahljahr nicht zu den Favoriten, wir erwarten allerdings eine Stabilisierung des Goldpreises im kommenden Jahr vor dem Hintergrund der Ausbildung eines Tiefpunktes bei den Rohstoffpreisen. Als Inflations-Hedge wird Gold in der zweiten Jahreshälfte 2016 wieder interessanter.

## 5.5 Silber, Platin, Palladium

Silber befindet sich in einem langfristig intakten Aufwärtstrend (rote Linien folgender Chart). Die Untergrenze dieses Trendkanals befindet sich bei etwa 8 US-Dollar. Dort befindet sich das Tief des Jahres 2008.

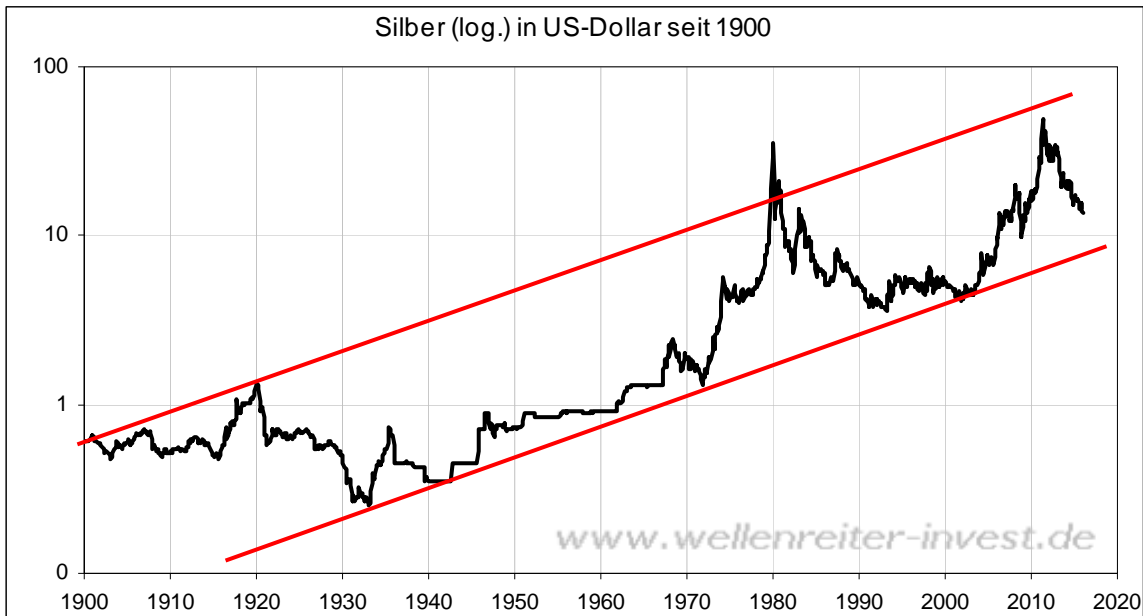


Abb. 5.34: Silber seit 1900

Einen Rückgang an das untere Ende des Trendkanals erwarten wir allerdings nicht im kommenden Jahr. Die Underperformance des Silberpreises gegenüber dem Goldpreis ist bereits sehr weit fortgeschritten.



Abb. 5.35: Silber/Gold-Ratio

In der Korrelation zu Gold hat Silber beinahe das untere Ende der Handelsspanne der letzten 20 Jahre erreicht. Insofern sollte die Phase der Underperformance von Silber gegenüber Gold im Jahresverlauf 2016 nachlassen. Der Silberpreis würde zur Out-performance neigen, wenn wieder eine Reflationierungsphase wie zuletzt ab 2003 bzw. 2009 einsetzt. Eine solche Phase dürfte allerdings erst im späten Verlauf von 2016 mit Blickrichtung 2017 einsetzen.

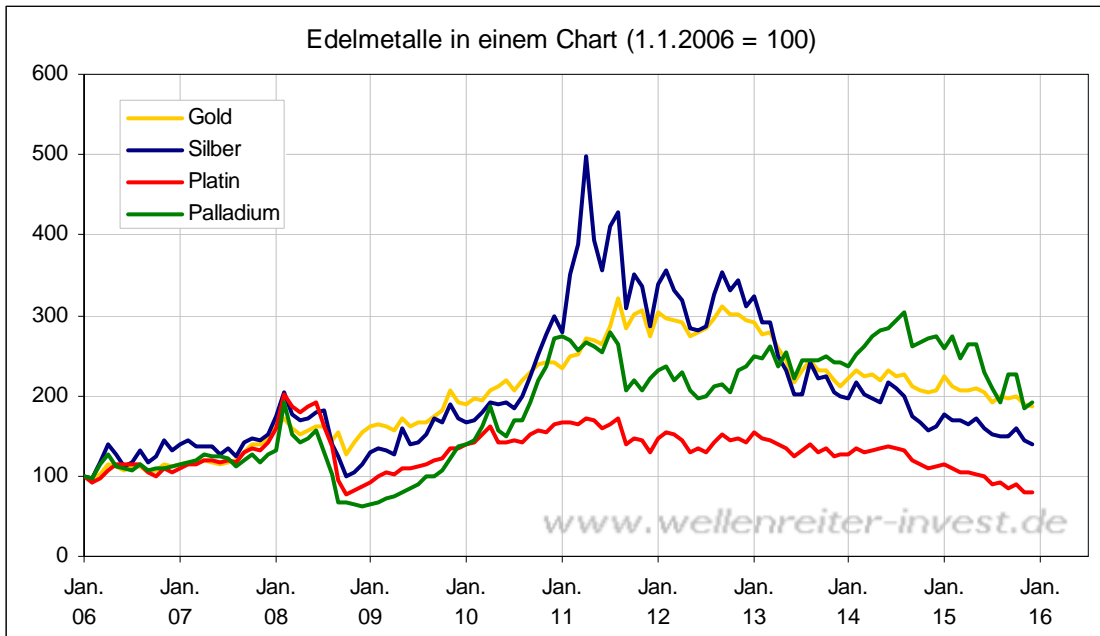


Abb. 5.36: Edelmetalle in einem Chart

Platin besitzt einen vorauslaufenden Charakter für die Edelmetalle. Platin konnte als einziges Edelmetall das Hoch des Jahres 2008 nicht überwinden. In den Jahren 1998 bis 2002 zeigte Platin vorauslaufende Stärke. In Bezug auf ein Comeback der Edelmetalle sollte man den Platinpreis daher sorgfältig beobachten. Die Schwäche von Platin deutet für die kommenden Monate zunächst noch Preisschwäche und kein generelles Comeback der Metallpreise an.

## 5.6 Kupfer

Nach Silber ist auch Kupfer als ein wichtiges Industriemetall anzusehen. In 2015 setzte sich der Abwärtstrend fort und beschleunigte in den letzten Monaten.

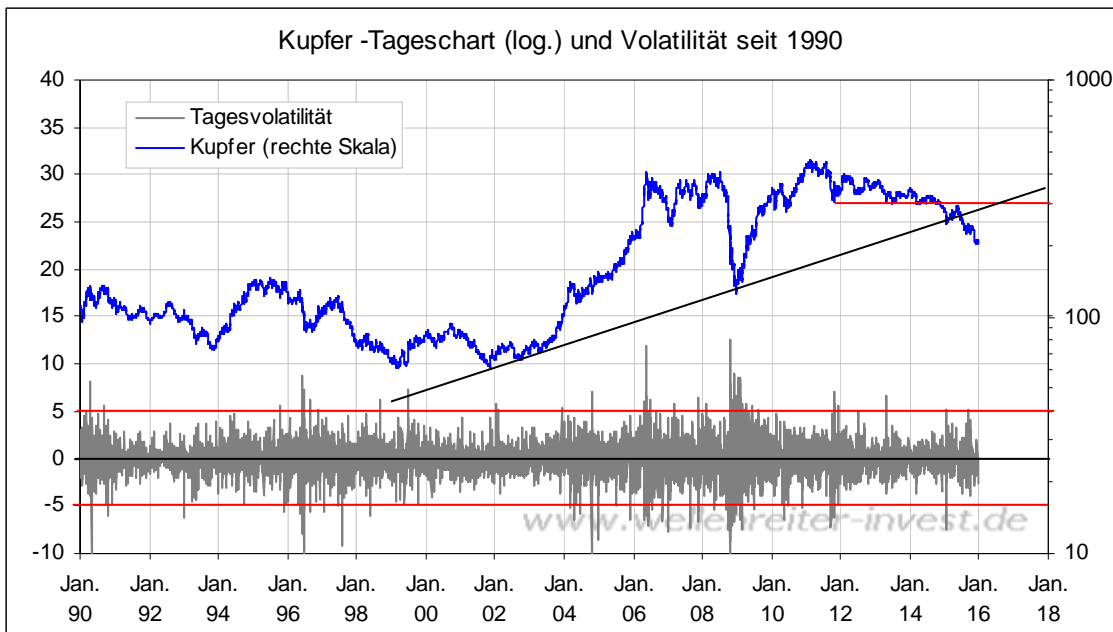


Abb. 5.37: Kupfer Tageschart

Der Aufwärtstrend der vergangenen Dekade wurde in 2015 gebrochen. Der Abwärtstrend setzt sich bisher ohne eine deutliche Ausweitung der Volatilität fort, die bei der Ausbildung von Tiefpunkten (1998/99, 2001/02 sowie 2008/09) üblicherweise ansteigt.

## Freeport-McMoran Monatschart

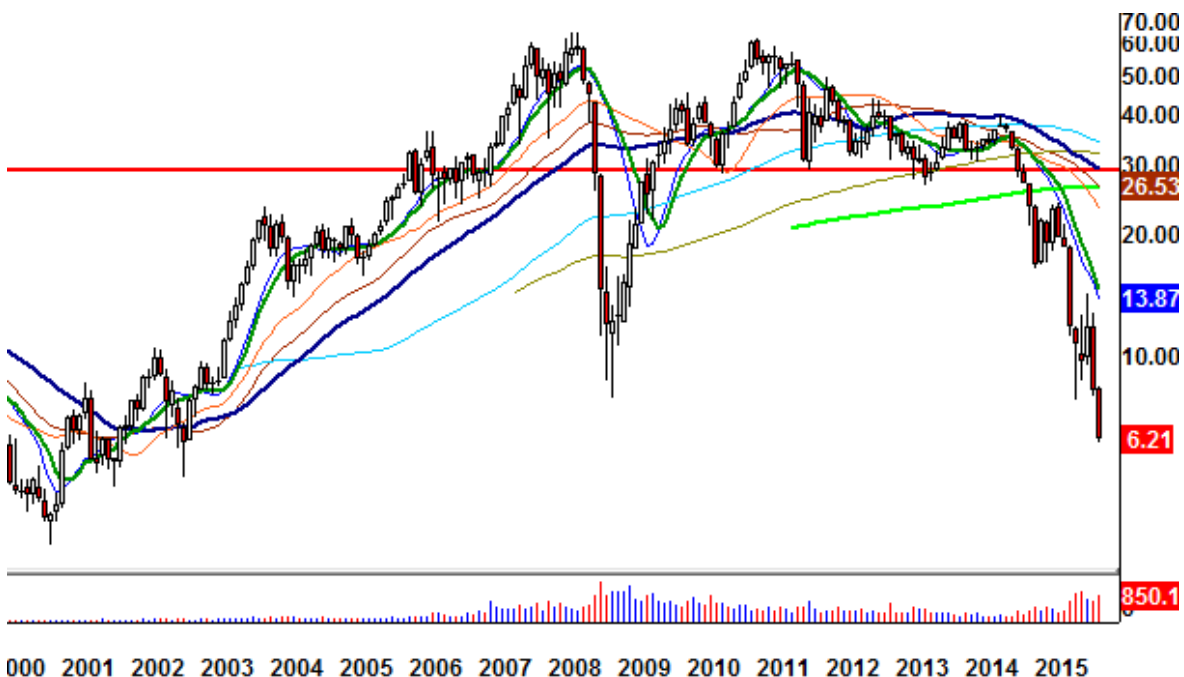


Abb. 5.38: Freeport-McMoran Monatschart

Im Gegensatz zu den physischen Preisen hat der Minenbetreiber Freeport McMoran bereits seine Preistiefs von 2008 unterschritten. Die Bewegung der Jahre 2001-2008 zeigt den Boom & Bust-Zyklus an, mit einem Doppelhoch in den Jahren 2008 und 2011 gilt für die Aktie eine Regel von Monopoly: Zurück auf Los! Bevor sich hier ein neuer Zyklus einstellen wird, wird weitere Zeit vergehen, allerdings ist mit einem Preistief im kommenden Jahr zu rechnen.

## 5.7 Nachwachsende Rohstoffe

Der wichtigste Sektor im CRB-Index ist mit einem Indexgewicht von 34 Prozent der Agrarsektor. Der Getreide-Index notiert wiederholt auf einer wichtigen Unterstützungslinie auf (blaue Linie folgender Chart).

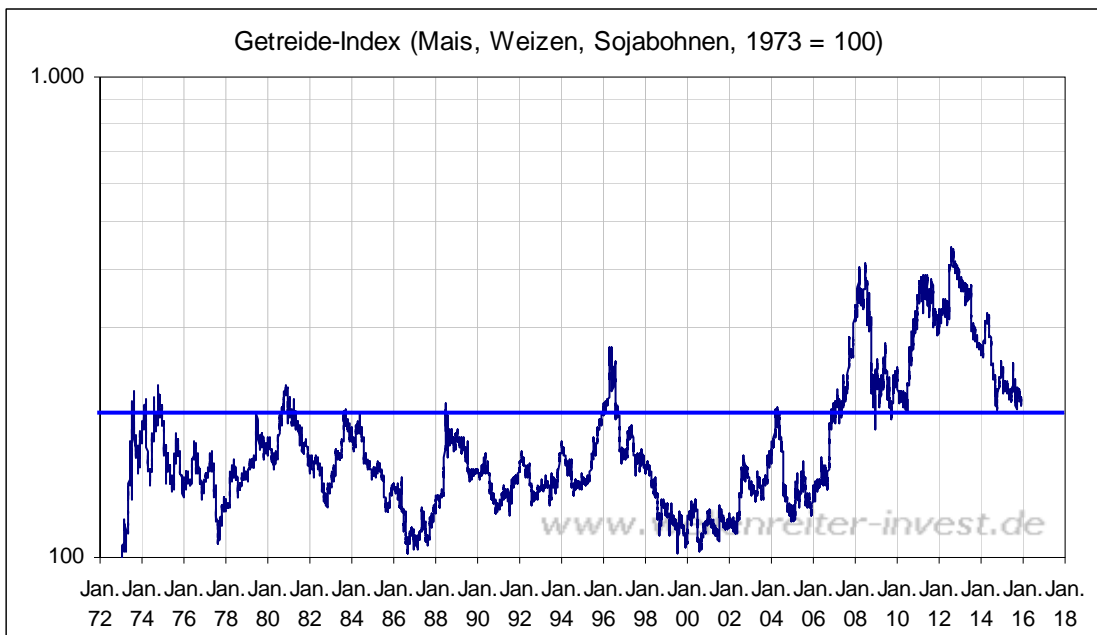


Abb. 5.39: Getreide-Index seit 1972

Die Bedeutung dieser Unterstützung muss nicht extra betont werden, dieser Bereich muss verteidigt werden, da sonst aus technischer Sicht wesentlich mehr Schaden droht.

Auch beim Kaffeepreis gilt der Blick zunächst auf die Unterseite, wobei er bereits Ende 2013 ein Preistief ausgebildet hat und der Bereich der runden Marke von 100 US-Cents in 2016 wieder angelaufen werden sollte. Dieser dürfte auch in 2016 halten.



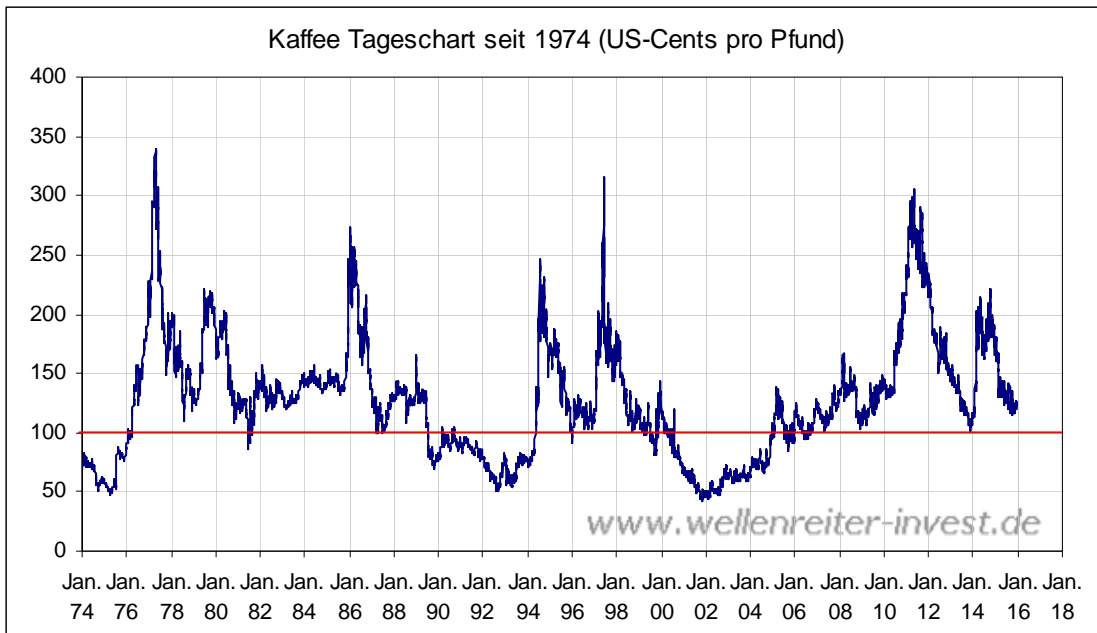


Abb. 5.40: Kaffee Tageschart

Nach der Squeezebewegung in 2014 ist nach dem Rücklauf tendenziell nur eine Gegenbewegung bzw. eine Stabilisierung des Kaffeepreises zu erwarten. Einen neuen Haussetrend erwarten wir nicht. Das weitere Potential für einen Preisrückgang ist allerdings als limitiert anzusehen, dafür ist die Marke von 100 US-Cents als Unterstützung zu bedeutend.

## 6. Der Aktienmarkt

### 6.1 Bewertung

Der „Tobins Quotient“ ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl zur Unternehmensbewertung, benannt nach James Tobin. Dieser Quotient wird ermittelt, indem der Marktwert (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten) durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände (Substanzwert) geteilt wird. Man nennt dies Marktwert-/Substanzwert-Verhältnis. Im Nenner steht die Gesamtmarktkapitalisierung plus Verbindlichkeiten (aktuell 22,1 Billionen Dollar), im Zähler der Gesamtsubstanzwert (derzeit 21,4 Billionen). Daraus ergibt sich eine aktuelle Q-Ratio von 1,03.

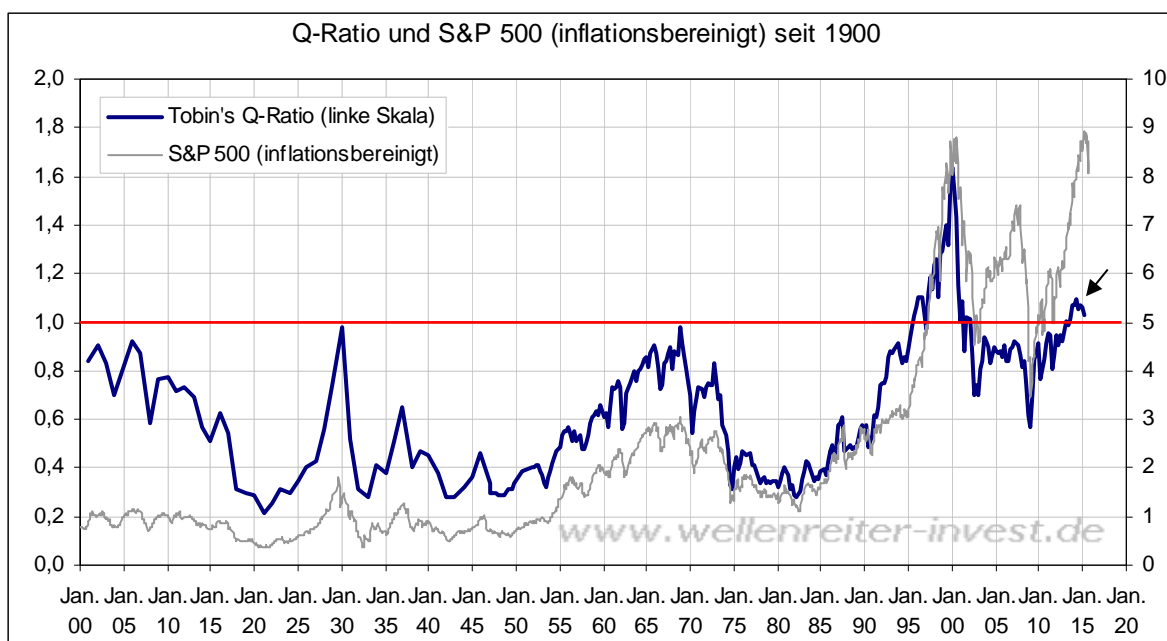


Abb. 6.1: Q-Ratio

Die Verlaufsspitze wurde im zweiten Quartal 2014 mit einem Wert von 1,09 erreicht (siehe Pfeil obiger Chart). Ob dem Abknicken der Verlaufsspitze eine Bedeutung wie Ende der 1920er oder Ende der 1960er Jahre zukommt, lässt sich nicht seriös bestimmen. Sollte dies so sein, dann stünde den Märkten ein länger anhaltender Bewertungsverlust bevor.

Interessant an dieser Kennzahl ist die Tatsache, dass der Erfinder Tobin der Auffassung ist, dass für die Gesamtheit aller Unternehmen ein Q von 1 gelten müsse. Demnach wäre der US-Aktienmarkt momentan fair bewertet. Der Blick auf die Historie zeigt allerdings, dass ein Wert von über 1 lediglich in der späten Phase der 90iger Jahre zu beobachten war und der US-Aktienmarkt spätestens beim Erreichen des Wertes von 1 Preishochs ausgebildet hat. In Bezug auf die historischen Daten muss der US-Aktienmarkt daher als überbewertet angesehen werden.

Ein zweiter populärer Bewertungsfaktor ist das so genannte Shiller-KGV, benannt nach seinem Erfinder Robert Shiller. Mit Hilfe des Shiller-KGV (auch CAPE genannt) wird der Kurs des S&P 500 in Relation zum inflationsbereinigten Durchschnitts-KGV der vergangenen 10 Jahre gesetzt (folgender Chart). Das Shiller-KGV befindet sich bei 26,2 Punkten. Gegenüber dem Vorjahr hat es sich praktisch nicht verändert.

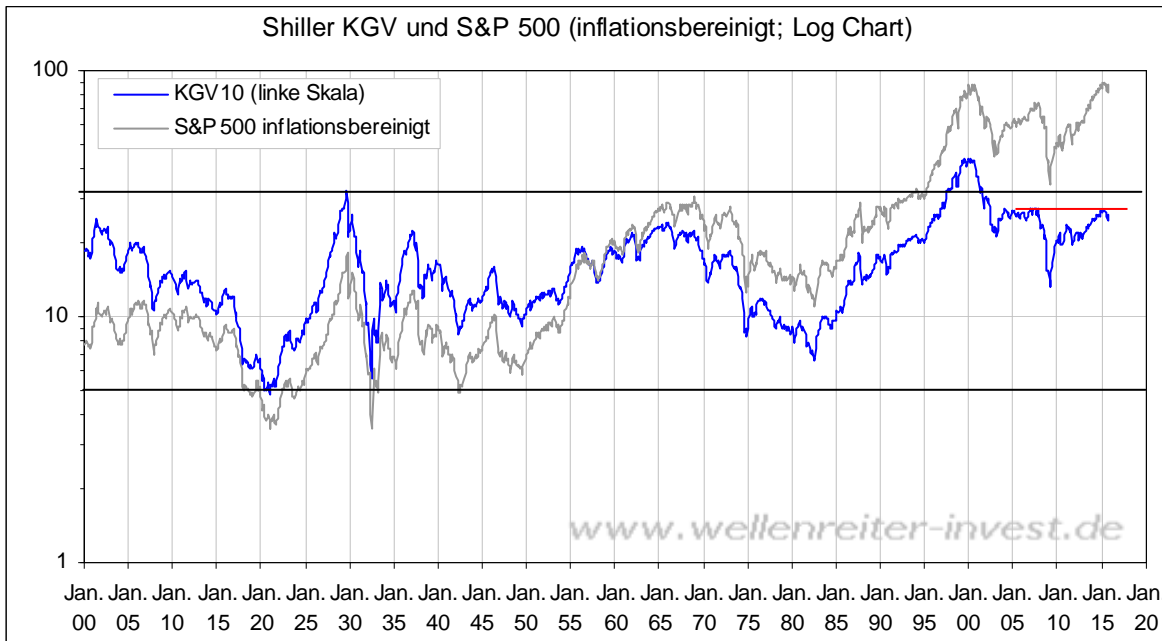


Abb. 6.2: Shiller KGV

Die Kennziffer liegt unterhalb der Bewertungen von 1929 und 2000. Der Hochpunkt des Jahres 2007 (rote Linie obiger Chart) wurde in diesem Jahr nicht erreicht. Ein Shiller-KGV von 26,2 ist nicht niedrig. Es stellt aber keinen Extremwert dar. Der Nachteil der Methodik ist der Blick in die sicher zu analysierende Vergangenheit, während die Investoren in die unsichere Zukunft blicken.

Da beide Wissenschaftler mit dem Nobelpreis für ihre Indikatoren ausgezeichnet worden sind und diese Indikatoren eine lange Historie aufweisen, haben sie einen gewissen Nutzen. Demnach lässt sich feststellen, dass der US-Aktienmarkt sehr hoch bewertet ist. Diese Entwicklung ist nicht nur den niedrigen Renditen geschuldet, der Blick in die Vergangenheit zeigt die zyklischen Auf- und Abwärtsbewegungen der Bewertung sehr zuverlässig an.

Ob ein Markt aber an einem oberen Wendepunkt steht oder nicht, ist mit diesen beiden Instrumenten nicht zuverlässig genug zu erfassen. Deshalb konzentrieren wir uns nachfolgend auf unsere vertrauten und bewährten Indikatoren.

## 6.2 Das große Bild

Die Welt-Aktienmarkt-Kapitalisierung erreichte im Mai 2015 mit einem Volumen von 71 Billionen US-Dollar ihren höchsten Stand (folgender Chart).

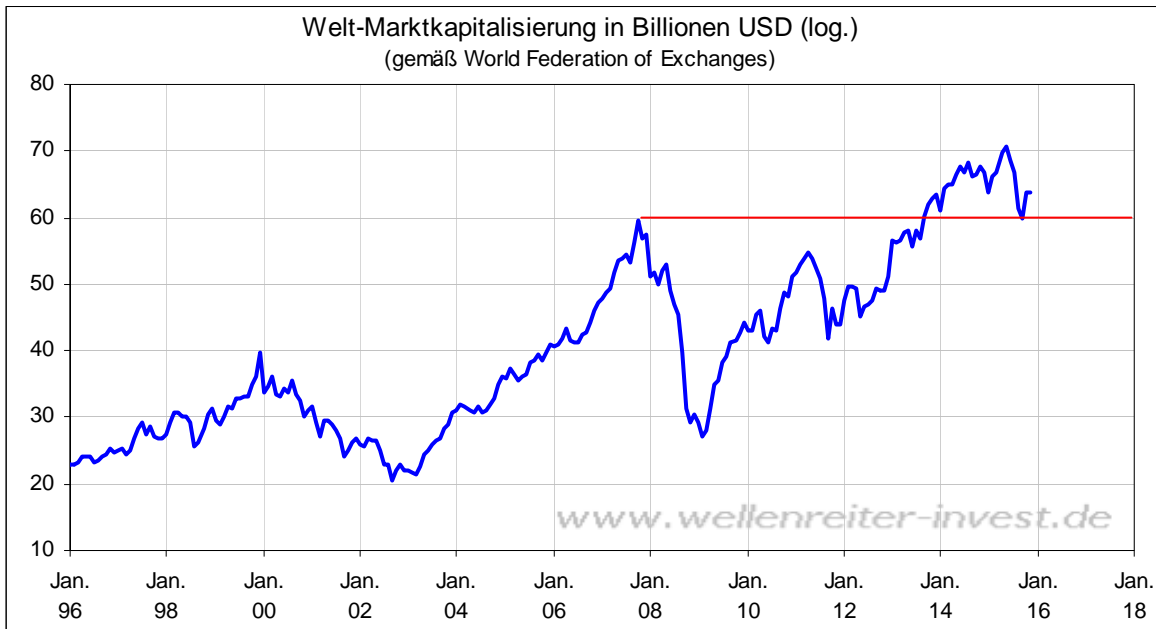


Abb. 6.3: Welt-Aktienmarktkapitalisierung

Der anschließende Rückgang war vergleichsweise abrupt, ausgelöst durch Konjunktü-  
rängste. Diese wurden durch starke Preiserückgänge am chinesischen Aktienmarkt und  
durch einen deutlich fallenden Ölpreis geschürt. Der Ausgangswert von 66,8 Bio. US-  
Dollar von Ende 2014 schrumpfte in diesem Jahr, das Jahr 2015 ist auf globaler Basis  
ein Baissejahr. Per November 2015 sank die Weltmarktkapitalisierung um vier Prozent  
auf 63,7 Bio. US-Dollar.

Die EMEA-Region (Europa, Mittlerer Osten, Afrika) bildete nach 2014 auch in 2015 das  
Schlusslicht. Der fallende Euro ließ die Marktkapitalisierung in US-Dollar gerechnet um  
5,5 Prozent fallen. Der amerikanische Kontinent verlor ebenfalls. Der Verlust betrug  
3,6 Prozent. Die Rückgänge der Börsen in Kanada, Mexiko und vor allen Dingen Brasi-  
lien ragten heraus.

Als Gewinnerregion erwies sich der Raum Asien/Pazifik. Die Börsen in Shanghai und  
Shenzhen weisen trotz eines Crashes ein Plus auf. Japan zählte zu den großen Gewin-  
nern. Die Verluste in Singapur, Indonesien, Malaysia und Thailand wiegen nicht so  
schwer, weil sie zusammengenommen lediglich die Hälfte des Börsenwertes der japa-  
nischen Börse ausmachen. Insgesamt konnte der asiatische Kontinent 5,7 Prozent  
zulegen.

In der Einzelbetrachtung der Länder-Aktienindizes führt Irland vor Dänemark, Belgien und Japan. Die Vergleichbarkeit wird durch die Normierung auf den US-Dollar erreicht.

Land	Veränderung 2015%	Land	Veränderung 2015%
1 Irland	18,4	26 Taiwan	-12,6
2 Dänemark	16,2	27 Philippinen	-12,9
3 Belgien	9,2	28 Mexiko	-13,6
4 Japan	7,7	29 Saudi Arabien	-15,0
5 Israel	5,2	30 Spanien	-16,3
6 Österreich	1,2	31 Australien	-16,4
7 Portugal	0,5	32 Norwegen	-18,9
8 Italien	0,4	33 Chile	-19,4
9 Russland	0,3	34 Singapur	-20,6
10 Finnland	0,2	35 V.A.R.(Dubai)	-21,9
11 Niederlande	-2,1	36 China	-23,1
12 Frankreich	-3,0	37 Thailand	-23,6
13 Hongkong	-3,4	38 Malaysia	-23,8
14 Schweiz	-4,1	39 Polen	-24,4
15 USA	-5,2	40 Kanada	-25,1
16 Deutschland	-5,5	41 Katar	-25,1
17 Argentinien	-6,4	42 Indonesien	-26,3
18 Südkorea	-7,6	43 Südafrika	-26,6
19 Neuseeland	-8,3	44 Türkei	-32,1
20 Bangladesch	-8,7	45 Nigeria	-34,9
21 Indien	-9,1	46 Ägypten	-36,4
22 Schweden	-10,1	47 Peru	-36,9
23 Großbritannien	-12,1	48 Griechenland	-37,8
24 Pakistan	-12,2	49 Brasilien	-42,0
25 Vietnam	-12,5	50 Kolumbien	-46,5

Jahresveränderung 2015 in US-Dollar

Die großen Verlierer sind Rohstoffländer wie Brasilien (49), Nigeria (45), Kanada (40), Dubai (35), Chile (33) und Saudi-Arabien (29). Schlusslicht ist Kolumbien (50) vor Brasilien (49) und Griechenland (48).

Die „Fragilen Fünf“ sollten in 2014 stolpern. Sie entwickelten sich entgegen den Erwartungen positiv. In 2015 allerdings traf die Prognose ein. Brasilien (49), Indien (21), Indonesien (42), Südafrika (43) und die Türkei (44) werden deshalb die „Fragilen Fünf“ genannt, weil es Schwellenländer sind, die von den Anleihekäufen der Fed (QE) profitierten. Die Einleitung eines Zinserhöhungszyklus verursacht weitere „Risk-off-Prozesse“. Das macht die Situation der Fragilen Fünf nicht besser.

Ein wichtiger Grund für das in den Länderindizes zu erkennende Luftablassen wird an einer Aktie wie Sotheby's deutlich. Die Aktie des Auktionshauses fällt immer dann, wenn überschüssiges Kapital fehlt oder Ängste aufkommen, dass es bald fehlen wird. Statussymbole sind in solchen Zeiten weniger gefragt.

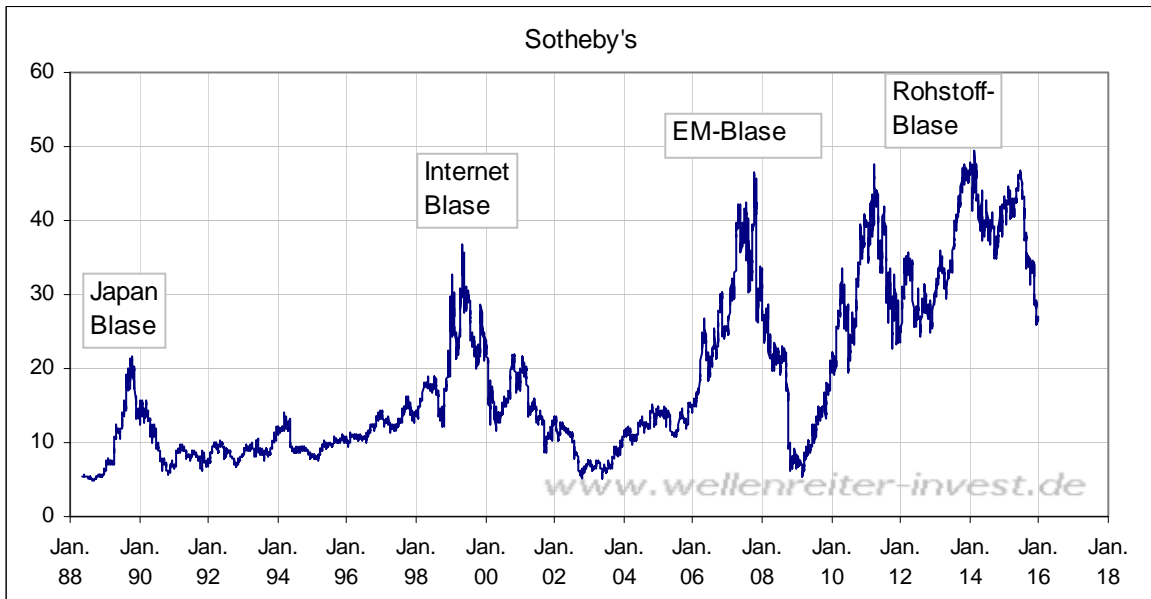


Abb. 6.4: Sotheby's

Im Juni 2015 drehte der Aktienkurs von Sotheby's von einem sekundären Hochpunkt aus nach unten. Der Aktienkurs halbierte sich im Jahr 2015 beinahe und notiert nur noch an den Tiefpunkten des Jahres 2011.

Mit einem Anstieg des Dow Jones Index von etwa 70 Prozent liegt die aktuelle Dekade (2010 bis 2019) im Vergleich zu anderen Dekaden weit vorn.

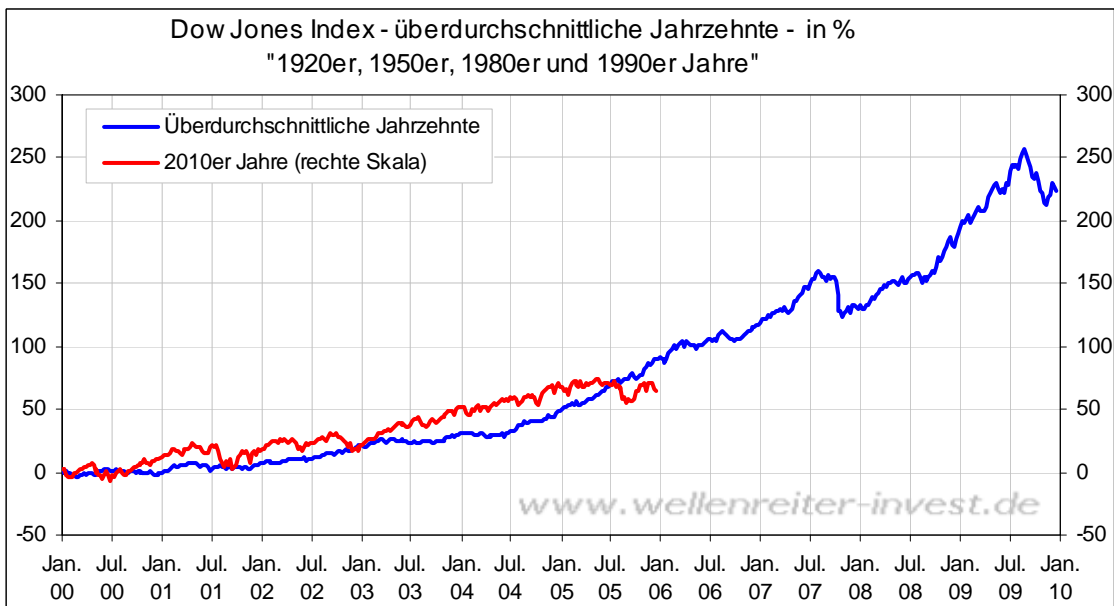


Abb. 6.5: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %

Die Seitwärtsbewegung in 2015 ließ den Index zurückfallen, sodass die Dekade im Vergleich seit 1900 nur noch auf dem vierten Platz liegt.

### 6.3 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2016 ist ein Wahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Dieser Zyklus 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).

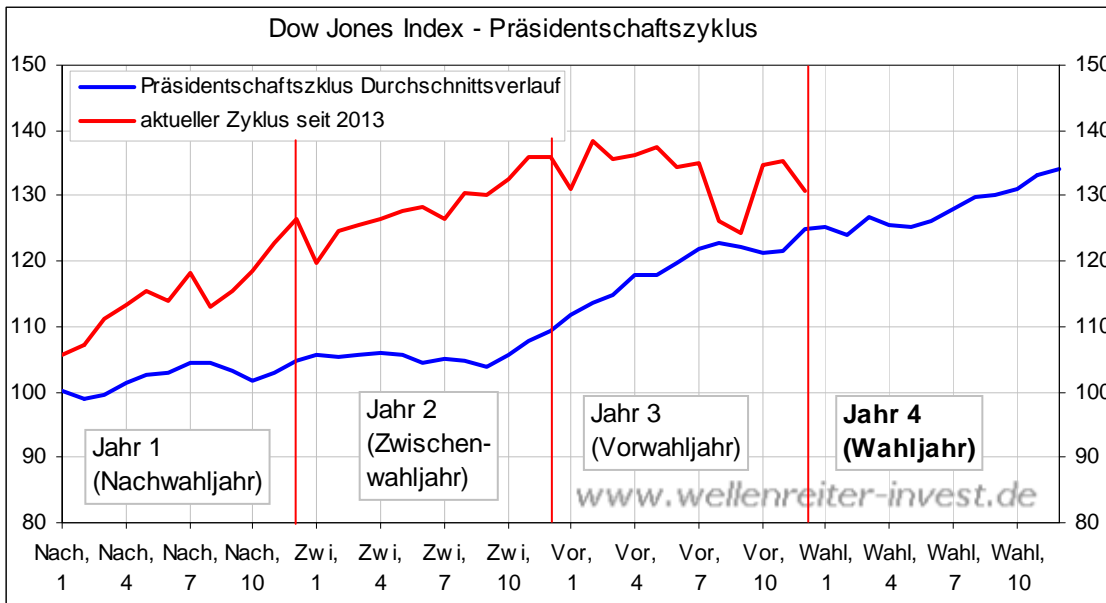


Abb. 6.6: US-Präsidentschaftszyklus

Der aktuelle Zyklus scheint die Reihenfolge zu invertieren. Nachwahl- und Zwischenwahljahr erzielten deutliche Zuwächse. Nach dem Zwischenwahljahr lag der Zuwachs im Dow Jones bereits auf dem Niveau des gesamten Vierjahreszyklus. Das Vorwahljahr schwächelte hingegen, denn zum ersten Mal seit 1939 droht mit Blick auf die Kursentwicklung bis kurz vor Heiligabend ein Minusjahr. Nach dem Minusjahr 1939 verlief auch das Wahljahr 1940 negativ.

Üblicherweise verlaufen das Vorwahl- und Wahljahr überdurchschnittlich positiv, da wirtschaftsfreundliche Maßnahmen beschlossen werden. Dies geschieht im Hinblick auf 2016 nicht. Zudem versucht die US-Notenbank eine Bremspolitik, sodass in den fehlenden Stimuli der Grund für den invertierten Zyklus liegt.

Seit 1897 stellt sich die durchschnittliche Performance des Dow Jones Index im US-Präsidentschaftszyklus wie folgt dar:

Nachwahljahre +6,6%

Zwischenwahljahre +3,7%

Vorwahljahre +12,3%

Wahljahre +7,7%

Wahljahre sind historisch betrachtet die zweitstärksten Jahre im Wahlzyklus. Seit 1899 verliefen 20 Wahljahre positiv, 9 Wahljahre endeten im Minus. Das bekannteste und stärkste Minus-Wahljahr ist das Lehman-Crash-Jahr 2008 mit einem Verlust von 34%.

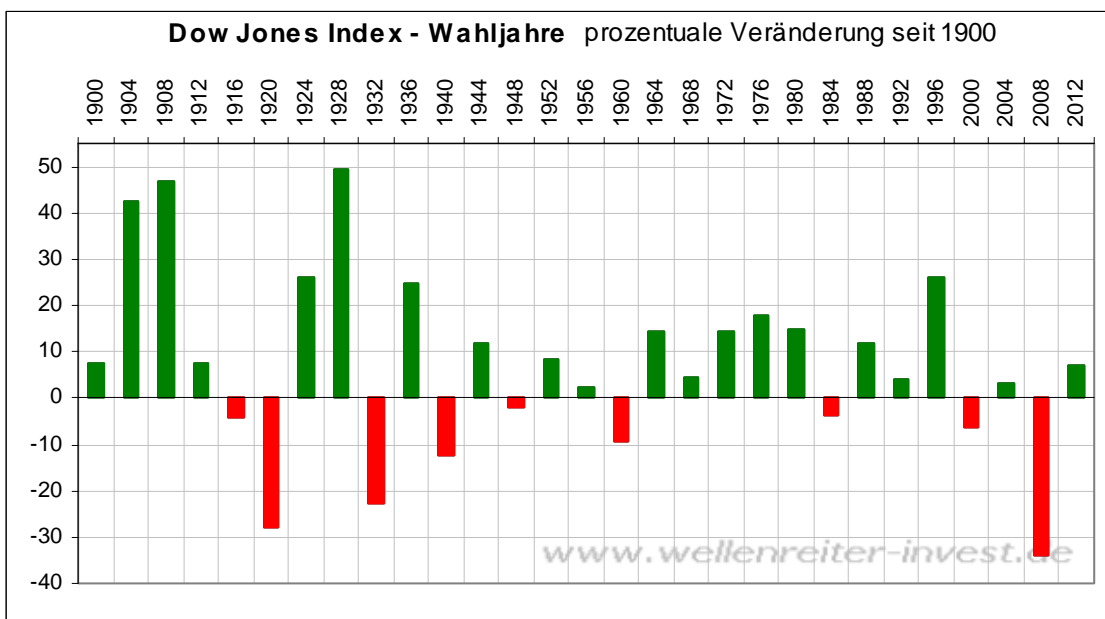


Abb. 6.7: Dow Jones Index Verteilung Wahljahre

Seit dem Jahr 1996 wechseln sich positive und negative Wahljahre ab. Blicke es bei diesem Rhythmus, so müsste dem positiven Wahljahr 2012 mit dem Jahr 2016 ein Negatives folgen. Allerdings ist dies nichts als eine statistische Spielerei. Dennoch ist es erstaunlich, dass es zuletzt im Jahr 1996 (+26%) einen ordentlichen Zuwachs in einem Wahljahr gab. Seither hält das Jahr 2012 (+7,3%) die Spitzenposition.

Die letzten vier Wahljahre haben signifikante Verlaufsgemeinsamkeiten. Es handelte sich jeweils um relativ schwache Jahre. Zudem verblieben sie das ganze Jahr über (in 2008 bis September) in einer engen Handelsspanne. Mehrere signifikante Punkte ergeben sich im Jahresverlauf: Ein Ausstiegspunkt Mitte Januar, ein Einstiegspunkt im März, ein Verkaufspunkt Ende April, ein Kaufpunkt Ende Mai, ein Ausstieg im September sowie ein Wiedereinstieg Ende Oktober (folgender Chart).



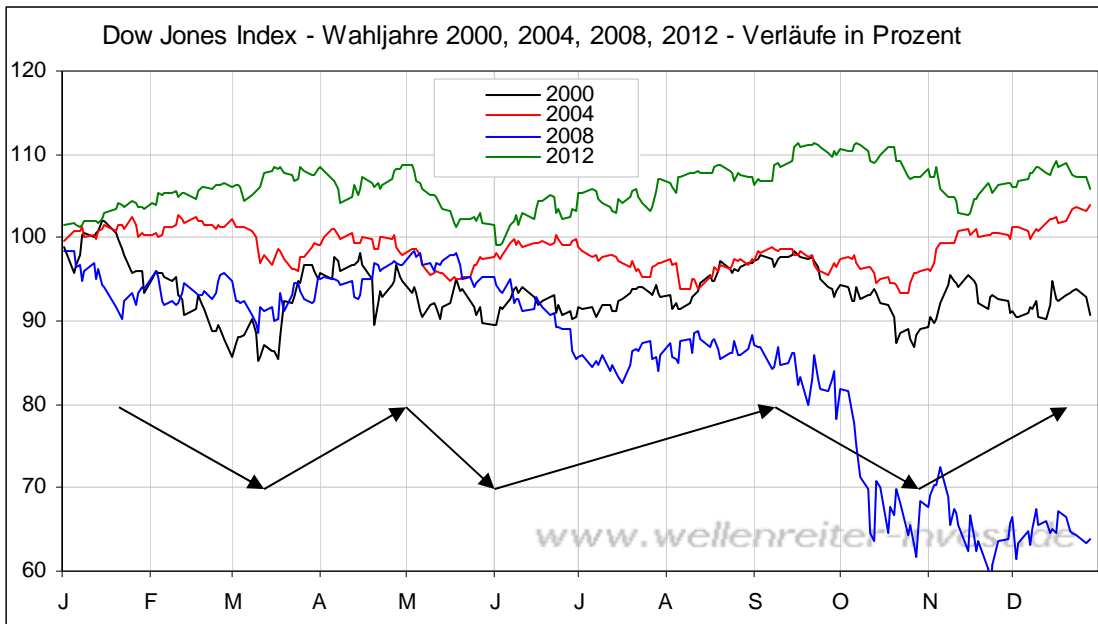


Abb. 6.8: Wahljahre 2000, 2004, 2008, 2012

Nach den Regularien darf ein US-Präsident nur zwei Amtszeiten bekleiden. Anfang November 2016 wird ein neuer US-Präsident gewählt. Wie wahrscheinlich ist ein Wechsel der Regierungspartei? Nachfolgend eine Übersicht über die US-Präsidenten.

Jahr	Partei	Präsident
1944	Demokraten	Roosevelt
1948	Demokraten	Truman
1952	Republikaner	Eisenhower
1956	Republikaner	Eisenhower
1960	Demokraten	Kennedy
1964	Demokraten	Johnson
1968	Republikaner	Nixon
1972	Republikaner	Nixon
1976	Demokraten	Carter
<b>1980</b>	<b>Republikaner</b>	<b>Reagan</b>
1984	Republikaner	Reagan
1988	Republikaner	Bush
1992	Demokraten	Clinton
1996	Demokraten	Clinton
2000	Republikaner	Bush
2004	Republikaner	Bush
2008	Demokraten	Obama
2012	Demokraten	Obama
2016	Republikaner??	

Die regierende Partei wurde nach zwei Amtsperioden mit Ausnahme von 1980 - hier wäre ein Sieg der Demokraten zu erwarten gewesen - nicht wiedergewählt (siehe auch Editorial). Es besteht demnach eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für einen Wahlsieg des Kandidaten der Republikaner.

Bei den Demokraten gilt Hillary Clinton als Favoriten für die Kandidatur, bei den Republikanern liegt Donald Trump in den Umfragen vor Jeb Bush. Ein Duell der Kandidaten Clinton gegen Bush wäre auch eine Reise in die Vergangenheit Amerikas, da die beiden Familien 20 Jahre in Folge (1988-2008) Amerika regierten. Für Investoren würde ein solches Duell bedeuten, dass sie beide Kandidaten gut einschätzen könnten.

Ein Kandidat wie Donald Trump, der extrem polarisiert, würde nicht nur wegen seiner Abschottungsstrategie die Vorsicht der ausländischen Investoren gegenüber der Wall Street vergrößern. Auch wenn bekanntlich Hunde, die bellen, am Ende nicht beißen, wäre ein Spitzenkandidat Donald Trump aus Sicht der Ausländer ein Unsicherheitsfaktor, der zu einer vorsichtigeren Einschätzung von Wall Street im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen führen könnte. Die Wahl findet am 8. Nov. 2016 statt.

Es gilt, die Besonderheit des Präsidentschaftszyklus zu beachten, wenn sich ein US-Präsident in einer zweiten Amtszeit befindet. Sowohl das Vorwahljahr als auch das Wahljahr verlaufen in solchen Situationen mehr oder weniger flach (folgender Chart). Der Sommer im Vorwahljahr stellt dabei bereits einen zyklischen Hochpunkt dar.

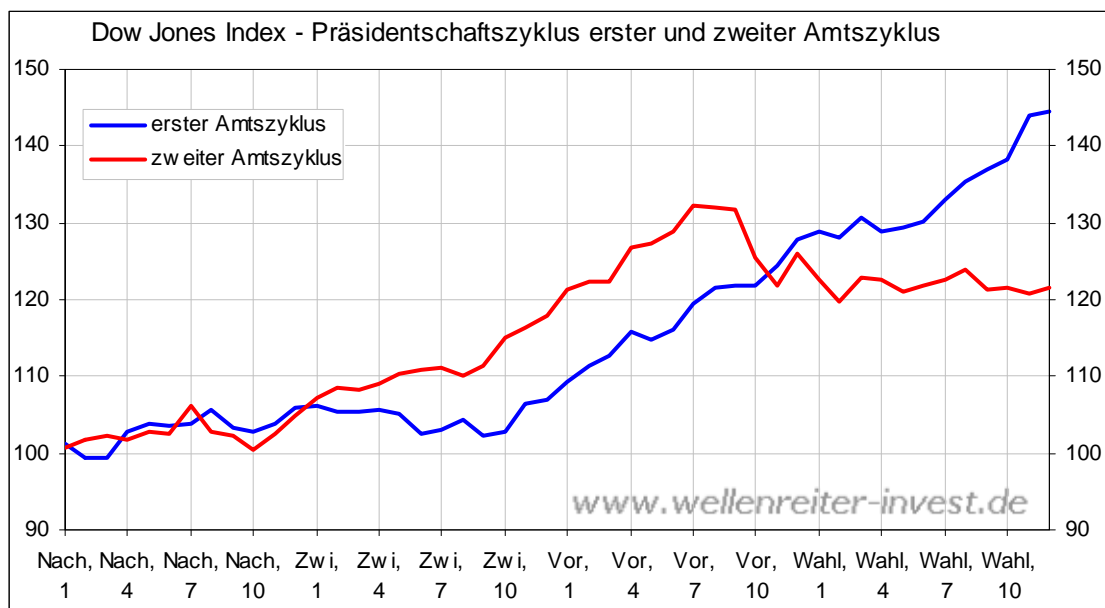


Abb. 6.9: Präsidentschaftszyklus

Nachfolgend nennen wir die betreffenden neun Wahljahre inklusive der Angabe der damaligen Präsidenten im letzten Amtsjahr: Theodore Roosevelt 1908, Woodrow Willson 1920, Franklin D. Roosevelt 1940, Harry S. Truman 1952, Dwight D. Eisenhower 1960, Lyndon B. Johnson 1968, Ronald Reagan 1988, Bill Clinton 2000 und George W. Bush 2008. Bisher handelte es sich immer um Nuller- oder Achterjahre, lediglich ein Zweierjahr (1952) war zu beobachten. Ein Sechserjahr – wie 2016 eins ist - wurde bisher nicht notiert. Die Einzelverläufe der genannten Jahre zeigen wir nachfolgend.

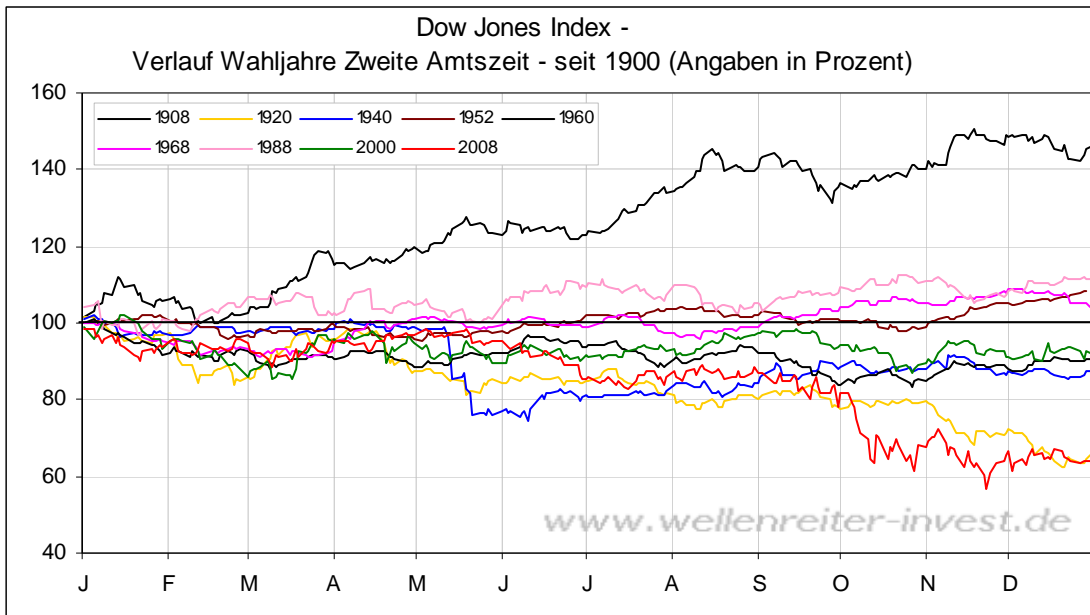


Abb. 6.10: Wahljahre zweite Amtszeit Einzelverläufe

Die Verläufe sind entweder flach oder negativ. Ein positiver Verlauf ragt heraus: Es ist derjenige des Jahres 1908. Es war das Jahr, das auf die Panik von 1907 folgte. Damals - im November 1907 - rettete J.P. Morgan die New Yorker Börse. Der Verlust betrug 50 Prozent vom Hoch des Jahres 1907. Die Erholung von 1908 ist letztlich einer Situation geschuldet, die aktuell nicht vorliegt.

Der durchschnittliche Verlauf eines Wahljahres ist durch eine schwache erste Jahreshälfte und eine positive zweite Jahreshälfte gekennzeichnet. In einer „Lame Duck“-Situation (=US-Präsident in zweiter Amtszeit) findet eine positive zweite Jahreshälfte schlichtweg nicht statt. Der Rally-Versuch bricht im September ab (folgender Chart).

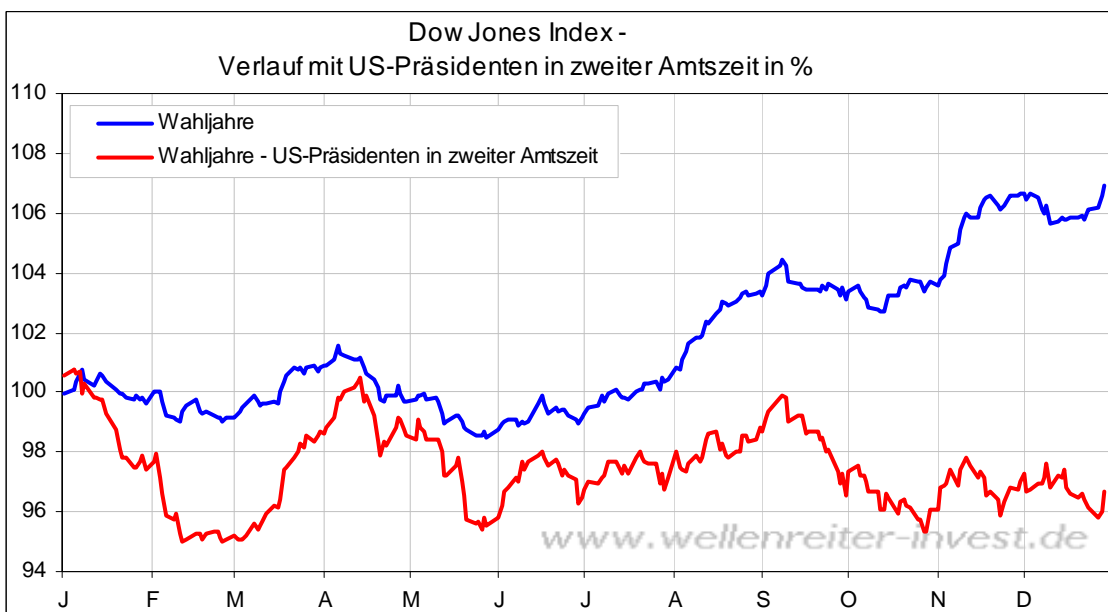


Abb. 6.11: Präsidenten in zweiter Amtszeit

Wie weiter vorn beschrieben ergibt sich ein frühes Januar-Hoch, dem ein Tief im März folgt. Einem Hochpunkt im April folgt ein Tiefpunkt Ende Mai. Eine moderate Sommerrally bis in den September bildet die beständigste Periode des Wahljahres. Von dort aus fallen die Kurse bis Ende Oktober. Die dann einsetzende Jahresendrally verdient den Namen kaum. In den letzten drei Wahljahren waren allerdings Käufe im vierten Quartal sinnvoll. Zu berücksichtigen ist die positive Entwicklung in den Tagen vor der Wahl zum neuen US-Präsidenten, die in allen Wahljahren zu beobachten war.

### **Fazit**

Wahljahre sind auf den ersten Blick positive Jahre am US-Aktienmarkt. Der Verlauf im zweiten Amtsjahr sowie der invertierte Zyklus deuteten bereits für den Sommer 2015 ein wichtiges Aktienhoch an. Die besondere Konstellation eines aus dem Amt scheidenden Präsidenten weist auf einen sehr holprigen Verlauf, der im März, Mai und Oktober bessere Einstiegspunkte liefern sollte.

## 6.4 Dekadenmuster

Das Jahr 2016 stellt nicht nur ein Wahljahr, sondern – im Rahmen des Dekadenzyklus – ein Jahr dar, das auf der Zahl 6 endet („6er-Jahr“). Der Dekadenzyklus beruht auf der Erkenntnis, dass die 0er-, 1er- und 2er-Jahre häufig Schwäche zeigen, das 5er-Jahr das üblicherweise mit Abstand beste Jahr darstellt und im Sommer eines 7er-Jahres häufig eine obere Wende vollzogen wird.

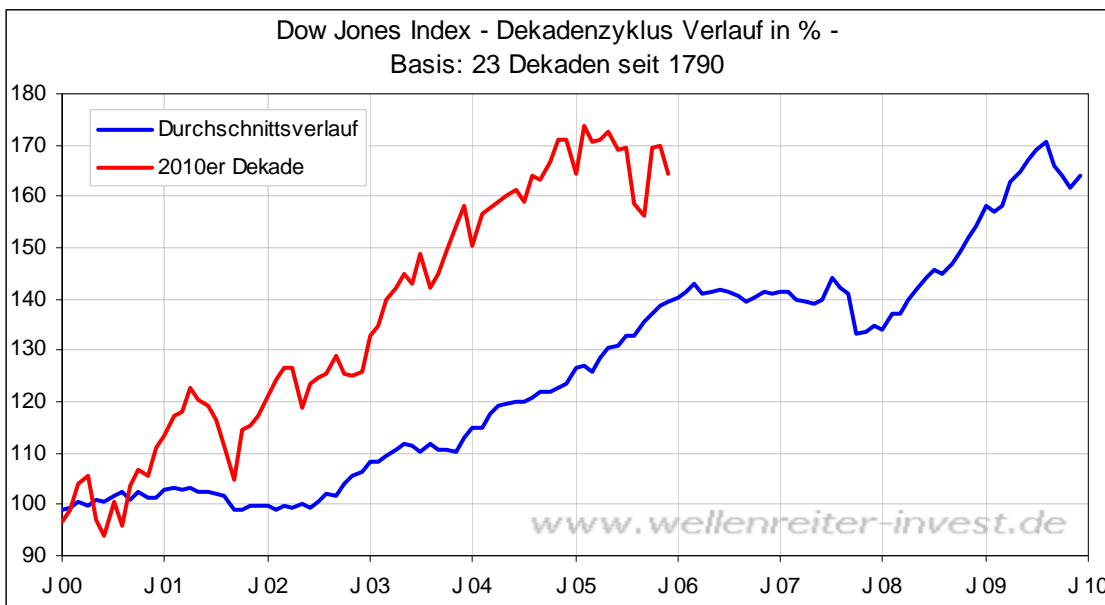


Abb. 6.12: Dow Jones Index Dekadenzyklus

Das Sechserjahr ist dabei von einer ausgeprägten Seitwärtsbewegung bestimmt. Nachfolgend zeigen wir die Einzeldarstellung der 6er-Jahre seit dem Jahr 1906.

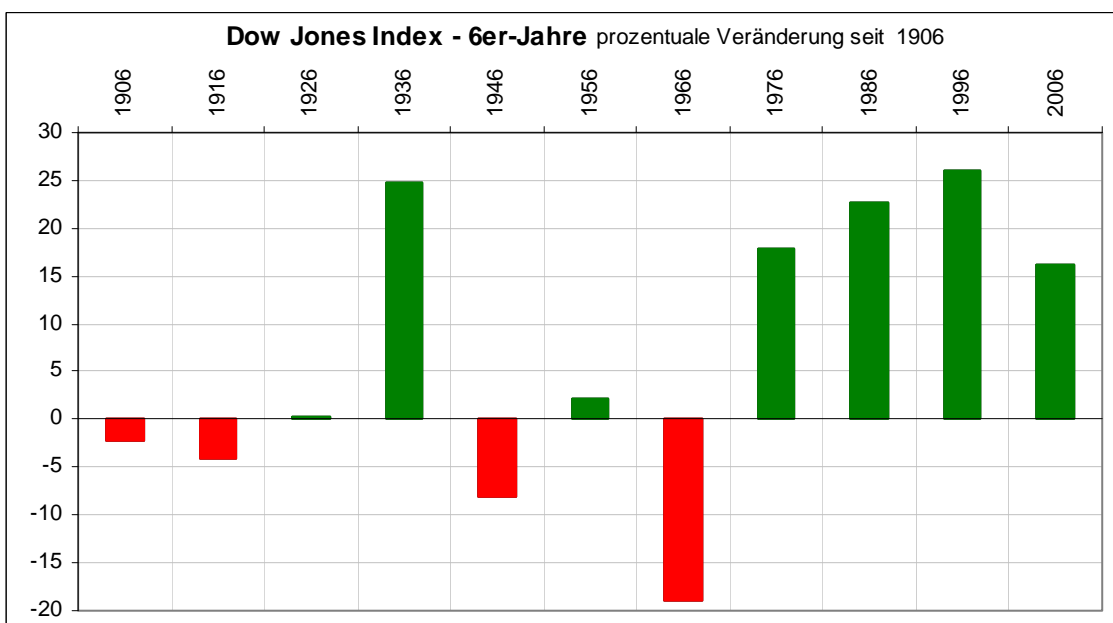


Abb. 6.13: Dow Jones Index 6er Jahre

Der durchschnittliche Kurszuwachs liegt bei 6 Prozent, er verteilt sich allerdings sehr ungleich auf 7 Gewinnerjahre und 4 Verliererjahre.

Die letzten vier 6er-Jahres-Verläufe zeigen jeweils ein zweistellig positives Ergebnis. Die Erklärung dafür lautet: In den Jahren 1975, 1985 und 1995 zogen die Aktienmärkte nach wichtigen unteren Wendepunkten jeweils merklich an. Im Folgejahr ergaben sich Anschlusskäufe. Man kann diese Jahre als „Brückenjahre“ in Richtung der schwierigeren 7er-Jahre bezeichnen.

Das letzte negative 6er-Jahr wurde 1966 notiert, als eine US-Rezession knapp verhindert werden konnte. Interessanterweise zeigt die Periode von 1962 bis 1967 eine Parallele zur heutigen Situation.

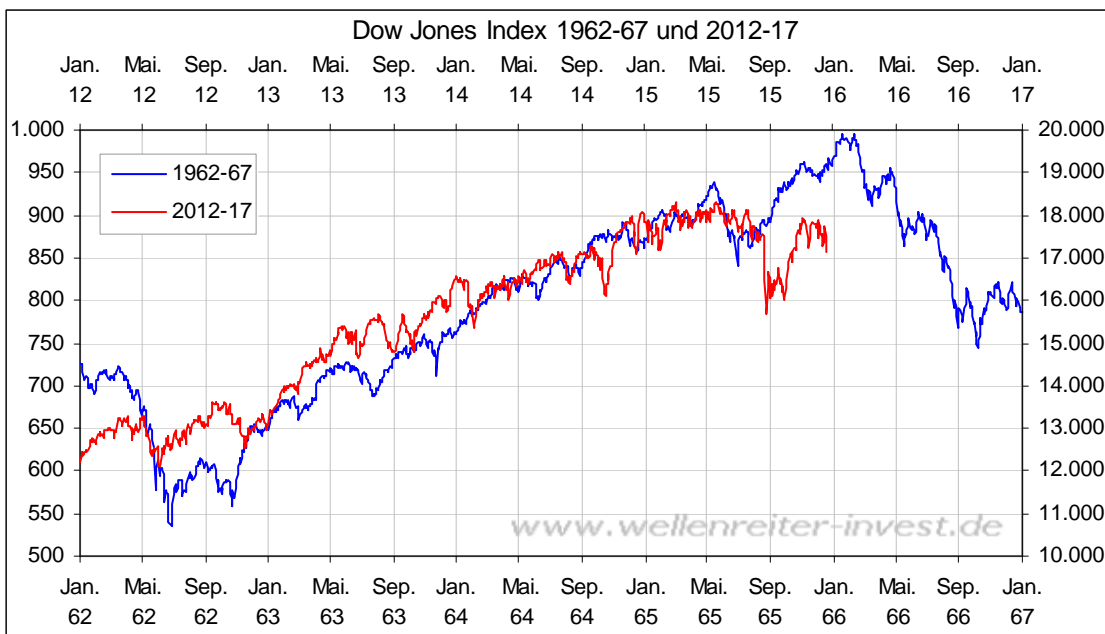


Abb. 6.14: Dow Jones Index 1962 - 1967

Der Durchschnittsverlauf von 6er-Jahren ist von einer Seitwärtsbewegung geprägt, der sich ab Oktober eine Jahresendrally anschließt (folgender Chart).



Abb. 6.15: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 6er-Jahre 1905 – 2005

Ein März-Tief, ein April-Hoch, gefolgt von einem Mai-Tief und einem Oktobertief sind Charakteristika, die sich bereits in der Analyse des Wahljahresmusters ergeben haben. Die beste Phase des Jahres stellt dabei eindeutig das vierte Quartal dar, die Kurse steigen von der ersten Oktoberhälfte bis Anfang Dezember deutlich an.

### Fazit

Die 6er-Jahre sind statistisch mit einem durchschnittlichen Zuwachs von 6 Prozent zwar keine schlechten Jahre, es handelt sich historisch jedoch um relativ schwierige Jahre mit einer ausgeprägten Seitwärtsbewegung. Der positive Faktor ist das vierte Quartal mit einem deutlichen Anstieg.

## 6.6 Marktstruktur

Eine der prominenten Auffälligkeiten im US-Aktienmarkt ist die signifikante Divergenz zwischen Industrie- und Transportaktien.

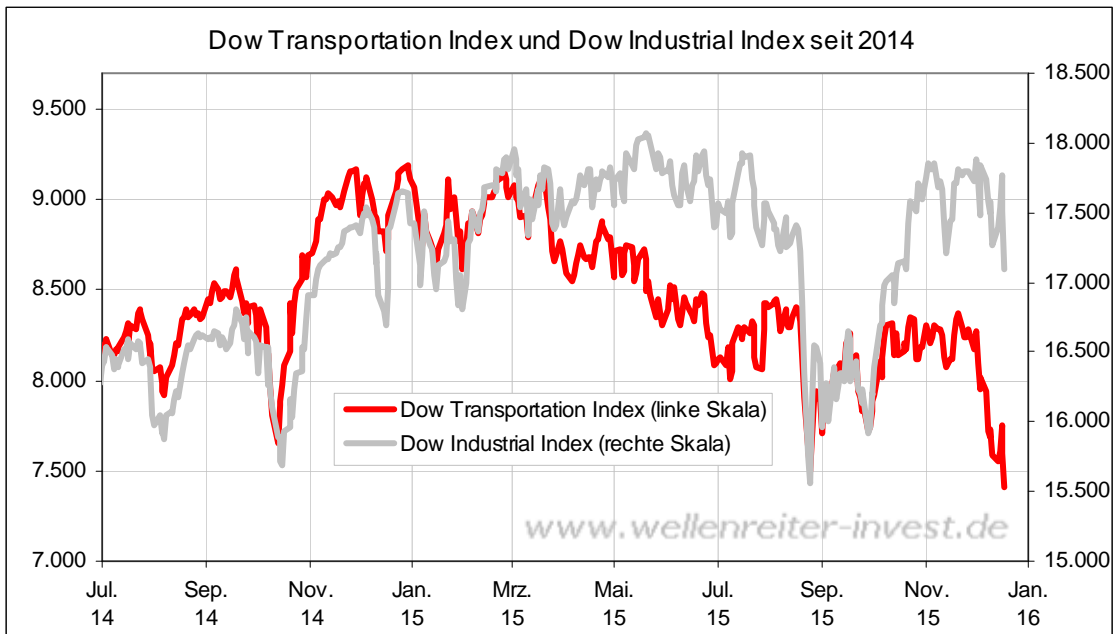


Abb. 6.16: Dow Theorie

Nach der Dow-Theorie müssen sich die beiden Durchschnitte bestätigen. In den letzten 12 Monaten hat sich die Schere beider Barometer immer weiter vergrößert. Die Transportaktien haben dabei jüngst das Jahrestief vom August 2015 unterschritten und befinden sich damit in einem intakten Abwärtstrend.

Die Advance/Decline (AD)-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. Dies ist der Fall: Der Markt wird „dünn“ (folgender Chart).



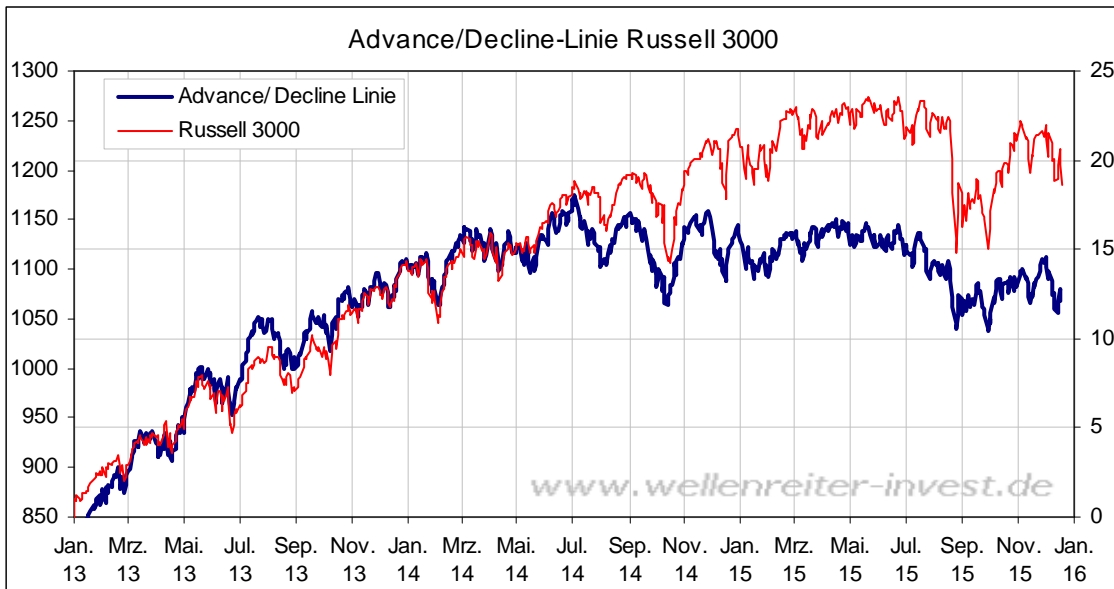


Abb. 6.17: Russell 3000-AD-Linie

Die AD-Linie des Russell 3000 zeigt eine negative Divergenz zum Verlauf des Index selbst. Dieser Index deckt 99 Prozent der US-Marktkapitalisierung ab und er kommt ohne nicht-operierende Unternehmen aus. Er ist damit repräsentativer als der NYSE-Composite-Index, der zwar eine ähnliche Anzahl von Unternehmen enthält, aber zusätzlich auch Anleihenfonds, REITs und ETFs. Die AD-Linie des Russell 3000 bildete Anfang Juli 2014 einen Hochpunkt aus und ist seit Frühjahr 2015 rückläufig.

Wir sind dazu übergegangen, Hindenburg-Omen ebenfalls im Russell 3000-Index darzustellen. Auch hier ist das Bild sauberer, da nicht-operierende Unternehmen es nicht verzerren können.

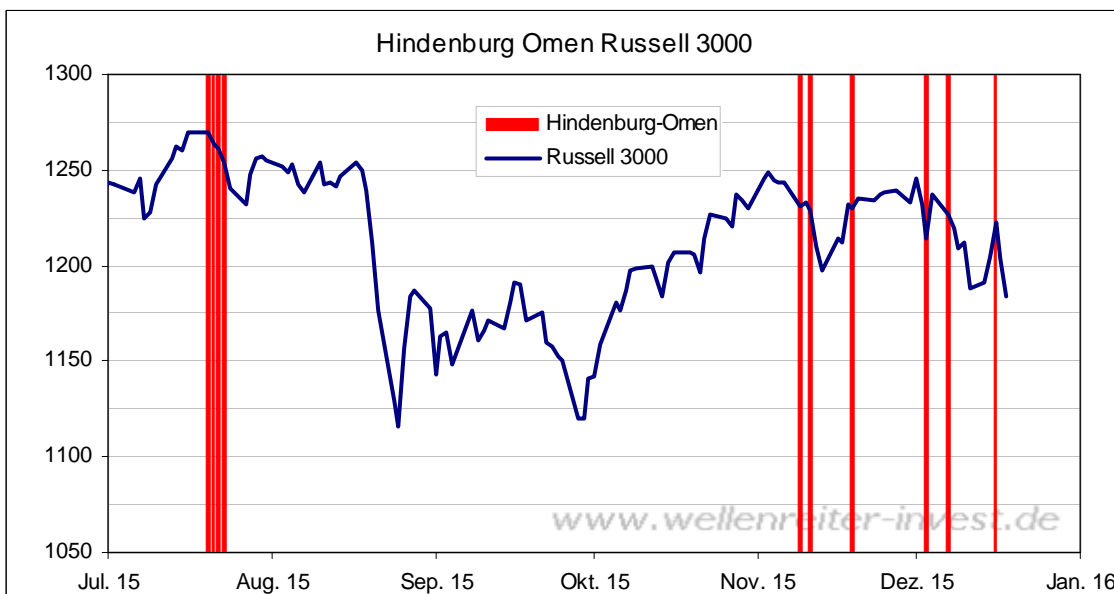


Abb. 6.18: Hindenburg-Omen

Die Signalschärfe war im zweiten Halbjahr 2015 überdurchschnittlich gut. Die Warnung Mitte Juli kam genau am Jahreshoch. Seit November treten immer wieder Hindenburg-Omen auf, weil die Marktbreite nicht stimmt. Der gleitende 50-Tage-Durchschnitt steigt zwar, aber der McClellan-Oszillator bleibt unter null. Das heißt, der Index präsentiert sich noch einigermaßen in Form, aber darunterliegend rumort es.

Der 50-Tage-Durchschnitt verliert allmählich seinen Anstiegswinkel. Bei einem fallenden 50-Tage-GD wären Hindenburg-Omen nicht mehr möglich. Aber sechs Omen seit November sind schon ein Pfund, das für sich alleinstehen kann. Sie sind ein Warnsignal für fallende Kurse.

Ein Hindenburg-Omen entsteht immer dann, wenn der US-Markt sowohl durch eine hohe Zahl von Aktien, die neue Hochpunkte markieren, als auch durch viele neue Tiefpunkte gekennzeichnet ist. Dabei muss die Markttendenz positiv sein. Je mehr Signale innerhalb eines kurzen Zeitraums auftreten, desto ernster sollten Hindenburg-Omen als Baisse- oder Korrektur-Signalgeber genommen werden.

Die Anzahl neuer Hochs fällt seit einem Jahr deutlich, obwohl die Indizes ihre Niveaus nahezu halten konnten.

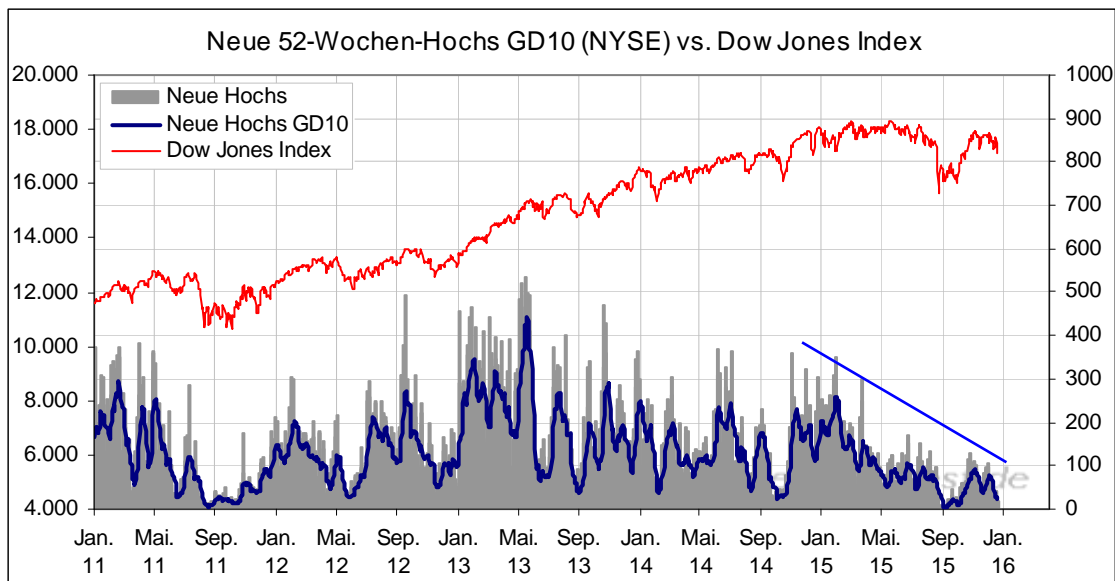


Abb. 6.19: Neue 52-Wochen-Hochs

Die immer geringere Zahl neuer Hochs zeigt an, dass immer weniger Aktien den Markt hochhalten. Die Abschwächung der Aufschwungskräfte zeigt sich allerdings nicht nur in der Schrumpfung der Anzahl der steigenden Aktien.

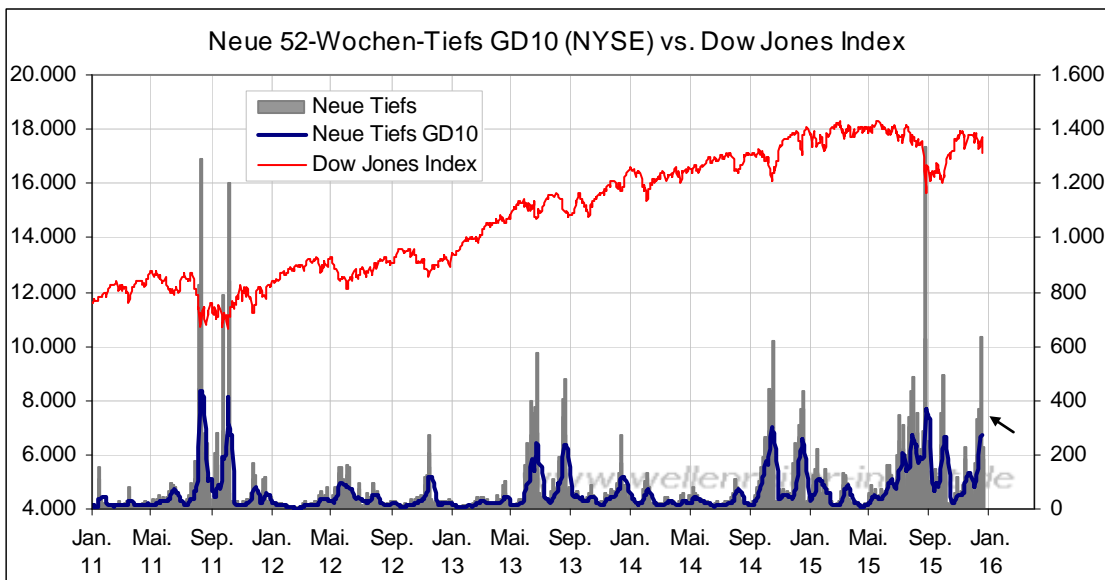


Abb. 6.20: Neue 52-Wochen-Tiefs

Die Anzahl der Aktien, die neue 52-Wochen-Tiefs markieren, nimmt seit Mai 2015 zu. Am 24.08.2015 gab es mit 1.335 neuen Tiefs ein selten zu beobachtendes Extremum – zuletzt konnte eine solche Anzahl im Augustcrash 2011 beobachtet werden. Damals setzte sich nach einer Doppeltiefformation der übergeordnete Aufwärtstrend fort.

Eine ähnliche Situation lag zudem auch im August 1998 vor, der Aufwärtstrend setzte sich am US-Aktienmarkt auch 1999 fort. Der Unterschied zu der Situation in 2015 war der deutlich größere Kursverlust in den Jahren 1998 und 2011, der S&P 500 verlor jeweils etwa 20 Prozent, im August 2015 lag der Verlust lediglich bei 12,5 Prozent.

Auch wenn viele Doppeltiefformationen ein Ende einer Marktschwäche bedeuteten, so gilt diese Entwicklung nicht für alle Rückgänge. Das prominenteste Beispiel eines Scheiterns eines Doppeltiefs ist das Doppeltief im Januar/März 2008. Nach einer zwei-monatigen Erholungsphase bis in den Mai folgten im dritten Quartal neue Tiefs, der spektakuläre Rückgang im September/Oktober 2008 ging mit der berühmten Pleite von Lehman Brothers einher. Diese Entscheidung führte zu einer Beschleunigung der Abwärtsbewegung. Übertragen auf die aktuelle Entwicklung wäre zumindest mit Preisschwäche und neuen Bewegungstiefs in Richtung März/April 2016 zu rechnen.

Die Schwachesignale in der Marktbreite führen auch zu einer sukzessive steigenden Volatilität (VIX) im Jahresverlauf, ein Phänomen, dass in den Jahren 2000 und 2007 ebenfalls beobachtet werden konnte.

**Fazit:** Die Schwächen in der Marktstruktur haben viele Namen, sie sind als ein Zeichen von mehr Preisschwäche für das Jahr 2016 anzusehen.

## 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.

Der Kapitalfluss in US-Aktienfonds ist seit Mai 2015 durchgängig negativ.

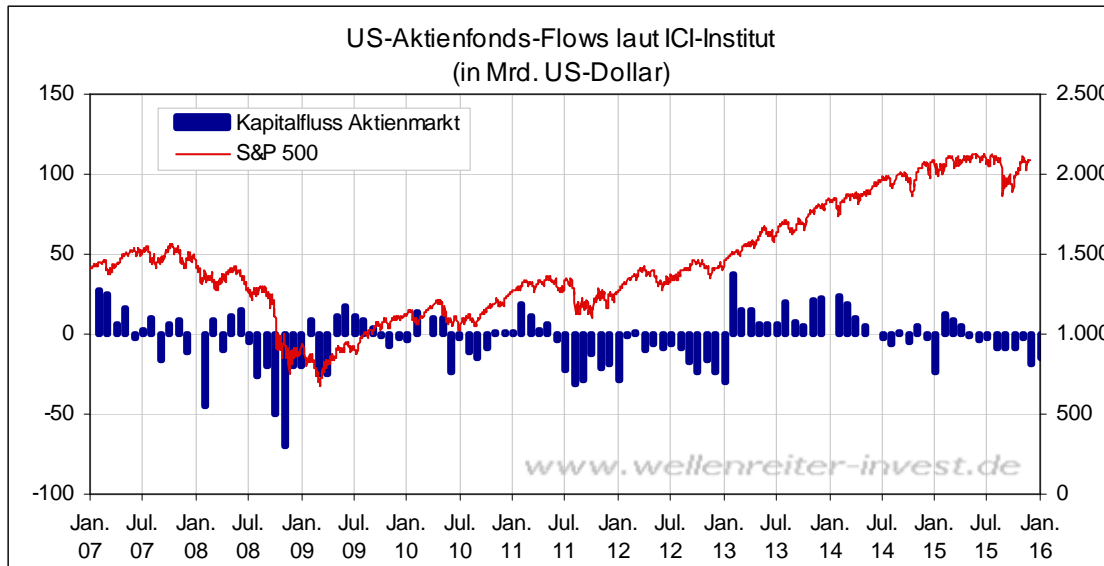


Abb. 6.21: US-Aktienfonds-Flows

Die Anleger meiden den Aktienmarkt. Auch der starke Rebound im Oktober hat die Marktteilnehmer nicht dazu verleiten können, ihre Netto-Abflüsse zu stoppen. Nun stehen Mittelabflüsse einer positiven Entwicklung nicht zwangsläufig entgegen, aber die Periode Juli 2011-Dezember 2012 führte erst durch ein neues QE-Programm wieder zu neuen Mittelzuflüssen und damit einer stärkeren Trendphase. Der angekündigte Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank führt zum Rückzug aus dem US-Aktienmarkt, der in den letzten Jahren gute Gewinne – der Zuwachs in dieser Dekade lag im Sommer 2015 bei knapp 90 Prozent – für Investoren brachte.

Der Privatanleger an der US-Börse verteilen ihr Vermögen zum Jahresende 2015 auf 66% Aktien, 17% Anleihen und 18% Cash. In dieser AAIU-Umfrage werden die Anleger monatlich zu ihren Investment-Anteilen befragt (folgender Chart).

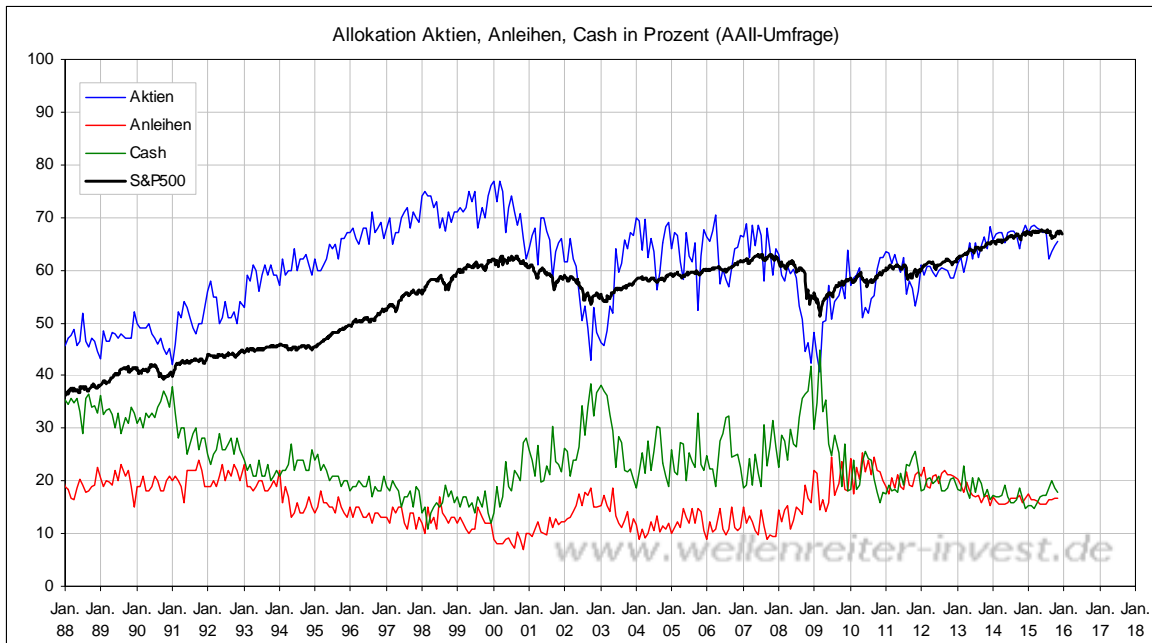


Abb. 6.22: AAll-Asset-Allocation

Im abgelaufenen Jahr hat sich die Aufteilung gegenüber dem Vorjahr kaum verändert. In Krisenzeiten - wie 2002 oder 2008 – fällt der Aktienanteil rapide. Der Cash-Anteil steigt dann deutlich an, genauso werden Anleihen stärker nachgefragt.

Die US-Börsenbriefschreiber haben seit dem Frühsommer ihren Optimismus verloren. Das Sentiment befindet sich laut den Zahlen von Investors Intelligence in einem Abwärtstrend.

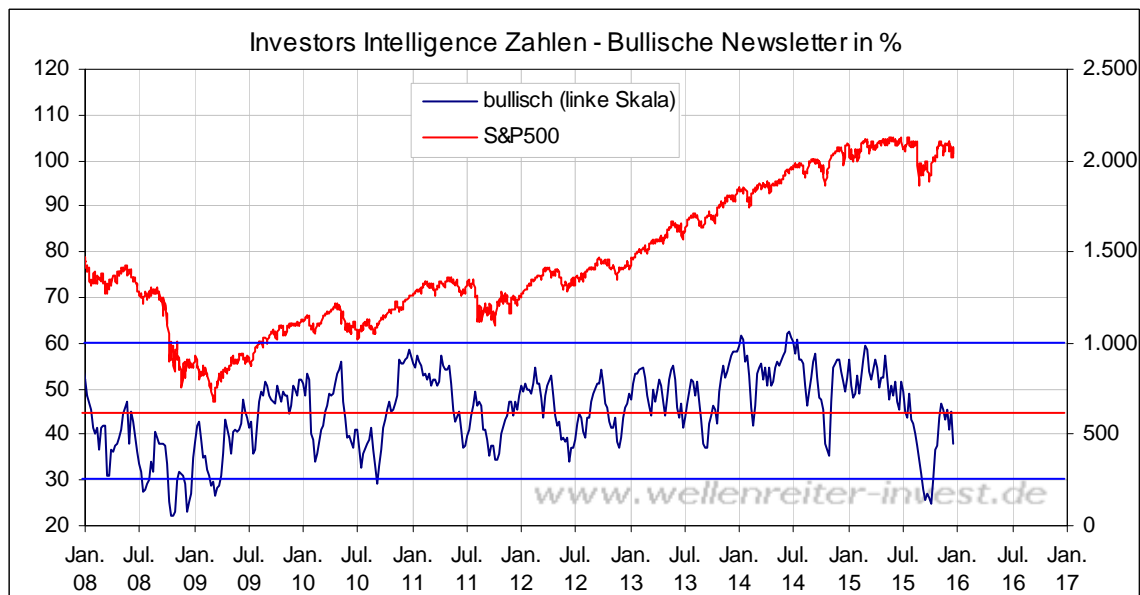


Abb. 6.23: Bullische Börsenbriefverfasser

Ende September 2015 schloss der Indikator auf dem tiefsten Niveau seit dem vierten Quartal 2008. Nach der Ausbildung eines preislichen Doppeltiefs erholte sich die Stimmung im Laufe des Oktobers.

An großen Preistiefs ist allerdings nicht nur der Optimismus niedrig, sondern die Skepsis überwiegt.

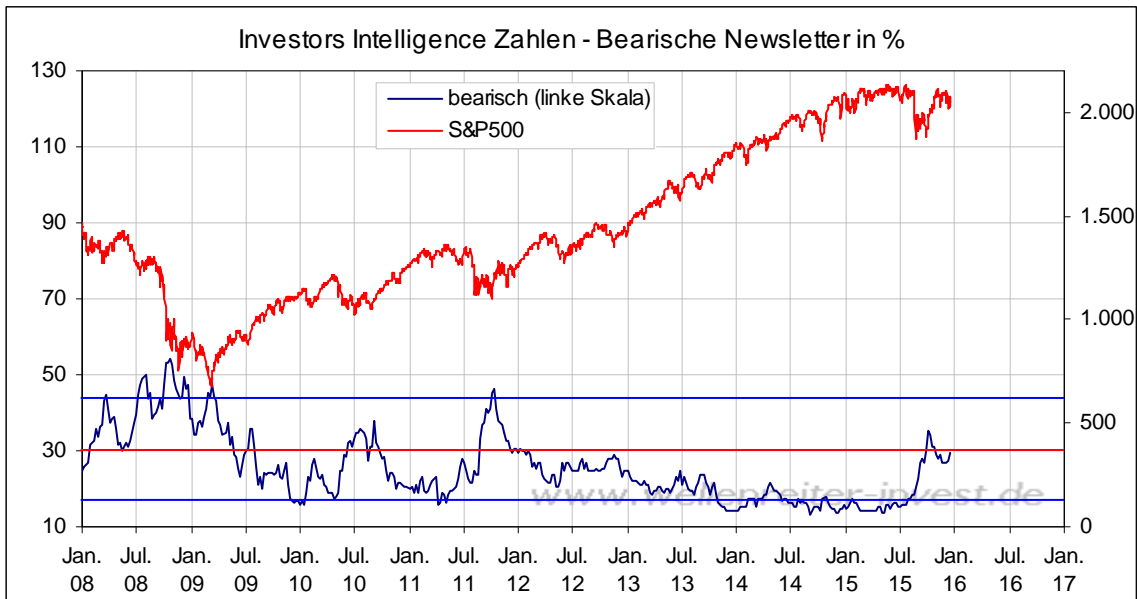


Abb. 6.24: Bearische Börsenbriefverfasser

Wir hatten im Vorjahr an dieser Stelle beschrieben, wie außergewöhnlich die Phase mit einer extrem niedrigen Anzahl an Bären über den Zeitraum von zwei Jahren ist. Die Skepsis kehrte im September/Oktober 2015 zurück und befindet sich im zweiten Halbjahr 2015 im Aufwärtstrend. Sie lag an signifikanten Preistiefs wie in 2008/09, aber auch in der Korrektur 2011 auf einem signifikant höheren Niveau.

Der Preisrückgang im dritten Quartal 2011 wurde durch Konjunkturängste ausgelöst. Damals sorgte die europäische Vertrauenskrise im Zusammenhang mit der Tragfähigkeit der Staatsschulden für Ängste. Per Saldo führt der innere Abwärtstrend des US-Aktienmarktes zu einer abnehmenden Zuversicht für die zukünftige Entwicklung. Von einem bearishen Extrempunkt ist diese allerdings noch deutlich entfernt.

„Letztendlich weiß niemand, wann die Musik stoppt. Denn wann ist ein Extrem ein Extrem?“ So formulierten wir im vergangenen Ausblick. Die Aktienkäufe auf Kredit – gemessen von der NYSE – sehen so aus, als ob sie im Frühjahr 2015 ein Extrem erreicht hätten.

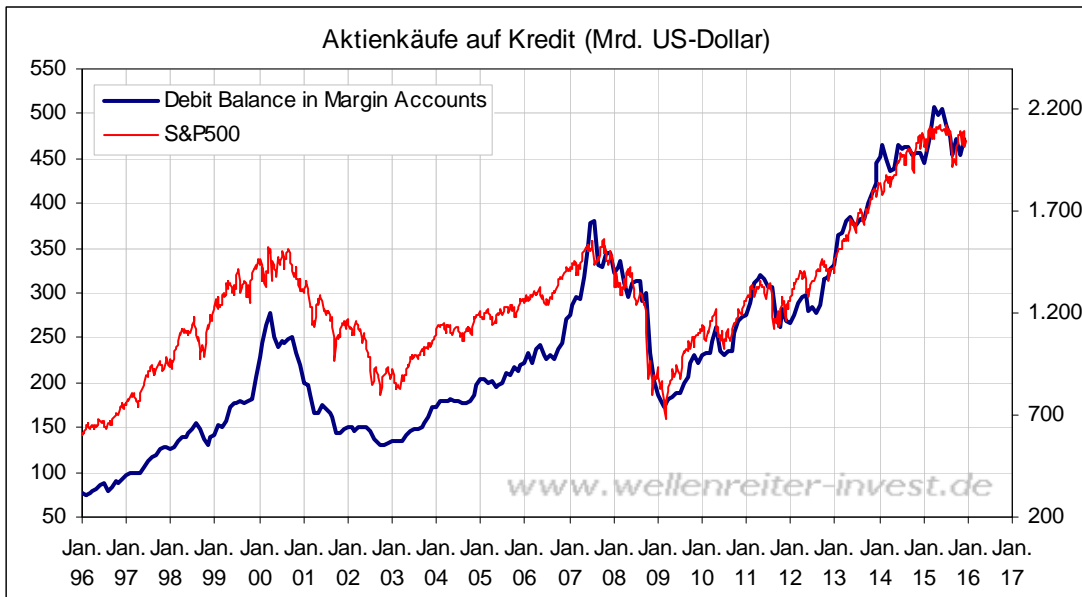


Abb. 6.25: Aktienkäufe auf Kredit

Aktienkäufe auf Kredit und der S&P 500 sind positiv korreliert. Die Ratio der Aktienkäufe auf Kredit zum tatsächlichen Vermögen in den Depots hat ebenfalls gedreht (folgender Chart).

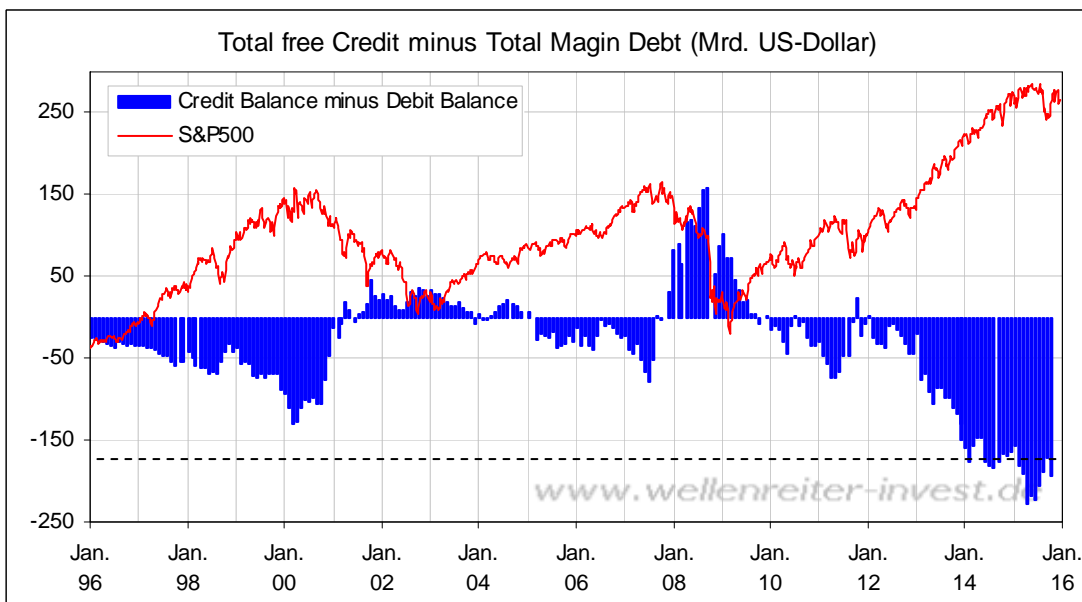


Abb. 6.26: Credit Balance minus Debit Balance

Der „Leverage“ der Investoren hatte offenbar eine Größenordnung erreicht, die zu hoch war, um nachhaltig zu sein. Der Weg zurück bis zum Erreichen einer ausgeglichenen Bilanz ist angesichts der erreichten Höhe ein langer Weg, der größere Kursverluste bedeuten würde. Eine Austrocknung der Liquidität würde dazu führen, dass nicht nur die Aktienkäufe auf Kredit, sondern auch die Aktienindizes fallen. Bei einem solch hohen Kredithebel steigt die Gefahr von „Margin Calls“.

Die Marktteilnehmer des S&P 100-Optionsmarktes sichern sich ab. Das Open Interest der Put-Call-Ratio im S&P 100 (OEX-PCR) befindet sich historisch auf einem extremen Niveau.

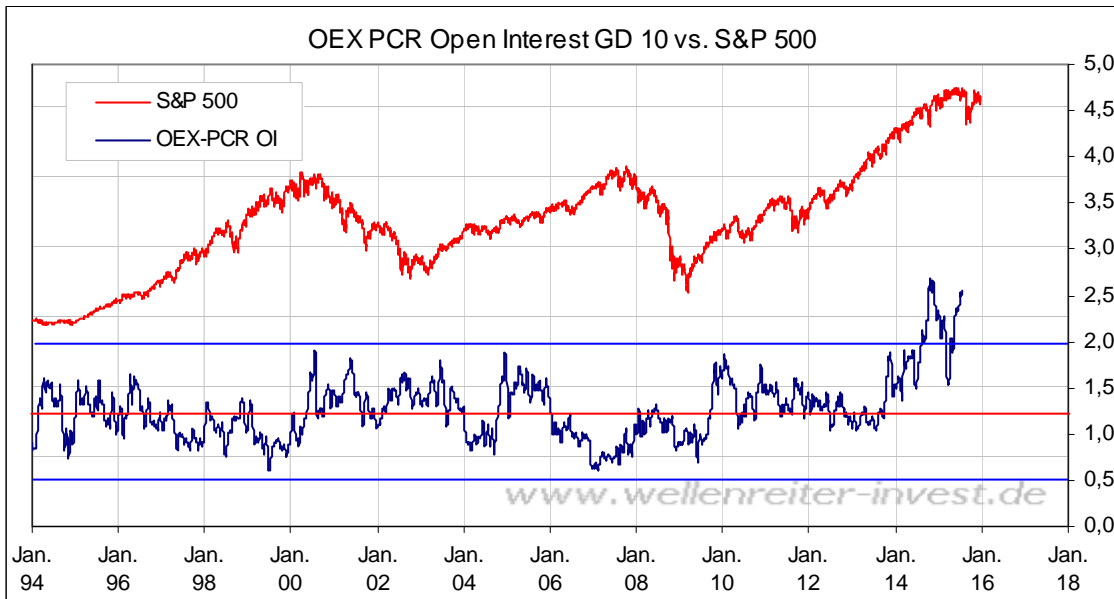


Abb. 6.27: OEX PCR Open Interest

Die Marktteilnehmer im S&P 100 sind nicht als Kontraindikator anzusehen. Wenn diese sich absichern, hat das meist eine negative Bedeutung.

## 6.8 Sektoren im Fokus

Der Energiesektor ist mit weitem Abstand der Verlierer des Jahrgangs 2015, zudem schwächelt der Industriesektor.

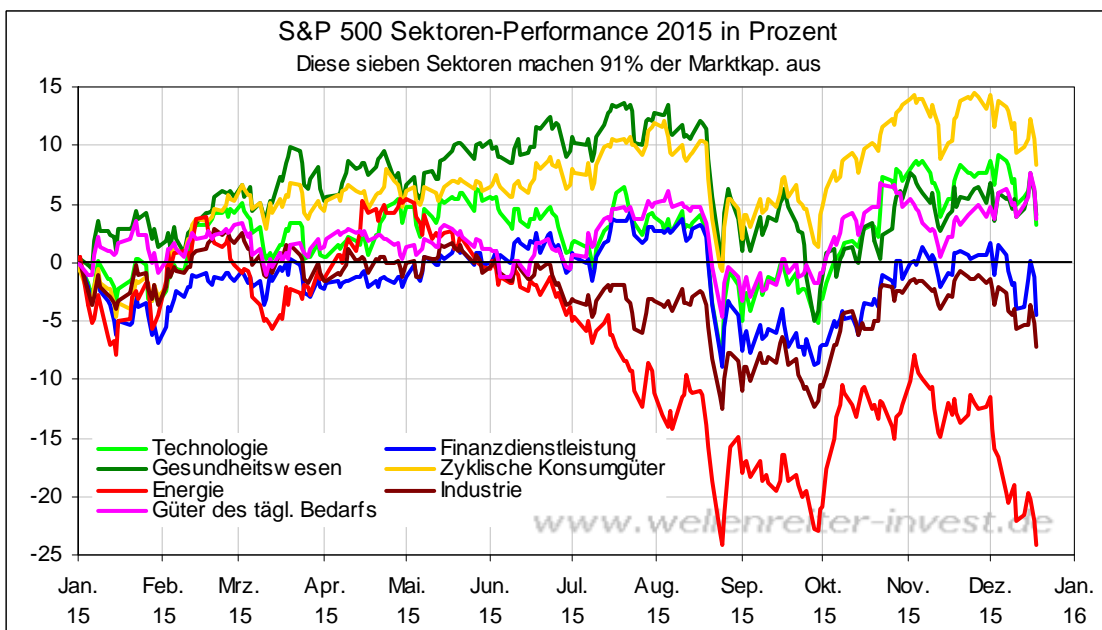


Abb. 6.28: Große S&P 500-Sektoren



Bereits im Konjunkturteil hatten wir beim Blick auf die ISM-Indizes auf die Schwäche des Industriesektors hingewiesen, der in 2015 nach unten zeigt und u.a. unter dem deutlichen Anstieg des US-Dollars gelitten hat.

Positiv entwickelten sich die defensiveren Sektoren wie Gesundheit, Güter des täglichen Bedarfs und die multinationalen Unternehmen aus dem Konsumgütersektor (u.a. Mc Donald's, Starbucks, Amazon, Disney, Nike). Aber auch bei diesem Sektor hat sich das technische Bild eingetrübt.

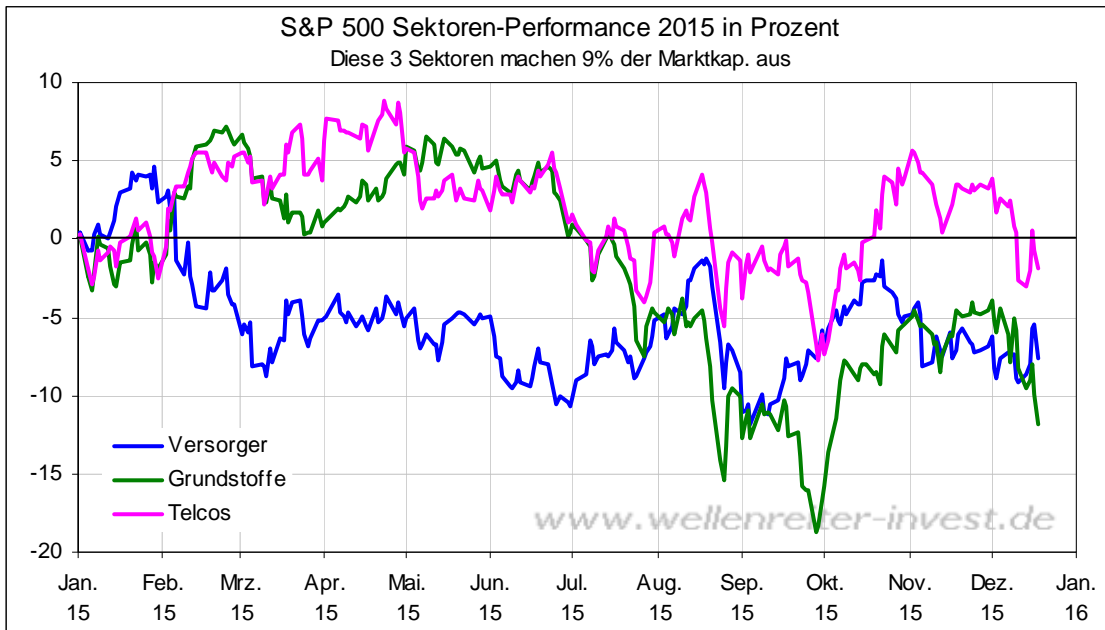


Abb. 6.29: Kleine S&P 500-Sektoren

Schwächer war die Entwicklung der drei kleinsten Sektoren. Lediglich der Telekommunikationsbereich bewegt sich im Hinblick auf die Performance im Jahr 2015 nahe der Null-Linie.

Die Ansteckung des breiten Marktes benötigt einen Transmissionsriemen. Die Hausbaukrise der Jahre 2005/06 führte in die Finanzkrise der Jahre 2008/09. Drei Jahre vergingen, bevor sich die Einzelkrise auf den Gesamtmarkt übertrug.

Die Krise des Energiesektors begann Mitte 2014. Sie begrenzte sich zunächst auf den Sektor selbst.

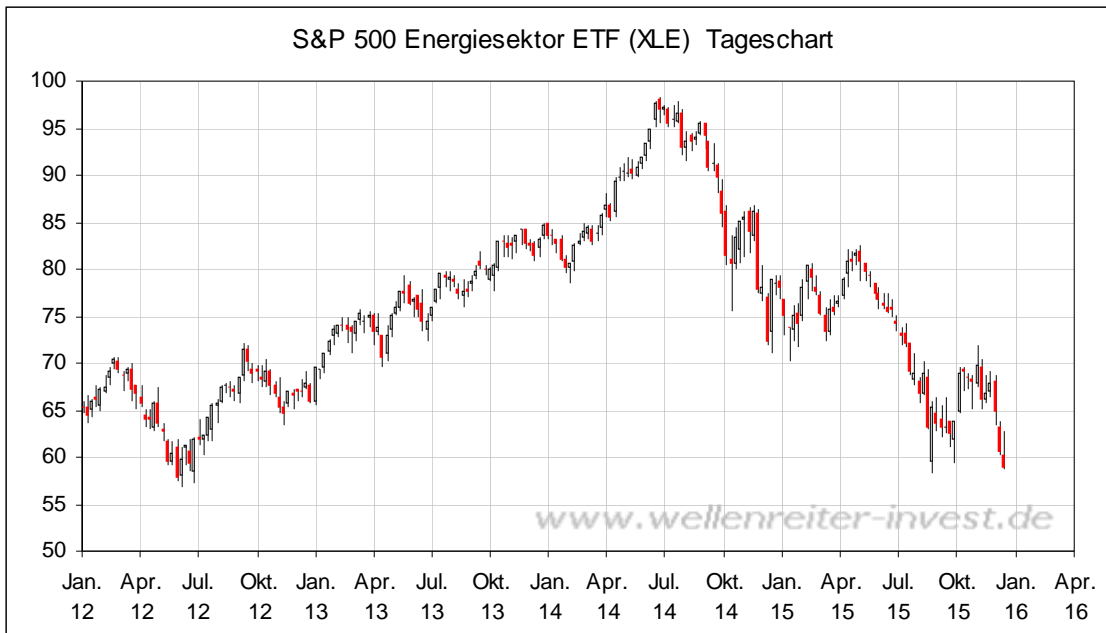


Abb. 6.30: S&P 500 Energiesektor

Fallende Preise für Öl und Gas greifen in die Feinmotorik weiterer Energieträger ein. Beispielsweise fällt der Preis für Kohle, aber auch für andere Bodenschätze. Ab April 2015 begann der europäische Grundstoffsektor („Basic Resources“) sturzbachartig zu fallen. Seither halbierte sich die Marktkapitalisierung.



Abb. 6.31: Grundstoffsektor

Prominente Mitglieder dieses Sektors sind Rio Tinto, BHP Billiton und der Rohstoffhändler Glencore (alle notiert in London).

Wie endet so etwas? Durch einen wenig belästigenden Turnaround oder durch Schmerzen und Insolvenzen? Wir tippen auf Letzteres. Denn dieser Energie/Rohstoff-Zyklus ist ein „Boom/Bust-Zyklus“, der mit einer gigantischen Übertreibung begann (extreme Ausweitung der Produktion durch Fracking). Er dürfte seinen Tiefpunkt mit einer Porzellan zerschlagenden Untertreibung zelebrieren. Möglicherweise wird es dabei eine spektakuläre Insolvenz eines Großunternehmens geben. Wenn es so weit ist, werden die Medien von einem Sektor berichten, der in Trümmerhaufen liegt, von Arbeitsplatzverlusten und von großen Schmerzen auch in der OPEC. In dieser Zeit liegen antizyklische Kaufchancen in ausgewählten Blue Chips der Branche, die das Finale einer Baisse überleben.

Die Ratio der zyklischen zu nicht-zyklischen Konsumgütern markierte im November 2015 einen Fehlausbruch. Die scharfe Umkehr ist auf fallende Zykliker (Autos, Einzelhandel oder Hausbau) zurückzuführen, während nicht-zyklische Branchen relative Stärke zeigen. Nichtzykliker sind Nahrungsmittel & Getränke, Tabak, Pharma oder auch Versorger.



Abb. 6.32: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren

Der Chart zeigt an, dass eine Risk-off-Periode begonnen hat, in der die Investoren die „sicheren Häfen“ suchen wie es für einen wirtschaftlichen Abschwung üblich ist. Der Fehlausbruch lässt zudem darauf schließen, dass der Krisen-Transmissionsmechanismus allmählich beginnt, alle Branchen zu durchdringen.

Stellvertretend für die Broker, deren Geschäft in Krisenzeiten rückläufig ist, steht der Chart von Goldman Sachs.

### Goldman Sachs Wochenchart

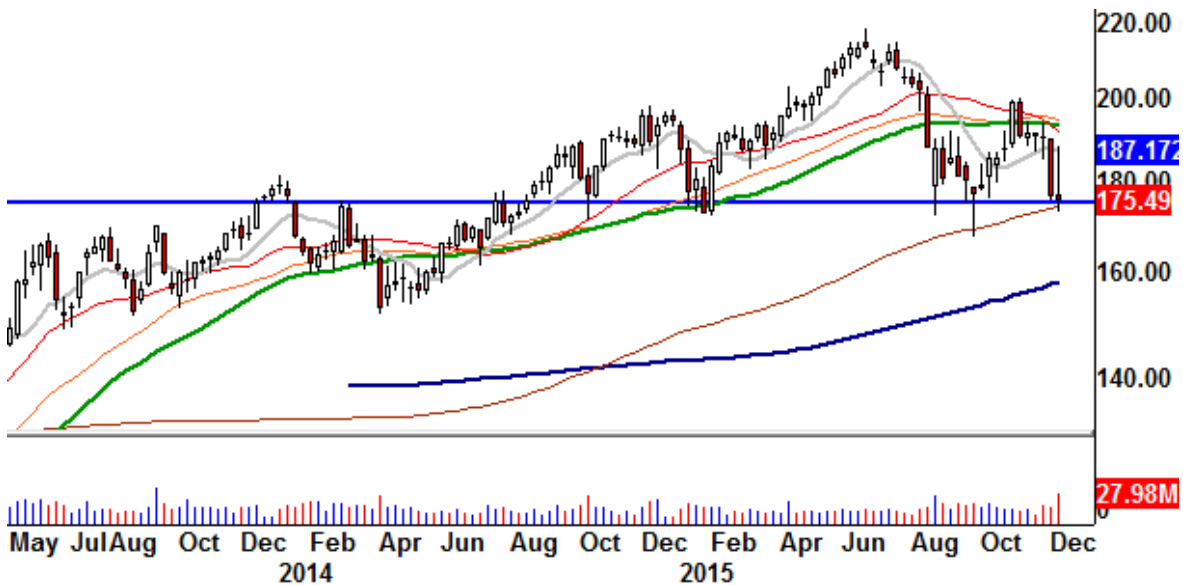


Abb. 6.33: Goldman Sachs Wochenchart

Ansätze zur Vollendung einer Schulter-Kopf-Schulter-Formation waren in den vergangenen Jahren selten zu betrachten. Wenn der führende US-Broker eine derartige Kursformation aufweist, dann sollte dieser Alarm nicht überhört werden.

Für den Tech-Sektor steht der Nasdaq Composite Index. Während der Nasdaq 100 im November 2015 ein neues Jahreshoch markierte, blieb der Nasdaq Composite Index unterhalb seines Juli-Hochs. Auch im führenden Sektor des Jahres 2015 wird damit eine Schwäche der Marktbreite angezeigt, da zuletzt nur noch einige wenige Schwergewichte den Nasdaq 100 marginal über das Verlaufshoch vom Juli hievtten.

Charttechnisch bildet das „New Economy-Hoch“ des Jahres 2000 einen kurzfristig nicht zu überwindenden Widerstand (rote Linie folgender Chart).

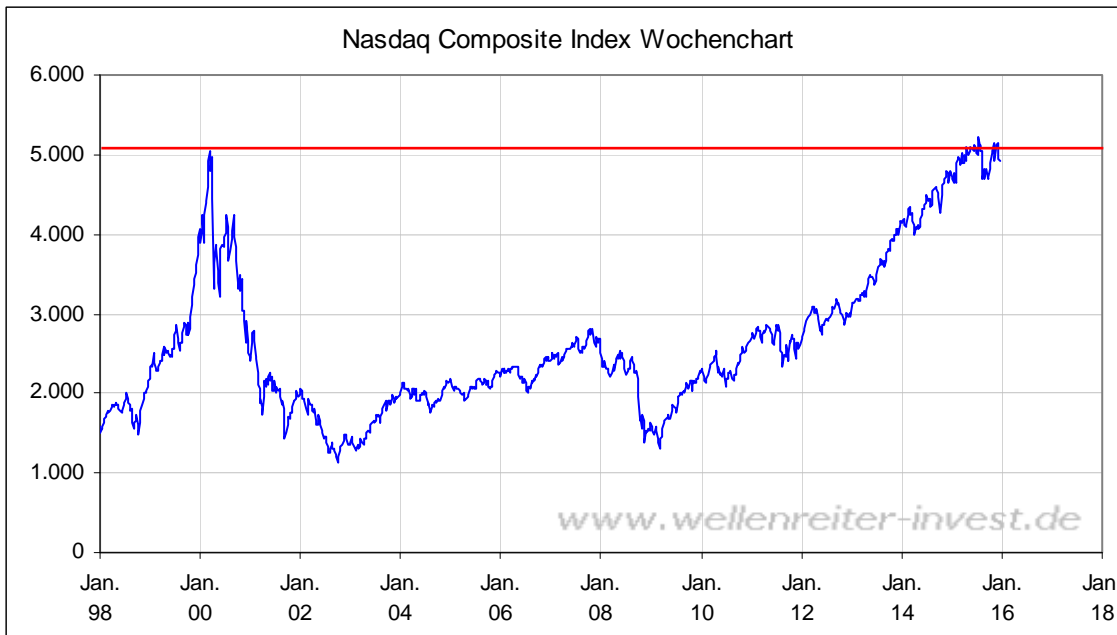


Abb. 6.34: Nasdaq Composite Index

Es ist einfach mehr Zeit erforderlich, um einen solchen Widerstand zu überwinden. Selbst ein Rücksetzer in den Bereich von etwa 4.000 Punkten würde dem Index die Möglichkeit geben, eine Tasse/Henkel-Formation mit langfristig positiven Implikationen auszubilden. Für das Jahr 2016 bedeutet eine solche Entwicklung allerdings zuerst einmal Kursverluste.

*„Sollte sich die US-Zentralbank für Zinserhöhungen im dritten Quartal entscheiden, sind die Biotechs im Vorfeld der erste Kandidat für ein Risk-off-Szenario. Das bedeutet zumindest einmal Luft ablassen. Wir gehen davon aus, dass die Biotechs in 2015 erstmals seit drei Jahren ihre Outperformer-Rolle ablegen werden“.* So formulierten wir im vergangenen Jahresausblick. Nach Jahren extremer Performance (+40% in 2012, +50% in 2013, +50% in 2014) schmolz das Plus seit dem Sommer deutlich zusammen. Es beträgt Mitte Dezember 2015 noch 7,5 Prozent. Dieser Sektor dürfte seine schöpferische Pause in das Jahr 2016 hinein verlängern, auch wenn er vermeintliche Defensivqualitäten (Pharma) besitzt.

Die Schwäche der Energie- und Grundstoffsektoren droht, sich zum Flächenbrand auszuweiten. Banken, Broker und letztendlich auch die zyklischen Konsumgüter zeigen Anzeichen einer Schwäche, die sich im Jahr 2016 ausweiten dürfte. In einem Abschwung zeigen nicht-zyklische Branchen relative Stärke, bei einem deutlichen Preisrückgang dürften auch sie absolut betrachtet einen Rückgang verzeichnen.

## 6.9. Leit-Aktienindizes

### 6.9.1 US-Aktienmarkt

#### 6.9.1.1 NYSE Composite Index

Seit Mai 2015 befindet sich der NYSE Composite Index in einem Abwärtstrend. Der Index unterbot jüngst das Hoch des Jahres 2007 und läuft Gefahr, seinen 4-Jahres-GD (1.000 Tage; dunkelblaue Linie folgender Chart) ein drittes Mal zu testen.

#### NYSE Composite Index Tageschart

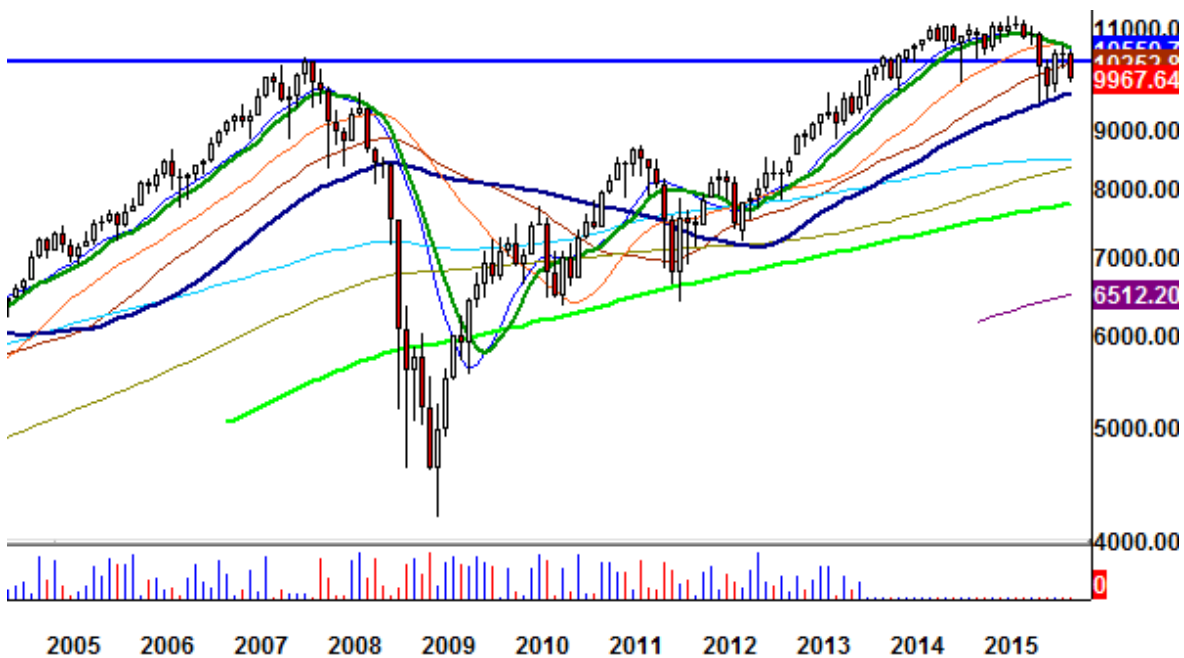


Abb. 6.35: NYSE Composite Index

Würde dieser Test misslingen, läge ein Fall in den Bereich von 8.700 Punkten (Hochpunkt von 2011) nahe. Die Ausbruchsbewegung im Jahr 2014 droht damit zu einem Fehlausbruch über den Hochpunkt von 2007 zu mutieren. Auf der Oberseite deckelte der 1-Jahres-Durchschnitt die Gegenbewegung des Index im Oktober, als Formation bildet sich eine bearische Flagge. Eine solche Formation ist als Fortsetzungsformation in einem Abwärtstrend anzusehen und verspricht damit weitere Kursverluste.

### 6.9.1.2 Value Line Index

Der Verlauf des Value Line Index (alle US-Aktien sind gleichgewichtet) deutet die Ausprägung einer Schulter-Kopf-Schulter-Formation an. Die Nackenlinie wird durch die blaue Linie bezeichnet.

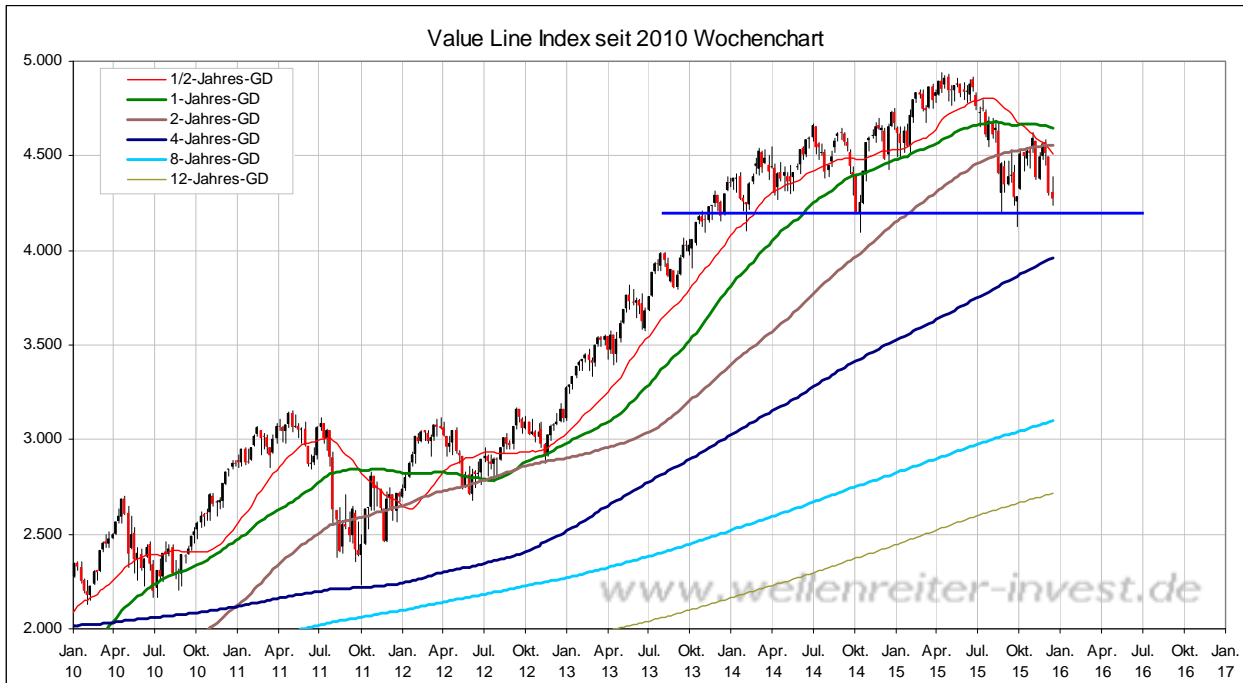


Abb. 6.36: Value Line Index

Eine derart ausgeprägte SKS-Formation hat Seltenheitswert. Normalerweise läuft um diese Zeit längst eine Nebenwerte-Rally in den USA. Allerdings zeigen die Nebenwerte sowohl absolut als auch relativ Schwäche. Die blaue Linie wurde bereits drei Mal getestet, bei einem vierten Test würde sie mit hoher Wahrscheinlichkeit unterschritten werden. Dieser vierte Test steht zeitlich unmittelbar bevor, sehr wahrscheinlich im Januar 2016. Insofern droht zum dritten Mal in Folge ein negativer Januarverlauf an Wall Street. In 2015 und ohne ein QE-Programm deutete die Januarschwäche berechtigterweise auf ein schwieriges Jahr 2015 und mehr Preisschwäche im weiteren Jahresverlauf.

Sollte die SKS-Formation vollendet werden, dann müsste man annehmen, dass der US-Aktienmarkt in einen Bärenmarkt eingestiegen ist. Die Tiefs vom Oktober 2014 und September 2015 wären unterschritten. Der 4-Jahres-GD (blau) würde bei 4.000-Punkten eine Unterstützung bieten. Darunter aber wäre viel Luft mit Zielen im Bereich bei 3.400 Punkten und einer extrem starken Unterstützung bei etwa 3.100 Punkten.

### 6.9.1.3 Russell 2000

Der US-Nebenwerteindex Russell 2000 zeigte bereits im Jahr 2014 relative Schwäche zum S&P 500. Die Nebenwerte waren für die schwache Marktbreite verantwortlich. Diese Schwäche setzte sich im Jahr 2015 verstärkt fort und war ein Grund dafür, dass der US-Aktienmarkt nicht vorankam.

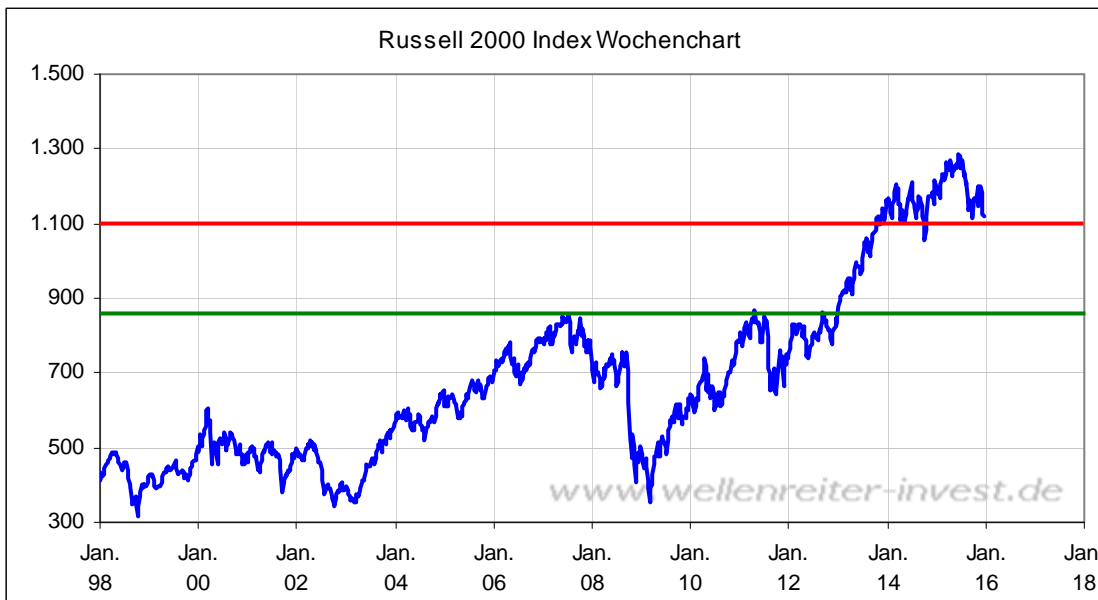


Abb. 6.37: Russell 2000 Monatschart

Die Ausgangssituation des Russell 2000 Index ist derjenigen des Value-Line-Index nicht unähnlich. Fiele die Marke von 1.100 Punkten (rote Linie obiger Chart), dann würde sich bis etwa 880 Punkte ein unterstützungsloser Raum ergeben, der recht schnell nach unten hin überbrückt werden könnte. Value Line Index und Russell 2000 decken die Schwäche des breiten US-Aktienuniversums auf. Beide deuten ein Potential von etwa 20 Prozent für einen Kursrückgang an.

**Fazit:** Die Schwächesignale in der US-Marktbreite sind massiv, Divergenzen haben sich vergrößert. Die erste Schwächephase zwischen Mai und September verlief mit einem Rückgang von 12,5 Prozent moderat, in der zweimonatigen Erholungsphase wurden die Verluste im S&P 500 beinahe komplett zurückgehandelt. Das Risiko einer solchen zweiten Verkaufswelle ist hoch und würde sich aufgrund der Kursmuster sehr wahrscheinlich bereits im Januar manifestieren. Bei einer zweiten Verkaufswelle im Rahmen eines Bärenmarktes wäre ein Rückgang von etwa 20-25 Prozent ausgehend von den Hochpunkten Anfang Dezember zu erwarten. Die zweite Verkaufswelle weist üblicherweise die größten Verluste auf, so dass nach der Hoffnungsphase zunächst die Phase des Pessimismus und letztlich die Panikphase einstellt. Erst dann kann wieder ein neuer Zyklus starten.



### 6.9.1.4 S&P 500 Index

Der S&P 500 Index bildete im Juli 2015 sein Bullenmarkthoch aus. Eine Abwärtsbewegung zurück auf das Hoch der Jahre 2000 und 2007 (1.550 Punkte) würde einem Verlust von 27 Prozent entsprechen.

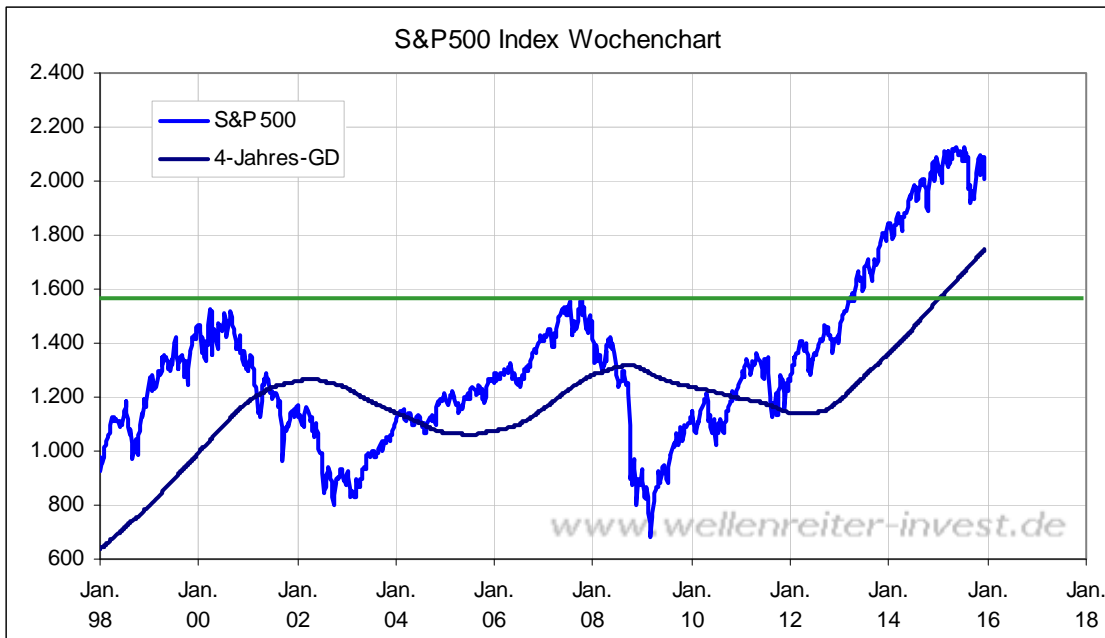


Abb. 6.38: S&P 500 Index

Ein Verlust von 27 Prozent würde einen Bärenmarkt bedeuten, der zwar schmerzlich, aber in der Fallhöhe nicht extrem wäre. In den Bärenmärkten von 2002/03 und 2008/09 verlor der S&P 500 50 bzw. 57 Prozent. Einen derart starken Rückgang erwarten wir diesmal nicht. Eine Unterstützung offerieren die Tiefpunkte vom August und September bei 1.870 Punkten. Weitere Unterstützungen liegen im Bereich von etwa 1.820 Punkten (Preistief Oktober 2014) und dem steigenden 4-Jahresdurchschnitt. Er liegt momentan knapp oberhalb von 1.760 Punkten und steigt weiterhin an. Im Dow Jones Industrial Average ist der Bereich um 14.000/14.200 Punkte als starke Unterstützung zu nennen, dort bildeten sich die Preishochs in 2007.

## 6.9.2 Europäischer Aktienmarkt

### 6.9.2.1 Peripherie-Staaten

Kein Leitindex europäischer Peripherie-Staaten hat bisher das Hoch des Jahres 2007 überwinden können. Deutschland wird lediglich aus Vergleichsgründen mit aufgeführt.

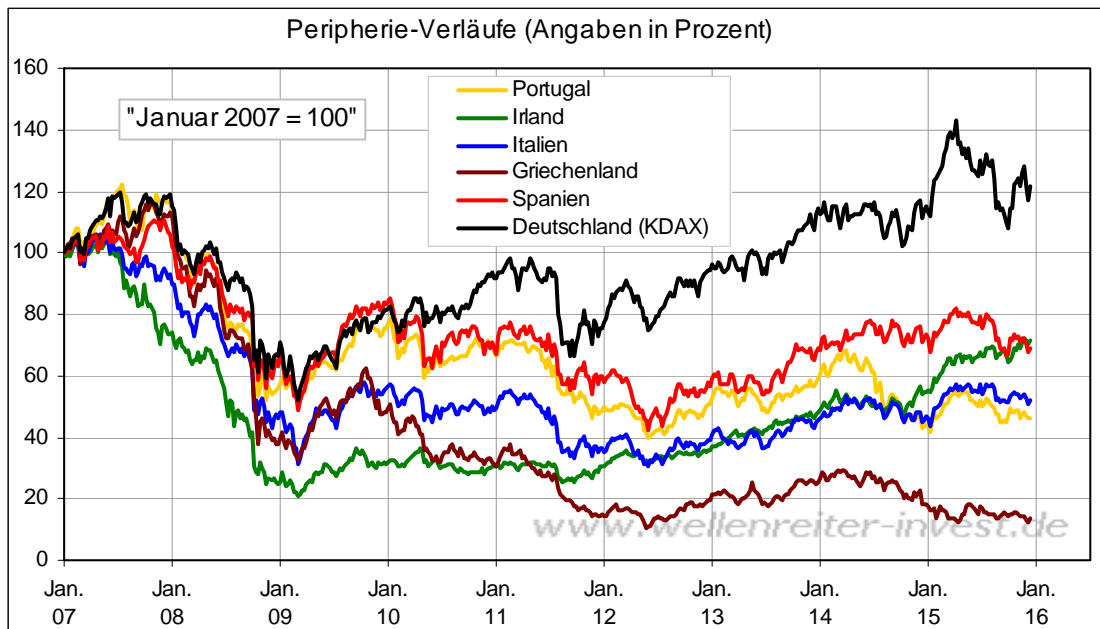


Abb. 6.39: Peripherie-Verläufe

Trotz QE-Programms der EZB besitzt die Entwicklung des europäischen Aktienmarktes kein Eigenleben. Griechenland bleibt ein Sonderfall weit abgeschlagen in seiner Entwicklung und kommt nicht nachhaltig aus dem deflationären Umfeld heraus. Auch Spaniens Entwicklung in 2015 ist eine große Enttäuschung, zumal das BIP-Wachstum mit über 3 Prozent Platz 2 hinter Irland bedeutet. Der irische Leitindex hat sich als einziges Peripherieland merklich positiv entwickelt. Unterm Strich ist es keine große Überraschung, wenn Europas Aktienmarkt eine schwache Entwicklung aufweist.

### 6.9.2.2 Euro Stoxx 50

Die Entwicklung der europäischen Großunternehmen ist im langfristigen Bild eine einzige Enttäuschung, denn der Abwärtstrend seit 2000 ist weiterhin als intakt anzusehen.



Abb. 6.40: Euro Stoxx 50

Die Performance in dieser Dekade liegt bei lediglich +9 Prozent. Die Unterstützung bei 3.000 Punkten ist genauso für das kommende Jahr hervorzuheben wie die Kursformation des Dreiecks. Diese Formation wird sich in den kommenden Wochen auflösen und damit Trendkräfte fortsetzen. Die Trendrichtung wird dabei von Wall Street dominiert, so dass die Auflösung auf der Unterseite erfolgen sollte. Sollten die Kurse an der Wall Street im beschriebenen Umfang anfallen, wäre ein Kursrückgang auf etwa 2.500 Punkte zu erwarten. Damit wäre Europa im Abschwung ein Underperformer.

Warum kann Europa keine relative Stärke zu den US-Märkten aufbauen?

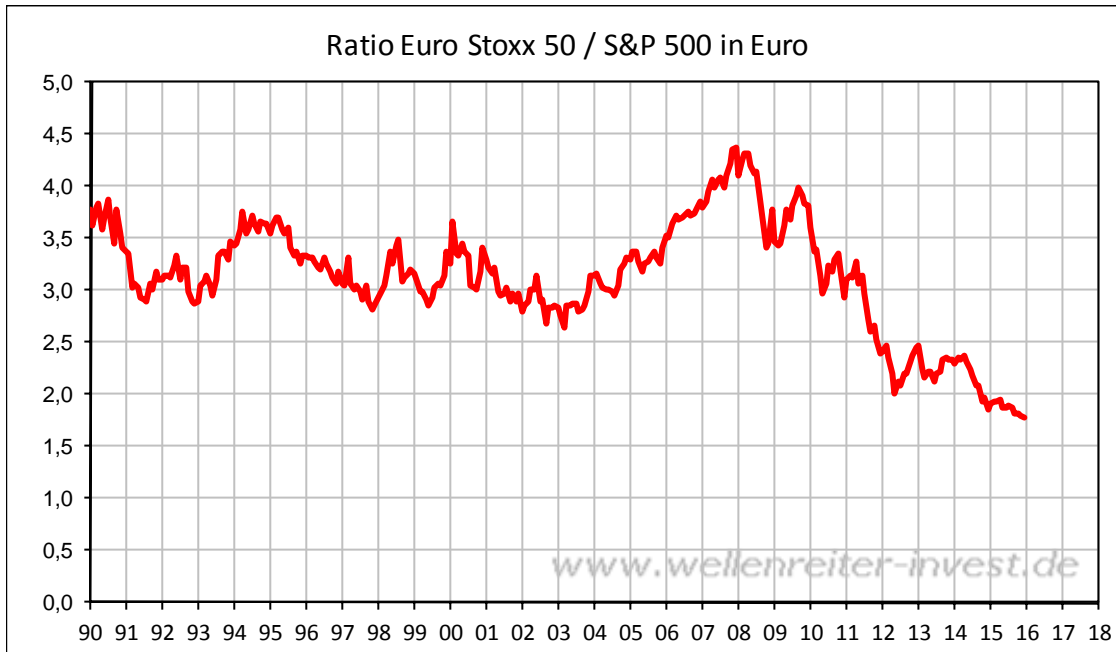


Abb. 6.41: Ratio Euro Stoxx 50 / S&P 500

Die Ratio des Euro Stoxx 50 zeigt gegenüber dem S&P 500 keine Anzeichen relativer Stärke. Sowohl der S&P 500 als auch der Euro Stoxx 50 notiert auf ihren Niveaus vom Sommer 2014. Die Outperformance des Euro Stoxx 50 im ersten Quartal 2015 war der Entwicklung des Euro/USD geschuldet („Abwertungshausse“) und wurde bereits deutlich korrigiert.

Währungsbereinigt (siehe obiger Chart) ist der Euro Stoxx 50 bereits seit Anfang 2008 ein Underperformer gegenüber dem S&P 500. Während sich Europa im Aufschwung von 2003-2007 besser als der US-Aktienmarkt entwickelt hat, gilt seit Beginn der Finanzkrise das Gegenteil.

Angesichts dieser Underperformance des europäischen Aktienmarktes, die sich in dieser Dekade zum einen nominal, aber noch stärker währungsbereinigt ergibt, stellt es eine Überraschung dar, wie populär eine Aktienanlage in Europa ist. Nach der jüngsten globalen Fondsmanagerumfrage von Bank of America/Merrill Lynch ist der europäische Aktienmarkt bei 55 Prozent der Investoren Übergewichtet. Diese extreme Übergewichtung deutet für die Phase des Abschwungs in den USA auf eine Underperformance der europäischen Aktien hin. Insofern ist für 2016 zu erwarten, dass sich europäische Aktien im ersten Quartal schlechter als US-Aktien entwickeln werden.

### 6.9.2.3 DAX

#### DAX Monatschart (Performance Index)

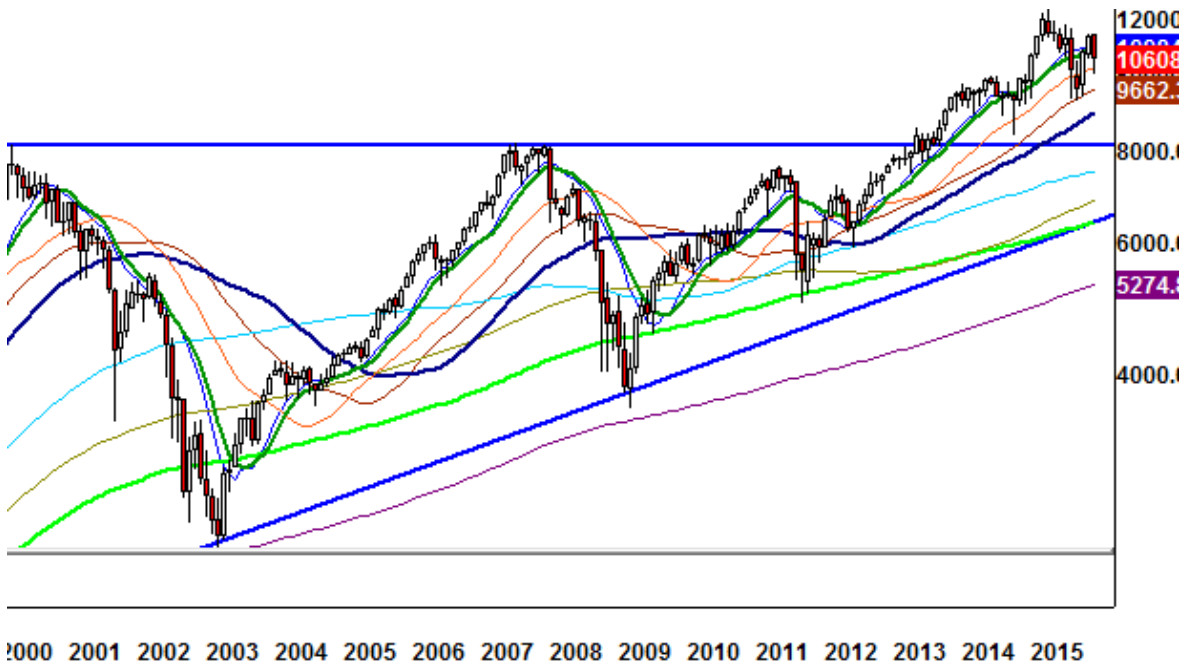


Abb. 6.42: DAX seit 2000

Ausgehend von seinem Preistief im März 2009 zeigt der DAX bis zu seinem Preishoch im März/April 2015 eine fünfwellige Aufwärtsbewegung, wobei die Beschleunigung die fünfte und damit letzte Welle der Aufwärtsbewegung darstellte. Eine Korrektur in Form einer a-b-c-Bewegung würde für die im Dezember gestartete c-Bewegung ein Kursziel von etwa 8.300 Punkten bedeuten. Da sich bei 8.350 Punkten im Oktober 2014 ein Korrekturtief ausgebildet hatte und die alten Allzeithochs bei knapp 8.200 Punkten lagen, ist der Bereich knapp oberhalb der Marke von 8.000 Punkten als eine extrem starke Unterstützung anzusehen. Hier wären antizyklische Käufe empfehlenswert.

Der Kurs-DAX erreichte im März/April 2015 sein Allzeithoch aus dem Jahr 2000. Ähnlich wie im Nasdaq gelang der Ausbruch nicht (folgender Chart).

## Kurs-DAX Monatschart



Abb. 6.43: K-DAX seit 2000

Hier würde eine a-b-c-Korrekturformation ein Kursziel von etwa 4.100 Punkten ermöglichen, wobei bei 4.400 Punkten bereits eine starke Kursunterstützung (Hochpunkte von 2011) verläuft.

### 6.9.3 Nikkei 225

Die Hausse des Nikkei 225 ist als eine Abwertungshausse zu charakterisieren. Der folgende Chart zeigt die hohe Korrelation zwischen der Entwicklung des Nikkei-Index und des Dollar/Yen.

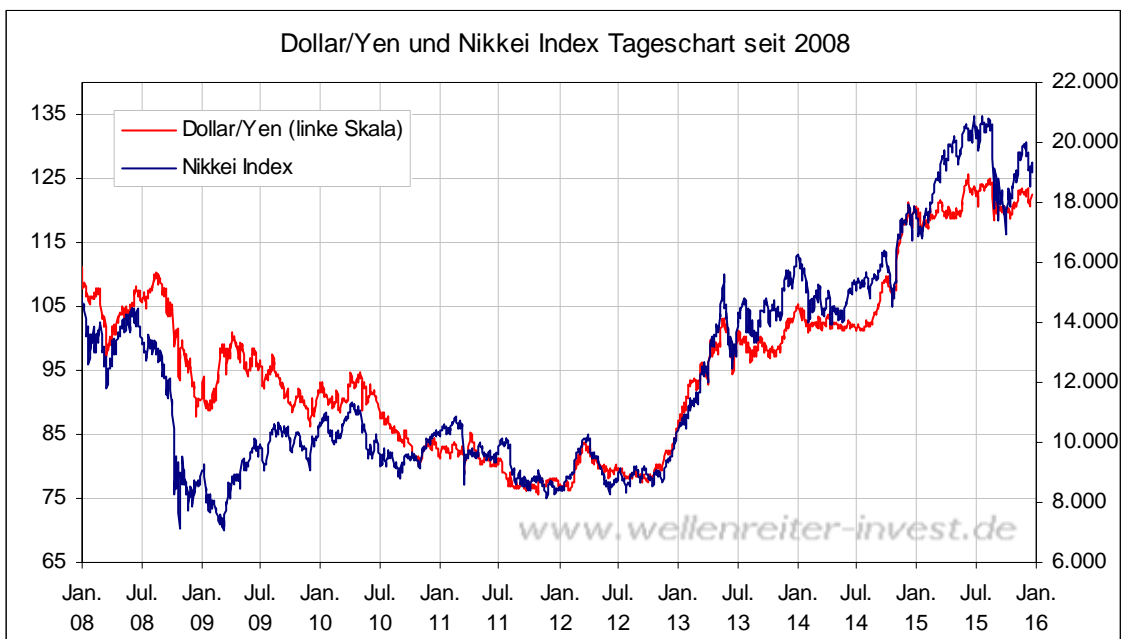


Abb. 6.44: Dollar/Yen und Nikkei Index

Der Masterplan des japanischen Regierungschefs Shinzo Abe ist das dauerhafte Überwinden der Deflation. Das Überwinden der Deflation müsste heißen, dass der japanische Aktienmarkt in allen bedeutenden Währungen ansteigt. Bisher geht dieser Plan nicht auf, denn währungsbereinigt stagniert der Nikkei 225. Der Wille zur Reflationierung ist für die Jahre 2016/17 weiterhin vorhanden.

Die Chancen auf eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung seit Ende 2012 sind aus zyklischer Sicht als gut anzusehen, wenn der Blick auf zwei prominente Verläufe von großen deflationären Bewegungen fällt (nächster Chart).

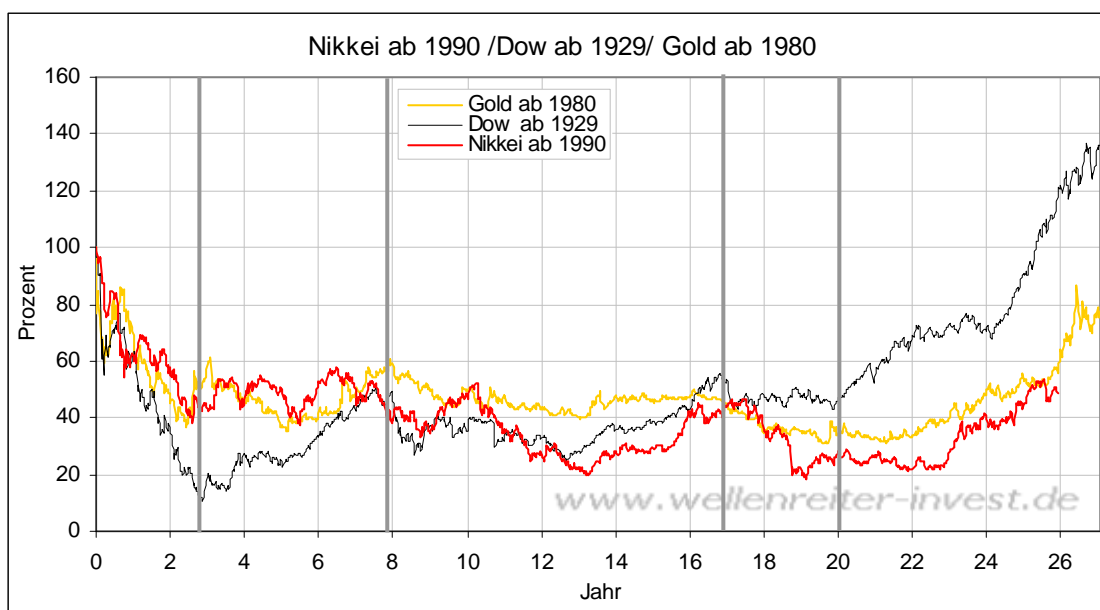


Abb. 6.45: Blasenverläufe und Nikkei-Index

Das 26. Jahr nach dem Hochpunkt einer Blase war bei Gold und Dow holprig, aber nicht negativ. Erkennbar ist bei diesen beiden Vergleichen, dass die Situation in den USA nach 25 Jahren eine andere war, der Dow Jones Industrial Average notierte erstmals wieder auf neuen Rekordhöhen. Japan entwickelt sich ähnlicher wie Gold, steckt aber von der Struktur nicht in einer positiven Beschleunigungsphase. Letztlich aber orientiert sich auch der Nikkei 225 an der Entwicklung der Wall Street.

Der japanische Aktienmarkt hat - wie Nasdaq und Kurs-DAX - in Jahr 2015 ebenfalls die Hochpunkte aus dem Jahr 2000 erreicht.



Abb. 6.46: Nikkei-Index

Der Bereich um 21.000 Punkte ist ein sehr starker Widerstandsbereich und damit auch ein großes Kursziel im Rahmen der Reflationierung gewesen. Ein Kursrückgang in den Bereich 16.000 Punkte wäre zunächst als eine Korrekturbewegung der Hausse seit Winter 2012 anzusehen. Dieser Bereich wäre auch das Ziel einer a-b-c-Korrekturformation, die somit einer Art milden Baisse entsprechen würde. Für eine Fortsetzung der übergeordneten Aufwärtsbewegung müsste das Währungspaar USD/Yen mit einem weiteren Anstieg nachhelfen. Die Investoren würden somit wieder in den „Risk on“-Modus wechseln.



## 6.9.4 BRIC-Staaten

Zu einer Baisse gehört auch, dass gegen Ende einer Abwärtsbewegung ein populärer Name verschwindet. Der Name „Neuer Markt“ verschwand 2003 zu Gunsten des TecDAX und Goldman Sachs beendete im November 2015 seine eigenen BRIC-Fonds, die mit anderen Schwellenländerfonds fusioniert wurden.

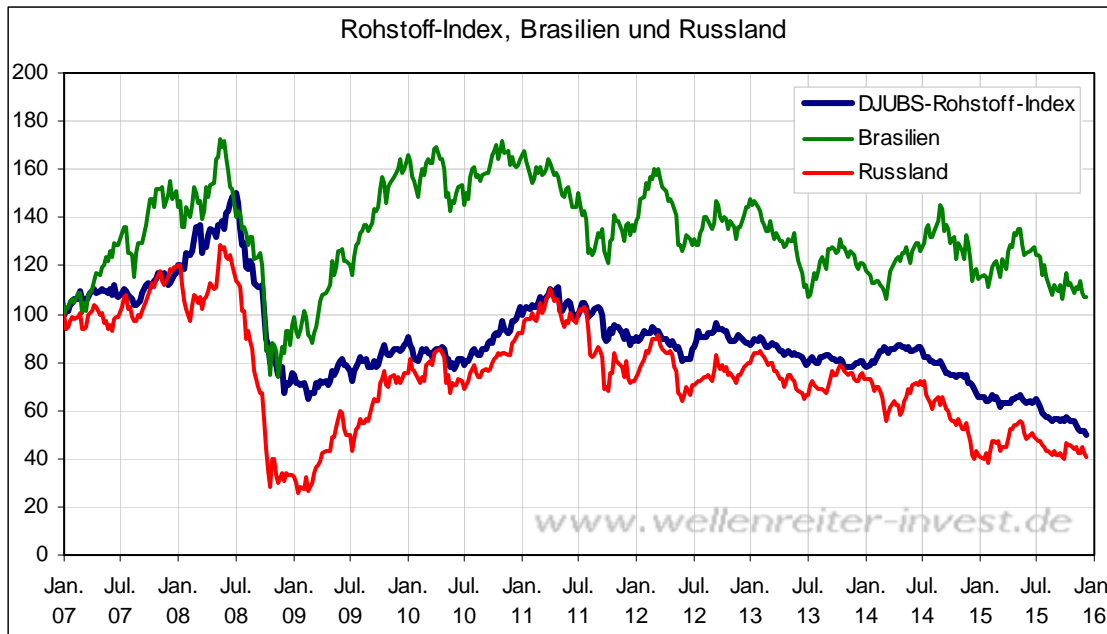


Abb. 6.47: Rohstoff-Index, Brasilien und Russland

Die Baisse der Rohstoffpreise führte dazu, dass die rohstoffproduzierenden Länder wie Brasilien und Russland zu den großen Verlierern gehören. Die moderaten nominalen Verluste des brasilianischen Aktienmarktes werden durch die hohen Währungsverluste aufgrund der hohen Inflation vergrößert. Zudem bremst die brasilianische Notenbank durch die Erhöhung des Leitzinssatzes auf 14,25 Prozent. Die Folge ist eine starke Rezession in der größten Volkswirtschaft Südamerikas.

Der Leidensdruck in Brasilien ist groß, zuletzt trat auch noch der brasilianische Finanzminister Levy zurück. Oftmals verschärft sich dadurch eine Krise temporär noch, da ausländische Investoren das Vertrauen verlieren. Aufgrund der hohen positiven Korrelation gegenüber der Entwicklung der Rohstoffe geraten diese Länder erst dann wieder auf die Gewinnerseite, wenn die Rohstoffpreise steigen. Nach unseren Ausführungen im Bereich Rohstoffe ist daher damit zu rechnen, dass Brasilien und Russland zunächst noch weiterhin unter Druck stehen werden.

Der indische Sensex korrigierte die deutlichen Zuwächse des Jahres 2014 teilweise in 2015. Indien ist dabei bei weitem nicht so schwach wie die anderen Länder (siehe Platz 21 im Länderranking in 2015 auf USD-Basis).

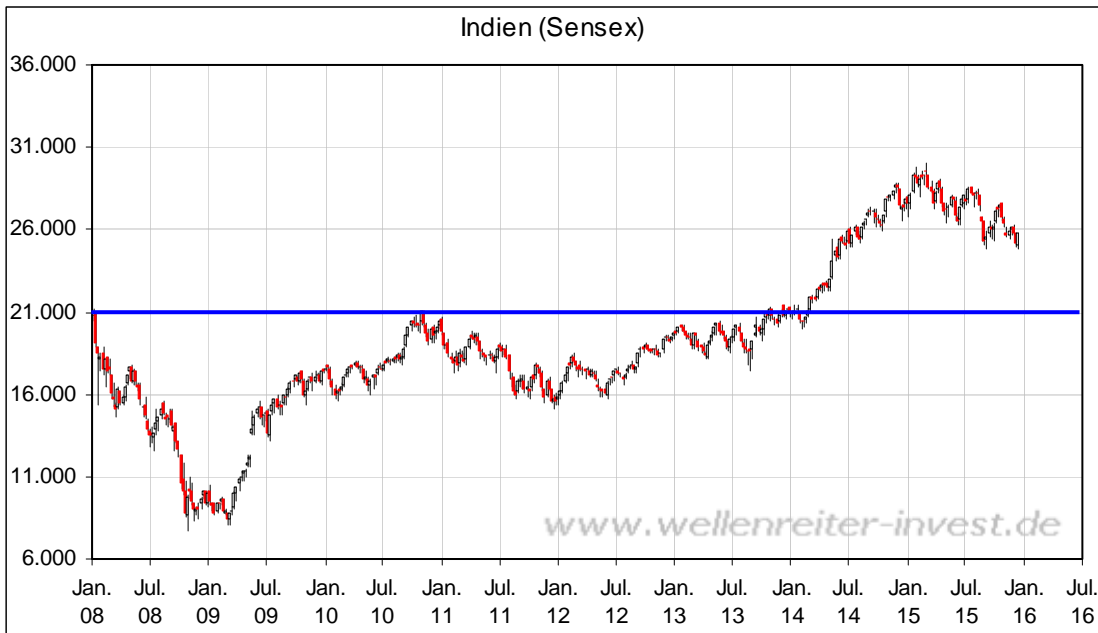


Abb. 6.48: Sensex

Bei weiterer Schwäche in 2016 ist der Bereich um 21.000 Punkte als klarer Kaufpunkt im mittelfristigen Chartbild zu identifizieren.

Chinas Entwicklung sorgte im Sommer 2015 für Unruhe an den Aktienmärkten und führte zum Aufkommen von Konjunkturängsten.

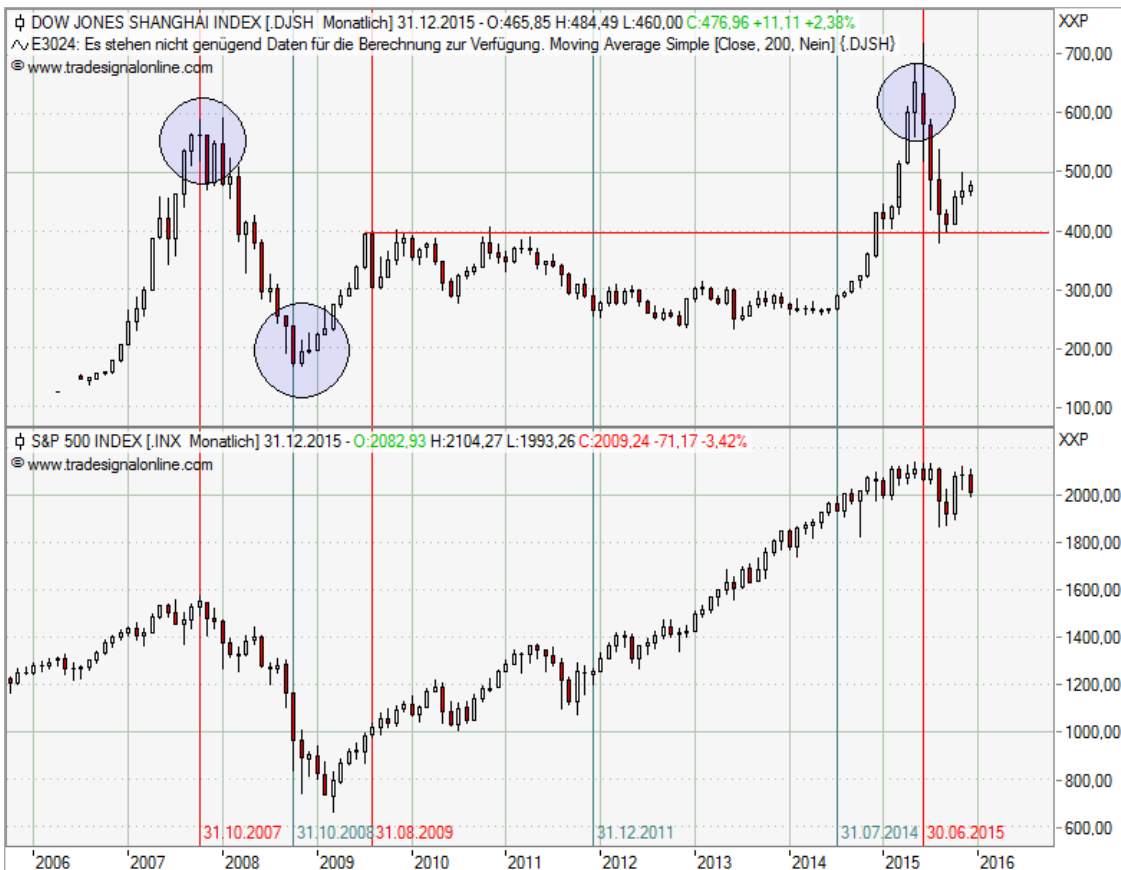


Abb. 6.49: Dow Jones Shanghai Index und S&P 500

Zum einen ist die chinesischen Volkswirtschaft die zweitgrößte der Welt, zum anderen ist die Entwicklung Chinas auch unter dem Gesichtspunkt des globalen Momentums zu sehen. Der chinesische Aktienmarkt führt über weite Teile ein Eigenleben. In 2006/07 explodierte der Aktienmarkt in China. Als die Blase platzte, drehten die globalen Börsen ab Oktober 2007 nach unten.

In diesem Jahr toppte der chinesische Aktienmarkt im Juni und das globale Momentum war ebenfalls wieder rückläufig. Bis dato hat der chinesische Aktienmarkt im August ein wichtiges Preistief ausgebildet und sich erholt. Übergeordnet ist die Korrelation des chinesischen Aktienmarktes gegenüber dem US-Aktienmarkt relativ gering, nicht selten auch negativ. In dieser Dekade war China ebenfalls ein Underperformer.

Innerhalb von einem Jahr konnte ein Anstieg von mehr als 150 Prozent in der Spitze beobachtet werden. Insofern stellt sich die Frage, ob der Sommercrash eine Baisse auslöst oder einen singulären Crash darstellt.

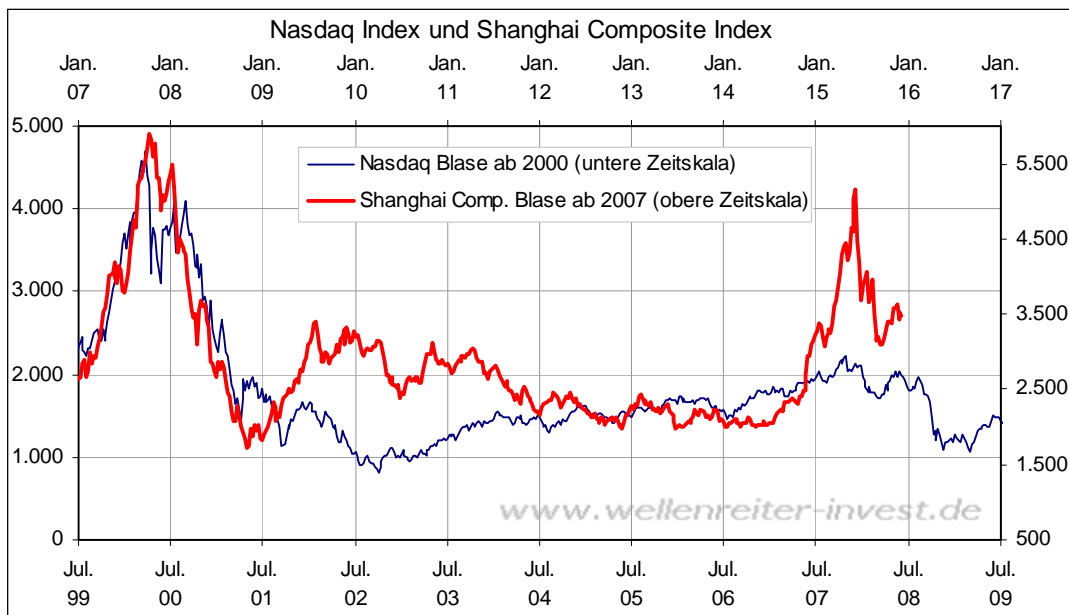


Abb. 6.50: Nasdaq Index und Shanghai Composite Index

Der Vergleich des starken Anstiegs Chinas zeigt in der Zeit zwischen den beiden Blasen deutliche Unterschiede gegenüber dem Nasdaq ab dem Jahr 2000. Die Parallele ist das zeitliche Zusammentreffen des zweiten niedrigeren Kurshochs. Nach diesem Vergleich – in 2008 folgte die Finanzkrise – wäre in China mit einer deutlichen Abwärtsbewegung im ersten Halbjahr 2016 zu rechnen.

Eine weitere Möglichkeit besteht darin, den chinesischen Sommercrash mit demjenigen des Wall-Street-Crashes von 1987 zu vergleichen (folgender Chart).



Abb. 6.51: Crash China 2015 und Wall Street 1987

Der Wall Street Crash erfolgte nach einer fünfjährigen Aufwärtsbewegung und war eher als ein reinigendes Gewitter aufgrund des Renditeanstiegs anzusehen. Der Aktienindex zitterte sich nach einer Stabilisierungsphase über weite Teile des Jahres 1988 ganz leicht nach oben, bevor sich ab Ende 1988 wieder ein deutlicher Aufwärtstrend einstellte.

Würde China diesem positiven Verlaufsvergleich folgen, dann würde der Markt bis in den August 2016 seitwärts/leicht aufwärts gehen, bevor sich im Herbst 2016 eine kräftigere Aufwärtsbewegung einstellen würde. Insofern ist die Entwicklung im ersten Quartal 2016 entscheidend für die Entwicklung des chinesischen Aktienmarktes.

Ein starker Abschwung am chinesischen Aktienmarkt würde auf globaler Ebene starke Ängste vor einem großen Abschwung schüren. Die Möglichkeiten zur Unterstützung der Konjunktur sind vielschichtig, so dass die Ängste um die konjunkturelle Entwicklung vergleichsweise schnell nachlassen könnten. Maßnahmen wie eine Währungsabwertung, die für 2016 realistisch erscheinen, können den chinesischen Aktienmarkt unterstützen, auf globaler Ebene aber trotzdem Deflationssorgen verstärken. Daher wollen wir die Entwicklung in China nicht in den Fokus unserer Überlegungen stellen, dazu führt der dortige Aktienmarkt ein Eigenleben über zu große Strecken.

### Fazit

Rohstoffproduzierende Länder stehen zunächst weiter unter Druck, bilden in 2016 ein wichtiges Preistief mit den Rohstoffpreisen aus und sind ein Erholungskandidat. Indien ist im Rahmen einer Marktschwäche ein Kaufkandidat.

## 6.10 Zeitprojektionen

Wir wollen die Tradition der Zeitprojektionen auch in diesem Ausblick fortsetzen. Im Ausblick 2015 beschrieben wir die Zeitprojektion vom 12. März als möglichen wichtigen Tiefpunkt für den Dow Jones Index. Es kam an jenem Tag tatsächlich zu einem Tief, das zwar kein primäres Tief war, aber ein seitliches „Aufwärtsrobber“ einleitete. Das Tief vom 12. März 2015 wurde erst Ende Juni wieder unterboten.

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 auf der Preisebene üblich, wird aber auf der Zeitebene seltener verwendet.

Unsere Wette für den Mai ist ein Tiefpunkt entweder am 21. oder am 31. Mai.

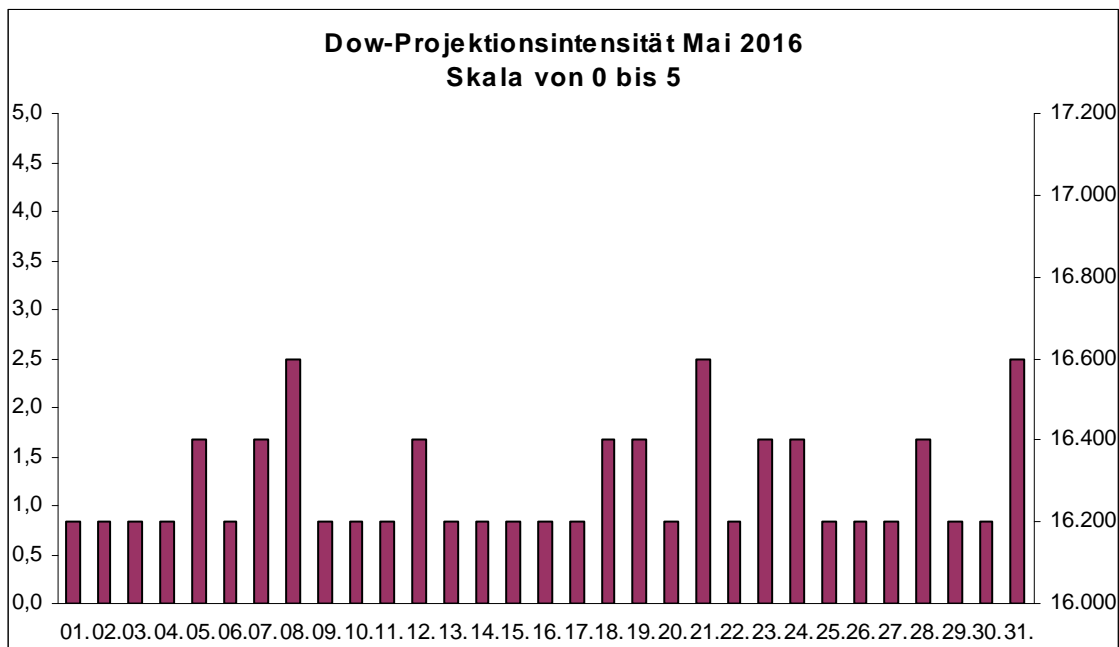


Abb. 6.52: Zeitprojektion Mai 2016

Gemäß Wahljahreszyklus könnte sich im Zeitraum Ende Mai ein wichtiges, eine Sommerrally einleitendes Tief am US-Aktienmarkt ergeben.

## 7. Fazit für den Finanzmarkt

Der Verdrängungswettbewerb zwischen den OPEC-Staaten und den USA begann in den letzten Monaten seine Wirkung zu zeigen. Die Öl-Produktion in den USA sinkt. Dieser Trend dürfte sich im Jahr 2016 noch etwas dynamischer fortsetzen. Die Wahrscheinlichkeit für Insolvenzen im Energiebereich steigt bei den momentan niedrigeren Preisen an und wird eine Bereinigung des Überangebots mit sich bringen.

Der Bruch der Marke von 40 USD Anfang Dezember 2015 in WTI Crude hat den Druck auf Hochzinsanleihen und den Aktienmarkt deutlich erhöht. Er ist in seiner Wirkung mit dem Rutsch des Euro/USD unter die Marke von 1,20 im Januar 2015 vergleichbar. Eine schnelle Rückkehr über die Marke von 40 USD erwarten wir nicht. Wie stark die Krise des Energiesektors auf die Gesamtwirtschaft in 2016 übergreifen wird, ist die schwierige Frage für das kommende Jahr.

Auch wenn wir nicht annehmen, dass die aktuelle Aktienmarktphase in der Dramatik mit derjenigen der Finanzkrise vergleichbar sein wird, sollte man sich bewusstmachen, dass größere Bärenmarktphasen wie diejenigen von 1907, 1920/21, 1929-1934 und 1973/74 und zuletzt 2008/09 einem gemeinsamen zeitlichen Ablauf unterliegen:

Erst kommt die Panik, dann keimt die Hoffnung, zuletzt folgt die Kapitulation. In der ersten Phase realisieren die Anleger Schritt für Schritt die Ausbreitung eines stetig schwächer werdenden Marktumfeldes. Am Ende dieser Phase entsteht eine Panik, ausgelöst durch erste Insolvenzen und den Umstand, dass plötzlich alle durch die zu kleine Tür wollen.

Nach dem Tief kommt es zu einer Rallye, die eine Reaktion auf das negative Sentiment am Ende der ersten Phase darstellt. Tatsächlich verbessert sich in vielen Fällen auch das Börsenumfeld. Doch in den meisten Fällen sind die Aufwärtskräfte nach wenigen Monaten wieder verpufft. Das Unterschreiten der Panik-Tiefs führt in die dritte und letzte Phase, die Kapitulationsphase über. Diese Phase kann inklusive der anschließenden Bodenbildungsphase mit einem Retest des ersten Tiefs bis zu einem halben Jahr andauern.

Wir legen diesen Fahrplan quasi als Rüstzeug dazu, wohl wissend, dass auch weniger spektakuläre Krisen solche Muster in sich tragen, die dann allerdings zeitlich verkürzt sind. Für das Jahr 2016 stellen wir uns konkret vor, dass die laufende Abschwungphase bis in das Frühjahr anhalten sollte. Unser „Ablaufplan“ sieht wie folgt aus:

### *Erstes Quartal*

Zum dritten Mal in Folge verläuft der Januar-Indikator in 2016 negativ. Die Bewegung am Kapitalmarkt ist von Risikoaversion geprägt, neudeutsch „Risk off“. Fallende Aktien stützen die Staatsanleihen, so dass die Renditen fallen. Eine Zwischenerholung im Februar ändert nicht die Abwärtsbewegung bis März. Hier ergibt sich eine erste Kaufgelegenheit für Aktien. Die Carry-Währungen Euro und Yen werten in dieser Phase temporär auf. Die Ölpreise fallen zunächst noch im Januar. Eine kurze Erholung stellt noch keine Trendwende dar. Die Konjunktursorgen nehmen insgesamt zu.

### *Zweites Quartal*

Die niedrigen Inflationsraten aufgrund der niedrigen Energiepreise machen die großen Notenbanken nervös. Die Bank of Japan erhöht das monatliche Kaufvolumen und weitet das Volumen in Aktien-ETFs aus. Auch die EZB reagiert noch einmal mit einer Zinssenkung und einer Erhöhung des Kaufvolumens. Die Carry Trade-Währungen geraten wieder unter Druck, so dass auch der Ölpreis zunächst unter Druck bleibt. Im Mai fallen die Aktienkurse und „Sell in May and go away“ ist in den Medien präsent. Antizyklische Käufe Ende Mai sollte sich eine antizyklische Einstiegsgellegenheit für eine Sommerrally ergeben.

### *Drittes Quartal*

Da die Carry Trade Währungen nicht weiter steigen, kann sich der Ölpreis etwas erholen. Damit weicht Druck vom Aktienmarkt, der sich zunächst auch erholt. Die Renditen steigen in dieser Phase an. Die negative Saisonphase September/Oktober fordert aber wieder Tribut und strapaziert die Nerven der Investoren.

### *Viertes Quartal*

Endlich kommt der Monat Oktober. Der Zeitraum Mitte bis Ende Oktober stellt eine sehr gute Einstiegsgellegenheit in den Aktienmarkt dar. Eine Wahlrally ist im Vorfeld der US-Präsidentenwahl bis zum Wahltag (08.11.2016) zu beobachten. Der Monat Dezember verläuft ähnlich wie in den Jahren 2014 und 2015 schwierig und bringt einen Rückschlag. Der Ölpreis bildet im Dezember 2016 ein höheres Preistief aus. Am Kapitalmarkt herrscht ein reflationärer Trend. Die Inflationsraten steigen am Jahresende in die Nähe ihrer Kerninflationsrate und setzen die US-Notenbank unter Druck, den Leitzinssatz wieder anzuheben.

## 8. Unsere 10 Thesen für 2016

### 1. Die Inflationsraten bleiben im ersten Halbjahr unter Druck

Obwohl die Kernraten stabil im positiven Bereich verlaufen, führen die niedrigen Energiepreise zu einem Rückgang der Inflationsrate in Europa im zweiten Quartal. Gegen Jahresende erholen sich die Inflationsraten deutlich.

### 2. Wirtschaftlicher Abschwung schürt Rezessionsängste

Der wirtschaftliche Abschwung hält über den Jahreswechsel bis ins zweite Quartal an. Die Rezession des Energiesektors erwischt auch den Finanzsektor.

### 3. Die ersten Monate werden für die Aktienmärkte problematisch

Die Wahrscheinlichkeit für eine empfindliche Abwärtsbewegung bis zu zwanzig Prozent ist hoch. Der Monat März steht für ein Preistief in einem markttechnischen Ausverkauf. Eine gute Einstiegschance bietet der Monat Oktober.

### 4. Der chinesische Yuan wertet ab

Aufgrund der starken Rückgänge der Devisenreserven entscheidet sich China zu einer Währungsabwertung. Dieses Mittel zur Unterstützung der Konjunktur und des Aktienmarktes löst global Deflationsängste aus.

### 5. Die Notenbanken bleiben expansiv

Die US-Notenbank wird durch den wirtschaftlichen Abschwung und die niedrige Inflation in ihrem Bestreben, einen Zyklus zu starten, gestoppt. Die Notenbanken Japans und Europas haben im zweiten Quartal die Gelegenheit, ihre Maßnahmen auszuweiten. Auch in China werden die Zinsen weiter gesenkt.

### 6. Die Rohstoffpreise bilden in 2016 ein wichtiges Preistief aus

Die Rohstoffbaisse läuft auf ein Finale zu, indem Insolvenzen bei der Marktbereinigung helfen. Die Tiefpunkte in Erdgas und Erdöl strecken sich über den Jahresverlauf. In Blue Chips aus dem Energie- und Rohstoffsektor entstehen attraktive antizyklische Einstiegschancen.

### 7. OPEC gewinnt Verdrängungswettbewerb gegenüber den USA

Die US-Öl-Produktion fällt schneller als erwartet, zahlreiche Insolvenzen machen aus dem „Fracking“-Boom einen Scheinboom. Es bildet sich sukzessive ein neues Gleichgewicht aus, das den Startschuss für höhere Preise in 2017 legt.

### 8. Die US-Staatsanleihen weisen ein zweigeteiltes Muster auf

Die Renditen am langen Ende sinken im ersten Halbjahr. Die zehnjährige Rendite fällt in den Bereich von 1,75-1,80 Prozent, markiert aber kein neues Bewegungstief im übergeordneten Abwärtstrend. Danach erfolgt ein Wiederanstieg.



## **9. Japans Renaissance wackelt in 2016, kippt aber nicht**

Japan kann sich vom Trend der Wall Street nicht abkoppeln und leidet ebenso temporär unter der Risikoscheu der Investoren. Die Abwertungshausse wird durch einen fallenden USD/Yen unterbrochen. Weitere Maßnahmen der japanischen Zentralbank stabilisieren den Aktienmarkt.

## **10. US-Republikaner gewinnen die Wahl**

Die Amerikaner mögen in einer Abschwungsphase das überraschende und nicht das etablierte Präsidentschaftselement.

## **11. Je suis France**

Nach den Terroranschlägen in 2015 sorgt die Fussball-EM in Frankreich für positive Bilder in Europa. Der Weltmeister setzt seine Serie der Enttäuschungen nach 1984 und 1998 fort und kehrt ohne Titel zurück.

## **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 zu 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](http://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. 1.1: Entwicklung des realen BIP-Wachstums
- Abb. 1.2: US-Einkaufsmanager-Indizes
- Abb. 1.3: US-Industrieproduktion und Rezessionen
- Abb. 1.4: Zinsspanne 10jährige zu 2jährige US-Anleihen
- Abb. 1.5: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne
- Abb. 1.6: Erstanträge und S&P 500
- Abb. 1.7: Zeitraum zwischen Rezessionen
- Abb. 1.8: Wachstum ECRI-Leading Index
- Abb. 1.9: S&P 500 und Rezessionen
- Abb. 1.10: S&P 500 Veränderungsrate
- Abb. 1.11: Entwicklung des realen BIP-Wachstums diverse Staaten
- Abb. 1.12: IFO-Index und DAX
- Abb. 1.13: Markit-Einkaufsmanagerindex
- Abb. 1.14: Entwicklung BIP diverse Staaten
- Abb. 1.15: Wirtschaftswachstum China
- Abb. 1.16: Zinsstruktur 10jährige minus 2jährige Anleihen
- Abb. 1.17: Inflationsraten Europa, USA, Japan, China
- Abb. 1.18: US-Inflationsrate seit 1900
- Abb. 1.19: Inflationsrate Deutschland
- Abb. 1.20: Inflationsrate USA
- Abb. 1.21: Inflationsrate Japan
- 
- Abb. 2.1: Fed Funds Future
- Abb. 2.2: Wertentwicklung um erste Zinserhöhung Rendite
- Abb. 2.3: Wertentwicklung um erste Zinserhöhung Euro/Dollar
- Abb. 2.4: Wertentwicklung um erste Zinserhöhung Dow Jones Index
- Abb. 2.5: Ratio KDAX zu S&P 500 Wochenchart
- 
- Abb. 3.1: US-Anleihemarkt - Übersicht
- Abb. 3.2: US-Anleihemarkt – Segmente
- Abb. 3.3: Anteil Hochzinsanleihen am US-Gesamtmarkt
- Abb. 3.4: US-Hochzinsanleihen und S&P 500
- Abb. 3.5: Spread BAA zu AAA Unternehmensanleihen
- Abb. 3.6: Diverse US-Renditen
- Abb. 3.7: EM Corporate Bond ETF
- Abb. 3.8: EM High Yield Corporate Bond
- Abb. 3.9: Geplante Defizitentwicklung USA
- Abb. 3.10: Verschuldung USA
- Abb. 3.11: Verschuldung in Prozent vom BIP
- Abb. 3.12: US-Staatsanleihen Auslandsanteil
- Abb. 3.13: US-Staatsanleihen in Besitz der Federal Reserve
- Abb. 3.14: US-Staatsanleihen in Besitz Fed und Ausland
- Abb. 3.15: US-Staatsanleihen Anteile
- Abb. 3.16: Zinszyklus 10jähriger Staatsanleihen USA 1800-2050
- Abb. 3.17: Renditezyklus-Vergleich
- Abb. 3.18: Rendite-Vergleich Japan
- Abb. 3.19: Rendite und QE
- Abb. 3.20: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart

Abb. 3.21: Rendite 2jähriger US-Anleihen Tageschart  
Abb. 3.22: US-Renditen in einem Chart  
Abb. 3.23: Zinsstruktur USA  
Abb. 3.24: Rendite 10jähriger US-Anleihen  
Abb. 3.25: Positionierung der Großspekulanten in 5jährigen US-Anleihen  
Abb. 3.26: Ratio S&P 500 / 10jährige US-Anleihen  
Abb. 3.27: Rendite 2jährige Staatsanleihen  
Abb. 3.28: Zinsstruktur Deutschland  
Abb. 3.29: Rendite 10jähriger Anleihen Deutschland, Schweiz, Japan  
Abb. 3.30: Zinsstruktur Schweiz  
Abb. 3.31: Rendite 10jähriger Anleihen – diversen Staaten  
Abb. 3.32: Rendite 10jähriger Anleihen – USA und Deutschland  
Abb. 3.33: Renditespreads 10jähriger Anleihen – diversen Staaten  
Abb. 3.34: Rendite 10jähriger Anleihen - Peripherie

Abb. 4.1: US-Dollar-Index  
Abb. 4.2: CRB-Index und US-Dollar-Index  
Abb. 4.3: Euro, Yen und Yuan vs. US-Dollar  
Abb. 4.4: Währungsreserven China  
Abb. 4.5: Big Mac Index  
Abb. 4.6: Entwicklung der Kaufkraftparität Euro/Dollar  
Abb. 4.7: Euro/Dollar langfristig  
Abb. 4.8: Euro/Dollar Zeitzyklus  
Abb. 4.9: Euro/Dollar und Yen/Dollar (zeitversetzt)  
Abb. 4.10: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar  
Abb. 4.11: Nominazins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar  
Abb. 4.12: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar  
Abb. 4.13: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar in Wahljahren  
Abb. 4.14: Kaufkraftparität Dollar/Yen  
Abb. 4.15: Realzins-Differenz USA/Japan  
Abb. 4.16: Nominalzins-Differenz USA/Japan  
Abb. 4.17: Dollar/Yen Tageschart seit 1988  
Abb. 4.18: Rohstoff-Währungen  
Abb. 4.19: Kanadischer und australischer Dollar  
Abb. 4.20: Australischer Dollar und Gold  
Abb. 4.21: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl  
Abb. 4.22: US-Dollar/ Franken  
Abb. 4.23: Euro/Franken

Abb. 5.1: Weltweite Temperaturanomale seit 1850  
Abb. 5.2: Oceanic-Nino-Index  
Abb. 5.3: Temperaturabweichung USA  
Abb. 5.4: Reuters CRB-Index  
Abb. 5.5: Reuters CRB-Index Zyklus  
Abb. 5.6: Euro/Dollar und CRB-Index  
Abb. 5.7: CRB-Index und US-Inflationsrate  
Abb. 5.8: Ölpreis seit 1900  
Abb. 5.9: Ölpreis seit 1900 Stufenchart  
Abb. 5.10: Verlaufsvergleich 60-Jahres-Zyklus  
Abb. 5.11: Erdöl inflationsbereinigt

Abb. 5.12: WTI Crude Monatschart  
Abb. 5.13: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulanten  
Abb. 5.14: WTI Crude Netto-Positionierung der Fondsmanager  
Abb. 5.15: Welt-Erdöl-Verbrauch  
Abb. 5.16: US-Erdöl Produktion  
Abb. 5.17: Differenz Ölverbrauch und Förderung  
Abb. 5.18: WTI Crude und US-Bohrtürme  
Abb. 5.19: Verlaufsvergleich 1986 und 2014  
Abb. 5.20: Verlaufsvergleich 1996  
Abb. 5.21: Saisonaler Verlauf Erdöl  
Abb. 5.22: Statoil  
Abb. 5.23: US-Erdgas  
Abb. 5.24: ONI-Index und Erdgas  
Abb. 5.25: Saisonaler Verlauf  
Abb. 5.26: Gold/CRB-Ratio  
Abb. 5.27: Goldpreis inflationsbereinigt  
Abb. 5.28: SPDR Tonnen Gold in Bestand  
Abb. 5.29: Goldpreis und Positionierung Großspekulanten  
Abb. 5.30: Goldpreis und Positionierung Kleinspekulanten  
Abb. 5.31: XAU-Goldminen-Index  
Abb. 5.32: Goldpreis und Realzins langfristig  
Abb. 5.33: saisonaler Verlauf Gold  
Abb. 5.34: Silber seit 1900  
Abb. 5.35: Silber/Gold-Ratio  
Abb. 5.36: Edelmetalle in einem Chart  
Abb. 5.37: Kupfer Tageschart  
Abb. 5.38: Freeport-McMoran Monatschart  
Abb. 5.39: Getreide-Index seit 1972  
Abb. 5.40: Kaffee Tageschart

Abb. 6.1: Q-Ratio  
Abb. 6.2: Shiller KGV  
Abb. 6.3: Welt-Aktienmarktkapitalisierung  
Abb. 6.4: Sotheby's  
Abb. 6.5: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %  
Abb. 6.6: US-Präsidentschaftszyklus  
Abb. 6.7: Dow Jones Index Verteilung Wahljahre  
Abb. 6.8: Wahljahre 2000, 2004, 2008, 2012  
Abb. 6.9: Präsidentschaftszyklus  
Abb. 6.10: Wahljahre zweite Amtszeit Einzelverläufe  
Abb. 6.11: Präsidenten in zweiter Amtszeit  
Abb. 6.12: Dow Jones Index Dekadenzyklus  
Abb. 6.13: Dow Jones Index 6er Jahre  
Abb. 6.14: Dow Jones Index 1962 - 1967  
Abb. 6.15: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 6er-Jahre 1905 – 2005  
Abb. 6.16: Dow Theorie  
Abb. 6.17: Russell 3000-AD-Linie  
Abb. 6.18: Hindenburg-Omen  
Abb. 6.19: Neue 52-Wochen-Hochs  
Abb. 6.20: Neue 52-Wochen-Tiefs

Abb. 6.21: US-Aktienfonds-Flows  
Abb. 6.22: AAI-Asset-Allocation  
Abb. 6.23: Bullische Börsenbriefverfasser  
Abb. 6.24: Bearische Börsenbriefverfasser  
Abb. 6.25: Aktienkäufe auf Kredit  
Abb. 6.26: Credit Balance minus Debit Balance  
Abb. 6.27: OEX PCR Open Interest  
Abb. 6.28: Große S&P 500-Sektoren  
Abb. 6.29: Kleine S&P 500-Sektoren  
Abb. 6.30: S&P 500 Energiesektor  
Abb. 6.31: Grundstoffsektor  
Abb. 6.32: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren  
Abb. 6.33: Goldman Sachs Wochenchart  
Abb. 6.34: Nasdaq Composite Index  
Abb. 6.35: NYSE Composite Index  
Abb. 6.36: Value Line Index  
Abb. 6.37: Russell 2000 Monatschart  
Abb. 6.38: S&P 500 Index  
Abb. 6.39: Peripherie-Verläufe  
Abb. 6.40: Euro Stoxx 50  
Abb. 6.41: Ratio Euro Stoxx 50 / S&P 500  
Abb. 6.42: DAX seit 2000  
Abb. 6.43: K-DAX seit 2000  
Abb. 6.44: Dollar/Yen und Nikkei Index  
Abb. 6.45: Blasenverläufe und Nikkei-Index  
Abb. 6.46: Nikkei-Index  
Abb. 6.47: Rohstoff-Index, Brasilien und Russland  
Abb. 6.48: Sensex  
Abb. 6.49: Dow Jones Shanghai Index und S&P 500  
Abb. 6.50: Nasdaq Index und Shanghai Composite Index  
Abb. 6.51: Crash China 2015 und Wall Street 1987  
Abb. 6.52: Zeitprojektion Mai 2016