

Wellenreiter-Invest



Wellenreiter- Jahresausblick 2017

Das verfliخته 7er-Jahr

©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn

Oberursel, im Dezember 2016

Inhaltsangabe

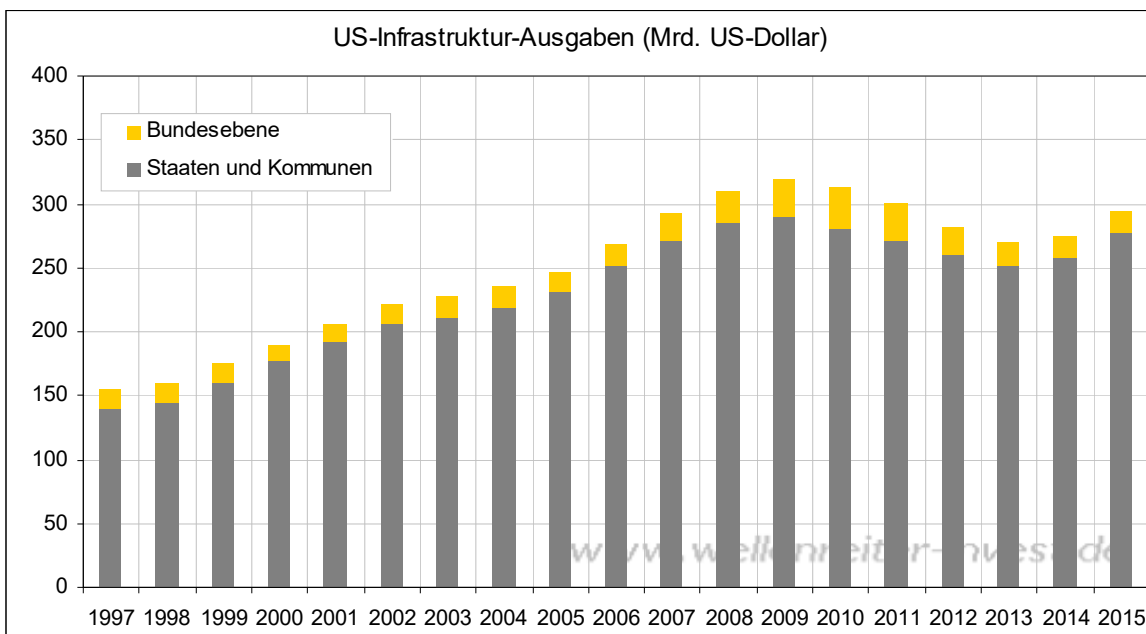
	Seite
Editorial	4
1. Konjunkturentwicklung	7
1.1 Die Erwartungen der Banken für 2017	7
1.2 USA	8
1.3 Europa	19
1.4 Asien und Schwellenländer	23
1.5 Inflation	25
2. Notenbankpolitik	29
3. Der Anleihemarkt	35
3.1 Übersicht	35
3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen	43
3.3 Entwicklung der europäischen Staatsanleihen	52
4. Der Währungsmarkt	57
4.1 US-Dollar-Index	57
4.2 Euro/Dollar	59
4.3 Dollar/Yen	64
4.4 Rohstoff-Währungen	65
4.5 Britisches Pfund	67
4.6 Schweizer Franken	69
5. Der Rohstoffmarkt	70
5.1 Rohstoffmarkt langfristig	70
5.2 Erdöl	72
5.3 Gold	80
5.4 Silber, Platin, Palladium	84
5.5 Kupfer	86

6. Der Aktienmarkt	88
6.1 Bewertung	88
6.2 Das große Bild	90
6.3 US-Präsidentschaftszyklus	93
6.4 Dekadenmuster	96
6.5 Marktstruktur	100
6.6 Sentiment	103
6.7 Sektoren im Fokus	105
6.8 Leit-Aktienindizes	110
6.8.1 US-Aktienmarkt	110
6.8.2 Europäischer Aktienmarkt	112
6.8.3 Aktienmärkte Asien/Pazifik	117
7. Fazit für den Finanzmarkt	121
8. Unsere 11 Thesen für 2017	123
Disclaimer	124
Über uns	125
Abbildungsverzeichnis	126

Editorial

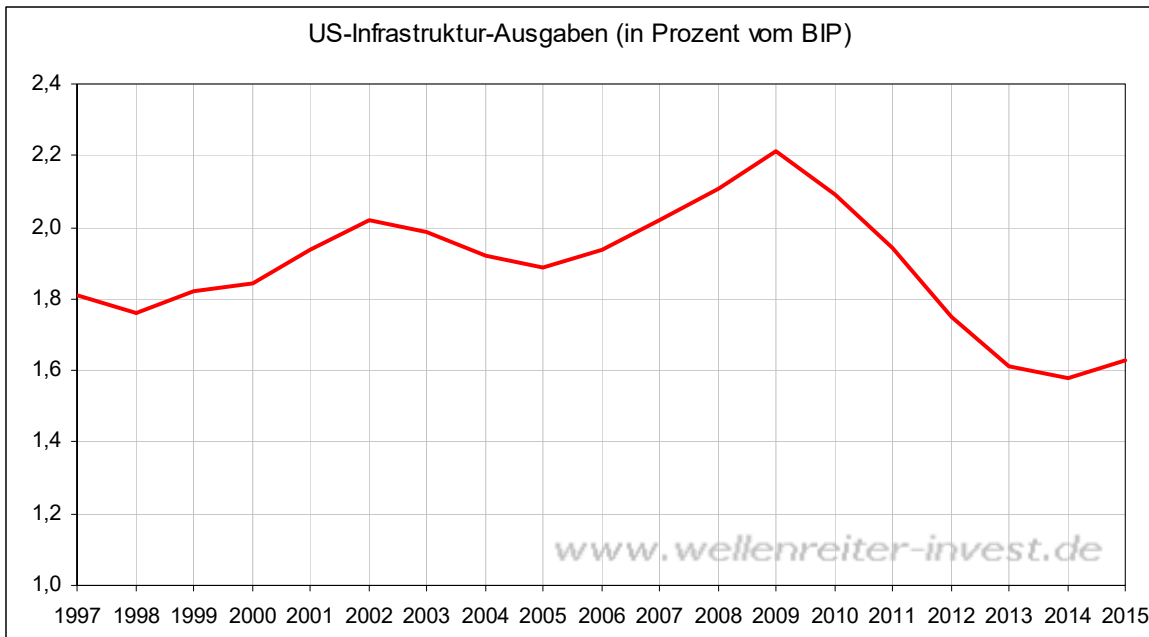
Der designierte US-Präsident Donald Trump trat im Wahlkampf mit dem Slogan „Make America Great Again!“ an. Eines seiner Wahlversprechen lautete, in den kommenden Jahren US-Infrastrukturausgaben in Höhe von einer Billion US-Dollar anzuschieben. Dies soll nicht etwa mit Staatsgeld geschehen, sondern der private Sektor soll dafür geradestehen.

Die Frage stellt sich, wie dies funktionieren soll. Denn ohne einen „Business Case“ in Form einer Kapitalrendite werden die Unternehmer ihre Finger davonlassen. Möglich wären Privat-Public-Partnerships oder der Bau von Mautstraßen. Insgesamt scheinen die Möglichkeiten begrenzt. Die US-Infrastrukturausgaben werden ganz überwiegend von den Bundesstaaten und Kommunen getätigt. Dies zeigt der folgende Chart.



Quelle: BEA; Bereich „Structures“

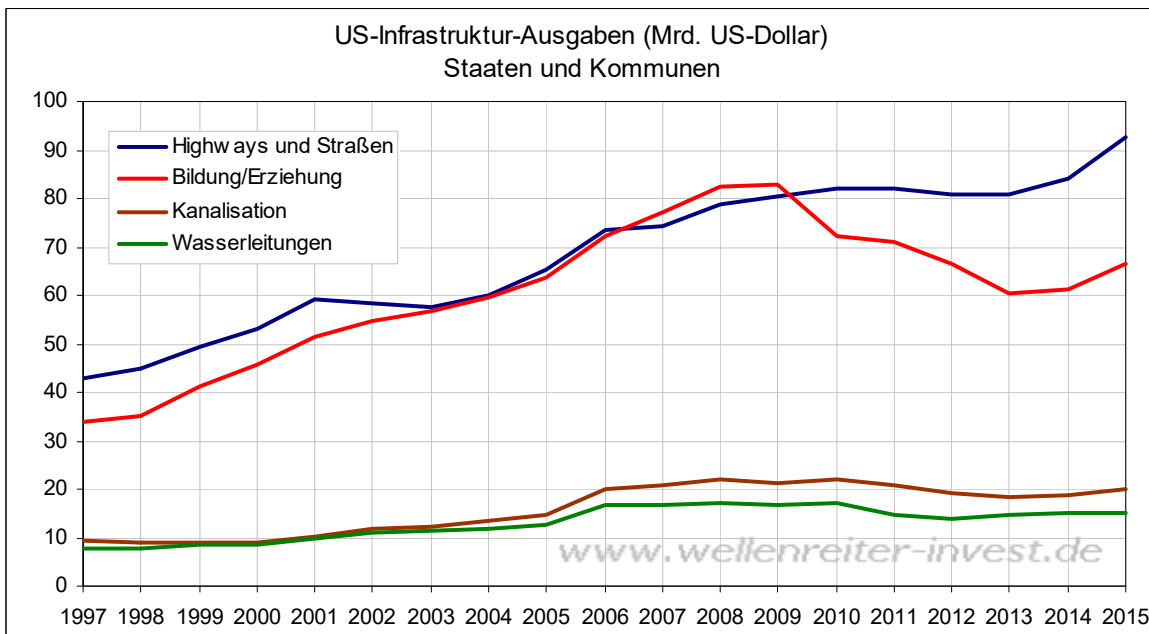
Tatsächlich sind die staatlichen US-Infrastrukturausgaben in den Jahren 2010 bis 2013 zurückgefahren worden. Dies gilt erst recht bei Betrachtung der Infrastrukturausgaben in Prozent vom BIP (folgender Chart).



Quelle: BEA; Bereich „Structures“

Nach der Finanzkrise folgte ein starker Rückgang der Infrastruktur-Ausgaben. Nimmt man einen Normalanteil zwischen 1,8 und 2,2 Prozent an, so würde eine Spritze von etwa 100 Milliarden US-Dollar ausreichen, um die Ausgaben auf das Spitzenniveau der letzten 20 Jahre anzuheben.

Der Blick auf einzelne Infrastrukturpositionen zeigt, dass die Straßenbau-Investitionen in den Jahren 2014 und 2015 deutlich anzogen.



Quelle: BEA; Bereich „Structures“

Erschreckend ist das Nachlassen der Ausgaben für Bildung und Erziehung. Schulen wurden offenbar sich selbst überlassen. Die Renovierung staatlicher Schulen und Universitäten sowie der Bau neuer Gebäude dürften angesichts einer nominalen 20-

Prozent-Kürzung, die in Prozent vom BIP noch deutlich größer ist, deutlich nach hinten geschoben worden sein. Auch die Investitionen für die Kanalisation und die Trinkwasserversorgung stagnieren.

Die Renovierung und der Betrieb von Abwasserkanälen stellt in der Regel kein sonderlich attraktives Geschäftsmodell dar. Seitens der Kommunen müsste privaten Betreibern umfangreiche Rechte zur Erhebung von Nutzungsgebühren gewährt werden. In Deutschland wäre dies beispielsweise kaum möglich, da Abwasserentgelte Gebühren darstellen und diese von den Kommunen festgelegt werden.

Uns fehlt die Vorstellungskraft dafür, wie Donald Trump sein Wahlversprechen über Infrastrukturausgaben in Höhe von einer Billion US-Dollar einhalten will, die ja zudem von der US-Privatwirtschaft getätigt werden sollen. Es würde schon helfen, wenn der neue Präsident den Staaten und Kommunen ermöglichen würde, ihre Infrastrukturausgaben um 100 Milliarden US-Dollar zu steigern. Dies kann über höhere lokale Steuereinnahmen und -zuweisungen und über eine höhere Beteiligung Washingtons an den Ausgaben der Bundesstaaten und Kommunen realisiert werden. Dazu ist der politische Wille der Trump-Administration erforderlich. Die Diskrepanz zwischen Versprechungen im Wahlkampf mit der Nennung großer Zahlen und Ziele und das spätere reduzierte Umsetzen in der Politik ist ein immer wieder zu beobachtender Prozess.

Wir wünschen Ihnen bei der Lektüre unseres 13. Jahresausblicks für das Jahr 2017 viel Vergnügen und gewinnbringende Erkenntnisse für Ihre eigene neue Anlagestrategie im neuen Jahr.

Oberursel, im Dezember 2016

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

Konjunktorentwicklung

1.1 Die Erwartungen der Banken für 2017

Früher als sonst – nämlich bereits Ende November/Anfang Dezember - haben die Banken ihre Prognosen für 2017 vorgestellt. Dabei ergaben sich folgende Prognosen für Märkte, gebildet aus jeweils 20 bis 23 Einschätzungen.

Basiswert	Erwarteter Stand Jahresende 2017
DAX	11.635
S&P 500	2.312
10jährige Rendite Deutschland	0,60
10jährige Rendite USA	2,59
Euro/USD	1,05
Erdöl (Brent)	53,6
Gold	1.285

Die Tendenz der Banken ist dieselbe wie in den Vorjahren: Ein moderater Aktienanstieg und ein moderater Anstieg der Renditen. Im Euro/USD und im Ölpreis erwarten die Banken so gut wie keine Veränderung, nur bei Gold ist der Optimismus vergrößert.

Wir sind uns sicher, dass das neue Jahr 2017 nicht so langweilig wird, wie es die Prognosen vorhersagen. Überraschungen werden entstehen, wenn einzelne Märkte aus ihren Prognosespannen ausbrechen werden. Dann ist mit einer deutlichen Trendbewegung zu rechnen, die üblicherweise in einer kurzen Zeitperiode von einigen Wochen abläuft. Im DAX liegt die Prognosespanne bei 11.000-12.000 Punkten, im S&P 500 sind es 2.200-2.400 Punkte. Bei den Renditen in Deutschland liegen die meisten Banken in der Spanne zwischen 0,40 und 0,75 Prozent, in den USA zwischen 2,30 und 3 Prozent.

In den USA ist die Marke von 3 Prozent eine überaus wichtige Marke, wie wir im Kapitel der Anleihen erläutern werden. Ein Überwinden einer solchen Marke wird nicht erwartet und hätte aus Intermarketsicht einige Brisanz. Der Euro/USD wird nach 21 monatiger Seitwärtsbewegung mit einer Handelsspanne von 10 Cents nahezu unverändert am unteren Rand dieser Handelsspanne erwartet. Dies ist eine Erwartung, die wenig realistisch erscheint. Einen Ausbruch auf der Unterseite sehen dabei neben der Deutschen Bank primär ausländische Banken (BNP Paribas, Morgan Stanley, Merrill Lynch).

Der Erdölpreis der Sorte Brent wird per Saldo nahezu unverändert festgeschrieben, die Spanne ist mit 45-60 USD deutlich größer. 6 von 22 Banken erwarten ihn moderat höher bei 59/60 USD, aber die Suche nach einem neuen Gleichgewichtspreis spaltet die Banken, die ihn wahlweise um 45, 50, 55 oder 60 USD in 2017 sehen. Insofern käme es nur dann zu einer größeren Preisbewegung, wenn der Ölpreis entweder unter das Niveau von 45 oder über 60 USD ansteigt.

Antizyklisch nicht positiv ist der relativ hohe Optimismus für den Goldpreis, der seit Juli fällt und damit zumindest im ersten Halbjahr Enttäuschungspotential besitzt. Fast die Hälfte der Banken erwartet einen Preis von 1.300 USD +/-20 USD.

Wie Sie es von uns gewohnt sind, machen wir keine Kursprognosen zu einem bestimmten Tag. Es geht im vorliegenden Jahresausblick 2017 auch um das Timing. Wir zeigen Ihnen dabei auf, welche Abhängigkeiten der Märkte untereinander bestehen und wie die Struktur eines Marktes aussieht. Hieraus lassen sich wichtige Rückschlüsse auf die zu erwartende Bewegungen ziehen. Timing ist dann möglich und wichtig, wenn Schmerzgrenzen bei Investoren erreicht werden und Portfolioanpassungen erfolgen.

1.2 USA

Donald Trump ist ein Macher-Typ, der aufgrund seines überdurchschnittlichen Selbstbewusstseins zwar keine größeren Götter über sich, aber sehr erfolgreiche Menschen um sich herum scharft. Aufgrund seiner Selbstdarstellungslust, die er jahrelang im US-TV gezeigt hat, wird er sich weiterhin via Twitter mit kurzen Nachrichten an die Welt wenden. Der Unterhaltungsfaktor ist damit gesichert, Raum für Diplomatie schafft ein solcher Kurznachrichtendienst nicht.

Donald Trump hat das seltene Glück, dass er Mehrheiten im Senat und im Kongress besitzt und damit in den ersten beiden Jahren „durchreagieren“ kann. Seine Ziele sind die bereits erwähnte Steigerung der Infrastrukturausgaben, dazu Steuersenkungen für Unternehmen und Bürger und eine protektionistischere Haltung gegenüber China. Damit möchte er erreichen, dass in den USA wieder mehr Arbeitsplätze geschaffen werden. Weiterhin möchte er die Repatriierung von Auslandsgewinnen der US-Unternehmen erleichtern, ein ermäßigter Steuersatz von 10 Prozent auf Auslandsgewinne ist im Gespräch.

Am einfachsten umzusetzen sind Steuersenkungen und die Repatriierung von Auslandsgewinnen. Nach der Amtseinführung am 20. Januar 2017 werden die Investoren sehen, in welchem Umfang Donald Trump seine Wahlversprechen in den folgenden Wochen umsetzen wird.

Der neue Weg unter Trump besteht darin, mit Hilfe von fiskalpolitischen Impulsen die Wirtschaft zu stimulieren und damit geldpolitische Maßnahmen wie Wertpapierkäufe durch die Notenbank abzulösen. „It's the economy, stupid!“ ist ein Leitmotiv der Clinton-Ära gewesen, Trump hat es in seine eigenen Worte gefasst („Make America Great Again!“) und damit Clintons Ehefrau Hillary im Wahlkampf besiegt.

Das „Team Trump“ besteht weniger aus Berufspolitikern, sondern aus Fachleuten mit einer bedeutenden Expertise. Zu diesem Team gehören nach aktuellem Stand Rex W. Tillerson (64, CEO bei Exxon Mobil) als Außenminister, Wilbur Ross (79, Unternehmer und Investor, ebenfalls Milliardär) als Wirtschaftsminister, Andrew Puzder (66, CEO der Burgerkette CKE Restaurants) als Arbeitsminister, hinzu kommt Steven Mnuchin (54, früher Goldman Sachs, zuletzt Investor) als Finanzminister. In Sachen Wirtschaftskompetenz hat Trump ein äußerst erfahrenes Team zusammengestellt, dessen unternehmerische Qualität international seinesgleichen sucht.

In Bezug auf seine Popularität ist Trump der „Anti-Obama“. Während Barack Obama bereits wenige Tage nach seiner Amtseinführung mit dem Friedensnobelpreis ausgezeichnet wurde, hat das Wochenmagazin DER SPIEGEL die Stimmung in Deutschland aufgegriffen.



Quelle: DER SPIEGEL, Nr. 46/2016

„Das Ende der Welt“ ist eine nicht zu überbietende Negativdarstellung mit schwarzem Hintergrund und einem als Feuerball auf die Erde zurasenden Donald Trump. In Bezug auf die zu erwartende Wirtschaftskompetenz ist diese Darstellung als verkehrt anzu-

sehen. In der Gunst der deutschen Medien kann Trump nur positiv überraschen, weil auf der Skala nach unten kein weiterer Platz vorhanden ist. Donald Trumps Ziel einer neuen Wirtschaftspolitik liegt in einer Reflationierung.

Den Erfolg dieser neuen Politik in den Jahren 2017-2020 gilt es abzuwarten, denn der Anfangspunkt eines potentiellen Reflationierungstrends geschah bereits im Vorfeld der Wahl Trumps. Wir werden bei Betrachtung der einzelnen Anlageklassen untersuchen, ob und welche neuen Trends eingeleitet wurden.

Seit Jahresmitte 2016 gewinnt die Weltwirtschaft an Dynamik. Dies zeigt der globale JPMorgan-Einkaufsmanagerindex. In den Jahren 2015 und 2016 gestaltete sich das Wachstum abflauend und verhalten, nicht zuletzt gedrückt durch den Ölpreis. Die jüngste Aufwärtsbewegung haben wir mit einem roten Pfeil gekennzeichnet.

JPMorgan Global Manufacturing PMI

DI, sa

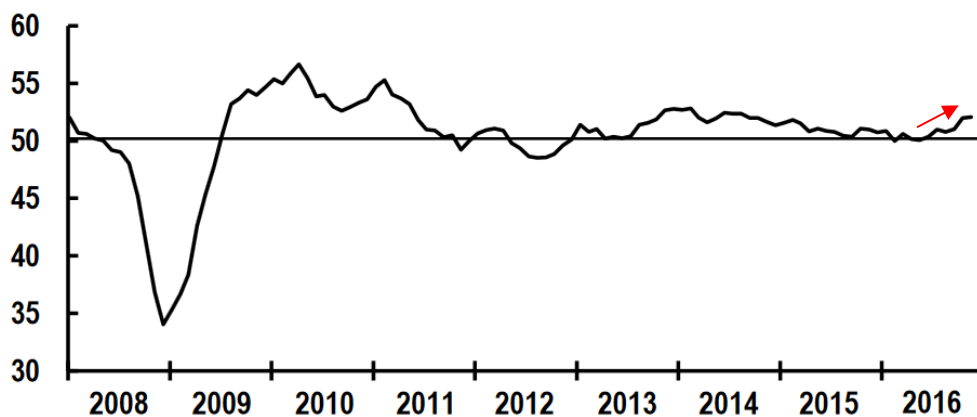


Abb. 1.1: Globaler Einkaufsmanagerindex

Quelle: Markit

Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit (OECD) sieht die USA weiterhin mit einer aufstrebenden Tendenz, auch Japan wird positiv beurteilt. Der Euroraum würde sich unverändert zeigen. Die Wachstumsrate der chinesischen Wirtschaft würde weiter abnehmen, soll aber oberhalb von 6 Prozent verbleiben.

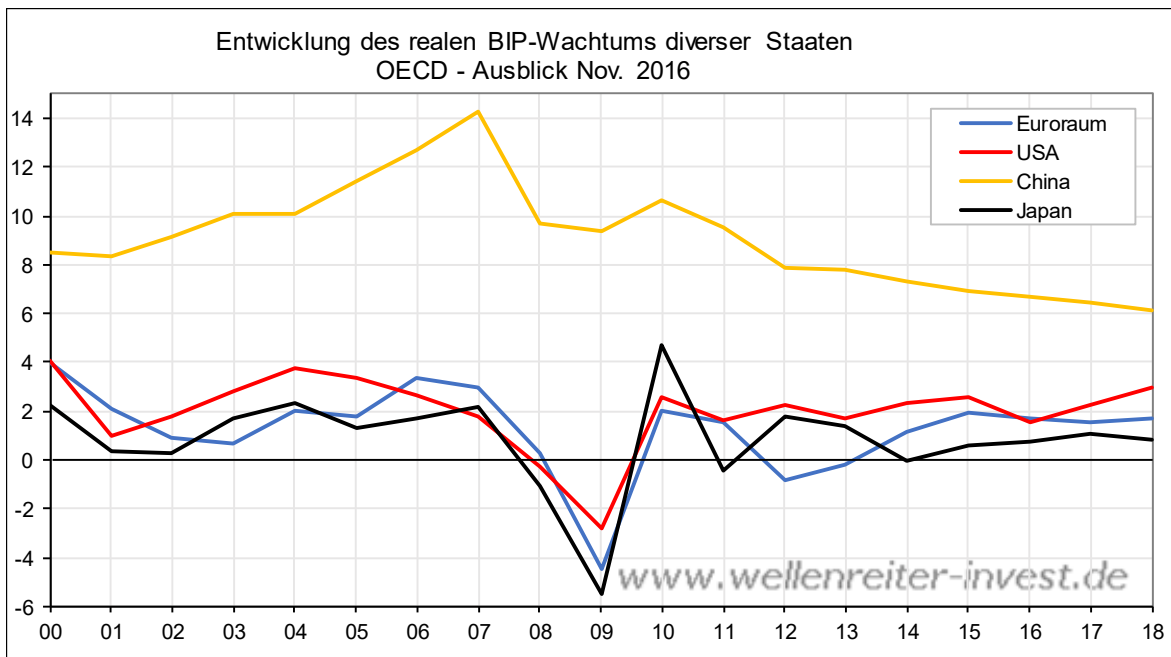


Abb. 1.2: Entwicklung des realen BIP-Wachstums

Das Bild einer Rezession oder einer stärkeren Abschwächung schwebt der OECD nicht vor. Allerdings geht die OECD von nahezu unveränderten Wachstumsraten aus, lediglich die USA werden in 2017 eine Verbesserung des Wirtschaftswachstums aufweisen. Schauen wir genauer hin.

In den USA werden die Kapitalmarktrends gemacht, die USA stellt die größte globale Volkswirtschaft dar. Daher liegt unser Fokus auf der Entwicklung der US-Wirtschaft. Das Bruttoinlandsprodukt der USA dürfte im Jahr 2016 um 2,2 Prozent gestiegen sein. Im ersten Quartal betrug das Wachstum lediglich 0,8 Prozent, bevor im zweiten (+1,4%) und besonders im dritten Quartal (+3,2%) ein Wachstumsschub einsetzte.

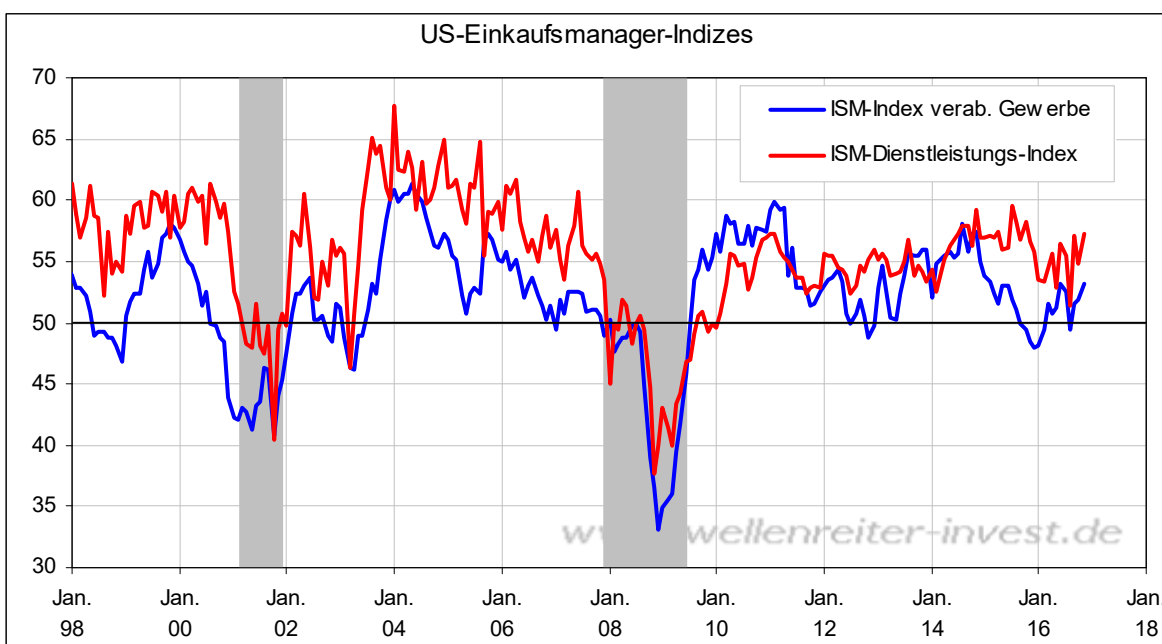


Abb. 1.3: US-Einkaufsmanager-Indizes

Der Dienstleistungssektor besitzt die größte Bedeutung für das US-BIP. Der entsprechende ISM-Index steigt seit einigen Monaten deutlich an. Im November erreichte der Index mit 57,2 Punkten ein neues Jahreshoch. Der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe markierte im Dezember 2015 mit 48,6 Punkten ein wichtiges Tief. Die anschließende Erholung ließ den Index bis zum November 2016 auf 53,2 Punkte steigen.

Sowohl der Index für das verarbeitende Gewerbe als auch der Dienstleistungsindex weisen auf ein solides Wirtschaftswachstum hin. Im halbjährlichen Wirtschaftsausblick von ISM, der im Dezember veröffentlicht wurde, beurteilten die befragten Unternehmen ihre Geschäftsaussichten für 2017 optimistischer. Für das verarbeitende Gewerbe wird in 2017 ein Umsatzwachstum von 4,6 Prozent, für das Dienstleistungsgewerbe von 4,1 Prozent vorausgesagt. Die Unternehmen erwarten ein höheres Wachstum als im Jahr 2016.

Die Entwicklung der Zinsspanne zwischen langem und kurzen Ende (Differenz 10jährige und 2jährige-US-Anleihen) gilt als guter Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung der USA. Dieser funktioniert mit einem Vorlauf von einem halben bis zu einem Jahr.

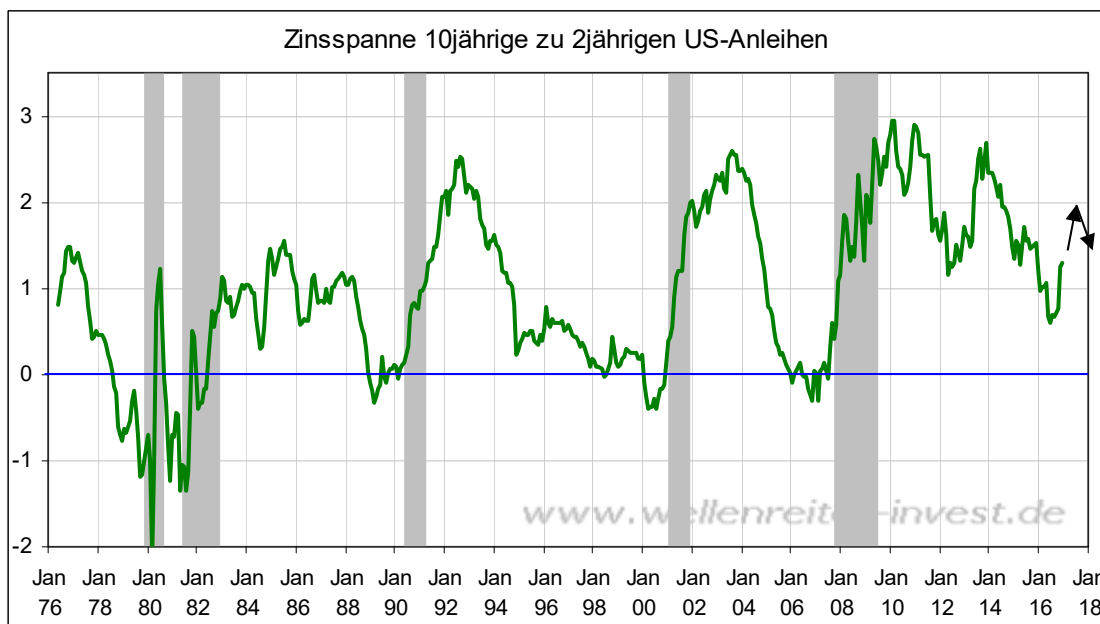


Abb. 1.4: Zinsspanne 10jährige zu 2jährige US-Anleihen

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 keine Inversion unter der Nullzinspolitik stattfinden konnte. Jetzt, da die Fed ihre Nullzinspolitik aufgegeben und zwei Leitzinserhöhungen durchgeführt hat, dürfte die Aussagekraft dieses Indikators wieder steigen. Der jüngste Anstieg in der Abwärts-

bewegung der Zinsspanne seit Dezember 2013 kann als temporäre Gegenbewegung oder als eine Trendwende angesehen werden. Bei einer Trendwende müsste sich der Anstieg in 2017 in Richtung 2 Prozent fortsetzen. Angesichts steigender kurzfristiger Zinsen in 2017 müssten die Renditen im 10-Jahres-Bereich damit deutlich steigen.

Die Besonderheit der heutigen Situation besteht darin, dass vergangene Zinserhöhungszyklen üblicherweise begannen, als die Zinsstrukturkurve bereits sehr steil war. Dann führten die Zinserhöhungen der US-Notenbank maximal zu einem leichten Anstieg (1986/1987), zu einem sich verflachenden Trend (1999) oder zu einem Rückgang (1994, 2004-2006). Da die aktuelle Situation aus einer Nullzinsphase historisch einmalig ist, erwarten wir zunächst eine steilere Zinsstrukturkurve, die sich dann im zweiten Halbjahr an ihren historischen Vorbildern orientiert und wieder flacher wird.

Statistisch beginnen in Jahren, die mit der Zahl 7 enden, auffällig häufig Rezessionen, zuletzt im Jahr 2007.

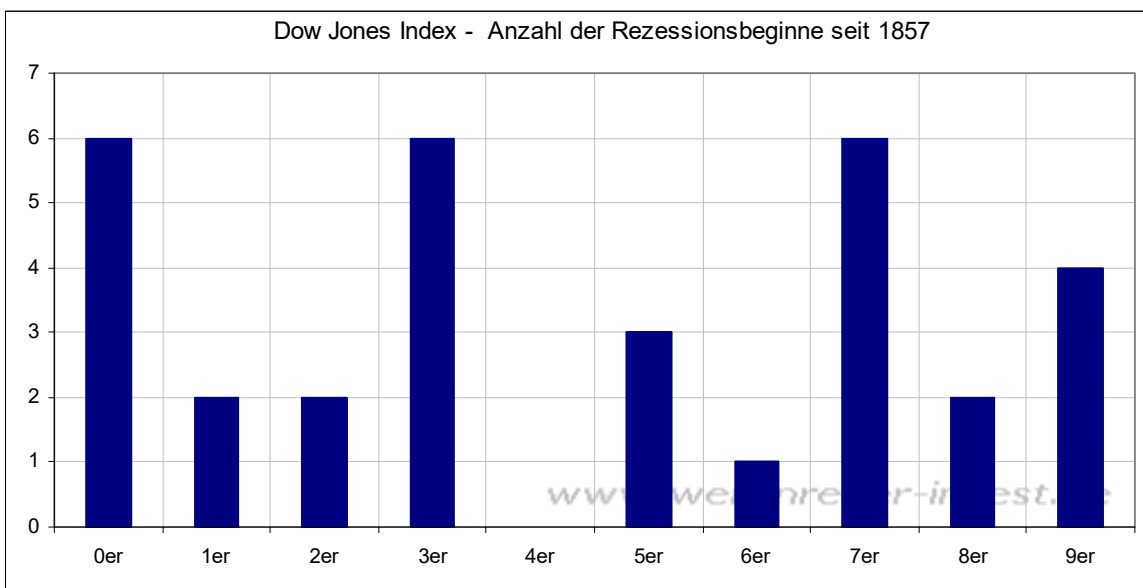


Abb. 1.5: Anzahl Rezessionsbeginne seit 1857

Zu beachten ist das so genannte 30/20-Jahre-Rezessionsmuster:

Rezessionsbeginn	1857	- 30 Jahre bis 1887
	1887	- 20 Jahre bis 1907
	1907	- 30 Jahre bis 1937
	1937	- 20 Jahre bis 1957
	1957	- 30 Jahre bis 1987
	1987	- 20 Jahre bis 2007
	2007	- 30 Jahre bis 2047

Lediglich im Jahr 1987 begann keine Rezession, aber das Jahr war durch einen Crash gekennzeichnet. Setzt sich diese Serie fort, würde in einem 7er-Jahr erst wieder im Jahr 2047 eine US-Rezession beginnen, das Jahr 2017 wäre außen vor.

Die Differenz zwischen dem langen und dem kurzen Ende gab in der Vergangenheit nicht nur einen bemerkenswerten Rezessionsindikator ab, sondern bot auch eine vorauslaufende Indikation für die Entwicklung des US-BIPs (folgender Chart).

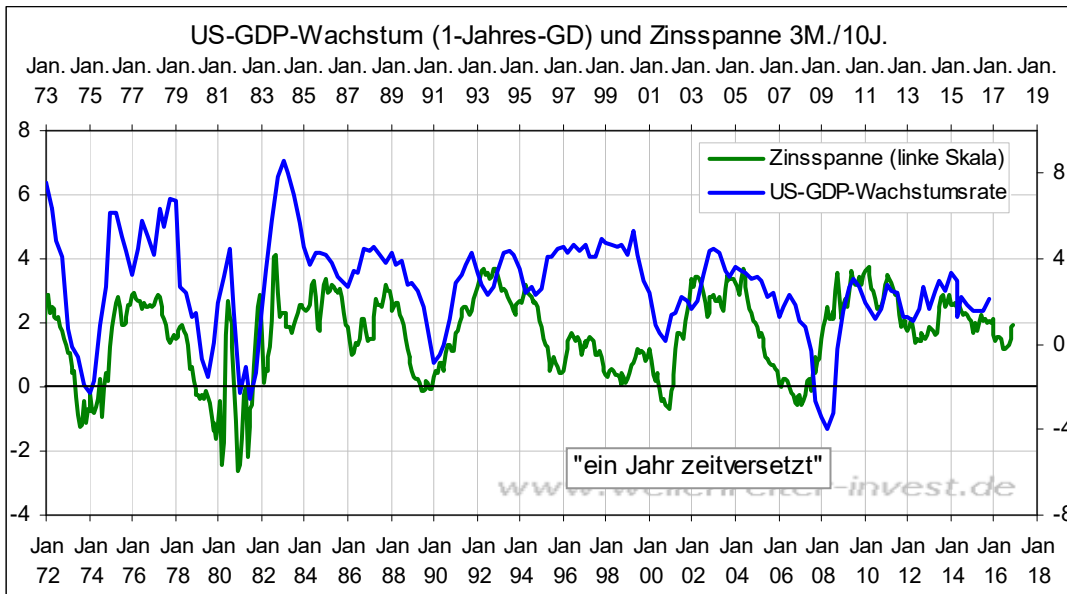


Abb. 1.6: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Nach der um ein Jahr zeitversetzten Betrachtung müsste die US-Konjunktur im ersten Halbjahr 2017 an Dynamik verlieren. Eine Erholung würde sich erst im zweiten Halbjahr ergeben und im vierten Quartal dann deutlich ansteigen. Dieser Indikator liefert eine deutliche Divergenz zu der Wahrnehmung der US-Einkaufsmanager, die von einem deutlich besseren 2017 ausgehen.

Der Blick auf den US-Arbeitsmarkt zeigt den niedrigsten Stand der Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe seit 1973 und eine offizielle Arbeitslosenquote von 4,6 Prozent.

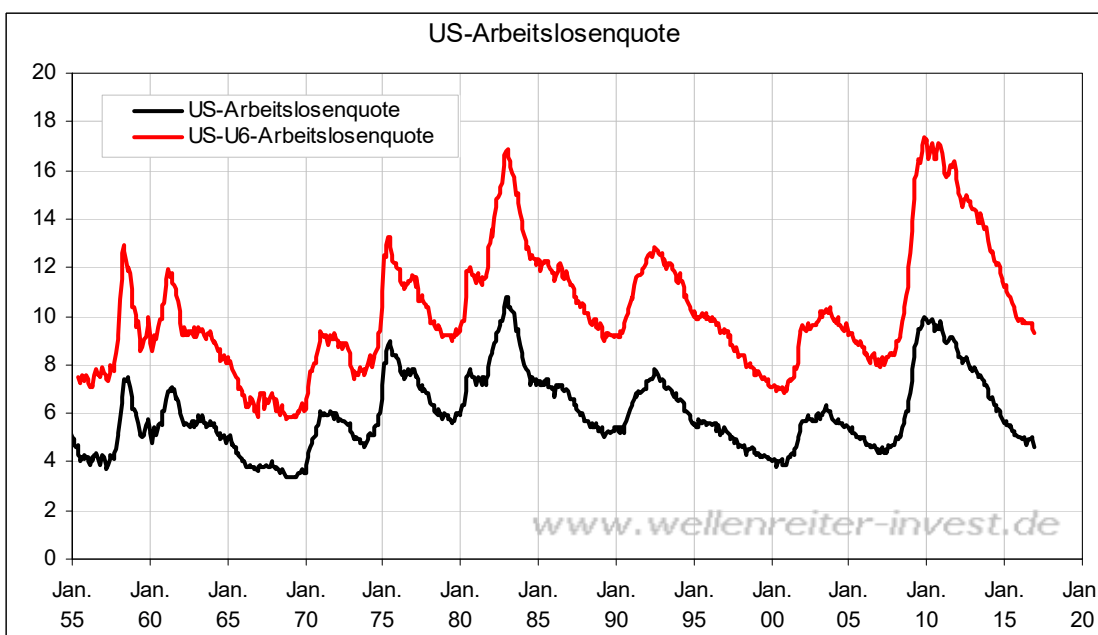


Abb. 1.7: US-Arbeitslosenquoten

Die ebenfalls dargestellte U6-Arbeitslosenquote umfasst einen weiteren Kreis von potentiellen Arbeitnehmern. Sie fiel im November 2016 auf ein zyklisches Tief von 9,3 Prozent. Im Jahr 2009 lag diese bei 17,1 Prozent.

95 Millionen US-Amerikaner arbeiten nicht. Die US-Erwerbsquote fiel in den vergangenen Jahren stetig. Aktuell notiert sie bei 62,7 Prozent.

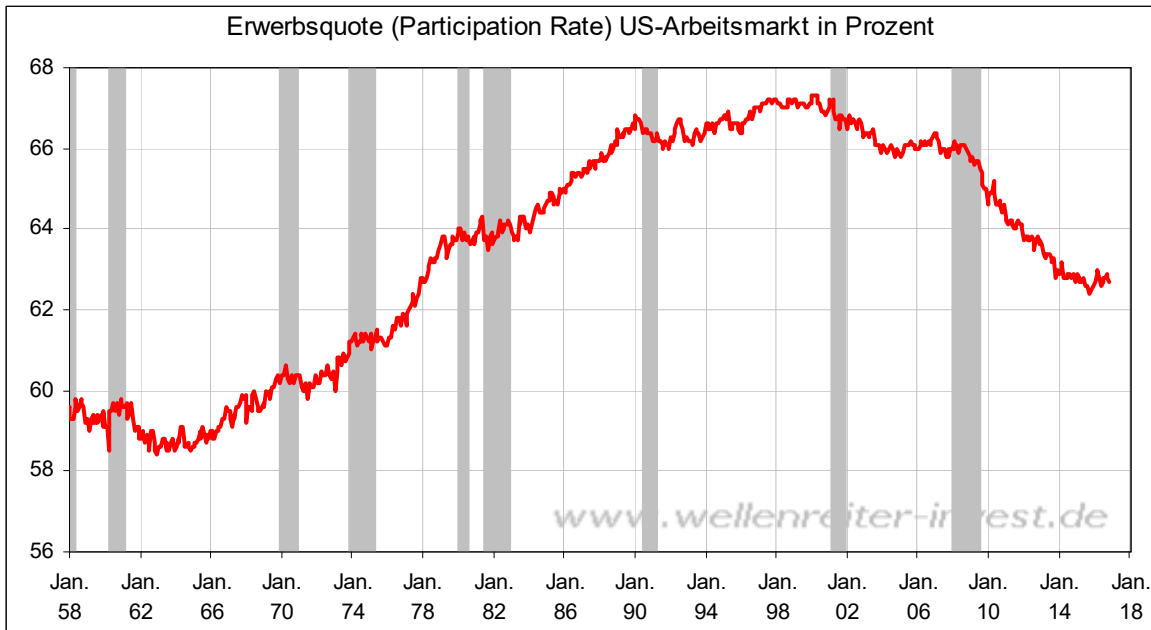


Abb. 1.8: US-Erwerbsquote

Das sukzessive Ausscheiden der Baby-Boomer-Generation dürfte der Hauptgrund für diese Entwicklung sein. Denn in den USA erreichte die Geburtenrate in den Jahren 1957 bis 1961 ihr Plateau, etwa fünf Jahre früher als in Deutschland. Die 1957 Geborenen vollenden im Jahr 2017 ihr 60. Lebensjahr. Der Babyboomer-Übertritt in den Ruhestand dürfte in fünf Jahren seinen Höhepunkt erreichen und danach zunächst nur sukzessive abflauen. Das bedeutet einen anhaltend hohen Exodus aus dem Arbeitsmarkt, der von unten kaum nachgefüllt werden kann.

Entsprechend dürfte der Lohndruck weiter steigen. Der durchschnittliche Stundenlohn zeigt seit dem Jahr 2015 einen Aufwärtstrend.

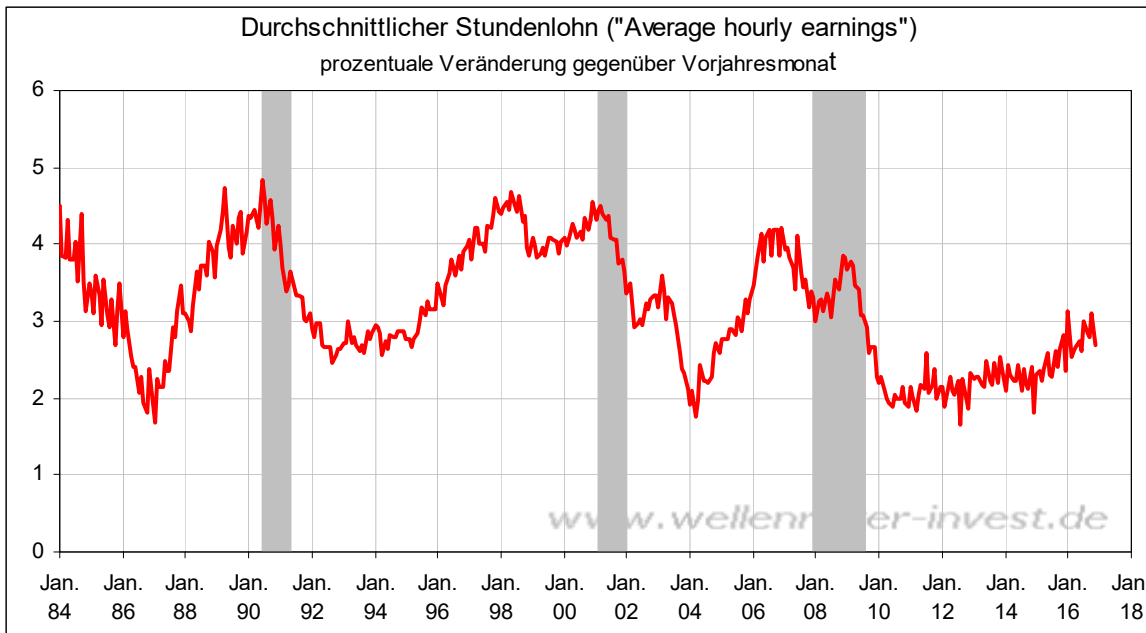


Abb. 1.9: Durchschnittlicher Stundenlohn

Das Lohnwachstum betrug zuletzt (November 2016) 2,7 Prozent. Es notiert damit oberhalb der US-Inflationsrate. Historisch betrachtet ist noch Luft bis in den Bereich von 3,5 - 4 Prozent, bevor ein zyklisches Alarmsignal in Richtung Rezession ertönen würde. Den vergangenen drei Rezessionen (Schattierungen obiger Chart) gingen Lohnsteigerungen von 4 Prozent oder mehr voraus.

Die Geburtenrate in den USA hat Einfluss auf den US-Hausbaumarkt. Die Erholung des US-Hausbaumarktes der vergangenen Jahre wurde durch die demografische Entwicklung begünstigt (siehe Ellipse folgender Chart). Der Chart stellt eine Beziehung zwischen der Altersgruppe der 47jährigen sowie den Verkäufen neuer Häuser her. Das Durchschnittsalter der Hauskäufer liegt in etwa in diesem Bereich.

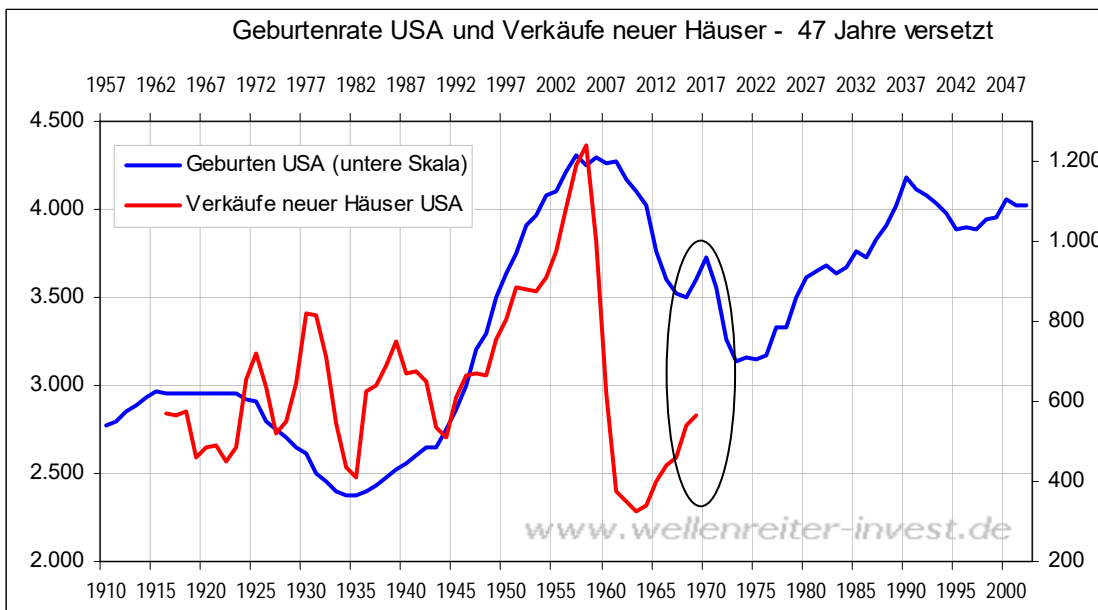


Abb. 1.10: Geburtenrate und Verkäufe neuer Häuser

Ab dem Jahr 2017 beginnt diese Altersgruppe auszudünnen. Dieser Prozess läuft bis zum Jahr 2020. Daraus zeichnet sich eine Schwächeperiode für den US-Hausbausektor ab, der im weiteren Verlauf des Jahres 2017 beginnen und bis 2020 anhalten sollte. Diese Einschätzung korrespondiert gut mit den aktuell steigenden Zinsen.

Ab dem Jahr 2020 beginnt eine 15jährige Phase wieder steigender Nachfrage, weil die Altersgruppe der 47jährigen bis zum Jahr 2035 zunimmt. Es sind dies die Kinder der Babyboomer, die einen Echo-Boom auslösen.

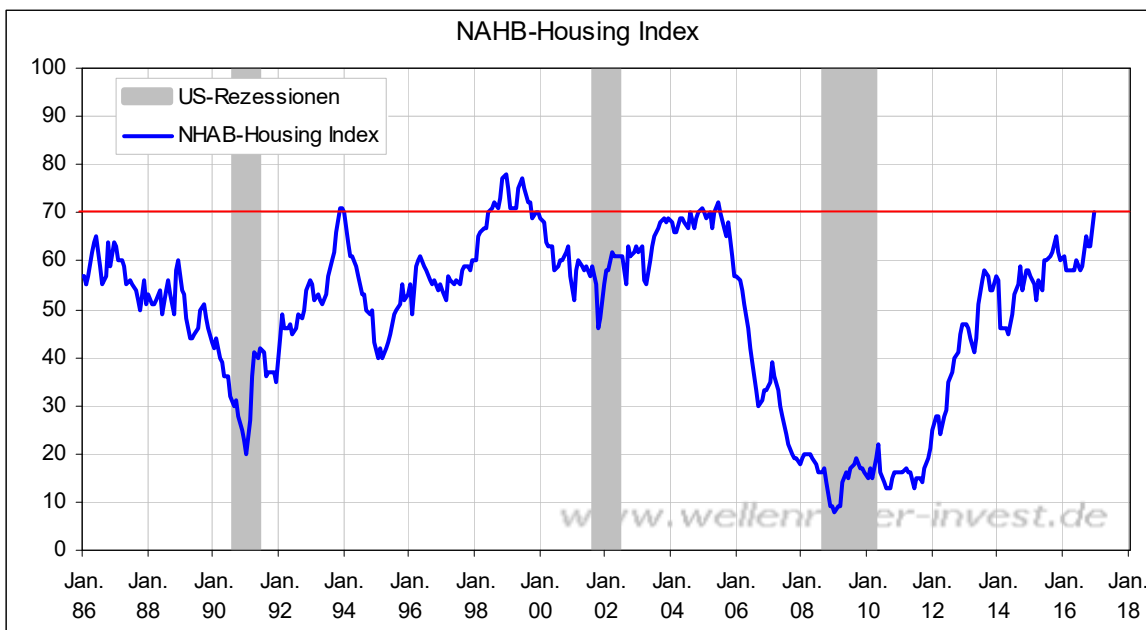


Abb. 1.11: Hausbau-Sentiment-Index

Erschwerend für den Hausbau-Sektor kommt die mittlerweile erreichte sehr positive Stimmung hinzu. Am Ende des Jahres 2016 erreicht sie wieder das Niveau der Jahre 2004 und 2005 und lediglich 1999 lag die Stimmung über einen etwas längeren Zeitraum noch höher. Insofern rückt mit Blick auf die sehr gute Stimmung ein zyklischer Abschwung des Sektors näher. Wir nehmen daher einen Hochpunkt des Sektors in 2017 an.

Steigende Renditen dürften die Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte belasten. Wie die folgende Grafik zeigt, liegt der Anteil dieser Zahlungen am verfügbaren Einkommen dank der Niedrigzinsen seit Jahren auf einem historisch niedrigen Niveau.

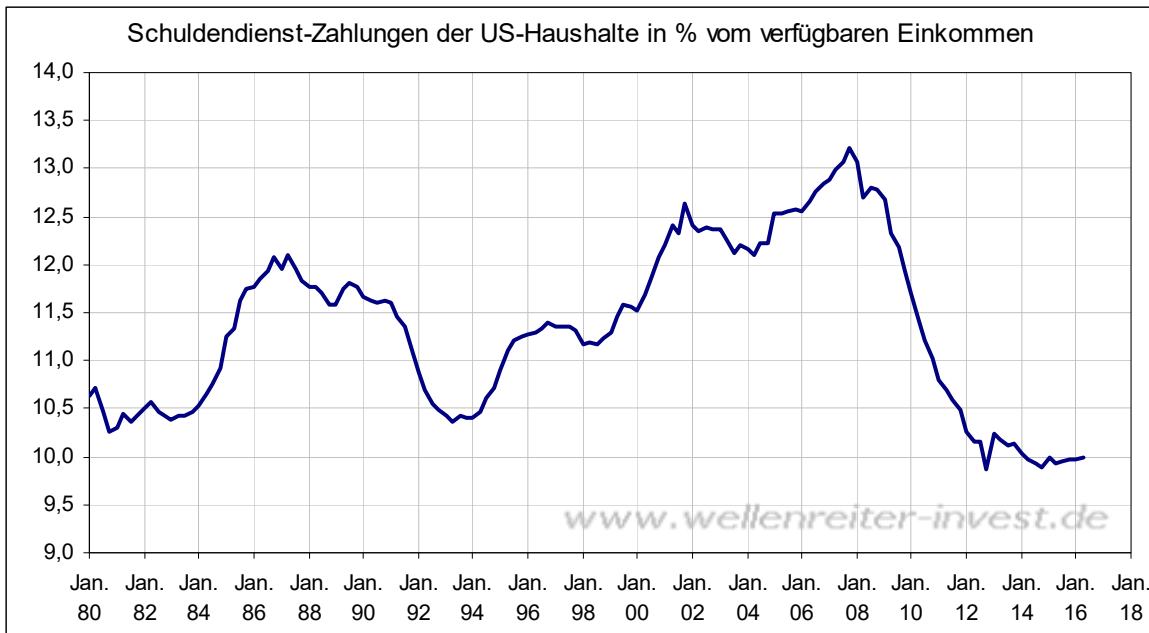


Abb. 1.12: Schuldendienstzahlungen US-Haushalte

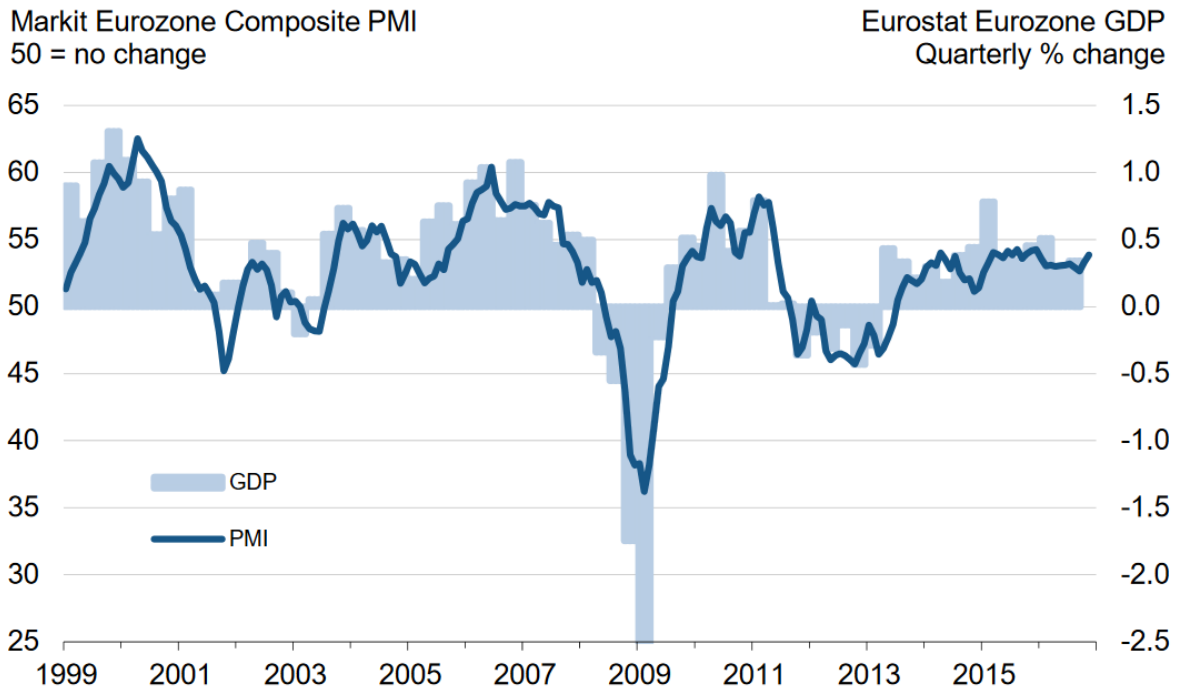
Zyklisch betrachtet dürfte es eine ganze Weile dauern, bis die US-Haushalte erneut Stress durch überbordende Schuldendienstzahlungen spüren. Deren Anteil vom verfügbaren Einkommen müsste dafür in den Bereich von 12 Prozent steigen. Bei steigenden Löhnen stellen steigende Schuldendienst-Zahlungen der US-Haushalte daher zunächst kein signifikantes Risiko für die Entwicklung des Konsumverhaltens dar.

Fazit

Die Konjunktorentwicklung hat sich insbesondere im zweiten Halbjahr beschleunigt, nachdem sich der Ölpreis wieder erholt hat. Der Optimismus der US-Einkaufsmanager für eine bessere wirtschaftliche Entwicklung in 2017 ist groß, möglicherweise auch unterstützt durch psychologische Effekte der US-Präsidentschaftswahl. Da die zu erwartenden Maßnahmen aber erst spät im Jahresverlauf für die Konjunktur relevant werden, ist eine Delle mit einem Momentumverlust im ersten Halbjahr zu erwarten. Eine Rezession ist in den USA in 2017 nicht zu erwarten.

1.3 Europa

Seit drei Jahren verläuft das europäische Wirtschaftswachstum konstant auf einem Niveau um die 0,5 Prozent (folgender Chart). Angesichts der abflachenden Demografie ist dies nicht so schlecht, sind die Pro-Kopf-Wachstumsraten in den USA doch kaum höher.



Sources: IHS Markit, Eurostat. GDP = gross domestic product

Abb. 1.13: Eurozone Composite Einkaufsmanagerindex

Auffällig bleibt die positive Entwicklung Spaniens im Vergleich zu Italien, aber selbst dort erwartet die OECD ein positives Wirtschaftswachstum. Deutschland soll seinen Wachstumspfad im Bereich von 1 bis 2 Prozent fortsetzen, die französische Wirtschaft soll auf einem ähnlichen Niveau wachsen.

Der IFO-Index (rote Linie folgender Chart) bleibt auf einem vergleichsweise hohen Niveau.

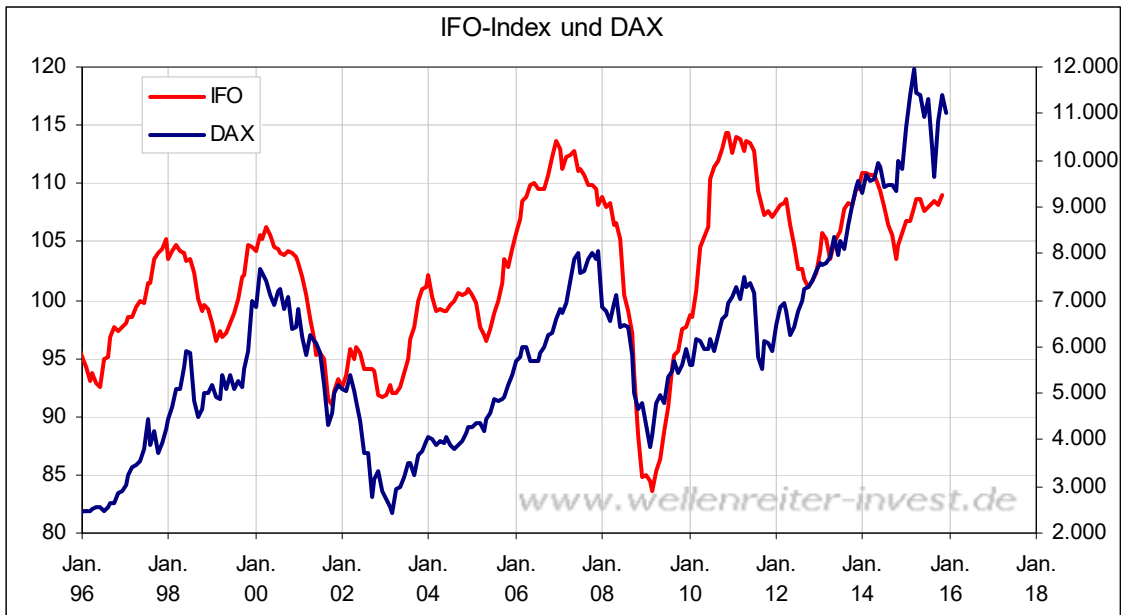


Abb. 1.14: IFO-Index und DAX

Ein Niveau zwischen 105 und 110 impliziert tendenziell eine positive Entwicklung für das produzierende Gewerbe in Deutschland. Eine Überhitzung wie in den Jahren 2007 und 2011 ist noch nicht erreicht.

Die Gesamtentwicklung inklusive des Dienstleistungssektors lässt sich anhand des Markit-Einkaufsmanagerindex für Deutschland ablesen.

Markt Einkaufsmanagerindex Deutschland

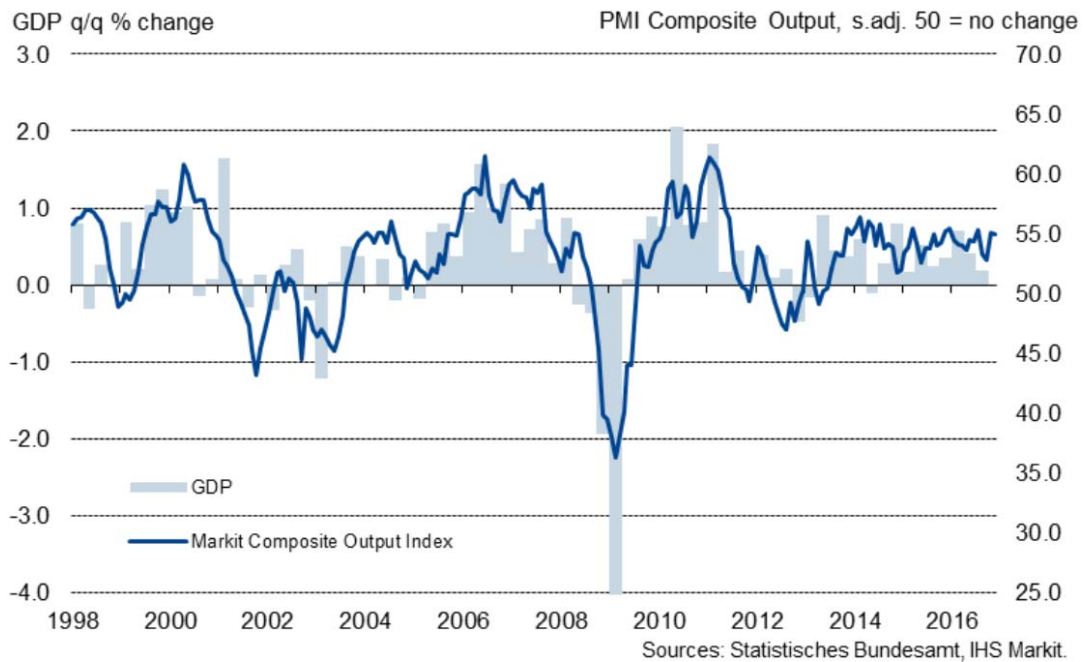


Abb. 1.15: Markt-Einkaufsmanagerindex

Seit drei Jahren stagniert der Einkaufsmanagerindex innerhalb einer engen Handelsspanne und zeigt damit eine außergewöhnliche Phase der Stabilität an, die in dieser

Form in den letzten 20 Jahren nicht zu beobachten war. Interessant ist der jüngste Anstieg der europäischen Erzeugerpreise in den vergangenen Monaten (folgender Chart).

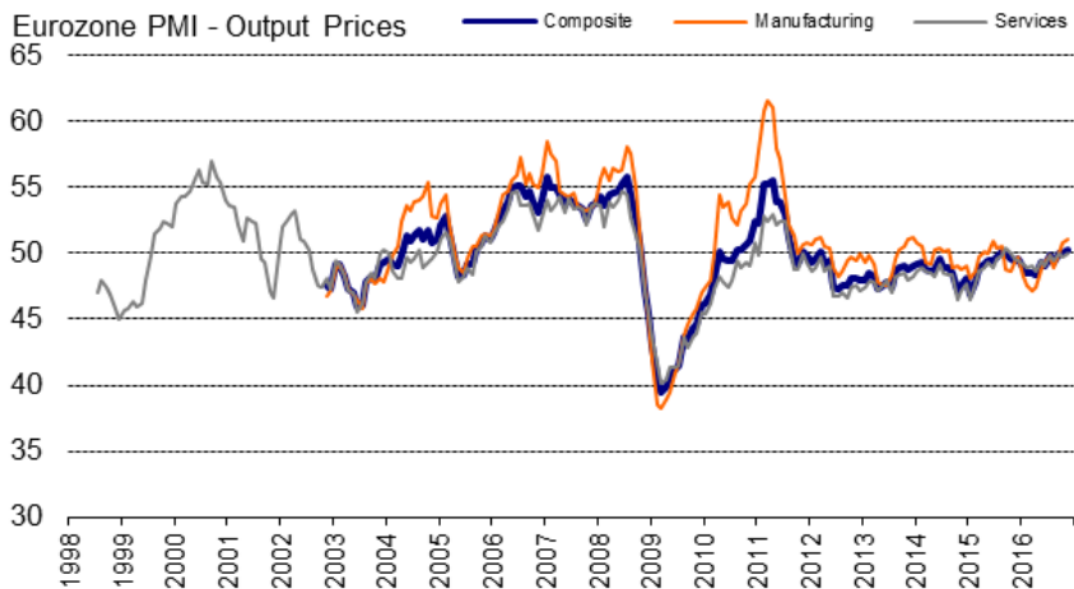


Abb. 1.16: Eurozone Erzeugerpreise

Quelle: IHS Markit

Ein Anstieg der Erzeugerpreise deutet auf ein Ende des deflationären Drucks hin und läuft der Entwicklung der Inflationsraten voraus. Der zunehmende Preisdruck dürfte im Jahr 2017 langsam auf die Konsumentenpreise durchschlagen. Die Europäische Zentralbank dürfte diese Entwicklung erfreut zur Kenntnis nehmen.

Auf der anderen Seite hat die EZB Grund zur Sorge, denn das Wachstum der Euro-raum-Geldmenge M3 verliert an Schwung. Nach dem starken Anstieg im Jahr 2014 droht das Geldmengenwachstum im Jahr 2017 unter die Marke von 4 Prozent zu fallen.

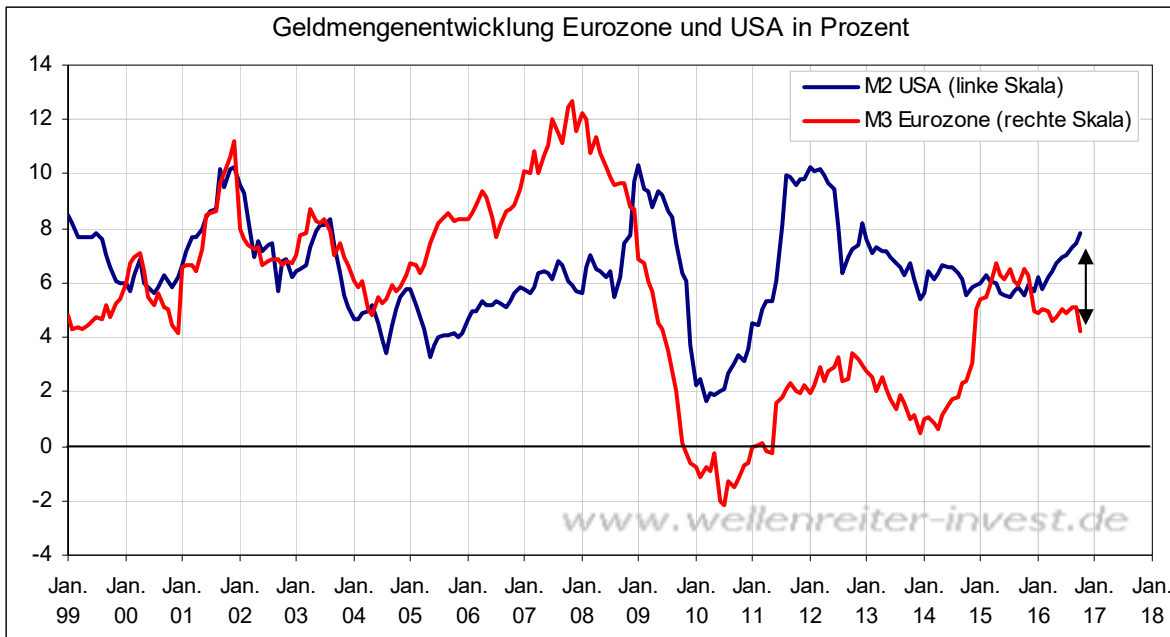


Abb. 1.17: Geldmengenentwicklung Eurozone und USA

In den USA steigt das Wachstum der Geldmenge M2 hingegen seit Januar 2016 an. Die Geldmenge M3 wird in den USA nicht mehr erfasst. Dies macht einen direkten Vergleich schwierig. Die Verlaufsmuster der vergangenen 18 Jahre lassen jedoch Vergleiche zu, sodass die aktuell gegenläufige Entwicklung auffällt. Die USA besitzen zumindest kurzfristig bessere Wachstumsaussichten als Europa.

Fazit

Die wirtschaftlichen Aussichten in Europa sind grundsätzlich positiv für 2017 einzuschätzen. Das Wachstum ist trotz politischer Störfeuer (wirtschaftliche Sanktionen gegenüber Russland, Unsicherheiten über die Folgen des „Brexit“) erstaunlich stabil. Eine Beschleunigung des Wachstumspfadest ist nicht erkennbar, allerdings auch kein Abgleiten in eine Rezession.

1.4 Asien und Schwellenländer

Das Jahr 2017 soll laut OECD-Ausblick das Jahr sein, in dem sich Russland und Brasilien aus ihren langwierigen, durch den Verfall der Rohstoffpreise beeinflussten Rezessionen herauskämpfen.

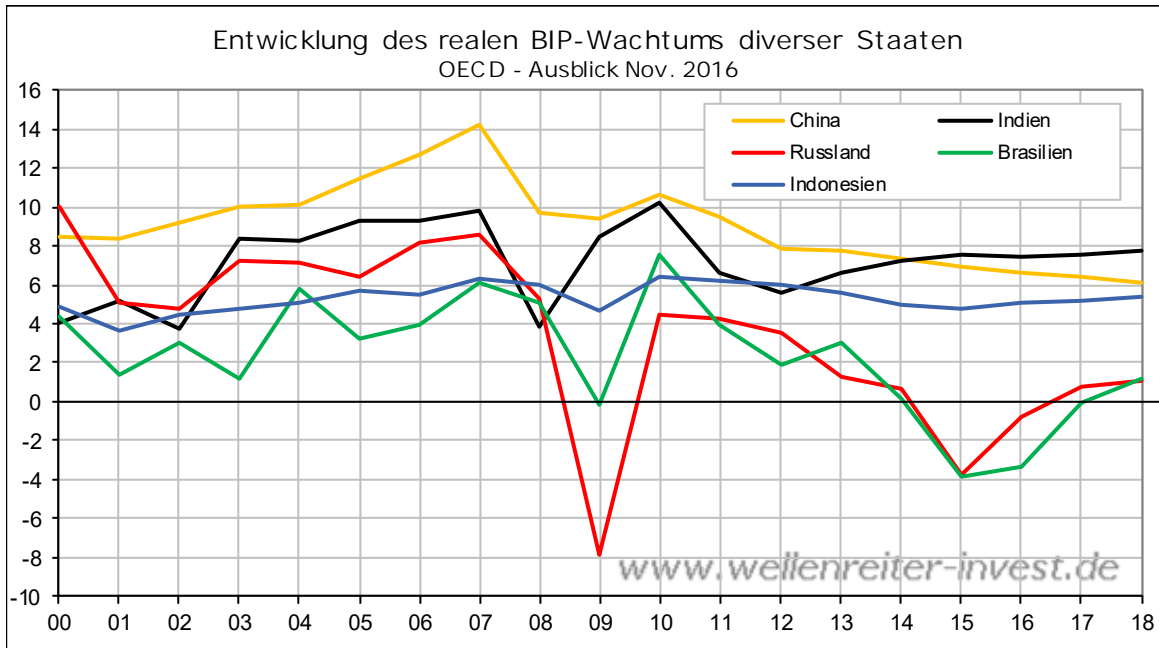


Abb. 1.18: Entwicklung BIP diverse Staaten

Steigende Energiepreise würden eine solche Entwicklung begünstigen. Die Wachstumsschere zwischen China und Indien soll sich vergrößern. Während China – den Weg einer entwickelten Wirtschaft gehend – in Richtung 6 Prozent driftet, könnte Indien in den Bereich von 8 Prozent gelangen. Die Ausbildung eines Mittelstandes ist in Indien noch lange nicht abgeschlossen, in China ist sie deutlich weiter fortgeschritten.

Die Zinsdifferenz zwischen 2- und 10jährigen Anleihen bewegt sich mit 0,4 Prozent auf einem niedrigen Niveau, ist aber positiv. Dies reflektiert ein gemäßigttes Wachstum.

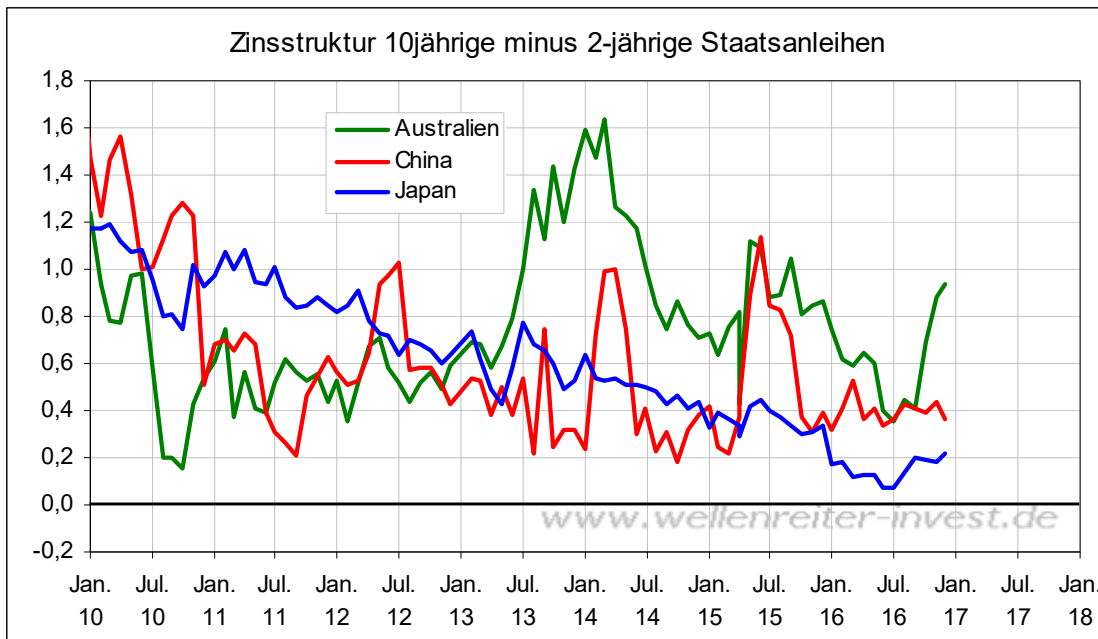


Abb. 1.19: Zinsstruktur 10jährige minus 2jährige Anleihen

Japan zeigt eine leicht steigende Zinsstrukturkurve. Im Gegensatz zu den Vorjahren zeigte sich die japanische Wirtschaft verbessert, indem sie ausschließlich mit Plus-Quartalen aufwartete. Das Wirtschaftswachstum ist gering, aber stabil. Australien profitiert von der wieder steigenden Rohstoffnachfrage. Die positive Reaktion der Zinsstruktur ist auffällig und ein gutes Vorzeichen für das Jahr 2017. Bei China ist keine Erholung der Zinsstrukturkurve zu erkennen, sie tendiert in 2016 seitwärts.

Fazit

Die Stabilisierung der Rohstoffpreise war für Länder wie Brasilien und Russland ein wichtiger Faktor für eine wirtschaftliche Stabilisierung, da beide Volkswirtschaften in starke Rezessionen fielen. In 2017 führt der Weg aus der Rezession heraus und stützt damit auch die globale Konjunktur. Chinas Weg hin zu tendenziell etwas niedrigeren Wachstumszahlen hält an und ist in 2017 der größte Risikofaktor für das globale Wirtschaftswachstum, gerade auch im Hinblick auf protektionistische Maßnahmen der neuen US-Regierung.

1.5 Inflation

Die so genannte „Hedonische Methode“ wird sowohl in Europa als auch in den USA verwendet. In Deutschland werden einzelne Subindizes hedonisch, d.h. unter Berücksichtigung von Qualitätsverbesserungen, bereinigt. Man kann dies kritisch sehen, sollte aber berücksichtigen, dass 99,1 Prozent des deutschen Verbraucherpreisindex auf konventionelle Art berechnet wird. Nur die Subindizes für Desktop-PCs, Notebooks und Gebrauchtwagen erfahren eine hedonische Anpassung.

In den USA werden die qualitativen Adjustierungen auf eine überschaubare Reihe von Warenkorb-Artikeln angewandt, unter anderem auf Kleidung und elektronische Geräte. Diese machen etwa drei Prozent des US-Consumer-Price-Index (CPI) aus. Die Hedonik ist kein entscheidender Faktor in Bezug auf eine mögliche Fehlkalkulation des CPI.

Viel wichtiger ist ein anderer Aspekt. Das US-Statistik-Büro setzt für die CPI-Berechnung eine kalkulatorische Miete für selbstgenutztes Wohneigentum an. Den US-Eigentümern von selbstgenutzten Wohnungen/Häusern wird die folgende Frage gestellt: „Falls jemand ihr Wohneigentum heute mieten wollte: Was glauben Sie, welche Monatsmiete würden sie für ihr Eigentum erzielen (nicht möbliert und ohne Nebenkosten)?“ Die Befragung wird – aufgrund angeblicher Konstanz der Angaben - nur zweimal pro Jahr durchgeführt.

Drei Kritikpunkte geben sich an dieser Vorgehensweise. Erstens dürfte jemand, der nach dem kalkulatorischen Mietwert seines Hauses gefragt wird, diesen tendenziell zu hoch ansetzen. Zweitens ist die Beantwortung dieser Frage stimmungsabhängig. Hat man das Gefühl, es geht mit der Wirtschaft wieder aufwärts, so dürfte man den Mietpreis höher ansetzen als in einer negativen Grundstimmung. Und drittens ist eine Befragung zweimal pro Jahr zu wenig. Die weitaus meisten Daten für den Warenkorb werden monatlich - teilweise auch zweimonatlich - erhoben.

Man könnte über die Mängel bei der Erhebung der kalkulatorischen Miete für selbstgenutztes Wohneigentum hinwegsehen, wäre sie nicht mit einem Anteil von 22,5 Prozent die mit Abstand größte Position im US-Warenkorb. Die Wohnungsmiete fließt mit weiteren 7 Prozent ein. Beide Kategorien gemeinsam machen fast ein Drittel des US-CPI aus. Die US-Behörde (BLS) baut noch einen interessanten Ausgleichsfaktor ein: Da sie davon ausgeht, dass die Häuser der befragten Haushalte im Laufe der Zeit an Wert verlieren, korrigiert sie die Angaben mit einem Faktor x nach oben. Dieser wirkt in die entgegengesetzte Richtung einer hedonischen Korrektur: Er übt einen beständigen Aufwärtsdruck auf die US-Inflationsrate aus. Und dies ist keine 3 Prozent-, sondern eine 30 Prozent-Position im Warenkorb.

Diese 30-Prozent-Position wies im Oktober eine Inflationsrate von 3,5 Prozent aus. Ließe man diese Position („Wohnen“) weg, würde die US-Inflationsrate anstelle von 1,6 Prozent nur 0,7 Prozent betragen. Der Zeitraum von Dezember 2014 bis August 2016 hätte sich in den USA nahezu komplett deflationär dargestellt, so wie das im Euroraum der Fall war.

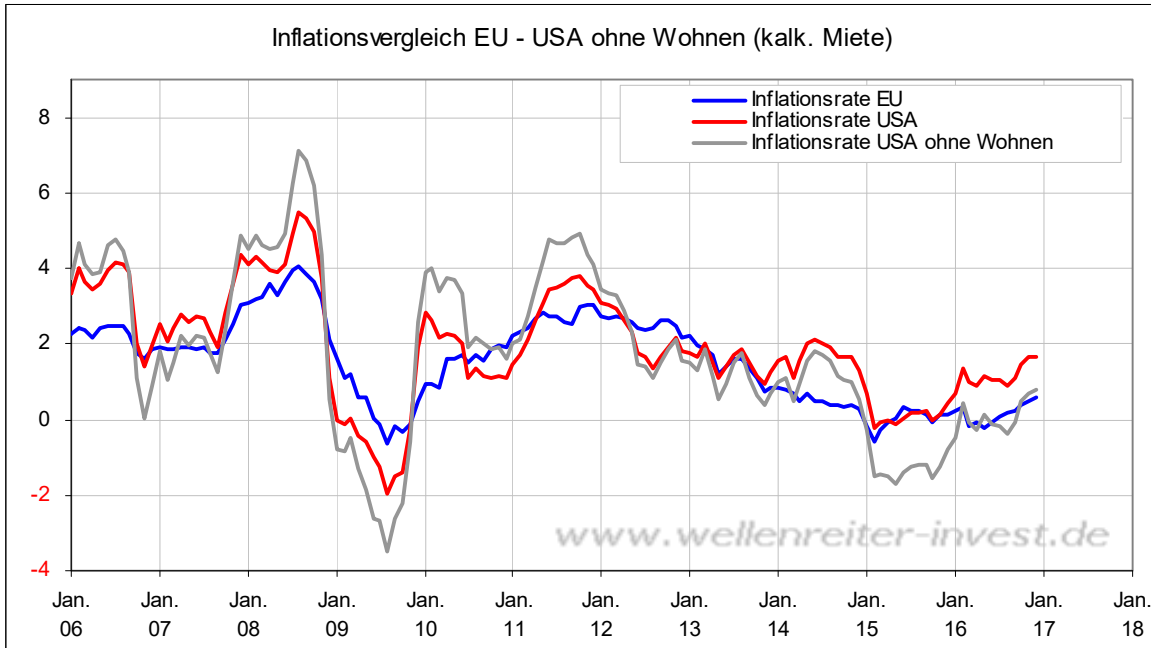


Abb. 1.20: Inflationsvergleich EU - USA

Die Relevanz dieser Übung ergibt sich daraus, dass der von Eurostat verwendete Inflationswarenkorb die Position für selbstgenutztes Wohneigentum gar nicht vorsieht. Im Ergebnis wird die US-Inflationsrate zu hoch ausgewiesen. Wir rechnen aufgrund des steigenden Lohndrucks mit einer stabilen bis steigenden Kerninflationsrate.

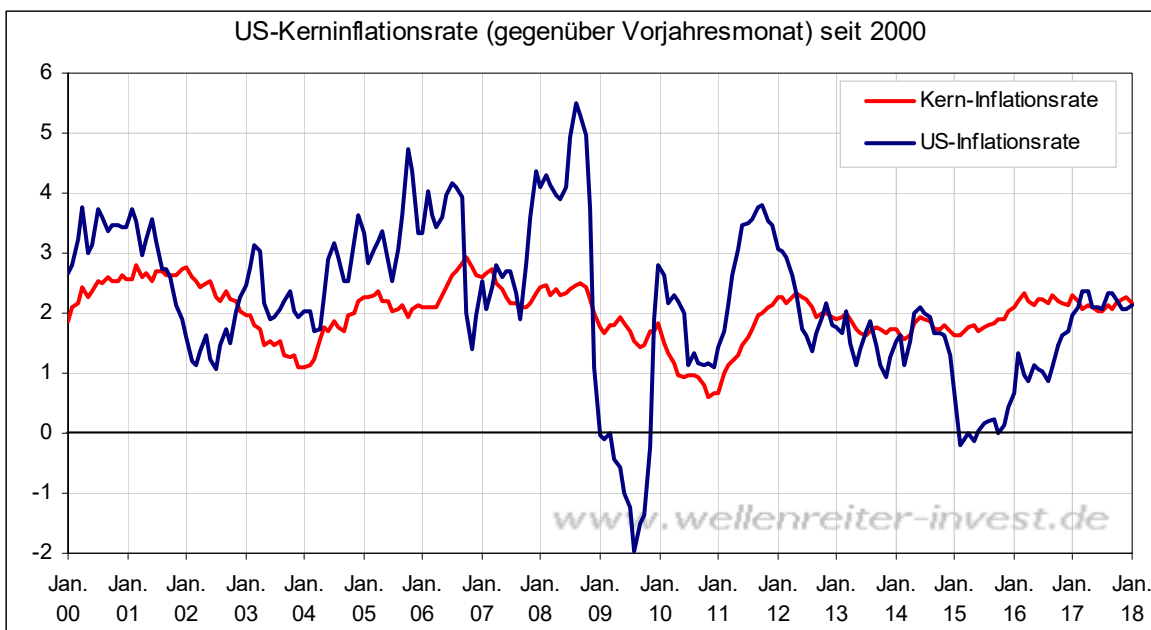


Abb. 1.21: US-Inflation und Kerninflation

Diese wird ohne die volatilen Sektoren Energie und Lebensmittel dargestellt (oberer Chart). Die Kerninflationsrate in den USA ist seit knapp 5 Jahren stabil und oszilliert um die Marke von 2 Prozent. Sie blieb von dem Rückgang der Rohstoffpreise unberührt und lag im Vorfeld der beiden letzten Wirtschaftsabschwünge im Bereich von 3 Prozent. Wir gehen in 2017 von einem leichten Anstieg der Kerninflationsrate aus.

Nachfolgend stellen wir unsere Projektion für die Inflationsentwicklung in wichtigen Regionen vor.

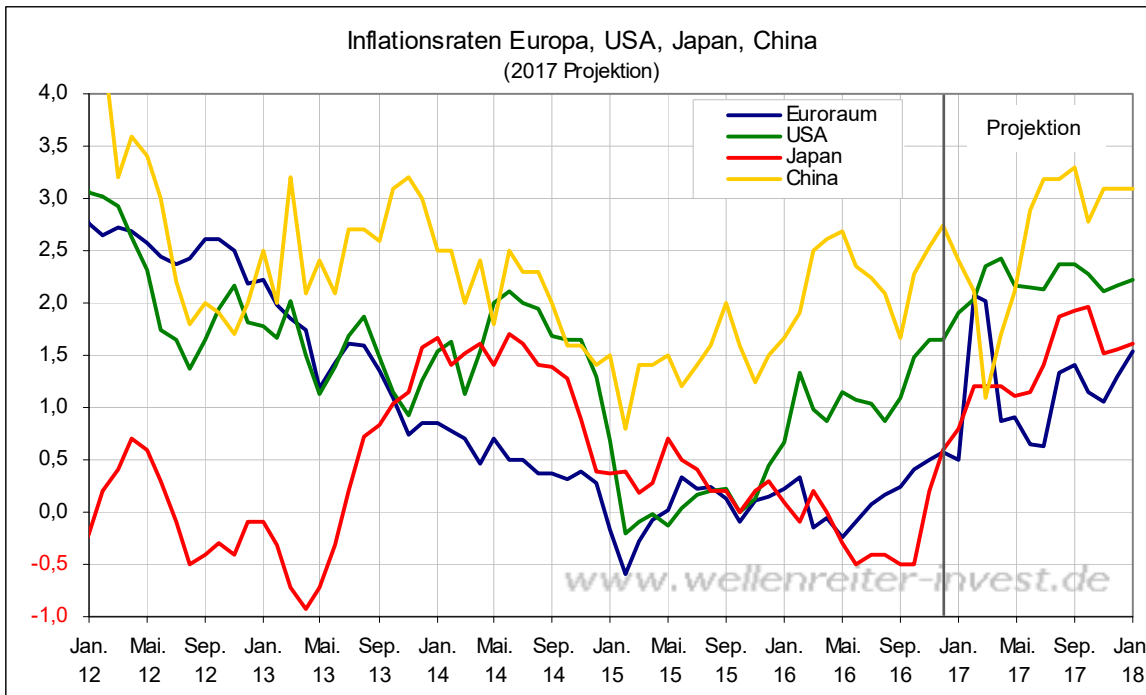


Abb. 1.22: Inflationsraten Europa, USA, Japan, China

Die Projektion beginnt hinter der grauen Linie. Sie wurde auf der Basis eines konstanten bis leicht steigenden Ölpreises erstellt. Zudem wurden der Basiseffekt berücksichtigt und auch der Umstand, dass der Aufwärtsdruck auf die Löhne allgemein, aber insbesondere auch in den USA weiter zunehmen sollte. China dürfte danach eine Inflationsrate um die drei Prozent sehen, die USA zwischen zwei und zweieinhalb Prozent. Die Inflationsraten des Euroraums und Japans sollten sich zwischen einem und zwei Prozent bewegen.

Die japanische Inflationsrate stieg bisher nur einmal seit Anfang der 1990er Jahre über die 2-Prozent-Marke, nämlich im Jahr 2008, als der Ölpreis im Sommer bei 140 US-Dollar notierte.

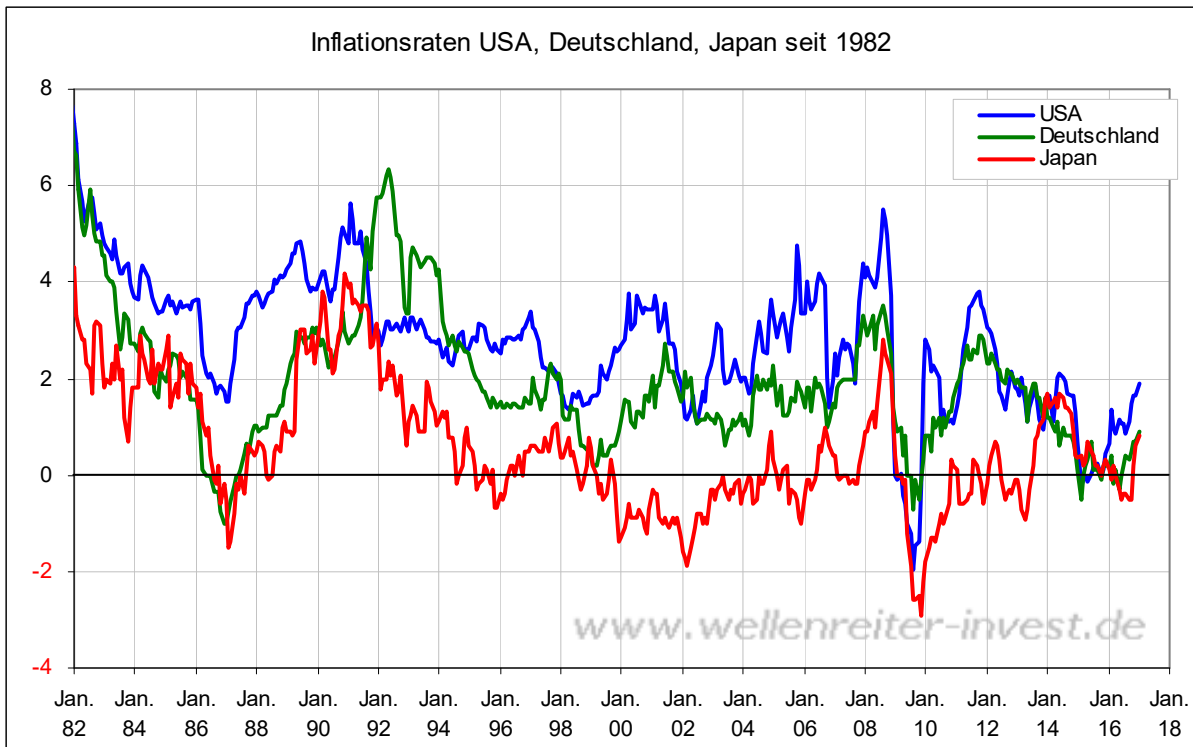


Abb. 1.23: USA, Deutschland, Japan seit 1982

Man könnte es als Zeichen einer besonderen Stärke der japanischen Wirtschaft sehen, wenn im Jahr 2017 die 2-Prozent-Marke erreicht werden würde. Sinnigerweise stellt Japan schon heute ein Vorbild für Volkswirtschaften in Bezug auf den Umgang mit der Staatsverschuldung dar. Der Aufkauf der Schulden durch die japanische Zentralbank ist in vollem Gange, mehr als ein Drittel liegt bereits bei der Bank of Japan. Steigen die Zinsen, so müsste der Staat höhere Zinsen an die japanische Zentralbank bezahlen, die sie in Form von Gewinnen an den japanischen Staat ausschüttet. Effektiv sind so bereits ein Drittel der japanischen Schulden vor steigenden Zinsen geschützt.

Fazit

Im Jahr 2017 werden höhere Inflationsraten als in 2016 zu beobachten sein, die Zeit der deflationären Phase ist zu Ende gegangen. Zum Teil liegen die höheren Inflationsraten am Basiseffekt des Ölpreises, der am stärksten am Jahresanfang zum Ausdruck kommen wird. Aber auch im Sommer/drittem Quartal wird der Basiseffekt greifen. Darüber hinaus sind insbesondere in den USA Zweitrundeneffekte aufgrund eines enger gewordenen Arbeitsmarktes zu erwarten, so dass auch die Lohninflation weiter ansteigen wird.

2. Notenbankpolitik

Im Jahr 2016 waren sowohl expansive als auch Straffungsschritte auf globaler Ebene zu beobachten. In Europa dominierten die expansiven Schritte und nach dem „Brexit“ gab es weitere Leitzinssatzsenkungen (Großbritannien, Australien), bevor zum Jahresende die **US-Notenbank (FED)** nach langem Zögern einen zweiten Schritt bei den Leitzinssätzen nach Dezember 2015 wagte.

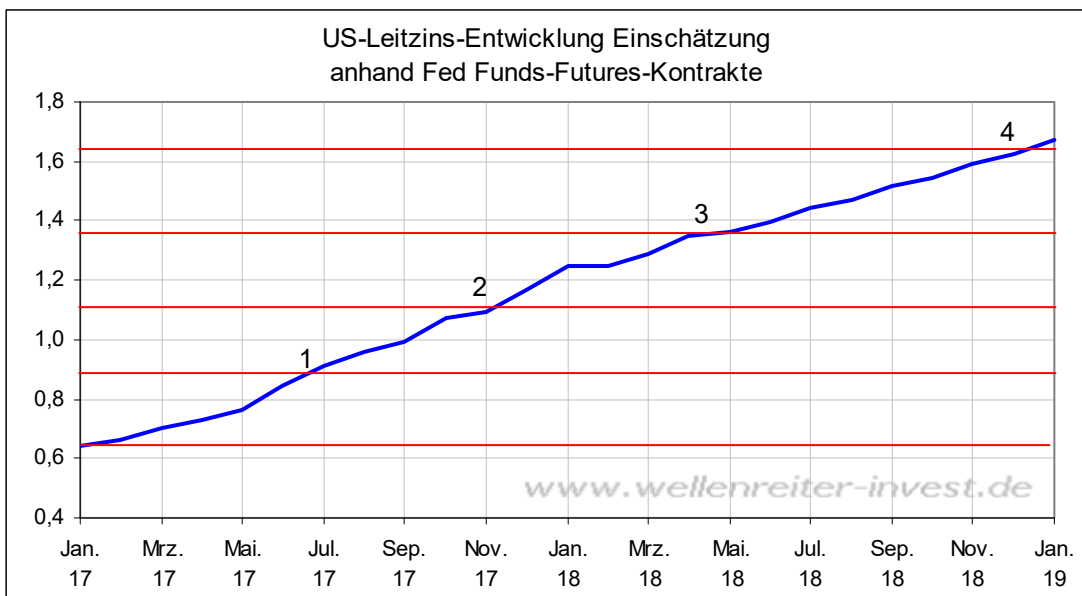


Abb. 2.1: US-Leitzinsentwicklung Einschätzung

Die vorsichtige Vorgehensweise der US-Notenbank in den beiden letzten Jahren mit lediglich einem kleinen Zinsschritt drückt sich in den Erwartungen der Investoren für die Entwicklung in den kommenden zwei Jahren aus. Für die Jahre 2017 und 2018 weisen die Fed Funds Futures jeweils zwei Leitzinserhöhungen aus. Die Investoren nehmen damit eine Fortsetzung des graduellen Pfads um jeweils 25 Basispunkte an, den die US-Notenbank sehr vorsichtig bestreitet. Die US-Notenbank hat ihre Erwartung auf der Dezember-Sitzung auf drei Zinserhöhungen für 2017 angehoben.

Ob die US-Notenbank diesen Pfad erfüllen kann, ist fraglich. Janet Yellen ist bis Februar 2018 gewählt und liegt nicht auf einer gemeinsamen Linie mit dem neu gewählten US-Präsidenten Donald Trump. Sie hat nach der erfolgten Wahl Trumps bereits dessen Pläne zur Finanzmarktderegulierung kritisiert, da sie das Frank-Dodd-Gesetz für wichtig halte und es das Finanzsystem sicherer gemacht habe.

Darüber hinaus kündigte sie an, dass die FED ihren Kurs anpassen werde, sobald es mehr Klarheit über die künftige Wirtschaftspolitik gebe. Damit verschärfte sie ihre Rhetorik, da sie noch im Wahlkampf betonte, dass sie es für richtig halten würde, die US-Wirtschaft für eine gewisse Zeit heiß laufen zu lassen. Eine Neueinschätzung der

Vorgehensweise der FED wird demnach erfolgen, wenn im Frühjahr 2017 klar geworden ist, wie die Fiskalpolitik unter Trump im Detail aussieht und wann wichtige Maßnahmen beginnen werden.

Während die US-Notenbank eine stärkere Fiskalpolitik als antizyklische Maßnahme bei einem wirtschaftlichen Abschwung als wünschenswert ansieht, besteht in 2017 die Gefahr, dass prozyklische Maßnahmen von Seiten der Regierung in einer Zeit erfolgen, in der die US-Wirtschaft sowieso schon brummt. Dies würde die US-Notenbank zu einem restriktiveren Pfad als heute angenommen verleiten.

Mit Blick auf die um zwölf Monate in die Zukunft projizierte Zinsspanne (siehe Abb. 1.6) ist zwar ein Überhitzen der Konjunktur für 2017 aus heutiger Sicht nicht zu erwarten, allerdings ist die psychologische Seite für die Entwicklung der Wirtschaft nicht zu unterschätzen. Mit einem Arbeitsmarkt, der ein Absinken der Erstanträge auf ein 43-Jahrestief sowie eine Arbeitslosenquote von 4,6 Prozent aufweisen kann, ist die Phase der Unterbeschäftigung beendet.

Die Löhne steigen in den USA. Mit steigender Tendenz und aufgrund der höheren Inflationsraten in den kommenden Monaten ist es wahrscheinlich, dass die Arbeitnehmer höhere Löhne fordern und auch bekommen können, zumal die Unternehmen mit einer Senkung der Steuern entlastet werden und somit etwas mehr Spielraum zum Verteilen des Geldes besitzen. Die Gefahr von Zweitrundeneffekten nimmt in 2017 deutlich zu. Die Politik der US-Notenbank mit einem vorsichtigen Anziehen der Zinszügel wird bisher nicht von anderen großen Industrienationen wie Europa oder Japan bestätigt.

Diese divergente Entwicklung setzt die US-Notenbank in 2017 unter einem neuen Druck. Sie liegt „hinter der Kurve“ und möchte den Anleihenmarkt nicht zu stark unter Druck setzen, was den US-Dollar stärken würde. Sie muss aber handeln, weil sie ein Überhitzen der Konjunktur und damit höhere Inflationsniveaus mit Blickrichtung 2018 verhindern sollte. Das Risiko des Jahres 2017 ist daher eine Boom-/Bust-Situation.

Historisch agiert die US-Notenbank als Vertreterin der größten globalen Volkswirtschaft als Vorläufer für andere Staaten (folgender Chart).

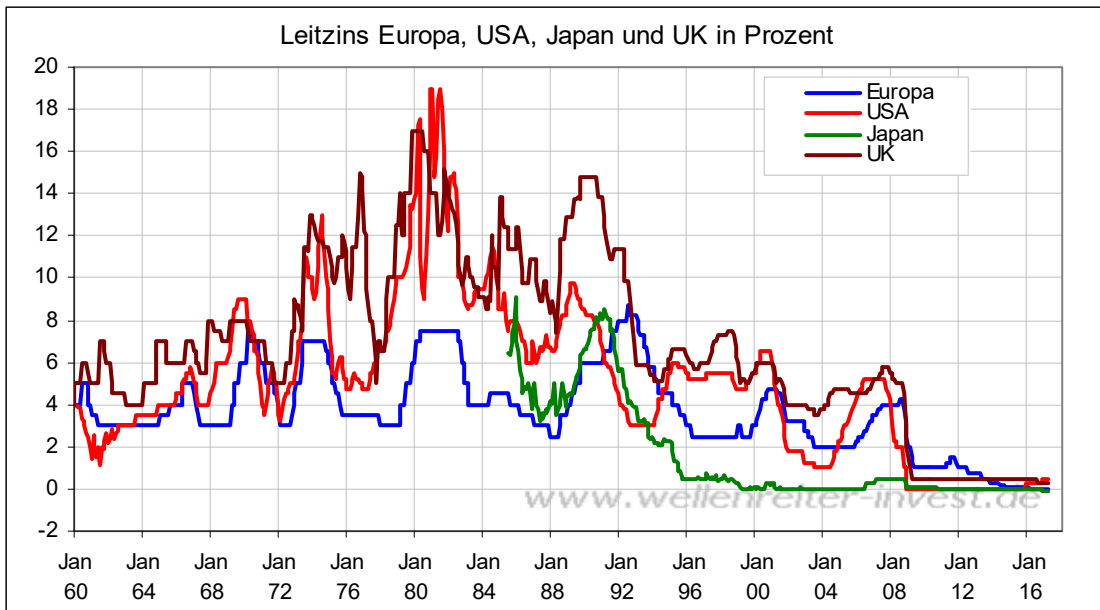


Abb. 2.2: Leitzinsen Europa, USA, Japan

Lediglich Anfang der 90iger Jahre ergab sich in Europa temporär eine Abkopplung aufgrund der Wiedervereinigung in Deutschland. Insofern ist zu erwarten, dass nach den sehr langsamen Schritten der FED im Dezember 2015 und 2016 der Pfad von Leitzinssatzerhöhungen ebenso vorsichtig in Europa ankommen wird, aber sehr wahrscheinlich erst im Jahr 2018.

Die **EZB** hatte im März 2016 den Leitzinssatz auf 0,0 Prozent gesenkt und ihr Anleihenkaufprogramm um weitere 20 auf 80 Mrd. Euro pro Monat ausgeweitet. Im Dezember 2016 hat die EZB ihr Programm auf das ursprüngliche Niveau von 60 Mrd Euro pro Monat reduziert, die Laufzeit aber bis Ende Dezember 2017 verlängert.

Daher wird sich die EZB im dritten Quartal 2017 äußern müssen, ob sie in 2018 ein „Tapering“ (weitere Reduktion um 10 Mrd pro Monat, um Ende Juni 2018 aufzuhören) durchführt oder wie sie den weiteren Pfad sieht. Ihr Beschluss, der für August oder spätestens September zu erwarten ist, kann am europäischen Anleihenmarkt für Druck sorgen und damit den Euro stärken, falls der Pfad zum Ausstieg aus der expansiven Politik bestritten werden sollte.

Eine Zinsnormalisierung aus den Negativzinsen heraus wäre eine Verbesserung der Situation in Europa, die dem stark angeschlagenen Bankensektor helfen würde. Daher ist der jüngste Beschluss der EZB eher als eine Finanzierungshilfe für die Staaten anzusehen, die in Kerneuropa mit Frankreich und Deutschland in 2017 wichtige Wahlen auf ihrer Agenda stehen haben.

Ein knappes Fünftel der europäischen Staatsverschuldung in Höhe von 9,6 Billionen Euro ist seit dem Start des „Public Sector Purchase Programme“ im März 2015 in die Hände der EZB und seines Zentralbankensystems übergegangen. Da die Deutsche Bundesbank seit März 2015 Anleihen im Wert von 300 Mrd. Euro gekauft hat, beträgt die deutsche Staatsverschuldung nicht 2,15, sondern netto 1,85 Billionen Euro.

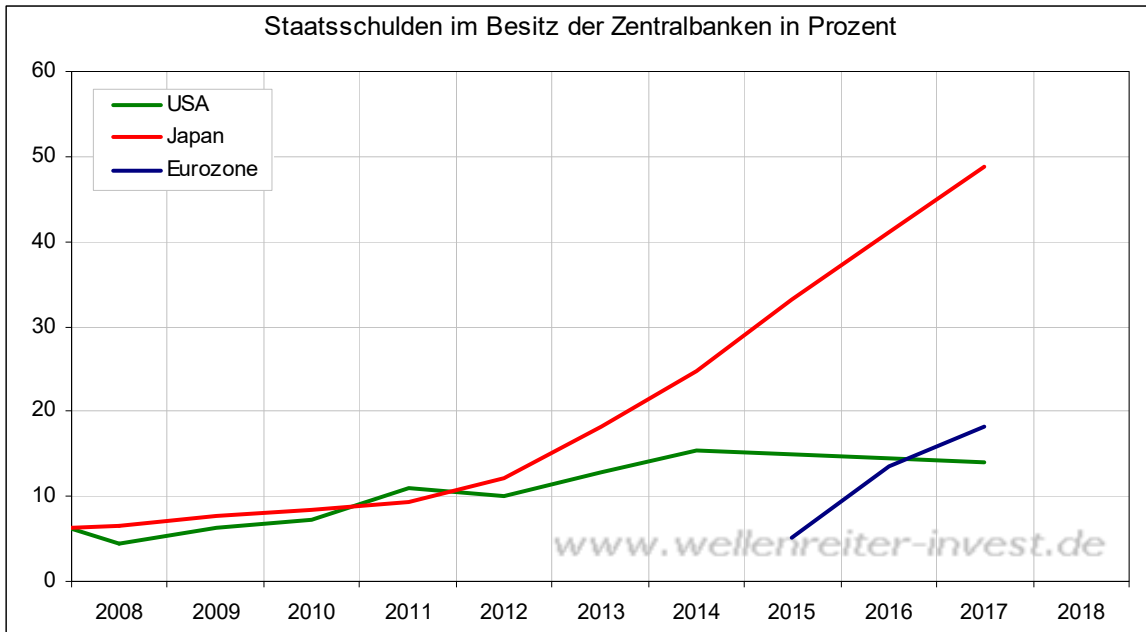


Abb. 2.3: Staatsschulden im Besitz der Zentralbanken in Prozent

Die **Bank of Japan** wird Ende 2017 die Hälfte der japanischen Staatsverschuldung in ihren Büchern haben. Bis Ende 2018 werden es - unveränderte Ankäufe vorausgesetzt - 56 Prozent, bis Ende 2019 etwa 63 Prozent sein. Die USA fahren ihre Quote zurück, indem sie zwar den Bestand refinanzieren, aber keine Netto-Käufe mehr tätigen.

Die japanische Zentralbank verfügt über ein dem EZB-Programm ähnliches, allerdings schon länger laufendes Anleihenkaufprogramm. Das monatliche Kaufvolumen blieb zuletzt stabil (80 Billionen Yen pro Jahr, etwa 60 Mrd. Euro pro Monat).

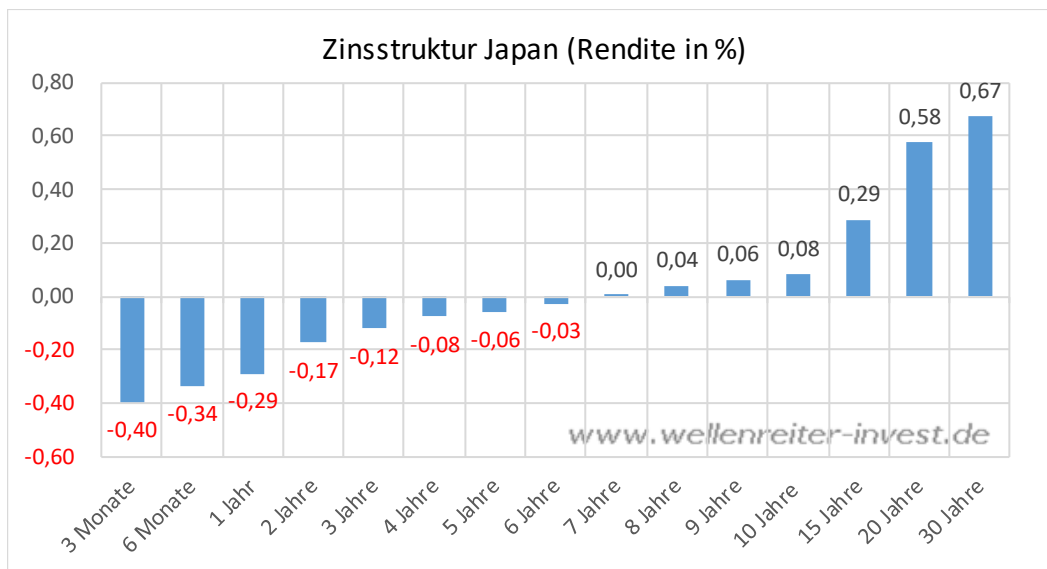


Abb. 2.4: Zinsstruktur Japan

Die Neuerung bestand zuletzt darin, dass die Bank of Japan die Zinsstrukturkurve aktiv gestalten möchte und den Zehnjahreszins um die Null-Linie halten möchte. Diese explizit formulierte Zielsetzung unterscheidet die Bank of Japan von der EZB. Dieses Ziel setzt zudem eine hohe Aktivität der Bank of Japan im Falle steigender US-Renditen voraus, da dann auch in Japan der Trend zu etwas höheren Renditen ankommt. Darüber hinaus kauft sie ETFs auf den Topix und investiert somit zusätzlich am heimischen Aktienmarkt.

Die Bank of Japan muss - ähnlich wie die Schweizerische Notenbank mit der Verteidigung des Euro-Mindestkurses - über einen längeren Zeitraum zur Intervention in die Rendite 10jähriger Anleihen bereit sein, um den Kurs bei in der Nähe der Null-Linie zu halten. Täte sie dies nicht, würde sie sich ein Glaubwürdigkeitsproblem einhandeln.

Ihre Interventionspolitik ist aber nicht als unendlich anzusehen. Sie müsste sich notgedrungen den Marktkräften unterwerfen, wenn der Yen sehr stark fallen würde (z.B. wenn der Dollar/Yen auf 140 steigen würde) und damit die importierte Inflation überschießen würde. Problematisch wäre eine erzwungene ad-hoc-Auflösung des Kursziels. Damit würde einen Blitzcrash im Dollar/Yen entstehen und - wegen der positiven Korrelation - den Nikkei Index mit nach unten ziehen. Diese Risk-off-Bewegung würde auch den globalen Aktien- und Anleihenmarkt treffen.

In den **BRIC**-Ländern gab es in 2016 Leitzinssatzsenkungen mit Ausnahme von China. Angesichts der Stabilisierung der Rohstoffpreise ist für 2017 mit einer weitgehend stabilen Politik der Notenbanken in diesen Ländern zu rechnen, die am ehesten weitere moderate Spielräume für Leitzinssatzsenkungen besitzen. In China ist die Phase fallender Produzentenpreise nach knapp fünf Jahren zu Ende gegangen. Die im Jahr 2016 zu beobachtende Abwertung des Yuan erhöht über steigende Importpreise langsam den Druck auf die Zentralbank, einen Zinsschritt auf der Oberseite vorzunehmen. Insofern dürfte sich auch in China der Blickwinkel in Richtung Straffungspolitik verschieben.

Die Frage, die von Investoren zuletzt verstärkt gestellt wird, ist die Wirksamkeit der Politik in Japan und Europa. Eine Investitionsoffensive klingt vielversprechender, weil sie in der realen Wirtschaft direkt wirkt. In Japan sind diese Maßnahmen immer wieder verpufft und haben nur zu Strohfeuern in der Konjunktur und am heimischen Aktienmarkt geführt. Da die USA nicht in einer deflationären Phase steckt, sind die Voraussetzungen für einen Erfolg vielversprechender. Entscheidend wird dabei sein, dass die Maßnahmen nicht zu einer Boom-/Bust-Situation führen. Der Aufschwung seit 2009 mag für viele Beobachter eine Enttäuschung in Bezug auf die Höhe des Wirtschaftswachstums sein, aber er verlief sehr stabil mit nur geringen Schwankungen.

Dieser „Erfolg“ wird als solcher nicht gesehen, die zahlreichen Regulierungen haben dazu beigetragen. Eine Erhöhung des Wachstumspfades kann relativ schnell zu einem Boom führen, der auf dem Fundament eines ohnehin bereits relativ engen Arbeitsmarktes fußen würde.

Fazit

Die USA versuchen den Pfad der Zinsnormalisierung und gingen dabei bisher extrem vorsichtig vor. Sie sind historisch immer der Vorläufer für Europa gewesen. Nachdem die US-Notenbank in 2016 mit ihrer Fortsetzung des Zinserhöhungspfades zögerte und zauderte, könnte sie in 2017 mit einer größeren Aktivität die Investoren überraschen. Ihr Problem für das restriktivere Handeln ist die mangelnde Unterstützung der EZB und der Japaner, die in 2017 weiterhin auf eine Fortsetzung der Kaufprogramme für Staatsanleihen setzen. Da sich die US-Notenbank bereits „hinter der Kurve“ befindet, wird sie in 2017 nicht zögern zu handeln und bei Bedarf die Leitzinsen stärker erhöhen, als dies von den Investoren angenommen wird.

3. Der Anleihemarkt

3.1 Übersicht

Betrachtet man die Entwicklung der Anlageklassen Aktien (S&P 500), Anleihen (US-Bonds) und Gold und indexiert sie auf den 1. Januar 2008, dann erhält man den folgenden Chart.

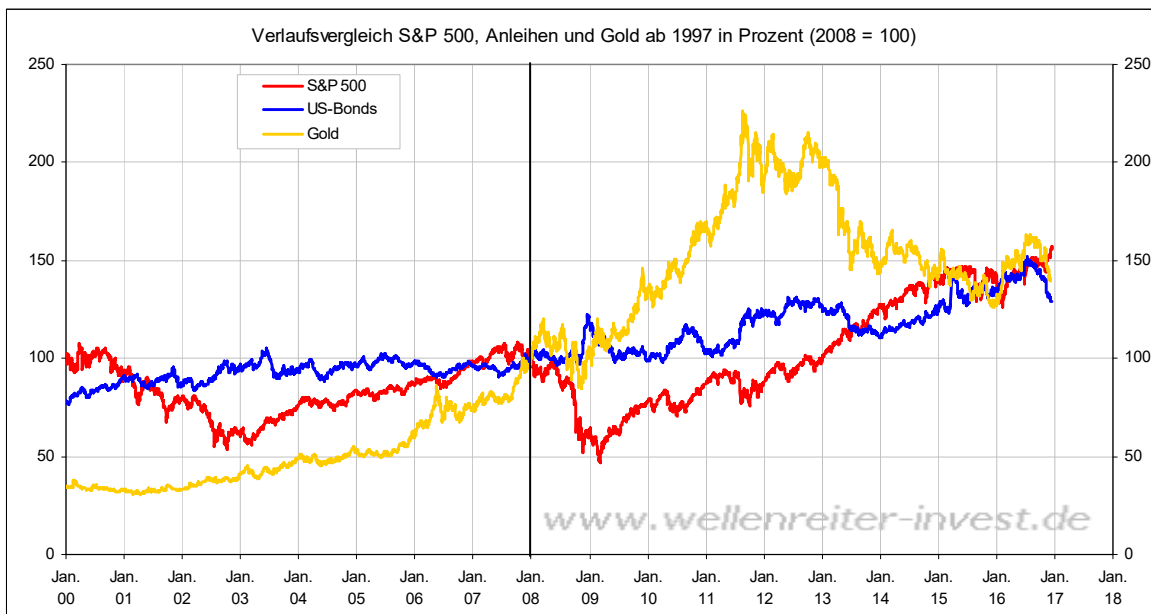


Abb. 3.1: Verlaufvergleich S&P 500, US-Bonds, Gold

Die Schere in der Entwicklung der einzelnen Anlageklassen seit Anfang 2008 hatte sich zwischen Herbst 2015 und Frühjahr 2016 geschlossen. Zum Jahresende 2016 führen Aktien vor Gold und Anleihen. Ein reflationäres Verhalten ist seit Februar bzw. Juli 2016 zu beobachten. Ein reflationäres Umfeld ergibt sich dann, wenn Aktien steigen, Renditen steigen (= fallende Anleihen) und auch der Goldpreis anzieht.

Seit Februar stiegen zunächst Gold (bereits seit Dezember 2015) und Aktien, während die Anleihen stabil blieben und nach dem „Brexit“ mit einer Beschleunigungsphase ihren Aufwärtstrend erschöpften. Seit Juli steigen Aktien und fallen Anleihen, worunter auch der Goldpreis gelitten hat. Daher sind seit Februar zwei der drei Bedingungen für eine Reflation erfüllt. Bei einem anhaltend reflationären Umfeld müsste sich demnach der Trend steigender Renditen (=fallende Anleihen) fortsetzen.

In einem tatsächlich inflationären Umfeld mit deutlich höheren Inflationsraten würden die Renditen ebenfalls steigen, allerdings sollte dann auch der Goldpreis steigen. Im Unterschied zur Reflation würden die Aktienmärkte allerdings fallen. Möglicherweise könnte eine steigende Inflationsrate in Verbindung mit steigenden Renditen die Aktienmärkte in der zweiten Jahreshälfte 2017 aus dem Tritt bringen.

Doch zunächst gilt der Blick den Anleihemärkten. Der US-Anleihemarkt wuchs im Jahr 2016 auf 41 Billionen US-Dollar. Das größte Segment stellt der US-Staatsanleihenmarkt mit 14 Bio. US-Dollar dar, gefolgt vom Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere (9 Bio.) und den Unternehmensanleihen (8,5 Bio.).

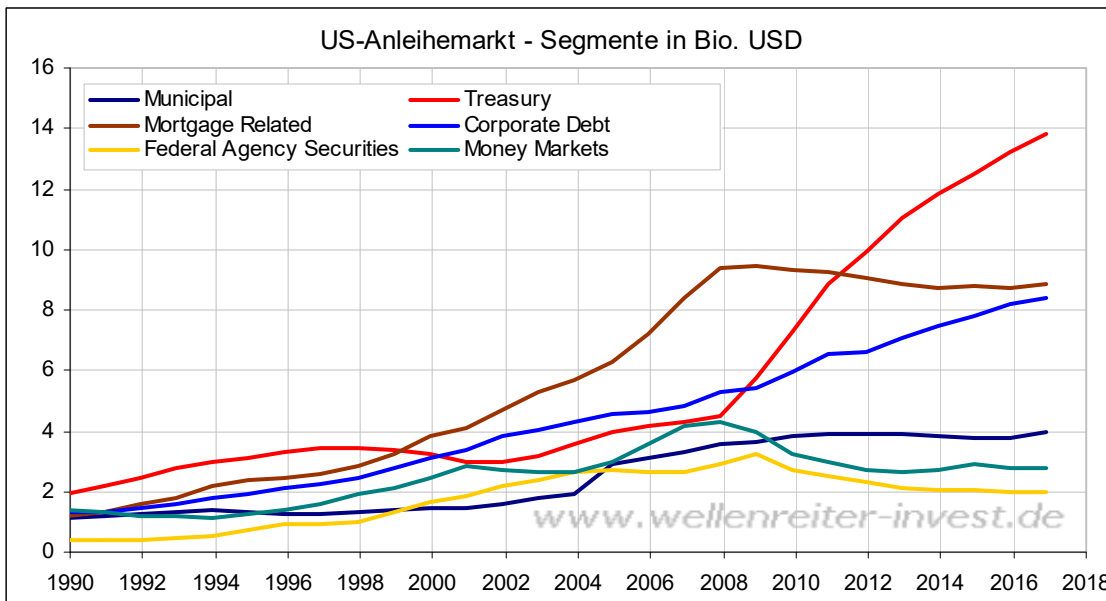


Abb. 3.2: US-Anleihemarkt - Übersicht

Die restlichen Anleihe-Kategorien Kommunalanleihen (Muni-Bonds), Geldmarktfonds, „Federal Agency Securities“ sowie „Asset Backed Securities“ spielen eine untergeordnete Rolle.

Etwa 14 Prozent der Unternehmensanleihen wurden im Jahr 2016 als Hochzinsanleihen emittiert. Damit setzt sich der Abwärtstrend der Emissionstätigkeit für Hochzinsanleihen fort. Bereits im Vorjahr war der Anteil auf 17 Prozent gefallen.

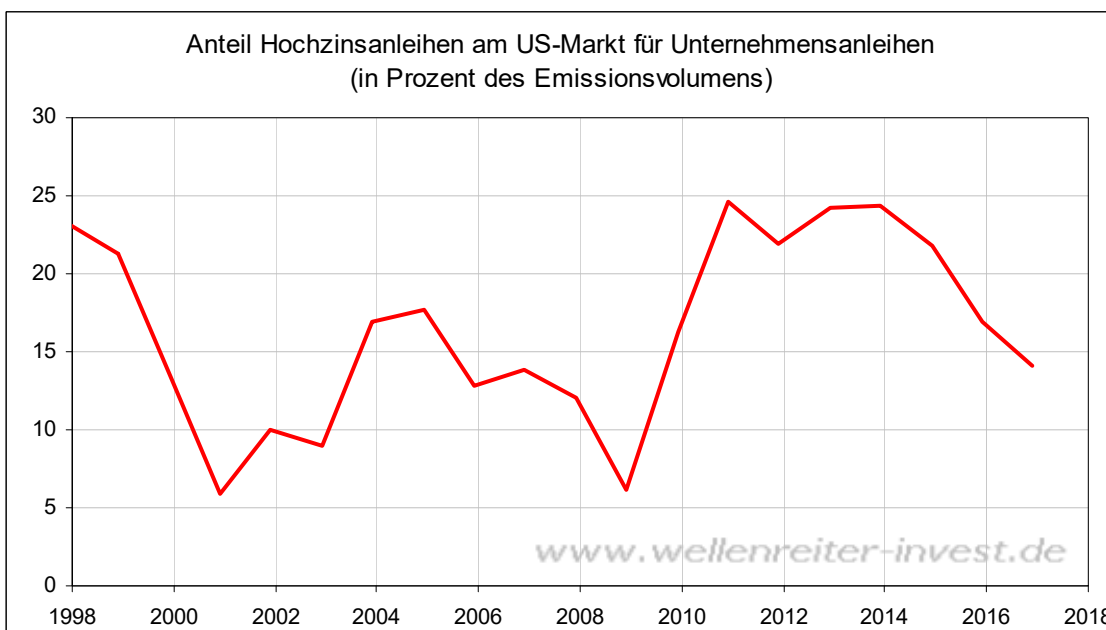


Abb. 3.3: Anteil Hochzinsanleihen am US-Gesamtmarkt

Der Rückgang des Hochzinsanleihen-Anteils von 24 Prozent im Jahr 2013 auf 14 Prozent im Jahr 2016 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.

Der Verfall der Hochzinsanleihen begann mit dem Fall des Ölpreises ab Mitte 2014. Die Abwärtsbewegung dauerte bis Mitte Februar 2016. Der Verlust betrug in der Spitze bärenmarktreife 25 Prozent. Insofern lässt sich festhalten, dass der Bärenmarkt der Hochzinsanleihen bereits sein Tribut gefordert hat, zumal kein wirtschaftlicher Abschwung wie in den beiden Rezessionsjahren 2001 und 2008 zu beobachten war.

Das Verhältnis von Unternehmensanleihen bester Qualität (AAA) zu Unternehmensanleihen mittlerer Bonität (BAA) gibt Aufschluss über den Stresslevel von Unternehmen und Investoren. Ein hoher Spread bedeutet, dass etliche Unternehmen mittlerer Bonität hohe Zinsen zahlen müssen, um sich überhaupt noch Geld leihen zu können. Ein niedriger Spread signalisiert Ruhe auf der Unternehmensseite.



Abb. 3.4: Spread BAA zu AAA Unternehmensanleihen

Im Jahr 2016 wurde durch einen fallenden Spread Entspannung signalisiert. Er beträgt aktuell 0,88 Prozentpunkte, was ein mittleres, beruhigendes Niveau bedeutet. Sollte allerdings der Spread auf 1,5 Prozentpunkte oder darüber anwachsen (rote Linie obiger Chart), müsste man sich auf ein rutschiges Geläuf einstellen. Ein solcher Spread liegt momentan nicht vor und wird von uns nicht erwartet. Bis zu einem unteren Extrempunkt, wie er Ende 2014 zu beobachten war, besteht noch Potential, so dass sich der Trend der Outperformance der schwächeren Qualität gegenüber der besten Qualität zunächst fortsetzen wird.

Die US-Staatsverschuldung beträgt im Jahr 2016 etwa 19,5 Billionen US-Dollar. Davon sind 13,4 Billionen US-Dollar öffentliche Schulden, während etwa 6 Billionen US-Dollar der Kategorie „Intragovernmental“ angehören.

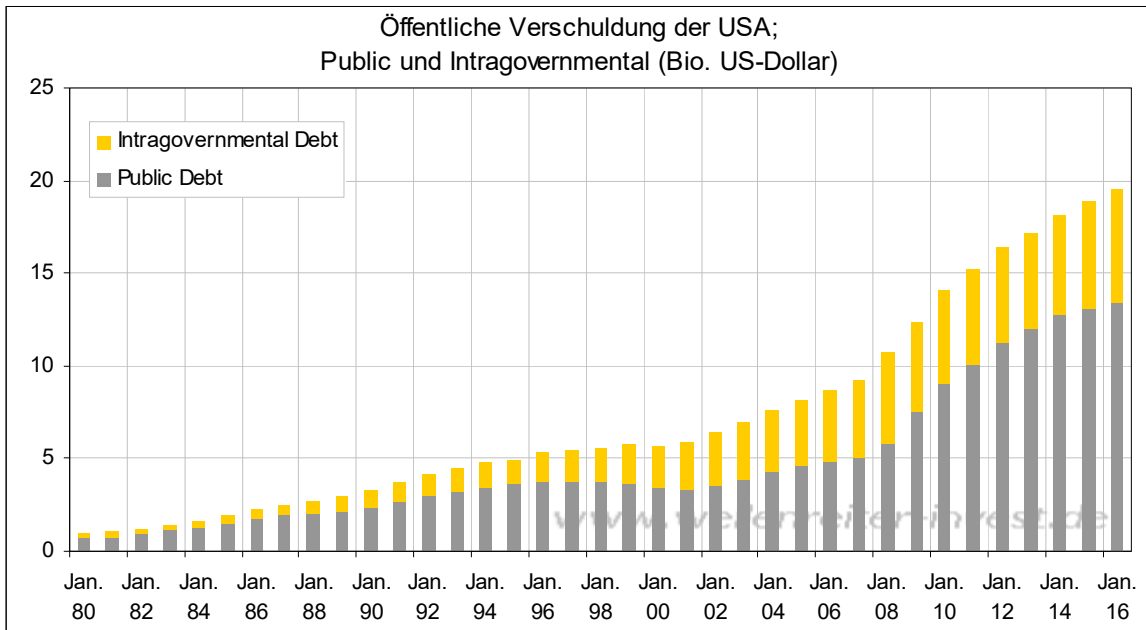


Abb. 3.5: Öffentliche Verschuldung der USA

Dazu zählen beispielsweise Pensions- und Versorgungsverpflichtungen des Staates. Nur die 13,4 Billionen Dollar öffentliche Schulden werden über die Emission von Staatsanleihen gedeckt. Die Intra-Regierungs-Schulden sind ein Sonderposten, dessen Bedarf nicht direkt mit der Emission von Staatsanleihen gedeckt werden kann. Doch sorgt ein steigender Intragovernment-Kapitalbedarf automatisch für eine Erhöhung der öffentlichen Verschuldung, da das dort erlöste Kapital über Umwege auch in den Bereich der Intragovernment-Verschuldung hineingeschoben werden kann. Der Trend einer in absoluten Zahlen steigenden Verschuldung ist völlig intakt.

Etwa die Hälfte der US-Staatsanleihen befindet sich wertmäßig in ausländischer Hand. Der Prozentsatz stieg zwischen den Jahren 2000 und 2008 deutlich an, stagniert aber seither. Gemeinsam halten Ausländer und Fed knapp 70 Prozent der öffentlichen Verschuldung der USA. Der Anteil der Federal Reserve beträgt etwa 21 Prozent und stagniert, da die US-Notenbank auslaufende Anleihen durch Neukäufe ersetzt.

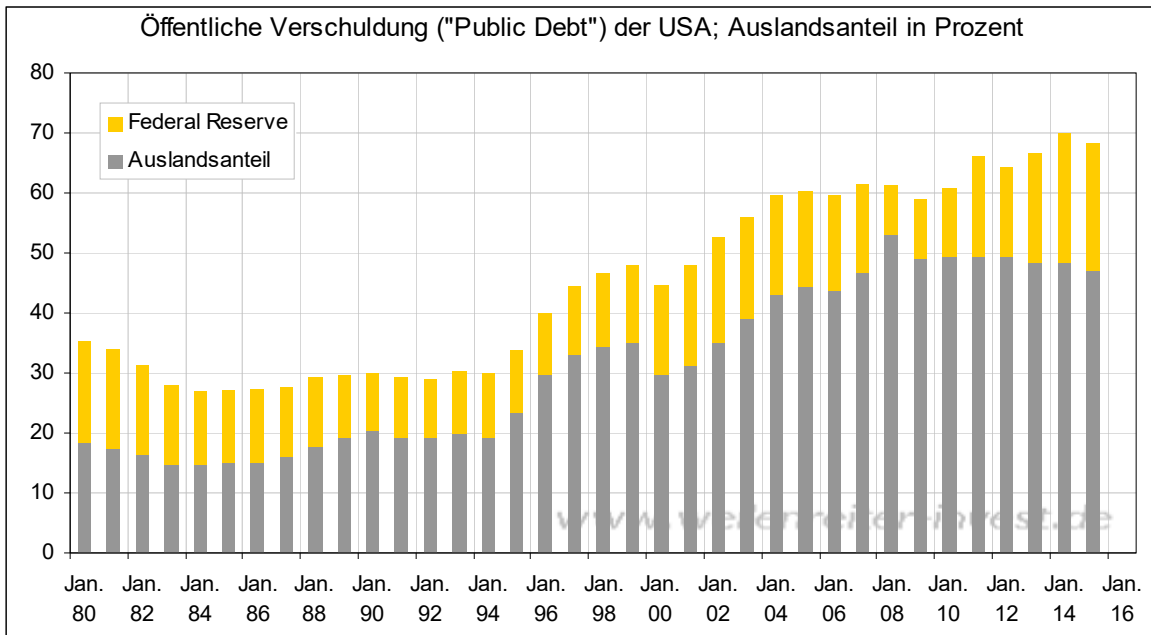


Abb. 3.6: Öffentliche Verschuldung Auslandsanteil und Fed

US-Investment-Fonds halten weitere zwölf Prozent, US-Pensionskassen sieben und US-Versicherungen knapp drei Prozent der zur Verfügung stehenden Staatsanleihen (den Fed-Anteil bereits herausgerechnet). Mit steigenden Zinsen könnte der Erwerb von US-Staatsanleihen gerade für Ausländer in Europa und Japan relativ und absolut an Attraktivität gewinnen, zumal die USA ihre eigene Währung drucken und die Weltreservewährung stellen. Somit ist eine Insolvenz ausgeschlossen.

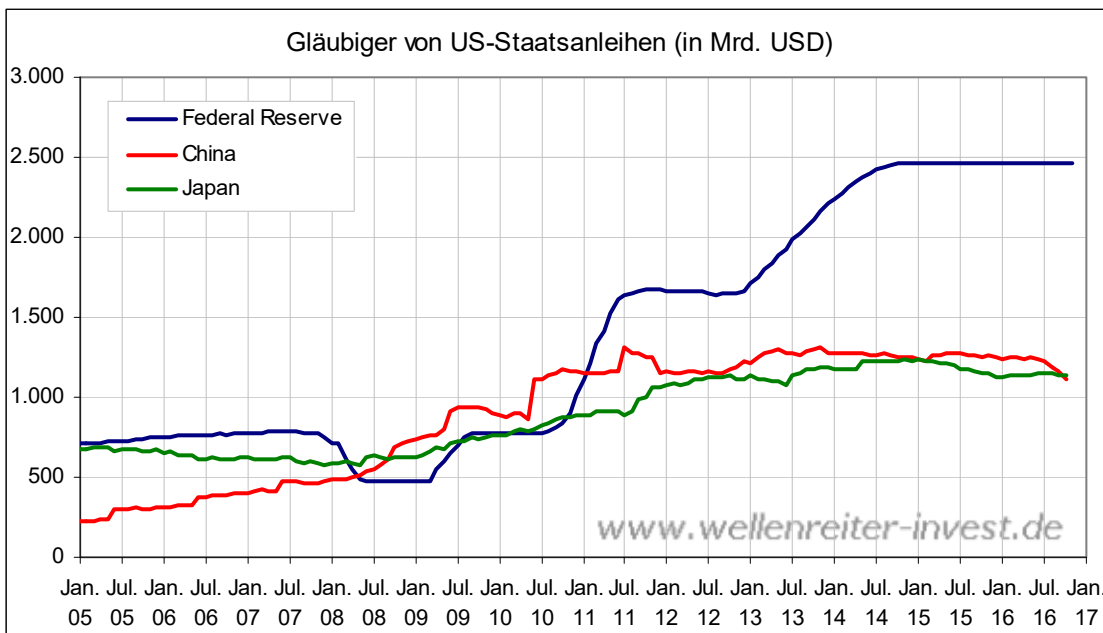


Abb. 3.7: Gläubiger von US-Staatsanleihen

Neue Käufer für US-Staatsanleihen werden auch benötigt, da die beiden größten ausländischen Gläubiger, China und Japan, ihren Bestand in den letzten Jahren per Saldo nicht weiter ausgebaut haben. China hat seinen Bestand sogar reduziert, da

gleichzeitig die chinesischen Devisenreserven deutlich fallen. Mittlerweile hat Japan erstmals seit 2008 wieder den Status des größten ausländischen Investors zurück erlangt.

Gemäß den Projektionen des Congressional Budget Office (US-Haushaltsagentur) wurde im Jahr 2015 mit einem Defizit von 438 Milliarden US-Dollar ein vorläufiger Tiefpunkt erreicht.

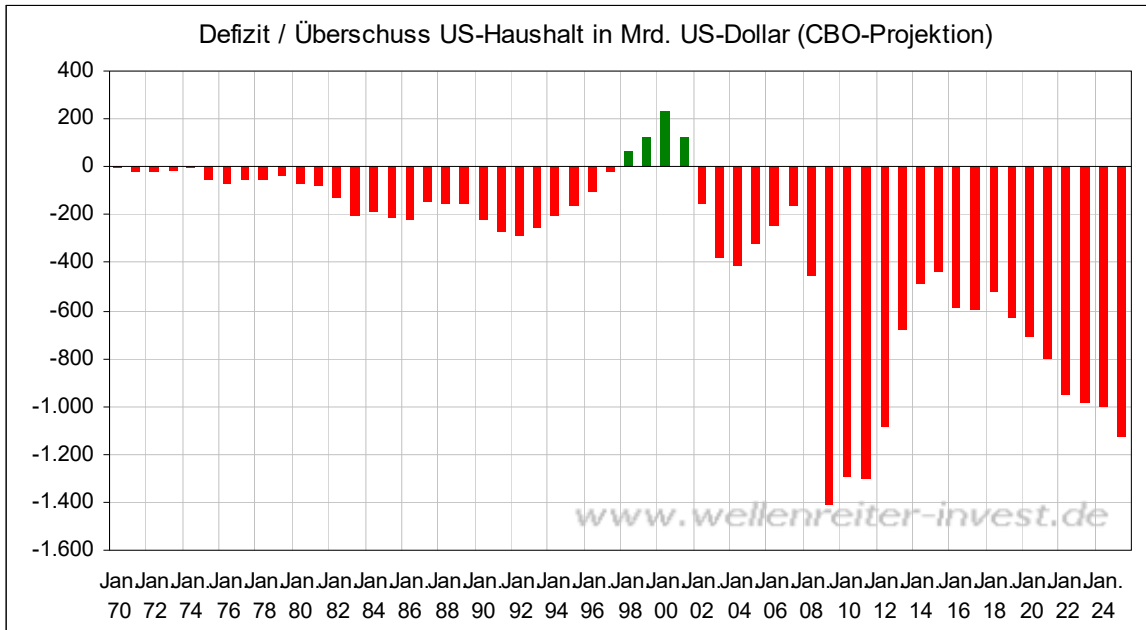


Abb. 3.8: Geplante Defizitentwicklung USA

Insofern ist mit einem steigenden Angebot an US-Staatsanleihen zu rechnen. Für das Jahr 2016 wird mit einem Anstieg auf 590 Milliarden US-Dollar gerechnet, für 2017 auf 595 Milliarden. Ab dem Jahr 2019 soll die Neuverschuldung weiter an Fahrt gewinnen (ab 2017 Planwerte obiger Chart). Diese Projektionen werden sich noch verändern, wenn der neue US-Präsident Donald Trump einen Teil seiner Vorstellung der neuen US-Wirtschaftspolitik umsetzen wird. Der Trend der fallenden Neuverschuldung der Obama-Regierung wird zunächst enden. Dank der bisher niedrigen Zinsen stagniert der Zinsdienst der USA seit Jahren bei etwa 400 Milliarden US-Dollar pro Jahr (folgender Chart).

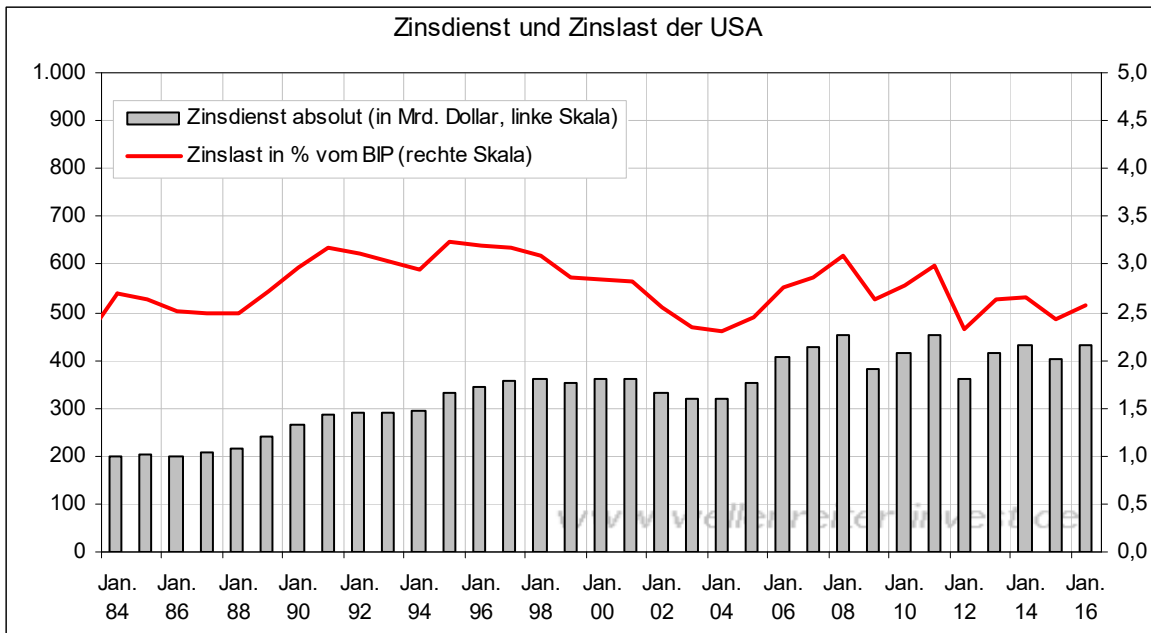


Abb. 3.9: Zinsdienst USA

Dies entsprach im Jahr 2016 einer Zinslast von 2,6 Prozent des BIP. Über die Jahre reduzierte sich die Zinslast - trotz massiv gestiegener Staatsverschuldung - in Prozent vom BIP. Bei steigenden Zinsen verteuert sich der Zinsdienst sukzessive. Zunächst geschieht dies am kurzen Ende. Für Drei-Monats-Anleihen muss das US-Finanzministerium mittlerweile einen Zinssatz von 0,5 Prozent bezahlen. Die 0,06 Prozent aus dem Jahr 2015 sind Geschichte.

58 Prozent der Staatsverschuldung müssen innerhalb der nächsten vier Jahre refinanziert werden.

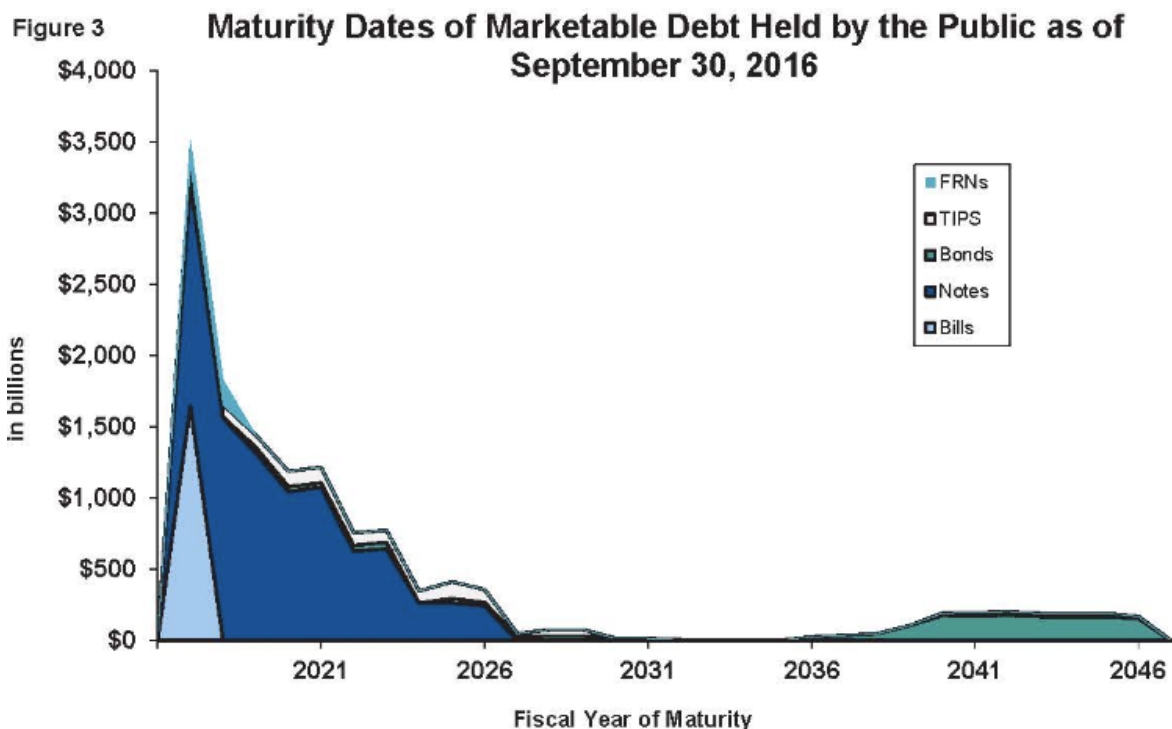


Abb. 3.10: Fälligkeitsdaten US-Staatsanleihen

Quelle: <https://www.treasurydirect.gov/govt/reports>

Bei einer Schuldenlast von 14 Billionen US-Dollar wären dies 8,1 Billionen US-Dollar. Sollten die Zinsen in allen Laufzeiten durchschnittlich um 2 Prozent steigen, würde sich eine jährliche zusätzliche Zinslast von bis zu 170 Mrd. US-Dollar ergeben. Eine solche Zinslast wäre verkraftbar, da sie prozentual im Korridor der letzten 30 Jahre verbleiben würde.

Hingegen würde ein Zinsanstieg von 4 Prozent den Haushaltsposten „Zinsdienst“ so aufblasen, dass die Staatsverschuldung nach oben gefahren werden müsste, was dann wieder mehr Zinszahlungen bedeutet, was den Haushaltsposten weiter aufbläst und immer so weiter. Dies wäre ein Teufelskreis, der allerdings so nicht eintreten muss, da keine Regierung Interesse an stark steigenden Zinsen hat.

Die US-Staatsverschuldung notiert bei etwas mehr als 100 Prozent vom BIP.

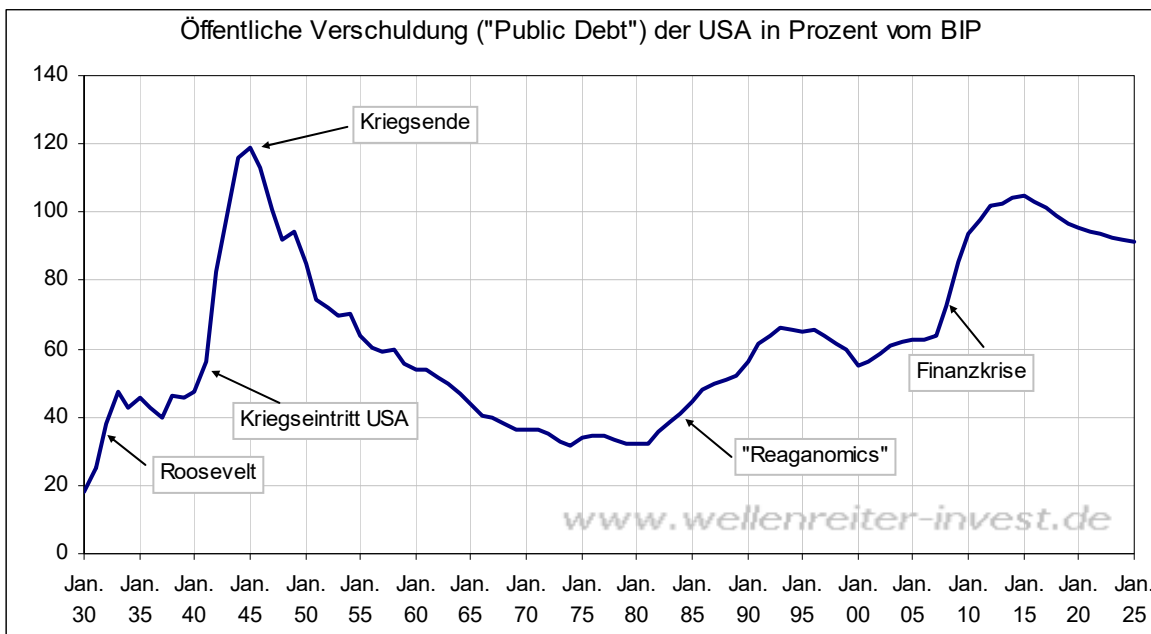


Abb. 3.11: Verschuldung in Prozent vom BIP

In einem positiven Szenario könnte die US-Verschuldung vom BIP von aktuell 104 auf 91 Prozent im Jahr 2025 zurückgefahren werden. Dazu braucht es entweder eine jahrelange Volldampf-Wirtschaft oder eine hohe Inflationsrate, am besten beides gemeinsam. Entscheidend ist dabei das nominale BIP-Wachstum. Es setzt sich aus realem Wachstum plus Inflationsrate zusammen. Ein reales Wachstum von 3 Prozent plus eine Inflationsrate von 2 Prozent ergibt ein nominales BIP-Wachstum von 5 Prozent. Alternativ könnte man auch eine Inflationsrate von 4 Prozent und ein reales Wachstum von nur 1 Prozent annehmen. In den rezessionsfreien 1990er-Jahren verhinderten fehlende hohe Inflationsraten den Schuldenabbau.

Interessant ist, dass das nominale BIP in einer Rezession meist gar nicht fällt. Das war zwar im Jahr 2009 so (minus 2 Prozent) und auch in der Zeit von 1930 bis 1933 (ein

Gesamtminus von heftigen 45 Prozent). Seit 1950 stieg das nominale BIP mit Ausnahme des Jahres 2009 durchgängig Jahr für Jahr an, egal ob eine Rezession vorlag oder nicht. Insofern müsste eine Rezession schon sehr heftig sein, um eine positive reale BIP-Entwicklung zu verhindern.

Es bleibt dabei: Der Verschuldung in Prozent vom BIP ist nur mit Hilfe eines hohen nominalen BIP-Wachstums – 5 Prozent oder mehr - beizukommen.

Fazit

Die reflationäre Kapitalmarktbeziehung läuft seit Februar 2016, die US-Staatsanleihen reagieren mit Zeitverzögerung seit Juli auf diese Entwicklung mit einer steigenden Rendite. Relative Stärke zeigen die Anleihen mit geringerer Qualität ebenso wie die Hochzinsanleihen, die sich nach dem Ende des Bärenmarktes deutlich erholen. Diese Erholung sollte sich in 2017 zunächst fortsetzen.

Im Umfeld einer zu erwartenden deutlichen Ausweitung des Defizits des US-Budgets und damit einer Angebotserhöhung neuer Anleihen sollte eine sich erhöhende US-Zinslast kurzfristig keine größeren Probleme bereiten. Dies würde sich erst bei einem stärkeren Zinsanstieg auf 4 Prozent oder mehr bei den 10jährigen Renditen ändern.

3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen

Der 30-Jahres-Zyklus der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen dürfte sich auf einen Tiefpunkt im Jahr 2012 festlegt haben.



Abb. 3.12: Zinszyklus 10jähriger Staatsanleihen USA 1800-2050

Bis zum Oktober war das Rennen zwischen den Jahren 2012 und 2016 offen gewesen, auf Jahresbasis steht allerdings das Tief des Jahres 2012. So lebt der Zyklus intakt: Vom Hoch im Jahr 1981 bis zum Tiefpunkt im Jahr 2012 vergingen 31 Jahre.

Mit Blick auf Wochencharts hat sich in den Jahren 2012 und 2016 ein Doppeltief ausgebildet und nach einer solchen Formation ist eine Phase mit einer steigenden Rendite zu erwarten. Ein Vergleich zwischen denen in den Jahren 1890 und 1950 begonnenen Zyklen zeigt im Rahmen des 60-Jahres-Zyklus an, dass eine Bodenbildungsphase Zeit benötigt, bevor ein neuer Aufwärtszyklus startet.

Wir zeigen nachfolgend einen Chart, auf dem wir den Verlauf der in den Jahren 1920 und 1981 gestarteten 60-Jahres-Zyklen miteinander vergleichen.

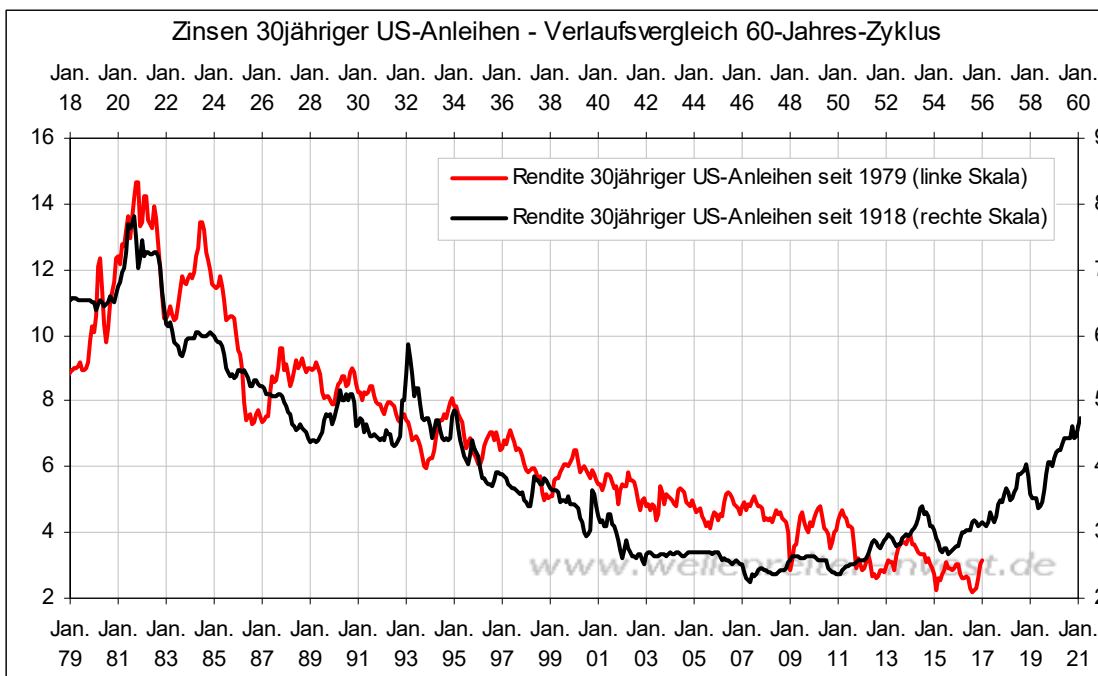


Abb. 3.13: Renditezyklus-Vergleich

Dabei fällt auf, dass sich der aktuelle Zyklus bereits verspätet hat und ein Anstieg im Jahr 2017 mit einem gewissen Nachholbedarf versehen ist. Gleichzeitig lässt sich mit diesem Bild die Frage klären, ob die Trumponomics eher den Reaganomics der 1980er Jahre folgen oder doch mehr mit der Präsidentschaft Eisenhowers in den 1950er Jahren verglichen werden können. Während Ronald Reagan in den 1980er Jahren seine Politik in einer Phase fallender Zinsen durchführte, waren die 1950er Jahre durch steigende Zinsen geprägt. Zyklisch betrachtet dürfte die Präsidentschaft Donald Trumps von steigenden Renditen begleitet werden. Dies lässt eine Parallele mit Eisenhower wahrscheinlich erscheinen, zumal Eisenhower massiv in die US-Infrastruktur investierte. Im Jahr 1956 gab er den Startschuss zum US-Interstate-Highway-System.

Die Renditen deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen folgten bisher auffällig dem um zehn Jahre zeitversetzten Renditemuster Japans.

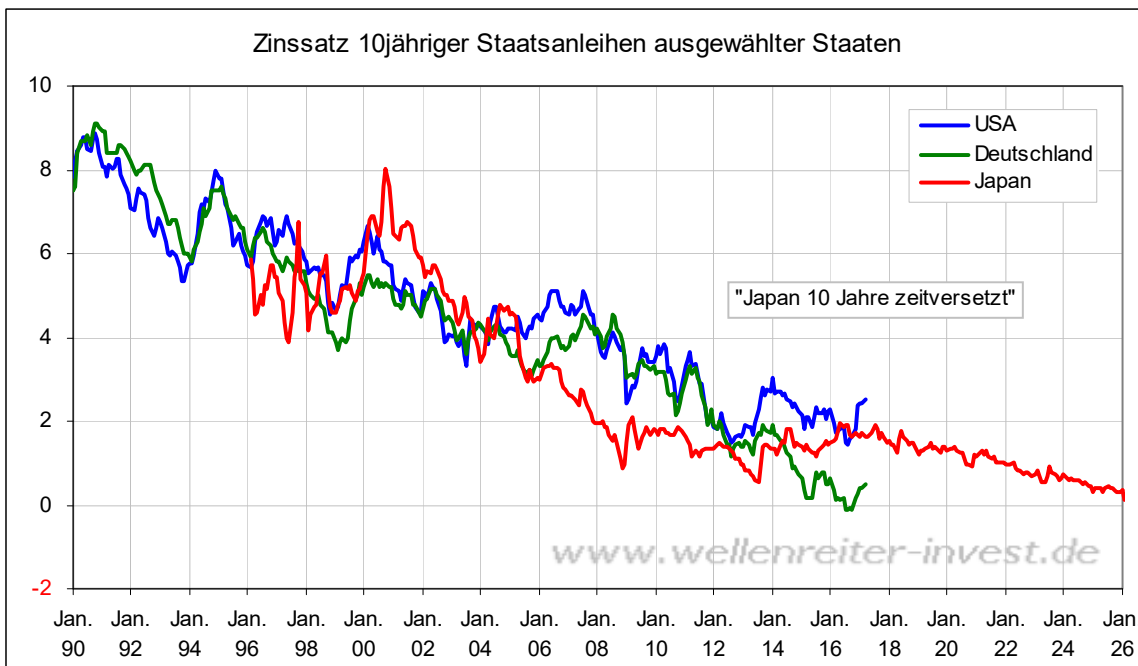


Abb. 3.14: Rendite-Vergleich Japan

Es scheint so, als ob die US-Rendite den japanischen Weg verlassen will. Für die deutsche Rendite lässt sich dies aufgrund ihrer signifikanten Schwäche noch nicht sagen, sie liegt sogar deutlich unterhalb des Niveaus der Japaner vor 10 Jahren. Aber selbst für den japanischen Weg wäre in der Tendenz erst im Sommer/Herbst 2017 mit einem Renditehoch zu rechnen, bevor es danach wieder deutlich abwärts gehen würde. Allerdings würde das Renditehoch in 2017 nach dem japanischen Vorbild keinen starken Renditeanstieg bedeuten. Der Carry Trade im USD/Yen korreliert weiterhin positiv mit der Entwicklung der Rendite 10jähriger Anleihen.

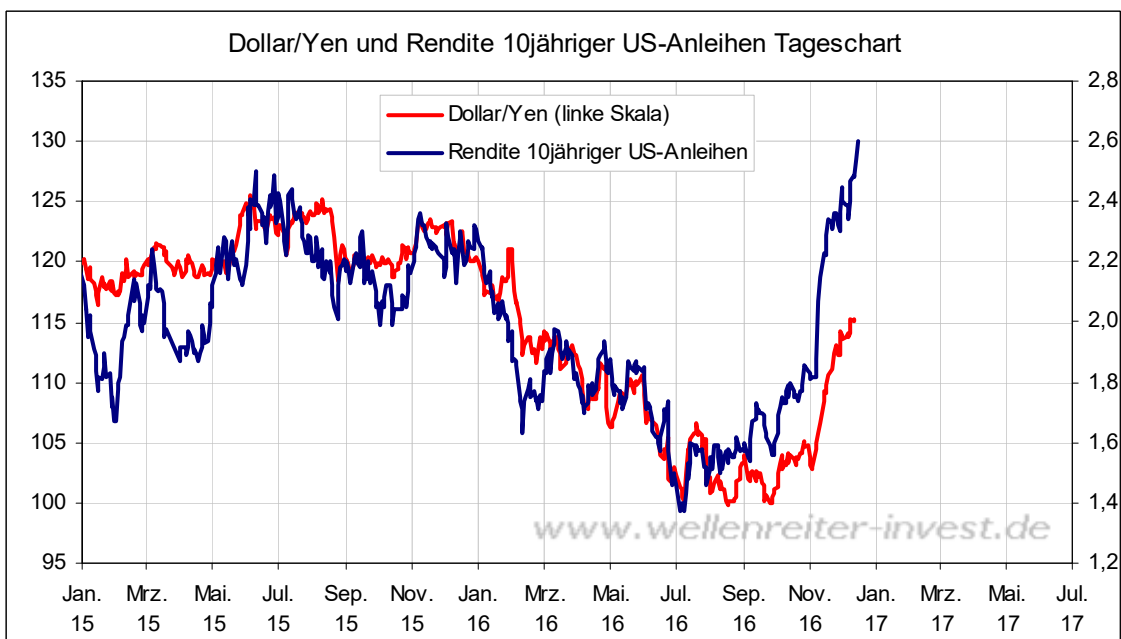


Abb. 3.15: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart

Da diese Korrelation auch über einen längeren Zeitraum zu beobachten war, spricht einiges für deren Fortsetzung im Jahr 2017. Auffällig ist, dass die US-Renditen das Jahreshoch 2015 übertroffen haben, während der USD/Yen deutlich darunter notiert. Abweichungen in der Amplitude des Anstiegs sind allerdings üblich, entscheidend ist die Trendrichtung.

Über alle Laufzeiten lässt sich der Renditeanstieg feststellen.

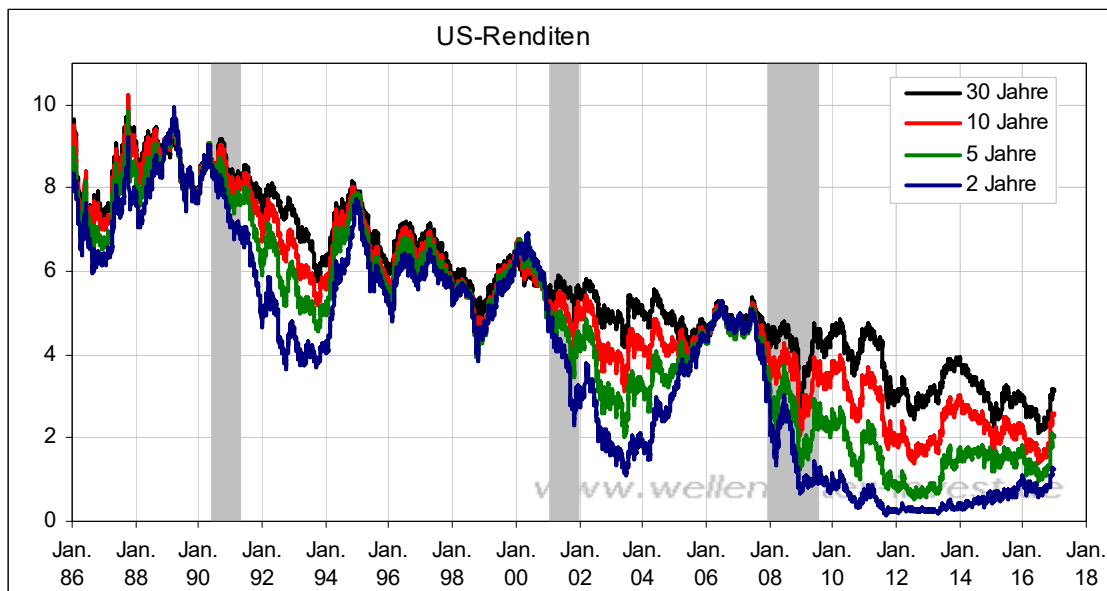


Abb. 3.16: US-Renditen in einem Chart

Die entscheidende Frage für Investoren lautet für 2017, welcher Zinserhöhungszyklus der Vergangenheit für das kommende Jahr als eine Blaupause für die Entwicklung der Renditen dient. Der Zinserhöhungszyklus 1994 war nicht nur sehr scharf, sondern es stiegen alle Renditen gemeinsam deutlich an.

Der Zyklus 2004-2006 führte ab 2003 zu einem initialen Anstieg der Renditen aller Laufzeiten. Allerdings begannen die Langläufer bereits mit dem Einsetzen der Zinserhöhungsschritte ab Juni 2004 zu konsolidieren. Lediglich die kurzen Laufzeiten stiegen mit den 25-Basispunkte-Schritten der US-Notenbank weiter an.

Im letzten Zyklus war die Zinsstrukturkurve sehr steil, so dass das lange Ende bereits vorausgelaufen war. Diese Steilheit liegt momentan nicht vor. Allerdings projiziert die US-Notenbank einen wesentlich niedrigeren Erhöhungspfad, der momentan nur bei 3 Prozent bis 2019 liegt. Die Erwartungshaltung der US-Notenbank war in Bezug auf den langfristigen Gleichgewichtszinssatz in den letzten Jahren rückläufig. Hier könnte sich die Einschätzung ändern, wenn die wirtschafts- und fiskalpolitischen Pläne der neuen US-Regierung umgesetzt werden.

Bei einem höheren langfristigen Zinssatz würde die Entwicklung der Zinsen eher einem Pfad wie in früheren Zyklen der 80iger und 90iger Jahre gleichen – alle Renditen steigen zunächst weiter an.

S&P 500 und US-Renditen entwickelten sich von 1998 bis 2011 parallel. Nach dem heftigen Börsengewitter vom Herbst 2011 stiegen die Aktienkurse, während die Renditen Schwäche zeigten.

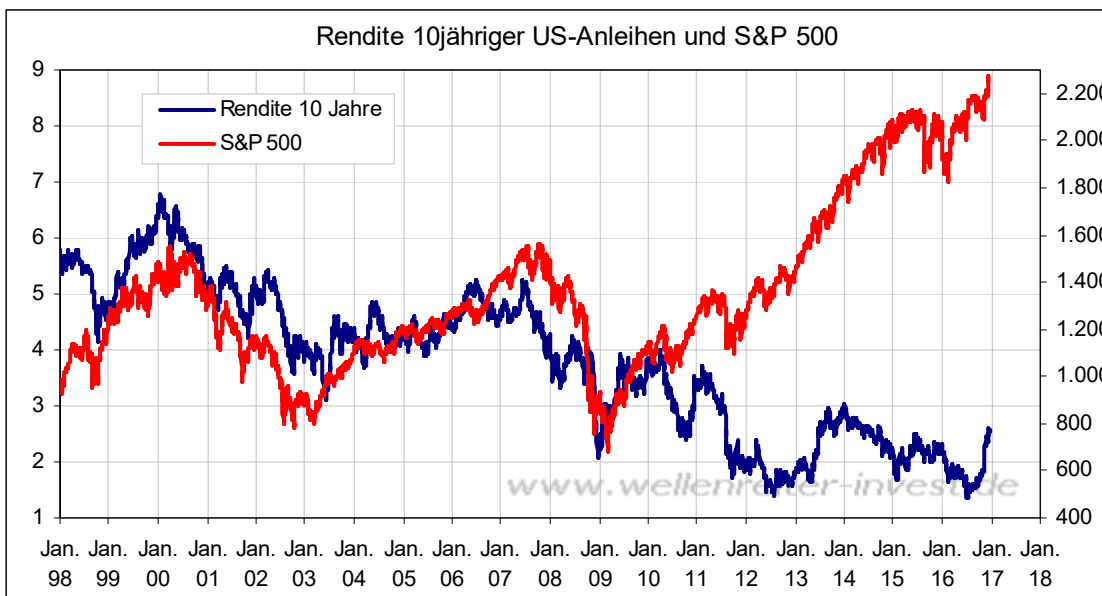


Abb. 3.17: US-Rendite und S&P 500

In der Entwicklung zwischen Aktien und Anleihen ist mittlerweile eine riesige Schere entstanden. Die entscheidende Frage besteht darin, ob, wann und wie deutlich sich die Schere schließen wird.

Man kann zweifelsfrei sagen, dass die Aktienmärkte in den letzten Jahren von niedrigen Renditen beflügelt wurden. Eine Phase eines Gleichlaufs steigender Aktien und Renditen ist zwischen 1998 und 2011 üblich gewesen. Im Herbst 1998 bildeten sich wichtige gemeinsame Aktien- und Renditetiefs, ebenso 2003 oder 2009. Während Renditen und Aktien von 1998 bis Anfang 2000 positiv korrelierten, bewegten sich die Renditen im neuen Millennium immer nur für eine gewisse Phase nach oben und entkoppelten sich dann wieder von den Aktien.

In 2013 stieg die 10jährige Rendite bis 3 Prozent an, dieser Anstieg führte am US-Aktienmarkt zu einer Konsolidierungsphase. In der Historie lassen sich häufig Beispiele finden, in denen ein heftiger Renditeanstieg den S&P 500 in die Knie gezwungen hat.

So war es beispielsweise im Februar/März 1994, als ein Zinsanstieg von 5,5 auf 7 Prozent zu einer 10-Prozent-Korrektur im US-Index führte.

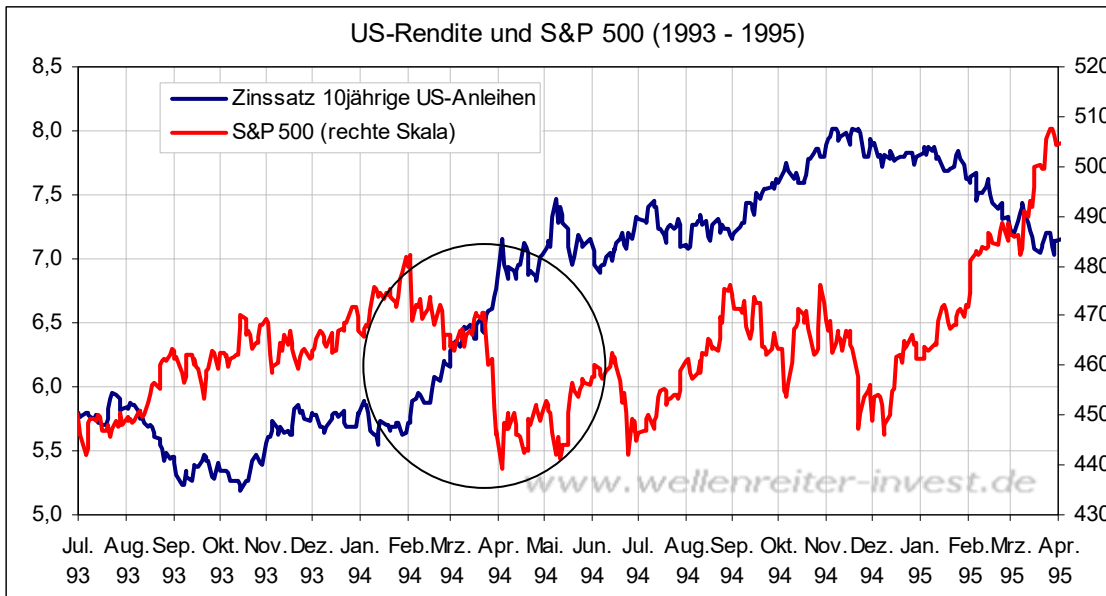


Abb. 3.18: US-Rendite und S&P 500 1994

Ein heftigeres Beispiel liefert das Zinsverhalten vor dem Crash von 1987. Im April und Mai 1987 zwang ein Zinsanstieg von 7 auf 9 Prozent den seit Januar mit hoher Geschwindigkeit nach oben laufenden S&P 500 zu einer moderaten Korrektur.

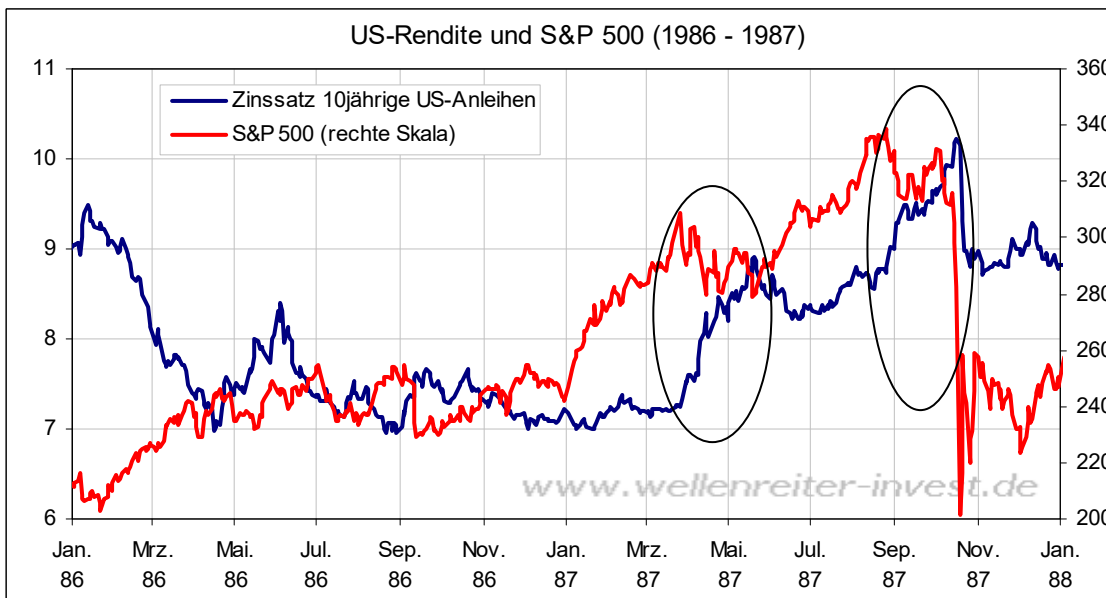


Abb. 3.19: US-Rendite und S&P 500 1987

Die zweite Welle des Zinsanstiegs begann im August 1987. Sie erzwang den Crash. Auch wenn das Jahr 1987 das Extremszenario an der Börse darstellt, so zeigt es die Achillesferse des Aktienmarktes in einem Umfeld deutlich steigender Renditen.

Wie eingangs in diesem Kapitel geschildert, ist die Phase der 1950iger Jahre die bessere Blaupause als die Reaganomics der 80iger Jahre. In den Jahren 1953 und 1957 stieg die Rendite jeweils steil an (siehe Pfeile folgender Chart). In den 1950er Jahren stiegen Aktien und Renditen gemeinsam. Allerdings erfolgte bei einem steilen Renditeanstieg eine Inversion der Korrelation des Aktienmarktes, wie es auch in 1987 und 1994 zu beobachten war.

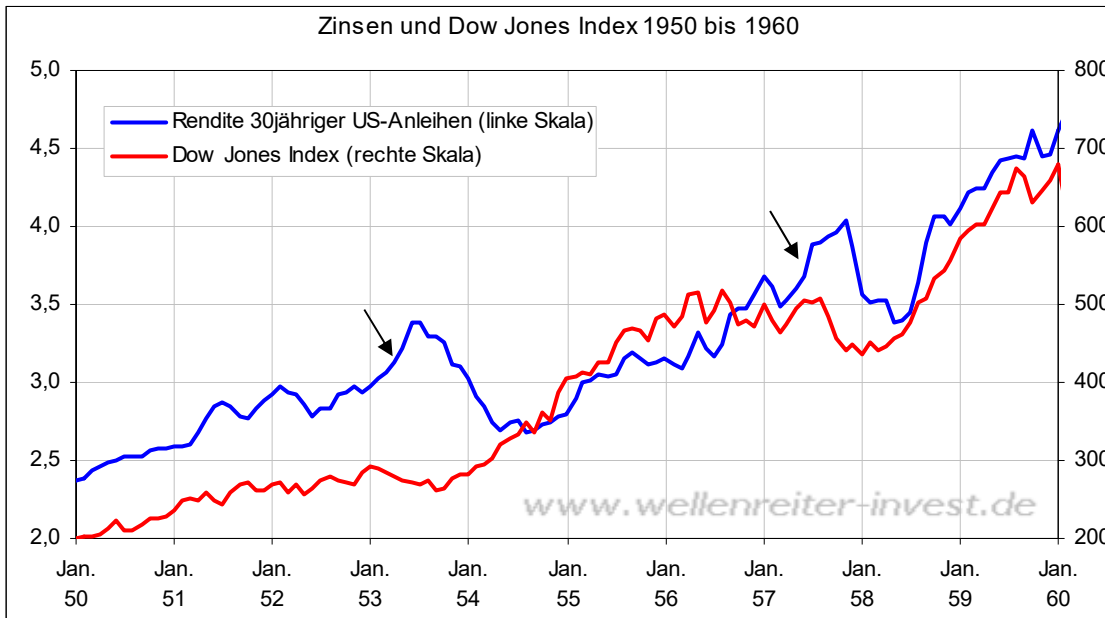


Abb. 3.20: US-Rendite und S&P 500 1950 - 1960

In beiden Phasen wurde die Beschleunigung der Renditen von den Aktienmärkten nicht gut vertragen. Auch im Jahr 2017 ist ein Szenario denkbar, in dem die Aktienmärkte von steigenden Renditen unter Druck gesetzt werden. Ein heftiger Anstieg wäre eine Bewegung von einem Prozentpunkt oder mehr innerhalb von einem Quartal. Die entscheidende Marke ist dabei das Renditehoch bei 3 Prozent aus 2013. Unterhalb dieser Marke ist nicht mit einer substantziellen Abbremsung des US-Aktienmarktes zu rechnen.

Am US-Terminmarkt waren die Commercials im Sommer 2016 in den Laufzeiten von 10 und 30 Jahren ähnlich negativ positioniert wie im Sommer 2012. Damals erfolgte mit einer deutlichen Zeitverzögerung ein deutlicher Renditeanstieg in 2013. Allerdings gab es in früheren Jahren (u.a. 2006, 2007) eine deutlich höhere Netto-Long-Positionierung bei wichtigen Preistiefs (folgender Chart).

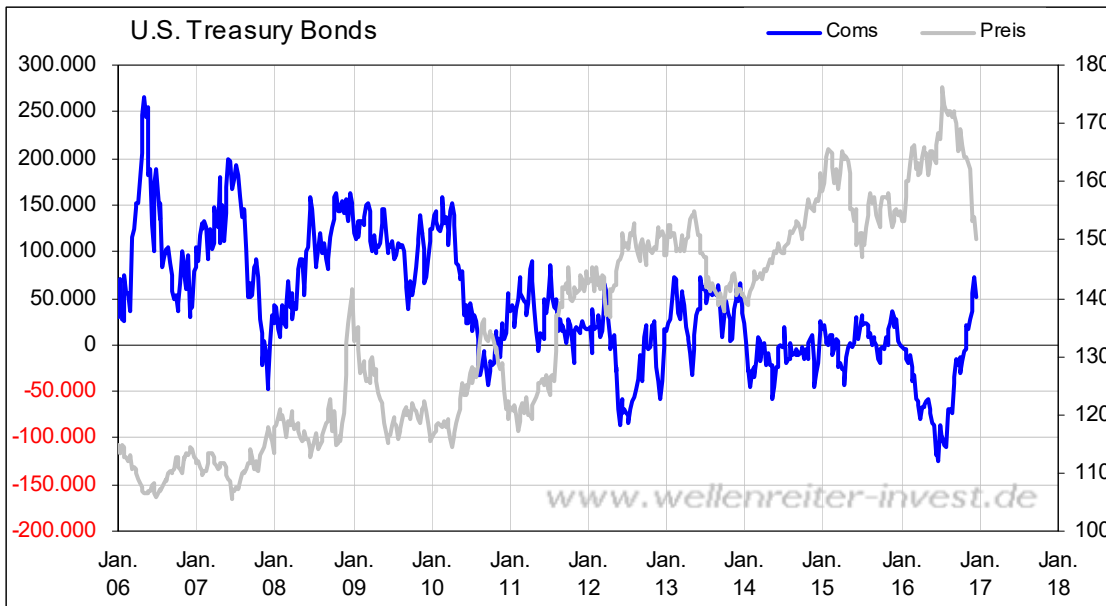


Abb. 3.21: US-T-Bonds Commercials

Nach den Terminmarktdaten ist in den ersten Wochen des Jahres 2017 ein erster Hochpunkt der Renditen zu erwarten. Dieser Hochpunkt sollte sich nur als ein temporärer Hochpunkt erweisen. Im späteren Verlauf Richtung zweites Halbjahr dürften höhere Niveaus zustande kommen. Diese These wird dadurch gestützt, dass die Marktteilnehmer bereits im Vorfeld von Straffungsentscheidungen der Fed auf steigende Zinsen spekulieren und sich die Spekulation meist anschließend beruhigt.

Wir nehmen nach dem Ende des laufenden Anstiegs eine Stagnation der Rendite 10jähriger US-Anleihen an, die sich an der Marke von 3 Prozent ergeben könnte.

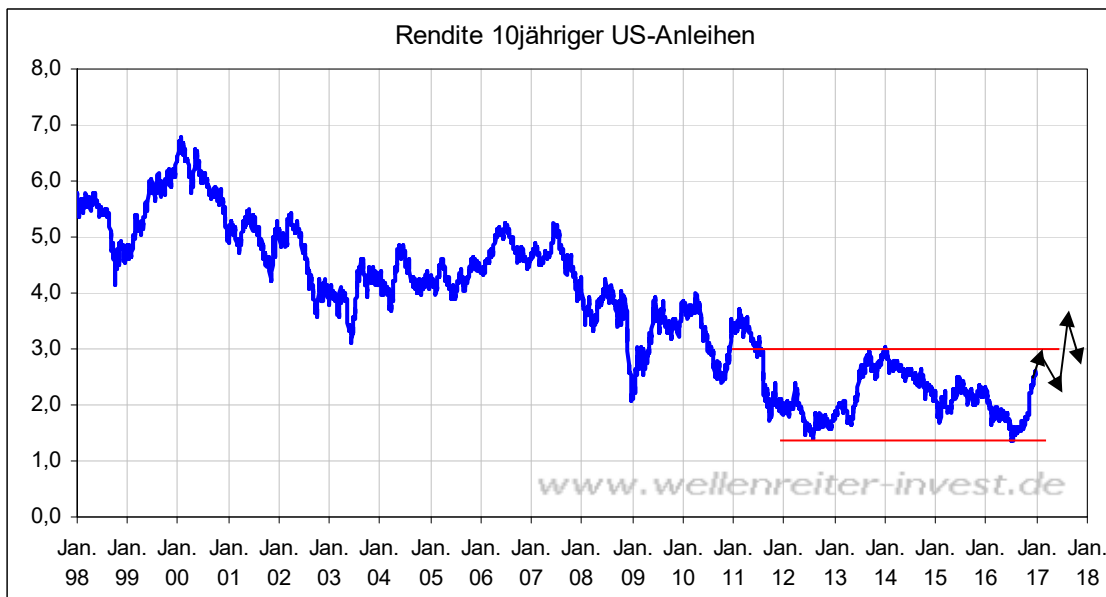


Abb. 3.22: Rendite 10jähriger US-Anleihen

Spätestens im Frühsommer 2017 sollte sich der Renditeanstieg jedoch fortsetzen.

Nach einer Korrektur dürfte diese nächste Phase des Anstiegs die Rendite 10jähriger US-Anleihen auf 3,5 bis 4 Prozent steigen lassen. Wir sind uns ziemlich sicher, dass dies zu einer Korrektur an den Aktienmärkten führen wird.

In den letzten drei Jahren konsolidierte die Entwicklung der Ratio zwischen S&P 500 und den 10jährigen US-Anleihen.

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

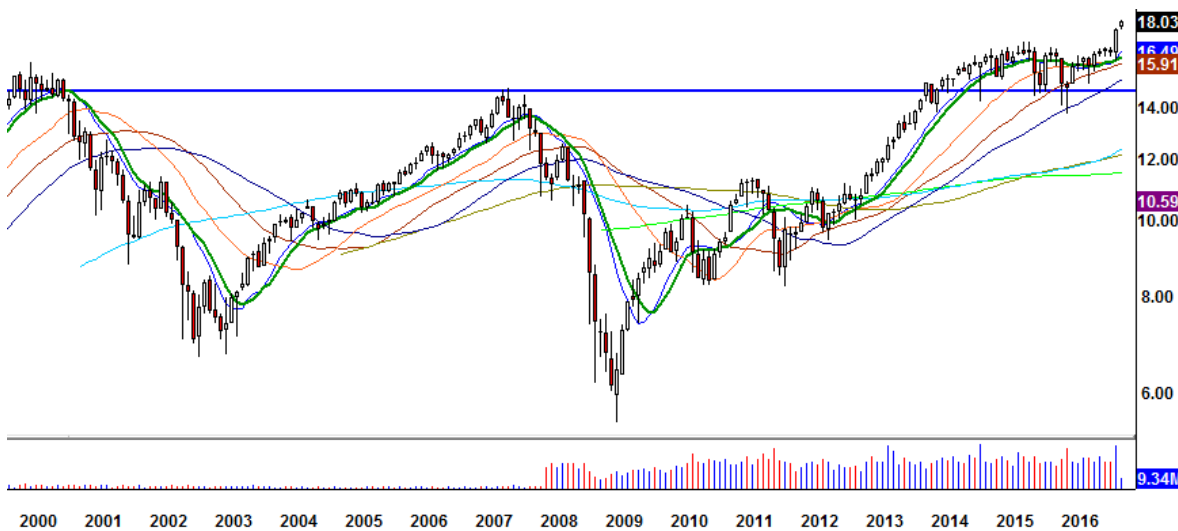


Abb. 3.23: Ratio S&P 500 / 10jährige US-Anleihen

Aus dieser Seitwärtsbewegung, die als ein Pullback auf den Hochpunkt von 2007 angesehen werden kann, erfolgte im vierten Quartal 2016 ein Ausbruch auf der Oberseite. Damit setzt sich der seit 2009 laufende Trend der Outperformance von Aktien gegenüber lang laufenden Staatsanleihen fort. Da der Ausbruch aus der Seitwärtsphase zeitlich noch frisch ist, ist für die kommenden Monate mit einer Outperformance von Aktien gegenüber Staatsanleihen zu rechnen.

Fazit

Die langfristigen US-Renditen dürften frühzeitig im ersten Quartal einen Hochpunkt ausbilden und unterhalb der wichtigen Marke von 3 Prozent im Zehnjahresbereich eine korrektive Phase einleiten. Im Sommer ist mit einem Renditeanstieg über 3 Prozent zu rechnen. Diese Marke könnte beim Überschreiten eine dynamische Bewegung einer steigenden Rendite einleiten, die auf den US-Aktienmarkt negativ wirkt. 2017 wird auch deswegen ein sehr interessantes Jahr für Aktien- und Anleihenmärkte, weil sich eine Rückkehr zu einer positiven Korrelation der beiden Anlageklassen andeutet. In den kommenden Monaten sind Aktien gegenüber Staatsanleihen zu bevorzugen.

3.3 Entwicklung der europäischen Staatsanleihen

Die Zinsmuster blieben in Deutschland in den vergangenen Monaten grundsätzlich konstant. Der Beschluss der EZB, in Zukunft auch bei einer Renditegrenze unterhalb von -0,40 Prozent europäische Staatsanleihen kaufen zu wollen, hat die Renditen am kurzen Ende noch einmal gedrückt. Mit Blick auf die Entwicklung in den USA ist eine Fortsetzung des Trends hin zu noch negativeren Renditen nicht mehr zu erwarten.

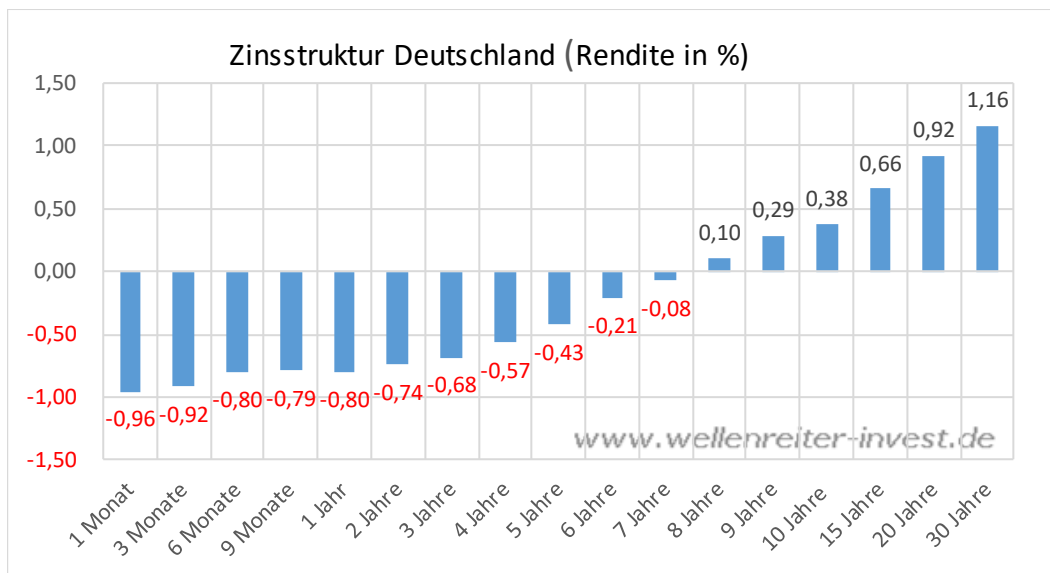


Abb. 3.24: Zinsstruktur Deutschland

Die 10jährigen Renditen haben sich aus dem negativen Bereich herausgearbeitet, bei den langen Laufzeiten wirkt sich der US-Renditeanstieg auch in Deutschland aus. Die Zinsstrukturkurve ist damit ähnlich wie in den USA steiler geworden. Aufgrund der nicht vorhandenen Neuverschuldung beschränkt sich die Emissionstätigkeit des Bundes auf die Ablösung auslaufender Kredite. Am kurzen und mittleren Ende kann der Bundesfinanzminister weiterhin Geld verdienen. 86 Prozent der Bundesanleihen werden übrigens vom Ausland gehalten (Stand 2015, folgender Chart).

Ländervergleich Staatsanleihen Besitz Inland/Ausland

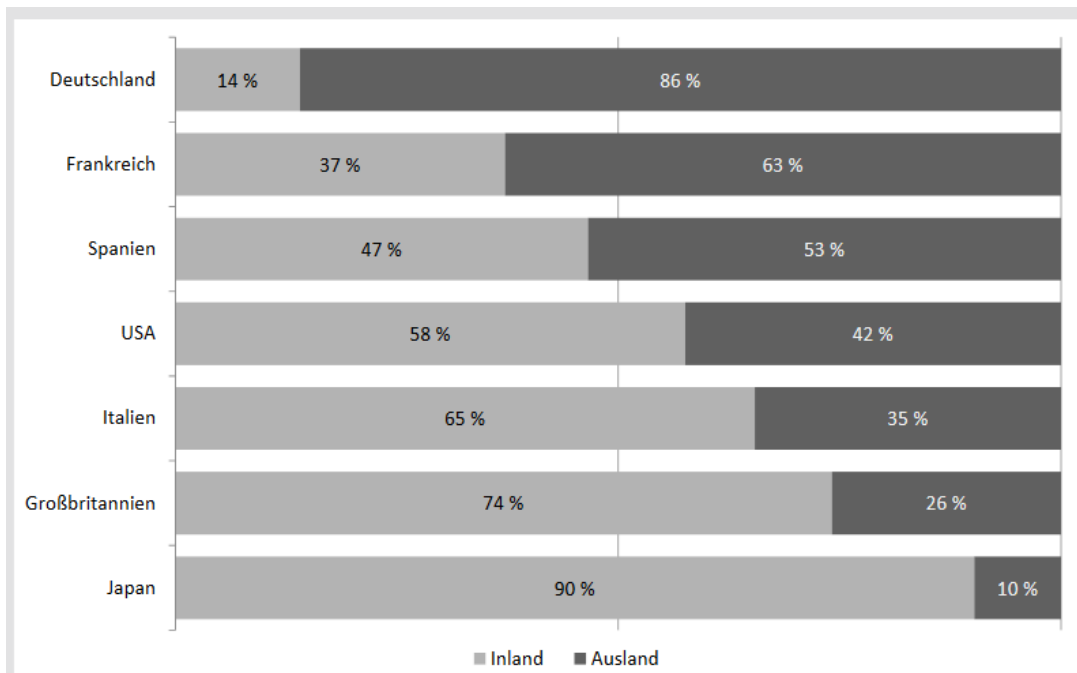


Abb. 3.25: Anleihen Inland/Ausland Quelle: Kreditaufnahmebericht 2015 Bundesfinanzministerium

Dies zeigt, wie sehr Deutschland mit dem weltweiten Kapitalmarkt verquickt ist. Sollten ausländische Gläubiger gemeinsam auf den Gedanken kommen, deutsche Staatsanleihen zu verkaufen, würden die Renditen ganz schnell steigen.

In einer allgemeinen Phase steigender Renditen würden auch deutsche Anleihen einem Verkaufsdruck unterliegen. Am langen Ende der Laufzeiten sollte sich Deutschland damit ganz ähnlich wie die USA entwickeln. Die Auslands-Abhängigkeit anderer Länder ist deutlich geringer. Allen voran Japan, das über eine Inlandsquote von 90% verfügt und deshalb von ausländischen Launen weitaus weniger berührt wird.

Die Auslandsquote deutscher Staatsanleihen betrug im Jahr 2014 sogar 92 Prozent. Der Rückgang auf 86 Prozent ist den im Auftrag der EZB erfolgenden Kaufaktivitäten der Deutschen Bundesbank im Rahmen des „Expanded Asset Purchase Programme“ zu verdanken. Ausländer verkauften in 2015 – und sicherlich auch in 2016 - gern an die Bundesbank. Dieses Geschäft wird mit einem Gewinn für den ausländischen Partner geendet haben. Angesichts des anhaltenden Kaufprogramms der EZB in 2017 wird sich der Anteil der Ausländer sukzessive reduzieren.

Die Länder mit den geringsten Zinssätzen am langen Ende sind Deutschland, die Schweiz und Japan (folgender Chart).

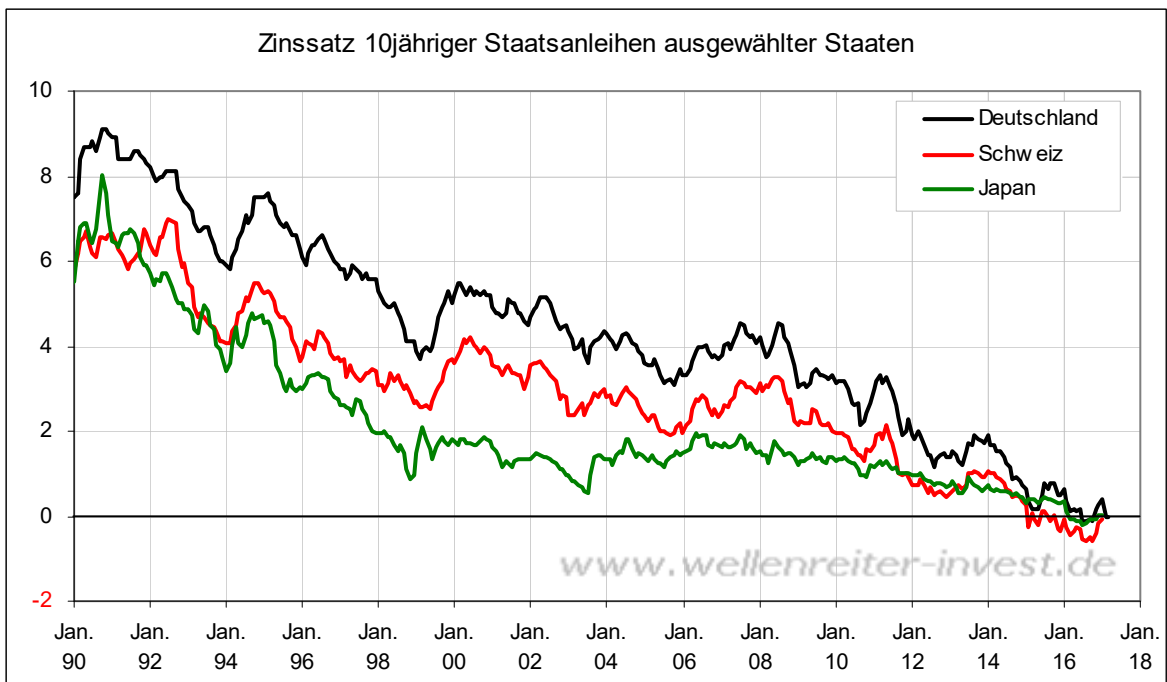


Abb. 3.26: Rendite 10jähriger Anleihen Deutschland, Schweiz, Japan

Japan hat offiziell festgelegt, die Rendite ihrer 10jährigen Staatsanleihen bei null halten zu wollen. Die Rendite 10jähriger Schweizer Staatsanleihen notiert zum Redaktionsschluss unter null, die Rendite 10jähriger Bundesanleihen bei +0,3 Prozent. Im ersten Halbjahr 2017 dürften keine größeren Renditesprünge durch die anhaltenden Käufe der jeweiligen Notenbanken zu erwarten sein. Würde die EZB im dritten Quartal ein Ende ihres Kaufprogrammes oder einen klaren Exit über ein „Tapering“ im ersten Halbjahr 2018 konkretisieren, dann dürften deutlich steigende Zinsen über alle Laufzeiten die Folge sein, angeführt von den langen Laufzeiten.

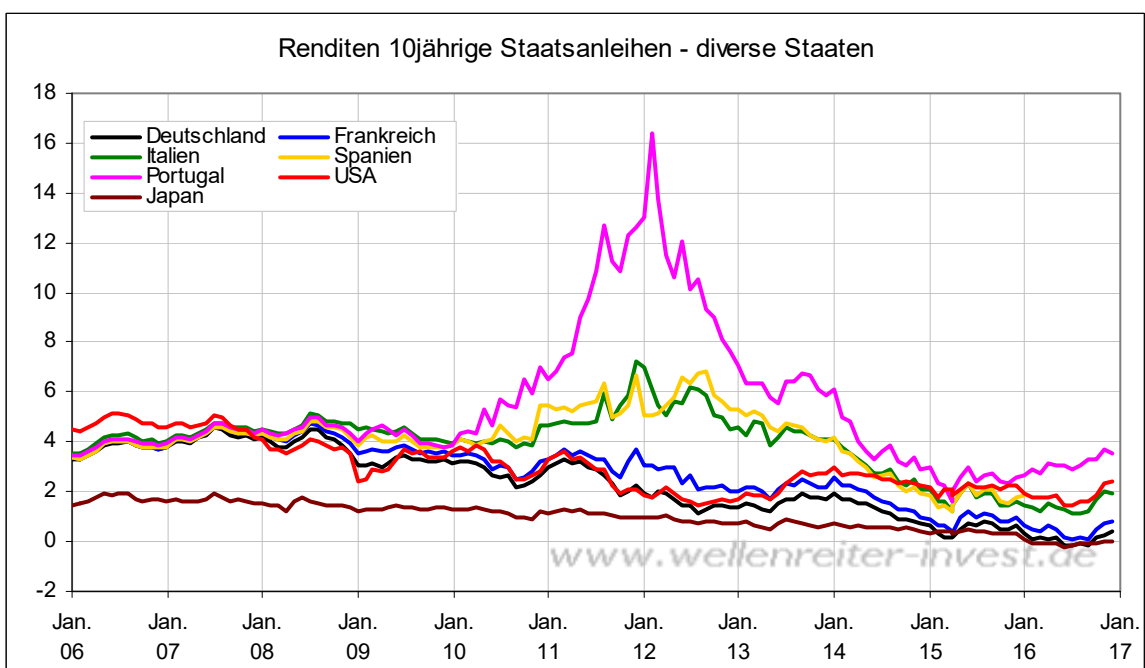


Abb. 3.27: Rendite 10jähriger Anleihen – diversen Staaten

Trotz politischer Verwerfungen in Italien nach dem Referendum blieb die Rendite italienischer Staatsanleihen vergleichsweise konstant. Entscheidend für eine Bewertung sind nicht die absoluten Renditen, sondern der Spread zwischen den Peripherie-Renditen und den Bundesanleihen.

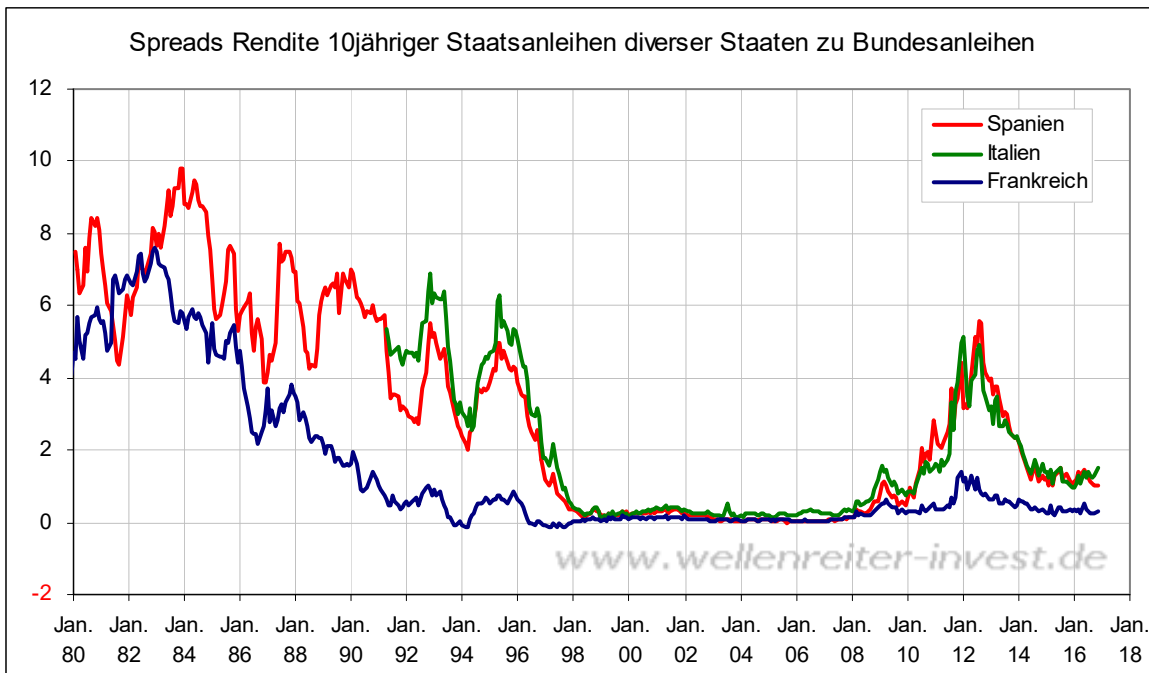


Abb. 3.28: Renditespreads 10jähriger Anleihen – diversen Staaten

Eine signifikante Ausweitung ist nicht erkennbar, auch nicht im Verhältnis zu Frankreich. Dort finden im Jahr 2017 Präsidentschafts- und Parlamentswahlen an zwei getrennten Terminen statt. Wir gehen davon aus, dass eine Spreadausweitung wie im Jahr 2012 im Jahr 2017 nicht zu befürchten ist. Allerdings wird eine Rückkehr zu den Verhältnissen von 1999-2009 mit einer komplette Auflösung der Spreads („Ein Wirtschaftsraum – ein Zinssatz“) auch im Jahr 2017 nicht auf der Tagesordnung stehen.

Fazit

Das politische Risiko halten wir für 2017 in Europa für begrenzt. Es gibt politische Risiken wie ein Aufkündigen des Deals mit der Türkei, was Flüchtlinge anbelangt. Eine solche Entwicklung könnte den eurokritischen Parteien deutlichen Auftrieb geben und zu Wahlergebnissen führen, die heute noch undenkbar sind. Ein zweiter wäre das Erstarren der SPD unter einem möglichen Kanzlerkandidaten Martin Schulz gepaart mit einer Wechselstimmung in Deutschland hin zu rot-rot-grün. Solange dies nicht erkennbar ist, ist davon auszugehen, dass durch die umfangreichen Käufe der EZB die Spreads in Europa auf einem ähnlichen Niveau wie zuletzt verbleiben werden.

Sehr wichtig wird die Entscheidung der EZB zur Verlängerung ihres Anleihenkaufprogramms, von der wir annehmen, dass sie im dritten Quartal 2017 fallen wird. Falls sie sich gegen eine Verlängerung entscheidet, wäre ein „Tapering“-Kurs zu erwarten, der in den USA im Jahr 2013 zu einem deutlichen Renditeanstieg in kurzer Zeit führte. Damals verdoppelte sich die Rendite im Verlauf von drei Monaten auf 3 Prozent. Sollte die EZB im dritten Quartal 2017 einen „Tapering“-Kurs ankündigen, dann würden wir deutlich steigende Renditen in allen europäischen Ländern erwarten. Eine solche Bewegung dürfte am europäischen und wahrscheinlich auch globalen Aktienmarkt Bremsspuren hinterlassen.

4. Der Währungsmarkt

4.1 US-Dollar-Index

Der US-Dollar-Index notiert zum Redaktionsschluss knapp oberhalb seiner wichtigen Marke von 100 Punkten, an der er 2014 und 2015 noch jeweils gescheitert war.

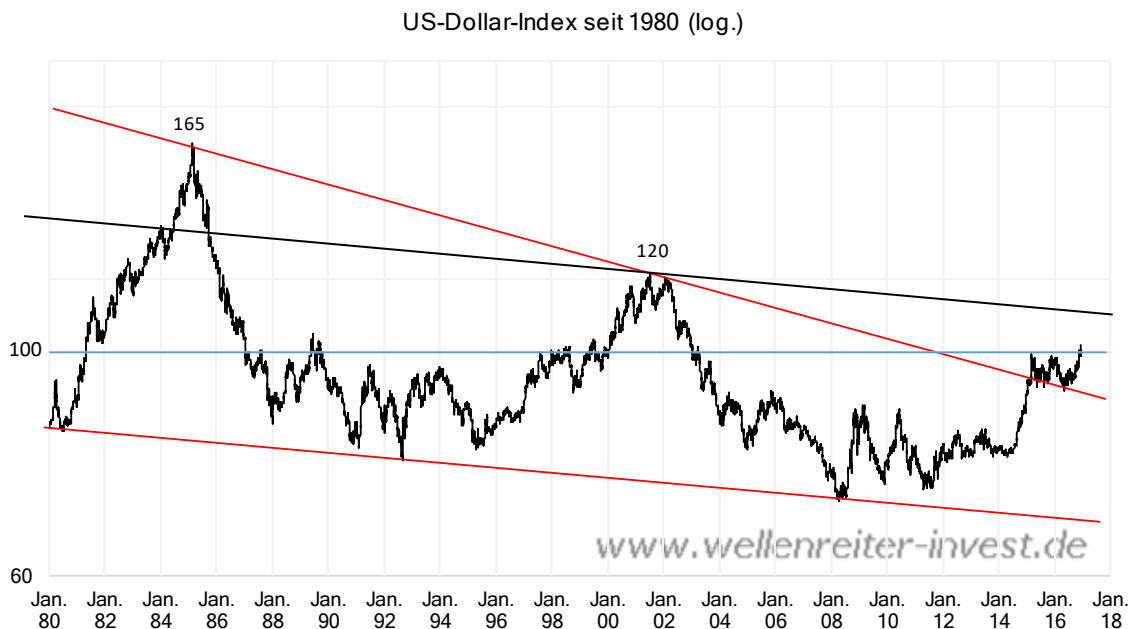


Abb. 4.1: US-Dollar-Index langfristig

Aus charttechnischer Sicht macht der US-Dollar-Index den Eindruck einer längerfristigen Umkehrbewegung mit Tiefpunkten in den Jahren 2008 und 2011. Das rechnerisch saubere Ziel liegt 120 Punkten. Die parallel zur unteren Trendlinie verlaufene schwarze Linie weist in den Bereich von 110 Punkten.

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).

Der Bezug zu den wichtigen US-Handelspartnern wie Mexiko, Kanada und China ist somit nicht berücksichtigt beziehungsweise unterrepräsentiert. Deshalb vergleichen wir nachfolgend den US-Dollar-Index (orange) mit dem handelsgewichteten Dollar-Index (blau).

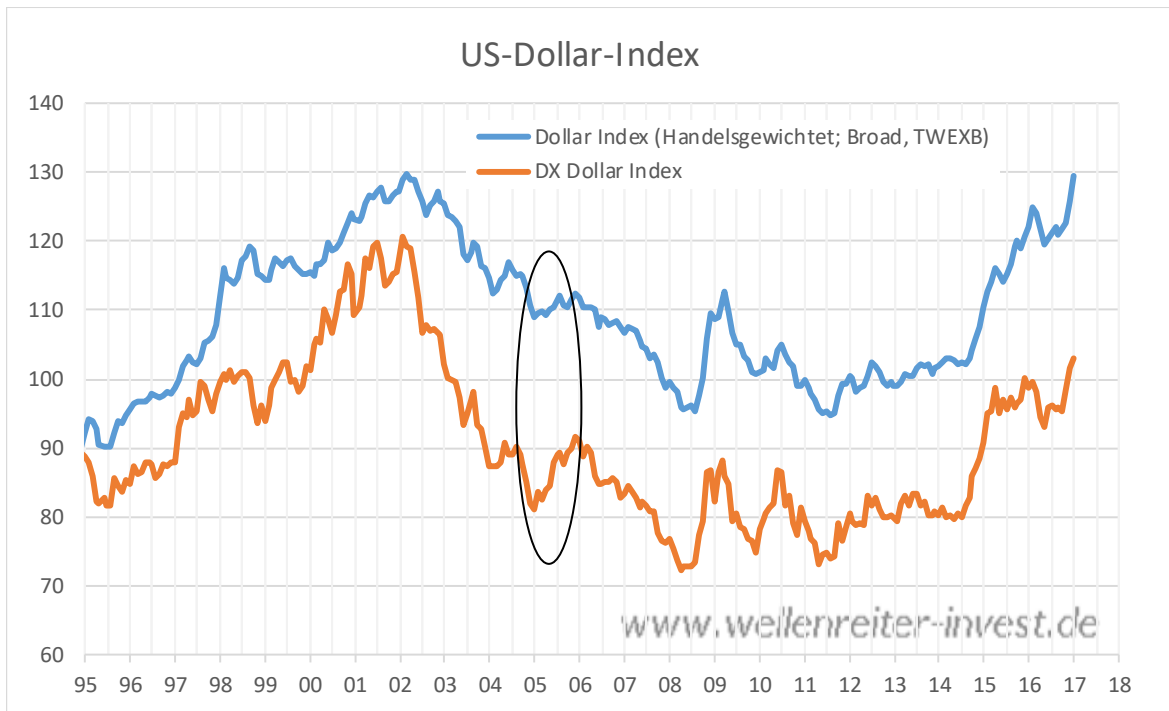


Abb. 4.2: handelsgewichteter US-Dollar-Index

Die laufende Yuan-Abwertung und auch die Schwäche des mexikanischen Pesos führen in der langfristigen Betrachtung zu einer überproportionalen Aufwertung des handelsgewichteten US-Dollar-Index. Dieser erreichte zum Redaktionsschluss das Hoch des Jahres 2002.

Ein Aspekt der neuen US-Politik unter Donald Trump wird sehr wahrscheinlich die steuervergünstigte Repatriierung von ausländischen Gewinnen der US-Unternehmen sein. Zuletzt gab es mit dem „Homeland Investment Act“ in 2005 ein solches Gesetz (siehe Ellipse obiger Chart). Damals stieg der US-Dollar-Index an, der handelsgewichtete Dollar Index weit weniger. Der positive Einfluss des Gesetzes entpuppte sich als Bärenmarkttrally und war im Euro mit seiner hohen Gewichtung ausgeprägter zu beobachten. Wir halten ein solches Gesetz in 2017 für sehr wahrscheinlich, es wäre als eine temporäre Unterstützung für den US-Dollar anzusehen.

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 deutlicher als im Jahr 2001 um etwa 15 Prozent unterbewertet.

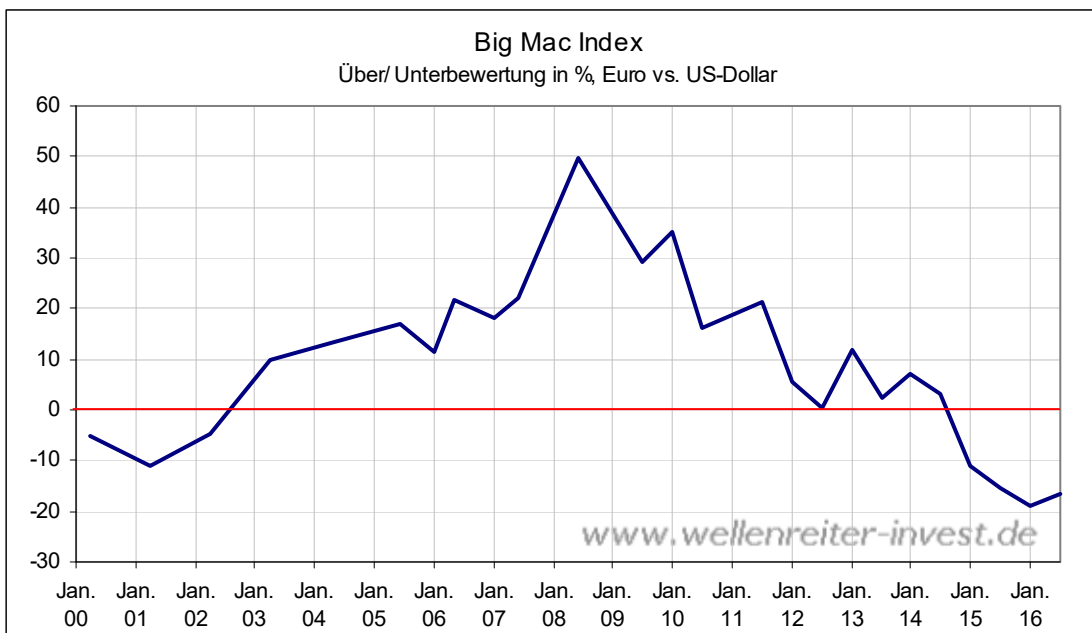


Abb. 4.3: Big Mac Index

Eurostat vergleicht das Preisniveau von Konsumgütern, wobei sich im Euroraum selbst große Abweichungen ergeben. So liegen die Preise in Polen oder Tschechien um die Hälfte bis ein Drittel niedriger als in Deutschland, wohingegen das Preisniveau in den skandinavischen Ländern deutlich höher ist. In Deutschland liegen sie nahe am EU-Durchschnittswert.

Ein Beispiel für eine permanente Überbewertung einer Währung stellt der Vergleich des EU-Durchschnittsniveaus mit den Preisen in der Schweiz dar. Im Jahr 2015 betrug diese 63 Prozent (folgender Chart).

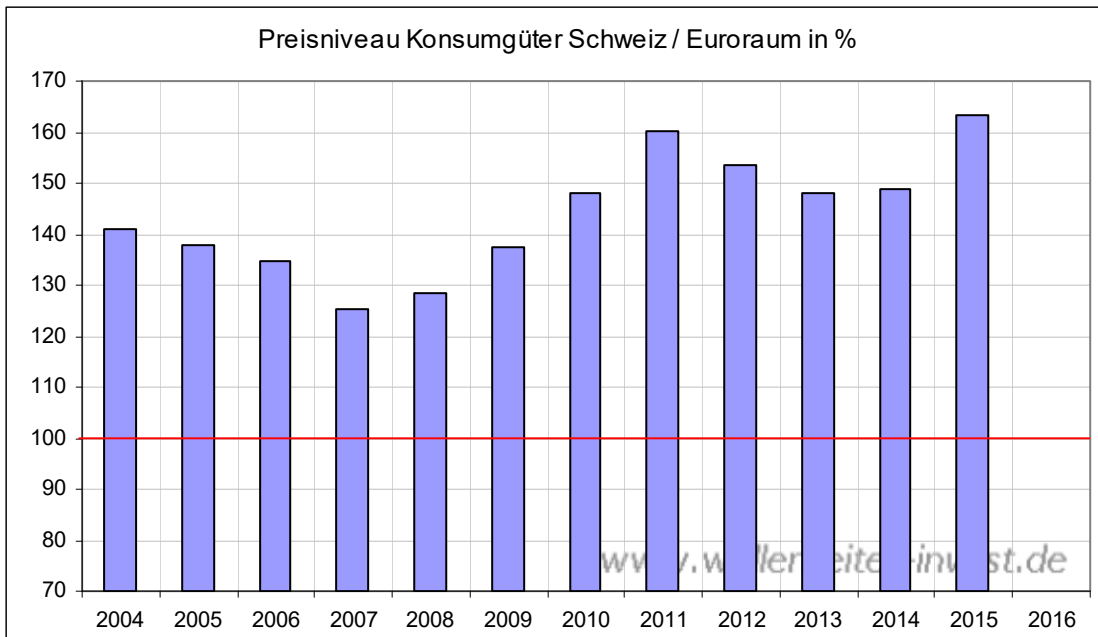


Abb. 4.4: Preisniveau Konsumgüter Schweiz / Euroraum in %

Auf der anderen Seite sind die Löhne in der Schweiz deutlich höher als in Deutschland und zudem von weniger Steuern belastet. Ein permanent höheres Preisniveau dürfte deshalb gerechtfertigt sein, wobei man sicherlich über die Höhe der Überwertung streiten kann.

Der Vergleich des Preisniveaus des Euroraums mit den USA fällt wenig aufregend aus. Im Jahr 2015 sank der durchschnittliche Wechselkurs des Euro/ Dollar deutlich auf etwa 1,10 ab, was Konsumgüter in den USA verteuerte. Für das Jahr 2016 dürfte sich das Bild ähnlich darstellen.

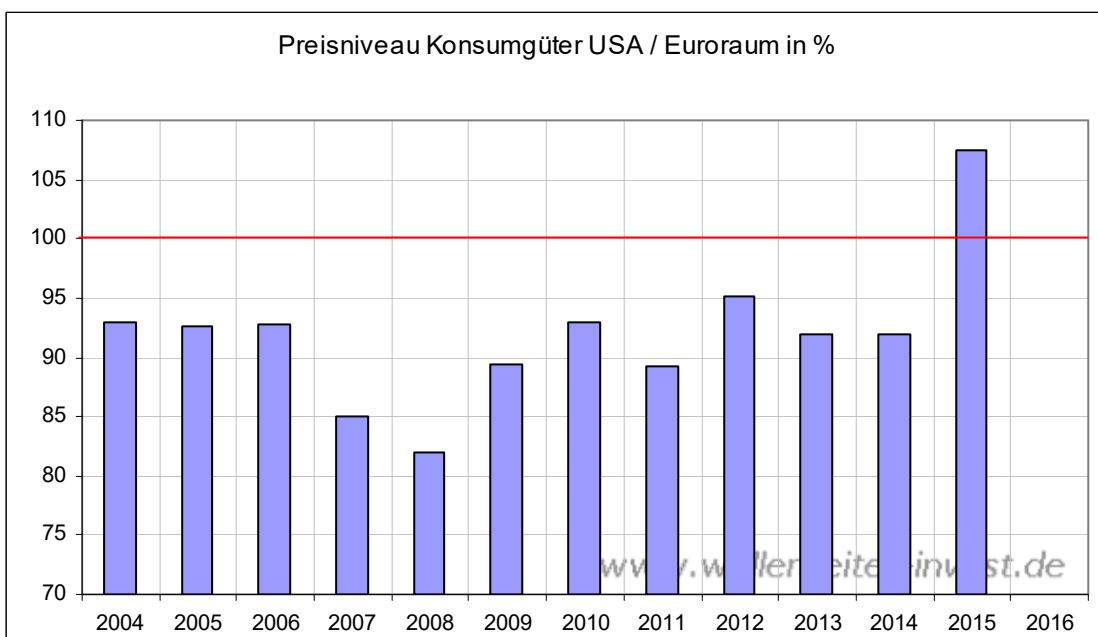


Abb. 4.5: Preisniveau Konsumgüter USA / Euroraum

Das US-Preisniveau liegt sieben Prozent über dem europäischen Niveau, nachdem es zuvor jahrelang unter dem europäischen Niveau notierte. Ein Kurs von 1,10 bedeutet demnach eine leichte Unterbewertung des Euro.

Der Euro war im Jahr 2008 deutlich zu teuer (Wechselkurs von 1,50). Sollte der Euro/Dollar in den Bereich von 0,90 bis 1,00 fallen, würde mit einer Überbewertung des US-Dollars in Höhe von 15 bis 20 Prozent eine inverse Situation zum Jahr 2008 entstehen. Solange dies eine temporäre Angelegenheit ist, spricht nichts gegen die Entwicklung eines solchen Wechselkursniveaus.

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. Problematisch erscheint allerdings der Trendbruch auf dem Log-Chart.

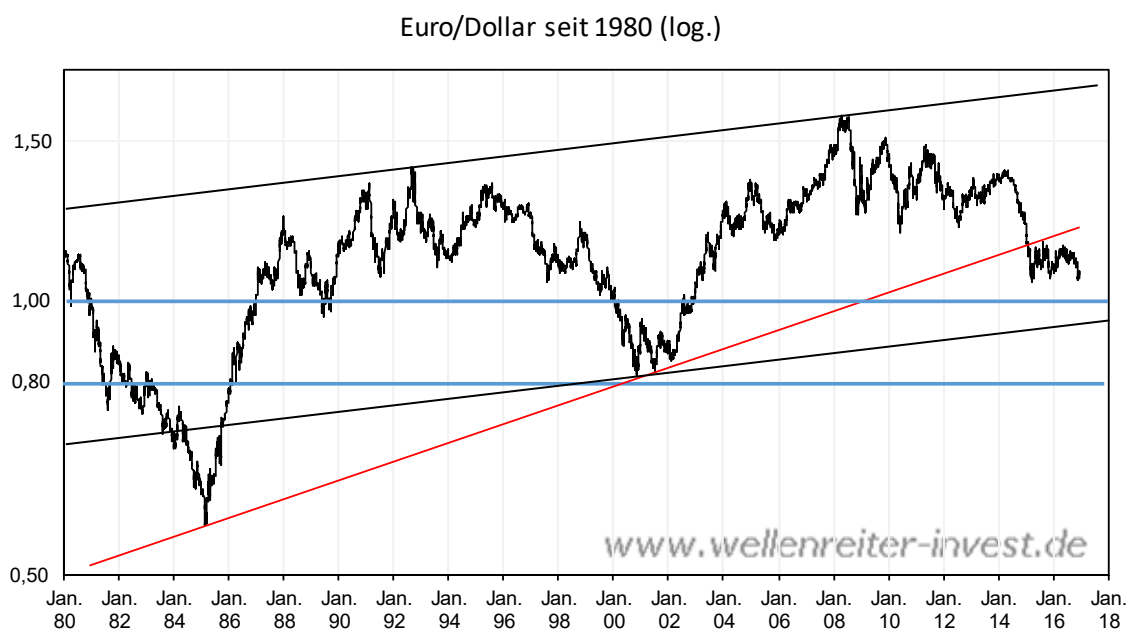


Abb. 4.6: Euro/Dollar seit 1980

Danach hätte die zweijährige Handelsspanne den Charakter einer Konsolidierungsformation im Abwärtstrend. Nach dem Bruch der Marke von 1,05 würde eine Trendbewegung beginnen, die den Euro unter die Parität fallen lassen sollte. Ein Flaggenmuster würde in den Bereich von 0,80 messen (untere blaue Linie obiger Chart). Die Parallellinie vom Tief des Jahres 2001 misst auf 0,95 (siehe Pfeil obiger Chart). Dies wäre für uns ein realistisches Ziel für einen Tiefpunkt.

Der Verlauf des Euro/Dollar erinnert an den zeitversetzten Verlauf des Yen/Dollar. Danach würde der Euro/Dollar sein Tief im Frühjahr erreichen, danach in eine Bodenbildungsphase übergehen und ab dem zweiten Halbjahr steigen.

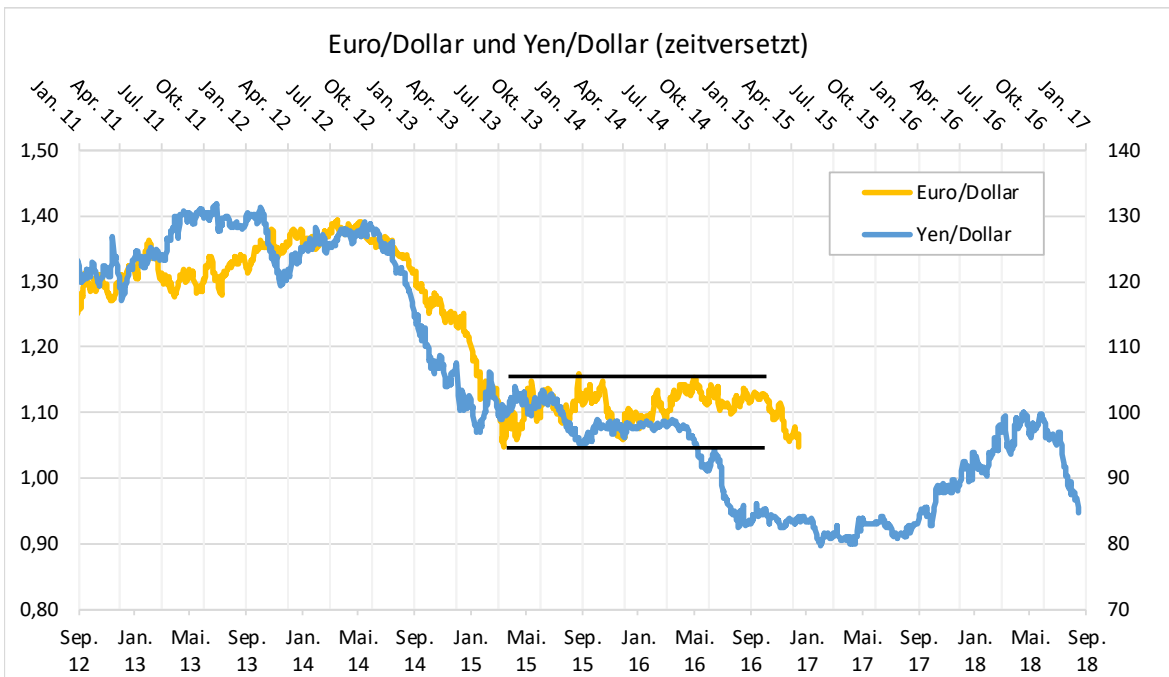


Abb. 4.7: Euro/Dollar und Yen/Dollar

Wir stellen die Entwicklung der nominalen Zinsdifferenz und den Kursverlauf des Euro/Dollar im folgenden Chart dar. Die nominale Zinsdifferenz lässt die Betrachtung der Inflation außen vor, zeigt aber üblicherweise die Währungsentwicklung gut an. Momentan besteht im Nominalzins die größte negative Differenz seit 1989.

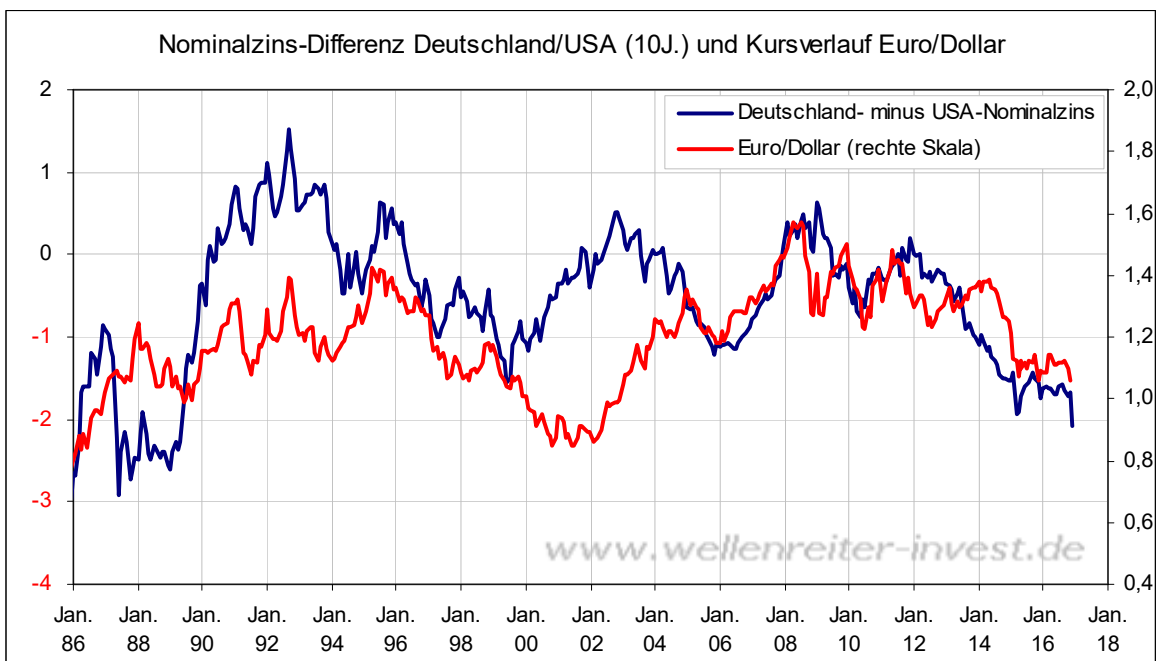


Abb. 4.8: Nominalzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Lediglich nach dem Crash 1987 kam es bis 1989 zu einer größeren Differenz. Auch dieser Vergleich zeigt, wie schwierig es wird, den Euro weiter zu drücken. Die Nominalzinsdifferenz fiel jüngst auf ein neues Bewegungstief und führte damit den Euro/USD zu niedrigeren Kursen. Im Zehnjahresbereich ist die Korrelation zwischen der US- und der deutschen Rendite aus Sicht der Trendrichtung positiv. Sollte die EZB im dritten Quartal 2017 ein Tapering in Aussicht stellen, dann müsste die deutsche Rendite stärker steigen als die amerikanische und damit den Euro/USD positiv stützen.

In US-Nachwahljahren ist eine Euro-Schwäche bis zum Sommer durchaus üblich (schwarze Linie folgender Chart).

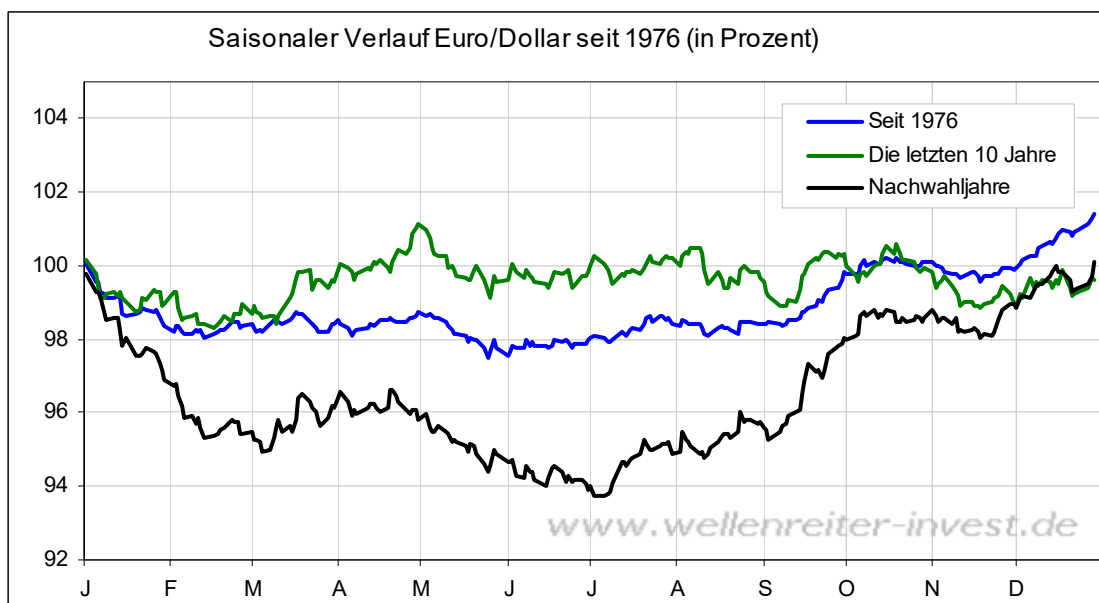


Abb. 4.9: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar

Nachwahljahre sind zweigeteilt – die erste Jahreshälfte zeigt eine Schwächephase des Euro/USD an, die sich primär in den ersten beiden Monaten zeigt. Der Beginn der zweiten Jahreshälfte stellt einen Wendepunkt dar und der Euro erholt sich von dieser Schwäche.

Fazit

Der Euro/USD befindet sich übergeordnet in einem Abwärtstrend. Die historisch bemerkenswert großen Zinsdifferenzen gegenüber den USA sorgen für Druck auf die europäische Gemeinschaftswährung, sie lassen sich allerdings kaum noch ausweiten. In den ersten Wochen eines neuen Nachwahljahres neigt der Euro/Dollar zur Schwäche, ein Test der Parität wäre zu erwarten. Im Sommer besitzt der Euro/USD Chancen auf eine Trendwende. Sollte die EZB im dritten Quartal ihre Geldpolitik weiter straffen, lässt der Druck auf den Euro nach, weil die nominalen Zinsdifferenzen ihren Höhepunkt überschritten haben.

4.3. Dollar/Yen

Der Yen ist eine tendenziell deflationäre Währung – zumindest war er dies in den Jahren 1990-2015. Eine solche Währung zeigt üblicherweise relative Stärke. Gegenüber dem Dollar wertet die Währung normalerweise auf, der Dollar/Yen wertet demnach ab. Der Dollar/Yen erreichte mit der 100er-Marke ein wichtiges Ziel.



Abb. 4.10: Dollar/Yen Tageschart seit 1990

Der Bereich 125 bedeutet im Dollar/Yen einen starken Widerstand (schwarze Linie obiger Chart). Hier bildeten sich Hochpunkte in den Jahren 1997, 2002, 2007 und 2015. Dieser Widerstand wird den Anstieg zunächst unterbrechen. Der Blick auf die Nominalzinsdifferenz der zehnjährigen Renditen zwischen den USA und Japan und den Dollar/Yen zeigt eine ähnliche Entwicklung wie im Euro/Dollar.

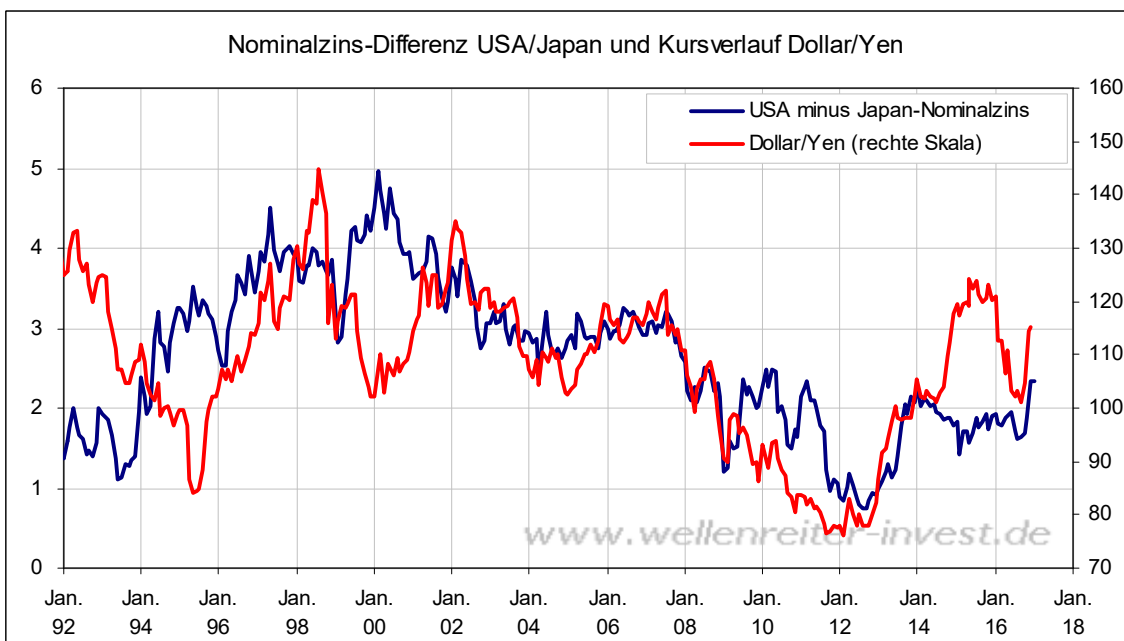


Abb. 4.11: Nominalzins-Differenz USA/Japan 10jährige Anleihen

Die japanische Notenbank versucht den Zehnjahreszinssatz im Bereich um null Prozent zu fixieren, so dass die Entwicklung der US-Rendite der entscheidende Einflussfaktor für die Entwicklung des USD/Yen darstellt. Bei steigenden US-Renditen wird der USD/Yen steigen, bei fallenden US-Renditen entsprechend fallen. Zu erwarten wäre eine größere Ausdehnung der Zinsdifferenz in 2017 in den Bereich von 3 bis 4 Prozent, da der Straffung der Fed einer Fortsetzung der Status Quo-Politik der japanischen Zentralbank gegenübersteht. Daher sollte der USD/Yen in 2017 steigen und hat eine gute Chance, den Widerstand bei 125 zu übertreffen.

4.4 Rohstoff-Währungen

Die Rohstoff-Währungen haben in den vergangenen Jahren deutlich an Fahrt verloren. Wir stellen nachfolgend den auf das Jahr 2005 indexierten Verlauf der wichtigsten Rohstoff-Währungen dar.

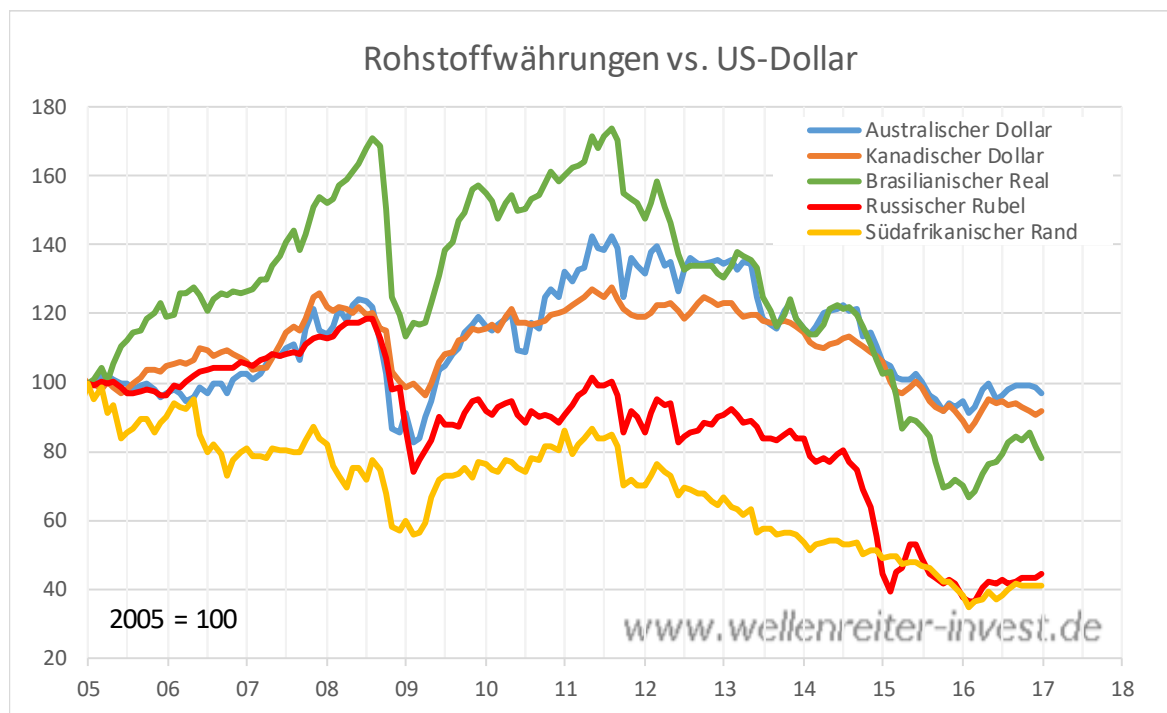


Abb. 4.12: Rohstoff-Währungen

Die seit dem Jahr 2011 laufende Abwärtsbewegung der Rohstoffwährungen wurde ab dem Frühjahr 2016 unterbrochen. Seither konnte sich der brasilianische Real überdurchschnittlich erholen, der russische Rubel mit weniger Dynamik. Ansonsten waren die Umkehrbewegungen nicht besonders eindrucksvoll. Den Rohstoffwährungen fehlt aus technischer Sicht ein zweites Standbein. Dieses müsste sich in 2017 bilden, bevor sich die Rohstoffwährungen stärker erholen könnten.

Der australische und der kanadische Dollar korrelieren mit Gold und dem Ölpreis.

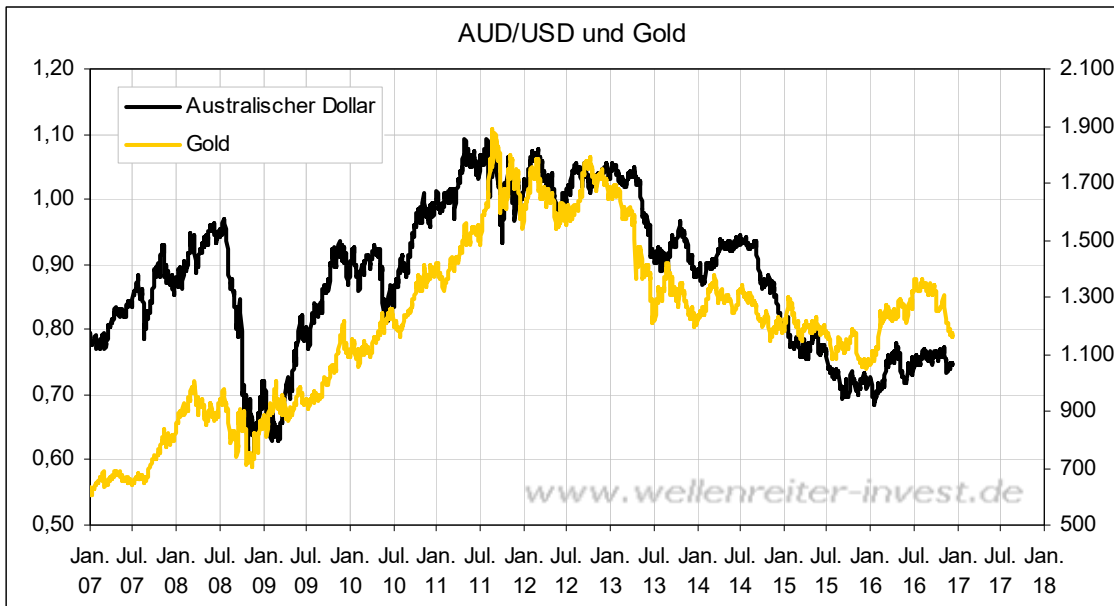


Abb. 4.13: Australischer Dollar und Gold

Der australische Dollar handelt seit Mai in einer Handelsspanne. Er hat damit den Anstieg des Goldpreises nach dem „Brexite“ auf der Oberseite nicht nachvollzogen, fällt aber auch in den letzten Wochen kaum und zeigt damit relative Stärke gegenüber dem Goldpreiserückgang. Die Schwäche der australischen Währung hatte ihren Grund in der Zinspolitik Australiens – zuletzt senkte die Notenbank am 02.08. den Leitzins auf das Rekordtief von 1,50 Prozent -, sie reagierte auf diese Maßnahme kaum. Daher dürfte auch in Australien der Bodensatz bei den Zinsen erreicht sein. Allerdings ist im Gegensatz zu den USA keine Trendwende in der Zinspolitik nach oben erkennbar, so dass ein Test der Tiefs von 2015 bzw. Januar 2016 zu erwarten ist.

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.

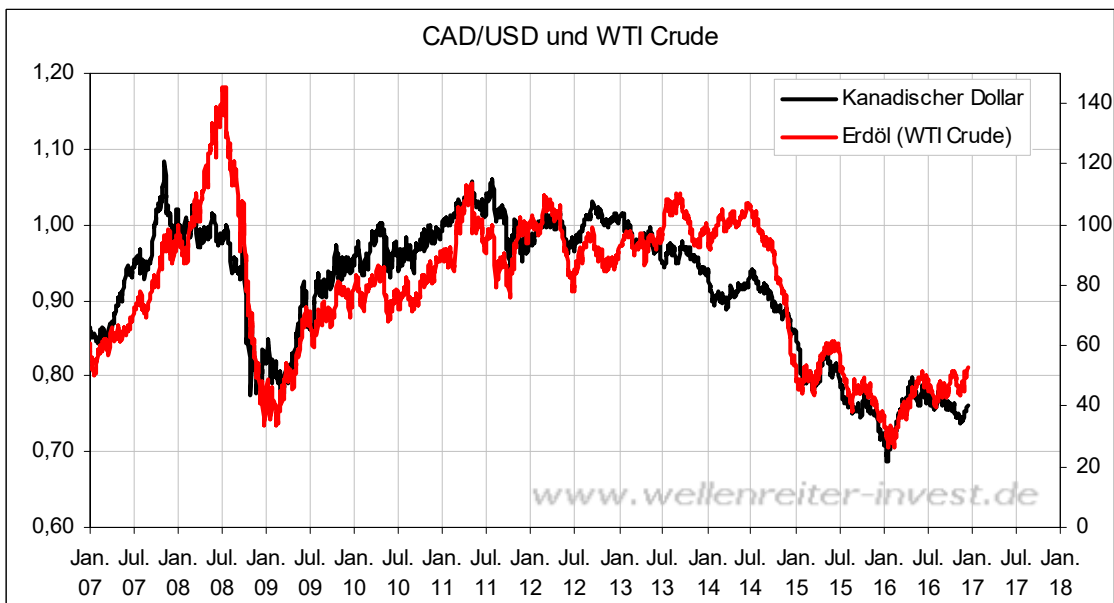


Abb. 4.14: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl

Der Ölpreis zeigt relative Stärke zum kanadischen Dollar. Deutlich höhere Ölpreise sind nicht ohne eine Erholung der Währung zu erwarten, so dass die Schwäche des kanadischen Dollars gegen einen Ausbruch des Ölpreises auf der Oberseite sprechen. Die generelle Stärke des US-Dollars ist als eine Belastung für den Rohstoffsektor anzusehen.

4.5 Britisches Pfund

Das britische Pfund brach gegenüber dem US-Dollar die wichtige Marke von 1,40.

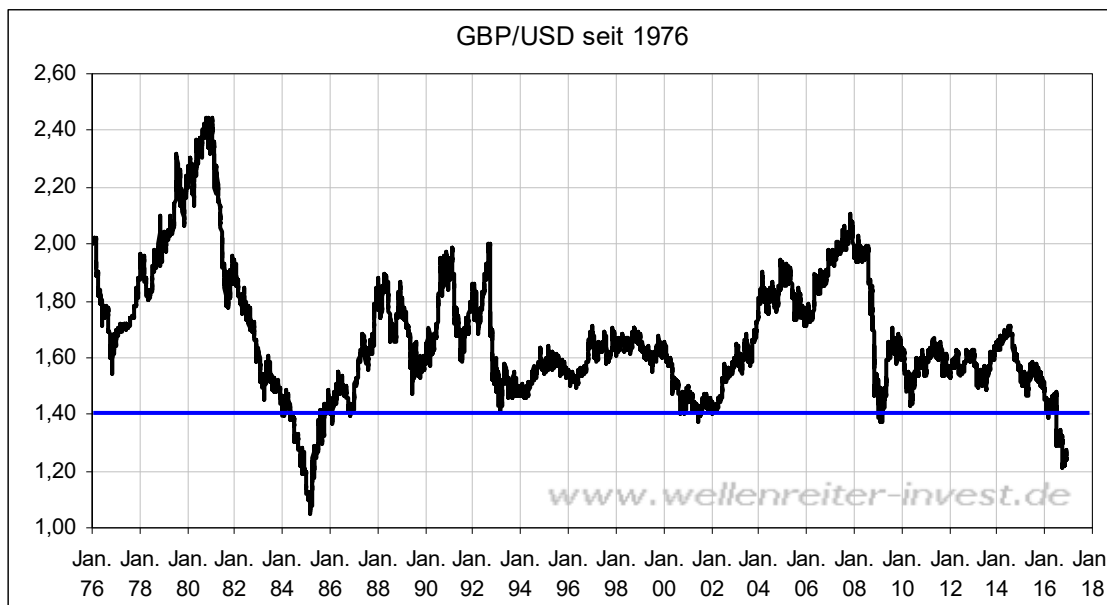


Abb. 4.15: GBP/USD seit 1976

Der „Brexit“ war das Ereignis für das Unterschreiten der Unterstützung, die seit den 90iger Jahren Bestand hatte. Großbritannien steht vor der historischen Herausforderung, als erstes Land den Austritt aus der EU zu bewerkstelligen. Das Verhandlungsergebnis ist dabei offen, ein „weicher“ wie ein „harter“ Brexit sind möglich. Diese Frage wird sich in den kommenden Monaten klären.

Angesichts der Unsicherheit lassen sich allerdings einige Aspekte festhalten. Zum einen begann der Abwärtstrend des britischen Pfunds wie beim Euro bereits 2014 und beschleunigte sich bis Anfang Oktober 2016 (folgender Chart).



Abb. 4.16: EUR/USD und GBP/USD seit 2007

In den letzten Dekaden korrelierte das britische Pfund/US-Dollar positiv mit dem Euro/US-Dollar. Ob es zu einer dauerhaften Abkopplung kommt, wird die Zukunft zeigen. Es erscheint aber wahrscheinlicher, dass auch in Zukunft eine ähnliche Korrelation wie vor dem „Brexit“ zu beobachten sein wird. Der Kursrückgang des britischen Pfunds/US-Dollar seit dem Hochpunkt Ende 2007 ist dabei beinahe identisch zum Kursrückgang des Euro/US-Dollar seit 2008.

Mit der Entscheidung des „Brexit“ hat sich die Abwärtsbewegung des britischen Pfund/US-Dollar beschleunigt und im Oktober 2016 ein Preistief ausgebildet. Der Rückgang betrug in der Spitze über 20 Prozent, so dass der Trend recht weit gelaufen ist. Ein zweiter Test des Preistiefs vom Oktober ist im Vorfeld einer politischen Entscheidung zu erwarten. Das maximale Risiko ist ein Rückgang auf 1,10 aus dem Jahr 1985.

Wenn die wirtschaftlichen Interessen als kleinster gemeinsamer Nenner obsiegen, dann wird sich das Britische Pfund weiterhin sehr ähnlich wie der Euro/USD entwickeln. Demnach ist bis zum Jahresende 2017 eine erfolgreiche Bodenbildungsformation und eine Erholung zu erwarten.

Da die Unsicherheit in den kommenden Monaten außergewöhnlich hoch ausfallen wird und die Nachrichtenlage schwankend zwischen den beiden Optionen harter oder weicher Brexit ausfallen dürfte, ist mit einer Trendbewegung nicht zu rechnen. Diese stellt sich dann ein, wenn ein Verhandlungsergebnis erzielt wurde – „Buy/Sell the news“ ist für den Investor in 2017 dann als eine Chance auf eine Trendbewegung anzusehen. Es sollte sich allerdings um eine moderate Trendbewegung handeln und nicht um Extremtrends wie von 1981 bis 1985 oder von 2002 bis 2008.

4.5 Schweizer Franken

Die Schweizerische Nationalbank kauft unvermindert Euro. Sie versucht, den Euro von der Parität zum Franken fernzuhalten.

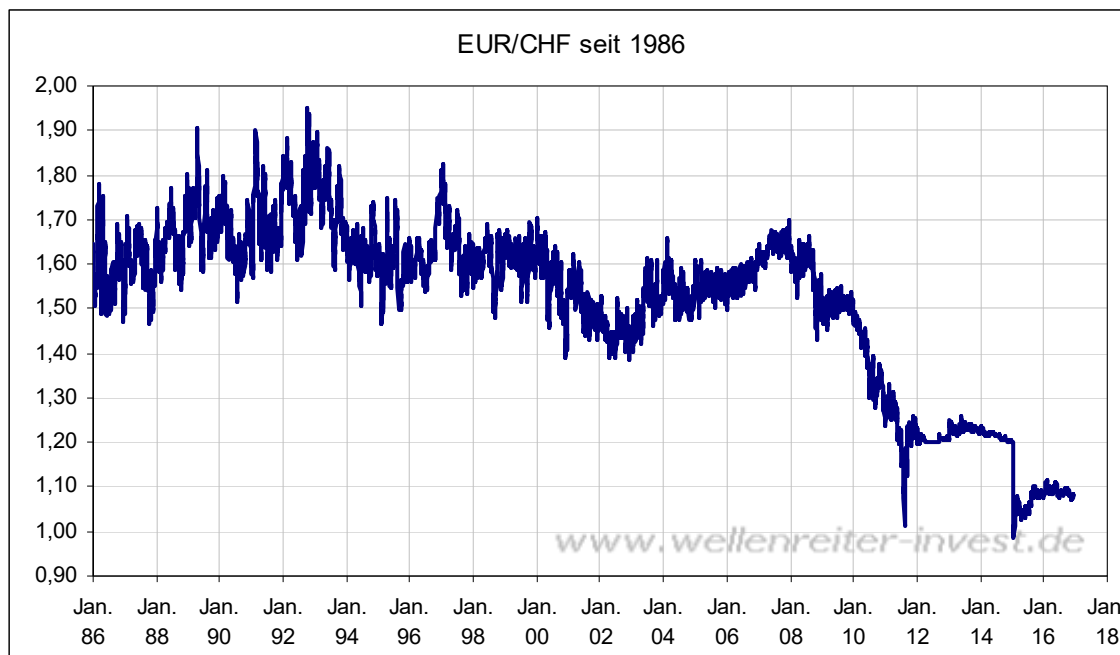


Abb. 4.17: EUR/CHF seit 1986

Das Unterfangen dürfte insbesondere in den ersten beiden Monaten des Jahres 2017 schwierig werden, da der Druck auf den Euro weiter zunehmen dürfte. Ein dritter Test der Parität nach 2011 und 2015 steht an. Im Laufe des Jahres – insbesondere in der zweiten Jahreshälfte - sollte allerdings der Druck auf den Euro nachlassen, was die SNB durchatmen lassen würde. Aus Sicht des Preisniveaus würde erst eine Rückkehr in den Bereich von 1,20 eine gewisse Normalität schaffen.

5. Der Rohstoffmarkt

5.1 Rohstoffmarkt langfristig

Der Reuters-CRB-Index kopiert interessanterweise schon seit einigen Dekaden sein dreißig Jahre zurückliegendes Verlaufsmuster. Das Jahr 2017 würde dem Jahr 1987 entsprechen (folgender Chart).

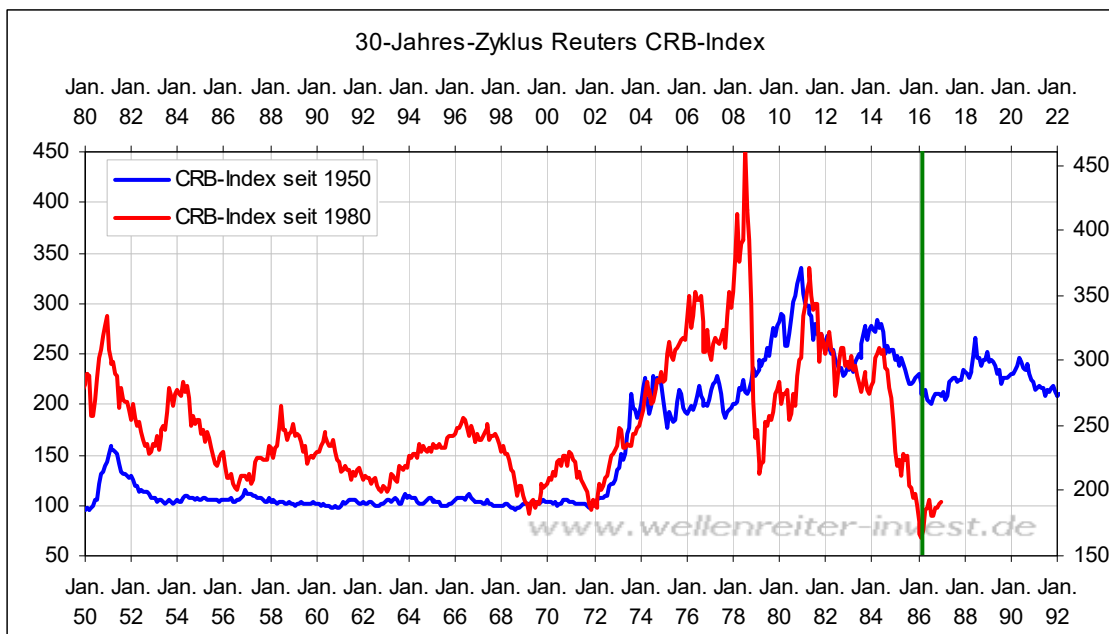


Abb. 5.1: Reuters CRB-Index Zyklus

Im vorhergehenden Jahresausblick schrieben wir, dass nach diesem Zyklus im Jahr 2016 mit einem Rohstofftief zu rechnen wäre. Tatsächlich trat das Preistief im Februar 2016 ein. Der Verlaufsvergleich sieht eine Aufwärtsphase bis zum Jahr 2018 vor. Vor 30 Jahren bildete sich ein zweites höheres Preistief aus. Dieses war die Basis einer deutlichen Erholung bis 1988. 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 berücksichtigt 17 Rohstoffe.

Der Euro/Dollar korreliert langfristig positiv mit dem CRB-Index. Auch wenn sich Divergenzen ergeben, so erfolgen die großen Trendbewegungen gemeinsam. Man sollte daher erwarten, dass eine gegensätzliche Bewegung zwischen Rohstoffen und Euro/Dollar zwar für einige Monate vorkommen kann, aber die Regel ist dies nicht. Nehmen wir an, die Rohstoffe würden tatsächlich bis zum Jahr 2018 einen Aufwärtstrend zeigen. In einem solchen Fall würde der Euro/Dollar sich kaum länger als einige Monate gegen eine solche Bewegung wehren können. Das erwähnte Beispiel des Preistiefs des CRB-Index 1986 ging mit einem deutlich steigenden Euro/USD einher (siehe Kreis folgender Chart).

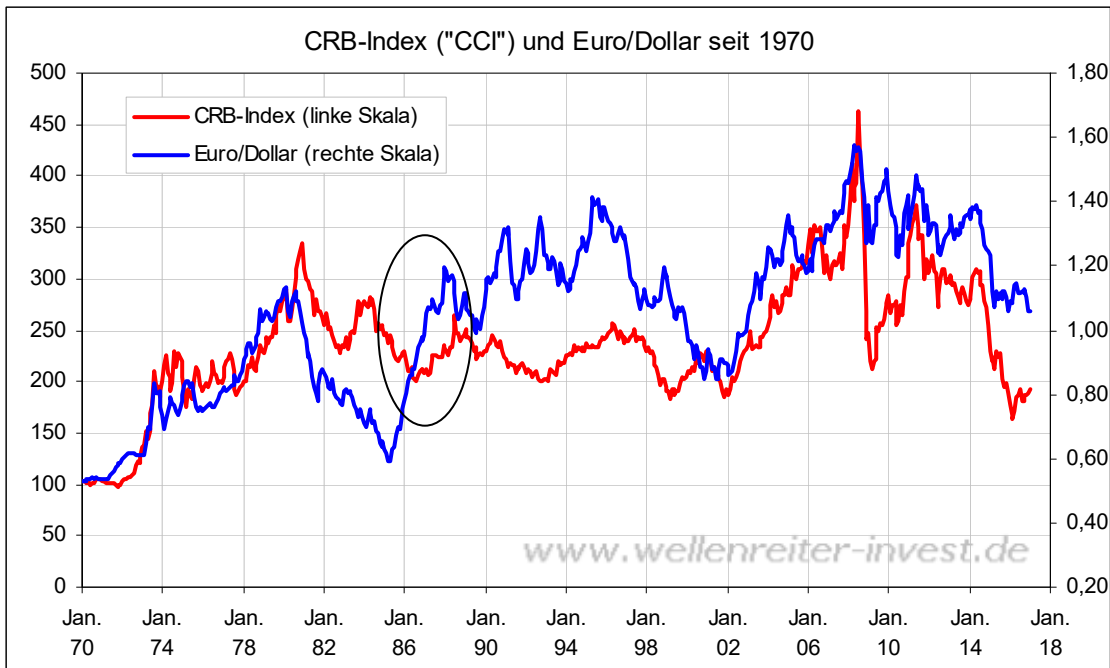


Abb. 5.2: Euro/Dollar und CRB-Index

Der Plaza-Akkord 1985 war Ausgangspunkt einer Erholung bis 1987, der CRB-Index reagierte mit einer Zeitverzögerung. Das Preistief der Rohstoffe Ende 2001 war auch mit einer Divergenz gegenüber dem Euro/USD verbunden, da der CRB-Index keine neuen Tiefs markierte. Eine solche Divergenz wie in 1986 und 2001 erwarten wir für die Entwicklung des CRB-Index für 2016 und 2017. Das Preistief des Index aus dem Februar 2016 wird Bestand haben, ein zweites höheres Preistief sollte sich in den ersten Wochen des neuen Jahres bilden.

Der CRB-Index und die US-Inflationsrate sind positiv korreliert. Aktuell zeigt sich eine Divergenz in der Form, dass die Inflationsrate dem CRB-Index vorausläuft.

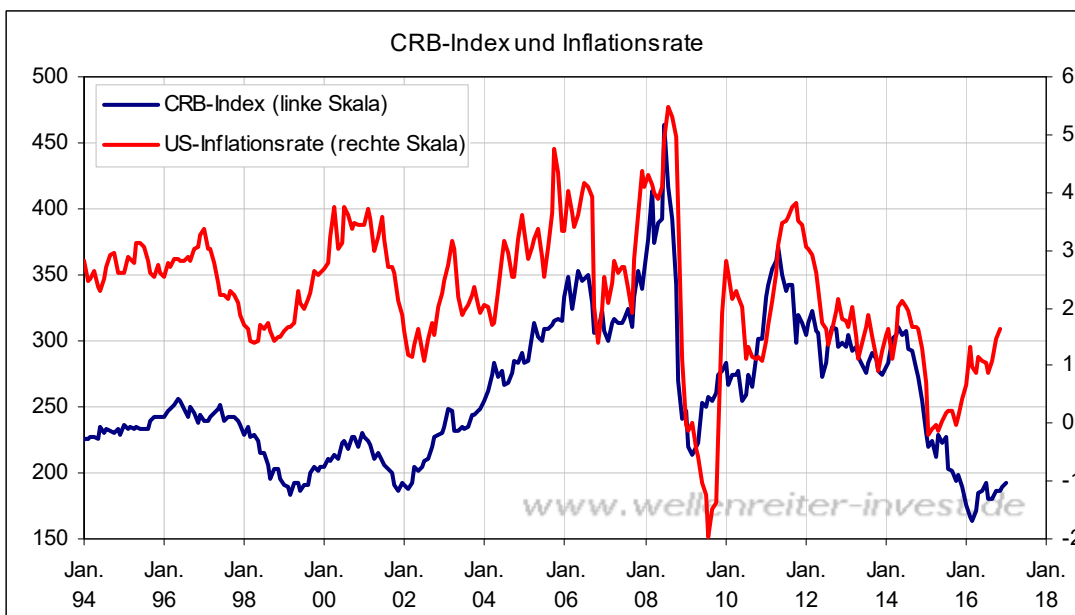


Abb. 5.3: CRB-Index und US-Inflationsrate

Dies dürfte auf die gehobene Bedeutung des Ölpreises für die Inflationsrate zurückzuführen sein. Der Ölpreis erholte sich deutlich stärker als der CRB-Index insgesamt. Bei einem weiteren Anstieg der Rohstoffpreise würde die US-Inflationsrate weiter steigen. Die US-Inflationsrate ist damit bereits in 2016 wieder in den Korridor der letzten 20 Jahre zurückgekehrt, der bis auf temporäre Ausreißer zwischen 1 und 4 Prozent lag. Bei einer weiteren Erholung des CRB-Index wird die US-Inflationsrate wieder in die Nähe der 3 Prozent-Marke steigen.

5.2 Erdöl

Der Welt-Erdöl-Verbrauch steigt seit Jahren kontinuierlich an. Eine Delle wurde lediglich in der Rezession von 2007 bis 2009 verzeichnet. Etwa 95 Mio. Barrel Öl werden täglich konsumiert.

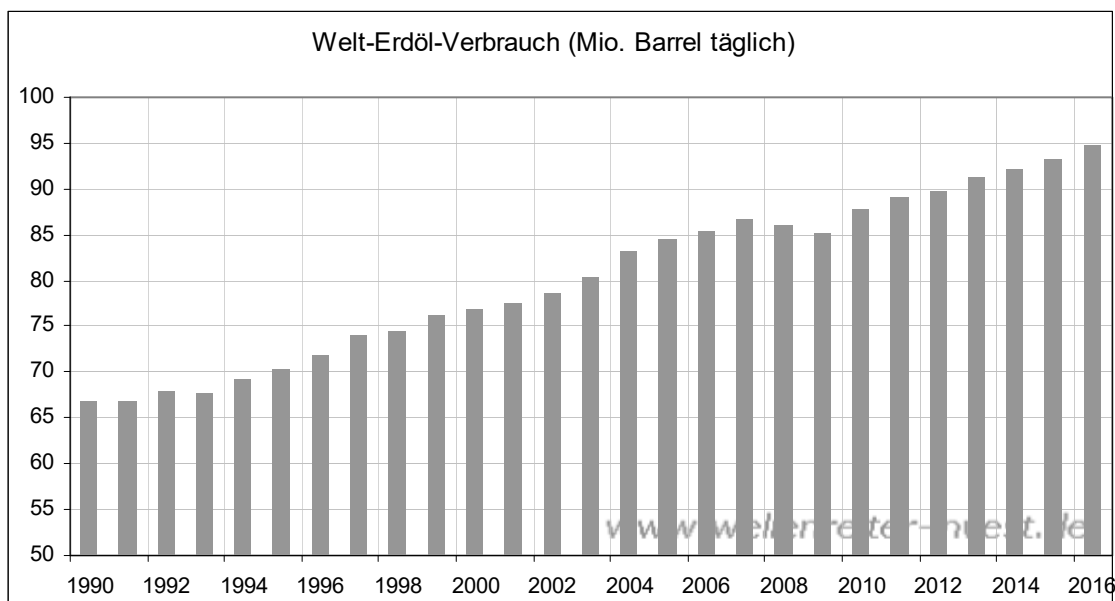


Abb. 5.4: Welt-Erdöl-Verbrauch

In Europa stagniert die Erdöl-Nachfrage seit 30 Jahren, in den USA seit dem Jahr 2007. China und Indien sorgen für das Wachstum des globalen Erdöl-Verbrauchs.

Die US-Erdölproduktion fällt seit Juni 2015. Noch in 2014 machte eine Produktionsausweitung auf 14 Mio. Barrel/Tag bis zum Jahr 2020 die Runde. Im Dezember 2016 wurden täglich 8,7 Mio. Barrel/Tag gefördert. Seit dem Tief im September 2016 mit 8,4 Mio. steigt die Fördermenge wieder an.

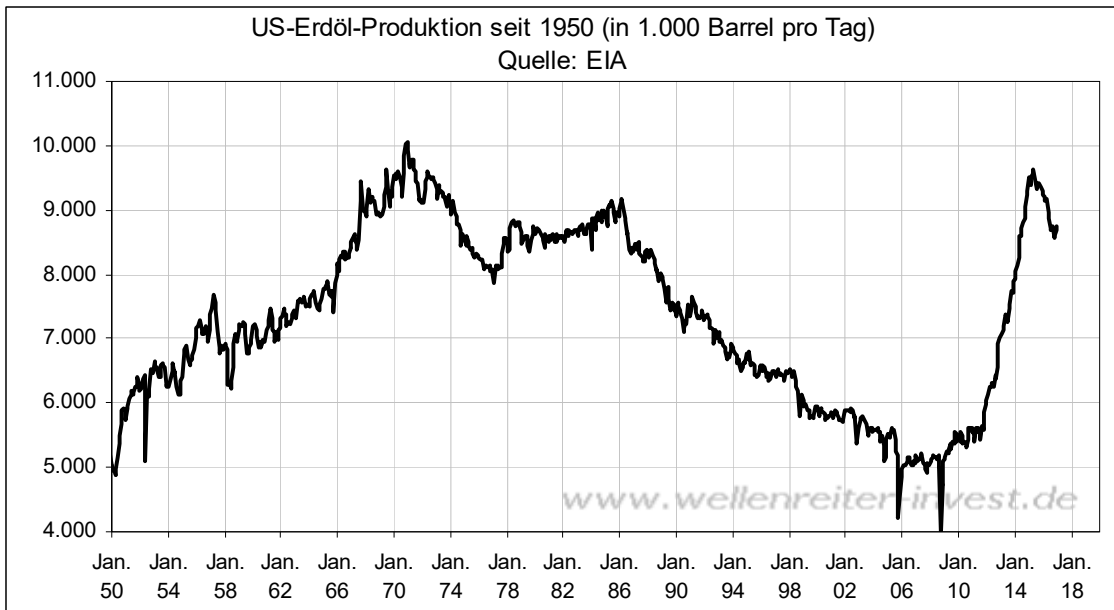


Abb. 5.5: US-Erdöl Produktion

Für das Gesamtjahr 2017 erwartet die US-Energiebehörde EIA eine Produktion in ähnlicher Größenordnung wie im Jahr 2016. Bei einem Rückgang des Ölpreises auf 40 US-Dollar erscheint die Annahme zu optimistisch, bei steigenden Ölpreisen zu pessimistisch. Höhere Preisniveaus des Ölpreises würden mit Zeitverzögerung zu einer erhöhten Produktion in den USA führen, die den Anstieg des Ölpreises begrenzen würde.

In den Jahren 2014 und 2015 bestand ein Überangebot an Öl, ausgelöst durch eine überproportional gestiegene Produktion. Das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage hat sich in 2016 deutlich reduziert, zuletzt aber wieder ausgeweitet.

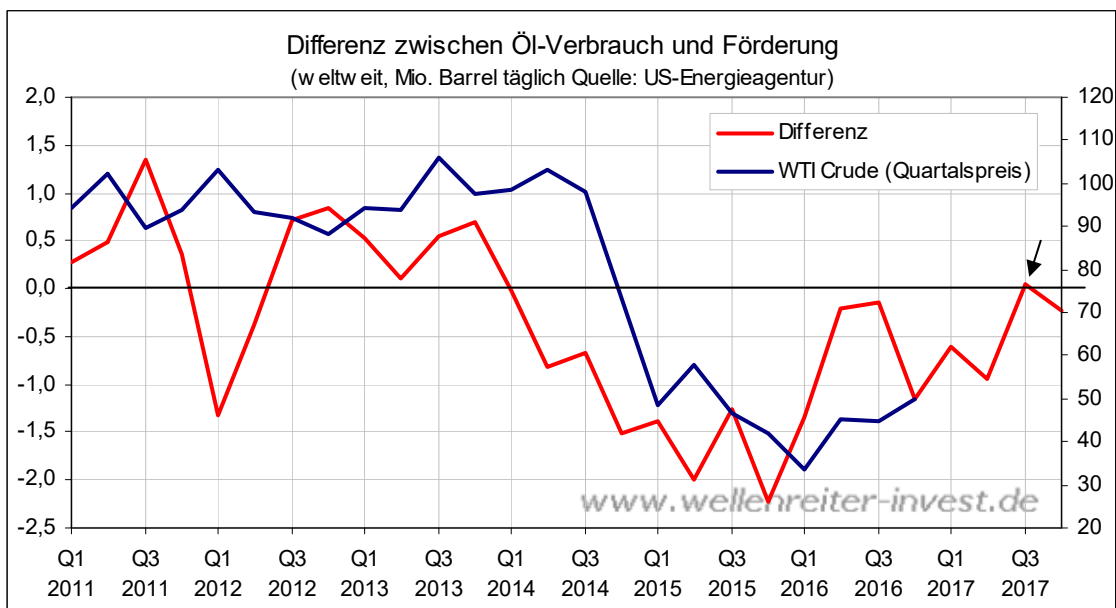


Abb. 5.6: Differenz Ölverbrauch und Förderung

Nach den EIA-Planzahlen soll im dritten Quartal 2017 ein Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage gefunden werden (siehe Pfeil obiger Chart). Käme dies so, wäre bis zu diesem Zeitpunkt ein Preisanstieg zu erwarten.

Der Langfristtrend des Ölpreises bleibt intakt. Zwar wurde die wichtige 40-Dollar-Marke im Dezember 2015 unterschritten, konnte allerdings im April 2016 zurückerobert werden. Mehr als ein Ausrutscher war auf das in unserem vorherigen Jahresausblick genannte Ziel von 25 US-Dollar war es nicht. Die Bedeutung der 40-Dollar-Marke ist auf dem folgenden Chart erkennbar.

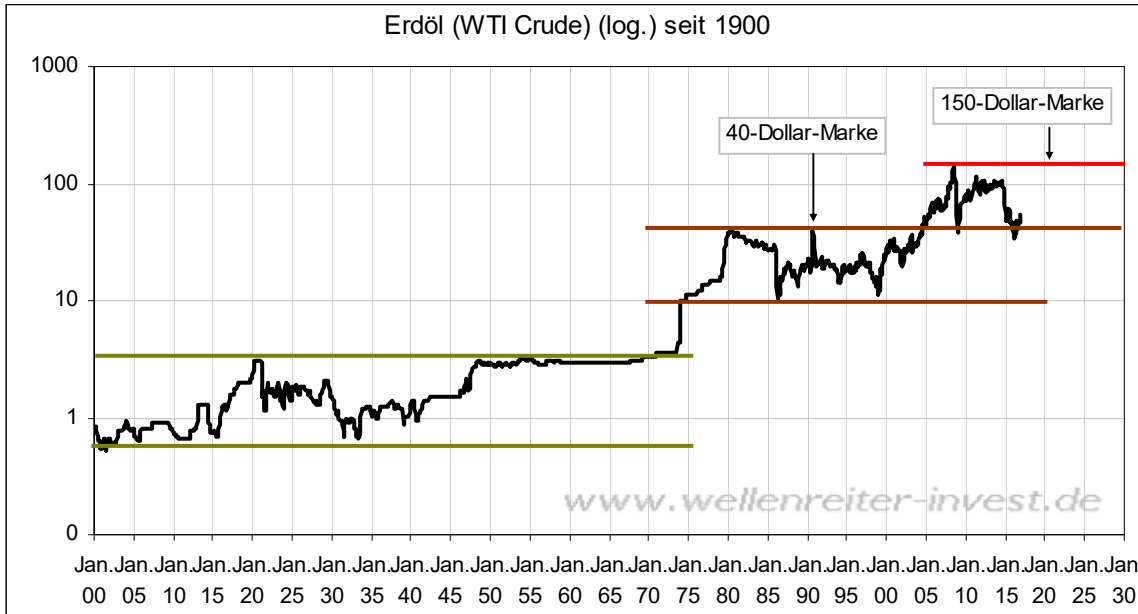


Abb. 5.7: Ölpreis seit 1900 Stufenchart

Der Ölpreis hat die Angewohnheit, sich für längere Zeit in größeren Handelsspannen aufzuhalten. So verbrachte er 30 Jahre im Bereich zwischen 10 und 40 US-Dollar. Bereits seit elf Jahren notiert er im Bereich zwischen 40 und 150 US-Dollar.

Für die Beibehaltung einer solchen Spanne spricht auch der Verlaufsvergleich mit den 1980er Jahren (folgender Chart).

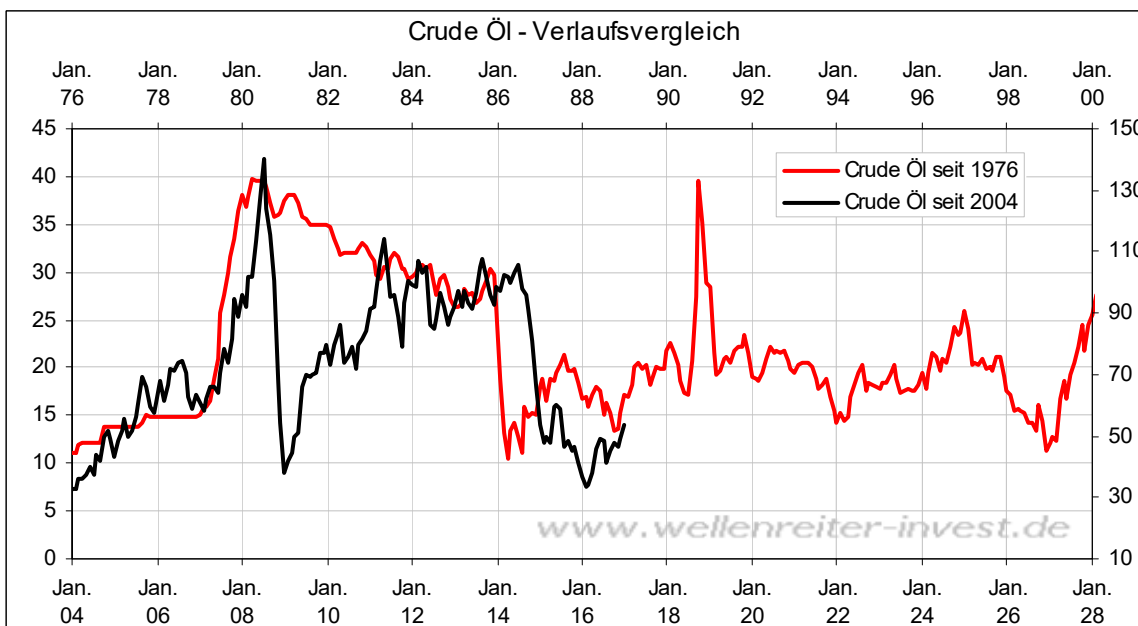


Abb. 5.8: Verlaufsvergleich 1986 und 2014

Allerdings wird sich der Ölpreis in den kommenden 12 Monaten in einer wesentlich engeren Handelsspanne bewegen. Nach dem Rückgang in 1985/1986 bildete sich ausgehend vom Preistief bei 10 US-Dollar eine obere Handelsspanne bei 20/22 US-Dollar aus. Aus dieser brach der Ölpreis nur temporär durch die Invasion des Irak in den Kuwait aus, ansonsten hielt diese Handelsspanne 10 Jahre an. Das Tief von 1986 bei 10 US-Dollar wurde in den Folgejahren nicht wieder erreicht, es bildeten sich höhere Preistiefs aus. Übertragen auf das finale Preistief bei 26 US-Dollar im ersten Quartal 2016 sind somit Preise im Bereich 55-65 US-Dollar als obere Handelsspanne zu erwarten, die untere Begrenzung ist die Marke von 40 US-Dollar. Am Ende bildet sich ein neuer Gleichgewichtspreis.

Bei der Suche nach dem neuen Gleichgewichtspreis hat die OPEC in Zusammenarbeit mit Russland eine Fördermengenkürzung zum 01.01.2017 beschlossen, die die Fördermenge auf 32,5 Mio Barrel/Tag begrenzen soll. Dies ist der erste Schritt der Produktionsmengenkürzung seit dem vierten Quartal 2008, als damals die Nachfrage einbrach. Diesmal geschieht der Schritt in einem stabilen ökonomischen Umfeld, indem die Nachfrage nach Öl noch ansteigt.

Am Horizont taucht mit der langsam aufkommenden Substitution der Autos mit Verbrennungs- durch Elektromotoren ein nachfragedämpfender Faktor auf. Dieser Faktor wird allerdings in 2017 noch keine wesentliche Rolle spielen. Bei aller Vorsicht über die Disziplin der OPEC-Länder unterstreicht dieser Schritt das Bemühen der OPEC-Länder für eine Stabilisierung des Ölpreises. Damit ändern die OPEC-Länder ihre Strategie, die zuvor das Ziel hat, die US-Produktion über einen Preiskampf zu dämpfen. Eine Stabilisierung des Ölpreises besitzt zudem eine positive Rückkopplung auf die wirtschaftliche Entwicklung der Ölförderländer, die in der Abschwungphase des Ölpreises in eine starke Rezession fielen.

Die Abhängigkeit der Ölpreisentwicklung von Klima- und Wetterveränderungen belegt der folgende Chart. So führte der starke El-Nino 2015/2016 zu einer extremen Erwärmungsspitze (siehe Pfeil folgender Chart), die den Ölpreis drückte.

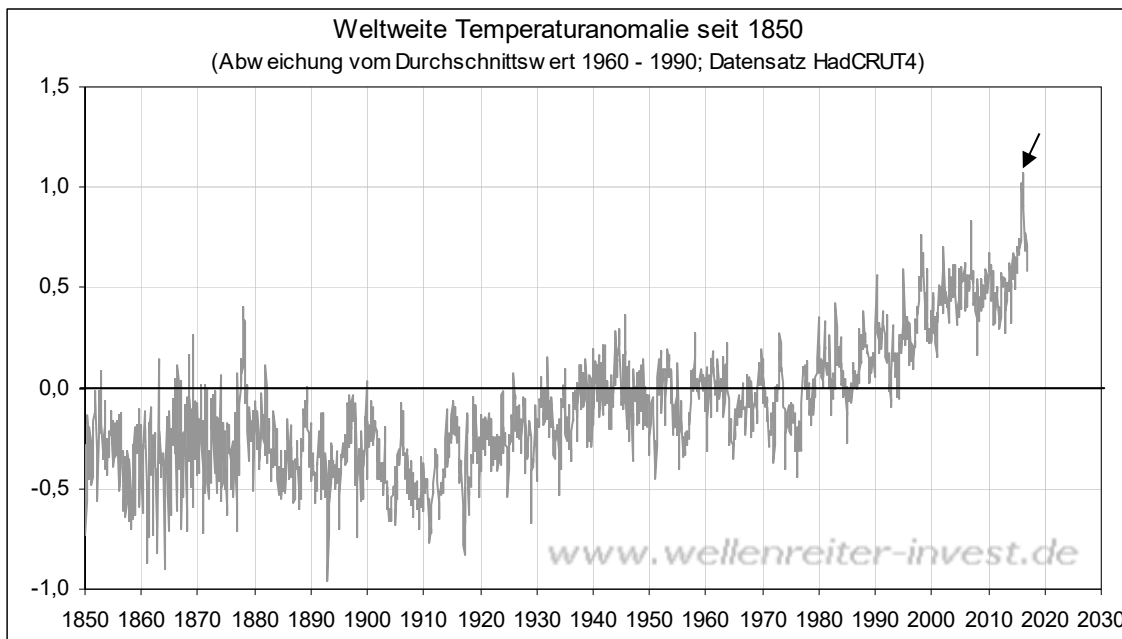


Abb. 5.9: Weltweite Temperaturanomalie seit 1850

Die positive Korrelation zwischen dem Ölpreis und dem El-Nino/La-Nina-Zyklus stellen wir mit Hilfe des folgenden Charts dar.

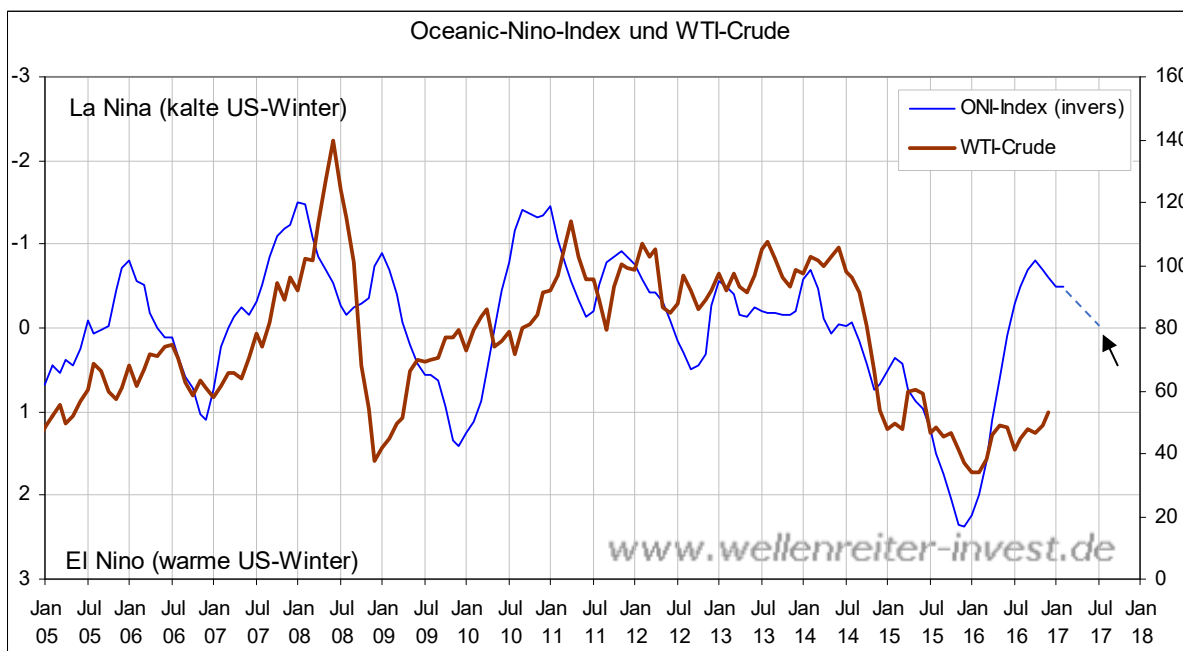


Abb. 5.10: Oceanic-Nino-Index und WTI Crude

La-Nina-Phänomene führen zu einem steigenden Ölpreis, während ein starker El-Nino wie 1997/98 oder 2015/16 den Ölpreis deutlich fallen lässt. Auch der Anstieg des Ölpreises im Jahr 2008 und der anschließende Fall wurden dadurch begünstigt.

Mittlerweile hat sich ein La Nina ausgebildet. Die US-Wetterbehörde NOAA erwartet für die kommenden Monate eine Abschwächung. Der ONI-Index soll im Juli 2017 auf seiner Null-Linie liegen (siehe Pfeil obiger Chart). Ein größerer Anstieg des Ölpreises gegen diesen Indikator erscheint unwahrscheinlich.

Auf dem aktuellen WTI-Crude-Wochenchart ist mit dem preislichen Doppeltief im Januar/Februar 2016 das Ende der Baissephase erkennbar. Danach hat sich der Ölpreis in der Spitze verdoppelt und konsolidiert in einer breiten Handelsspanne im zweiten Halbjahr nach seiner Erholungsphase.

WTI Crude Wochenchart

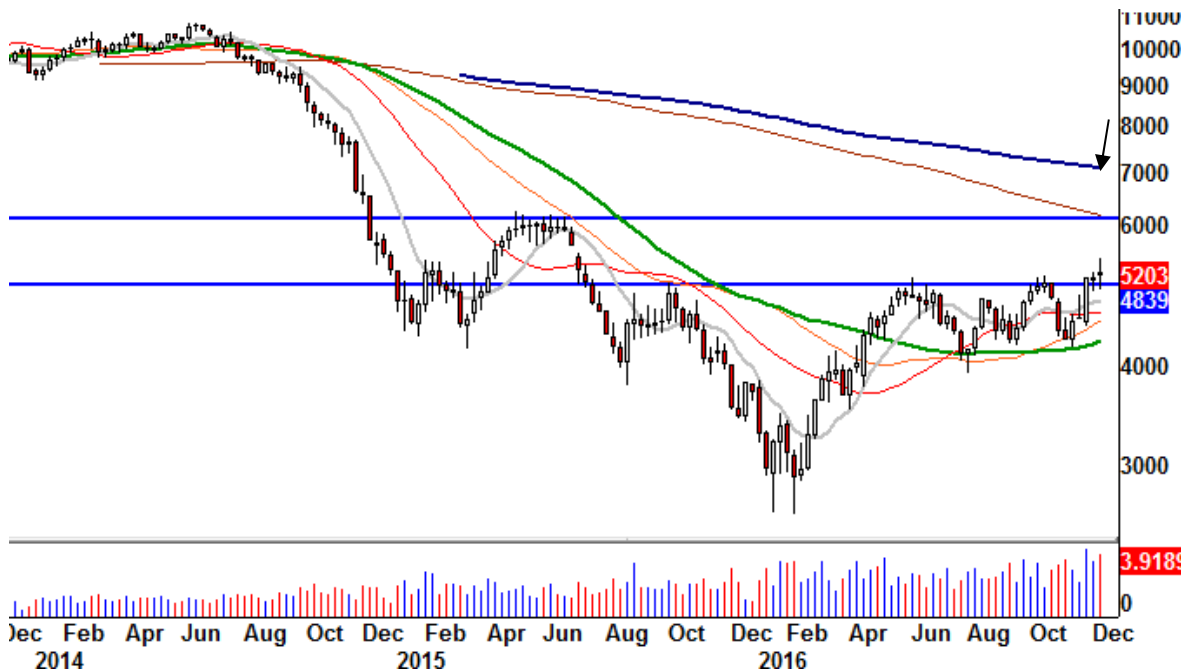


Abb. 5.11: WTI Crude Monatschart

Zuletzt ist der Erdölpreis deutlich angestiegen, was zu dieser Jahreszeit sehr ungewöhnlich ist. Die Entscheidung der OPEC zur Fördermengenkürzung hatte zu diesem Preisanstieg beigetragen. Ein nachhaltiger Ausbruch aus der Handelsspanne ist allerdings noch nicht erfolgt. Bei einem nachhaltigen Ausbruch aus der Handelsspanne lassen sich Kursziele mit Blickrichtung 60 bis 65 US-Dollar ableiten. Der fallende 4-Jahres-GD (siehe Pfeil obiger Chart) orientiert sich in 2017 in Richtung 65 US-Dollar. Ergänzend betrachten wir die Terminmarktdaten sowie die Saisonalität.

Die vergleichsweise hohe Spekulation im Ölpreis ist kein besonders gutes Zeichen für einen weitergehenden deutlichen Preisanstieg (folgender Chart).

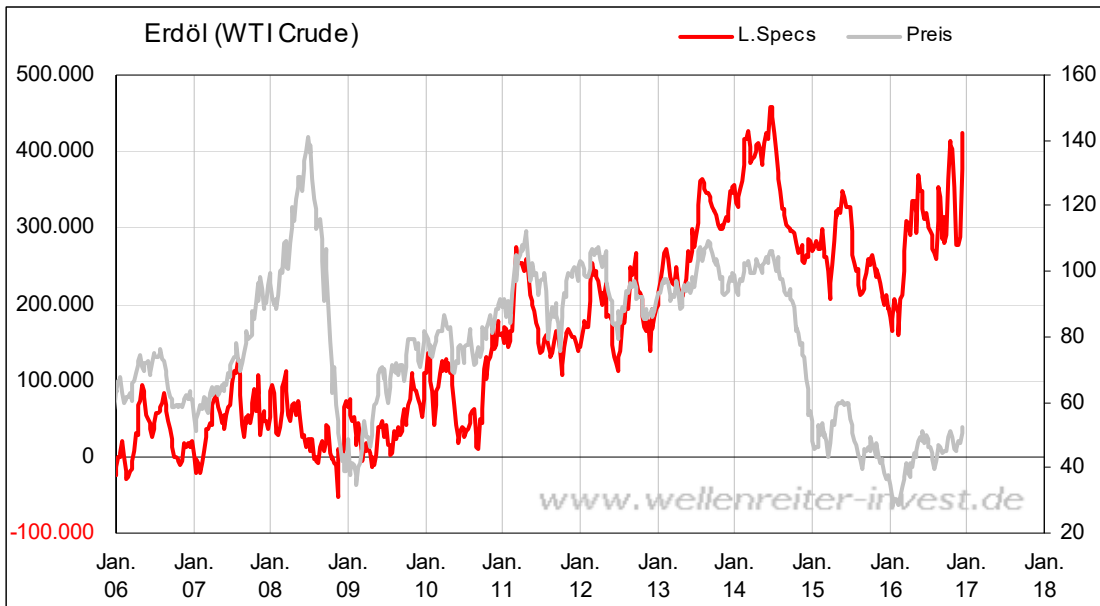


Abb. 5.12: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulanten

Der jüngste Preisanstieg bei Erdöl hat zu einem starken Anstieg der Spekulation geführt, der beinahe das höchste Niveau des Jahres 2016 wieder erreicht. Insofern ist der Raum für einen weiteren Anstieg begrenzt.

Der saisonale Verlauf des Ölpreises lässt zwischen Dezember und Februar ein Tief erwarten. In Nachwahljahren neigt der Ölpreis zu einer Aufwärtsbewegung bis zum Sommer/Herbst.

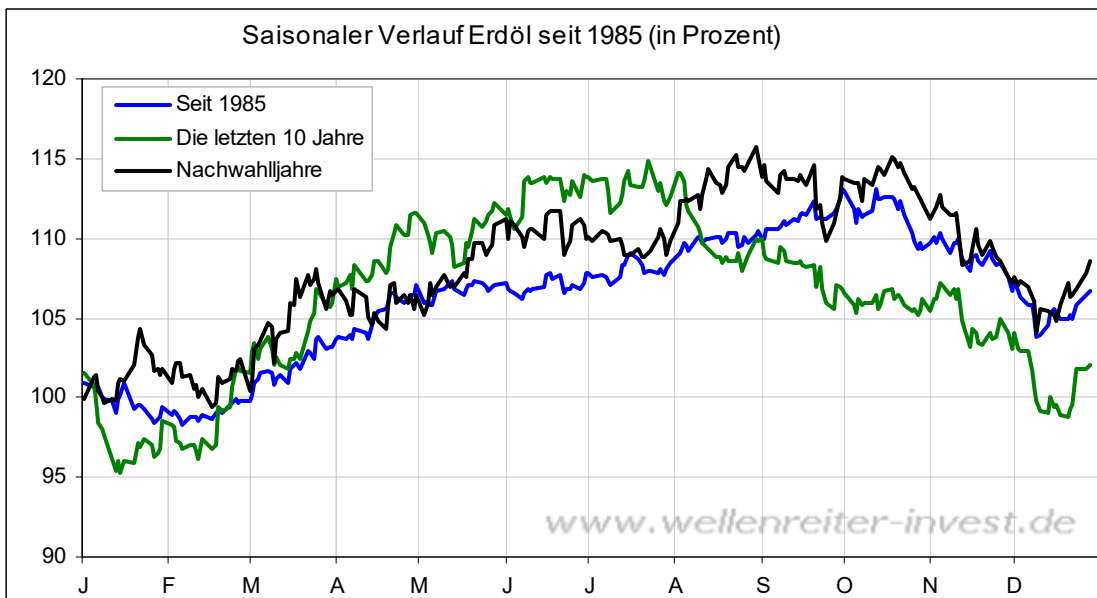


Abb. 5.13: Saisonaler Verlauf Erdöl

Das Muster eines Nachwahljahres hebt sich kaum vom durchschnittlichen Muster des Ölpreises ab. Demnach wäre eine Anstiegsphase von Februar bis August für 2017 zu erwarten, bevor sich die saisonal übliche Schwächephase bis in den Dezember auswirken sollte.

Die Preisdifferenz zwischen dem Front-Monat und dem Drei-Monats-Kontrakt gibt häufig dann ein Signal für ein Hoch im Ölpreis, wenn sie die Null-Linie überschreitet. Die Null-Linie bedeutet den Übergang vom Normalzustand Contango in die Backwardation.

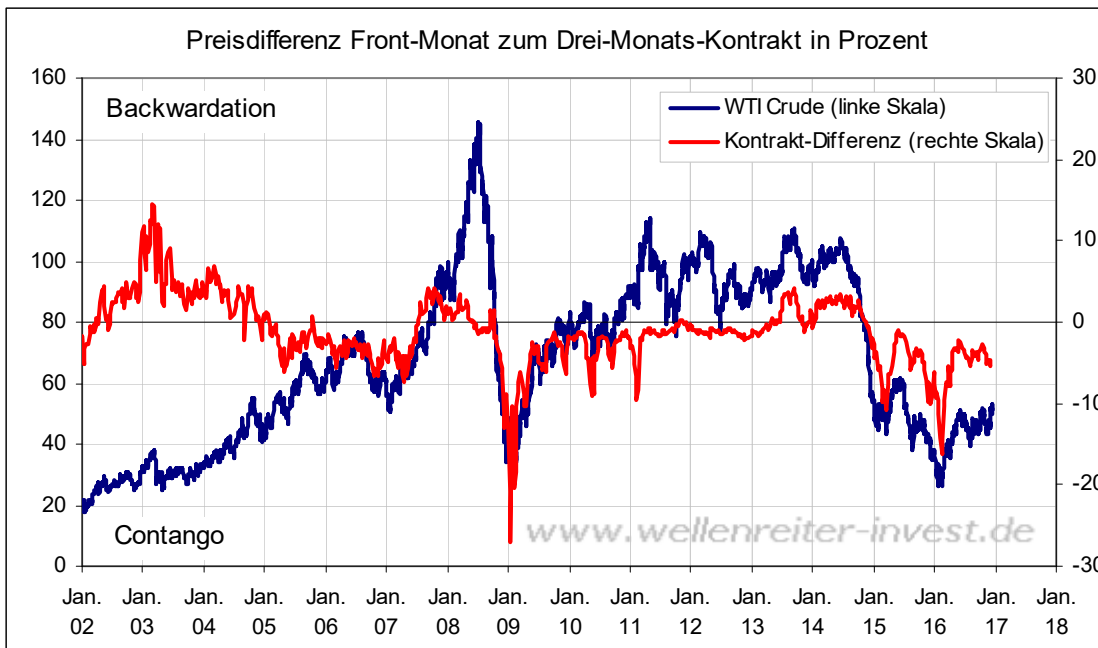


Abb. 5.14: Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent

Dieser Übergang hin zu einer Knappheit, wenn die kurzlaufenden Kontrakte teurer werden als die länger laufenden Kontrakte ist bisher nicht zustande gekommen. Auch die OPEC-Entscheidung hat nicht zu einer Reduzierung der Preisdifferenz geführt, so dass aus Sicht der Investoren die OPEC-Entscheidung bisher nicht als ein „Game Changer“ angesehen wird. Für ein wichtiges Preishoch müsste die Preisdifferenz nahe am Nullpunkt liegen.

Fazit

Da die Ölpreisentwicklung auch politischen Aspekten unterliegt, sind der Wunsch nach einer Preisstabilisierung und dem Erreichen eines etwas höheren Niveaus hinter der neuen Strategie der OPEC erkennbar. Die Investoren bilden diese Strategie am Terminmarkt mit einem starken Anstieg der Spekulation ab, ein wirklicher „Game Changer“ ist momentan nicht erkennbar. Eine Bewegung hin zu einer Knappheit am Markt mit einem Abbau des Contangos liegt nicht vor. Bei Auflösung des Contangos wäre mit einem Preishoch zu rechnen. Die saisonal starke Phase zwischen Februar und August wird den Beweis bringen, ob sich der Ölpreis im Bereich von 55 bis 65 US-Dollar festsetzen kann.

5.3 Gold

Der Goldpreis wird seit der Aufhebung der Bretton-Woods-Vereinbarung frei gehandelt. Den Großteil seines Anstiegs erzielte Gold in den inflationären 1970er Jahren.

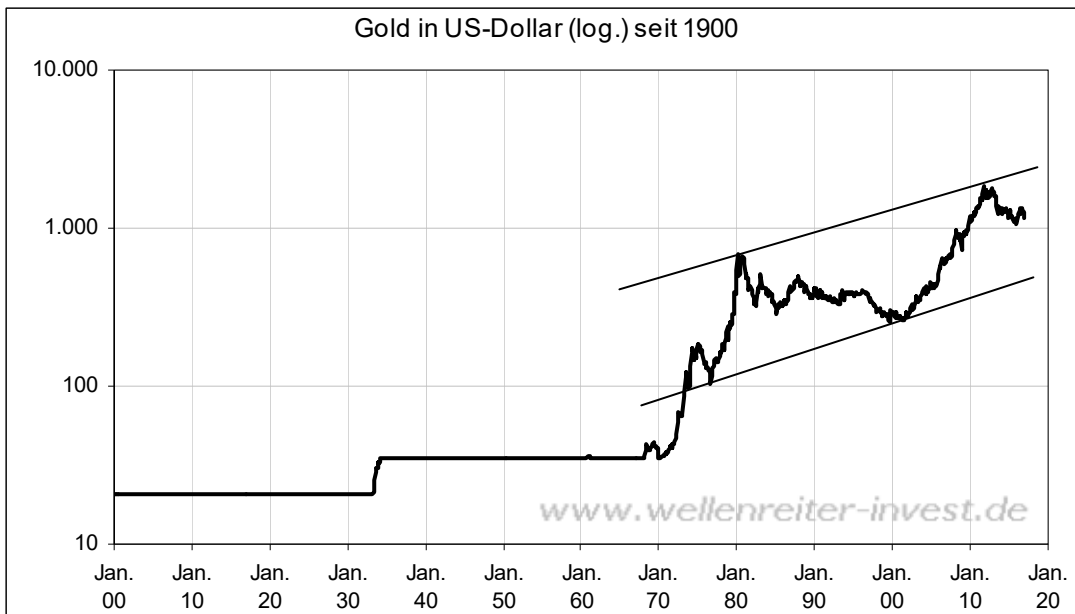


Abb. 5.15: Gold seit 1900

Der langfristige Aufwärtstrend bleibt intakt. Die 1.000-Dollar-Marke sowie das Monatshoch des Januar 1980 bei 800 US-Dollar sind wichtige Unterstützungen. Der mittelfristige Trend ist abwärts gerichtet, da Gold ausgehend von dem Preishoch in 2011 bis Dezember 2015 fiel und eine 38%-Korrektur auf die Verlustphase absolvierte.

Eine der wesentlichen Anhaltspunkte für die Goldpreisentwicklung findet sich in der Korrelation zu Anleihen und Inflationsraten.

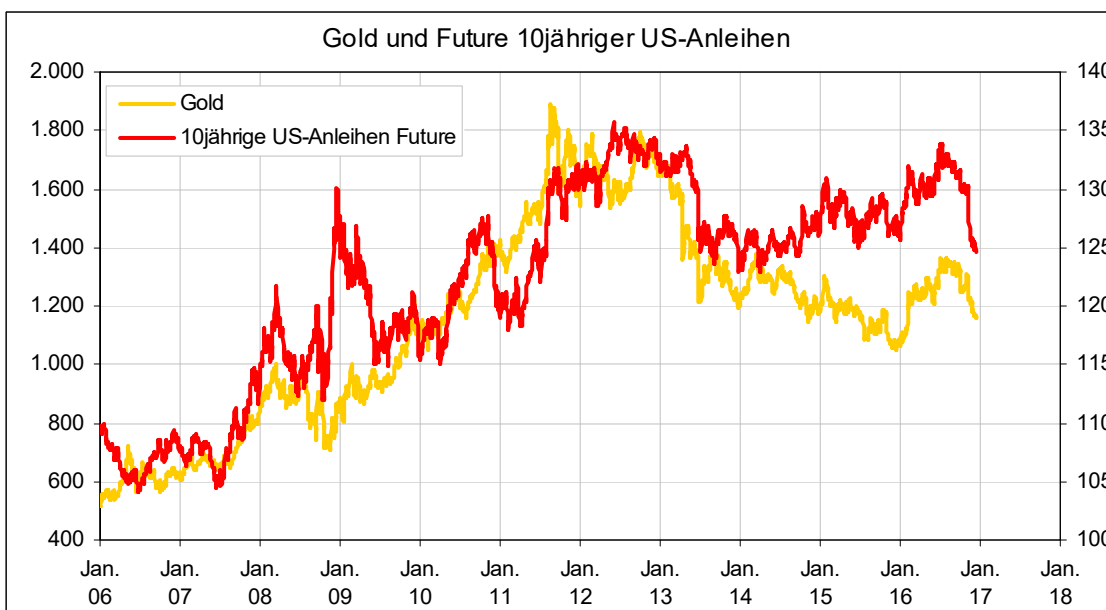


Abb. 5.16: Gold und Anleihen

Die Entwicklung zwischen Anleihen und dem Goldpreis verläuft in den letzten 10 Jahren mehr oder weniger parallel. Die Entwicklung der nominalen Rendite ist damit in den letzten Jahren neben der Entwicklung des US-Dollars ein wichtiger Einflussfaktor für die Goldpreisentwicklung gewesen. Die Fortsetzung des Abwärtstrends in Anleihen (= steigende Zinsen) würde demnach einen fallenden Goldpreis suggerieren. Doch ganz so einfach ist es nicht. Denn entscheidend ist der Realzins, also das Verhalten der Rendite unter Berücksichtigung der Inflationsrate (Zinssatz minus Inflationsrate).

Beispiel 1: Bei einer Rendite von 4 Prozent und einer Inflationsrate auf 2 Prozent notiert der Realzins bei +2 Prozent. Ein derart hoher Realzins (und eine Dollar-Hausse) wäre Gift für den Goldpreis.

Beispiel 2: Eine Rendite von 3 Prozent und eine Inflationsrate von 4 Prozent ergeben einen Realzins von -1 Prozent. In einer solchen Situation schwebt der Goldpreis auf Wolke Sieben.

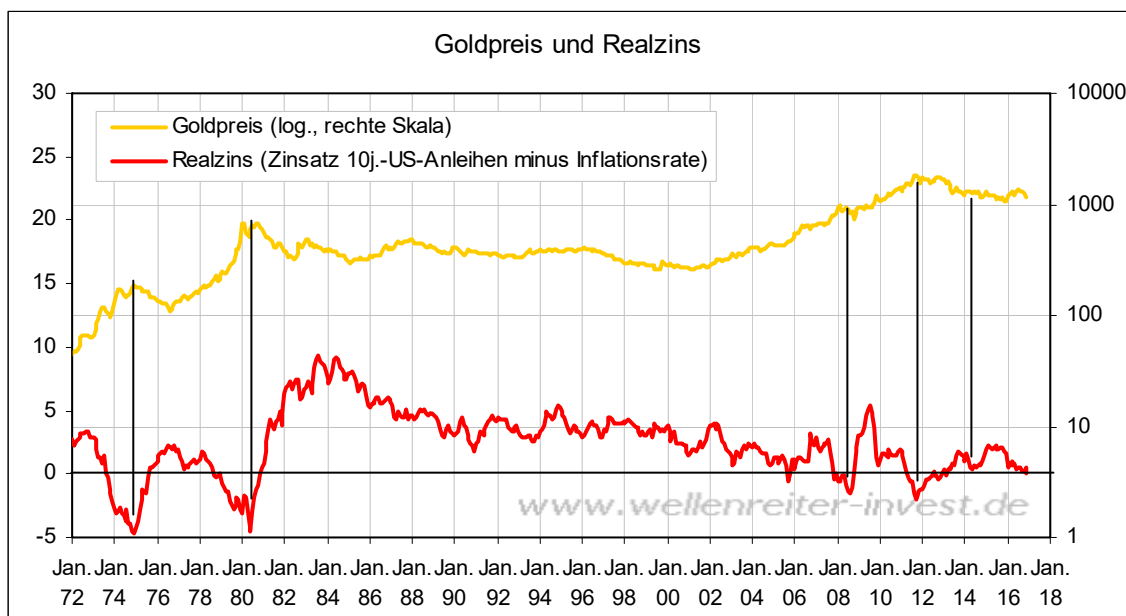


Abb. 5.17: Goldpreis und Realzins langfristig

Dieser Zusammenhang wurde an dieser Stelle häufig beschrieben. Der obige Chart zeigt jeweils die Stellen, an denen der Realzins zu steigen begann und den Goldpreis so nach unten drückte. Aktuell befindet sich der Realzins leicht über null. Denn die Rendite 10jähriger US-Anleihen notiert bei etwa 2,5 Prozent, während die US-Inflationsrate zum Jahresende 2016 etwa 2,3 Prozent betragen sollte.

Wir rechnen damit, dass die US-Inflationsrate in ihrem Wohlfühlkorridor verbleibt, also nicht über drei Prozent ansteigt. Allerdings ist mit einem negativen Realzins im ersten Halbjahr 2017 nicht zu rechnen.

Da zudem der Euro/USD im ersten Halbjahr zur Schwäche neigen sollte, fehlt ein positiver Einflussfaktor für die Goldpreisentwicklung.

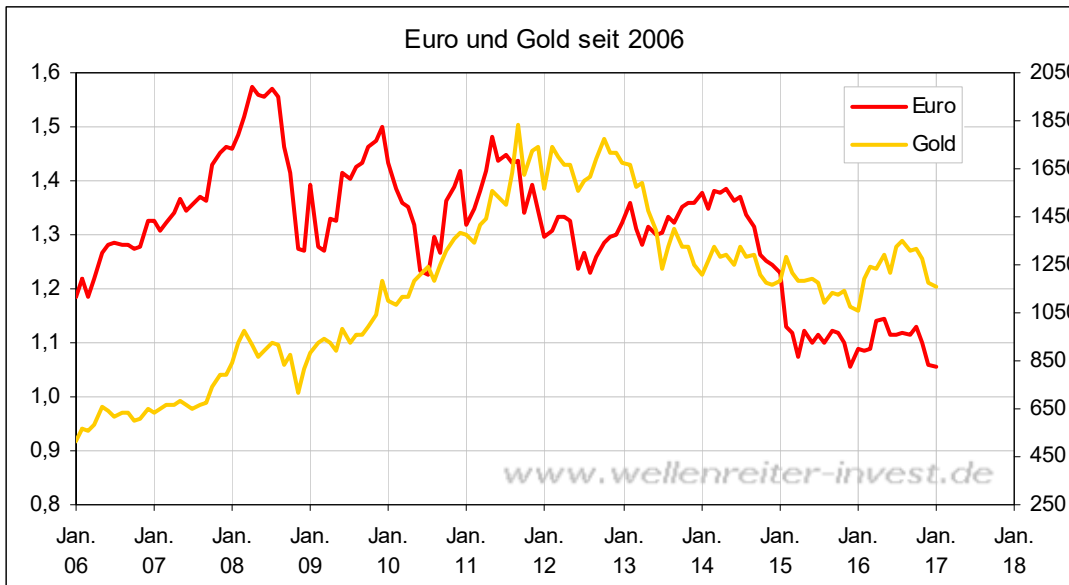


Abb. 5.18: Euro und Gold seit 2006

Sollte der Euro/USD zu Beginn des zweiten Halbjahres ein Preistief ausbilden, hat der Goldpreis Chancen auf eine positive Entwicklung. Zuletzt war diese Korrelation zwischen Dezember 2015 und Anfang Mai 2016 zu beobachten.

Die zyklische Seite des Nachwahljahres zeigt ein unterdurchschnittliches Verhalten des Goldpreises an.

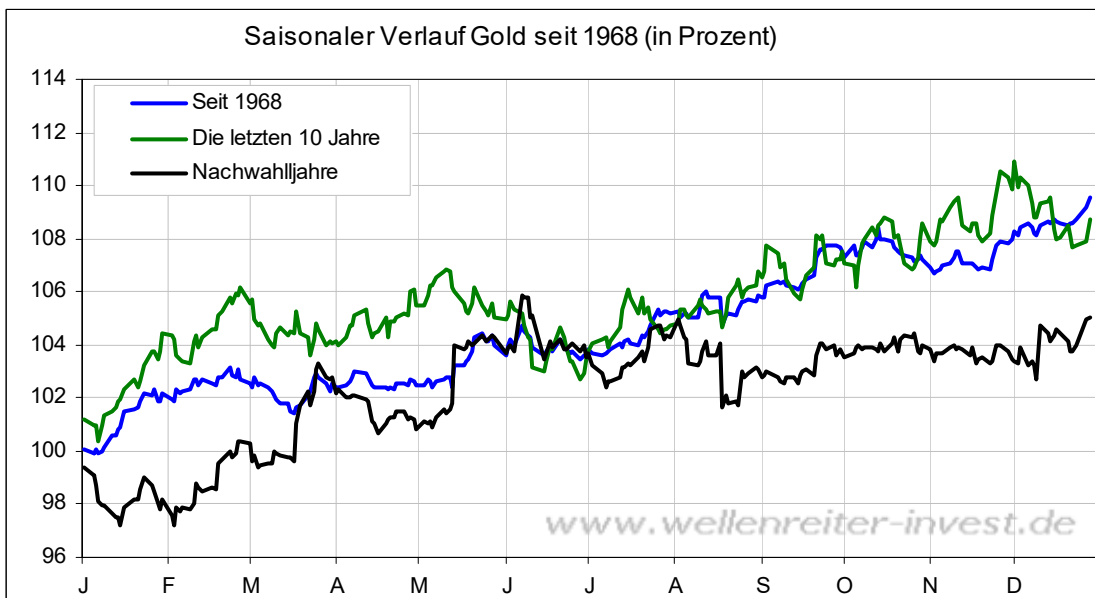


Abb. 5.19: saisonaler Verlauf Gold

Entgegen der üblichen Zyklizität neigt der Goldpreis in den ersten Wochen des neuen Jahres zur Schwäche, bevor er sich bis in den Mai/Juni erholt. Danach folgt allerdings eine Stagnation, eine Trendphase ist in einem Nachwahljahr unüblich.

Am US-Terminmarkt haben sich die Gemüter beruhigt. Die exzessive Long-Spekulation zur Jahresmitte beendete die Aufwärtsbewegung. Eine Rückkehr zur Null-Linie würde das Ende der Abwärtsbewegung signalisieren (folgender Chart).

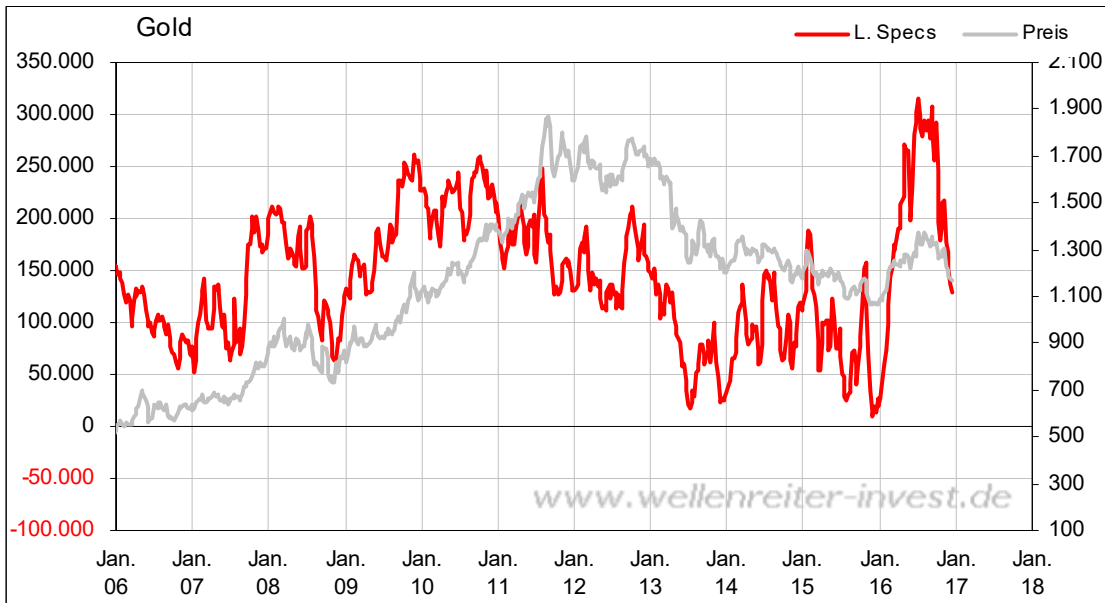


Abb. 5.20: Goldpreis und Positionierung Großspekulant

Daher ist zunächst in den kommenden Wochen noch mit einem Exodus der Großspekulanten zu rechnen, so dass eine Art Test des Preistiefs vom Dezember 2015 zu erwarten ist.

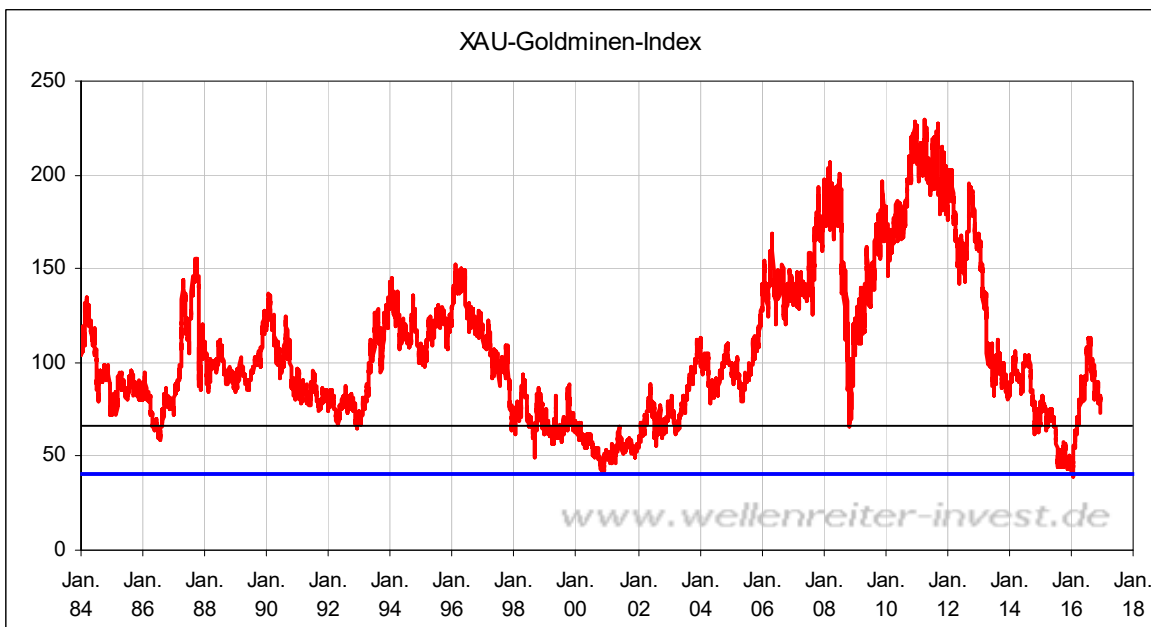


Abb. 5.21: XAU-Goldminen-Index

Der Goldminenindex bildete Anfang 2016 auf dem Niveau des Tiefpunkts von 2001 ein Preistief. Die Geschwindigkeit, mit der sich die Goldminen vom Boden lösten, war sehr hoch. Eine Unterstützung befindet sich im Bereich von 61 bis 63 Punkten (Jahre 2008, 2014, 2015, siehe schwarze Linie obiger Chart).

Fazit

Der Goldpreis steht am Anfang des neuen Jahres unter Druck und nähert sich seinen Preistiefs der Baisse 2011-2015. Er zeigt bedeutende relative Schwäche gegenüber dem Ölpreis. Im Herbst dürfte ein positives Zeitfenster für den Goldpreis bestehen, wenn sich der Euro/Dollar erholt und die Rendite zu fallen beginnt.

5.4 Silber, Platin, Palladium

Der Silberpreis befindet sich in einem langfristigen Aufwärtstrend.

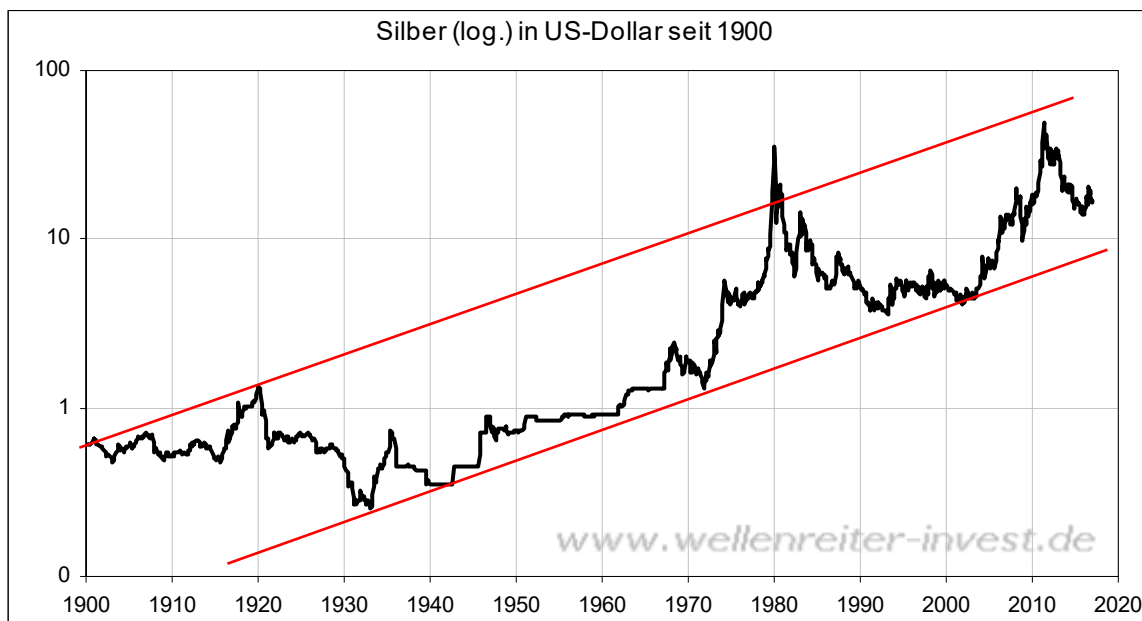


Abb. 5.22: Silber langfristig

Die untere Trendlinie verläuft im Bereich von 8 bis 10 US-Dollar. Es ist nicht anzunehmen, dass Silber aus diesem Langfristtrend herausfällt, sodass die Marke eine formidable Unterstützung darstellt.

Die blaue Linie auf dem folgenden Chart stellt die 14-Dollar-Marke und eine mittelfristige Unterstützung dar.

Silber Monatschart

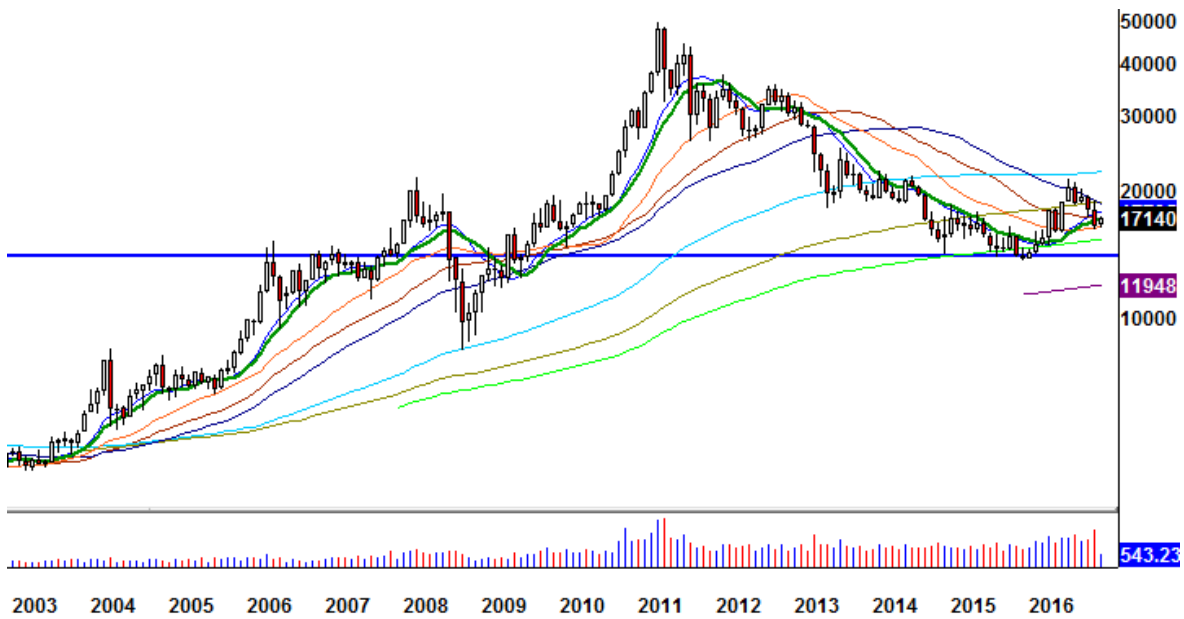


Abb. 5.23: Silber Monatschart

Silber müsste bei einem positiven Wirtschaftswachstum relative Stärke zu Gold zeigen. Die im Februar 2016 erfolgte Umkehr der Silber-Gold-Ratio würde sich fortsetzen (folgender Chart).



Abb. 5.24: Silber/Gold-Ratio

Platin und Palladium zeigen eine kurzfristig gegenläufige Entwicklung. Während Palladium seit Februar 2016 deutlich stieg, zeigt Platin nach unten. Generell laufen die Edelmetalle aber in ähnliche Richtungen.

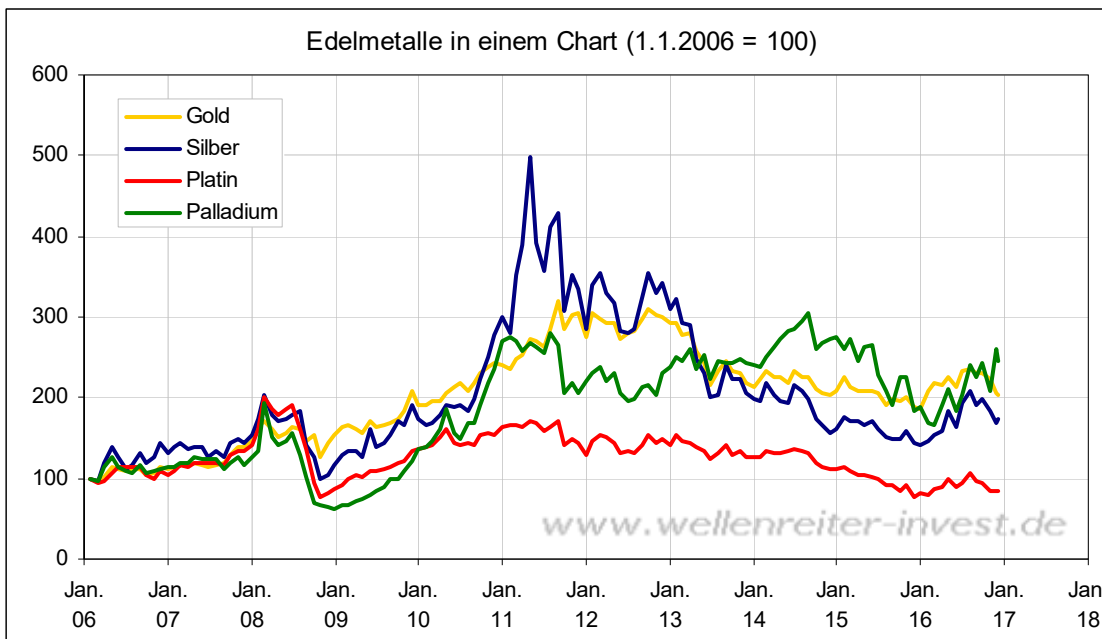


Abb. 5.25: Edelmetalle in einem Chart

Insofern ist im Sektor seit 2011 keine Hausse zu erkennen. Die Fortschritte in der Technologie der Elektroautos werden auf die Preisbildung von Platin und Palladium einwirken. Sollte sich in den kommenden Jahren ein Substitutionseffekt E-Autos versus Verbrennungsmotoren einstellen, werden Katalysatoren, die ja bekanntlich Platin oder Palladium benötigen, weniger nachgefragt werden. In diesem Fall wäre es für Platin schwierig, die Rolle als Frühindikator für den Goldpreis aufrecht zu erhalten.

5.6 Kupfer

Der Kupferpreis zog erst spät im Jahr 2016 nach oben. Damit kam es zu einer dem Goldpreis entgegengesetzten Bewegung.

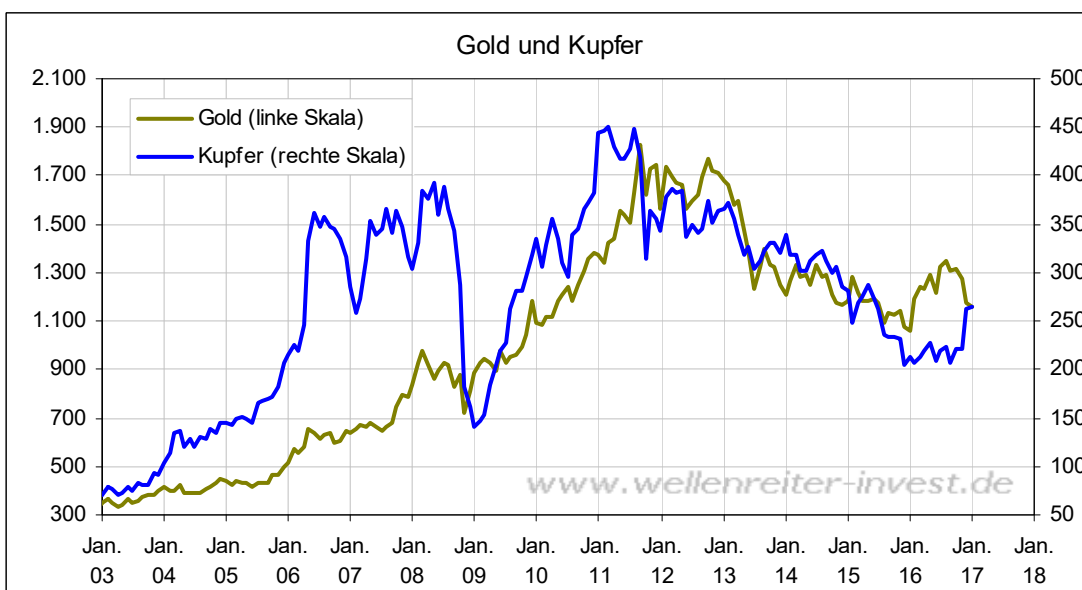


Abb. 5.26: Kupfer Tageschart

Eine solche Divergenz hält üblicherweise nicht lange an. Insofern nehmen wir an, dass der Kupferpreis zwar „verspätet“ auf den Goldpreisanstieg des Frühjahrs reagiert hat, allerdings kein neuer nachhaltiger Aufwärtstrend gestartet ist.

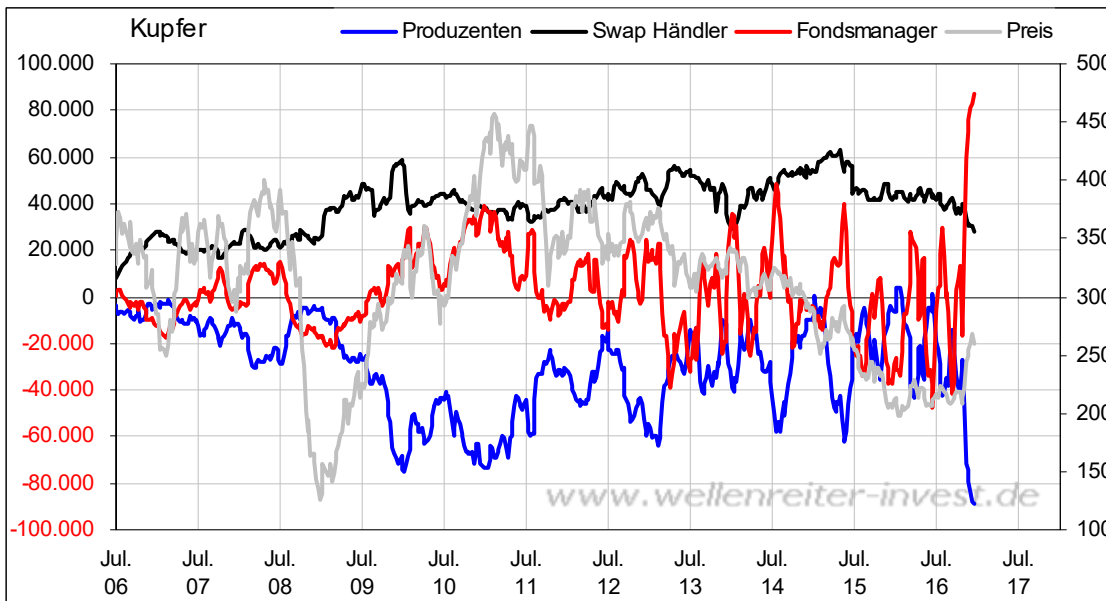


Abb. 5.27: Terminmarktdaten Kupfer

Der Preisanstieg des Kupferpreises kann als „Trump Jump“ angesehen werden, er zeigt einen historisch extrem starken Anstieg der Spekulation an. Damit wird der Kupferpreis in den kommenden Monaten anfällig für einen Preisrückgang.

Gesamtfazit

Die Metalle sind zunächst nicht „the place to be“. Die Bärenmarktrallies des ersten Halbjahres 2016 konnten nicht gehalten werden, so dass sich der Blick auf die Preistiefs vom Dezember 2015 bei Gold, Silber und Platin richtet. Der Goldpreis neigt saisonal unüblich in Nachwahljahren bereits zu einem frühen Tief. Der Kupferpreis ist nach seinem deutlichen Preisanstieg in den letzten Wochen durch eine historisch extreme Spekulation belastet und dürfte daher auch zur Schwäche neigen. Eine bessere Phase im Sektor ist zu erwarten, wenn der Euro/USD ein Preistief ausbildet.

6. Der Aktienmarkt

6.1 Bewertung

Im Sommer 2016 bemängelten viele Banken in ihren Einschätzungen die hohe Bewertung von Aktien und sahen daher zunächst keine weitere Perspektive für Kursgewinne. Die Bewertung von Aktien spielt beim Timing keine große Rolle, denn teure Aktien können noch teurer werden. Hinzu kommt, dass sich die Perspektiven verändern können. Die Pläne von Donald Trump sehen eine deutliche Reduzierung der Unternehmenssteuern vor, so dass sich die Gewinnsituation von US-Unternehmen alleine aufgrund dieses Effektes verbessern wird. Inländische Gesellschaften sind als die größten Profiteure dieser geplanten Reform anzusehen, auch wenn die Höhe des Steuersatzes noch offen ist.

Bei der Bewertung von Aktien gibt es zudem eine relative und eine absolute Bewertung, die verdeutlicht, dass dieser Aspekt für das Timing keine Rolle spielt. 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. Ein Wert von 1 zeigt nach Tobin eine faire Bewertung an.

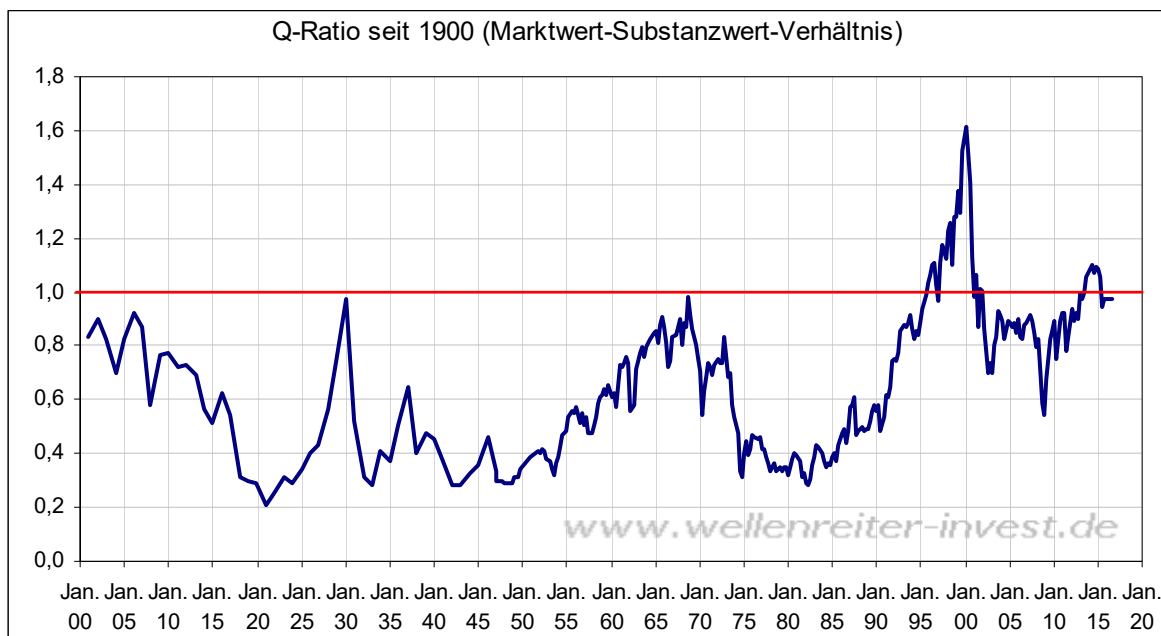


Abb. 6.1: Q-Ratio

Historisch schaffte der US-Aktienmarkt in etwa 5 von 117 Jahren einen fairen Wert, meistens war er demnach unterbewertet. Als er jeweils einen Wert von 1 erreichte (1929, 1968 oder zuletzt), markierte der US-Aktienmarkt jeweils einen Hochpunkt.

Lediglich in der Endphase der 90iger Jahre ist eine eindeutige Übertreibung nach diesem Indikator zu identifizieren. Die Verlaufsspitze wurde im zweiten Quartal 2014 mit einem Wert von 1,09 registriert. Im Vergleich zum Vorjahr fiel die Q-Ratio von 1,03 auf 0,97. Eine Überhitzung ist nicht feststellbar, der US-Aktienmarkt dürfte demnach am Jahresende in der Nähe seines fairen Wertes notieren.

Eine zweite Bewertungskennziffer, das Shiller-KGV, notiert bei 28,2 und damit zwei Punkte höher als im Vorjahr. In der absoluten Betrachtung handelt es sich um einen sehr hohen historischen Wert. Dafür besteht die Kritik an diesem Indikator darin, dass Vergangenheitsdaten benutzt werden, die Investoren aber die zukünftigen Erwartungen an der Börse handeln. Der Kurs des S&P 500 wird in Relation zum inflationsbereinigten Durchschnitts-KGV der vergangenen 10 Jahre gesetzt. Aus dem Shiller-KGV lässt sich die Aktienrendite bilden. Sie beträgt aktuell 3,5 Prozent. Der Vorsprung der Aktienrendite auf die Anleihenrendite, die für 10jährige US-Anleihen 2,6 Prozent beträgt, schrumpft auf weniger als einen Prozentpunkt (folgender Chart).

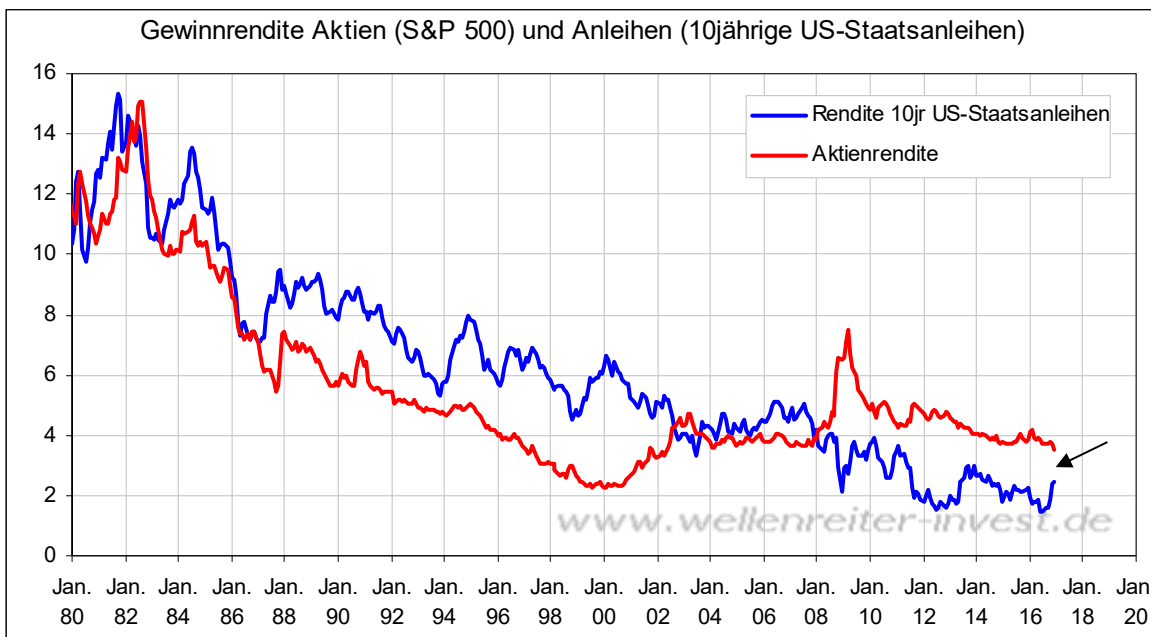


Abb. 6.2: Aktien- vs. Anleihenrendite

Demnach wäre trotz absolut betrachtet hoher Bewertung der US-Aktienmarkt sogar unterbewertet. Diese Unterbewertung gilt seit 2008. Beide Renditen bewegen sich aufeinander zu. Während die Zinsen steigen, fällt die Aktienrendite, weil das KGV steigt. An einem Punkt x könnten sich Aktien- und Anleihenrendite schneiden. Dort würden Anleihen den Aktien an Attraktivität den Rang ablaufen.

Würde die Rendite 10jähriger US-Anleihen auf 3,5 Prozent steigen und der S&P 500 auf dem aktuellen Niveau verharren, dann lägen Aktien- und Anleihenrendite gleichauf. In einem anderen Szenario würde der S&P 500 auf 2.500 Punkte zulegen. Dann bräuchte die Rendite 10jähriger US-Anleihen lediglich auf 3,0 Prozent steigen.

In einem dritten Szenario würde die Anleihenrendite die Aktienrendite deutlich überholen, nämlich dann, wenn der S&P 500 auf 2.500 Punkte zulegt und gleichzeitig die Rendite auf 3,5 Prozent steigt. In diesem Fall ist ein Anreiz für Fonds-Manager gegeben, von Aktien in Anleihen umzuschichten. Damit wäre die Grundlage für eine Aktienmarktkorrektur gelegt.

Allerdings sollte man berücksichtigen, dass die Aktienmärkte von 1983 bis 2000 extrem stark zulegten, obwohl die Anleihenrendite attraktiver war. Der abwärtsgerichtete Trend bei beiden Renditegattungen war für den Anlageerfolg wichtiger als die Feststellung, ob eine Anlage relativ überbewertet war.

Das vielfach verwendete Argument der hohen Bewertung spielt für das Timing an der Börse eine untergeordnete Rolle.

6.2 Das große Bild

Die Welt-Aktienmarkt-Kapitalisierung erreichte im Mai 2015 mit einem Volumen von 76 Billionen US-Dollar ihren höchsten Stand.

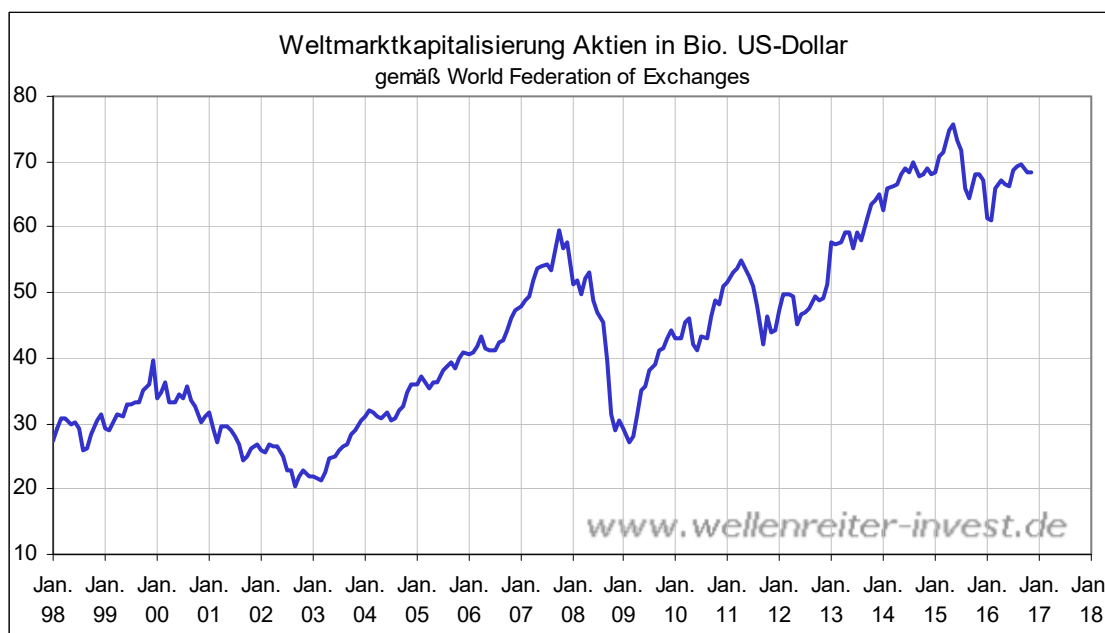


Abb. 6.3: Welt-Aktienmarktkapitalisierung

Bis November 2016 wurde nur ein geringer Jahresanstieg verzeichnet. Gemäß den Einzelstatistiken der World Federation of Exchanges waren die großen Gewinner der EMEA-Region (Europa, Mittlerer Osten, Afrika) die Börsen in Budapest, Moskau und Teheran, gefolgt von Johannesburg, Casablanca und Oslo. Große Verlierer waren Mailand, Madrid, Nikosia, Istanbul, Dublin und Kopenhagen.

Auf dem amerikanischen Kontinent ragten viele südamerikanische Börsen heraus. Nur Mexiko büßte an Marktkapitalisierung ein. Im Raum Asien/Pazifik überraschten Taiwan, Thailand, Vietnam, Neuseeland und Australien positiv. Die Börsen in Shanghai und Shenzhen zeigen durch den schwachen Yuan eine durchwachsene Performance.

In der Einzelbetrachtung der Länder-Aktienindizes auf ETF-Dollarbasis führt Peru vor Brasilien und Russland.

Land	2016 in %	2015 in %	Land	2016 in %	2015 in %
1 Peru	60,9	-36,9	26 Niederlande	0,6	-0,9
2 Brasilien	52,5	-43,5	27 Frankreich	0,6	-2,4
3 Russland	50,6	-3,0	28 Polen	0,1	-24,9
4 Pakistan	29,8	-13,0	29 Finnland	-0,8	1,4
5 Argentinien	24,9	-3,6	30 Deutschland	-0,2	-5,1
6 Kanada	23,7	-25,5	31 Schweden	-2,5	-7,9
7 Kolumbien	21,2	-41,7	32 Indien	-2,4	-8,2
8 Thailand	22,4	-24,3	33 Katar	-2,9	-19,4
9 Chile	18,1	-20,0	34 Griechenland	-2,0	-40,6
10 Taiwan	19,9	-15,5	35 Großbritannien	-3,8	-11,5
11 Norwegen	14,8	-18,8	36 Portugal	-5,5	-2,0
12 Vietnam	16,3	-10,3	37 Belgien	-4,8	10,7
13 Indonesien	14,0	-23,9	38 Philippinen	-5,5	-11,7
14 USA	13,6	-4,2	39 Malaysia	-5,0	-42,6
15 Neuseeland	8,4	-6,3	40 Israel	-6,4	5,2
16 Australien	8,5	-14,5	41 Spanien	-4,3	-19,2
17 Südafrika	8,6	-27,9	42 Schweiz	-6,2	-2,5
18 Südkorea	9,2	-10,2	43 Mexiko	-11,0	-16,1
19 Bangladesch	8,7	-7,6	44 Dänemark	-10,8	18,9
20 V.A.R.(Dubai)	8,0	-17,9	45 Irland	-11,0	19,4
21 Österreich	6,3	2,4	46 Türkei	-10,4	-33,1
22 Japan	3,4	7,8	47 China	-14,4	-24,8
23 Singapur	3,0	-21,4	48 Italien	-13,0	0,6
24 Saudi Arabien	5,2	-15,8	49 Ägypten	-34,5	-34,5
25 Hongkong	0,7	-3,5	50 Nigeria	-37,7	-33,2

Jahresveränderung in US-Dollar-basierten Länder-ETF's

Die großen Verlierer sind Nigeria, Ägypten, Italien, China und die Türkei. Die Entwicklung des Aktienmarktes in Großbritannien fällt auf US-Dollar-Basis beinahe identisch zu Deutschland aus, so dass die Investoren noch keine Entscheidung getroffen haben, ob Großbritannien von der Brexit-Entscheidung profitieren oder unter ihr leiden wird.

Der Vergleich der Jahreslisten von 2015 und 2016 zeigt eine Rotation von den Verlierer-börsen des Jahres 2015 hin zu den Gewinnern. Die Top 20 des Jahres 2016 waren allesamt negativ in 2015, 8 davon besaßen sogar Verluste von über 20 Prozent. Die Top 3 des Jahres 2015 liegt komplett im unteren Drittel des Jahres 2016 und erlitt deutliche Verluste. Eine solche Rotation wird sich in 2017 nicht wiederholen, da wir an den Kapitalmärkten keinen so abrupten Trendwechsel erwarten, wie wir ihn Anfang 2016 mit den Rohstoffen gesehen haben.

Der US-Aktienmarkt bewegt sich aktuell im so genannten Wohlfühlkorridor. Dieser definiert sich über eine Inflationsrate zwischen 1 und 3 Prozent. Die durchschnittliche Performance des Aktienmarktes beträgt 12 Prozent, wenn sich die US-Inflationsrate in diesem Korridor bewegt. Stieg die Inflationsrate innerhalb des Korridors, stieg auch der Aktienmarkt.

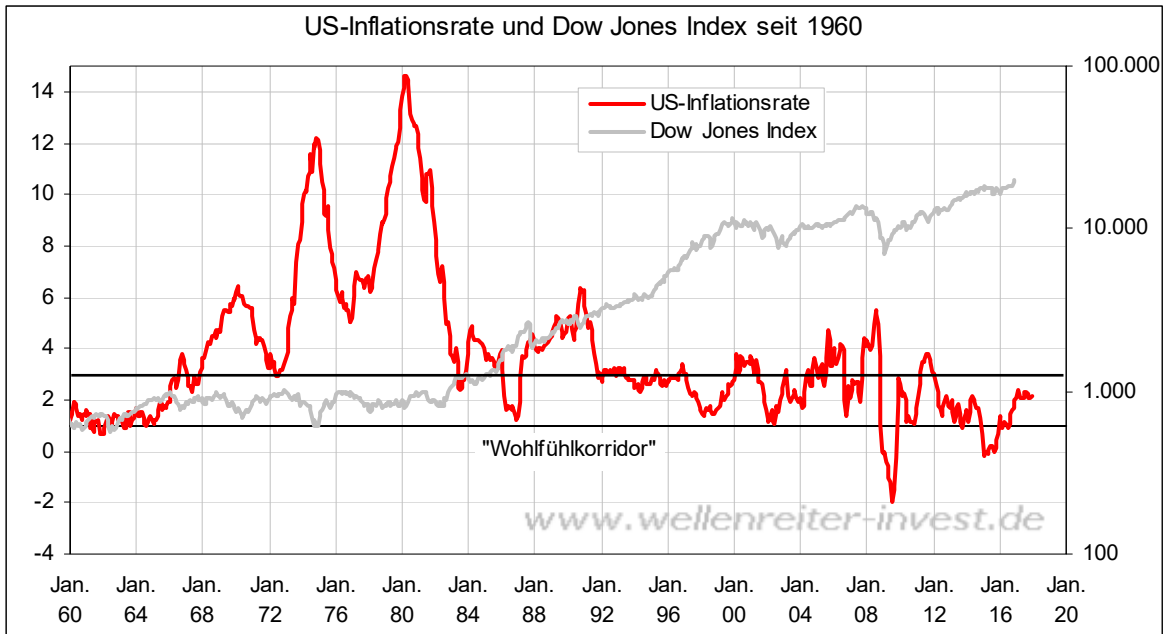


Abb. 6.4: US-Inflationsrate und Dow Jones Index seit 1960

Der Aktienmarkt mag weder eine hohe Inflationsrate noch einen Zustand nahe oder in der Deflation. Nicht umsonst legen die Zentralbanken ihr Inflationsziel auf 2 Prozent fest, um die konjunkturelle Situation in der goldenen Mitte zu halten. Wir gehen davon aus, dass sich die US-Inflationsrate, die im August in diesen Korridor zurückkehrte, im Jahr 2017 darin verbleiben wird. Dies ist ein Plusfaktor für den US-Aktienmarkt 2017.

Der Dow Jones Index legte in dieser Dekade rund 90 Prozent zu.

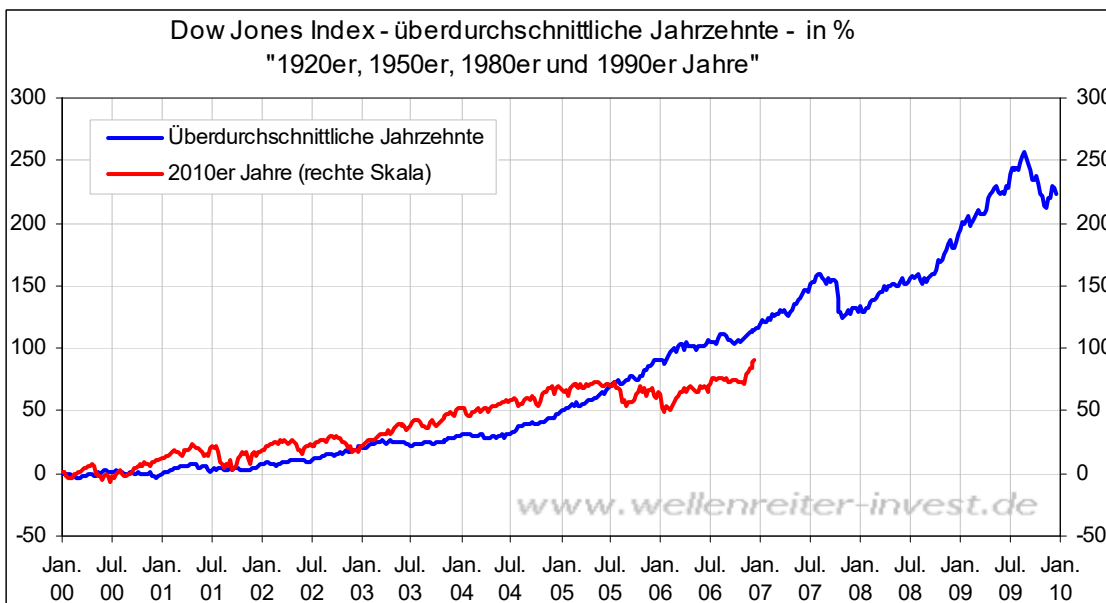


Abb. 6.5: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %

Wir haben ihn deshalb in die Kategorie der überdurchschnittlichen Dekaden eingeordnet, zu denen die 1920er, 1950er, 1980er und 1990er Jahre gehören. Das 7er-Jahr solcher Dekaden verläuft meist bis zur Jahresmitte positiv, bevor eine größere Abwärtsbewegung einsetzt.

6.3 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2017 ist ein Nachwahljahr 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).

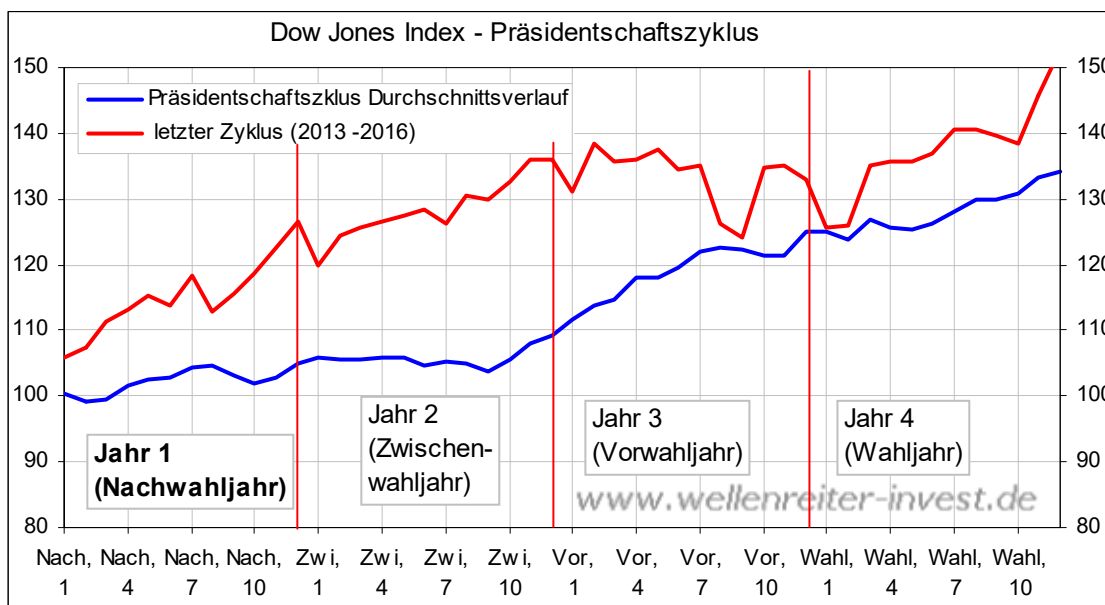


Abb. 6.6: US-Präsidentschaftszyklus

Interessanterweise soll es dieses Mal anders werden. Die Trump-Administration will den Fiskal-Stimulus in ihrem ersten Jahr - im Nachwahljahr – setzen. Im letzten Zyklus war bereits ein geldpolitischer Stimulus durch die Neuauflage eines QE-Programms in 2013 erfolgt. Seit 1897 stellt sich die durchschnittliche Performance des Dow Jones Index im US-Präsidentschaftszyklus wie folgt dar:

Nachwahljahre +6,6%; Zwischenwahljahre +3,7%; Vorwahljahre +11,8%; Wahljahre +7,7%

Nachwahljahre sind historisch betrachtet die zweitschwächsten Jahre im Wahlzyklus. Seit 1896 verliefen 16 Nachwahljahre positiv, 13 Wahljahre endeten im Minus. Das stärkste Minus-Nachwahljahr war das Jahr 1937 mit einem Verlust von 33%.

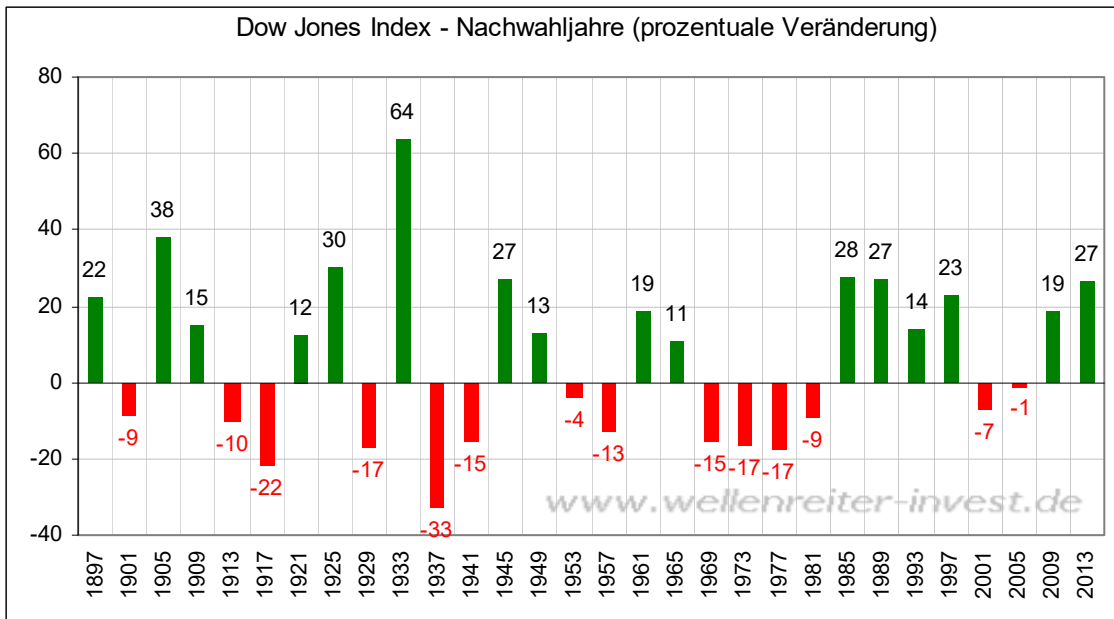


Abb. 6.7: Dow Jones Index Verteilung Wahljahre

Seit dem Jahr 1985 verlaufen Nachwahljahre überwiegend positiv, die Positivjahre verzeichneten zweistellige Zuwächse. Lediglich in den Jahren 2001 und 2005 kam es zu geringfügigen Einbußen. Der Grund für das Jahr 2001 (Rezession, 9/11) ist keine Blaupause für das neue Jahr. Der Verlust von 1 Prozent im Dow im Jahr 2005 ist kaum der Rede wert.

Nachwahljahre verlaufen im ersten Quartal meist flach. Der Zeitraum April bis August bezeichnet üblicherweise die stärkste Phase eines Nachwahljahres. Die Monate September und Oktober sind korrekturanfällig, bevor zum Jahresende hin eine Aufwärtsbewegung einsetzt.

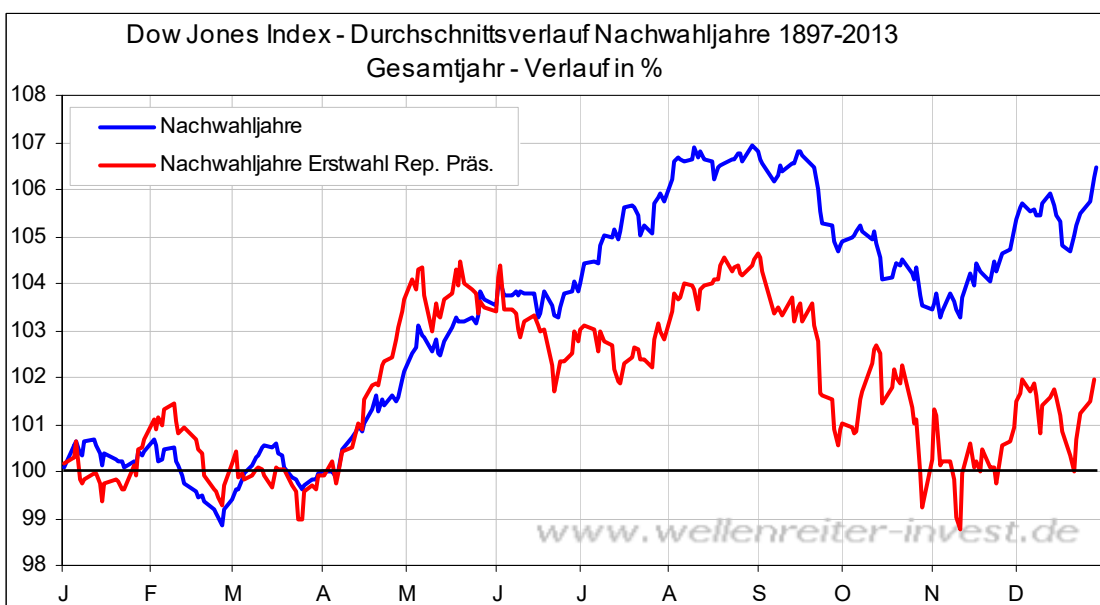


Abb. 6.8: Durchschnittsverlauf Nachwahljahre Erstwahl Republikanischer Präsident

Nachwahljahre, in denen ein republikanischer Präsident zum ersten Mal gewählt wurde, verlaufen flacher. Schon im Mai ergibt sich ein erstes Hoch, die Sommerrally kommt kaum zustande. Betrachtet man die fünf Einzelverläufe der jeweils frisch gewählten republikanischen Präsidenten seit 1953, so fällt auf, dass die Aktienmärkte - mit Ausnahme der Amtszeit von Bush dem Älteren - vom Sommer bis in den Herbst hinein Probleme hatten.

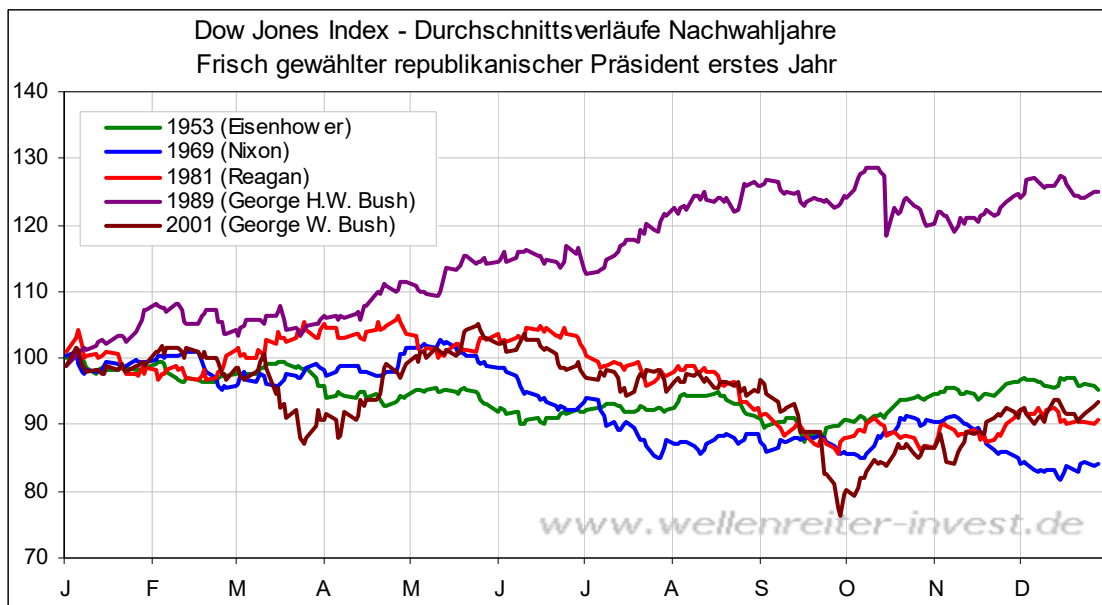


Abb. 6.9: Durchschnittsverlauf Nachwahljahre Verläufe Republikaner erste Wahlperiode

Die Bilanz eines frisch gewählten republikanischen Präsidenten ist zudem lediglich bei Bush (1989) positiv gewesen, die anderen vier Präsidenten hatten ein verlustreiches erstes Jahr als Präsident zu verzeichnen.

Der frisch gewählte Präsident Donald Trump wird für zwei Jahre „durchregieren“ können, er hat die Mehrheit im Senat und im Repräsentantenhaus. Lediglich Dwight D. Eisenhower hatte aus Sicht der oben dargestellten Präsidenten diese Ausgangssituation. Und doch holperte sein erstes Jahr. Der deutliche Zinsanstieg in der ersten Jahreshälfte 1953 drückte den Aktienmarkt zunächst nach unten. Das 1953er-Septembertief bildete allerdings den Auftakt zu einer dreijährigen, recht heftigen Aktienmarktrally.

Berücksichtigt man nur die 10 positiven Nachwahljahre seit dem zweiten Weltkrieg, so bewegt sich die Performance recht gleichmäßig nach oben (folgender Chart).

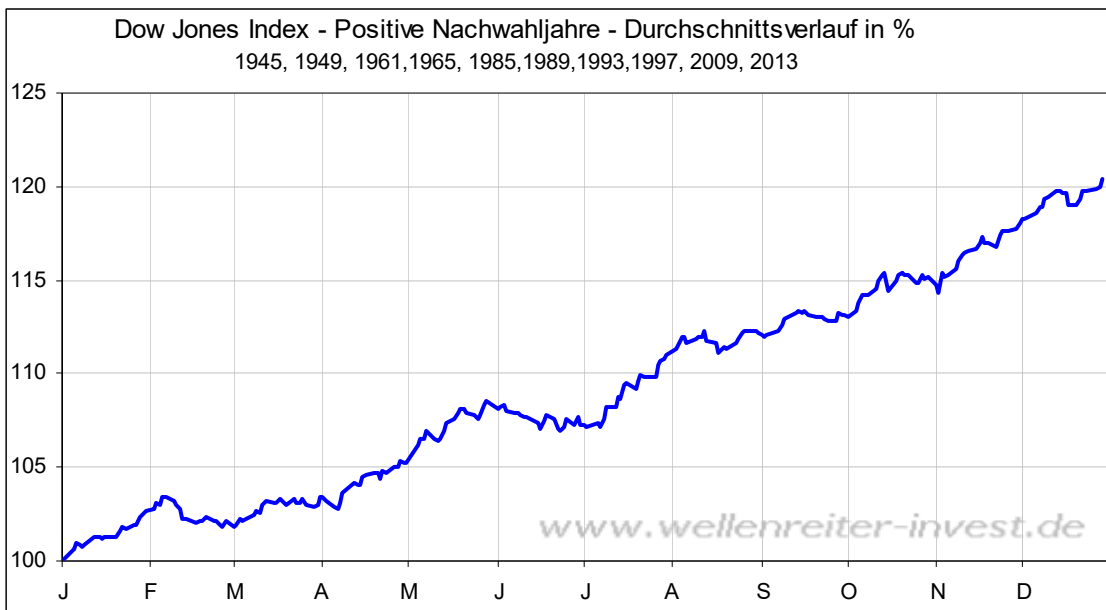


Abb. 6.10: Positive Nachwahljahre

Die positiven Nachwahljahre nahmen ab März Fahrt auf. Ein 7er-Jahr ist nur einmal dabei (1997) gewesen und lief im zweiten Halbjahr nicht ohne Störungen.

Fazit

Die erste Jahreshälfte verläuft in einem Nachwahljahr positiv, wobei das erste Quartal häufig nur seitwärts verläuft. Gute Zeitpunkte für Käufe ergeben sich Ende Februar und im März. Im August ist mit einem Hochpunkt zu rechnen, dem eine größere Schwächephase im September und Oktober folgt, bevor sich die Kurse zum Jahresende wieder erholen. Auch wenn das Jahr 2017 einen positiven Verlauf verspricht, so glauben wir nicht an ein störungsfreies zweites Halbjahr.

6.4 Dekadenmuster

Das Jahr 2017 ist ein „7er-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.

Der Durchschnittsverlauf von 7er-Jahren ist von einem deutlichen Anstieg im zweiten Quartal geprägt, der sich bis in den August fortsetzt (folgender Chart). Anschließend kommt es zu einer Abwärtsbewegung, die bis in den November andauern kann.

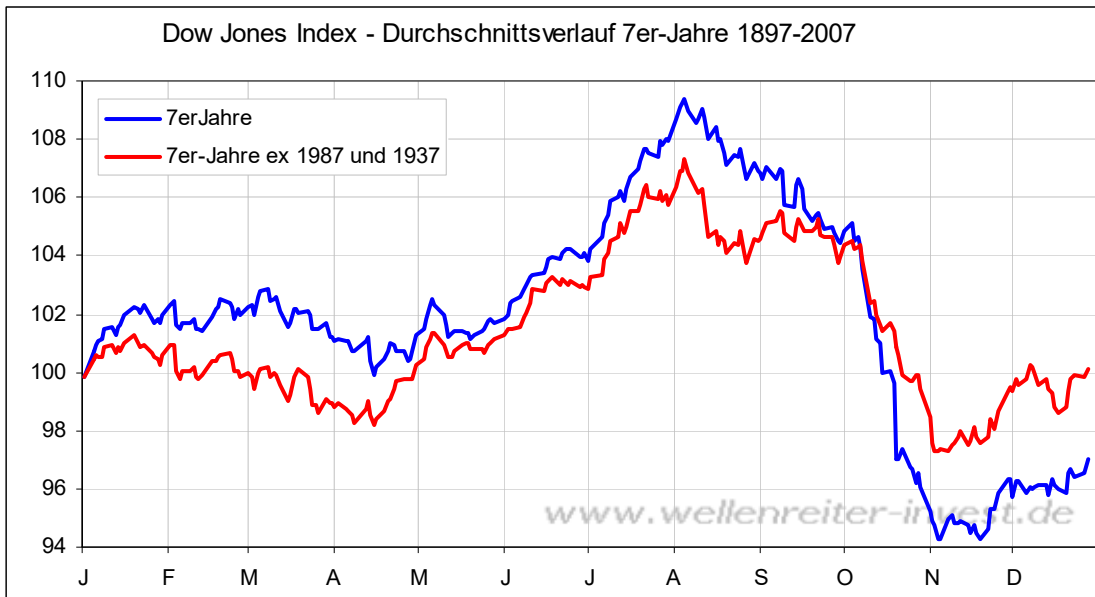


Abb. 6.11: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 7er-Jahre 1907 – 2007

Das Jahreshoch bildet sich demnach in einem 7er Jahr bereits Anfang August, so dass Investoren Absicherungen für die folgenden Monate aufbauen sollten. Selbst wenn man die im zweiten Halbjahr katastrophalen Jahre 1987 und 1937 herausrechnet, ergibt sich dennoch ein Korrekturmuster.

Der Durchschnittsverlauf von 7er-Jahren, die gleichzeitig Nachwahljahre sind, ergibt ein ähnliches Bild wie der Durchschnittsverlauf des 7er-Jahres insgesamt.



Abb. 6.12: 7er-Jahre, die auch Nachwahljahre sind

Einem ersten Hochpunkt in der Nähe der Amtseinführung des neuen Präsidenten folgt eine Phase der Konsolidierung, die bis in den April anhält. Statt „Sell in May and go away“ heißt es besser „Buy before May“, da sich von April bis Anfang August eine Trendbewegung auf der Oberseite einsetzt. Von Anfang August bis Anfang November

setzt eine starke Abwärtsbewegung ein, so dass auch diese statistische Betrachtung für Depot-Absicherungen für eine dreimonatige Abwärtsbewegung spricht.

Im zweiten Halbjahr eines 7er Jahres kassiert der Dow Jones Index durchschnittlich einen Intra-Halbjahres-Verlust von 21,3 Prozent. Dies zeigt der folgende Chart.

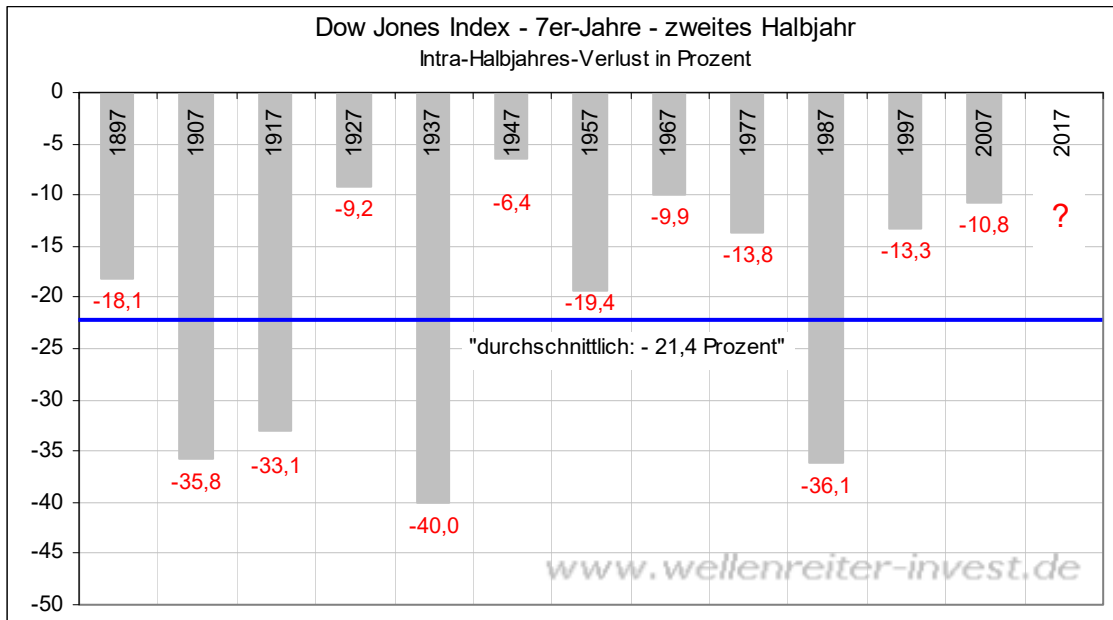


Abb. 6.13: Dow Jones Index 7er-Jahre zweites Halbjahr

Dargestellt ist der Verlust vom höchsten zum tiefsten Punkt im zweiten Halbjahr. Kurs und Zeitpunkt können mit Hilfe der folgenden Tabelle nachvollzogen werden. In zwei Fällen begann die Abwärtsbewegung bereits im Juni.

Jahr	Hoch	Kurs	Tief	Kurs	Verlust in %	Tage
1897	10. Sep	56	05. Nov	46	-18,1	56
1907	08. Jul	83	15. Nov	53	-35,8	130
1917	08. Jun	99	19. Dez	66	-33,1	194
1927	03. Okt	200	21. Okt	181	-9,2	18
1937	16. Aug	189	24. Nov	114	-40,0	100
1947	24. Jul	187	26. Sep	175	-6,4	64
1957	12. Jul	521	22. Okt	420	-19,4	102
1967	25. Sep	943	08. Nov	850	-9,9	44
1977	21. Jun	929	02. Nov	801	-13,8	134
1987	25. Aug	2.722	19. Okt	1.739	-36,1	55
1997	06. Aug	8.259	27. Okt	7.161	-13,3	82
2007	09. Okt	14.280	26. Nov	12.743	-10,8	48
2017					-21,4	89

In den Jahren 1907, 1917, 1937 und 1987 lagen die Intra-Halbjahres-Verluste bei 30 Prozent und mehr. Es folgt das Jahr 1957 mit einem Verlust von 19 Prozent. In den genannten Jahren wurden die Aktienmärkte jeweils im ersten Halbjahr entweder von deutlich steigenden Inflationsraten oder Renditen geplagt, sodass sie im zweiten Halbjahr sehr negativ reagierten.

Im Jahr 1927 herrschte eine milde Deflation. 1947 war inflationär, aber dort war die Blase bereits ein Jahr zuvor geplatzt, als die Inflation deutlich anzog. 1967 verhielten sich Zinsen und Inflation unauffällig. Mit anderen Worten: Phasen deutlich steigender Inflation oder Zinsen sind für Aktienmärkte gefährlich. Geschieht an dieser Front hingegen nicht so viel, hat der Dow Jones Index im zweiten Halbjahr 2017 Aussicht auf einen Intra-Halbjahres-Verlust von etwa 10 Prozent. Man beachte zudem die durchschnittliche Dauer der Abwärtsbewegung von ziemlich genau drei Monaten.

Wir hatten darauf hingewiesen, dass sich der Dow Jones Industrial Average auf dem Pfad eines überdurchschnittlichen Jahrzehnts befindet. Der geringste Verlust der Jahre 1927, 1957, 1987 und 1997 betrug 9,2 Prozent (1927).

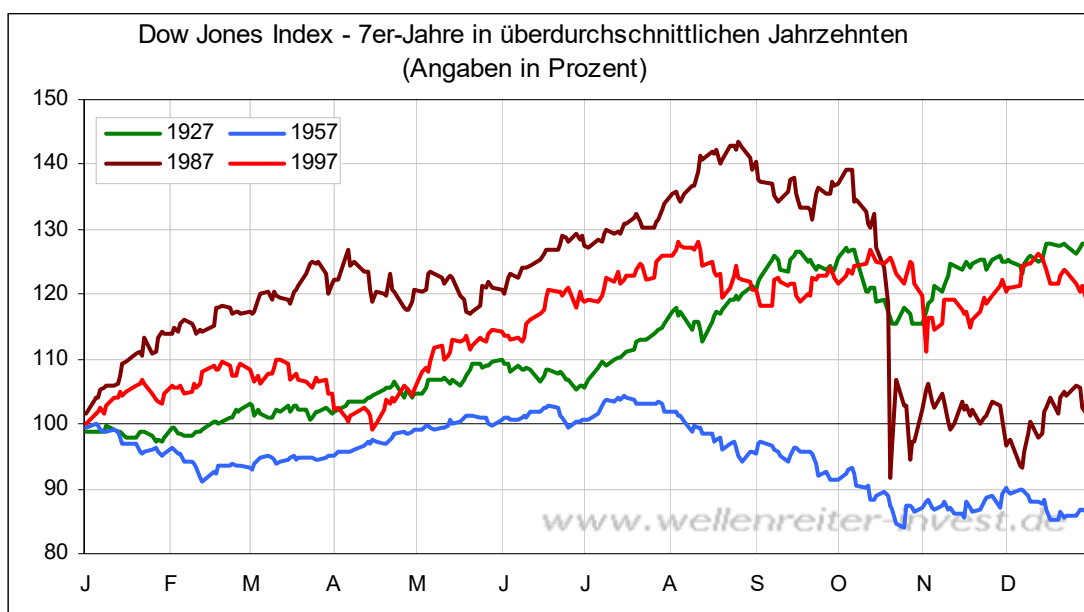


Abb. 6.14: Dow Jones Index 7er-Jahre in überdurchschnittlichen Jahrzehnten

Auch in 7er-Jahren, die in überdurchschnittlichen Jahrzehnten auftraten, kam es zu Korrekturen im zweiten Halbjahr.

Fazit

„Sell in May and go away“ ist für ein 7er Jahr die falsche Devise, Käufe im März/April sind sinnvoll, da die Phase mit der eigentlichen Aufwärtsbewegung im zweiten Quartal läuft und über alle Zyklen durchschnittlich Anfang August ein wichtiges Jahreshoch entsteht. Die 7er Jahre verlaufen in der zweiten Jahreshälfte üblicherweise mit atmosphärischen Störungen, die den Aktienmarkt belasten. Ein Rückgang von etwa zehn Prozent wäre dabei die milde Variante. Zudem bildet sich üblicherweise Anfang August bereits das Jahreshoch aus. Für Investoren bedeutet dies, dass sie ihre Depots für diese Phase der Verluste absichern sollten. Die Chancen wie auch das Risiko in 2017 sind eine Art Boom-/Bust-Zyklus am US-Aktienmarkt.

6.5 Marktstruktur

Die in den Jahren 2015 und 2016 vorliegende, signifikante Divergenz zwischen dem Dow Jones Transportation und -Industrial Index löste sich im Dezember 2016 auf. Der Transport-Index schaffte ein neues Allzeithoch und folgte damit dem Industrie-Index.

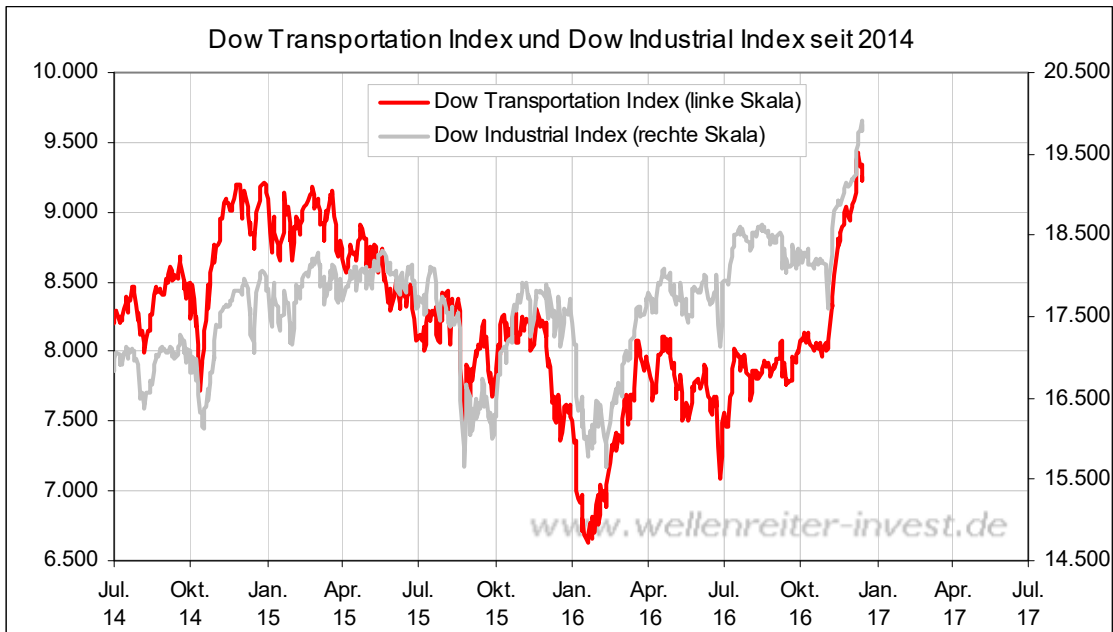


Abb. 6.15: Dow Theorie

Nach der Dow-Theorie müssen sich die beiden Indizes bestätigen. Diese Bedingung ist erfüllt. Nach dem sehr steilen Anstieg der Transportaktien geht es aber um eine Bestätigung dieser Ausbruchsbewegung in den kommenden Wochen, um eine Fehlausbruchsformation zu vermeiden.

Der NYSE-Composite-Index weist für den Dezember 2016 zwei Hindenburg-Omen aus.

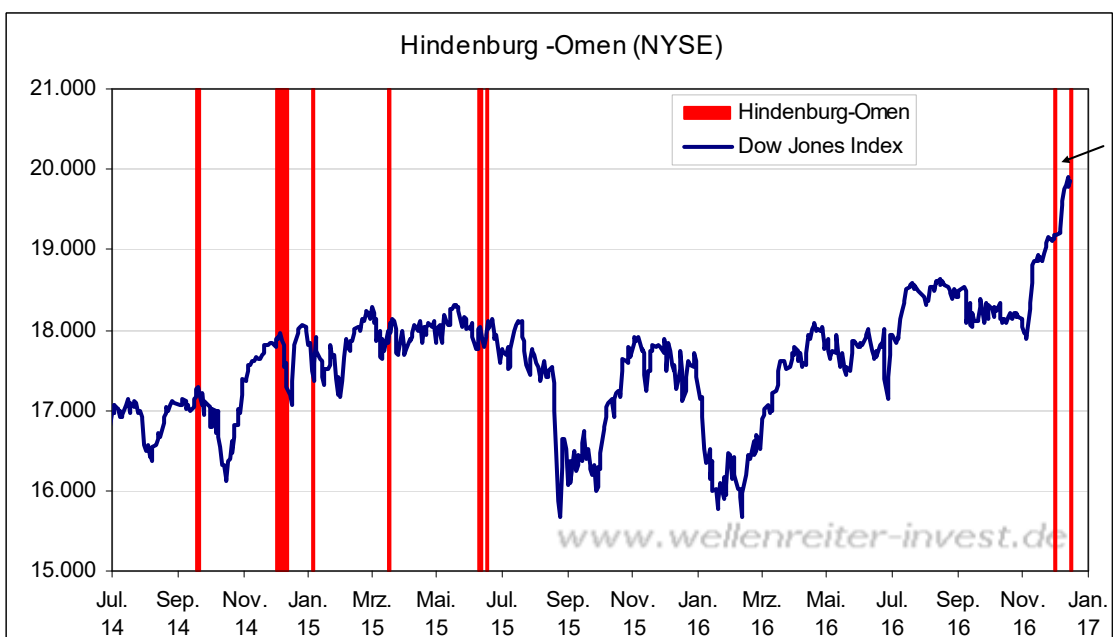


Abb. 6.16: Hindenburg-Omen NYSE-Index

An der NYSE sind zusätzlich zu den operierenden Unternehmen etwa 700 Anleihenfonds, ETFs und REITs notiert. Dies macht den Index zu einer Besonderheit. Gängige Indizes wie Dow, S&P 500 und Nasdaq 100 enthalten nur tatsächlich operierende Unternehmen. Gleiches gilt für den Der Russell 3000-Index, der 98 Prozent der US-Marktkapitalisierung abdeckt.

Nach einem Hindenburg-Omen sucht man im Russell 3000-Index in der zweiten Jahreshälfte 2016 vergebens. Der Grund ist, dass defensive Sektoren wie Güter des täglichen Bedarfs, Versorger, REITs und Telekom-Aktien, die üblicherweise unter steigenden Zinsen leiden, aktuell keine neuen 52-Wochen-Tiefs produzieren. Sie halten sich vergleichsweise gut.

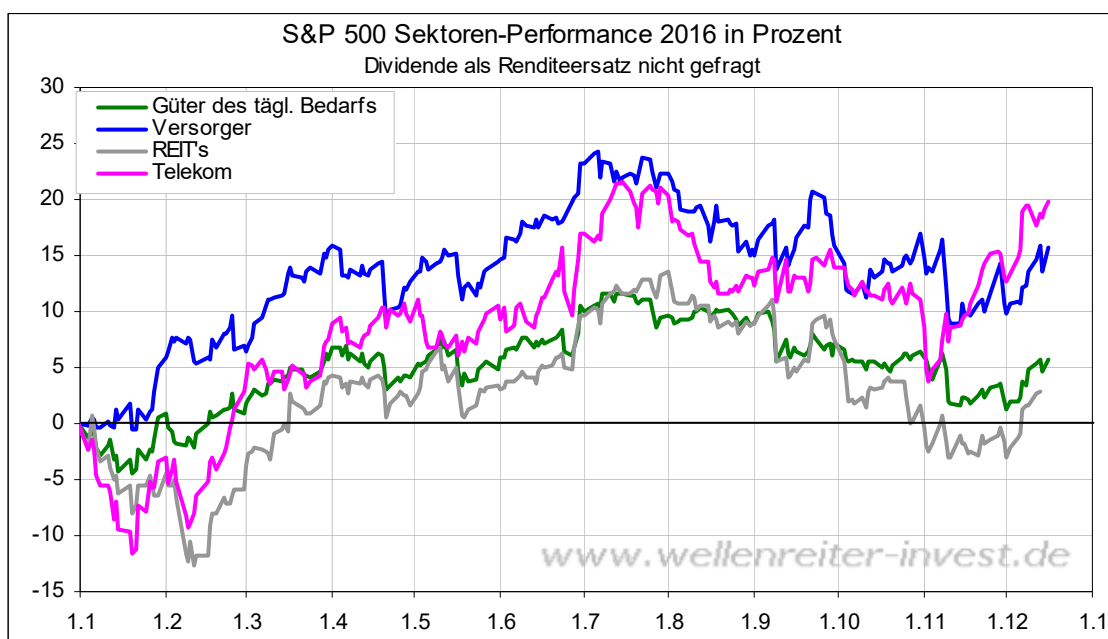


Abb. 6.17: S&P 500 defensive Sektoren

Deshalb hinterlässt der Anstieg der Renditen (=fallende Anleihen) bisher keine negativen Spuren am breiten US-Aktienmarkt. Sollten die Renditen weiter steigen, gilt es im Laufe des Jahres darauf zu achten, ob ab einem gewissen Renditeniveau auch mehrere Aktiensektoren negativ reagieren, da dann der gesamte Aktienmarkt zunehmend anfällig für Preisschwäche werden würde. Das Hindenburg-Omen erläuterten wir in dieser Kolumne: <https://www.wellenreiter-invest.de/sites/default/files/WellenreiterWoche/Wellenreiter131122.htm>

Am 8. Dezember 2016 stieg die Anzahl neuer 52-Wochen-Hochs im Russell 3000 Index auf den höchsten Stand der vergangenen 10 Jahre. 810 neue Hochs wurden an jenem Tag gezählt (folgender Chart).

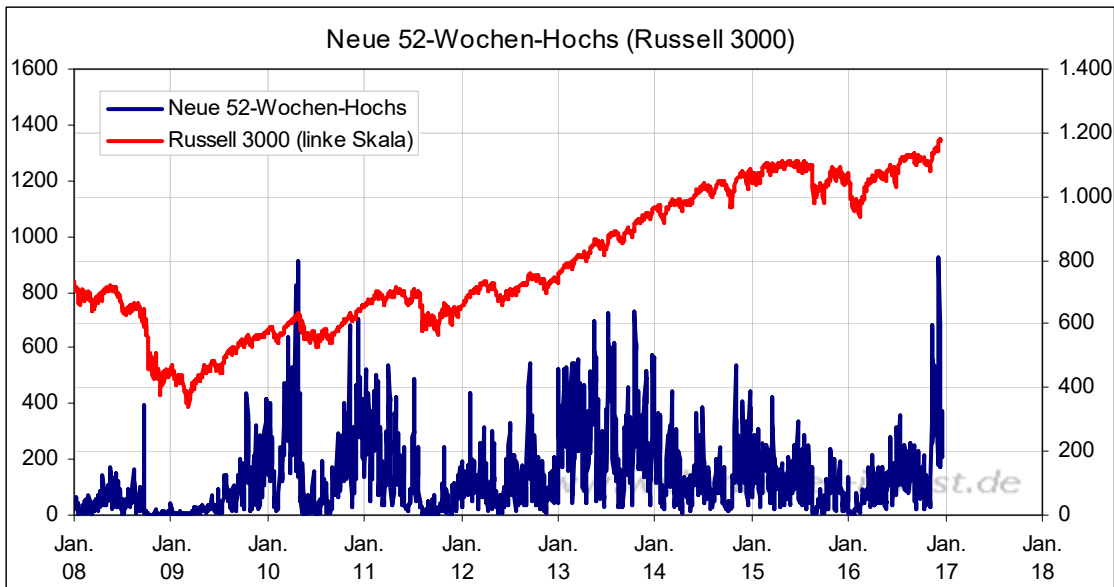


Abb. 6.18: Neue 52-Wochen-Hochs

Einige Tage später – am 13. Dezember – erreichte der Relative-Stärke-Index (RSI) des Dow Jones Index einen Wert von 87,4 Punkten. In den vergangenen 100 Jahren wurden nur viermal Werte über 87 erzielt: Im November 1996, im Juli 1955, im Juni 1944 und im August 1927. Wir widmen diesem raren technischen Signal eine separate Kolumne: <https://www.wellenreiter-invest.de/wochenendkolumnen/extreme-relative-staerke>

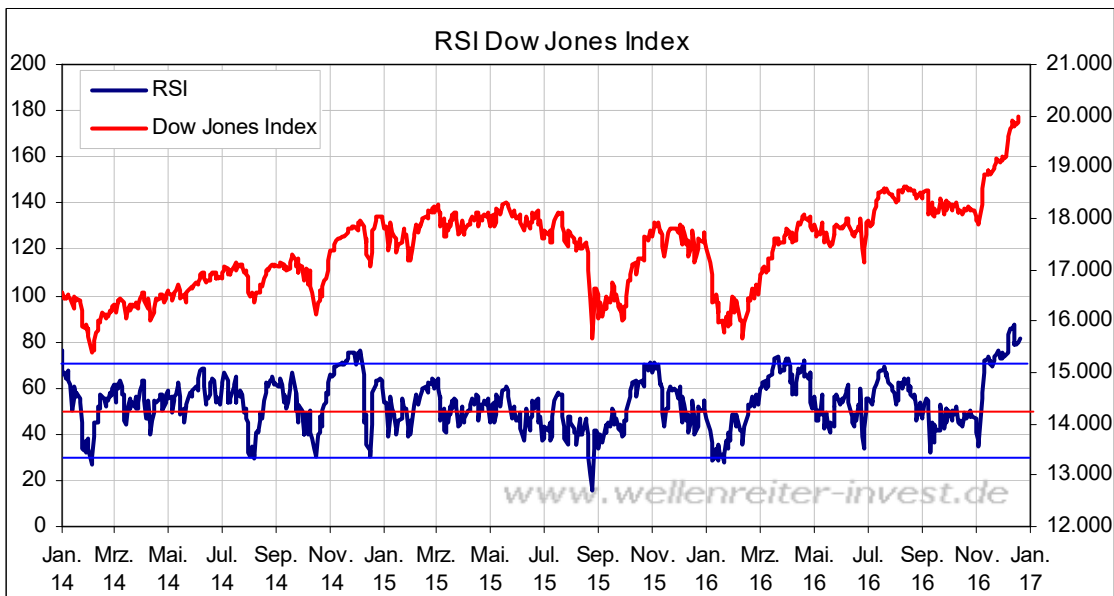


Abb. 6.19: RSI Dow Jones Index

Ein derart hoher Wert führte in der Vergangenheit zu einem temporären Momentumverlust über einige Wochen/Monate. Anschließend setzte sich die Aufwärtsbewegung fort. Das letzte Signal entstand zu einer ähnlichen Jahreszeit, im November 1996. Es folgte das positive Aktienjahr 1997 mit Preisschwäche im März/April und im dritten Quartal.

6.6 Sentiment

Die Daten des ICI-Instituts erfassen 98 Prozent der US-Netto-Kapitalbewegungen in US-Aktienfonds und ETFs. Zwischen dem Frühjahr 2015 und dem Oktober 2016 entzogen die Anleger dem US-Aktienmarkt Kapital. Nach der US-Präsidentenwahl kam es zu einer Push-Bewegung in US-Aktien.

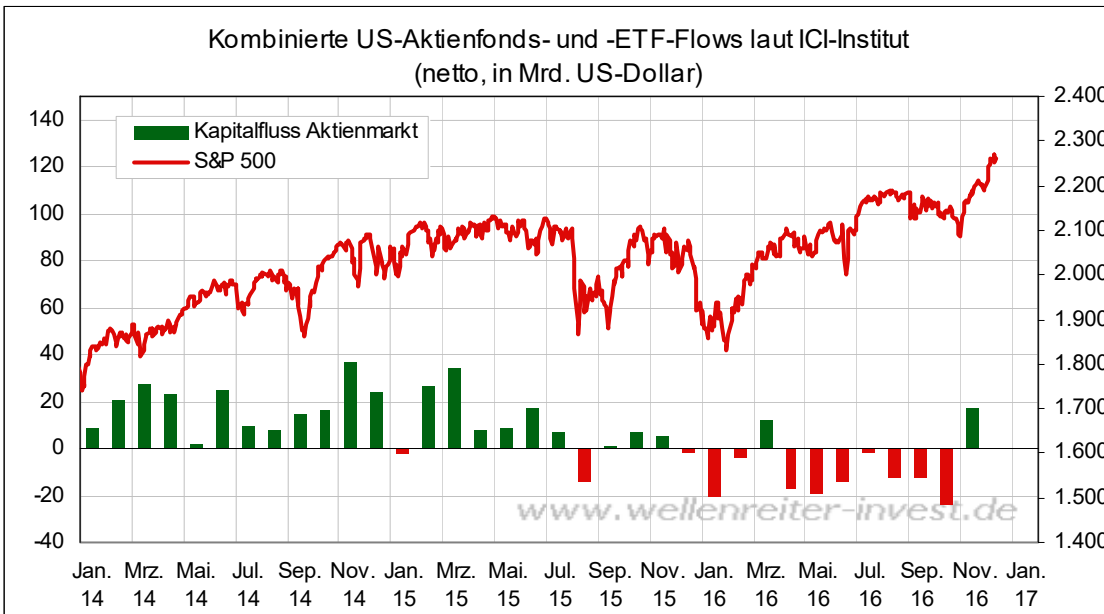


Abb. 6.20: US-Aktienfonds-Flows monatlich

Der positive Kapitalfluss des Monats November 2016 in Verbindung mit abnehmenden Cash-Quoten beschreibt das neu entfachte Interesse am Aktienmarkt. Der Trendwechsel hin zu Investitionen am US-Aktienmarkt hat gerade erst begonnen, er ist noch jung. Die Deutlichkeit, mit der die Ampel von rot auf grün sprang, wird aus dem folgenden Chart des wöchentlichen Netto-Kapitalflusses ersichtlich.

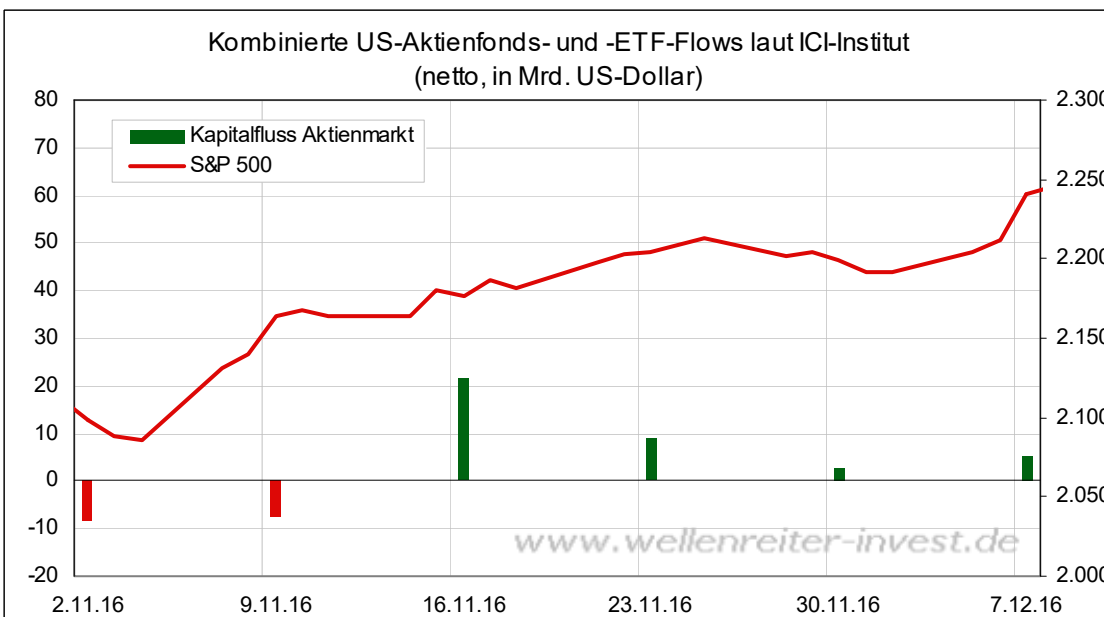


Abb. 6.21: US-Aktienfonds-Flows wöchentlich

Zusätzlich wird die durch Anleihenverkäufe frei gesetzte Liquidität in die Aktienmärkte geschoben. Wir gehen davon aus, dass damit ein latentes Kaufinteresse als ein „Bid“ unter dem Markt liegt, das sich in Form einer „Buy-the-Dip“-Mentalität äußern wird.

Die US-Börsenbriefschreiber sind laut den Zahlen von Investors Intelligence optimistisch wie lange nicht mehr. Die jüngste Quote betrug 59,6 Prozent. Das kommt nicht sehr häufig vor.

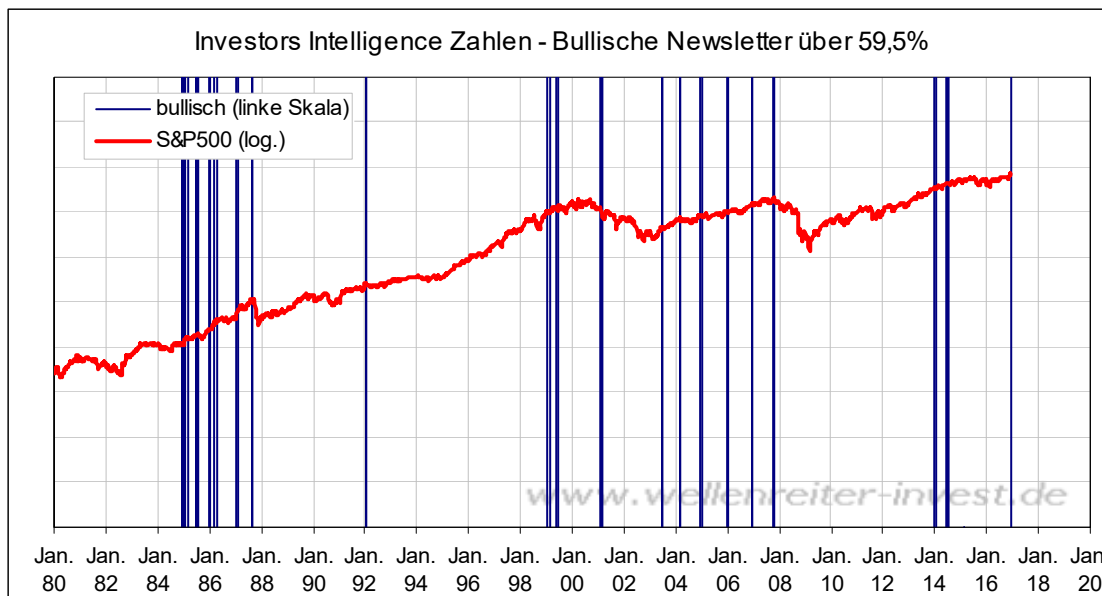


Abb. 6.22: Bullische Börsenbriefverfasser

Betrachtet man alle Situationen einer 59,5%-Plus-Quote seit 1980, so fällt auf, dass einer solch positiven Stimmung meist Korrekturen folgten. Setzte eine solch positive Stimmung zum ersten Mal seit einer längeren Dauer wieder ein, dann setzte sich übergeordnet der Aufwärtstrend fort.

6.7 Sektoren im Fokus

Standard & Poors erweiterte im Jahr 2016 die Zahl der Sektoren von zehn auf elf. Die REITs wurden aus dem Finanzsektor ausgeliedert. Eigentlich hätte auch der Transportsektor eine eigene Klasse verdient. Er bleibt Teil des Industriesektors.

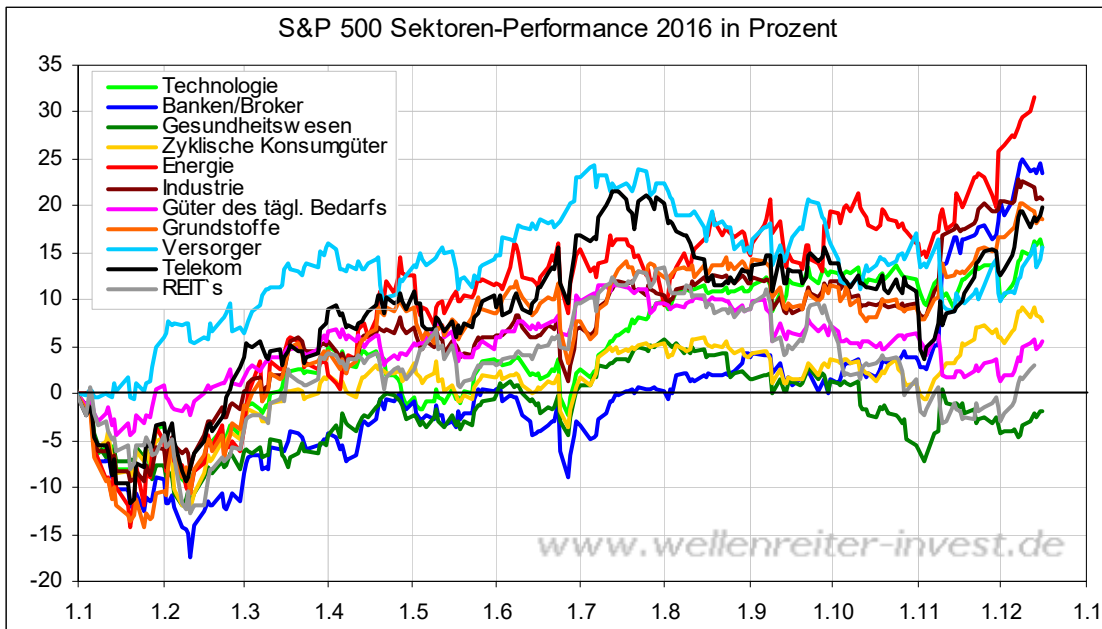


Abb. 6.23: S&P 500-Sektoren

Der Energiesektor ist der große Gewinner dieses Jahres, gefolgt vom Finanz- (Banken/ Broker) und Industriesektor. Der Finanzsektor bildete im Sommer noch das Schlusslicht und schwappte dann mit den steigenden Zinsen nach oben. Am Ende befinden sich mit dem Gesundheitswesen und den REITs defensive Sektoren.

Die Ratio der zyklischen zu nicht-zyklischen Konsumgütern steigt seit Februar 2016 an und weist damit auf eine sich verbessernde konjunkturelle Situation hin.

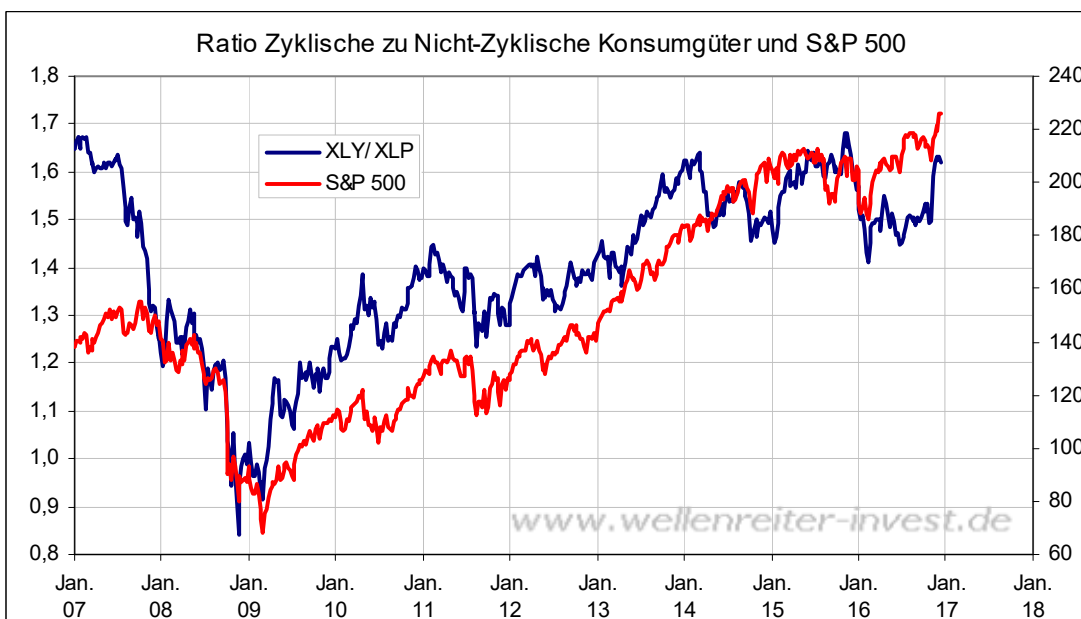


Abb. 6.24: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren

Ein neues Hoch in der Ratio steht allerdings noch aus, obwohl die wirtschaftliche Entwicklung im vierten Quartal in Ordnung ist. Momentan muss die Ratio als eine negative Divergenz gegenüber dem S&P 500 angesehen werden. Dies könnte ein Hinweis auf eine Abschwächung im ersten Halbjahr 2017 sein. Beispiele für Zykliker sind Industrie- und Transportwerte, Autohersteller, Einzelhandel und Hausbau. Nicht-zyklischer sind Nahrungsmittel und Getränke, Tabak, Pharma oder auch Versorger.

Stellvertretend für die Investment-Banken steht der Chart von Goldman Sachs. Das Jahreshoch von Oktober 2007 auf Monatsbasis rückt Ende 2016 in unmittelbare Reichweite.

Goldman Sachs Monatschart

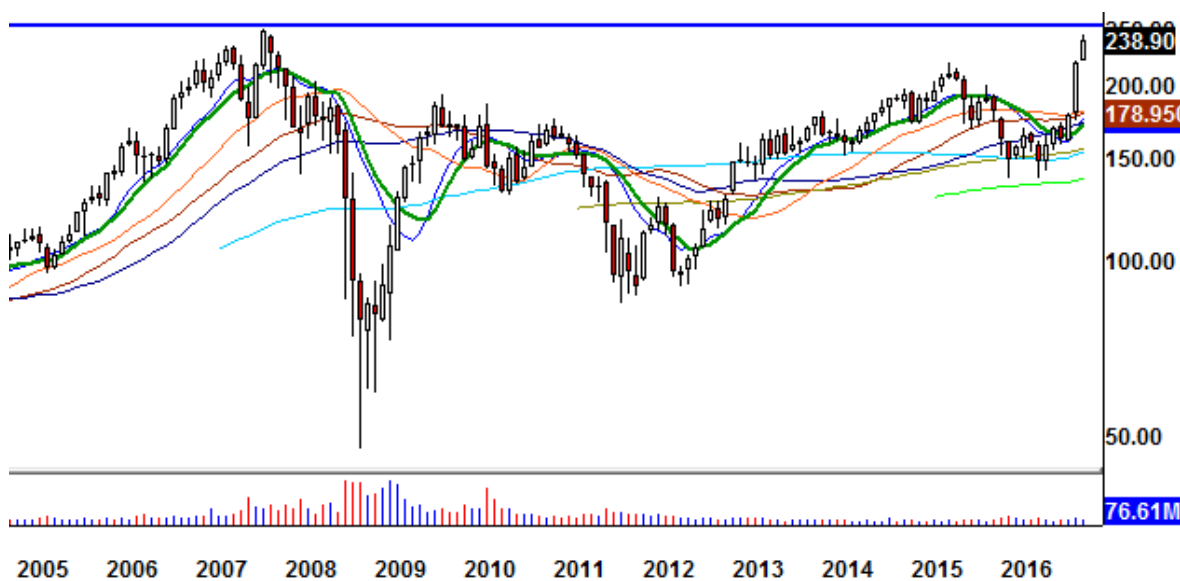


Abb. 6.25: Goldman Sachs Monatschart

Das Indexschergewicht im Dow Jones Industrial Average besitzt am Allzeithoch bei 250,70 USD einen Widerstand, der den weiteren Anstieg zunächst aufhalten sollte. Mit 245,57 USD erreichte die Aktie diesen Widerstand beinahe, so dass die Phase der starken Outperformance von Banken und Brokern vor einer Pause steht. Der Finanzsektor ist der Profiteur steigender Renditen und seit Juli 2016 ein deutlicher Outperformer im Aktienmarkt.

Auch wenn in Kürze eine Pause zu erwarten ist, sollte sich diese Outperformance danach weiter fortsetzen. Aktien wie Goldman Sachs toppten in 2007 erst am finalen Bewegungshoch und dürften in 2017 ebenfalls dieses Verhalten anzeigen.

Der Nasdaq Composite Index testete das „New Economy-Hoch“ des Jahres 2000 im November 2016 zurück, sodass der Ausbruch sauber, aber nicht so dynamisch wie im Dow oder S&P 500 wirkt.

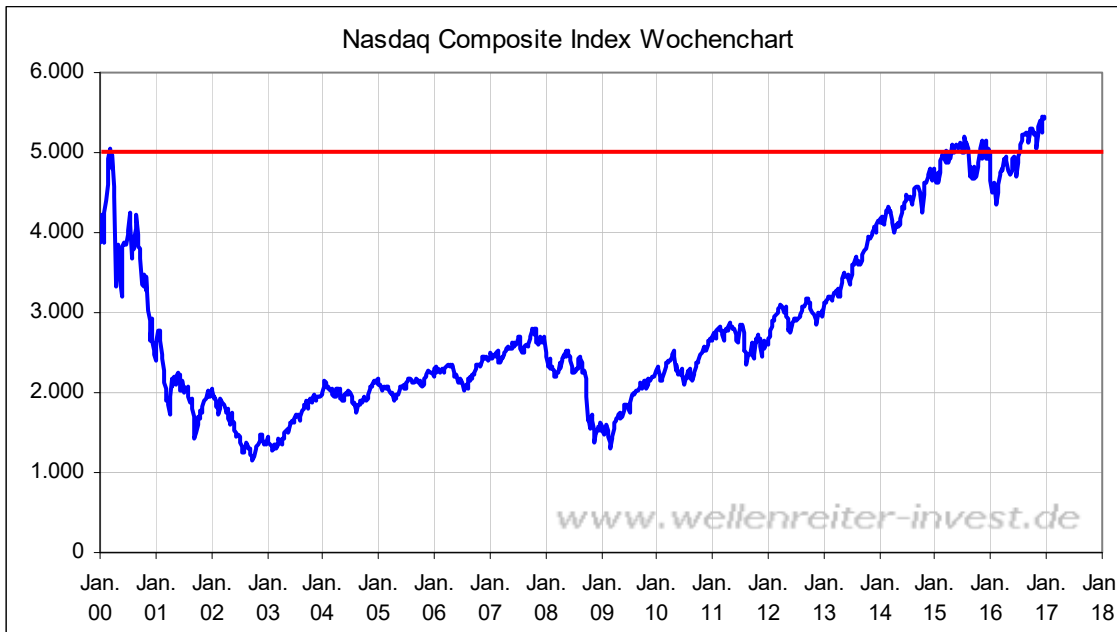


Abb. 6.26: Nasdaq Composite Index

Auffällig ist bei der „Push-Bewegung“ der letzten Wochen, dass die größten Gewinne in „Nachzügler“-Sektoren stattfinden, während die Sektoren mit einer hohen relativen Stärke in den letzten Jahren eine relativ schwächere Entwicklung aufweisen. Dazu gehört auch der Nasdaq, der absolut betrachtet eine positive Entwicklung aufweist, aber dabei an relativer Stärke eingebüßt hat.

Der Ausbruch des Nasdaq im 17. Jahr nach dem Erreichen seines Blasenhochs im März 2000 ist dabei als ein wichtiger Meilenstein anzusehen. Das 17. Jahr hat es nicht nur bei den US-Anleihen in sich, indem eine entscheidende Weggabelung über die weitere Entwicklung ansteht. Die Alternativen sind entweder wie in der Vergleichsperiode der 50iger Jahre steigenden Renditen oder die Ausbildung eines Hochpunktes wie in Japan in 2007 mit einer Fortdauer des deflationären Einflusses.

Diese entscheidende Gabelung über den weiteren Weg spiegeln die Aktienmärkte mit ihrem Verhalten im 17. Jahr wider.

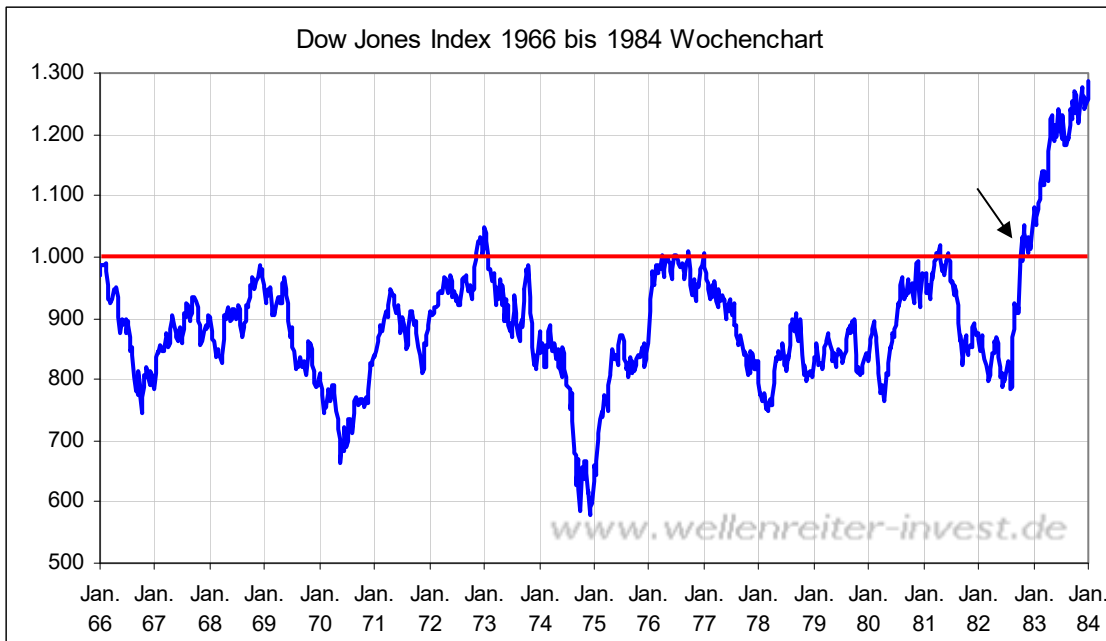


Abb. 6.27: Dow Jones Index 1966 bis 1984

Der Ausbruch des Nasdaq im 17. Jahr erinnert an den 1980er-Jahre Ausbruch des Dow Jones Industrial Average im 17. Jahr, auch wenn das Umfeld mit sinkenden Renditen im Jahr 1982 ein anderes war. Die Situation im Nasdaq ist nach einem Heranlaufen an die Hochs in 2015 mit einer etwa 20prozentigen Korrektur bis in das erste Quartal 2016 zumindest sehr ähnlich.

Das 17. Jahr nach einer geplatzten Blase erwies sich in der Vergangenheit allerdings auch als ein Jahr des Wendepunktes hin zum Negativen.

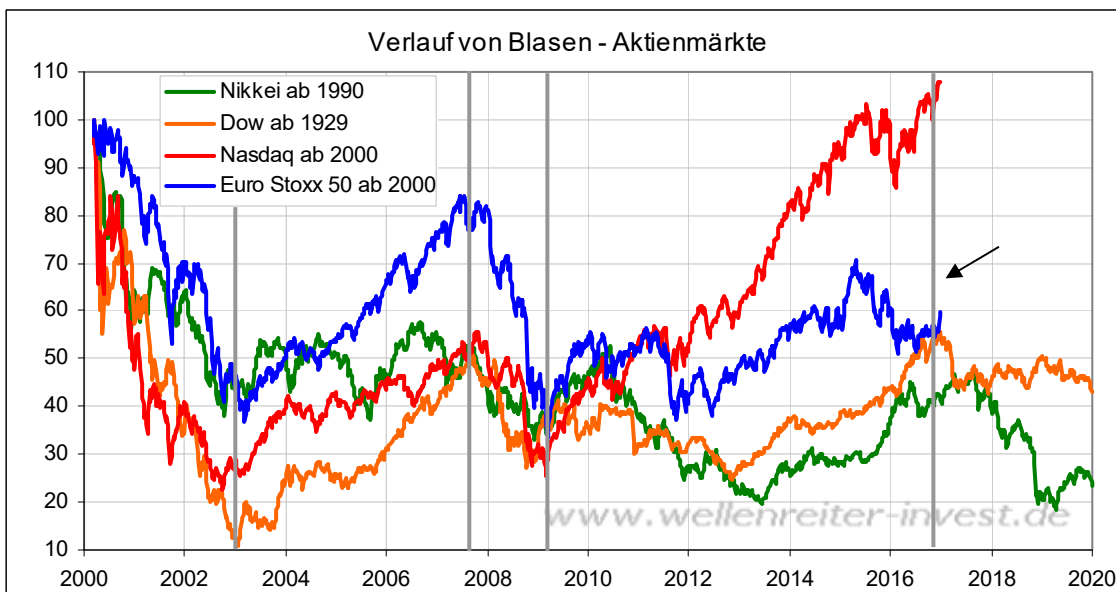


Abb. 6.28: Verlauf von Blasen Aktienmärkte

Der Dow Jones Industrial Average ab 1929 toppte zum jetzigen Zeitpunkt bereits, allerdings hatte er im Vorfeld des Kurshochs eine Beschleunigungsphase im

Aufwärtstrend erfahren, die er anschließend komplett zurückhandelte. Der Nikkei ab 1990 setzte seine Aufwärtsbewegung bis in den Sommer 2007 fort und orientierte sich mit seinem Verhalten am globalen Trendverhalten.

Der Nasdaq oder der Euro Stoxx 50 ab dem Jahr 2000 nähern sich damit im 17. Jahr einem zyklischen Hochpunkt. Die Muster der Nasdaq und des Euro Stoxx 50 mit ihren Hochpunkten im ersten Halbjahr 2015 unterscheiden sich deutlich vom „Endrun“ des Dow ab 1929, so dass erst im weiteren Jahresverlauf die schwierige Phase des 17. Jahres nach einer geplatzten Blase ihren Tribut einfordern könnte. Zum jetzigen Zeitpunkt überwiegen die positiven Aspekte, die zumindest bis in den Sommer 2017 anhalten sollten.

6.8. Leit-Aktienindizes

6.8.1 US-Aktienmarkt

6.8.1.1 Dow Jones und S&P 500

Auf globaler Basis gehört die USA zu den wenigen Ländern, in denen die Aktienindizes auf neuen historischen Rekordhochs notieren. Der Dow notiert knapp unterhalb der 20.000-Punkte-Marke. Diese Widerstandsmarke ist psychologisch wichtig und sollte eine temporäre Bremse sein. Mittelfristig sollte der Index jedoch in der Lage sein, diesen Widerstand zu überwinden.



Abb. 6.29: Dow Jones Index

Nach dem Auflösen einer eineinhalbjährigen Konsolidierungsphase, die mit einer Gewinnrezession in den USA einherging, ist Trendpotential in 2017 vorhanden. Alleine die zu erwartende Steuersenkung für US-Unternehmen, deren Höhe noch unklar ist, hilft den US-Aktienindizes im Rahmen einer wirtschaftlich positiven Phase auf ein höheres Kursniveau.

6.8.1.2 Value Line Index

Der Verlauf des Value Line Index (alle US-Aktien sind gleichgewichtet) schaffte im November 2016 den Ausbruch über die blaue Linie. Die Tasse-/Henkel-Formation besitzt ein Ziel von 6.000 Punkten.

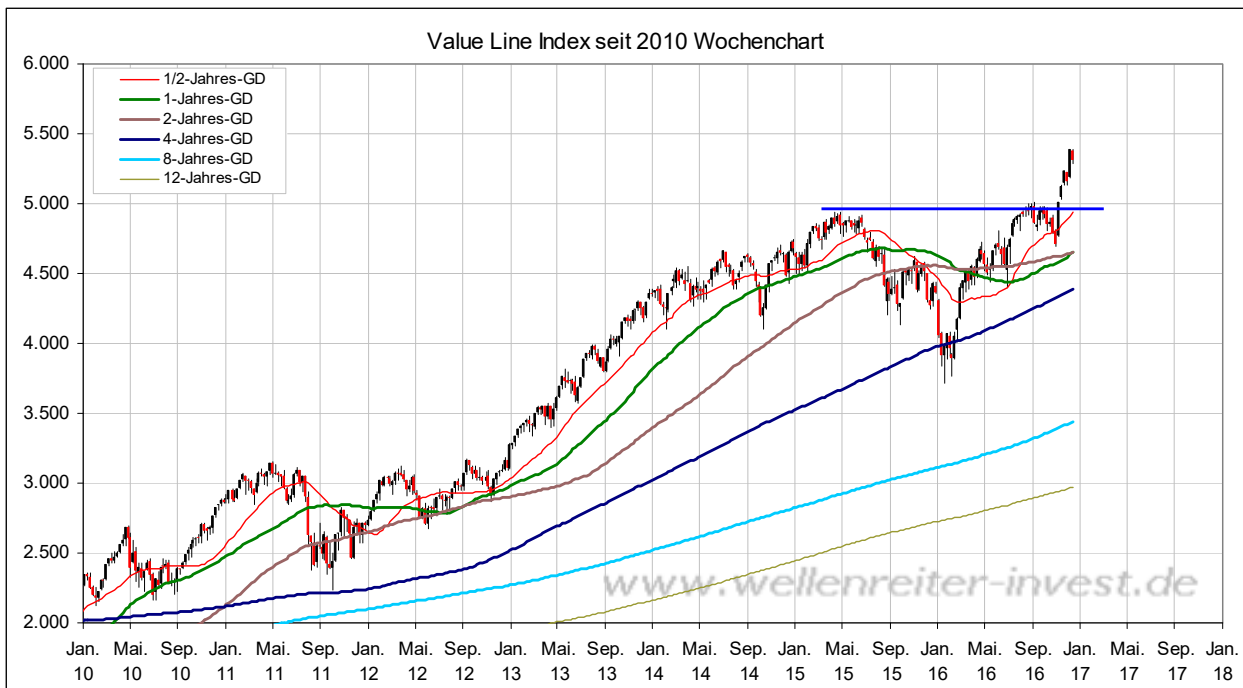


Abb. 6.30: Value Line Index

Im Gegensatz zum S&P 500, der ein rechnerisches Ziel von 2.400 Punkten besitzt, ist das technische Potential der Aktien im Value Line Index als größer anzusehen.

6.8.1.3 Russell 2000

Die starke Performance des Value Line Index spiegelt sich im US-Nebenwerteindex Russell 2000 wider. Das rechnerische Ziel lautet 1.600 Punkte.

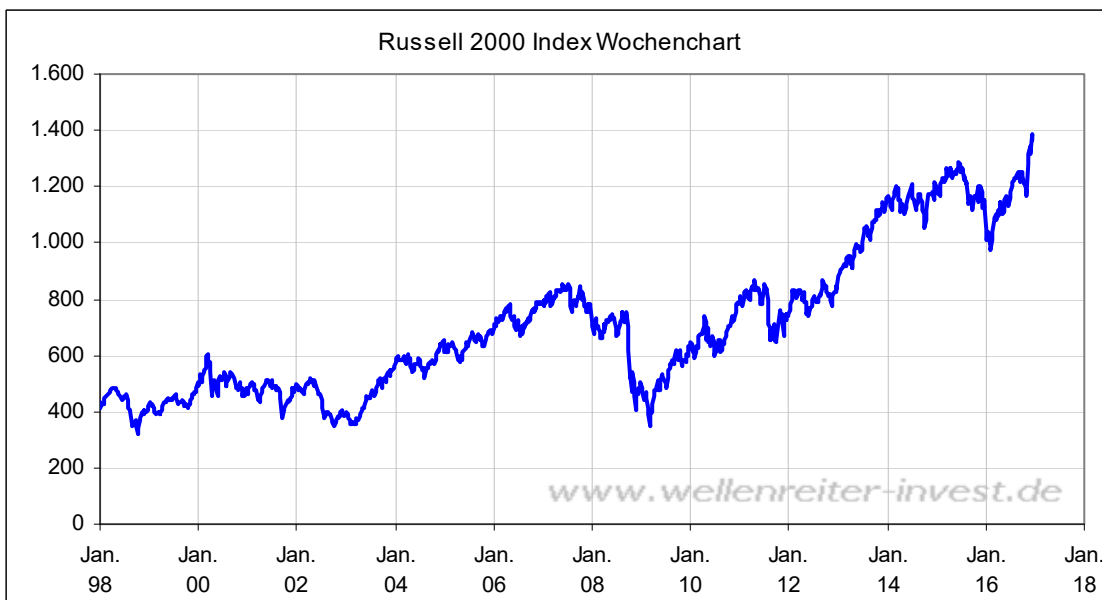


Abb. 6.31: Russell 2000 Wochenchart

Insofern lässt sich aus den Kurszielen der einzelnen Indizes ableiten, dass die Standardwerte, die globale Unternehmen darstellen, in ihrer Entwicklung nicht mit US-Nebenwerten mithalten können.

6.8.2 Europäischer Aktienmarkt

6.8.2.1 Euro Stoxx 50

Der Euro Stoxx 50 bildet das Gegenstück zum Dow Jones Index auf europäischer Seite. Die Gewichtung erfolgt allerdings nicht wie im Dow nach Preis, sondern nach Marktkapitalisierung. Der Euro Stoxx 50 konnte im Dezember 2016 seinen Abwärtstrend brechen.

Euro Stoxx 50 Wochenchart



Abb. 6.32: Euro Stoxx 50 Wochenchart

Im europäischen Index ist weiteres Potential bis zu den preislichen Zwischenhochs von 2015 vorhanden. Die Frage wird sein, ob der zu erwartende Anstieg in den USA ausreicht, um im europäischen Aktienmarkt ein neues Bewegungshoch seit 2009 zu erreichen.

6.8.2.2 Stoxx Europe 600 Wochenchart

Der Stoxx Europe 600 bildet das Pendant des S&P 500 auf europäischer Seite.



Abb. 6.33: Stoxx Europe 600 Wochenchart

Bereit dreimal betätigte sich die Marke von 400 Punkten (rote Linie obiger Chart) als Widerstand, zuletzt im Jahr 2015. Mit Novartis, Roche, GlaxoSmithKline und Sanofi sind vier der zehn Top-Aktien im Gesundheits-/Pharma-Sektor beheimatet. Dieser sich derzeit unterdurchschnittlich entwickelnde Sektor lässt eine bessere Performance, wie sie beispielsweise durch die Banken geliefert wird, aktuell nicht zu.

Zyklische Werte verfügen über eine vergleichsweise geringe Gewichtung. Als Beispiel sei der Automobilsektor mit einer Gewichtung von 3,2 Prozent genannt. Banken mit 12,8 Prozent, der Gesundheitssektor mit 12,6 Prozent und Industriegüter mit 10,6 stellen die Schwergewichtssektoren im Stoxx Europe 600. Technologie hat einen Anteil von 3,6 Prozent, im S&P 500 kommt der Tech-Sektor auf knapp 20 Prozent. Europa hat – außer SAP – hier nicht viel anzubieten.

Aufgrund dieser Struktur ist ein Erreichen des dreifachen Widerstands zu erwarten, ein Ausbruch ist zwar im vierten Anlauf wahrscheinlicher geworden, aber kein Selbstläufer. Das Beispiel FTSE-100 in Großbritannien ist dafür ein Beispiel, wie schwierig sich die nachhaltige Überwindung des langfristigen Widerstands von 1999 darstellt.

6.8.2.3 DAX

Der KDAX steht vor einem ähnlichen Widerstand wie der Stoxx Europe 600. Im deutschen Aktienmarkt würde allerdings erst der dritte Anlauf an die Widerstände von 2000 und 2015 erfolgen, die als sehr starke Widerstandszone einzustufen ist. Die Chancen für einen Ausbruch stehen etwas besser als im Stoxx Europe 600.

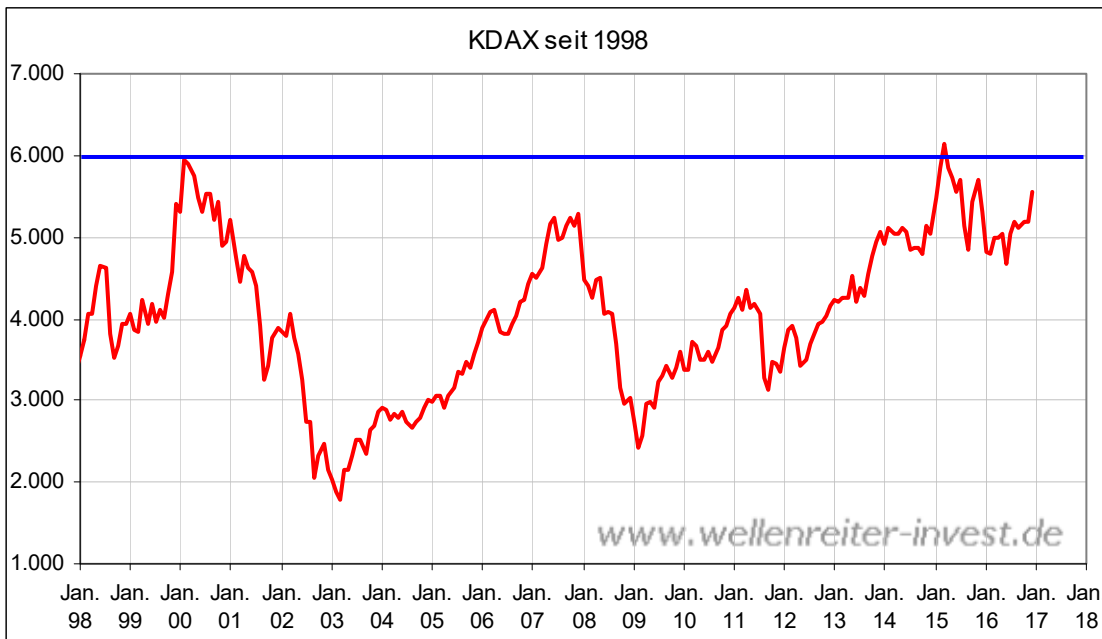


Abb. 6.34: KDAX seit 1998

Das ganz große Bild im KDAX macht Hoffnung auf eine Fortsetzung des Ausbruchs aus einem großen Dreieck, der in den letzten beiden Jahren konsolidiert wurde. Dann wäre es nur eine Frage der Zeit, bis der KDAX auf ein neues Allzeithoch steigt.



Abb. 6.35: KDAX seit 1986

Die Phase der Underperformance Europas und auch Deutschlands gegenüber den USA hält seit 2008 an.

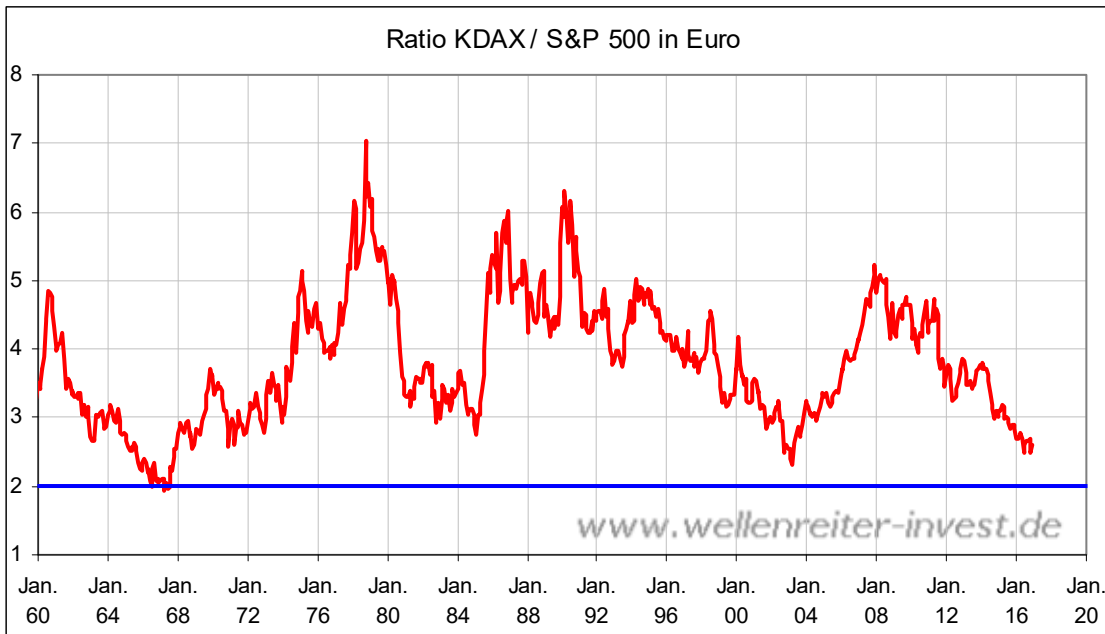


Abb. 6.36: KDAX / S&P 500 Ratio

Bei Betrachtung der langjährigen Ratio des KDAX zum S&P 500, die auf den Euro kalibriert ist, fällt auf, dass sich die Ratio einem Bereich nähert, der in der Vergangenheit stets für eine Umkehr gut war. Das Langfristtief stammt aus dem Jahr 1967 und liegt bei 2. Der Euro/Dollar ist ein bedeutsamer Einflussfaktor dieser Ratio. Es würde reichen, wenn der Euro/Dollar auf die Parität oder knapp darunter fallen würde, um das Niveau des Jahres 2003 zu berühren.

Einen generellen Wandel hin zu einer Outperformance Deutschlands oder auch Europas lässt sich momentan noch nicht ableiten, ein Ende der Underperformance rückt allerdings näher.

6.8.2.4 Peripherie-Staaten

Die Staaten der europäischen Peripherie zeigten erst zum Jahresende 2016 eine positive Neigung. Deutschland wird lediglich aus Vergleichsgründen mit aufgeführt.

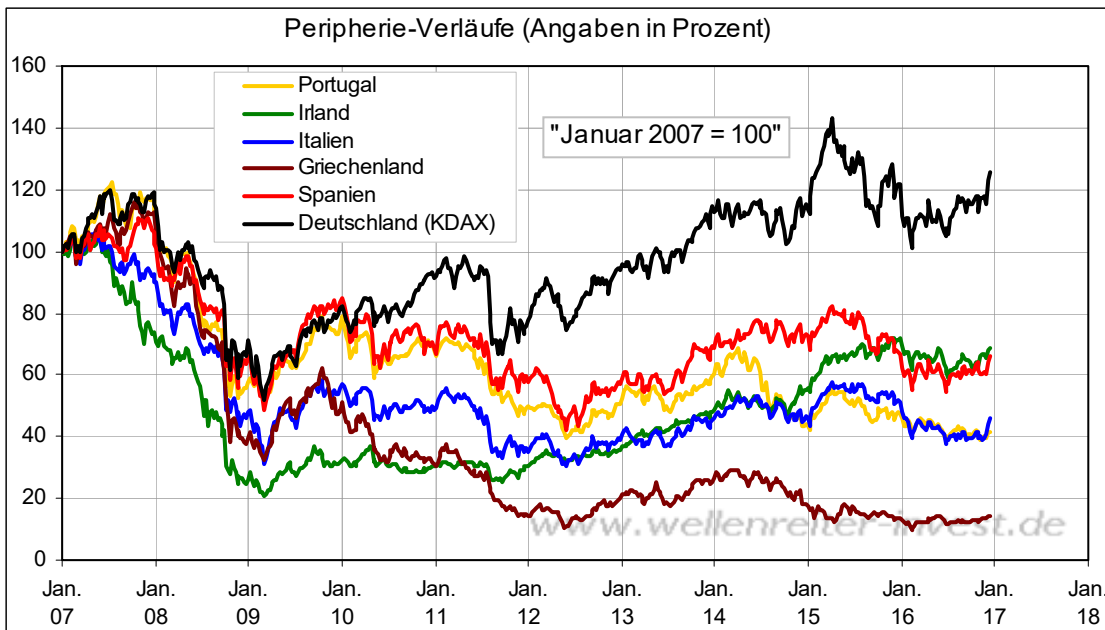


Abb. 6.37: Peripherie-Verläufe

Profitiert von der Entwicklung nach dem Verfassungsreferendum Anfang Dezember haben insbesondere die italienischen Banken, die den italienischen Leitindex FTSE-MIB nach oben zogen. Das Problem der Peripherie-Staaten ist die deflationäre Entwicklung in dieser Dekade, die Aktienmärkte in Spanien, Italien, Portugal und erst recht in Griechenland liegen allesamt im Minus. Griechenland hat ein Doppeltief in 2012 und 2016 ausgebildet, zeigt aber keinerlei positive Dynamik nach einer solchen Formation. Der griechische Aktienmarkt erholt sich in der Tendenz durch die Flut, die alle Boote hebt, und ist damit in 2017 kein Kandidat für eine Outperformance.

6.8.3 Aktienmärkte Asien/Pazifik

6.8.3.1 Japan

Die Hausse des Nikkei 225 ist lediglich als eine Abwertungshausse zu charakterisieren. Der folgende Chart zeigt die hohe Korrelation zwischen der Entwicklung des Nikkei-Index und des Dollar/Yen, sie bewegen sich im Trend wie siamesische Zwillinge.

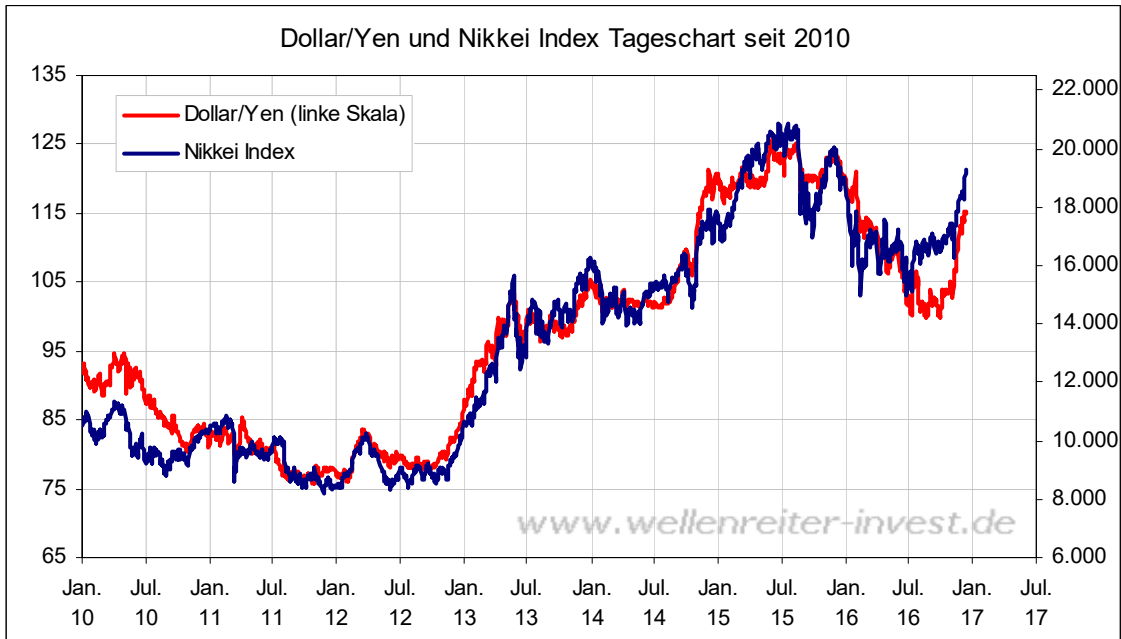


Abb. 6.38: Dollar/Yen und Nikkei Index

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

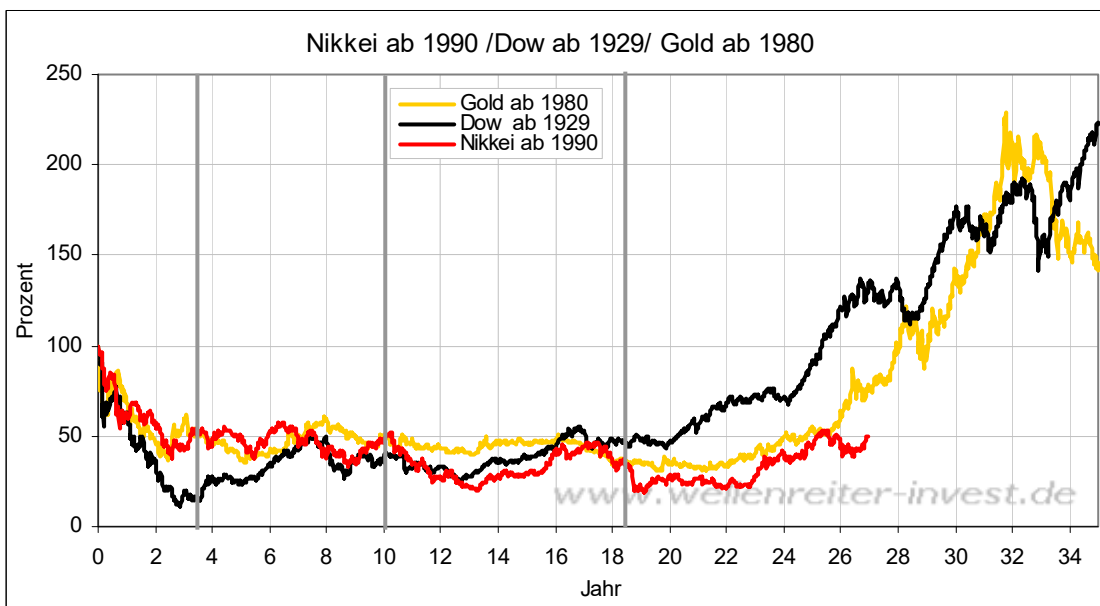


Abb. 6.39: Blasenverläufe und Nikkei-Index

Das 27. Jahr nach dem Hochpunkt einer Blase war im Dow holprig, in Gold umso besser. Japan entwickelte sich bisher ähnlich wie Gold, so dass die Abwertungshausse ihre Fortsetzung finden könnte. Da die Inflationszahlen für Japan in 2017 deutlich in den positiven Bereich steigen sollten, wird es interessant, ob der japanische Aktienmarkt beginnen kann, relative Stärke gegenüber dem Währungspaar zu entwickeln. Das große Risiko im Nikkei 225 besteht in 2017 darin, dass er sich weiterhin wie der USD/Yen entwickelt und eine Boom-/Bust-Reaktion mit dem Währungspaar erfolgt.

6.8.3.2 China

Der chinesische Aktienmarkt zeigt sich insbesondere in den letzten Wochen des Jahres 2016 nicht von seiner besten Seite. Die steigenden US-Zinsen und die Käufe der Chinesen im Ausland verursachen große Kapitalabflüsse, die den Yuan schwächen und das Geld nicht in den eigenen Markt fließen lassen. Zudem ist China von Donald Trump als wirtschaftspolitischer Feind Nr. 1 auserkoren worden, so dass die Anleger Vorsicht walten lassen.

Shanghai Composite Index Wochenchart

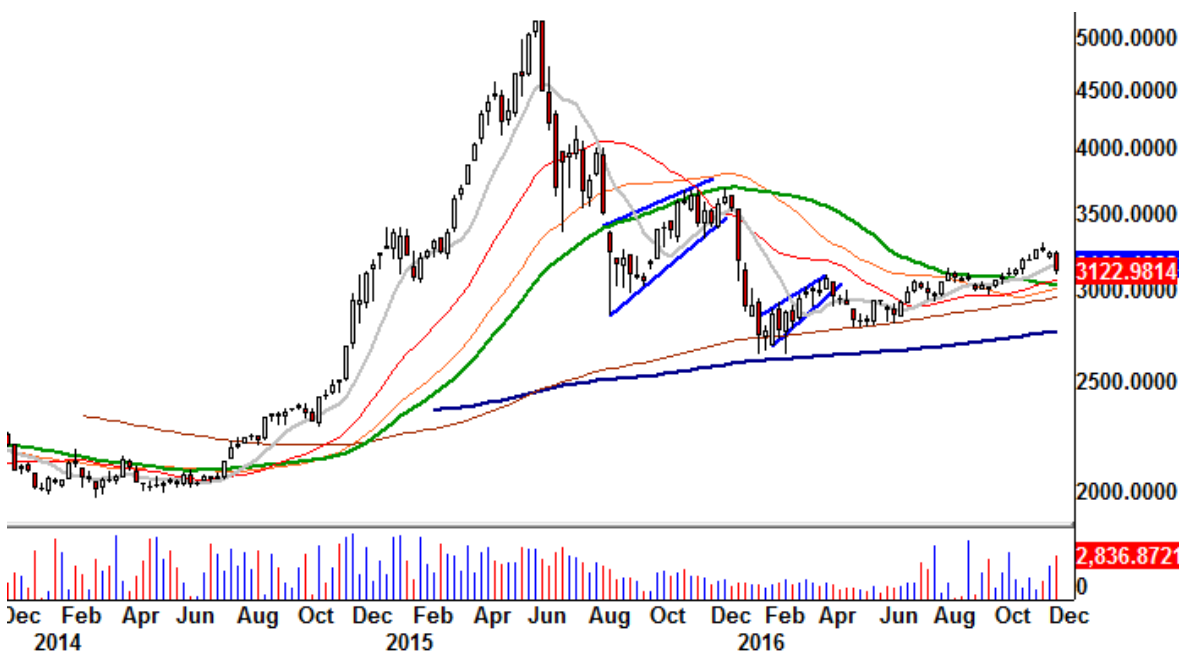


Abb. 6.40: Shanghai Composite Index Wochenchart

Im Jahr 2015 toppte der chinesische Aktienmarkt, ein echter Erholungsprozess hat bisher nicht stattgefunden. 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. Seit dem Jahr 2000 gab es zwei temporäre Trendphasen in China, in 2006/07 und in 2014/15, die danach für lange Zeit konsolidiert wurden.

Im vergangenen Jahr zeigten wir einen Verlaufsvergleich des chinesischen Crashes von 2015 mit dem Wall Street Crash von 1987. Seither hat sich das Muster nicht wirklich beruhigt.

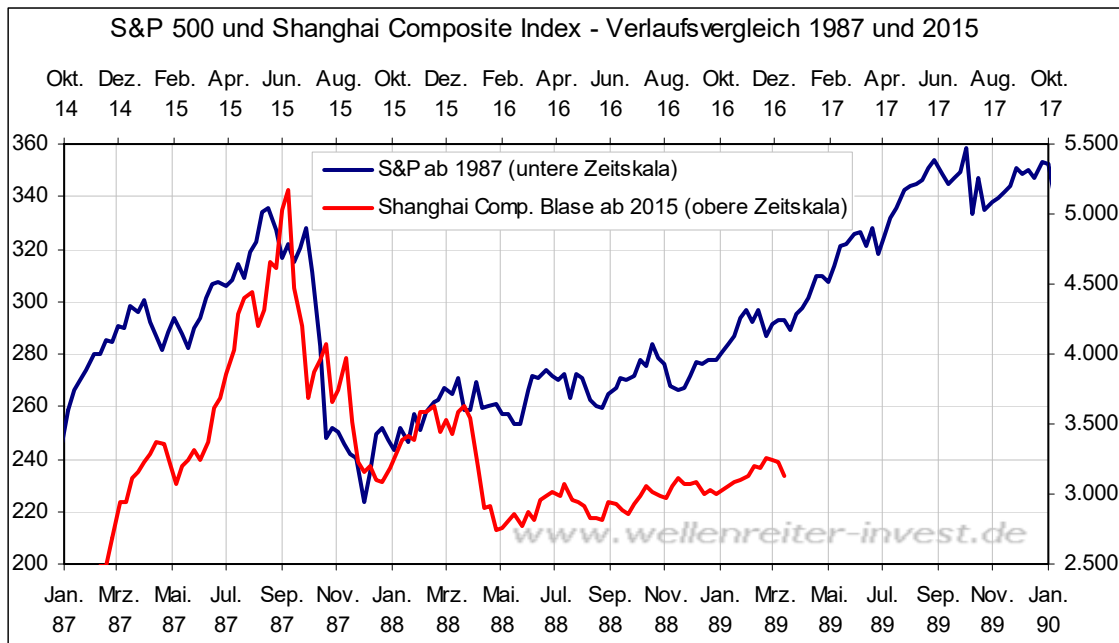


Abb. 6.41: Crash China 2015 und Wall Street 1987

Auch wenn der Chart eine positive Entwicklung für das erste Halbjahr 2017 suggeriert, so zeigt der chinesische Aktienmarkt trotz der Abwertung des Yuans relative Schwäche an. Daher sehen wir China nach dem jüngsten Anstieg in 2014/15 skeptischer und erwarten hier keine Outperformance in 2017. Wir würden China meiden, bis klarer geworden ist, inwiefern die neue Politik Trumps der chinesischen Wirtschaft schadet. China könnte durch eine Zinsanhebung für Turbulenzen sorgen.

6.8.3.3 Indien

Nicht nur China enttäuschte zuletzt in der Entwicklung des Aktienmarktes, dies gilt auch für das „Wachstumswunder“ Indien. Der indische Sensex schaffte in 2016 kein neues Allzeithoch. Die Probleme in der Bargeldumstellung dürften ein gewichtiger Grund sein, warum der indische Aktienmarkt zuletzt schwächelte.



Abb. 6.42: Sensex

Der indische Aktienmarkt steckt mitten in der Handelsspanne der Jahre 2014-2016 und erscheint auf Sicht der kommenden Monate auch in dieser verharren zu wollen. Im Falle von Turbulenzen im Jahre 2017 ist bei Schwäche der Bereich um 21.000 Punkte als klarer Kaufpunkt im mittelfristigen Chartbild zu identifizieren.

Fazit

Der asiatische Markt gehört nicht zu den Favoritenmärkten. Japan besitzt eine Sonderrolle und hängt extrem von der Währungsentwicklung ab („Abwertungshausse“). Im Rahmen einer Schwächephase an der Wall Street zeigte Japan in den letzten Jahren relative Schwäche und verlor überproportional. Insofern ist gerade in den Sommermonaten bedeutende Vorsicht gegenüber Engagements in Japan angesagt.

7. Fazit für den Finanzmarkt

Das kommende Jahr ist ein 7er Jahr und gleichzeitig ein 17. Jahr. Die 7er Jahre fallen historisch mit größeren Turbulenzen in der zweiten Jahreshälfte auf, während ein 17. Jahr eine Weggabelung zwischen einem Aufbruch in eine neue Ära und einem Abtauchen in eine neue deflationäre Phase darstellt. Bei der Einordnung der zukünftigen Politik in den USA wird oftmals ein Vergleich zu den 80iger Jahren der Reagonomics gezogen. Wir halten den Vergleich mit den 50iger Jahren und dem damaligen US-Präsidenten Eisenhower für zielführender, weil dort eine Niedrigzinsphase ihren Abschluss fand.

Nachdem die deflationäre Phase bereits im Januar/Februar 2016 durch die Ausbildung eines langfristigen Erdölpreises ausgelaufen ist, hat die OPEC Ende des Jahres Maßnahmen der Fördermengenreduzierung ergriffen, um den Ölpreis zu stabilisieren und auf ein höheres Gleichgewichtsniveau zu führen. Viele Analysten zweifeln an der Umsetzung der Maßnahmen. Bei einem Erfolg ist eine erhöhte Inflationsrate anzunehmen, die Zweitrundeneffekte über die Lohnentwicklung auslösen kann.

In diesem Umfeld wird die neue US-Regierung innerhalb der ersten 100 Tage nach der Amtseinführung, also bis zum 30. April, Stimulierungsmaßnahmen für die Konjunktur zu verabschieden haben. Donald Trump weiß, dass er liefern muss, weil ansonsten die Stimmung kippen würde. Die US-Notenbank wird entscheiden müssen, ob sie eine Straffung über die geplanten zwei bis drei Zinsschritte hinaus durchführen wird. Tatsächlich könnten solche Überlegungen im Frühsommer reifen und im Sommer greifen.

Diese Weichenstellungen haben einen Einfluss auf die Entwicklung der Staatsanleihen, die in den Fokus der Investoren rücken und aus Intermarketsicht zum mutmaßlichen Hauptakteur für Trendbewegungen werden. Eine restriktiver werdende US-Notenbank stärkt den US-Dollar und fördert den Trend steigender Renditen (=fallende Anleihen), die für die zehnjährige Rendite bei 3 Prozent den „Big Point“ besitzen sollten. Bei einem Überschreiten dieses Niveaus wäre eine dynamische Rendite-Anstiegsphase zu erwarten, die den Aktienmarkt ausbremsen sollte.

Unser „Ablaufplan“ sieht wie folgt aus:

Erstes Quartal

Die ersten Schlagzeilen des neuen Jahres gehören dem Euro/US-Dollar, der die Parität erreicht. Der Erdölpreis bleibt in den ersten Wochen stabil. Die Inflation toppt zunächst aufgrund des Basiseffektes, ebenso die Renditen in den USA, die danach eine korrektive Phase durchlaufen. Der US-Aktienmarkt bietet Ende Februar und im März gute Einstiegszeitpunkte.

Zweites Quartal

Nachdem die neue US-Regierung ihre fiskalpolitischen Schritte beschlossen hat, entwickeln sich die Aktienmärkte positiv. Die Rufe nach einem „Sell in May and go away“ erweisen sich als Fehlsignal, die beste Trendphase des Jahres läuft bis in den Sommer. Der US-Dollar wird mit steigenden Kapitalflüssen in Richtung USA sehr fest.

Drittes Quartal

Die Notenbanken werden restriktiver. In den USA erhöht die US-Notenbank im Juni/ Juli ihre Zinserhöhungserwartungen, in Europa schwenkt die EZB zeitlich verzögert auf einen „Tapering“-Kurs ein. Der Euro/US-Dollar bildet daher ein Preistief aus. Die Staatsanleihen geraten auch in Europa unter Druck, die Renditen steigen. Das Niveau von 3 Prozent in der zehnjährigen Rendite wird in den USA als ein „Big Point“ angesehen, da Investoren mit einem Überschreiten dieses Niveaus nicht gerechnet haben. Ein deutlicher Anstieg in kurzer Zeit belastet den Aktienmarkt, der von seinem Hochpunkt im Sommer um zumindest 10 Prozent fallen sollte. Im dritten Quartal sollten die Portfolios abgesichert werden.

Viertes Quartal

Fallende Aktienmärkte beenden den Anstieg der Renditen, so dass der US-Aktienmarkt ein Preistief ausbildet. Der Euro/US-Dollar steigt an und stützt damit die Entwicklung der Rohstoffpreise.

8. Unsere 11 Thesen für 2017

1. Die höheren Inflationsraten erweisen sich zunächst als Segen in 2017

Steigende Inflationsraten sind von den Notenbanken willkommen, sie liegen im historischen Wohlfühlkorridor und sorgen für eine positive Aktienmarktentwicklung.

2. Die Notenbanken werden restriktiver

Die US-Notenbank verschärft ihren geldpolitischen Straffungskurs, die EZB bestätigt im dritten Quartal ihren „Tapering“-Kurs.

3. Das erste Halbjahr erweist sich als die beste Phase für Aktien

Das zweite Quartal zeigt die beste Entwicklung, „Sell in May and go away“ ist die falsche Devise.

4. Absicherungen im Sommer empfehlenswert

Der Fluch des 7er Jahres manifestiert sich im im Spätsommer, eine zehnpromzentige Korrektur an den Aktienmärkten sowie deutliche Verluste bei Staatsanleihen kühlen die Stimmung der Investoren stark ab.

5. Euro/US-Dollar fällt im ersten Halbjahr unter die Parität

Bereits zu Jahresbeginn erscheinen Schlagzeilen über das Erreichen der Parität. Der Euro/US-Dollar erholt sich im zweiten Halbjahr, das Tapering der EZB führt zu einer Erholung.

6. Stabilität des Ölpreises im ersten Halbjahr überrascht Investoren

Die OPEC-Staaten halten sich an die Fördermengenkürzung und etablieren damit ein höheres Gleichgewichtsniveau als im zweiten Halbjahr 2016.

7. Aktien entwickeln sich besser als Staatsanleihen

Dabei erweisen sich die Nebenwerte im Russell 2000 als Outperformer im ersten Halbjahr. Zudem setzte sich nach einer Pause die Outperformance von Bankaktien fort.

8. Japans Aktienmarkt entwickelt sich wie der siamesische Zwilling USD/Yen

Die Abwertungshausse des Nikkei 225 hält an und führt den Index an seinen langfristigen Widerstand. Der USD/Yen erreicht ebenfalls seinen langfristigen Widerstand im Bereich 125. Bei einem Überschießen nimmt der Druck auf die

Japanische Notenbank zu, ihre Null-Zins-Linie bei zehnjährigen Renditen zu kassieren. Die Folge wäre ein Mini-Crash.

9. Die Ängste vor einem Auseinanderbrechen Europas sind auch in 2017 überzogen

Die Wahlen in Frankreich sind kein „Game Changer“, das Risiko bei der deutschen Bundestagswahl ist für einen Wechsel größer. Die Lust auf etwas neues nach langen Jahren der großen Koalition nimmt zu, wenn eine neue politische Person (Martin Schulz) das Spielfeld betreten sollte.

10. Donald Trump überrascht positiv

Die Skepsis gegenüber Trump weicht langsam, die Anzahl seiner Fans nimmt zu. Trump zeigt seine Eigenschaften als Macher-Typ, gibt sich aber als Staatsmann.

11. Der Boom am Hausbaumarkt bildet eine Spitze aus

Zunächst hält der Boom noch an, steigende Renditen sorgen für die Ausbildung eines Hochpunktes im Jahresverlauf und eine Abkühlung des Sektors.

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. 9:30h) für Abonnenten erscheinender Börsenbrief („Wellenreiter-Frühausgabe“)

Der Börsenbrief ist auf grafische Anschaulichkeit und Erläuterung bedacht. Er konzentriert sich auf die Abhängigkeiten der Märkte, auf Verlaufsvergleiche und Saisonalität, auf zeitliche Muster sowie auf die Positionierung des Smart Money, die mit eigenen Indikatoren gemessen wird. Alle 14 Tage montags ist zusätzlich der Commitment of Traders-Report von Alexander Hirsekorn mit Einschätzung der Aktien-, Anleihen-, Währungs- und Rohstoffmärkte enthalten.

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

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

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

Abbildungsverzeichnis

- Abb. 1.1: Globaler Einkaufsmanagerindex
Abb. 1.2: Entwicklung des realen BIP-Wachstums
Abb. 1.3: US-Einkaufsmanager-Indizes
Abb. 1.4: Zinsspanne 10jährige zu 2jährige US-Anleihen
Abb. 1.5: Anzahl Rezessionsbeginne seit 1857
Abb. 1.6: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne
Abb. 1.7: US-Arbeitslosenquoten
Abb. 1.8: US-Erwerbsquote
Abb. 1.9: Durchschnittlicher Stundenlohn
Abb. 1.10: Geburtsrate und Verkäufe neuer Häuser
Abb. 1.11: Hausbau-Sentiment-Index
Abb. 1.12: Schuldendienstzahlungen US-Haushalte
Abb. 1.13: Eurozone Composite Einkaufsmanagerindex
Abb. 1.14: IFO-Index und DAX
Abb. 1.15: Markit-Einkaufsmanagerindex
Abb. 1.16: Eurozone Erzeugerpreise
Abb. 1.17: Geldmengenentwicklung Eurozone und USA
Abb. 1.18: Entwicklung BIP diverse Staaten
Abb. 1.19: Zinsstruktur 10jährige minus 2jährige Anleihen
Abb. 1.20: Inflationsvergleich EU - USA
Abb. 1.21: US-Inflation und Kerninflation
Abb. 1.22: Inflationsraten Europa, USA, Japan, China
Abb. 1.23: USA, Deutschland, Japan seit 1982
- Abb. 2.1: US-Leitzinsentwicklung Einschätzung
Abb. 2.2: Leitzinsen Europa, USA, Japan
Abb. 2.3: Staatsschulden im Besitz der Zentralbanken in Prozent
Abb. 2.4: Zinsstruktur Japan
- Abb. 3.1: Verlaufsvergleich S&P 500, US-Bonds, Gold
Abb. 3.2: US-Anleihemarkt - Übersicht
Abb. 3.3: Anteil Hochzinsanleihen am US-Gesamtmarkt
Abb. 3.4: Spread BAA zu AAA Unternehmensanleihen
Abb. 3.5: Öffentliche Verschuldung der USA
Abb. 3.6: Öffentliche Verschuldung Auslandsanteil und Fed
Abb. 3.7: Gläubiger von US-Staatsanleihen
Abb. 3.8: Geplante Defizitentwicklung USA
Abb. 3.9: Zinsdienst USA
Abb. 3.10: Fälligkeitsdaten US-Staatsanleihen
Abb. 3.11: Verschuldung in Prozent vom BIP
Abb. 3.12: Zinszyklus 10jähriger Staatsanleihen USA 1800-2050
Abb. 3.13: Renditezyklus-Vergleich
Abb. 3.14: Rendite-Vergleich Japan
Abb. 3.15: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart
Abb. 3.16: US-Renditen in einem Chart
Abb. 3.17: US-Rendite und S&P 500
Abb. 3.18: US-Rendite und S&P 500 1994
Abb. 3.19: US-Rendite und S&P 500 1987

Abb. 3.20: US-Rendite und S&P 500 1950 – 1960
Abb. 3.21: US-T-Bonds Commercials
Abb. 3.22: Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 3.23: Ratio S&P 500 / 10jährige US-Anleihen
Abb. 3.24: Zinsstruktur Deutschland
Abb. 3.25: Anleihen Inland/Ausland
Abb. 3.26: Rendite 10jähriger Anleihen Deutschland, Schweiz, Japan
Abb. 3.27: Rendite 10jähriger Anleihen – diversen Staaten
Abb. 3.28: Renditespreads 10jähriger Anleihen – diversen Staaten

Abb. 4.1: US-Dollar-Index langfristig
Abb. 4.2: handelsgewichteter US-Dollar-Index
Abb. 4.3: Big Mac Index
Abb. 4.4: Preisniveau Konsumgüter Schweiz / Euroraum in %
Abb. 4.5: Preisniveau Konsumgüter USA / Euroraum
Abb. 4.6: Euro/Dollar seit 1980
Abb. 4.7: Euro/Dollar und Yen/Dollar
Abb. 4.8: Nominalzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar
Abb. 4.9: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar
Abb. 4.10: Dollar/Yen Tageschart seit 1990
Abb. 4.11: Nominalzins-Differenz USA/Japan 10jährige Anleihen
Abb. 4.12: Rohstoff-Währungen
Abb. 4.13: Australischer Dollar und Gold
Abb. 4.14: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl
Abb. 4.15: GBP/USD seit 1976
Abb. 4.16: EUR/USD und GBP/USD seit 2007
Abb. 4.17: EUR/CHF seit 1986

Abb. 5.1: Reuters CRB-Index Zyklus
Abb. 5.2: Euro/Dollar und CRB-Index
Abb. 5.3: CRB-Index und US-Inflationsrate
Abb. 5.4: Welt-Erdöl-Verbrauch
Abb. 5.5: US-Erdöl Produktion
Abb. 5.6: Differenz Ölverbrauch und Förderung
Abb. 5.7: Ölpreis seit 1900 Stufenchart
Abb. 5.8: Verlaufsvergleich 1986 und 2014
Abb. 5.9: Weltweite Temperaturanomalie seit 1850
Abb. 5.10: Oceanic-Nino-Index und WTI Crude
Abb. 5.11: WTI Crude Monatschart
Abb. 5.12: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulanten
Abb. 5.13: Saisonaler Verlauf Erdöl
Abb. 5.14: Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent
Abb. 5.15: Gold seit 1900
Abb. 5.16: Gold und Anleihen
Abb. 5.17: Goldpreis und Realzins langfristig
Abb. 5.18: Euro und Gold seit 2006
Abb. 5.19: saisonaler Verlauf Gold
Abb. 5.20: Goldpreis und Positionierung Großspekulanten
Abb. 5.21: XAU-Goldminen-Index
Abb. 5.22: Silber langfristig

Abb. 5.23: Silber Monatschart
Abb. 5.24: Silber/Gold-Ratio
Abb. 5.25: Edelmetalle in einem Chart
Abb. 5.26: Kupfer Tageschart
Abb. 5.27: Terminmarktdaten Kupfer

Abb. 6.1: Q-Ratio
Abb. 6.2: Aktien- vs. Anleihenrendite
Abb. 6.3: Welt-Aktienmarktkapitalisierung
Abb. 6.4: US-Inflationsrate und Dow Jones Index seit 1960
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: Durchschnittsverlauf Nachwahljahre Erstwahl Republikanischer Präsident
Abb. 6.9: Durchschnittsverlauf Nachwahljahre Verläufe Republikaner erste Wahlperiode
Abb. 6.10: Positive Nachwahljahre
Abb. 6.11: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 7er-Jahre 1907 – 2007
Abb. 6.12: 7er-Jahre, die auch Nachwahljahre sind
Abb. 6.13: Dow Jones Index 7er-Jahre zweites Halbjahr
Abb. 6.14: Dow Jones Index 7er-Jahre in überdurchschnittlichen Jahrzehnten
Abb. 6.15: Dow Theorie
Abb. 6.16: Hindenburg-Omen NYSE-Index
Abb. 6.17: S&P 500 defensive Sektoren
Abb. 6.18: Neue 52-Wochen-Hochs
Abb. 6.19: RSI Dow Jones Index
Abb. 6.20: US-Aktienfonds-Flows monatlich
Abb. 6.21: US-Aktienfonds-Flows wöchentlich
Abb. 6.22: Bullische Börsenbriefverfasser
Abb. 6.23: S&P 500-Sektoren
Abb. 6.24: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren
Abb. 6.25: Goldman Sachs Monatschart
Abb. 6.26: Nasdaq Composite Index
Abb. 6.27: Dow Jones Index 1966 bis 1984
Abb. 6.28: Verlauf von Blasen Aktienmärkte
Abb. 6.29: Dow Jones Index
Abb. 6.30: Value Line Index
Abb. 6.31: Russell 2000 Wochenchart
Abb. 6.32: Euro Stoxx 50 Wochenchart
Abb. 6.33: Stoxx Europe 600 Wochenchart
Abb. 6.34: KDAX seit 1998
Abb. 6.35: KDAX seit 1986
Abb. 6.36: KDAX / S&P 500 Ratio
Abb. 6.37: Peripherie-Verläufe
Abb. 6.38: Dollar/Yen und Nikkei Index
Abb. 6.39: Blasenverläufe und Nikkei-Index
Abb. 6.40: Shanghai Composite Index Wochenchart
Abb. 6.41: Crash China 2015 und Wall Street 1987
Abb. 6.42: Sensex