

Wellenreiter- Jahresausblick 2023

Jahr 1 nach dem Sabbatjahr

**©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn**

Oberursel, im Dezember 2022

Editorial	4
Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2023	
1. Konjunkturentwicklung	
1.1 Die Situation	5
1.2 Inflation	20
2. Notenbankpolitik und Anleihen	
2.1 Notenbankpolitik und kurzes Ende	28
2.2 Fiskalpolitik	36
2.3 Anleihen lange Ende	37
3. Der Währungsmarkt	
3.1 US-Dollar-Index	43
3.2 Europa	46
3.3 Asien	49
3.4 Kryptowährungen/Bitcoin	51
4. Der Rohstoffmarkt	
4.1 Rohstoffmarkt langfristig	57
4.2 Energie	60
4.3 Metalle	73
4.4 Agrar	79
5. Der Aktienmarkt	
5.1 Bewertung	82
5.2 US-Präsidentschaftszyklus	85
5.3 Dekadenmuster	90
5.4 Sabbatzyklus	92
5.5 Verlaufsvergleiche	93
5.6 Sentiment	98
5.6 Sektoren	100
5.8 Gebert-Indikator	103
5.9 Marktstruktur-Indikatoren	105
5.10 Leit-Aktienindizes	109

6. Fazit für den Finanzmarkt	118
7. Unsere 10 Thesen für 2023	120
Disclaimer	122
Über uns	123
Abbildungsverzeichnis	124

Editorial

Das Jahr 2022 ist geprägt durch Worte wie Ukraine-Krieg, Inflation und Rezession. Wir können uns nicht erinnern, dass die großen Banken vor früheren Rezessionen unisono so stark vor einer zu erwartenden US-Rezession im kommenden Jahr gewarnt haben wie zuletzt. Über das Sentiment werden wir im Rahmen unserer bewährten und vielen von Ihnen vertrauten Indikatoren im Laufe der folgenden Seiten schreiben und vereinfacht ausgedrückt ist die Stimmung invers zum November 2021.

Wenn wir an dieser Stelle etwas über Musik schreiben, dann aus dem guten Grund: Ihr Erfolg fängt die Hoffnung und die Lage des Moments ganz gut ein. Als die letzte große Krise endete, veröffentlichte Bruce Springsteen seine Platte „Working on a dream“, die zwischen dem Sommer 2007 und dem Herbst 2008 entstand. Platz 1 in den USA, Großbritannien und Deutschland folgten.

Am 11. November 2022 veröffentlichte „der Boss“ seine neue Platte „Only the strong survive“, in denen er inhaltlich Musik der 60iger und 70iger Jahre neu aufgenommen hat. Die Zeitphase von 1966 bis 1982 war im Dow Jones Industrial Average durch eine lange Seitwärtsphase geprägt. Der Boom der „Nifty Fifties“ endete und die Zeit der Stockpicker begann in einer Phase übergeordnet steigender Inflation.

Am 06. März 2009 sang Silbermond-Sängerin Stefanie Klos mit ihrer Band Silbermond In dem Song „irgendwas bleibt“ die Zeile „Gib mir’n bisschen Sicherheit in einer Welt, in der nicht sicher scheint“. Und eroberte direkt Platz 1 der Hitparade. In der darauffolgenden Woche war die Wende nach einem finalen Tief am Aktienmarkt vollzogen.

Ende Oktober 2022 überraschte Peter Fox nach langer Abwesenheit seine Fans mit dem Song „Zukunft Pink“. Er outet sich als Optimist und singt in der ersten Zeile des Lieds „Alle malen schwarz, ich seh’ die Zukunft pink. Wenn du mich fragst, wird alles gut, mein Kind.“ Peter Fox eroberte am 28. Oktober 2022 direkt Platz 1 der Hitparade, bis er jüngst die beiden Weihnachtsklassiker von Mariah Carey und Wham! an sich vorbeiziehen lassen musste. Noch nie eroberten die beiden Weihnachtsklassiker so zeitig die Spitze der Charts und symbolisieren die Sehnsucht der Menschen nach Stabilität, heiler und besserer Welt.

Nachfolgend wollen wir mit unseren bekannten Bordmitteln untersuchen, inwiefern und vor allem in welchen Bereichen trotz aller Risiken im kommenden Jahr 2023 die Chancen lauern. Wir wünschen Ihnen bei der Lektüre unseres Jahresausblicks 2023 (unser 19. gemeinsam verfasster Jahresausblick) viel Vergnügen und gewinnbringenden Erkenntnisse für Ihre eigene Anlagestrategie im neuen Jahr.

Oberursel, im Dezember 2022

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2023

1. Konjunkturentwicklung

1.1 Die Situation

Die BIP-Wachstums-Prognosen für das Jahr 2023 bewegen sich sowohl für die USA als auch für den Euroraum um die Nullmarke. China könnte in den Bereich von 4 bis 5 Prozent Wachstum zurückkehren. Die OECD prognostiziert für das Jahr 2023 eine globale Wachstumsrate von 2,7%.

Im Jahr 2022 könnten das US- sowie das Euroraum-BIP real jeweils um etwa 2 Prozent zugelegt haben. Für China deutet sich ein BIP-Wachstum von etwa 3 Prozent an. Interessant ist, dass der BIP-Nowcast-Service der Atlanta Fed, GDPNow, für die USA ein BIP-Wachstum von 3,2% im vierten Quartal 2022 annimmt. Analysten erwarten für Q4 niedrigere Werte. BofA-Research schätzt das vierte Quartal auf +0,5%, andere gehen von einem Minus-Quartal aus. Dargestellt ist das festgestellte reale US-BIP-Wachstum sowie die mit einer Ziffer bezeichnete GDPNow-Schätzung.

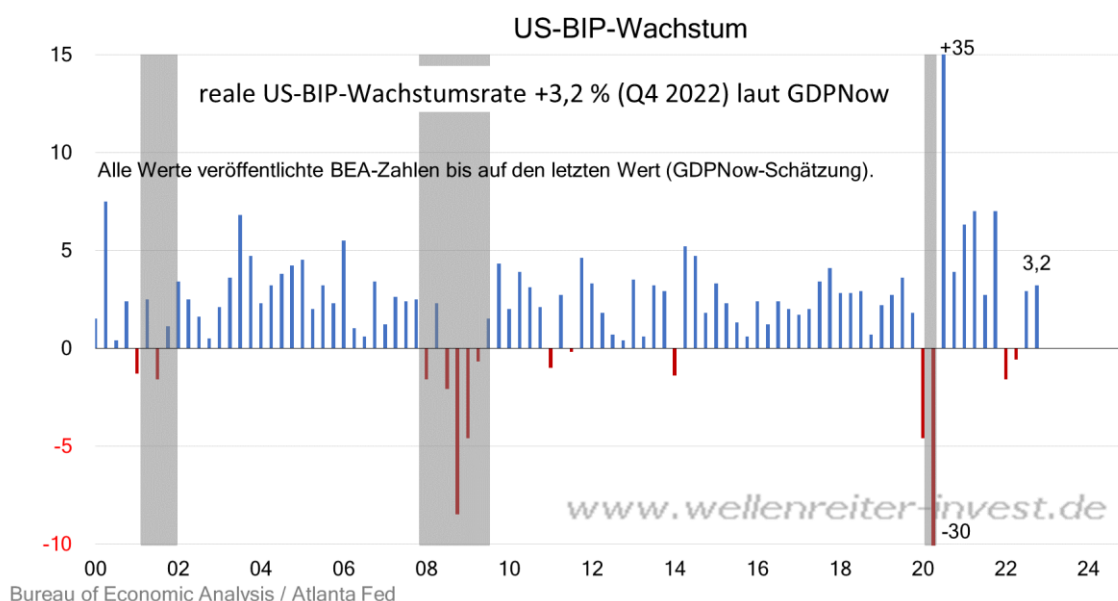


Abb. 1.1: US-BIP-Wachstum und Atlanta Fed

Die Corona-Lockdown bedingten Störungen in den Lieferketten und die mangelnde Möglichkeit von Konsumenten, Geld im Dienstleistungssektor aufgrund von Zugangsbeschränkungen auszugeben, führten zu einem Nachholbedarf, der aufgrund der Angebotsstörungen nicht adäquat bedient werden konnte. Dabei halfen den Konsumenten die gewährten staatlichen Hilfen, so dass insbesondere in den USA die Rekordarbeitslosigkeit des zweiten Quartals 2020 keine Depression auslöste, sondern einen raschen Boom. Diese Nachfrageeffekte wirken nach, kühlen sich aber mittlerweile ab.

Im Jahr 2022 erlebte die USA eine „ungewöhnliche Rezession“. Trotz eines hohen nominalen Wachstums verzeichnete die US-Wirtschaft in den beiden ersten Quartalen 2022 ein rückläufiges BIP, welches der hohen Inflation geschuldet war. Es existierte

im Vorfeld keine inverse Zinsstruktur. Die ISM-Indizes lagen auf Boom-Niveau und klar auf Expansionskurs und am Arbeitsmarkt wurden massiv Jobs geschaffen. Das NBER als rezessionsfeststellende Institution dürfte schlussfolgern, dass weder der US-Arbeitsmarkt noch die US-Einkaufsmanagerindizes die Festlegung einer Rezession rechtfertigten.

Das nominale Wachstum kühlt sich ab, wie die rückläufige Auftragskomponente im ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe mit 47,2 Punkten zeigt.

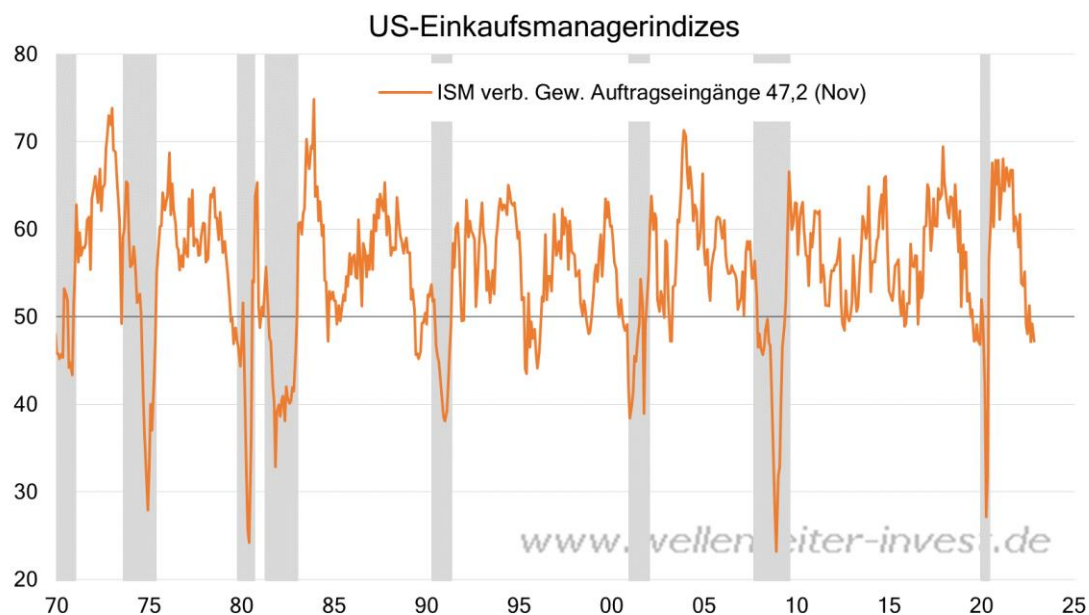


Abb. 1.2: ISM-Index verarbeitendes Gewerbe Auftragseingänge

Aber: Ein Wert von 47,2 reicht nicht aus, um eine Rezession zu indizieren. Die Auftragskomponente rutscht im Rahmen einer Rezession üblicherweise unter die 40-Punkte-Marke. Sogar im Jahr 1995 (keine Rezession) lag der Wert niedriger.

Der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe und der Einkaufsmanagerindex von Chicago (Chicago PMI) blicken auf eine lange Historie zurück.

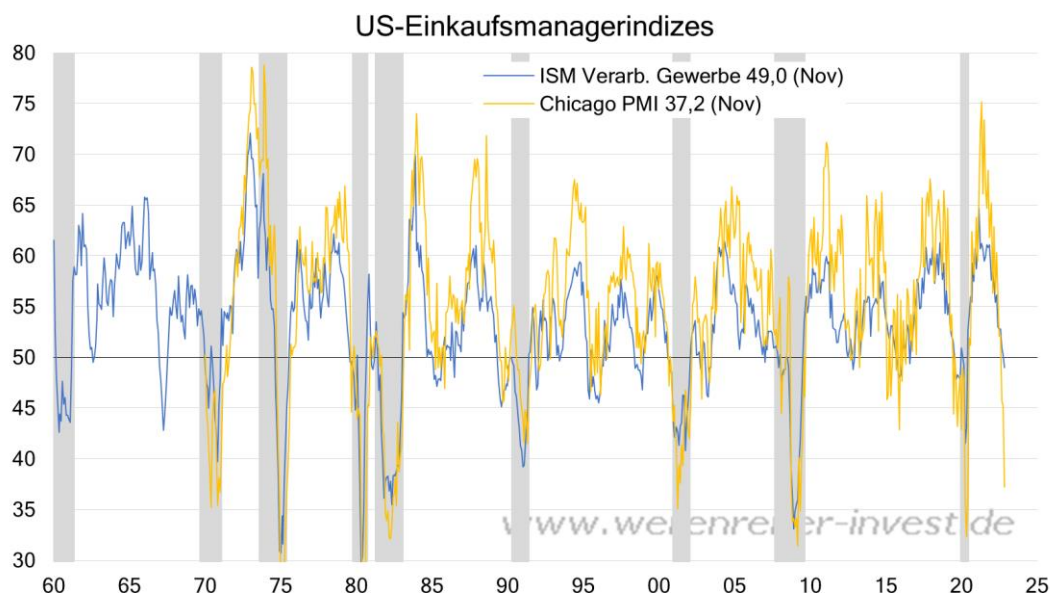


Abb. 1.3: ISM verarbeitendes Gewerbe und Chicago PMI

Interessanterweise wurde jede US-Rezession der vergangenen fünfzig Jahre von einem Chicago PMI von unter 40 begleitet (Ausnahme: 1991 Tief bei 41,5). Der aktuelle Wert von 37,2 erfüllt diese Bedingung. Die beiden ISM-Indizes für das verarbeitende Gewerbe und für den Dienstleistungssektor zeigen eine starke Divergenz an. Die industrielle Entwicklung schwächt sich ab und notiert jüngst bei 49 Punkten, während der Dienstleistungssektor mit zuletzt 56,5 Punkten weiterhin deutlich auf Expansionsniveau notiert.

Der ISM-Index der Dienstleistungsbranche notiert deutlich oberhalb der Rezessionsschwelle. Dienstleistungen sind für etwa 70 Prozent des US-BIP verantwortlich. Die beiden Minusquartale im ersten Halbjahr 2022 wurden von den US-Einkaufsmanagerindizes nicht bestätigt.

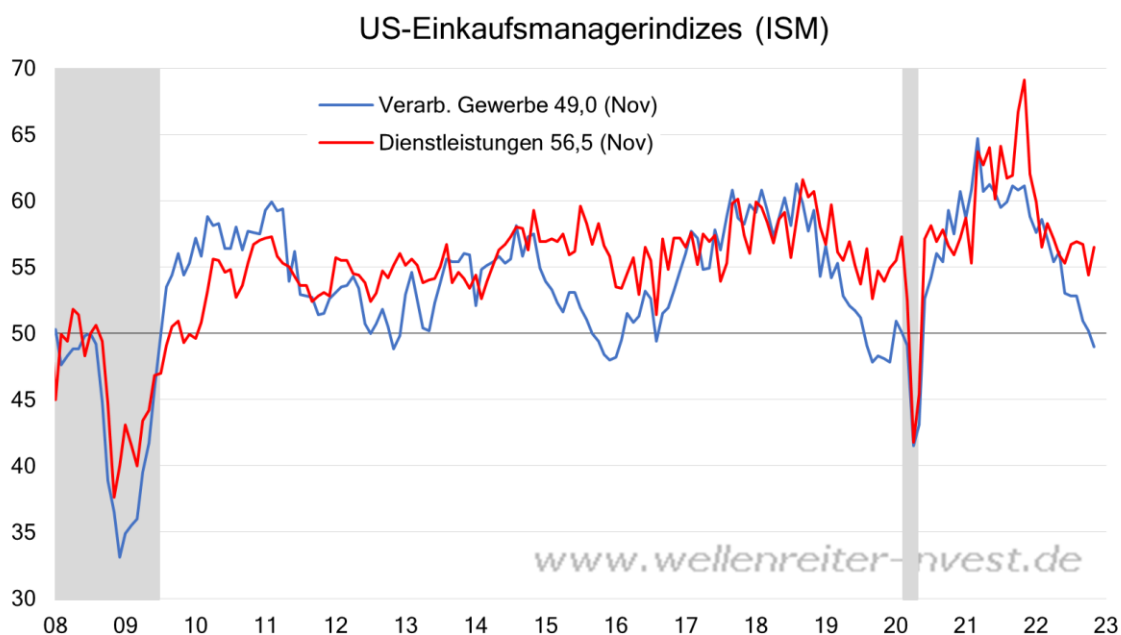


Abb. 1.4: ISM verarbeitendes Gewerbe und ISM-Dienstleistungsindex

Die Stimmung der US-Konsumenten hat im Laufe des Jahres 2022 stark gelitten. In der Datenreihe, die seit 1952 existiert, liegt das Vertrauen der Verbraucher bei der Universität Michigan mittlerweile seit 8 Monaten unterhalb der Marke von 60 Punkten. Der vorherige Rekord lag bei 4 Monaten im Umfeld einer ebenfalls hohen Inflation im Jahr 1980. Das Verbrauchervertrauen der Uni Michigan verzeichnet einen sehr niedrigen Wert, der zuletzt zum Höhepunkt der Finanzkrise zu beobachten war. In dieser Umfrage ist die Stimmung der Verbraucher als Depression zu bezeichnen.

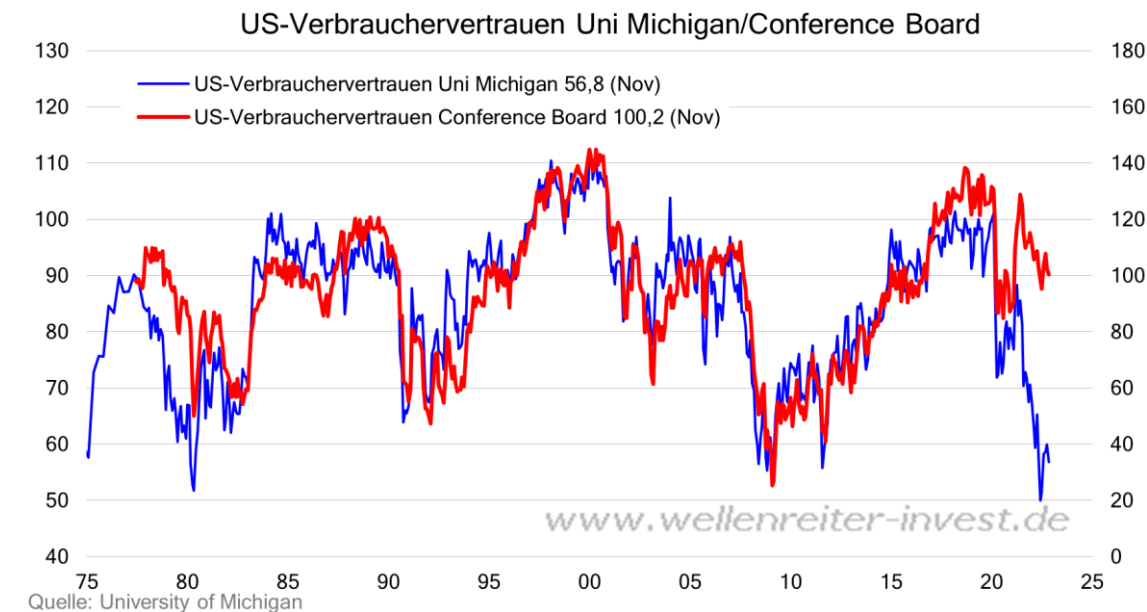


Abb. 1.5: US-Verbrauchervertrauen Conference Board/Uni Michigan

Ungewöhnlich groß ist zudem die historisch große Divergenz zwischen dem US-Verbrauchervertrauen des Conference Boards gegenüber der Umfrage der Uni Michigan.

Der Wert des Conference Boards liegt hingegen deutlich höher als in der Corona-Krise. Diese Divergenz dürfte an den Inhalten der Fragestellungen liegen. Während sich das Conference Board auf allgemeine Fragen zur Konjunktur und Arbeitsmarkt beschränkt, greift die Erhebung der Uni Michigan die Themen Inflation, Ausgabeverhalten, die aktuelle wirtschaftliche Situation sowie die Entwicklung des Investment-Portfolios auf.

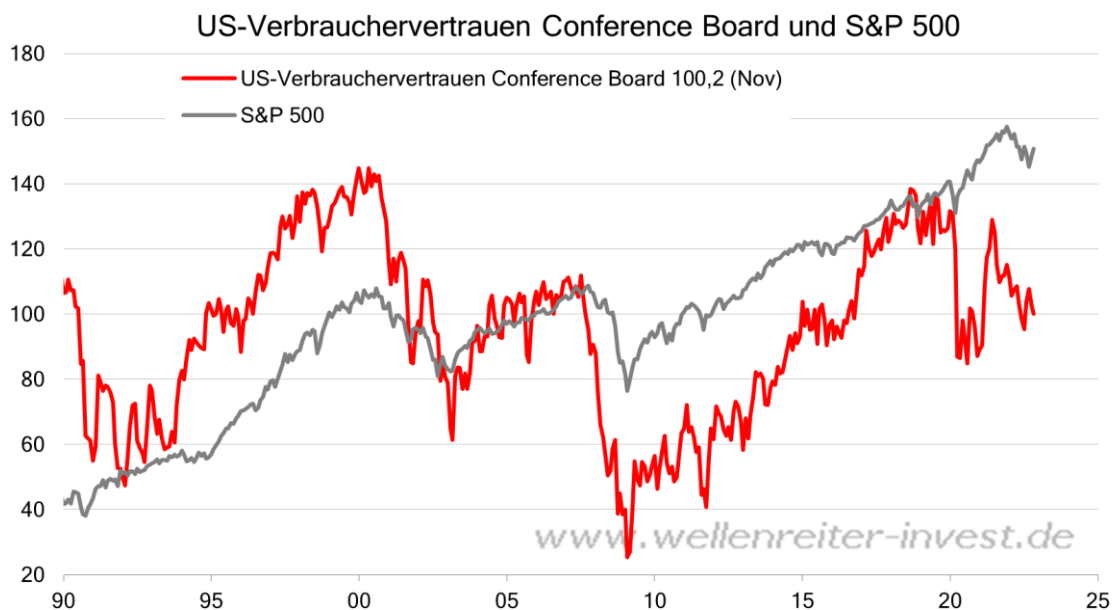


Abb. 1.6: US-Verbrauchervertrauen Conference Board/Uni Michigan

Die Verbraucherstimmung korreliert mit dem US-Aktienmarkt, wie der obige Chart zeigt. Genauso wie im Falle der Einkaufsmanagerindizes herrscht keine Eindeutigkeit im Hinblick die Frage einer sich anbahnenden US-Rezession.

Als Reaktion auf den massiven Arbeitsplatzabbau im Jahr 2020 erfolgte nach dem historischen Jobaufbau im Jahr 2021 in diesem Jahr immerhin der höchste Jobaufbau seit 1978, wobei das Momentum zuletzt etwas nachließ. Die Erst- und Folgeanträge auf US-Arbeitslosenhilfe befinden sich noch auf einem niedrigen Niveau. Zu erkennen ist ein leichter Aufwärtstrend seit Oktober in den Folgeanträgen.

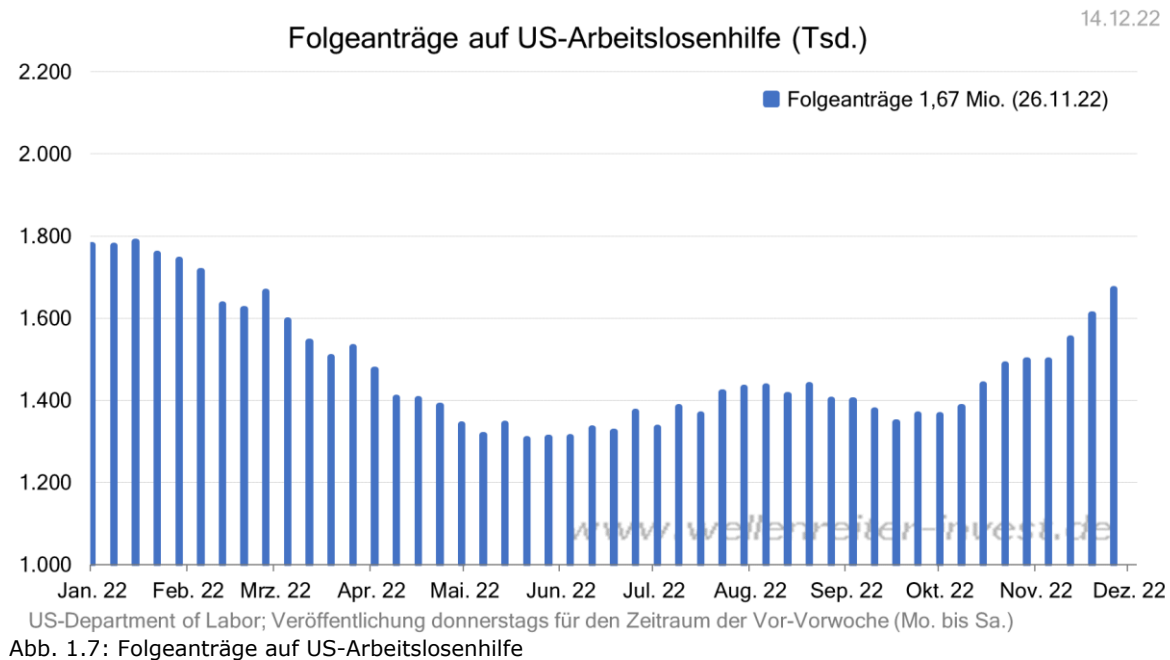


Abb. 1.7: Folgeanträge auf US-Arbeitslosenhilfe

US-Unternehmen kündigten laut des Monatsreports der Outplacement-Beratung Challenger, Gray & Christmas im November 2022 den Abbau von 76.835 Stellen an. Dies ist ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Sommer 2022.

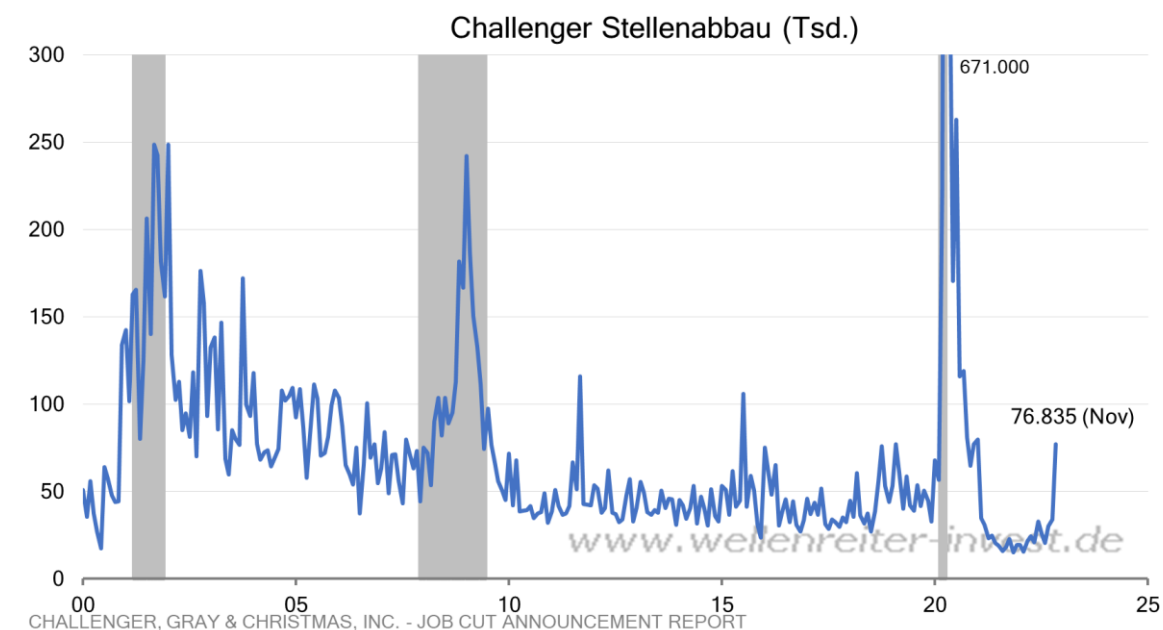


Abb. 1.8: Challenger Stellenabbau

Im Rahmen der jüngsten Quartalsberichtssaison haben vor allem Technologieunternehmen (u.a. Meta Plattformen, Amazon) einen Stellenabbau angekündigt. Wir rechnen damit, dass sich diese Zahl weiter erhöhen wird.

Allerdings befindet sich die Anzahl der Stellenangebote mit 10,3 Mio. auf einem historisch außergewöhnlich hohen Niveau, auch wenn die Tendenz zuletzt rückläufig ist.

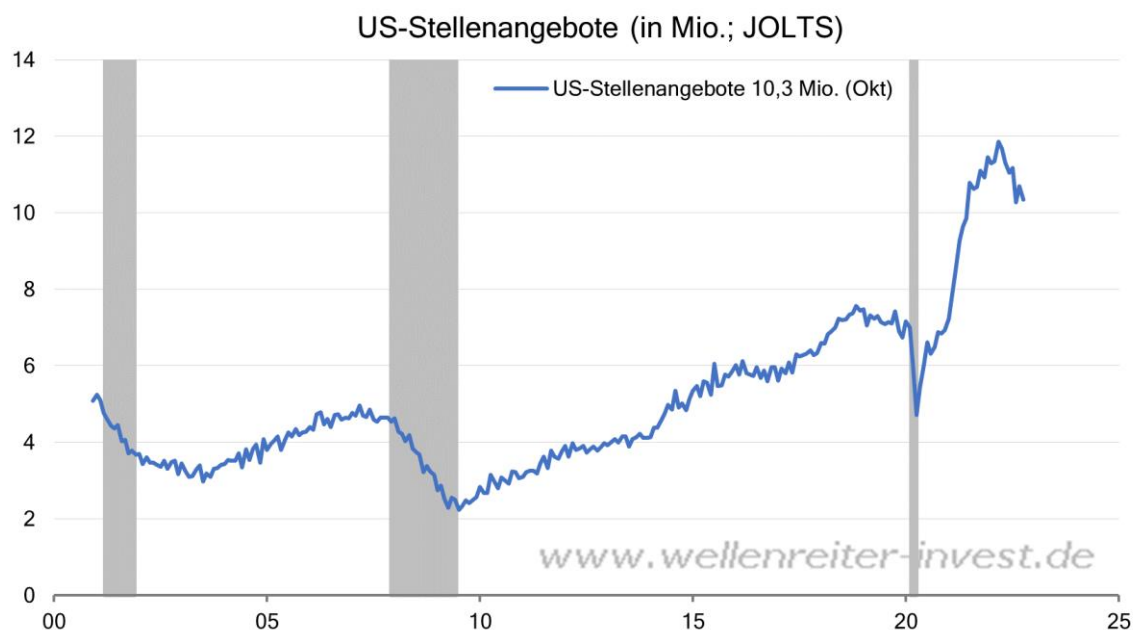


Abb. 1.9: US-Stellenangebote

Solange die Stellenangebote nicht substanziell fallen, haben US-Arbeitssuchende gute Chancen, neue Arbeitsplätze zu finden bzw. können bei einem Wechsel ihres Arbeitsplatzes höhere Lohnforderungen stellen. Dem wirtschaftlichen Abschwung fehlt das Bein eines wegbrechenden Arbeitsmarktes. Eine Demografie, die die Baby-Boomer in Rente gehen sieht und in der die Partizipationsrate der US-Bevölkerungsgruppe 55+ gering ist, lässt den US-Arbeitsmarkt intakt. Die fiskalpolitischen Maßnahmen der US-Regierung angesichts der Corona-Krise nutzten nicht wenige ältere Arbeitnehmer, um sich aus dem Arbeitsmarkt zu verabschieden.

Das knappe Gut Arbeit führt dazu, dass das Lohnwachstum tendenziell höher sein dürfte als in den vergangenen 40 Jahren.

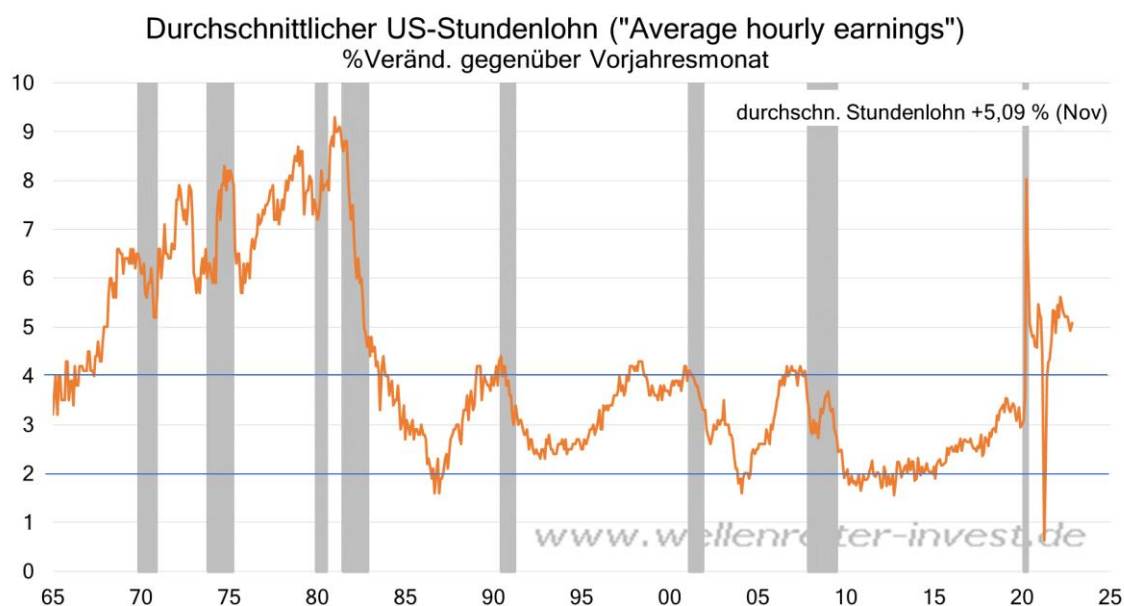


Abb. 1.10: US-Stundenlohn

Möglicherweise werden die Gehälter zukünftig eher mit 3 bis 5 Prozent als mit 2 bis 4 Prozent pro Jahr zulegen, wie es zwischen 1983 und 2019 üblich war. Die Fed achtet genau auf die Lohnentwicklung. Fällt das Lohnwachstum, senkt die Fed den Leitzins. Nachfolgend haben wir mit einer gestrichelten Linie den Lohnpfad markiert, von dem wir annehmen, dass er ohne Corona-Lockdowns in etwa so aufgetreten wäre. Das Wachstum verlangsamt sich seit dem Frühjahr 2022.

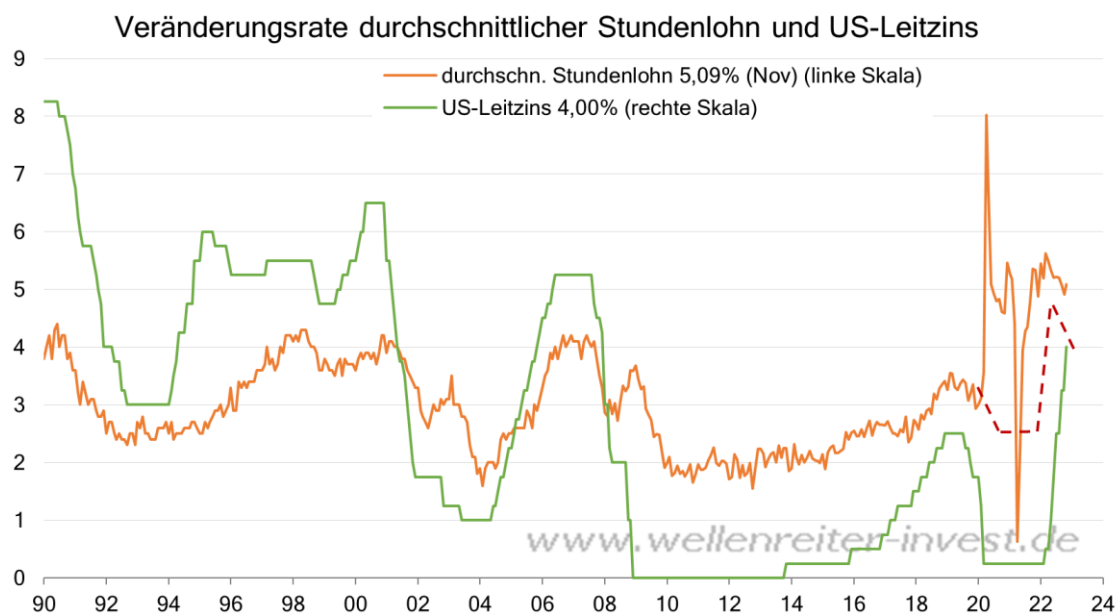


Abb. 1.11: Veränderungsrate Stundenlohn und US-Leitzins

Üblicherweise steigt der Leitzins der US-Notenbank auf ein höheres Niveau als die Stundenlöhne. Die zu beobachtenden 5,1 Prozent bei der Lohnentwicklung würden mindestens zwei weitere Zinsschritte mit jeweils 50 Basispunkten erforderlich machen.

Der US-Hausbaumarkt hat in Folge steigender Hypothekenzinsen deutlich nachgelassen. Die Stimmung der US-Hausbauunternehmen fiel mit 33 Punkten auf den niedrigsten Stand seit dem Frühjahr 2020. Auch die Baubeginne waren rückläufig.

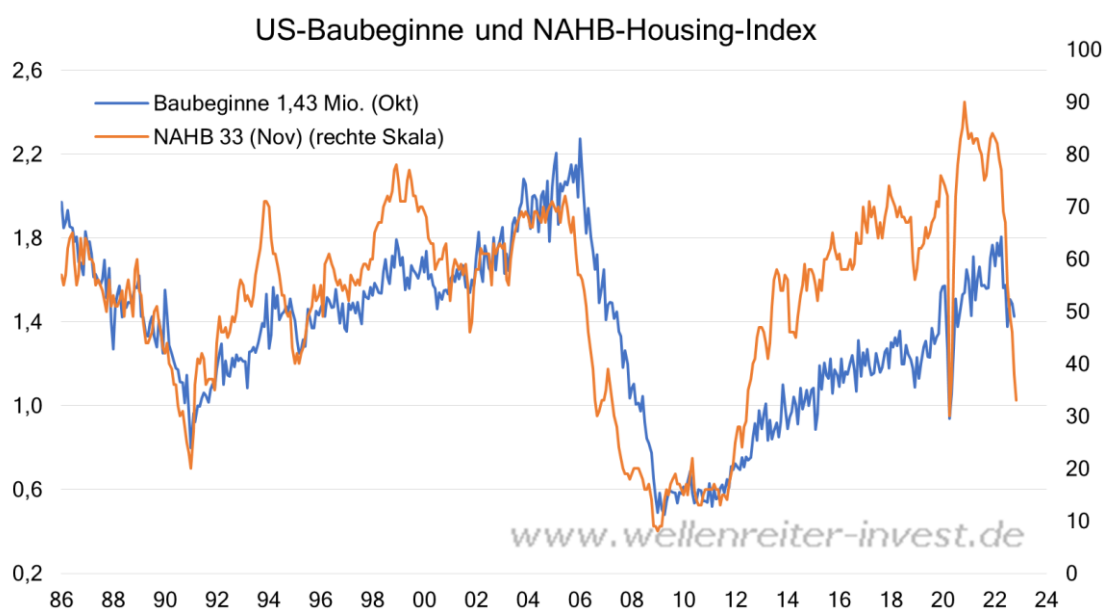


Abb. 1.12: US-Baubeginne und NAHB-Housing-Index

Ein V-förmiges Tief ist nicht selten. 1991, 1995, 2002 und 2020 erholte sich die Stimmung der US-Hausbauunternehmen postwendend. Nur 2008 ff. dauerte die Erholung Jahre. Sollten die Renditen nicht weiter steigen, könnte ein wichtiger Boden bei den Verkäufen neuer Häuser bereits im Juli 2022 erreicht worden sein (siehe Pfeil).

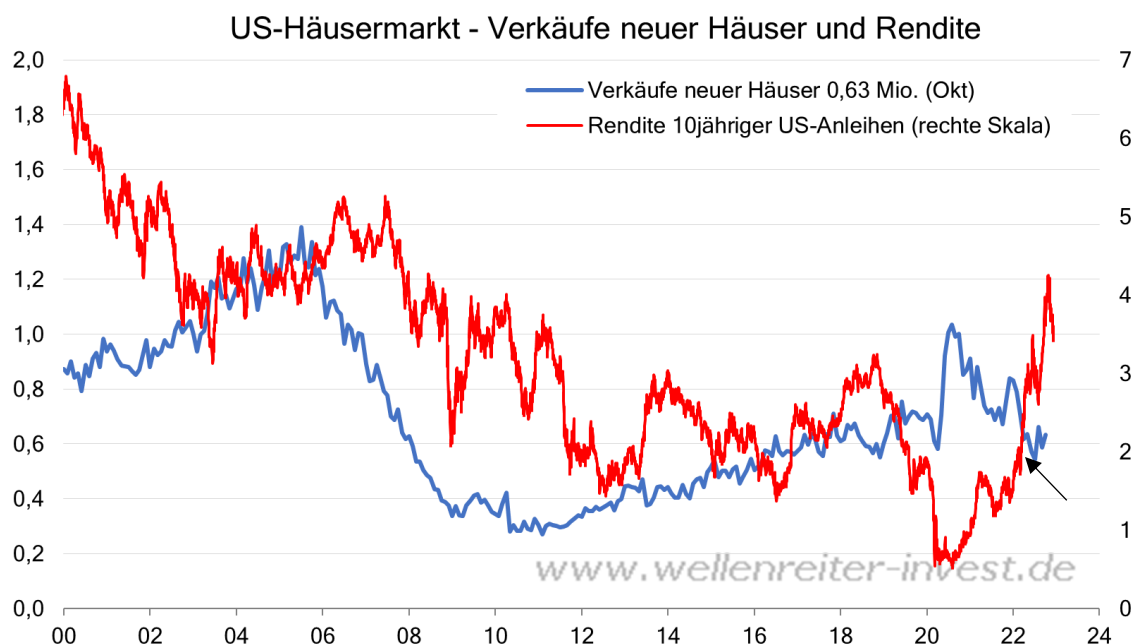


Abb. 1.13: Verkäufe neuer Häuser

Die US-Häusermarkt-Preisindizes suggerieren ein Preishoch im Juni 2022, gefolgt von einem bisher leichten Rückgang, der sich in 2023 fortsetzen sollte.

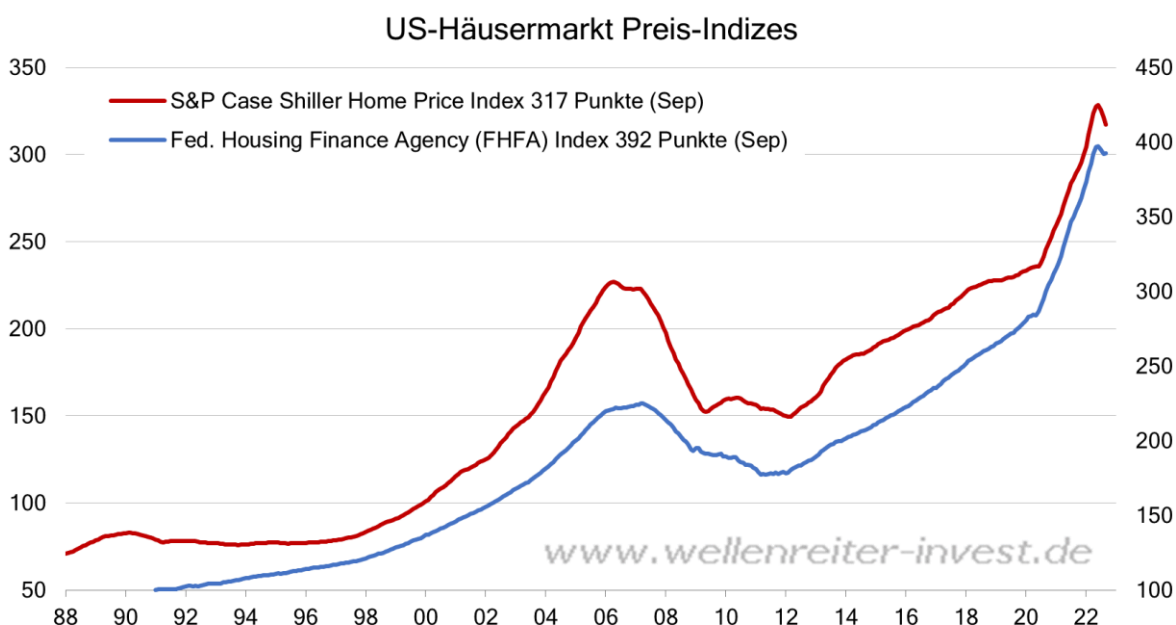


Abb. 1.14: US-Hausbaumarkt-Preisindizes

Die Transaktionsvolumina lassen aktuell nach, die Preise sind leicht rückläufig. Angesichts einer geringen Arbeitslosenquote, einer intakten Lohnstruktur, einer rückläufigen Verschuldung der US-Privathaushalte, einem nur geringen Anteil variabel finanzierter Hauskäufe sowie einer intakten Knappheitssituation im Wohnungsmarkt erscheint die Wahrscheinlichkeit hoch, dass der US-Hausbaumarkt nicht so stark

korrigieren wird wie in der Finanzkrise, sondern die Bodenbildung auf einem höheren Niveau erfolgen kann. Charttechnisch unterstützt wird diese These durch den US-Hausbau-Index XHB, der einen Doppelboden formieren könnte.

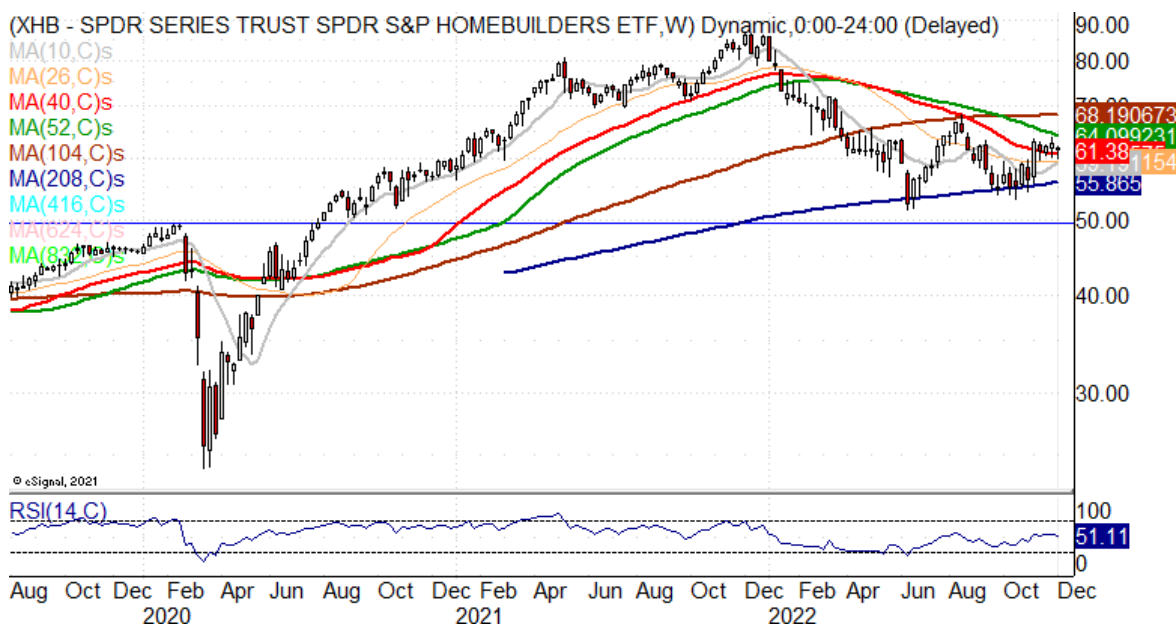


Abb. 1.15: XHB-Homebuilder-Index

Der Hochzinsanleihen-Spread ist ein Konjunktur- und Risiko-Indikator. Steigende Hochzinsanleihen-Spreads bedeuten unsicherere Zeiten, während fallende Spreads ein Risk-on-Verhalten der Marktteilnehmer bedeuten. In den Jahren 2008, 2011, 2015 und 2020 bildeten sich entsprechende Unsicherheits-Spitzen aus. Diese bedeuten, dass Kapital in den US-Dollar als sicheren Haufen fließt.

Aktuell ist von Unsicherheit wenig zu spüren: Der Spread der Hochzinsanleihen stieg zwar leicht an, notiert aber auf einem viel niedrigerem Niveau als in den Rezessionsjahren 2008 und 2020.

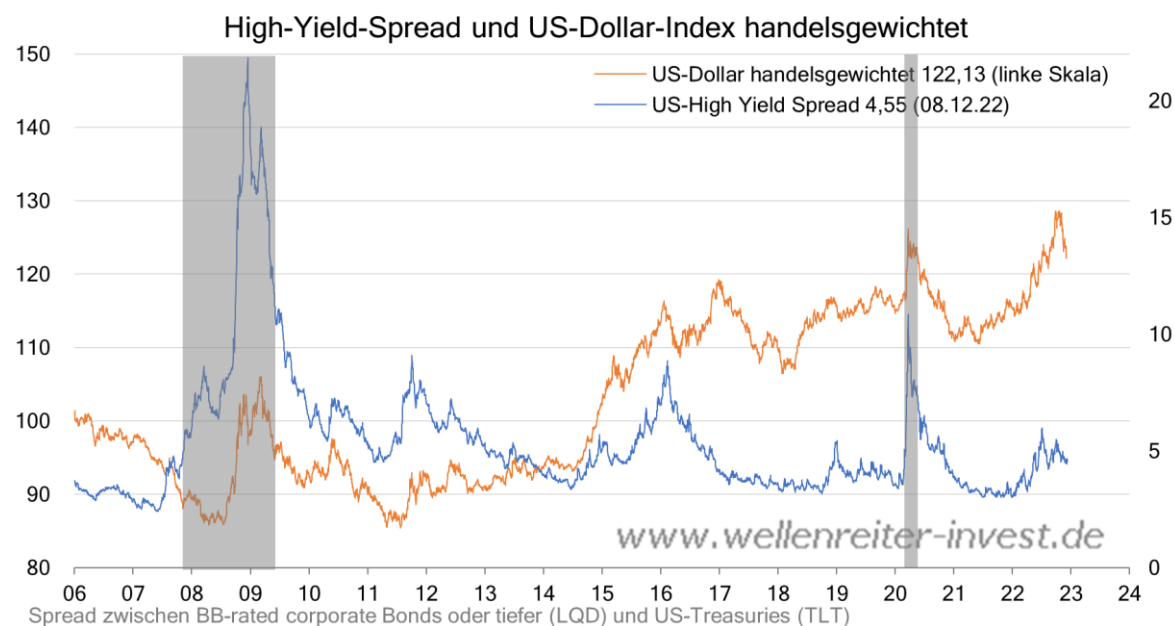


Abb. 1.16: High-Yield-Spread und US-Dollar-Index

Genauso bleibt er unterhalb des Niveaus des Aufflammens von Krisen wie in den Jahren 2011 (Vertrauenskrise um europäische Staatsschulden tragfähigkeit) oder Anfang 2016 nach einem starken Ölpreisrückgang. In den beiden letzten Monaten gingen der Spread und der US-Dollar gemeinsam zurück. Im Rezessionsfall ist mit einem starken Anstieg des High Yield Spreads zu rechnen. Ein klarer Hinweis auf eine nahende US-Rezession fehlt demnach seitens dieses wichtigen Indikators.

Die US-Zinsstrukturkurve 10 Jahre – 3 Monate lieferte in den letzten 50 Jahren wertvolle Rezessionshinweise. Stets folgte nach dem 2. Weltkrieg einer Inversion eine Rezession – mit einer Ausnahme.

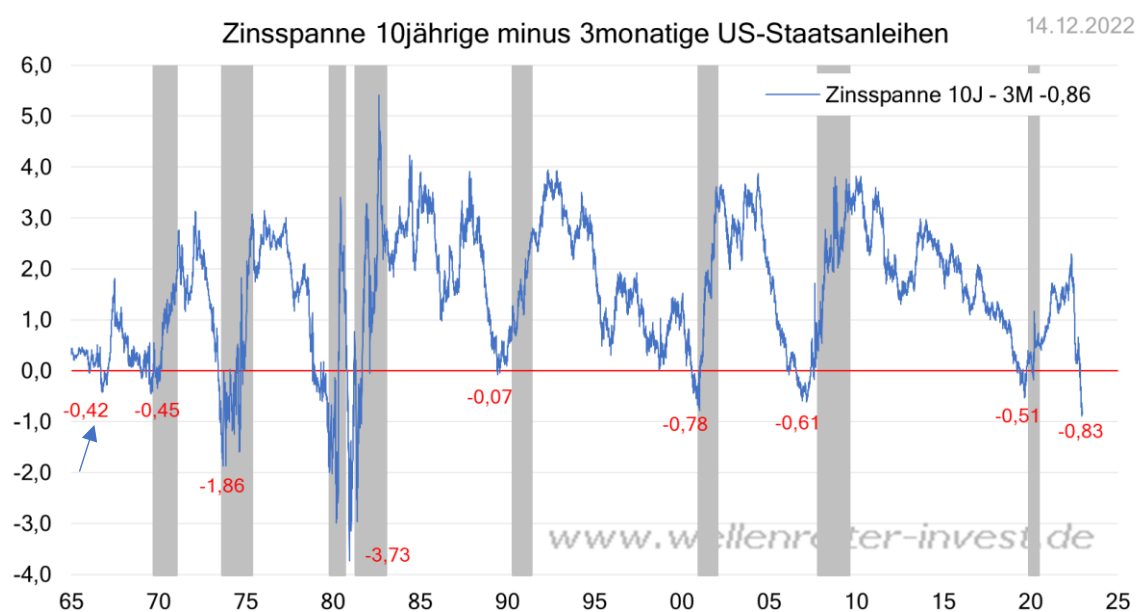


Abb. 1.17: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen

Im Herbst 1966 invertierte die Zinsstrukturkurve um bis zu 42 BP (siehe Pfeil). Dennoch blieb die Rezession aus. Die geringe Arbeitslosenquote lässt Parallelen zu heute zu. Sie stieg lediglich von 3,6% im November 1966 auf 4,0% im Oktober 1967. Auch in der aktuellen Situation würde eine nur leicht steigende Arbeitslosenquote ein Anzeichen dafür sein, dass eine Rezession vermieden werden könnte.

Ein Signal der US-Notenbank zu einem Wechsel in der Zinspolitik fehlt allerdings bisher. Die Invertierung besitzt das höchste Niveau seit 1981 und damit seit den Zeiten Paul Volckers, auf dessen Zeit in den 70iger und 80iger Jahren Jerome Powell Bezug nahm. Der größte Fehler der Notenbank würde laut Powell darin bestehen, die Zügel zu früh zu lockern. Auch angesichts der Tiefe der Inversion halten wir eine Rezession für wahrscheinlich, die Frage nach dem Zeitpunkt und Ausmaß stellt sich.

Legt man die Zinsspanne 10 Jahre minus 3 Monate ein Jahr zeitversetzt über das US-BIP, so offeriert diese eine vorauslaufende Indikation für die Entwicklung des US-BIPs (folgender Chart).

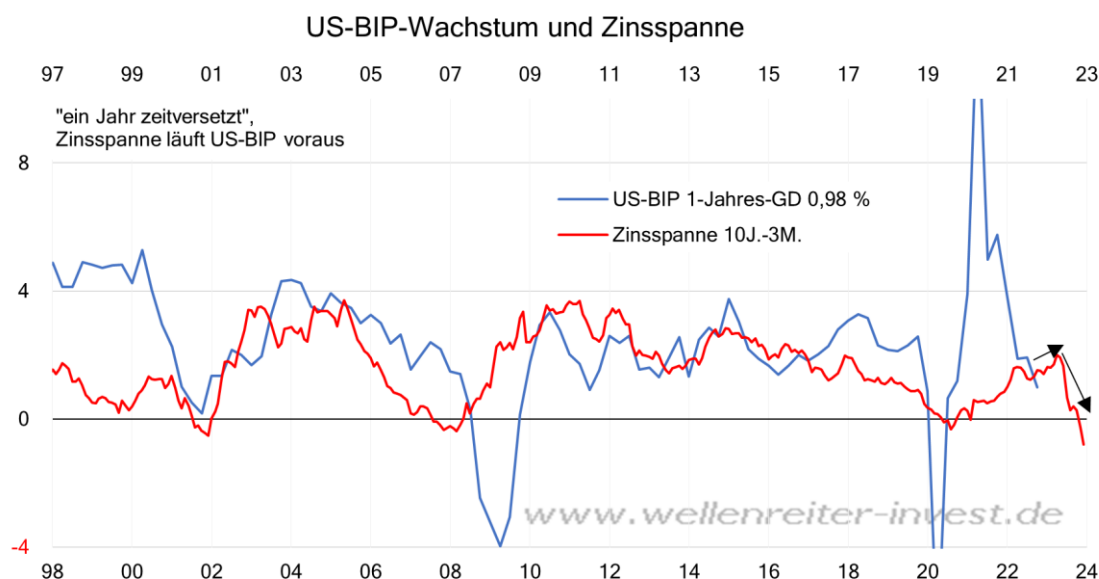


Abb. 1.18: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Danach verspricht die US-Zinsstrukturkurve zunächst eine Verbesserung der US-Wirtschaftstätigkeit, gefolgt von einem Übergang in eine schwächere Phase ab dem Frühsommer 2023 mit einer Rezession spätestens im Herbst.

Die tabellarische Übersicht zeigt, dass die Distanz von einem erstmaligen Auftreten einer Inversion bis zu einem Beginn der Rezession durchschnittlich 10 Monate beträgt.

Zinsstruktur 10 Jahre minus 3 Monate					
	Hoch	Rezessions-	Inversion	Hoch SP500	Dauer Inversion
Inversion	S&P 500	beginn	bis Hoch SP500	bis Rez-Beginn	bis Rezession
			Monate	Monate	Monate
10.01.1969	Okt 69	Dez 69	10	2	11
14.06.1973	Jan 73	Nov 73	-5	10	5
08.12.1978	Feb 80	Jan 80	14	-1	13
07.11.1980	Nov 80	Jul 81	-0	8	8
06.06.1989	Jul 90	Jul 90	13	0	13
31.08.2000	Mrz 00	Mrz 01	-6	12	6
03.08.2006	Okt 07	Dez 07	14	2	16
22.03.2019	Feb 20	Feb 20	11	0	11
26.10.2022					
Durchschnitt			5	5	10

Die Inversion 10 Jahre minus 3 Monate trat erstmals am 26. Oktober 2022 auf. Die kürzeste Zeitdauer lag bei fünf Monaten im Jahr 1973. Sollte die Inversion auch in diesem Fall ein korrektes Signal geliefert haben, dann könnte eine Rezession im Frühsommer oder im dritten Quartal 2023 beginnen. Nicht wenige Analysten erwarten einen Rezessionsbeginn bereits zu Jahresanfang 2023. Wir sehen eine - möglicherweise milde - Form einer Rezession erst in Q2 oder Q3 2022 beginnen.

Europa

Die Euroraum-Einkaufsmanagerindizes erreichten ihren Hochpunkt im Juli 2021. Verarbeitendes Gewerbe und der Dienstleistungssektor notieren im Bereich von 45 bis 50 Punkten.

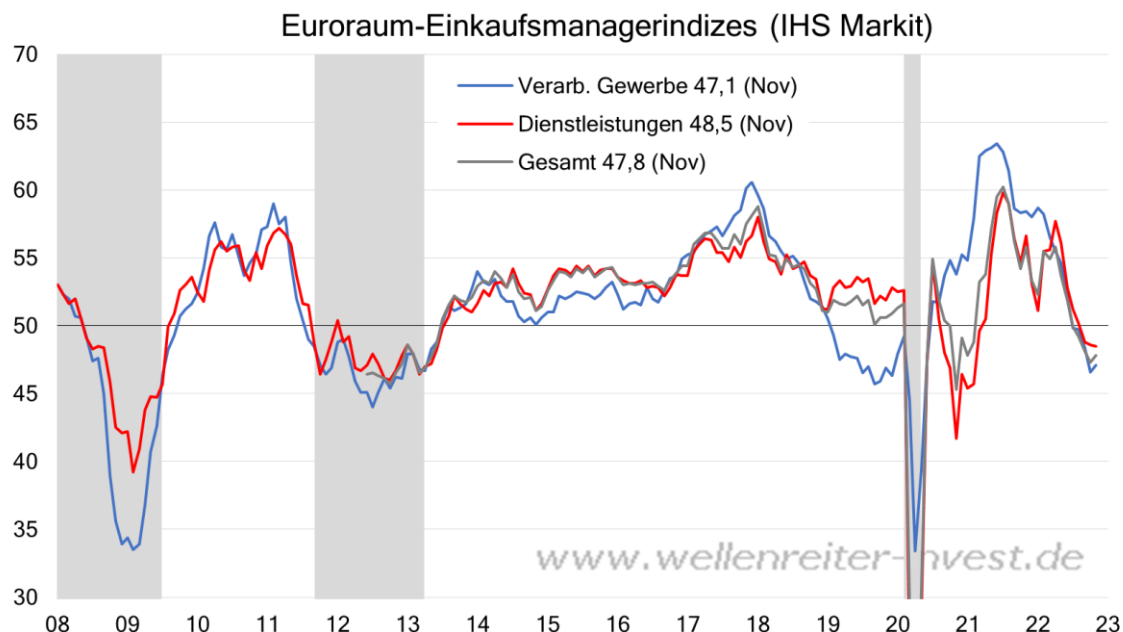


Abb. 1.19: IHS Markit Eurozone Composite PMI

Die Entscheidung, ob es in der Eurozone zu einer Rezession kommt, ist aus Sicht der Einkaufsmanagerindizes bisher nicht gefallen. Der Spread zwischen der noch recht positiven Geschäftslage und den sehr negativen Geschäftserwartungen war im Ifo-Index zu keinem Zeitpunkt so divergent wie im Oktober. Angesichts der rückläufigen Energiepreise sollten sich die Geschäftserwartungen verbessern. Hier könnte im Oktober ein Tiefpunkt gesetzt worden sein.

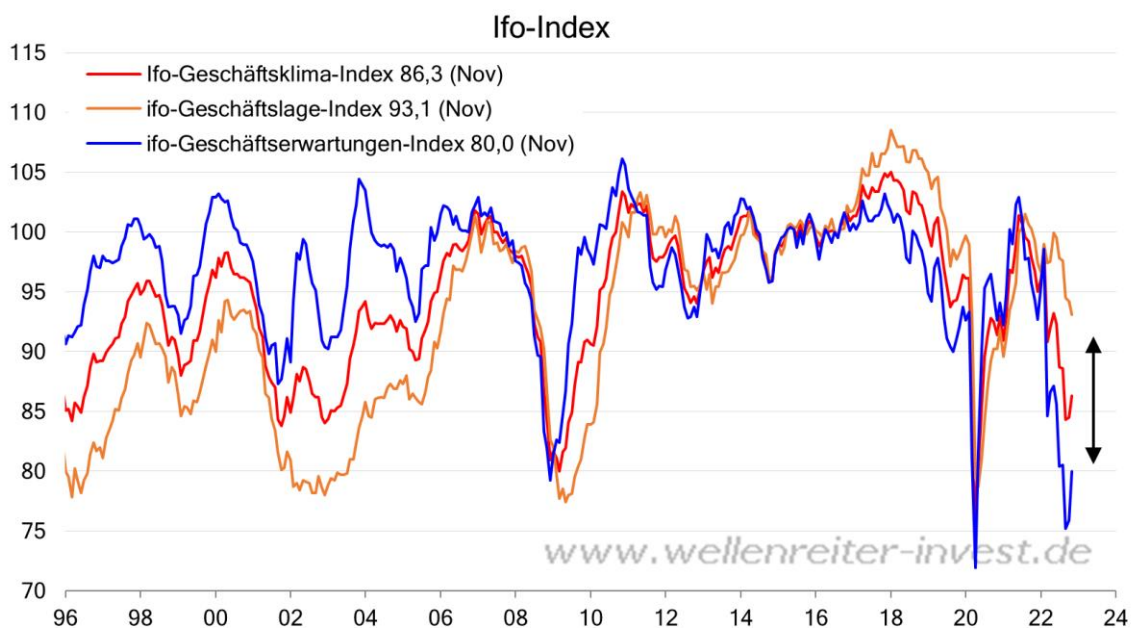


Abb. 1.20: Ifo-Index

Die Geschäftserwartungen im IFO-Index zeigten sich im Oktober negativer als zum Höhepunkt der Finanzkrise 2008 und liegen nur knapp über den Rekordtiefs der durch Lockdowns geprägten Phase 2020. Der große Unterschied liegt im Vergleich zu den beiden Krisen in der Beurteilung der Lage. Sie lag an den großen Tiefpunkten in den letzten 25 Jahren bei Niveaus um 80 Punkten. Die Erwartungshaltung der Unternehmen gleicht einer Depression. Auch die Stimmung der Verbraucher hat in Deutschland stark depressive Züge. Nach der Umfrage von GfK liegt sie auf einem historischen Rekordtief. Solche Extrema im Sentiment werten wir antizyklisch positiv, da das Potential für Verbesserungen groß ist.

Wir zeigen nachfolgend den Verlauf des ifo-Geschäftsklimaindex gemeinsam dem KDAX in einem Chart. Der KDAX zeigt bereits nach oben. Der ifo-Index dürfte folgen, da die Erwartungskomponente ansteigen wird.

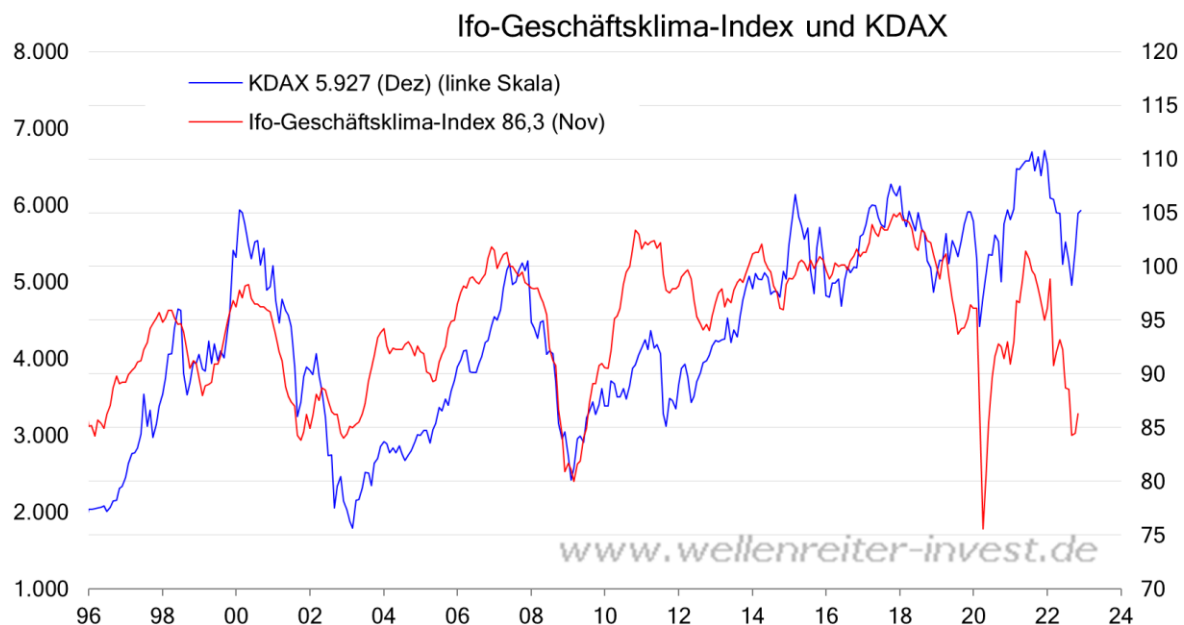


Abb. 1.21: IFO-Index und KDAX

Der Umsatzsteuer-Voranmeldungsindex zeigt seit dem Frühjahr 2021 konstant eine Veränderungsrate zwischen +15% und +25% gegenüber dem Vorjahresmonat an.

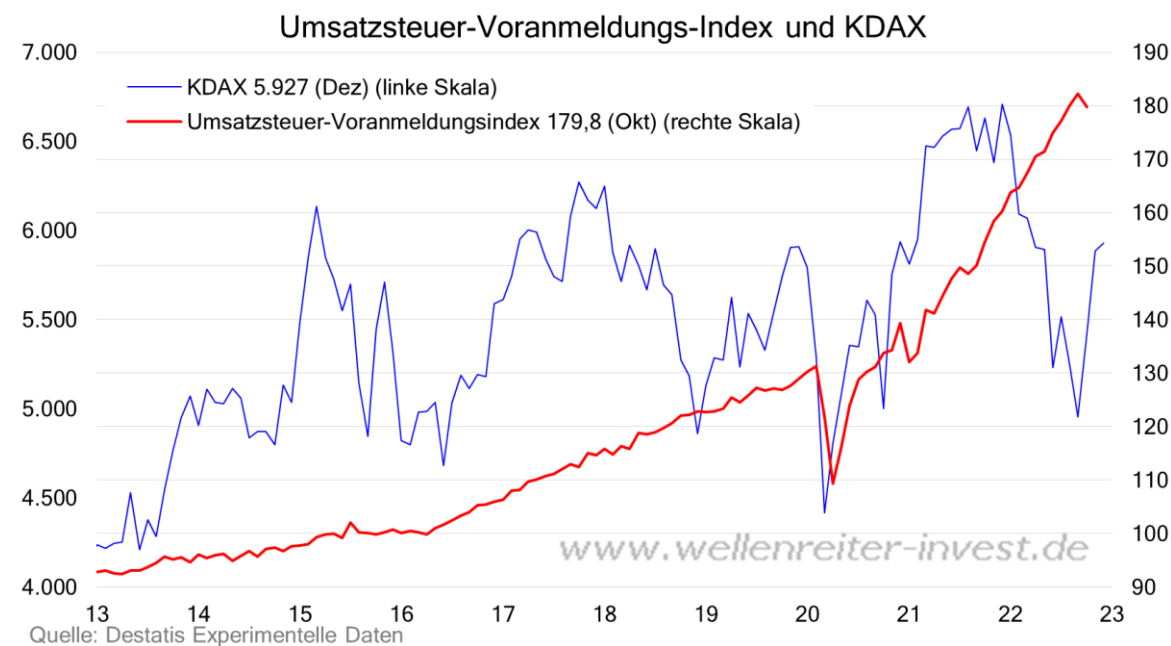


Abb. 1.22.: Umsatzsteuer-Voranmeldungen und KDAX

Der Oktober 2022 ist der jüngste Datenpunkt. Er notiert etwas niedriger als der September, der das Verlaufshoch ausbildet. Die Inflation sorgt für höhere Einnahmen, da sich Preis- und Lohnerhöhungen in steigenden Steuereinnahmen niederschlagen. Die Steuererträge speisen sich zum Großteil aus der Einkommens- und der Umsatzsteuer. Allein im Jahr 2022 wird der Bund voraussichtlich ein Umsatzsteuerplus von 13% gegenüber 2021 erzielen. Das bedeutet Mehreinnahmen von 33 Mrd. Euro.

Die Entwicklung des nominalen BIP-Wachstums wird vom Arbeitskreis Steuerschätzung des Bundesfinanzministeriums für das Jahr 2022 auf +7,0% und das Jahr 2023 auf +5,3% geschätzt. Sollten sich diese Werte als richtig erweisen und würde die deutsche Inflationsrate im Jahr 2023 die 5,3%-Marke unterschreiten, wäre das reale BIP im Jahr 2023 positiv. Der Staat ist aufgrund höherer Steuereinnahmen und einer sinkenden Staatsverschuldung in Relation zum BIP ein Gewinner des starken Inflationsanstiegs.

Der chinesische Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes notierte im November 2022 bei 49,4 Punkten. Der Dienstleistungsindex zeigt 46,7 Punkte.

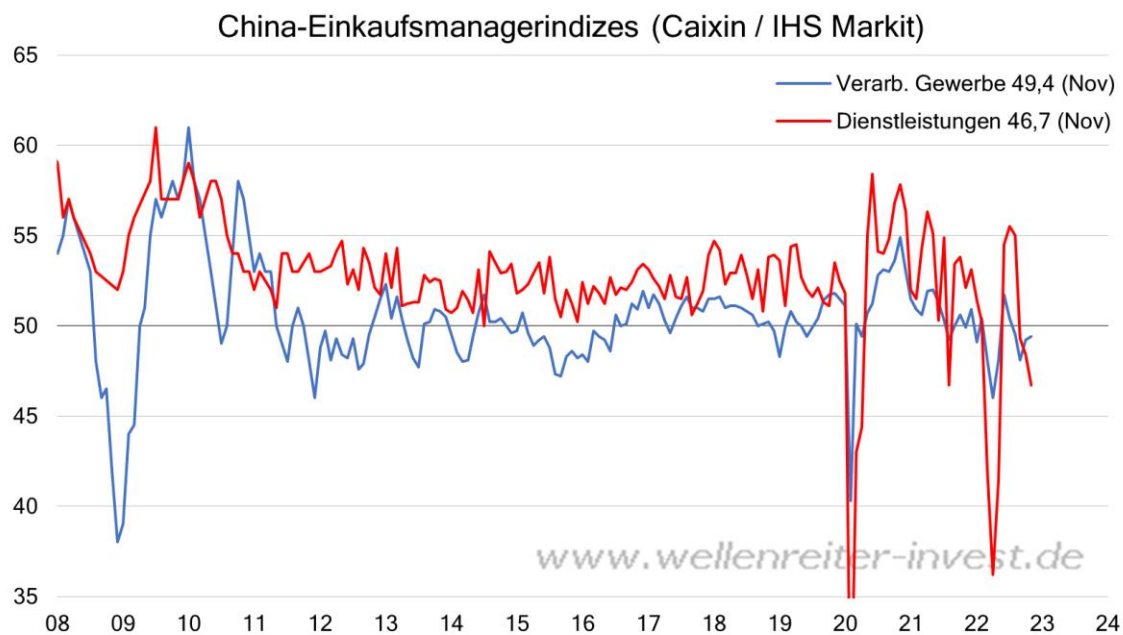


Abb. 1.23: Caixin China PMI

Die chinesische Regierung verordnete ihrem Volk im Frühjahr 2022 einen starken Lockdown. Bis zuletzt dämpfen temporäre Lockdowns die wirtschaftliche Entwicklung. Die aktuellen Niveaus der beiden Einkaufsmanagerindizes weisen nicht auf eine Rezession, sondern lediglich auf eine Delle hin. Erst dann, wenn die Indizes unter die Marke von 45 Punkten fallen sollten, würden die Sorgen um eine Rezession in China größer werden. Im kommenden Jahr könnten Covid-19-Lockerungen die wirtschaftliche Entwicklung Chinas begünstigen. Zudem räumt die chinesische Regierung wirtschaftlichen Verbesserungen wieder politische Priorität ein, nachdem die Führung in den letzten Jahren bremsend im Immobilien-, Bildungs- und Internetsektor eingriff.

Fazit

Die wirtschaftlichen Perspektiven für 2023 erweisen sich nach den einzelnen Regionen divergent. Chinas Weg aus der No-Covid-Strategie kann sukzessive erfolgen, führt am Anfang zu Anpassungsproblemen durch eine erhöhte Anzahl von Erkrankungen und ist kein linearer Weg. Der Dienstleistungssektor dürfte stärker profitieren und Chinas Konjunktorentwicklung besitzt im kommenden Jahr positives Überraschungspotential, da auch der politische Wille eine Verbesserung anstrebt.

Von einer besseren chinesischen Konjunktur würde auch Europa profitieren und könnte dämpfend auf rezessive Tendenzen wirken, die durch ebenfalls inverse Zinsstrukturkurven angezeigt werden. In den USA kündigt sich eine Rezession an, die im Frühsommer/Sommer 2023 einsetzen könnte und eher als Frage des Zeitpunkts anzusehen ist. Das dritte und vierte Quartal 2023 könnte fallende Wachstumsraten und damit eine Rezession mit sich bringen.

1.2 Inflation

Die US-Inflationsrate sollte im Juni 2022 mit einem Wert von 9,1% ihr Verlaufshoch gesehen haben. Auch dieser Spike sollte sich in einer Abwärtsbewegung entladen.

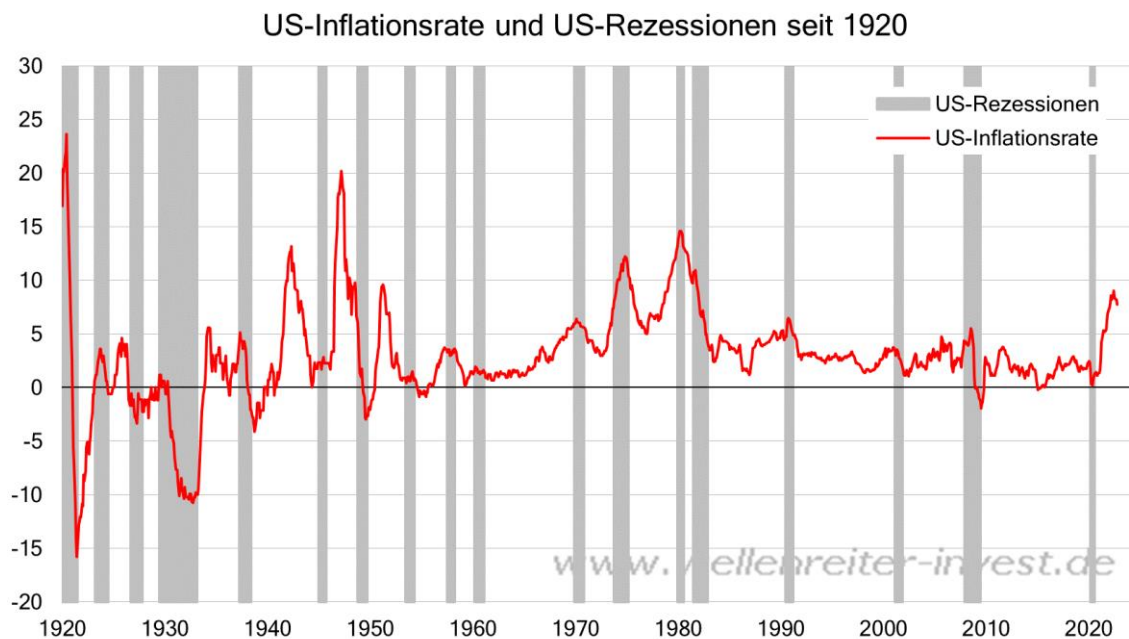


Abb. 1.24: US-Inflationsrate und US-Rezessionen seit 1920

Inflationsraten von 5 Prozent oder darüber waren in der Vergangenheit ein vorübergehendes Phänomen. Phasen starker Inflation wechseln sich mit Phasen schwacher Inflation/Deflation ab. Eine Inflationsrate oberhalb von 5 Prozent für einen längeren Zeitraum gab es bei Betrachtung der vergangen 100 Jahre nur von April 1973 bis September 1982. Auch in dieser Zeitphase folgten auf starke Inflationsanstiege sehr deutliche Rückgänge, so dass allein über den Basiseffekt mit einem sehr deutlichen Rückgang der US-Inflation im Jahr 2023 zu rechnen ist. Die Basiseffekte werden am stärksten im ersten Halbjahr wirken.

Die 5-Jahres-Breakeven Inflationsrate beschreibt die Differenz der Rendite 5jähriger US-Staatsanleihen zu 5jährigen inflationsgeschützten Anleihen (TIPS). Sie lässt keine Zweifel am Juni 2022-Inflationshoch. Gleichzeitig hält sie sich auf einem etwas höheren Niveau als in den Jahren 2018 und 2019 auf. Abseits der scharfen Rezession 2020 lässt das Verlaufsmuster der Breakeven-Inflationsrate gute Rückschlüsse auf das Verlaufsmuster der US-Inflationsrate zu.

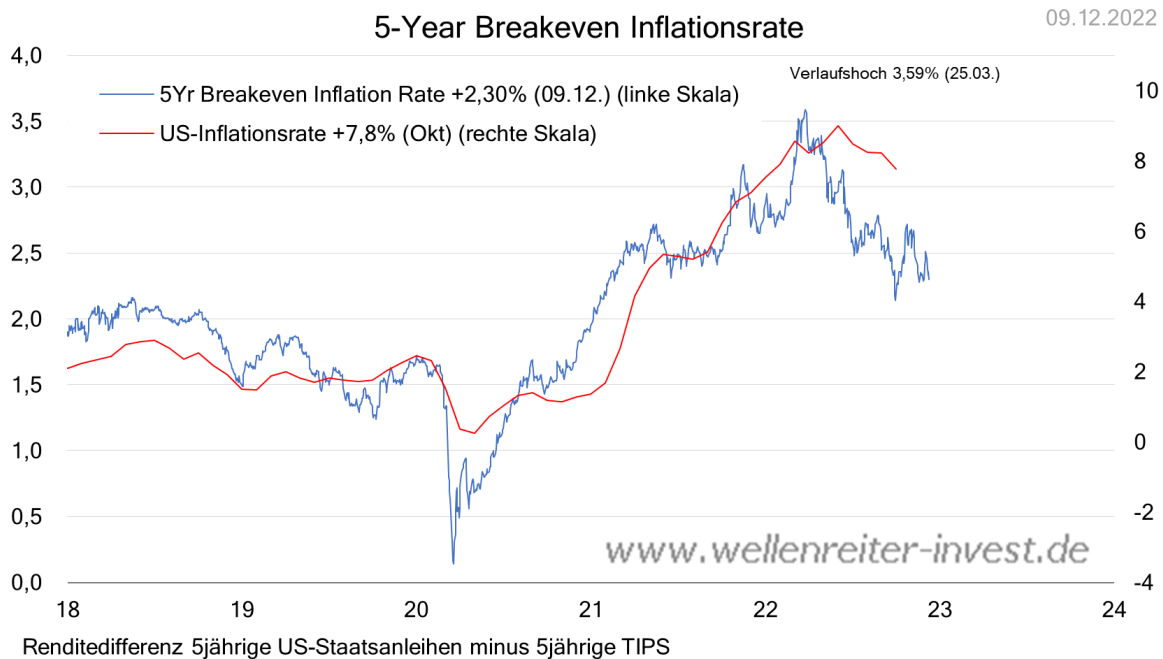


Abb. 1.25: 5-Year US-Break-Even-Inflation Inflationsrate

Diese Breakeven-Methode hat den Vorteil einer Marktpreisbetrachtung. Sie basiert nicht auf Umfragen oder Einschätzungen. Die Breakeven-Inflationsrate hatte frühzeitig und führend den Anstieg der US-Inflation antizipiert.

Die Inflations-Komponente „Unterkunft“, die die kalkulatorische Miete für selbstgenutztes Wohneigentum und die Miete für fremdes Eigentum umfasst, steigt weiterhin.

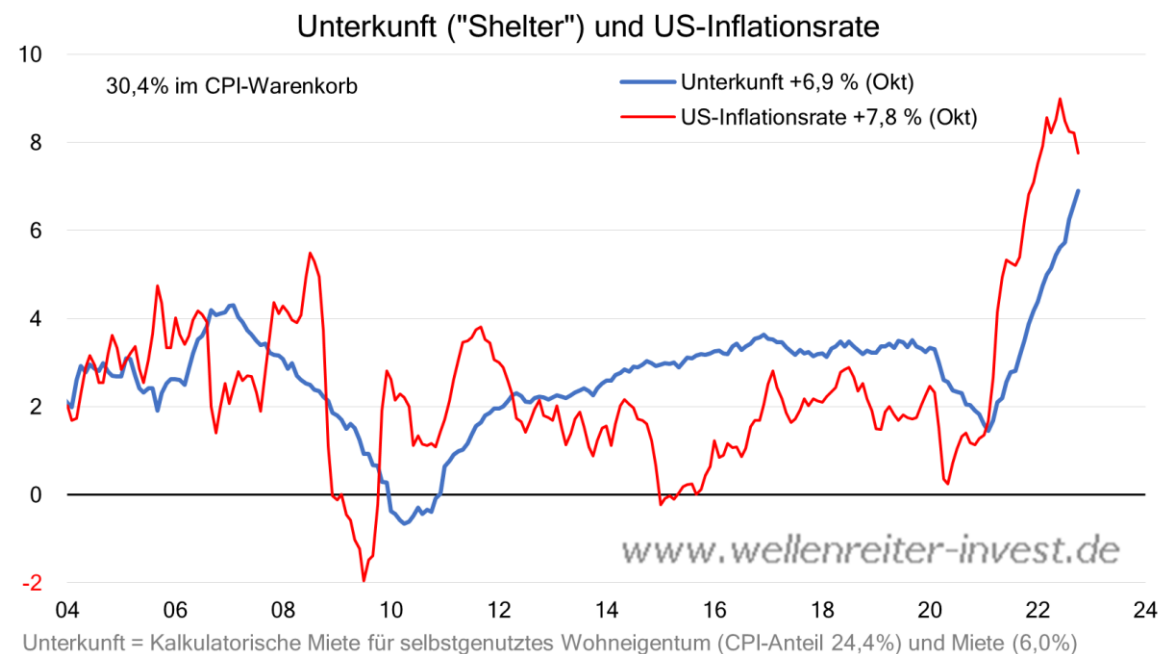


Abb. 1.26: Unterkunft und Inflationsrate

Unterkunft hat einen Anteil von über 30% im Warenkorb. Die Immobilienpreise sollten im Herbst 2022 ein Verlaufshoch gesehen haben. Der Anstieg der Preise für Unterkünfte sollte enden und im Jahr 2023 einen Rückgang einleiten, der in Richtung 4 Prozent gehen sollte.

Die Energiepreise haben ein deutlich geringeres Gewicht im Warenkorb als die Mieten. Haushalts-Energie mit 4,4% und Autokraftstoff mit 2,8% machen zusammen 7,2% aus. Die Preise für Neu- und Gebrauchtwagen gehen mit etwa 14% in den Index ein. Die letztgenannten Preise kamen jüngst deutlich zurück. Sie wirken bereits dämpfend.

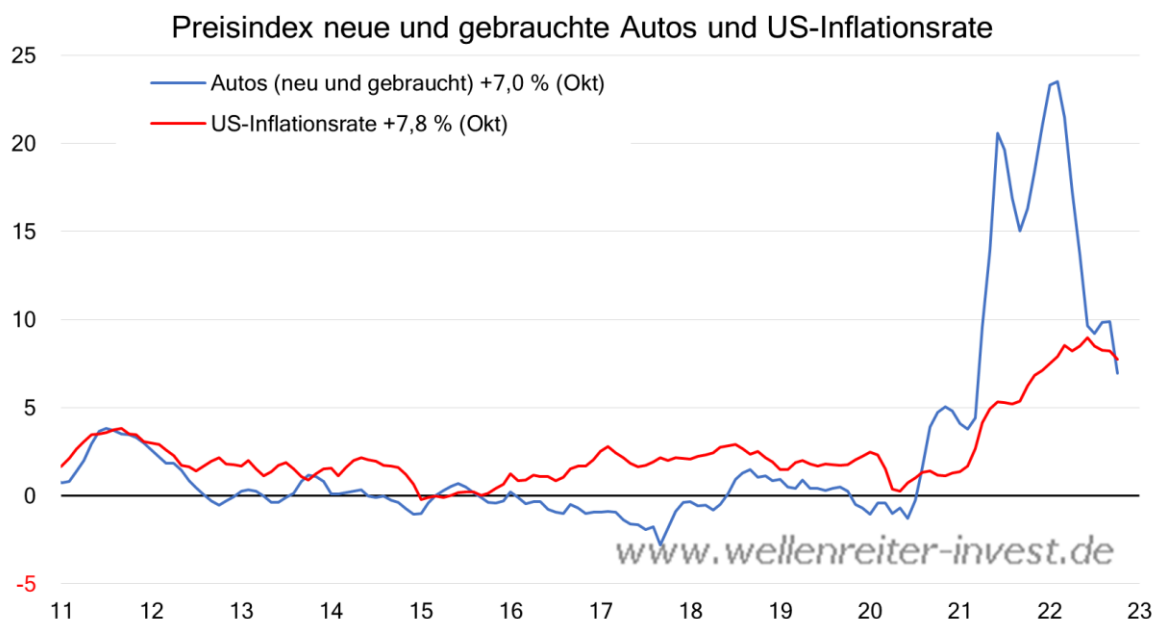


Abb. 1.27: Preisindex neue und gebrauchte US-Autos

Die Preise für Autos sind ebenso wie die Frachtraten durch die Lieferketten-Problematik beeinflusst gewesen und somit nur temporär sehr stark angestiegen. Im Jahr 2021 erschien der US-Notenbank die Inflation als „transitory“, demnach vorübergehend. Dies änderte sich im März 2022 nach Beginn des Kriegs Russland in der Ukraine, als die Rohstoffpreise ihre Aufwärtstrends final beschleunigten.

Einige Inflationsindikatoren sind als vorübergehend zu bezeichnen. Hierzu gehören die Frachtraten im Schüttgut- und Containerbereich.

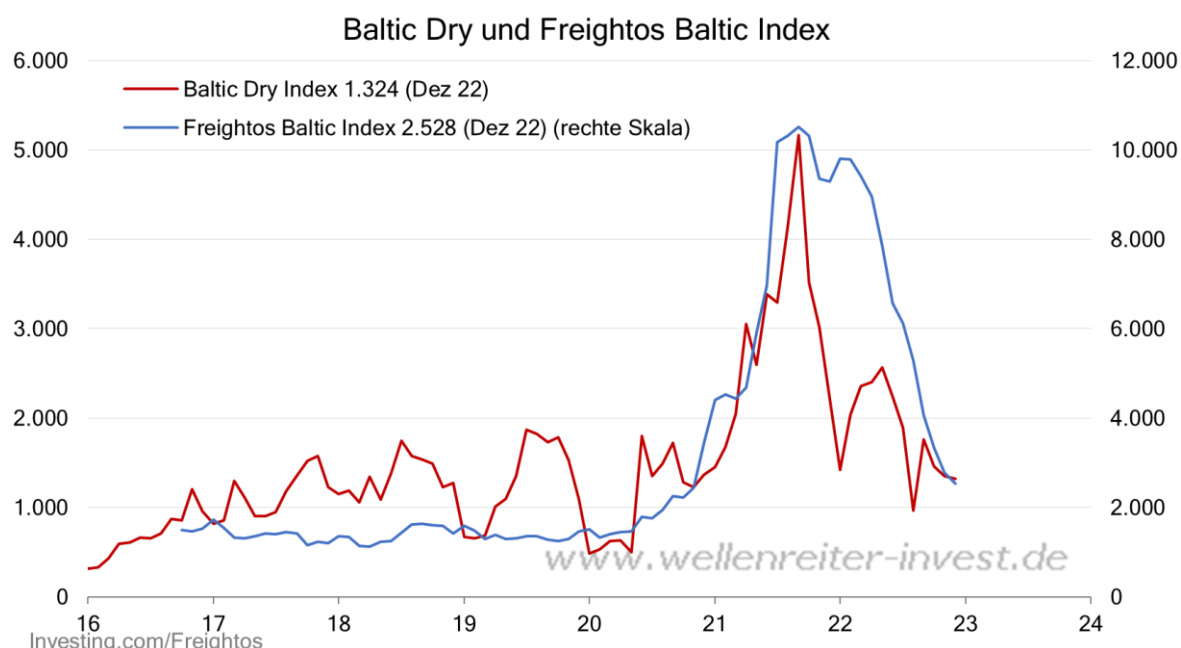


Abb. 1.28: Baltic Dry Index und Freightos Baltic Index

Während der Baltic Dry Index (Schüttgut) das Preisniveau der Jahre 2017 bis 2020 bereits erreicht hat, notiert der globale Container-Preis mit 2.500 US-Dollar 50% oberhalb der höchsten Rate der Jahre 2017 bis 2020. Auch hier dürften frühere Niveaus erreicht werden. Containerstaus haben sich aufgelöst. Die Lieferkettenproblematik wurde dadurch entschärft.

In den 1970er Jahren reagierte die Inflationsrate mit einer Verzögerung von zwei Jahren auf deutliche Geldmengenausweitungen. Der auslösende Punkt war ein stark steigender Ölpreis mit einer Hausse der Rohstoffpreise. Analog dazu könnte dieser Punkt im Juni 2022 erreicht worden sein.

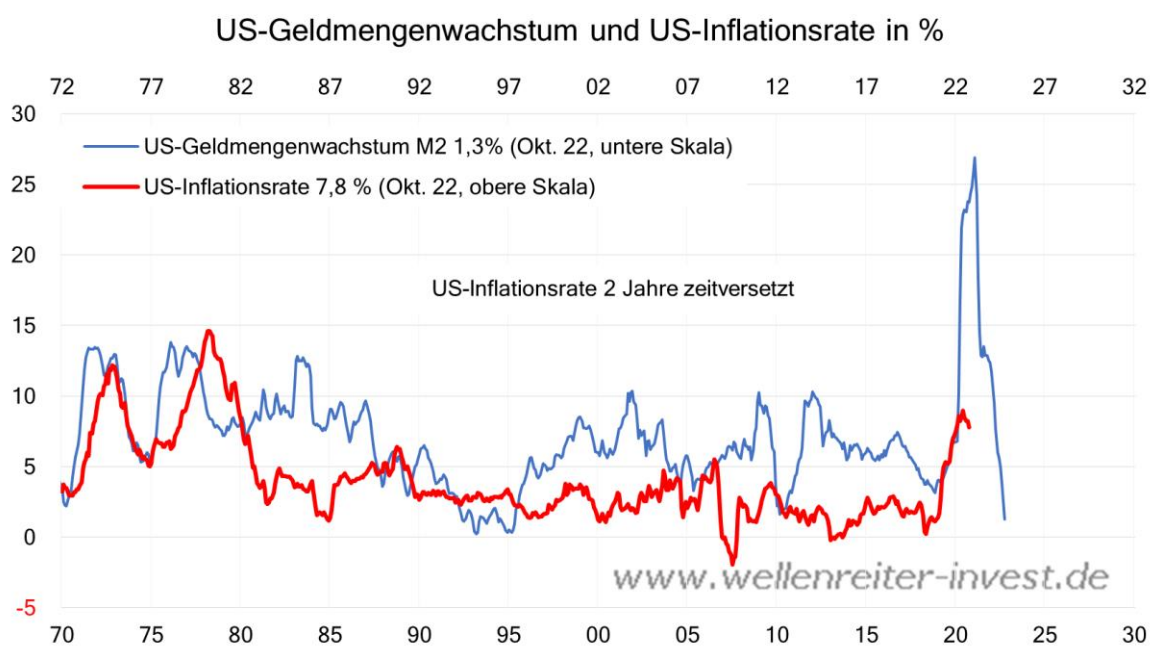


Abb. 1.29: US-Geldmengenwachstum und Inflationsrate

Das Geldmengenwachstum befindet sich mit 1,3 Prozent im unteren Bereich der üblichen Spanne. Dies lässt auf eine deutliche Reduzierung der Inflationsrate schließen.

Im großen Bild bleibt die Abschwächung des Geldmengenwachstums seit 1990 bestehen. Dies ist insbesondere auf schwächere nominale US-BIP-Wachstumsraten seit den 1990er Jahren zurückzuführen. Sollte die rote Linie auch zukünftig den Geldmengenwachstumspfad beschreiben, dann würde sich die Inflationsentwicklung in den kommenden Jahren beruhigen.

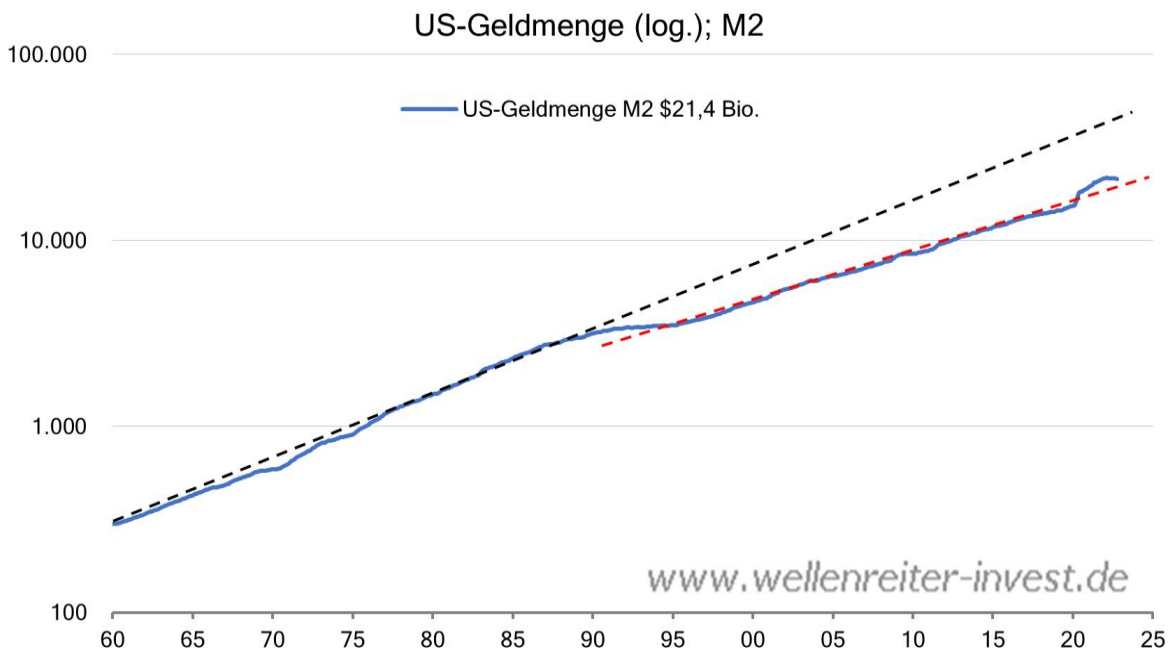


Abb. 1.30: US-Geldmengenentwicklung

Tendenziell sollte sich die Inflation bis 2024/25 auf einem höheren Niveau bewegen, als es die Marktteilnehmer und Zentralbanken es seit Dekaden gewohnt sind. Das würde auch bedeuten, dass den Märkten eine deflationäre Phase wie 2007/08 erspart bleiben würde. Die US-Inflationsrate notierte im Oktober 2022 bei 7,8%, die Kernrate bei 6,3%. Die US-Kernrate reagiert mit Verzögerung auf einen Fall der Gesamtrate. Dies war auch in den 1970er Jahren zu beobachten.

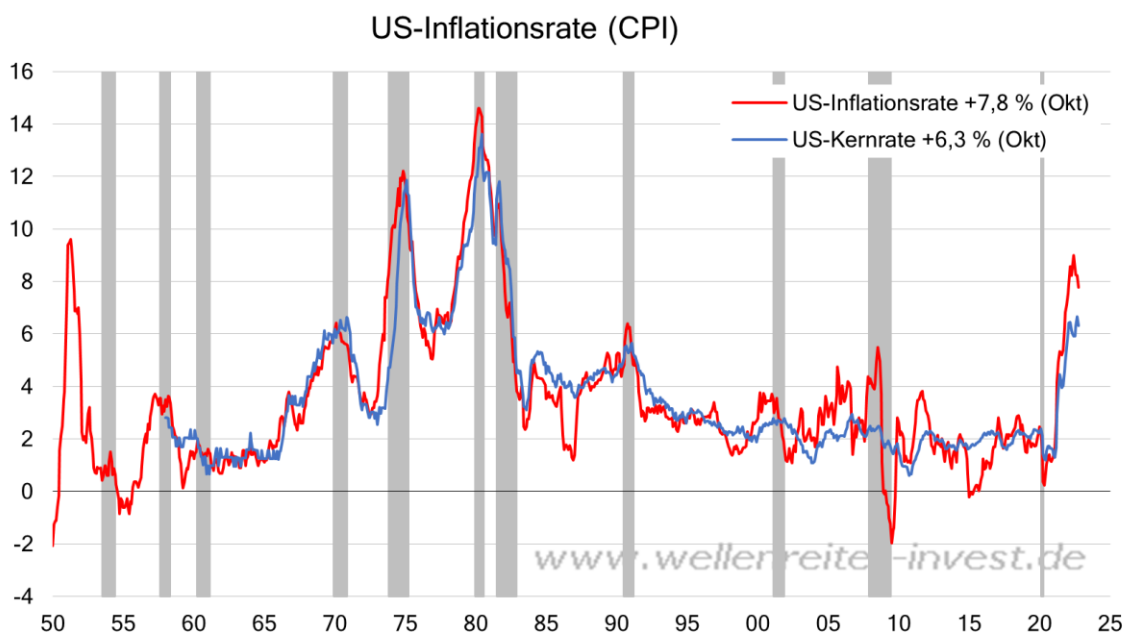


Abb. 1.31: US-Inflationsrate seit 1950

Der politisch gewünschte Bereich von 2 Prozent ist noch weit entfernt und in der Inflationsrate nur erreichbar, wenn der Trend fallender Preise an Breite gewinnt und auch bei den Mieten stärker ankommt. Die Kernrate reagiert langsamer und dürfte im Laufe des ersten Quartals für einige Zeit oberhalb der offiziellen Inflationsrate notieren.

Die Euroraum-Inflationsrate lag im Oktober bei 10,0%. Das Jahreshoch wurde im September mit 10,7% gemessen. Die Kerninflation notiert mit 5,0% Prozent auf dem höchsten Wert seit Euro-Einführung.

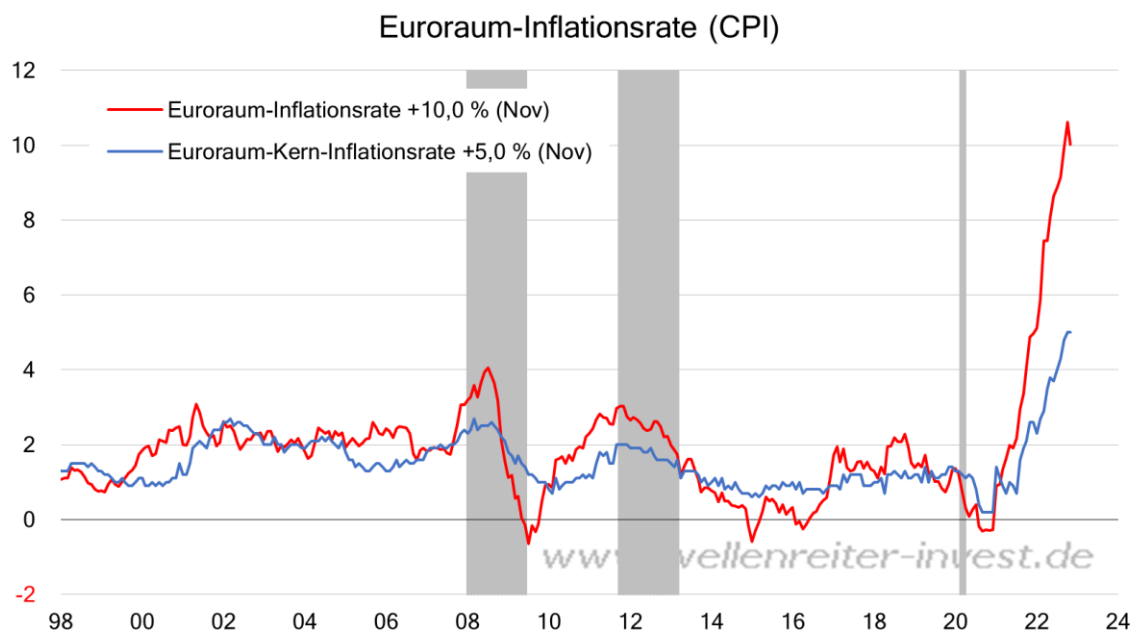


Abb. 1.32: Inflationsrate Euroraum

In Europa werden Kosten für die Unterkunft inklusive Wasser, Strom und Heizenergie mit 25% gewichtet, Transportkosten mit 14% (Autoanschaffung, Benzin, ÖPNV). Lebensmittel werden im Warenkorb mit 12,6% angesetzt. Alle anderen Positionen unterschreiten die 10%-Marke: (Bekleidung und Schuhe 4,3%, Alkoholische Getränke und Tabak 4,5%, Hausrat 6,0%, Freizeit 9,7%, Pauschalreisen 1,2% sowie Restaurantbesuche 3,9%). Nicht nur in den USA, sondern auch in Deutschland stiegen die Preise für Neu- und Gebrauchtwagen deutlich.

Wie in den USA dürfte sich auch in Europa der Preisanstieg verlangsamen. Allerdings sind die Lieferzeiten für Neuwagen weiterhin überdurchschnittlich lang. Die Preise für Gebrauchtwagen bleiben hoch, weil nur wenig Angebot in den Markt kommt. Europas Entwicklung läuft auch aufgrund des Sonderfaktors Krieg in der Ukraine mit den bekannten Folgen für die Gas- und Strompreise, die erst im August 2022 ihre Hochs markiert haben, der US-Entwicklung hinterher, so dass in Europa das Inflationshoch deutlich später als in den USA erzielt wurde.

Die Inflationsprognosen für die USA und Europa haben wir bis einschließlich September 2023 erstellt. Eine längerfristige Vorhersage erscheint auf Monatsbasis wenig sinnvoll. Wir nehmen einen durchschnittlichen Inflationsanstieg von +0,3% zum Vormonat (rote Linie) bzw. +0,2% (orange Linie) an. Dies sind nur zwei von vielen möglichen Szenarien. Sie sollen aber aufzeigen, dass selbst moderat steigende Preise die Inflationsrate nicht mehr nach oben treiben können.

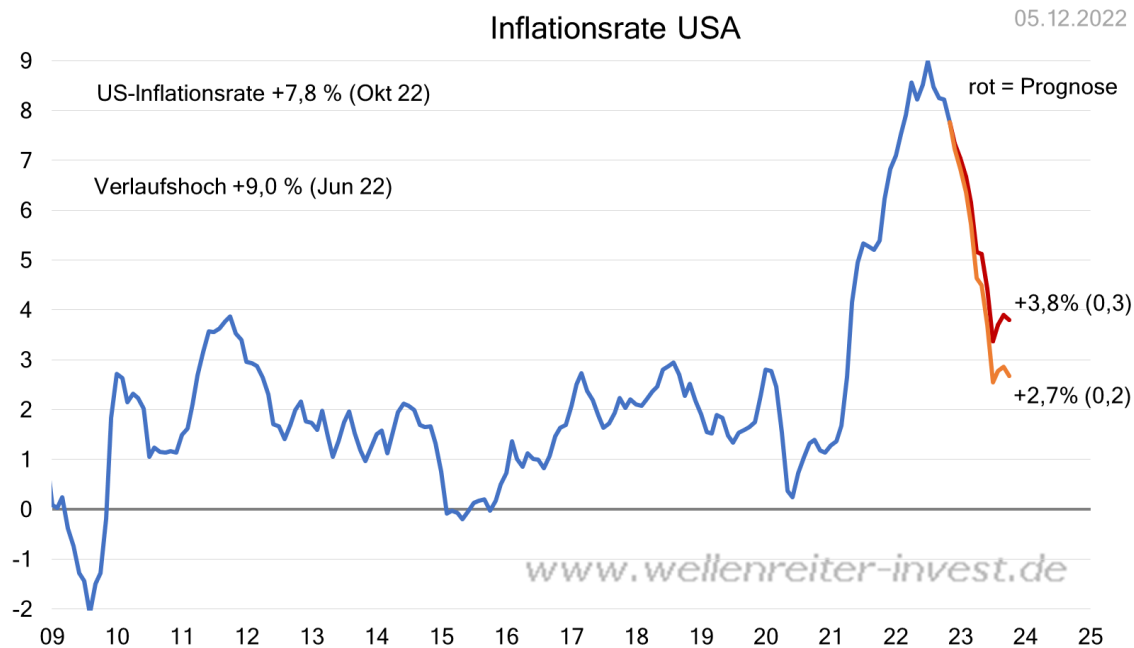


Abb. 1.33: Inflationsrate USA Prognose

Die US-Inflationsrate wird im Jahr 2023 rapide fallen, der starke Rückgang dürfte aufgrund der Basiseffekte primär im ersten Halbjahr stattfinden.

In Europa ist das Inflations-Ausgangsniveau höher. Der Strompreisdeckel in Frankreich sorgte dort für eine im Vergleich zu Deutschland deutlich niedrigere Inflationsrate (FR 7,1%, DE 11,3% HIVE-November).

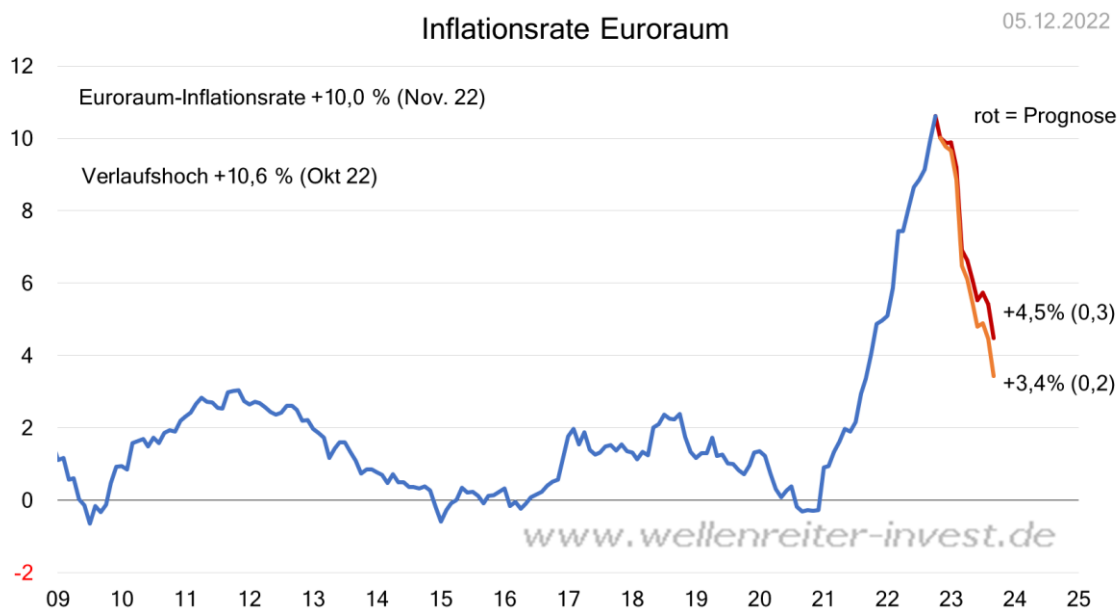


Abb. 1.34: Inflationsrate Euroraum Prognose

Angesichts des Strom- und Gaspreisdeckels in Deutschland und des hohen Basiseffekts sollten die Inflationsraten auch in Europa deutlich zurückkommen. Unter die Null-Linie und damit in eine Deflation ginge es nur, wenn die Preise auch absolut fallen. Damit rechnen wir nicht, wohl aber mit einer Stabilisierung der Inflationsrate in der Nähe früherer Niveaus. Konkret nehmen wir für den Spätsommer 2023 einen Rückgang der Euroraum-Inflationsrate in den Bereich von 3 bis 4 Prozent an.

Seit April 2021 befindet sich der S&P 500 außerhalb seines Wohlfühlkorridors. Der Index generiert bei einer US-Inflationsrate zwischen 1 und 3 Prozent eine Outperformance. Ein Fall dorthin zurück erscheint dann realistisch, wenn die US-Inflationsrate in den Bereich von 3% fällt.

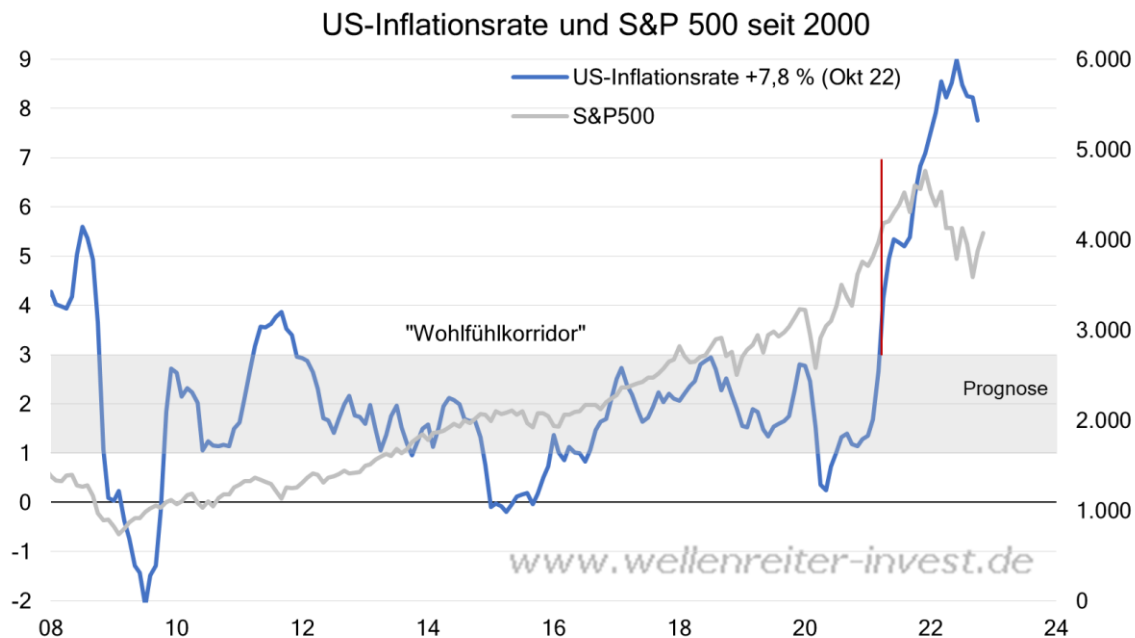


Abb. 1.35: Inflationsrate und S&P 500 seit 2000

Die Investmentbank Bank of America hatte in einer Untersuchung errechnet, dass der durchschnittliche Jahresgewinn des S&P 500 bei überdurchschnittlichen 12 Prozent notiert, wenn sich die Inflationsrate im Rahmen ihres Wohlfühlkorridors (zwischen 1 und 3 Prozent) bewegt. Wenn sich Extrema außerhalb dieses Wohlfühlkorridors auf der Unterseite (2009, 2015 und 2020), aber auch auf der Oberseite (Herbst 2011) gebildet haben, sorgte eine Umkehr im Inflationstrend für eine positive Entwicklung des US-Aktienmarktes. Daher ist das Inflationshoch im Juni 2022 als eine Unterstützung für den S&P 500 anzusehen.

Fazit

In den USA sind beginnende Preisanstiegs-Abschwächungen für „Big Tickets“ wie Häuser/Eigentumswohnungen, Autos (neu/gebraucht) und sonstige langfristige Wirtschaftsgüter wie Möbel und Haushaltsgeräte zu erkennen. Wir rechnen damit, dass die Preise für das Wohnen (Mieten und kalkulatorische Mieten) weiter fallen werden.

Die Inflation in den USA fällt auch aufgrund der Basiseffekte im ersten Halbjahr 2023 deutlich in den Bereich von 3 Prozent. Die Umstellung auf erneuerbare Energien, verbunden mit Desinvestitionen in die Exploration fossiler Energiequellen dürfte dazu führen, dass fossile Energie knapp bleibt. Inflationsraten oberhalb der von den Zentralbanken gewünschten 2%-Marke sollten sich auch in den Folgejahren einstellen, sodass die Fed den Leitzins nicht mehr so schnell und vor allem nicht mehr so tief senken dürfte.

2. Notenbankpolitik und Anleihen

2.1. Notenbankpolitik und kurzes Ende

Während die Federal Reserve und die Bank of Japan ihre Bilanzsummen im Jahr 2022 zurückführten und damit Liquidität absaugten, zögerte die Europäische Zentralbank eine Entscheidung pro Bilanzreduktion hinaus. Erst auf ihrer Sitzung am 15.12.2022 dürfte die EZB Details über einen Bilanzabbau verkünden.

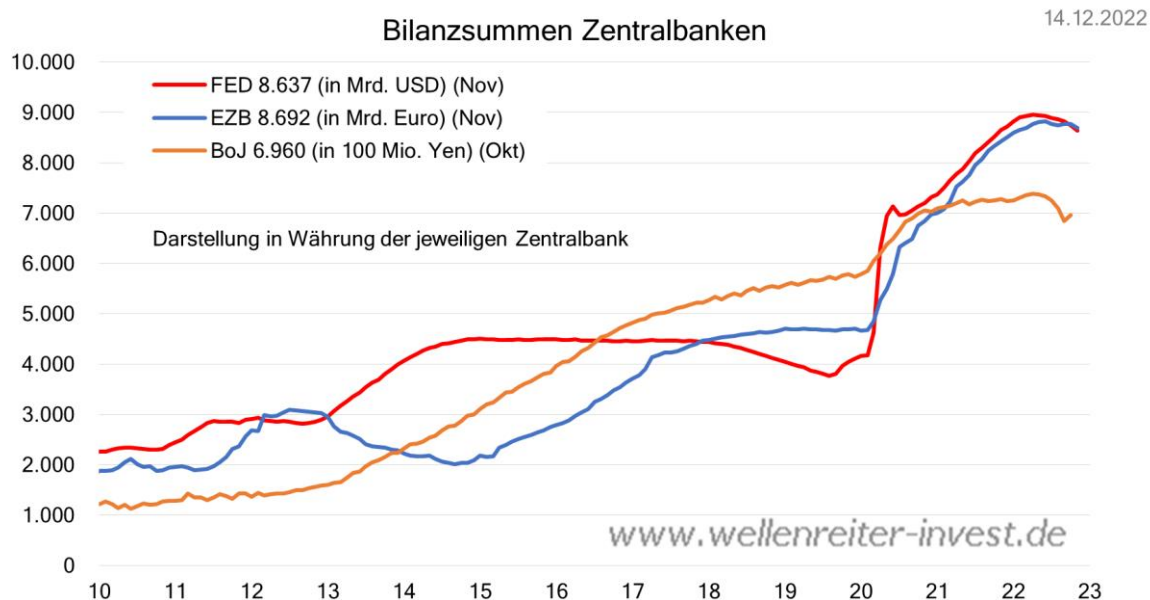


Abb. 2.1: Bilanzsummen Zentralbanken 2010-2020

Da die Bilanzen der EZB und der Fed nahezu identisch groß sind, könnte die EZB auch dem Tempo der Fed beim Bilanzabbau folgen. Eine parallele Phase des Bilanzabbaus gab es zuvor nicht. Als die EZB zwischen 2013 und 2015 ihre Bilanz reduzierte, erhöhte die Fed ihre Bilanz. Im Jahr 2018 reduzierte die Fed ihre Bilanz um 50 Mrd. US-Dollar pro Monat, die EZB hielt sie konstant. Das Jahr 2018 war am Kapitalmarkt ein negatives Jahr, da ein zyklischer Abschwung eingeleitet wurde.

Im Jahr 2023 geschieht die Steigerung des monetären Entzugs in einem Abschwung. Die Fed begann im November 2021 damit, ihr QE-Anleihekaufprogramm zu reduzieren. Juni 2022 begann der Abbau der Bilanz, der im September auf die Summe von 95 Mrd. Dollar pro Monat erhöht.

Der Angriff Russlands auf die Ukraine am 24.02.22 war der Auslöser eines starken Zinsanstiegs am langen Ende. Die 10jährige US-Rendite stieg innerhalb zweier Monate von 1,74 auf 3,12 Prozent.

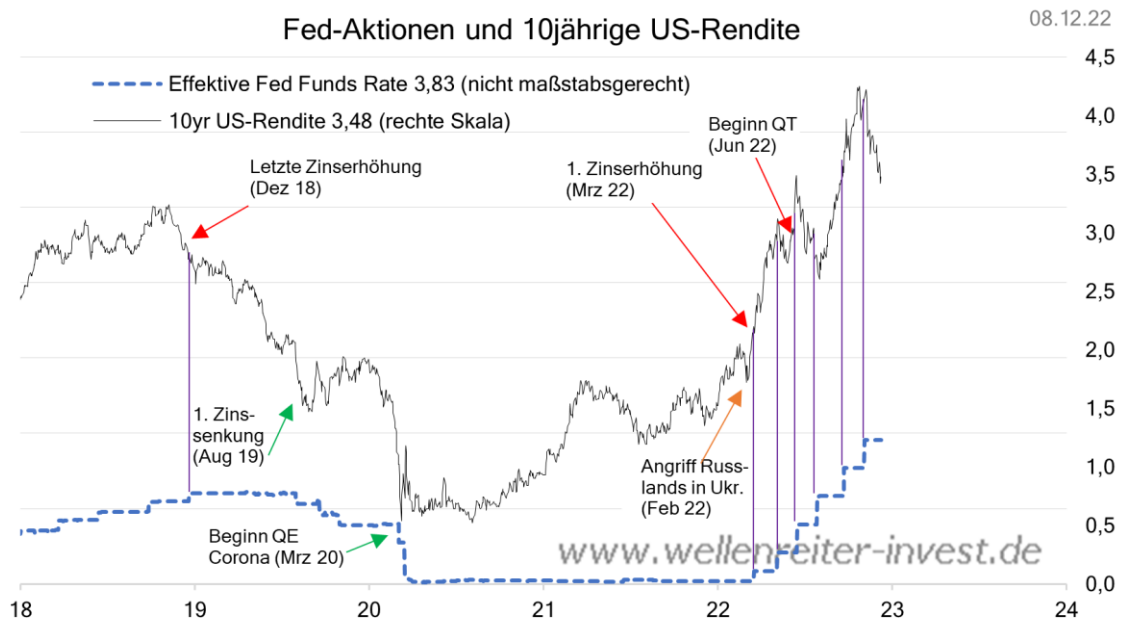


Abb. 2.2: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen und Leitzins/QE

Der im März begonnene Leitzinserhöhungszyklus sowie der Beginn der Netto-Reduktion von US-Staatsanleihen durch die Fed im Juni (Quantitative Tightening) verstärkten den Effekt. Die Marktteilnehmer sahen die Auswirkungen auf den Energiemarkt und nahmen richtigerweise eine Erhöhung der Dynamik des Anstiegs der Inflationsrate an. Die Fed reagierte mit dem Ziel, den Inflationsanstieg zu begrenzen.

Leitzinserhöhungszyklen bedeuten einen restriktiveren Zentralbankkurs. Die wirtschaftliche Entwicklung ist in derartigen Phasen meist schwächer als in geldpolitischen Phasen der Lockerung. Dies bedeutet in einer disinflationären Situation - wie sie zuletzt lange Jahre vorlag - fallende Renditen am langen Ende, weil die Marktteilnehmer eine schwächere konjunkturellen Phase antizipieren. Im einsetzenden Zinserhöhungszyklus steigen die Renditen aller Laufzeiten.

Die Marktteilnehmer erwarten gemäß der Terminkurve der 30tägigen Fed-Funds-Futures von der Fed noch zwei Zinsschritte á 50 Basispunkte. Der erste Schritt soll am 14. Dezember 2022, der zweite am 1. Februar 2023 erfolgen. Ein Zielband von 4,75 bis 5,00 Prozent wäre erreicht. Der Beginn eines neuen Zinssenkungszyklus wird nicht vor September 2023 gesehen.

Die Phase stabiler Leitzinsen lag in vielen Zyklen bei etwa einem halben Jahr, sehr selten bei etwas mehr als einem ganzen Jahr (zuletzt 2007) und nur in der Hochinflationsphase der 70iger Jahre bei einem Quartal. Unsere Erwartung ist nicht diejenige eines Zinserhöhungszyklus bis Mai 2023, der nach knapp drei Monaten dann korrigiert werden müsste. Vielmehr nehmen wir ein zeitigeres Stoppen mit einem letzten kleinen Zinserhöhungsschritt um 25 Basispunkte am 01.02.2023 an.

US-Leitzinserwartungen 2022/23

14.12.2022

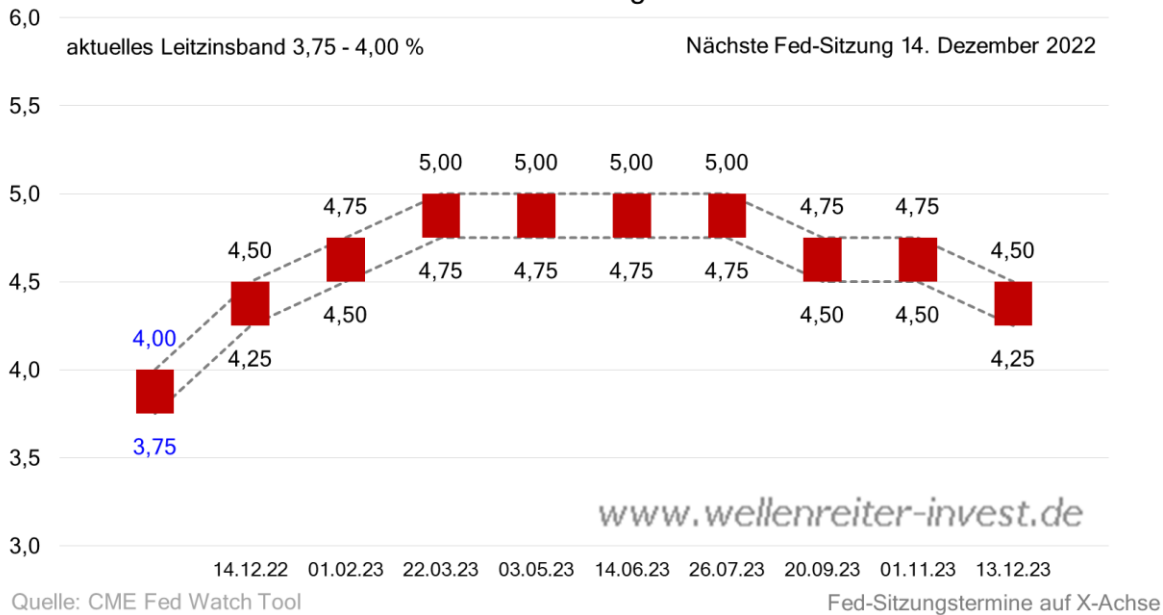


Abb. 2.3: US-Leitzinserhöhungspfad 2022/23

Der momentan erwartete Pfad der Investoren wird sich sehr wahrscheinlich in den kommenden Monaten verändern. Die sehr starke Invertierung der Zinsstrukturkurve sollte die US-Notenbank nach einer zu erwartenden Zinserhöhung um 50 Basispunkte im Dezember zu einem Stopp im Zinserhöhungszyklus bringen, um dann zu überprüfen, wie stark sich der Inflationsdruck abschwächt. Noch weitere Zinserhöhungen bergen die Gefahr, dass sich der wirtschaftliche Abschwung zu einem späteren Zeitpunkt verstärkt.

Während das kurze Ende dem Einfluss der Notenbanken unterliegt, reflektiert das lange Ende (10- und 30-jährige Rendite) die Wirtschafts- und Inflationserwartungen. Der folgende Chart zeigt den Werdegang aller Renditen von 3 Monaten bis 30 Jahren.

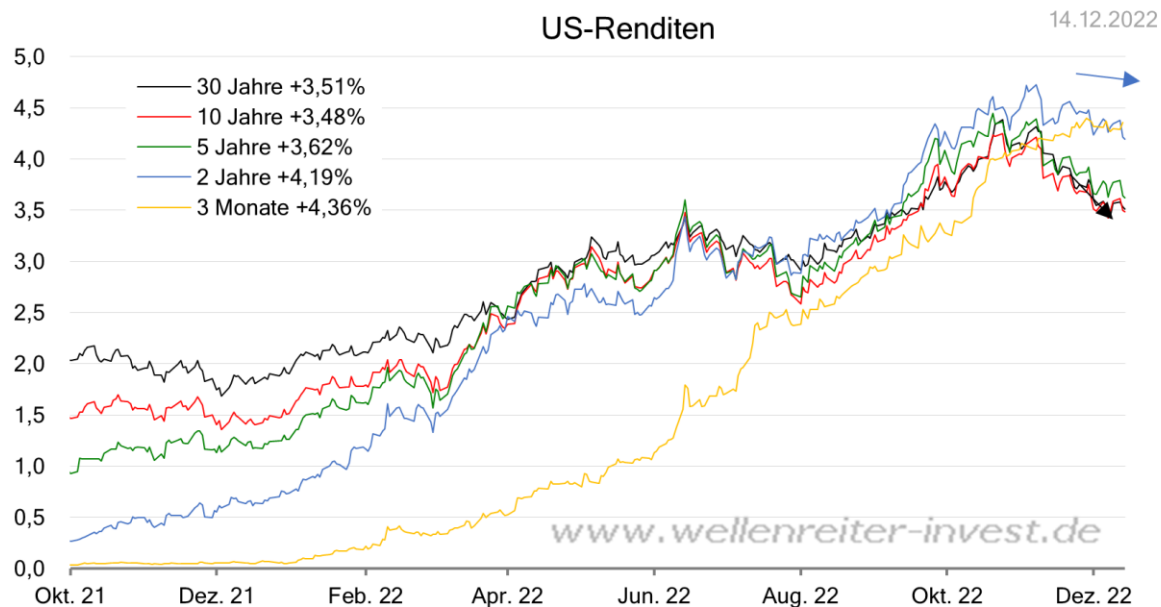


Abb. 2.4: US-Renditespektrum kurz

Die Investoren antizipieren einen Trendwechsel mit einem zeitlichen Vorlauf. Zunächst sinken die Renditen am von ihnen beeinflussbaren langen und mittleren Ende, während das durch die Fed bewegte kurze Ende stabil ist. Dieser Prozess ist aktuell zu beobachten. Dies setzt die Fed unter Druck, letztendlich auch den Leitzins zu senken. Die Auflösung der Inversion der Zinsstrukturkurve geschieht durch Zinssenkungen der Notenbank. Die Fed wartet, bis sie klare Signale eines Abschwungs erkennt. Deshalb reagiert sie regelmäßig mit einem zeitlichen Verzug.

Im Nachgang des Jahre 1994 wurde eine US-Rezession vermieden, es kam zu einer weichen Landung. Auf dem folgenden Chart ist zu sehen, dass der Leitzins damals nur geringfügig gesenkt wurde (schwarzer Kreis). Die Sonderrolle des Jahres 1994 wird später im Kapitel Aktien noch einmal thematisiert. Der Zyklus 1994/95 ist einer der wenigen Zinserhöhungszyklen, in dem die Bremspolitik der FED nicht in einer Rezession mündete.

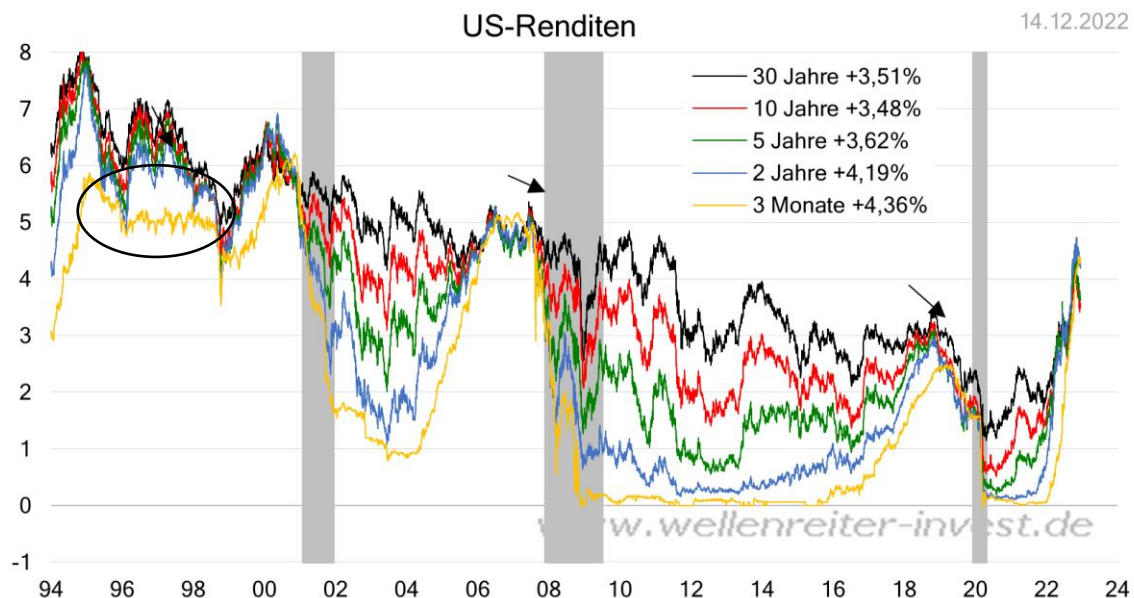


Abb. 2.5: US-Renditespektrum lang

Den Zyklus von 1966 hatten wir als Beispiel genannt. Allerdings invertierte die Zinsstrukturkurve im Jahr 1994 nicht – im Gegensatz zum Jahr 1966, als ein falsches Signal erfolgte.

Auf internationaler Ebene führt die Fed den Zinszyklus an. Die EZB folgt mit Verspätung. Die Bank of Japan befindet sich seit 27 Jahren in einem Tiefschlafmodus.

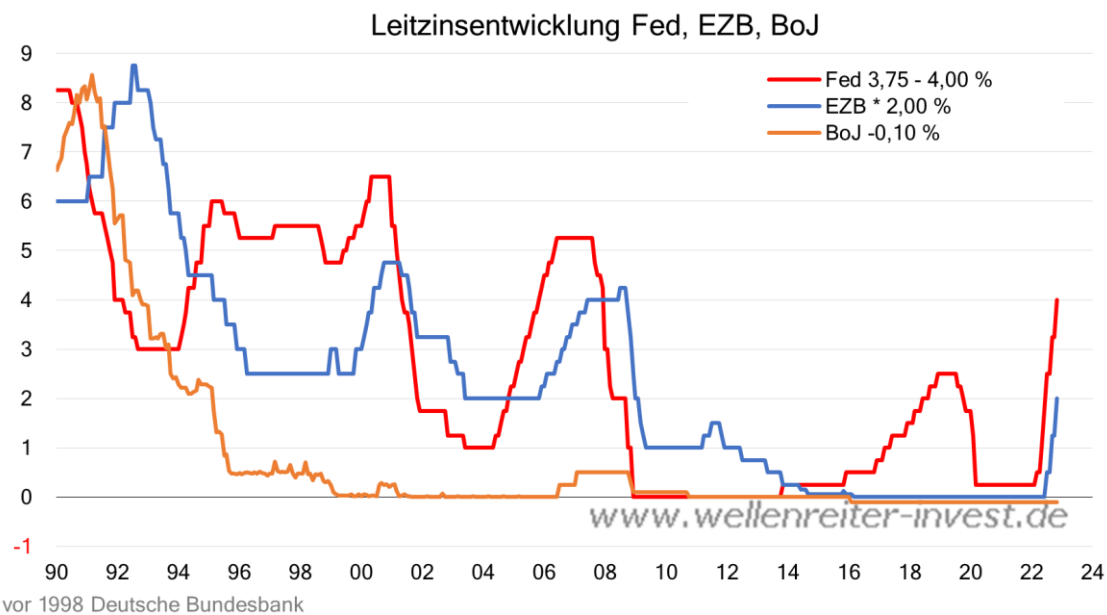


Abb. 2.6: Leitzinsen Fed, EZB, Bank of Japan

Der japanische Leitzins verläuft seit Oktober 1995 zwischen 0,0 und 0,5%. Die EZB setzte einmal aus, nämlich in der Phase 2016 bis 2019. Stattdessen etablierte sie in jener Zeit die Negativzins-Politik.

Im Jahr 2023 dürfte die EZB den Trends der USA mit einer zeitlichen Verzögerung hinterherlaufen. Die Marktteilnehmer sehen das Maximum des Einlagesatzes bei 2,75 Prozent. Es soll im März 2023 erreicht werden. Eine Zinssenkung soll anders als in den USA vorerst nicht auf der Agenda stehen.

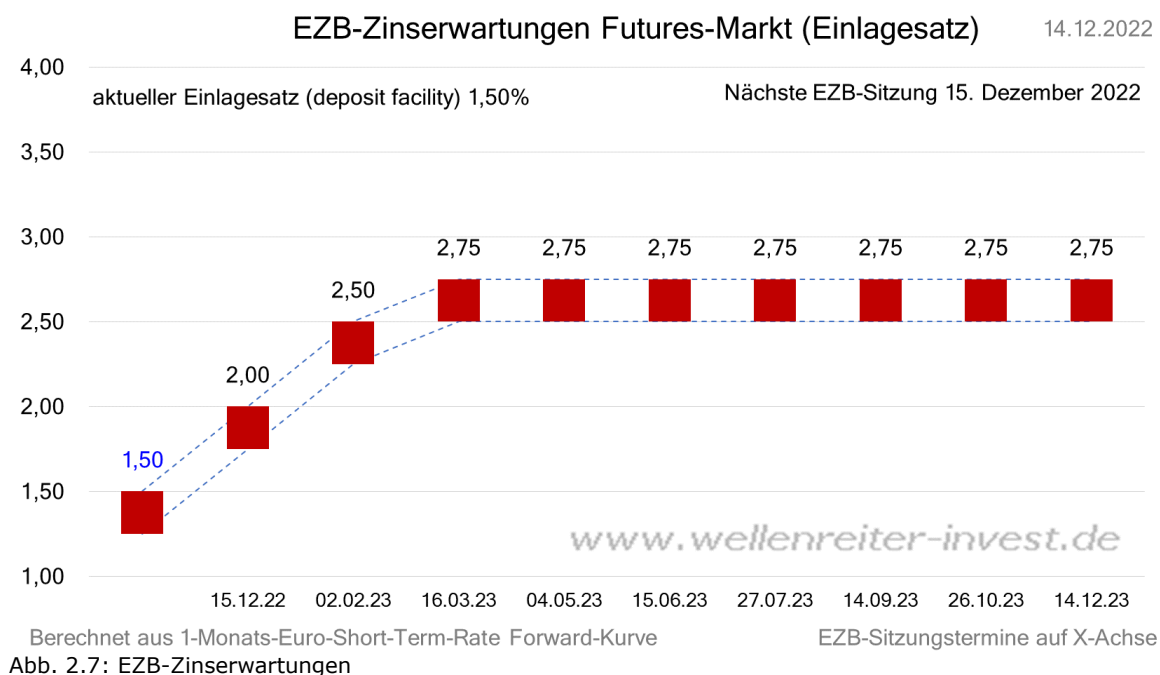


Abb. 2.7: EZB-Zinserwartungen

Angesichts der im Jahr 2023 deutlich höheren Inflation als in den USA ist ein Zinssatz von 2,75 Prozent viel weniger restriktiv für die Wirtschaft zu werten.

Gleichzeitig ist der Kampf gegen die Inflation wesentlich lockerer und scheint für die EZB nicht dieselbe Priorität wie in den USA zu genießen. Da bedingt durch den Sonderfaktor Energiepreissituation in Europa auch im ersten Quartal 2023 durch weitere Preiserhöhungen der Inflationsdruck relativ hoch bleiben sollte, besteht bei den europäischen Leitzinsen die Tendenz zu einem etwas höheren Leitzinsniveau als dies momentan erwartet wird.

Die Europäische Zentralbank hat das seit dem Jahr 2015 laufende Asset Purchase Programme (APP) sowie das im März 2020 aufgelegte PEPP-Programm auf Eis gelegt. Ein leichter Netto-Abbau der Positionen ist sichtbar, aber das ist nicht weltbewegend.

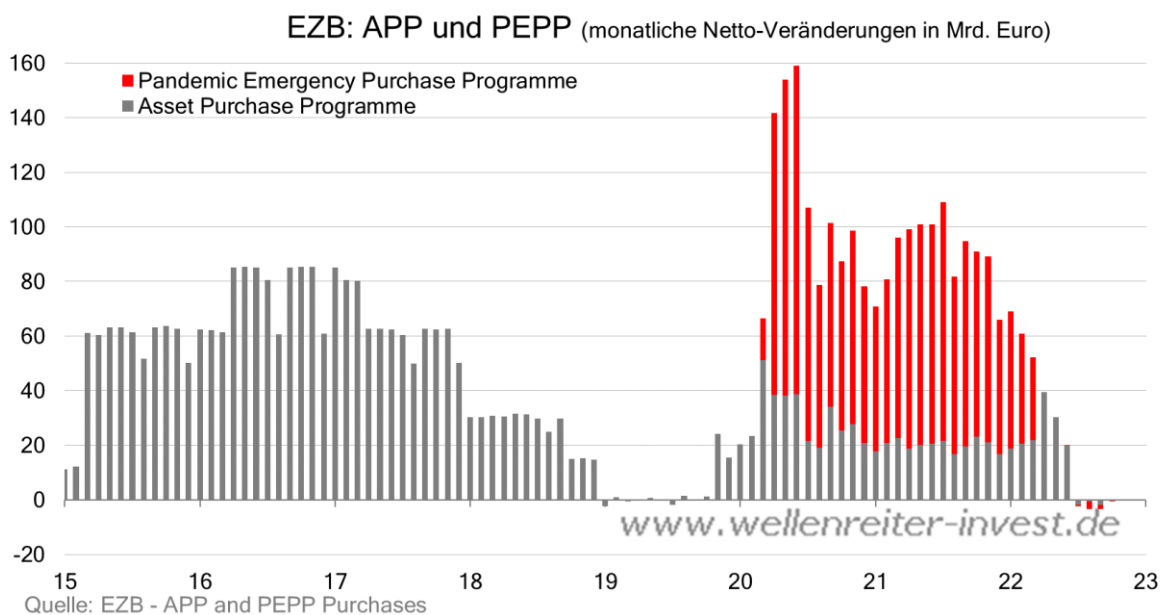


Abb. 2.8: EZB APP und PEPP

Die EZB ersetzt auslaufende Anleihen durch neue Käufe, um die Bilanzsumme stabil zu halten. Kumuliert ergibt sich das folgende Bild.

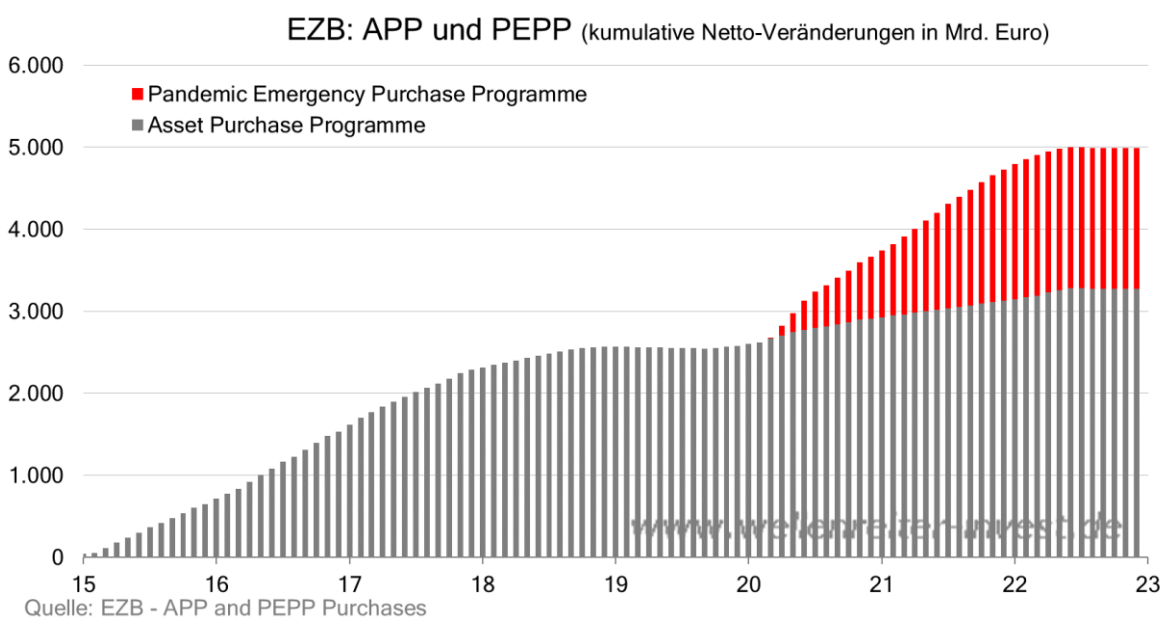


Abb. 2.9: EZB APP und PEPP kumuliert

Als zusätzliche Maßnahme führte die EZB die gezielte Unterstützung der Banken mit Hilfe von langfristigen Krediten namens TLTRO-III (Targeted Long Term Refinancing Operations) durch. Die letzten TLTRO-III-Kredite wurden am 16.12.2021 vergeben. Die Konditionen wurden Ende Oktober 2022 angepasst, um die Windfall-Profite der Banken zu minimieren. Seit dem 22. November 2022 wird ein Zinssatz erhoben, der dem jeweiligen Einlagesatz entspricht. Damit wurden von dort an TLTRO-Gewinne der Banken weitgehend neutralisiert. Die Banken verdienen jedoch weiterhin an den gestiegenen Zinsen für Überschussreserven.

Erste verpflichtende Rückzahlungen erfolgten im September und Dezember 2022. Sollten die Banken alle TLTRO-Kredite bis Juni 2023 vorzeitig zurückzahlen wollen, würde die EZB-Bilanzsumme um 2,1 Bio. Euro schrumpfen. Es zeichnet sich ab, dass die Banken die vorzeitige Rückzahlung zwar überwiegend, aber nicht vollständig vornehmen werden. Realistischerweise wird sich die EZB-Bilanz durch die Rückzahlung der TLTRO-Kredite (vorgezogen oder zur Fälligkeit) bis Mitte 2023 um 1,4 Bio. Euro reduzieren, also von 8,8 auf 7,4 Bio. Neben der Rückführung der TLTRO-Kredite bis zum Juni 2023 besteht zudem die Möglichkeit, dass die EZB ihre Bilanz auch aktiv reduzieren möchte. Ein solcher Prozess könnte ab März oder April 2023 einsetzen und einen Umfang von zunächst 40-50 Mrd. Euro umfassen. Somit könnte die Bilanz im Jahr 2023 um weitere 400-500 Mrd. Euro schrumpfen.

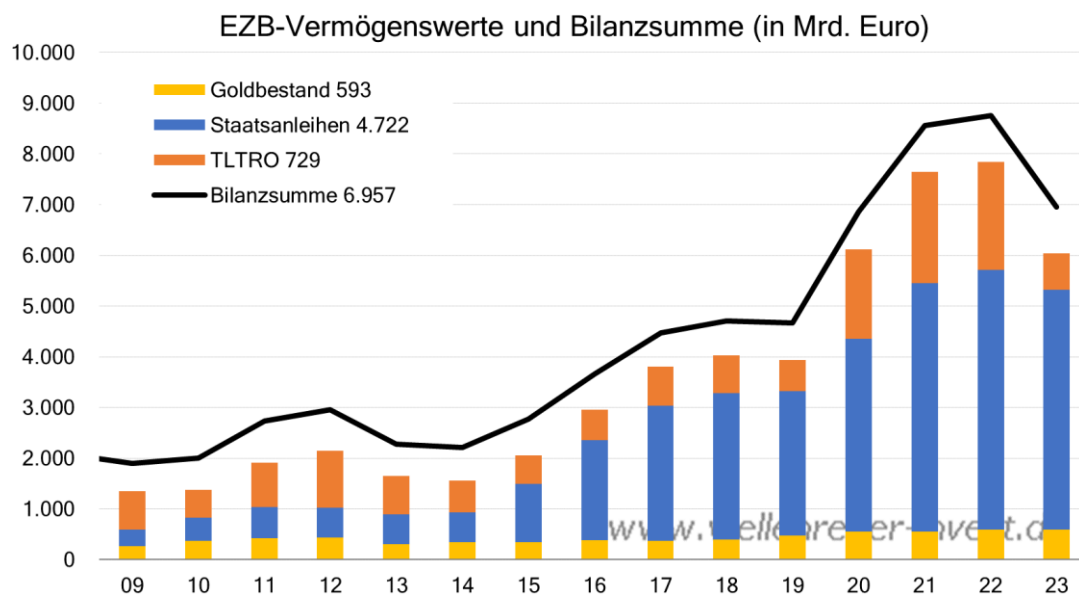


Abb. 2.10: EZB-Vermögenswerte und Bilanzsumme (2023 geschätzt)

Insgesamt würde die EZB dann ihre Bilanz um 1,8-1,9 Bio. Euro im Jahr 2023 reduzieren, die US-Notenbank um 1,14 Bio. US-Dollar. Kumuliert sind dies rund 3 Bio. Euro oder 250 Mrd. Euro pro Monat. Dieser hohe Liquiditätsentzug erhöht das Risiko eines zunehmenden Stresses an den Finanzmärkten, die sich in Form erhöhter Volatilität und Risikoprämien äußern würde.

Die Bank of Japan hat ihre Bilanzsumme im Jahr 2022 zurückgefahren. Ähnlich wie die EZB hatte die BoJ zu Beginn der Pandemie Kreditprogramme zur Unterstützung der Banken aufgelegt. Diese Kredite werden fällig und reduzieren die Bilanzsumme. Die Käufe von japanischen Staatsanleihen zur Verteidigung des Zinsdeckels von 0,25% fanden zwar statt und erhöhten die Bilanzsumme etwas, wogen aber das Auslaufen der Pandemie-Kreditprogramme nicht auf.

Die Bilanz- und damit Liquiditätsentzüge sollten sich im Jahr 2023 fortsetzen. Insbesondere steht die EZB im Fokus. Der Zinserhöhungszyklus der FED wird im Jahr 2023 enden und der Fokus der Investoren wird sich auf Zinssenkungen verschieben. Bei einer einsetzenden Rezession erscheint es realistischer, dass die US-Notenbank den Prozess des Bilanzabbaus stoppen wird und weniger aggressiv bei Leitzinssatzsenkungen sein wird. Momentan wird nur ein Zinsschritt von 25 Basispunkten erwartet. Hier ist ein deutlich höherer Umfang zu erwarten, um die Zinsstrukturkurve aus der Inversion zu befreien. Ein Stoppen des Bilanzabbaus wäre für die Anlagemärkte mit einem Aufatmen verbunden.

Da die japanische Gesellschaft überdurchschnittlich viele Rentner zählt, ist eine überdurchschnittlich hohe Inflation unerwünscht. Ein Anheben des Zinsbandes um 50 bis 75 Basispunkte wäre eine Möglichkeit, die Inflation in Japan zu senken, da aufgrund des sinkenden Zinsvorteils der USA der Yen ansteigen würde und damit die importierte Inflation gesenkt werden kann. Ein komplettes Ende der Zinskurvenkontrolle könnte temporär eine crashartige Bewegung für Aktien und Anleihen verbunden mit einer Yen-Aufwertung auslösen, die ein wenig an die Loslösung von Schweizer Franken an den Euro erinnert.

Viele Zentralbanken sind aufgrund ihrer hohen Anleihen-Bestände in Verlustpositionen hineingelaufen. Gewohnte Gewinnausschüttungen an den Staat entfallen. Zentralbanken sind die letzte Kreditinstanz eines Staates. Die Zentralbanken werden die Verluste über ein negatives Eigenkapital in ihre Bücher nehmen. Zentralbank-Insolvenzen sind nicht zu erwarten. Durchaus realistisch erscheint allerdings die Erwartung, dass der politische Druck größer wird, die hohen Bilanzsummen abzubauen, um Gewinne zu produzieren, die in das Fiskalgetriebe eines Staates injiziert werden können. In der Schweiz beispielsweise kalkulieren die Kantone direkt mit den Gewinnen der SNB. Diese bleiben dort jetzt auch zunächst aus und drücken die Budgets.

2.2. Fiskalpolitik

Während die Geldpolitik im Jahr 2022 restriktiver wurde, steuert die Fiskalpolitik dagegen. In Deutschland wurde ein Konjunkturpaket von bis zu 200 Mrd. Euro zur Eindämmung der hohen Energiepreise beschlossen, welches sowohl Verbraucher als auch Unternehmen mit Hilfe eines Preisdeckels für Strom und Gas entlasten soll. Dieser Wert entspricht fast 5 Prozent des BIP von 2021.

Auch in Japan wurde Ende Oktober ein Konjunkturpaket im Umfang von knapp 200 Mrd. Euro beschlossen, auch hier geht es um Zuschüsse für die Stromrechnungen von Haushalten und Unternehmen. Für zahlreiche Schlagzeilen sorgt der in den USA beschlossene US-Inflation Reduction Act, der allerdings verteilt auf 10 Jahre Ausgaben von 430 Milliarden USD-Dollar vorsieht. Für viel Diskussionsbedarf sorgen die protektionistischen Nebenbedingungen. Beispielsweise erhalten Elektroautokäufer eine Steuergutschrift von 7.500 US-Dollar, sofern das Fahrzeug in Amerika zusammengebaut wurde.

Inhaltlich soll mit dem Inflation Reduction Act zum einen die Klimatransformation der US-Wirtschaft beschleunigt werden. In Europa gibt es hingegen Staatsgarantien für Kredite, so dass als Folge der hohen Energiepreise ein Boom der Investitionen für Technologien zu erwarten ist, die einen niedrigeren Energieverbrauch erwarten lassen. Die Phase der 70iger Jahre mit einer hohen Verteuerung der Energie motivierte die Unternehmen zu effizienteren Produktionsverfahren, eine ähnliche Entwicklung ist in unserer Zeit zu erwarten. Ein zweiter Aspekt des Inflation Acts ist eine Stärkung der Industrie Amerikas.

Ein zweites Programm, das in diesem Jahr für Schlagzeilen sorgte, ist der Chips and Science Act mit einem Fördervolumen von insgesamt 280 Milliarden US-Dollar, um die USA im Bereich der Halbleiter zu stärken, Forschung und Entwicklung zu fördern und regionale Hightech-Zentren zu schaffen. Damit werden in den kommenden 2-3 Jahren bedeutende Investitionen der Unternehmen ausgelöst. Perspektivisch führen diese Investitionen zu einem neuen Aufschwung. Der zu erwartende Investitionsboom begünstigt andere Industriesektoren und Unternehmen als im vorherigen Technologieboom.

2.3. Anleihen langes Ende

USA

Der Corona-Panik-Drop der 10jährigen US-Rendite des Jahres 2020 auf 0,9% dürfte sich als krisenbedingter Extrempunkt erweisen. Lässt man diesen Ausreißer beiseite, behält der 30-Jahres-Zyklus der 10jährigen US-Rendite seine Gültigkeit.

Seit über 200 Jahren steigt und fällt die Rendite 10jähriger US-Anleihen im Rahmen einem 30jährigen Zyklus. Nur einmal – Ende der 1890er Jahre – wurde ein Tief nochmals leicht unterboten. Dieser Chart zeigt Jahresendkurse. Ende November 2022 notierte die 10jährige US-Rendite bei 3,8%.

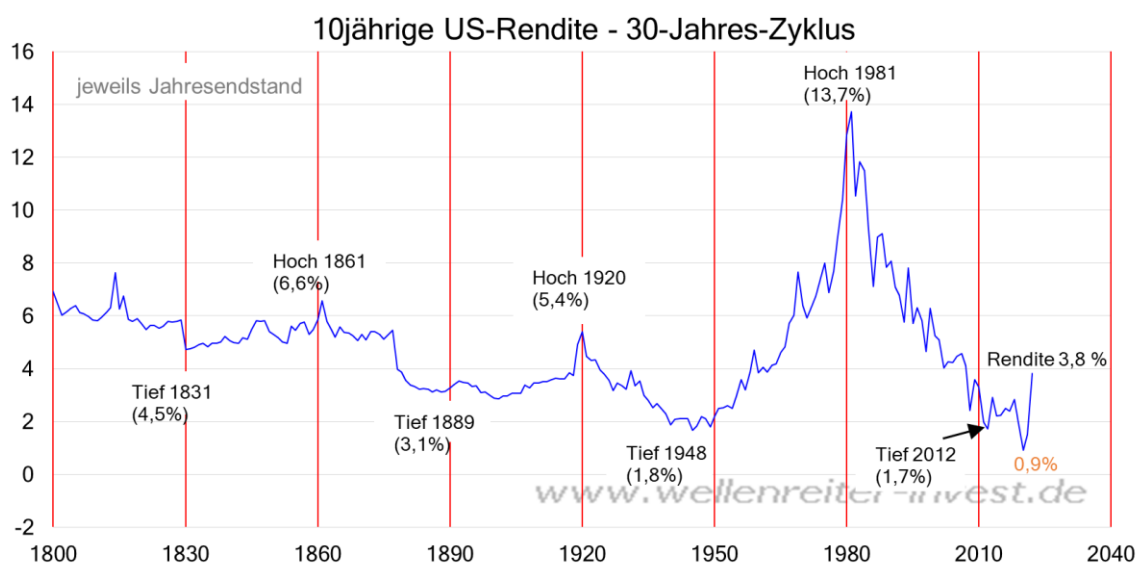


Abb. 2.11: 30-Jahres-Zyklus Rendite

Für das große Bild bedeutet dies, dass sich die 10jährige Rendite tendenziell bis um das Jahr 2040 herum in einer Aufwärtstendenz bewegen sollte. Dabei gehen wir nicht von einer Wiederholung des Anstiegs der 1970er Jahre aus, sondern halten uns an die üblichen Hochpunkte der vergangenen 200 Jahre im Bereich von 6 bis 8 Prozent. Zu erkennen ist, dass derartige Hochpunkte als Spike-Hochs auftreten. Dies bedeutet, dass der Weg dorthin bis kurz vor der Jahreszahl 2040 relativ flach verläuft, nur um erst im letzten Moment anzusteigen. Dies würde bedeuten, dass sich die Rendite auf dem Weg dorthin im Bereich von 3 bis 5 Prozent aufhalten sollte. Demnach würde sie sich aktuell in der Mitte des Korridors befinden.

Daran anknüpfend, dass der Aufwärtszyklus der US-Renditen im Jahr 2012 begonnen hat und eine längere Bodenbildungsphase bereits erfolgt ist, aber gleichzeitig Peak-Niveaus von 6 bis 8 Prozent erst um das Jahr 2040 herum erreicht werden sollten, erscheint für 2023 eine Spanne der 10jährigen US-Rendite zwischen 2,5 und 4,5 Prozent vorstellbar.

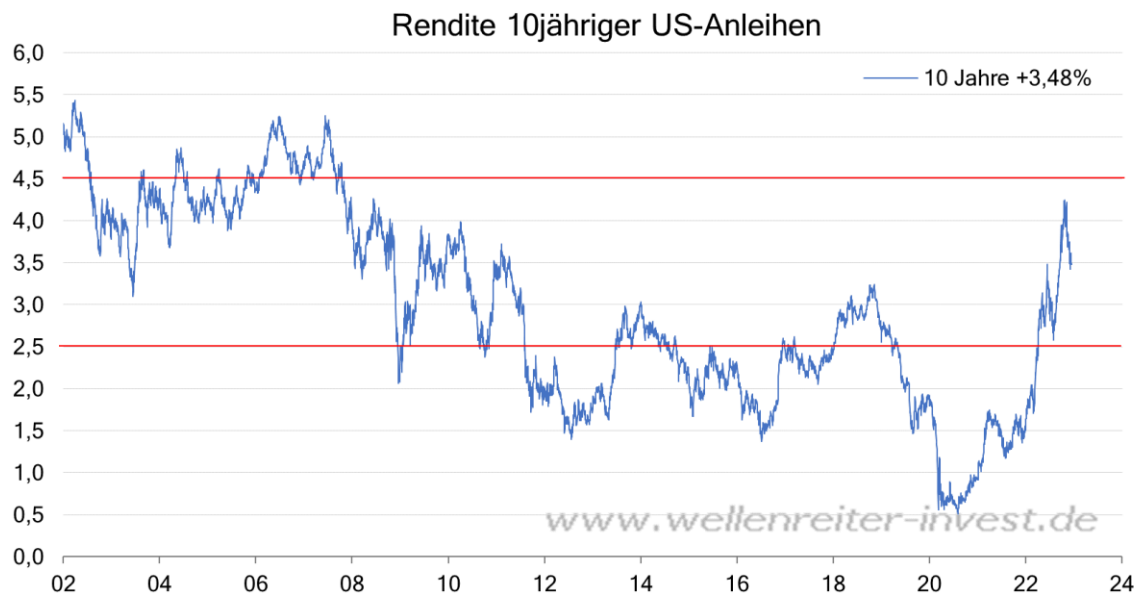


Abb. 2.12: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen

2,5 Prozent kämen dann als unterer Wert in Frage, wenn sich die US-Wirtschaft rezessiv abschwächen sollte. Einen Anstieg auf 4,5 Prozent halten wir lediglich bei einem anhaltenden inflationären Wirtschaftswachstum für möglich. Allerdings weist die Breakeven-Inflationsrate auf eine fallende US-Inflationsrate hin, sodass sich der 4,5%-Wert eher nicht einstellen sollte. Wir rechnen mit einem verzögerten Eintritt der Rezession, so dass die Renditen am langen Ende noch einmal ansteigen sollten, um ein niedrigeres sekundäres Hoch auszubilden und dann Richtung 2,5 Prozent zu fallen.

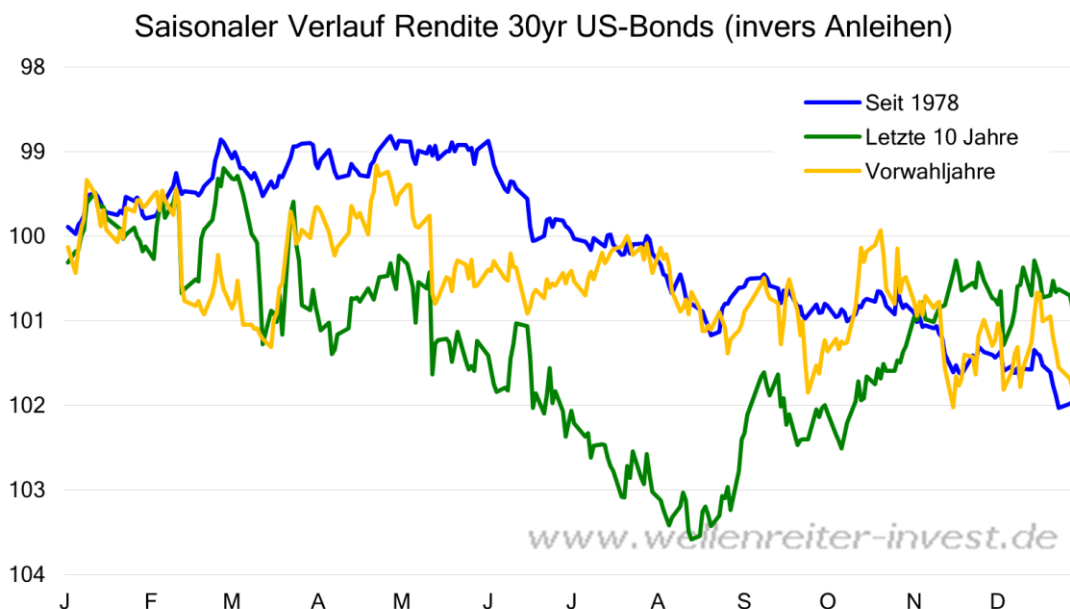


Abb. 2.13: 30jährige US-Staatsanleihen saisonaler Verlauf

Das saisonale Muster zeigt in Vorwahljahren eine wenig volatile Seitwärtsphase an, während in den letzten 10 Jahren die Renditen im ersten Halbjahr stiegen und im zweiten Halbjahr fielen. Aufgrund des beschriebenen Rezessionsrisikos dürften die Renditen im Jahr 2023 deutlich größere Strecken zurücklegen und per Saldo fallen.

Europa

Die Renditetendenz des 30-Jahres-Zyklus bescherte Europa seit Beginn der 1980er Jahre fallende Renditen. Anders als in den USA endete der Zyklus nicht im Jahr 2012. Die Zinsen des Euroraums konvergierten im Vorfeld der Euro-Einführung 1998. Danach nahmen die Marktteilnehmer den Euroraum bis zur Finanzkrise als einen einheitlichen Wirtschaftsraum wahr. Die Rezession von 2012/13 war europaspezifisch. Der Markt war nach der Finanzkrise nicht mehr bereit, den Mitgliedern des Euroraums eine einheitliche Zins- und Inflationspolitik zu gewähren.

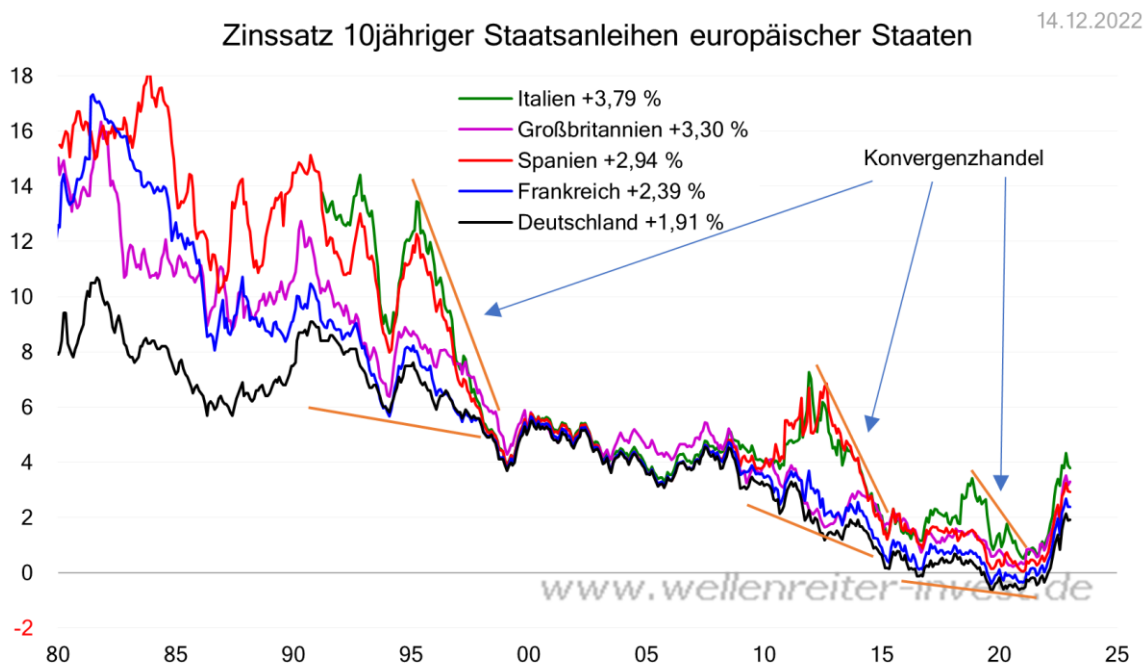


Abb. 2.14: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten

Zu groß waren die Unterschiede im Hinblick auf die Staatsverschuldung und die Wirtschaftsentwicklung. Die Länderrisiken werden seither unterschiedlich bewertet, und so ist es auch heute. In der jüngeren Vergangenheit mehren sich die Anzeichen für konstante Renditeabstände zwischen Ländern wie Deutschland und Italien, ohne via APP oder PEPP einzugreifen. Aber da die EZB fällige Staatsanleihen durch Nachkäufe ersetzt, nutzt sie die Möglichkeit, vermehrt italienische Staatsanleihen zu kaufen, wenn die Situation dies aus ihrer Sicht erfordert. Dies war im Jahr 2022 insbesondere im Juni und Juli der Fall (deutliche Netto-Käufe italienischer Staatsanleihen und Netto-Verkäufe deutscher Staatsanleihen im Rahmen des PEPP-Programms), nicht aber im August und September als letzte verfügbare Daten. Offenbar reichte der verbale Ansatz derzeit aus.

Im Frühjahr 2023 wird in Griechenland, im Herbst 2023 in Spanien sowie in Polen ein neues Parlament gewählt. Diese Wahlen besitzen kein Potential für einen neuen Vertrauensverlust bei den Investoren. Im Gegenteil, ein Wechsel in Polen von der nationalkonservativen Partei PiS zur liberalkonservativen KO könnte der wirtschaftlichen

Aktivität in Polen Aufschub geben. Und das zu einem Zeitpunkt, an dem die Länder Osteuropas aufgrund des Krieges in der Ukraine in den Fokus gerückt sind. In Umfragen liegt die PiS 10 Prozentpunkte vor der KO, sodass ein Regierungswechsel im Herbst eher überraschend wäre.

Ein gemeinsamer Feind schweißt zusammen. Putin stärkte mit dem Überfall Russlands auf die Ukraine den Euroraum und hauchte der NATO neues Leben ein. Gerichte werden unter diesen Umständen Verfassungsklagen gegen das Pandemie-Kaufprogramm (PEPP) der EZB und deren Vorläufer und Nachfolger mit weniger Intensität verfolgen, als dies unter anderen Umständen der Fall wäre. Sollte der Krieg in der Ukraine im Verlauf des Jahres 2023 enden, dann könnten alte Gräben wieder aufbrechen. Krieg = Inflation, das kann man historisch so auf einen Nenner bringen. Ein Kriegsende würde fallende Energiepreise und eine disinflationäre Entwicklung mit sich bringen, „Goldilocks“ aus Sicht der Investoren zurückkehren. Die wirtschaftliche Situation der Konsumenten-Staaten (USA, Europa, China, Indien) würde sich verbessern, während die Produzenten wie die OPEC-Staaten und auch „Big Oil“ mit fallenden Energiepreisen klarkommen müssten.

Es kommt hinzu, dass Länder, die eine Fußball-WM oder Olympische Spiele ausgerichtet haben, im Anschluss häufig zunächst ausatmen mussten. Dies war in China (Shanghai Composite AZH in 2007), in Brasilien (Fußball-WM-Hoch 2014 des Bovespa) oder Südafrika (MSCI Südafrika mit 2011er-Allzeithoch) der Fall. Investitionen werden zurückgefahren, die Bautätigkeit lässt nach. Katar sowie andere gas- und ölreiche Staaten könnten von den Nachwehen betroffen sein.

Die Krisen-Staatsanleihen der Jahre 2012/13 bilden einen recht engen Korridor.

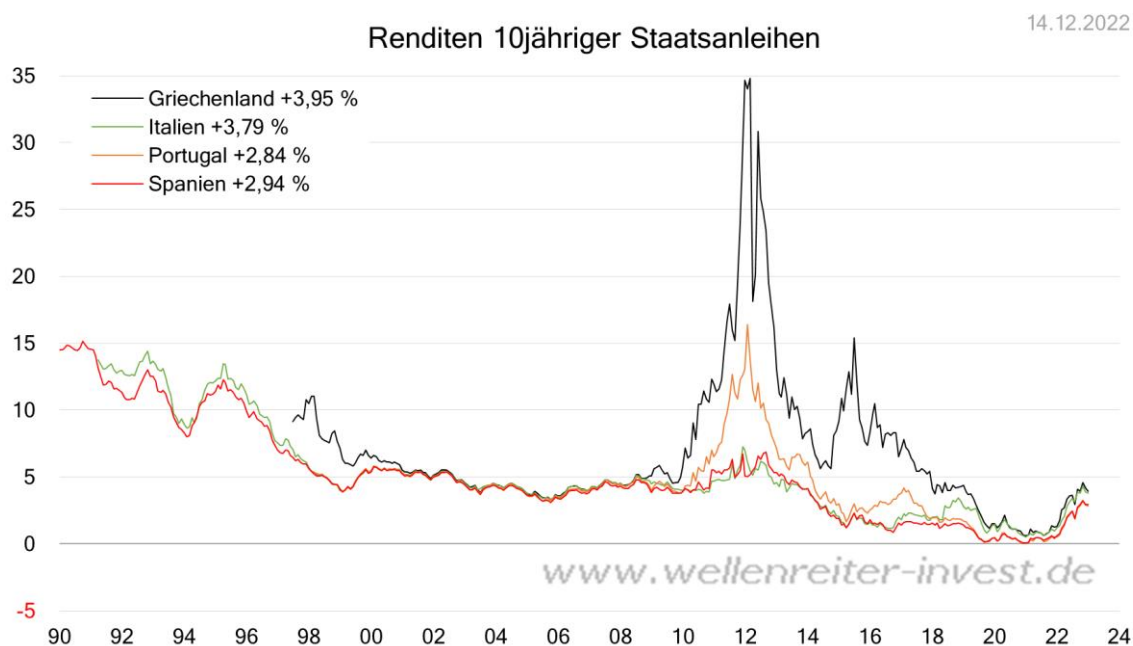


Abb. 2.15: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen Griechenland, Italien, Portugal, Spanien

Die EZB erwarb in den Jahren 2020 und 2021 100 Prozent des Nettoangebots an den Staatsanleihen der Eurozone. Dieses Bild wird sich im Jahr 2023 verändern, sollte sich die EZB für Verkäufe von Staatsanleihen entscheiden.

Die EZB wird weiterhin versuchen, als „Lender of Last Resort“ für Vertrauen bei den Investoren zu sorgen. Die Euroraum-Staatsanleihe wird immer stärker als Benchmark genutzt. „Der Dekade der Divergenz könnte die Dekade der Konvergenz folgen“, so schrieben wir in unserem Jahresausblick 2021. Diese Konvergenz dominiert weiterhin deutlich, könnte aber in einer rezessiven Phase getestet werden.

Asien/Emerging Markets

Auffällig ist das wenig volatile Verhalten der chinesischen 10jährigen Rendite im Vergleich zu den Renditen von Ländern wie der Türkei, Südafrika oder Brasilien. Die Türkei war die positive Überraschung des Jahres 2022 (fallende Renditen und ein gut performender Aktienmarkt).

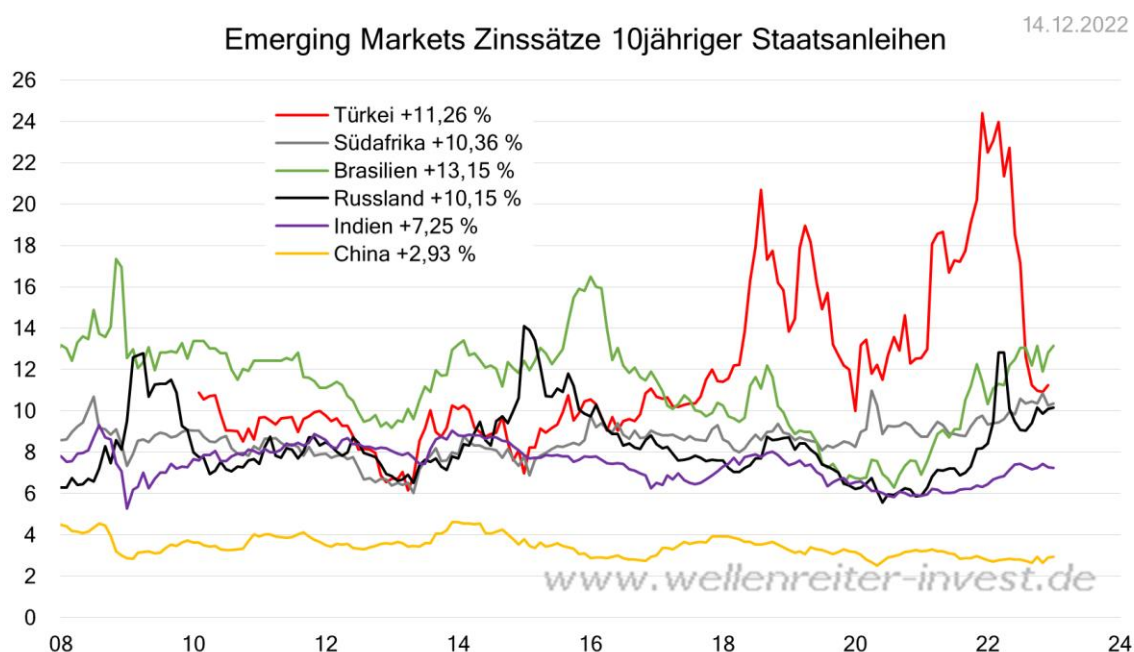


Abb. 2.16: Renditen Asien/Schwellenländer

China könnte sich erholen, nachdem das Wirtschaftswachstum im Jahr 2022 enttäuschte.

Vor 20 Jahren begann Japans weitgehend hilfloser und unfreiwilliger Weg in die Deflation. Dieser führte dazu, dass die Bank of Japan die 10jährige Rendite bei 0,10% festgezurr hat. Japanische Anleihen bewegen sich praktisch nicht mehr, sei es am kurzen oder am langen Ende.

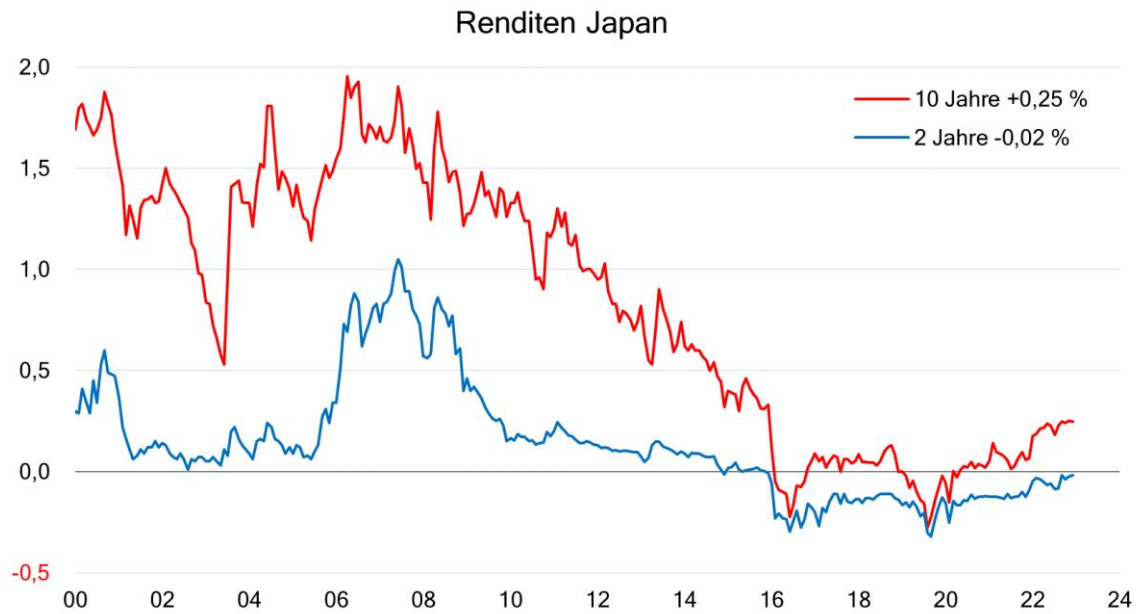


Abb. 2.17: Renditen Japan

Eine Veränderung in der Notenbankpolitik wäre eine Überraschung für die Investoren und marktbewegend. Abseits des feststehenden Wechsels an der Notenbankspitze im April 2023 lässt sich eine solche Veränderung zeitlich nicht seriös eingrenzen.

3. Der Währungsmarkt

3.1 US-Dollar-Index

Der US-Dollar-Index fungiert als sicherer Hafen, als „Backstop“ der Welt. Vor und in einer Rezession steigt er, ausgangs einer Rezession pflegt er einen Hochpunkt zu generieren. Er lässt dann expansiven Kräften – und damit anderen Währungen – den Vortritt.

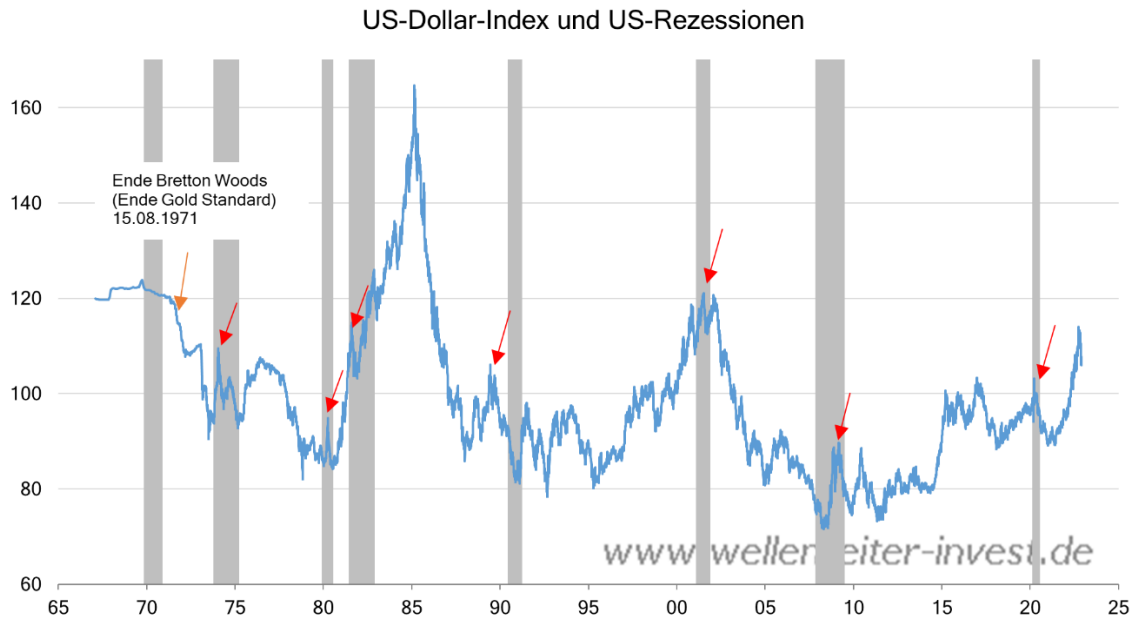


Abb. 3.1: US-Dollar-Index seit 1980

Rezessionen gehen häufig mit fallenden Inflationsraten, Nominalzinsen, fallenden Rohstoffpreisen und einem generellen Risk-off-Verhalten einher. In Phasen einer geldpolitischen Straffung verlangsamt sich das Momentum des Konjunkturzyklus. Die Wahrscheinlichkeit eines US-Dollar-Anstiegs erhöht sich. Ein steil gehender US-Dollar belastet den S&P 500. Wir haben diese Phasen grau unterlegt.

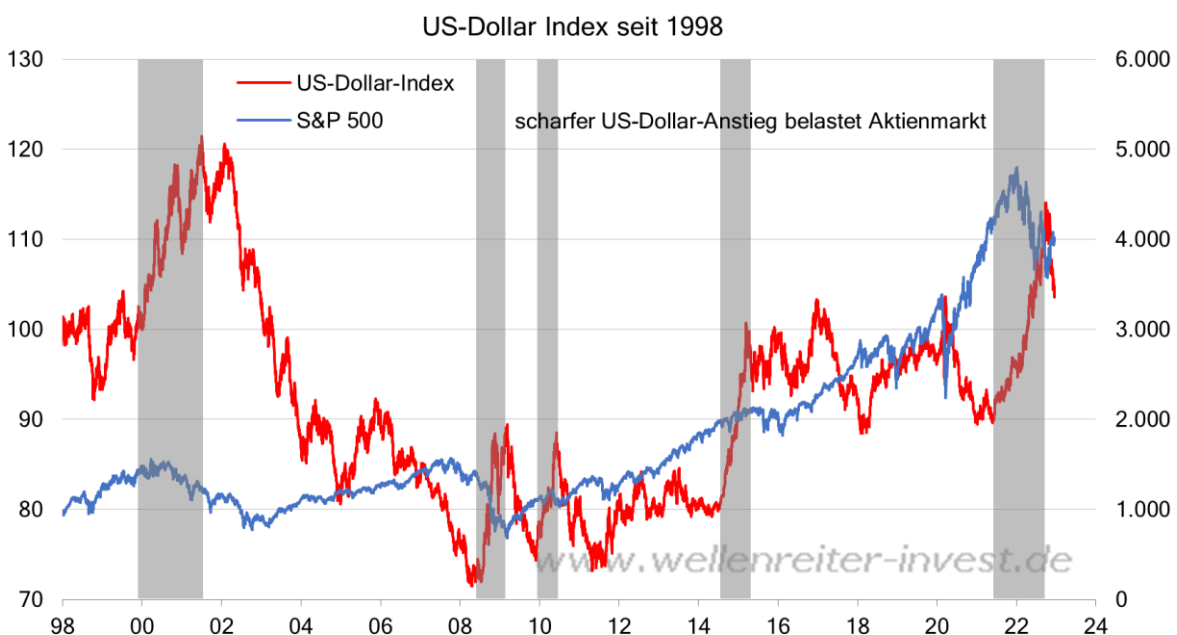


Abb. 3.2: US-Dollar-Index und S&P 500

Die Entlastung für die Aktienmärkte kommt, wenn der Dollar-Index deutlich fällt - wie ab Mitte 2002, im Jahr 2009, Mitte 2010 bis Mitte 2011 oder auch Mitte 2020 bis Ende 2021. Hält sich der Dollar-Index auf dem neuen, hohen Niveau, dann bleiben die Aktienmärkte unter Druck. Das war zuletzt in den Jahren 2015/16 der Fall. Der US-Dollar fällt, wenn sich die konjunkturellen Aussichten verbessern.

Aus Sicht der Charttechnik zeigt der US-Dollar-Index einen scharfen Anstieg im Jahr 2022, der Ende September mit einem Verlaufshoch endete.

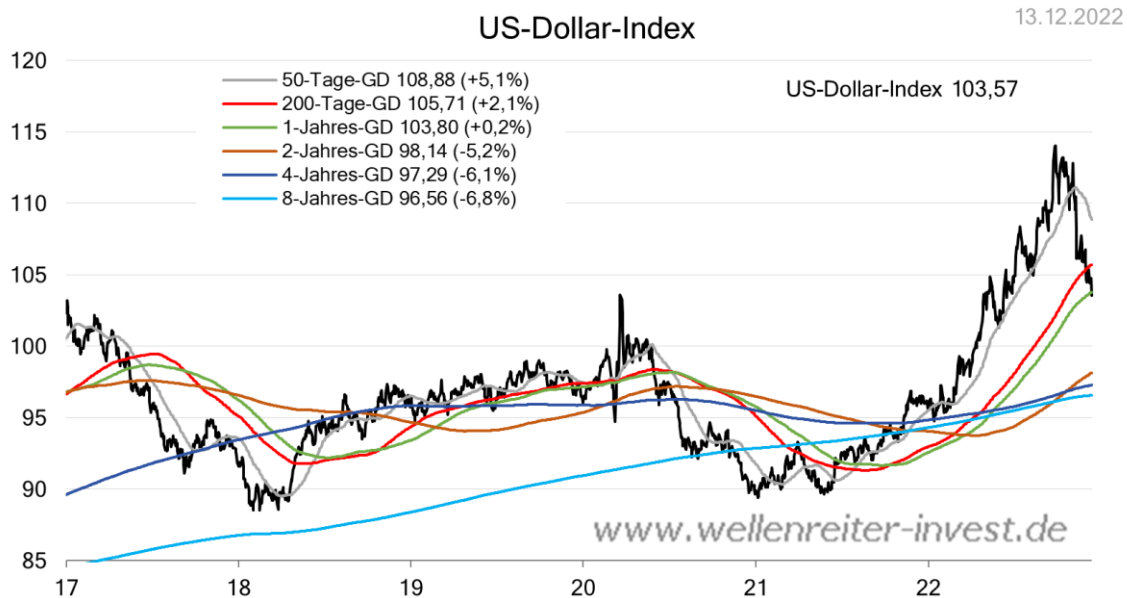


Abb. 3.3: US-Dollar-Index Chart

Die Schlussfolgerung ist, dass eine Fortsetzung eines fallenden US-Dollars die Aktienmärkte unterstützen würde, während ein Verbleib auf dem aktuellen Niveau oder gar ein weiterer Anstieg negative Konsequenzen für die Aktienmärkte nach sich ziehen würde. Der US-Dollar-Index wurde zwar noch nicht wieder als „Super-Dollar“ bezeichnet, traf aber das obere Ende einer Handelsspanne.

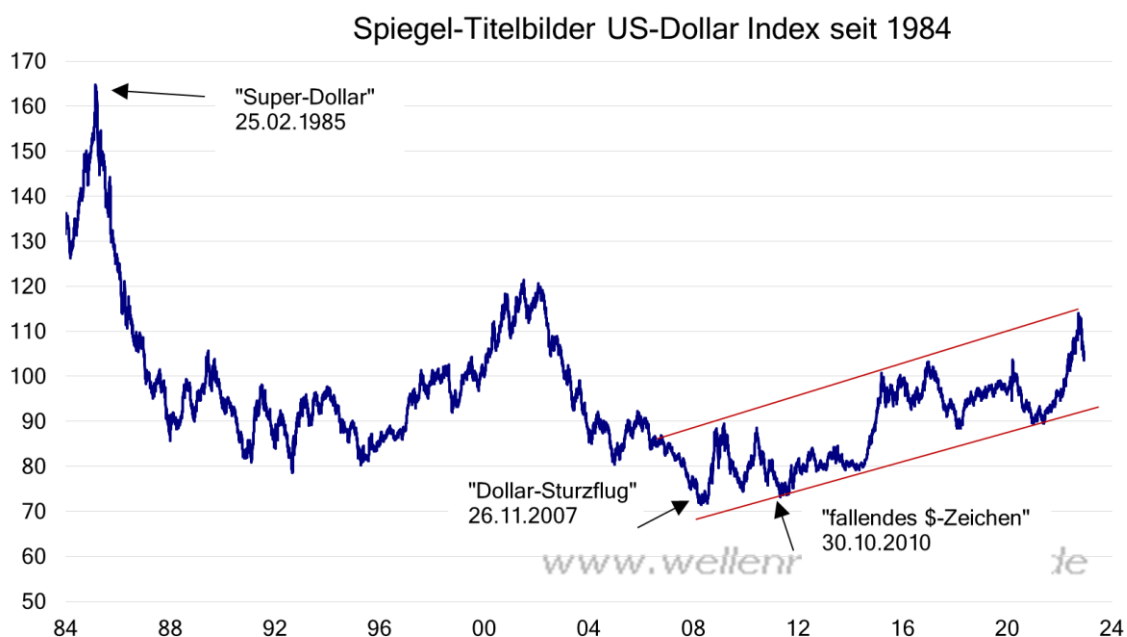


Abb. 3.4: US-Dollar-Index Spiegel Titelbilder

Am US-Terminmarkt hat die Netto-Short-Positionierung der Großspekulanten den Hochpunkt frühzeitig signalisiert. Die Großspekulanten verloren bereits im Vorfeld des finalen Hochpunktes das Interesse am US-Dollar-Index und neigten zu vorsichtigen Gewinnmitnahmen.

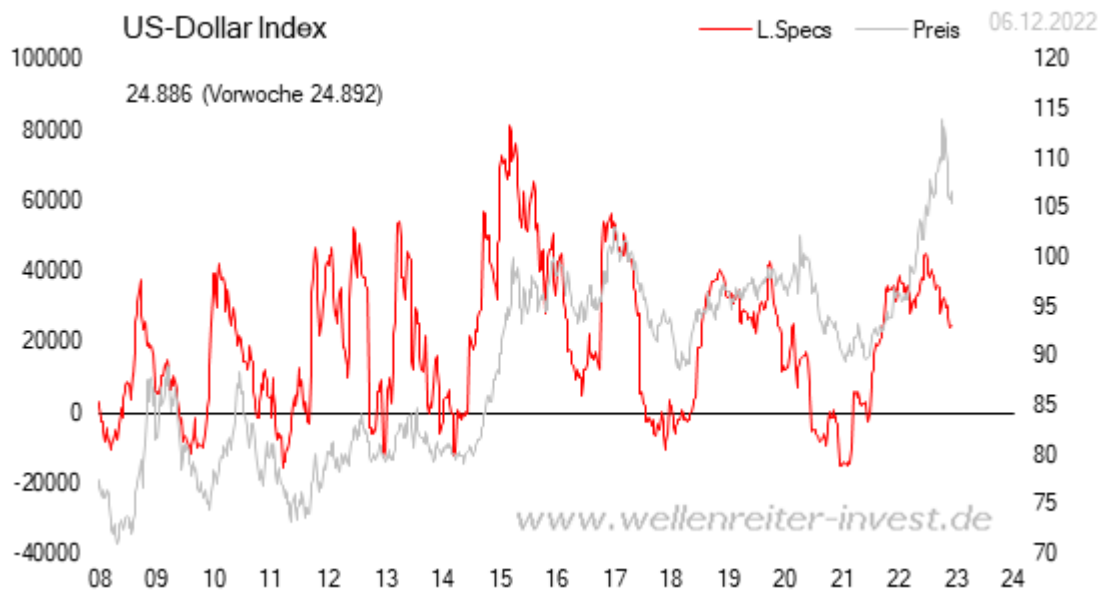


Abb. 3.5: Netto-Spekulation der Großspekulanten im US-Dollar-Index

Die Spekulation zeigte bei einer Netto-Kontraktanzahl von +40.000 bis + 60.000 in den Jahren 2008, 2010, 2013, 2015, 2017 und 2019 ein Dollar-Hoch an.

Wir gehen davon aus, dass der US-Dollar-Index Ende September 2022 ein wichtiges Hoch markiert hat. Wir nehmen allerdings an, dass er zunächst im Rahmen einer volatilen Seitwärtsphase verbleibt – ähnlich 2015/16.

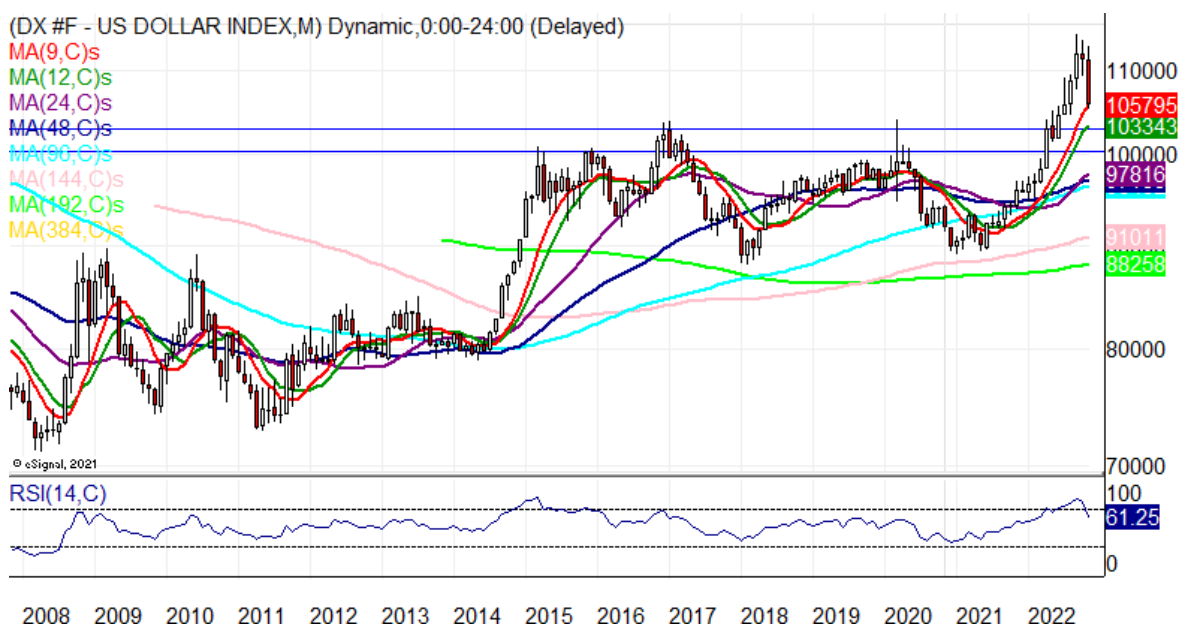


Abb. 3.6: US-Dollar-Index Chart lang

Der Bereich von 100 bis 103 Punkten bleibt eine kraftvolle Unterstützung. Die 100-Punkte-Marke könnte im Jahr 2023 die Unterseite bilden.

3.2 Europa

Euro/Dollar

Europa mit seinem vergleichsweise schwachen Tech-Sektor lässt Federn und verliert im Vergleich zu den USA relativ an Wohlstand. Gleichzeitig kann Europa mit einer Vielzahl an Substanzwerten glänzen. Ein Fall der Value/Growth-Ratio müsste demnach Euro-negativ, ein Anstieg positiv sein. Der Vergleich mit dem Euro/Dollar zeigt, dass ein solcher Gedanke durchaus plausibel erscheint.

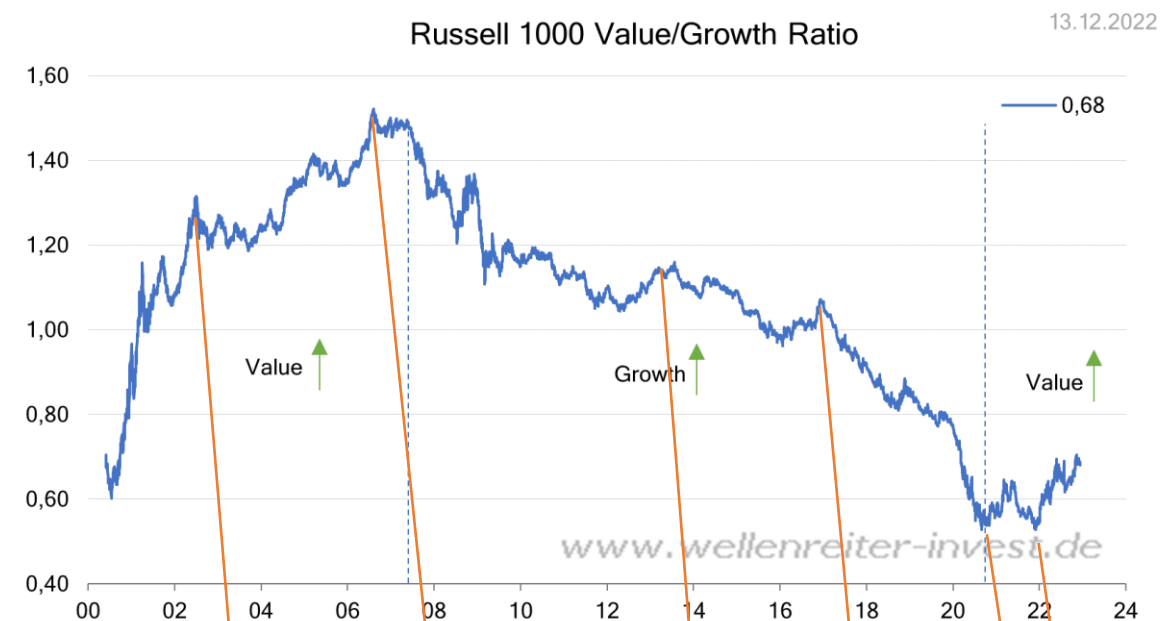


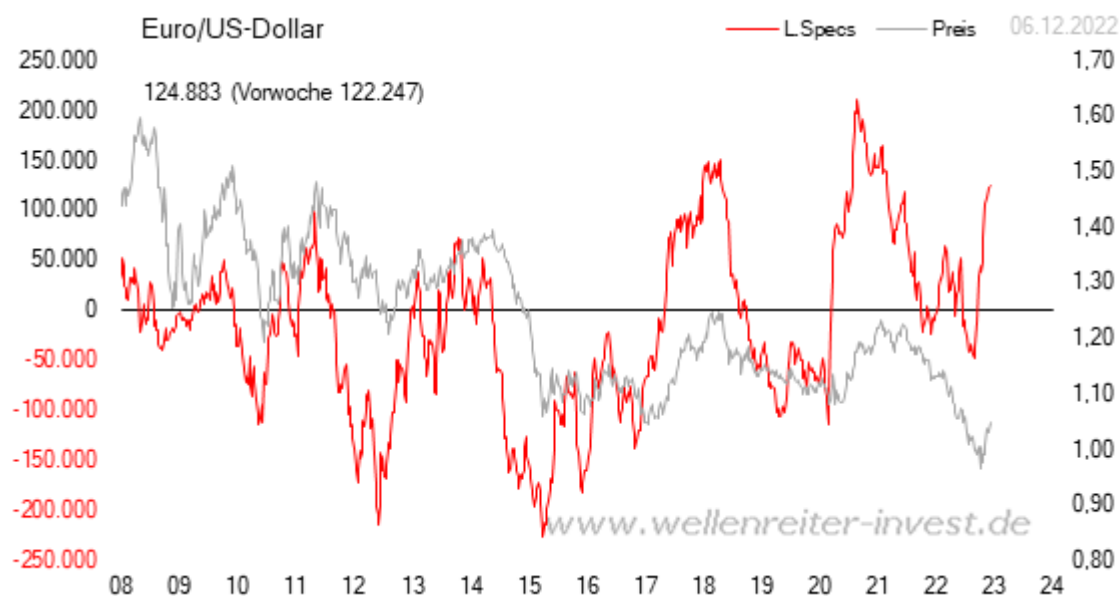
Abb. 3.7: Value/Growth Ratio



Abb. 3.8: Euro/Dollar seit 2000

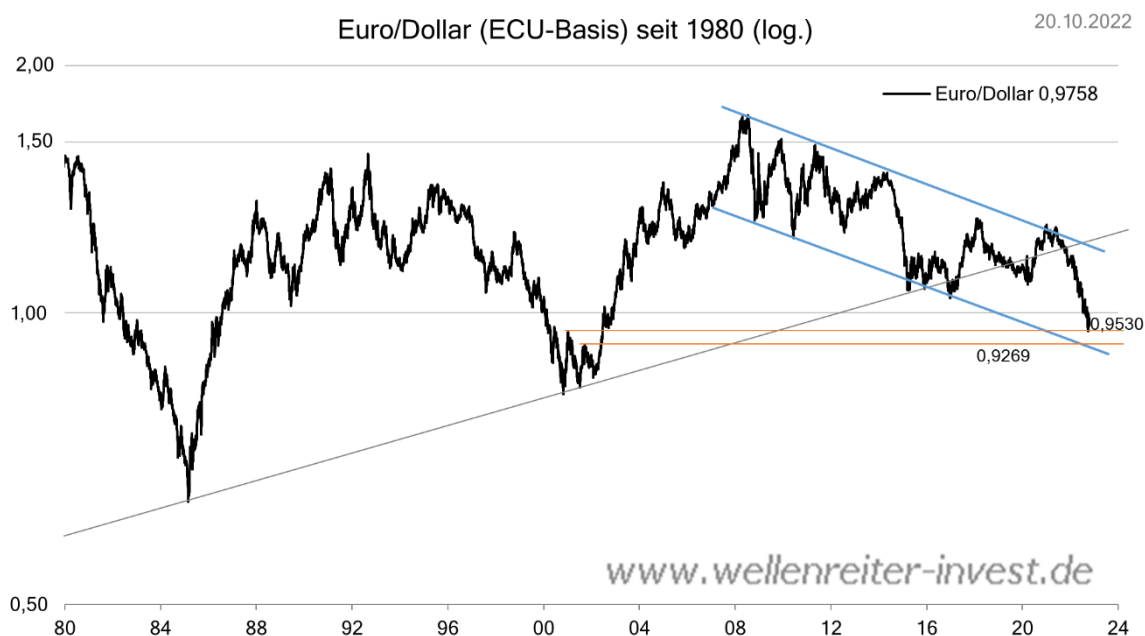
Die Value/Growth-Ratio läuft dem Euro/Dollar um 12 bis 24 Monate voraus. Sie signalisiert ein Doppeltief für den Euro mit dem zweiten Bein im Herbst oder Ende 2023. Von dort an würde es für den Euro/Dollar aufwärts gehen.

Die Spekulation im Euro/Dollar erreicht beinahe das Hoch des Jahres 2018.



Je höher die Netto-Spekulation steigt, desto größer ist die Anfälligkeit für die Wiederaufnahme der Abwärtsbewegung.

Der seit dem Jahr 2008 etablierte Abwärtstrendkanal (blau) hätte Luft bis an die Marke von 0,92 bis 0,93.



Weiter oben hatten wir die mögliche W-Formation beschrieben. Der tiefste Intraday-Wert des Jahres 2022 wurde mit 0,9535 am 28. September notiert. Dorthin, auf ein leicht höheres oder auch niedrigeres Tief im Bereich von 0,92 bis 0,93 könnte es im Verlaufe des Jahres 2023 zurückgehen, bevor eine länger anhaltende Aufwärtsbewegung beginnen würde.

Britisches Pfund

Das britische Pfund konnte das Tief des Jahres 1984 knapp oberhalb der Parität zum US-Dollar halten. Auch hier könnte sich ein Doppeltief ergeben.

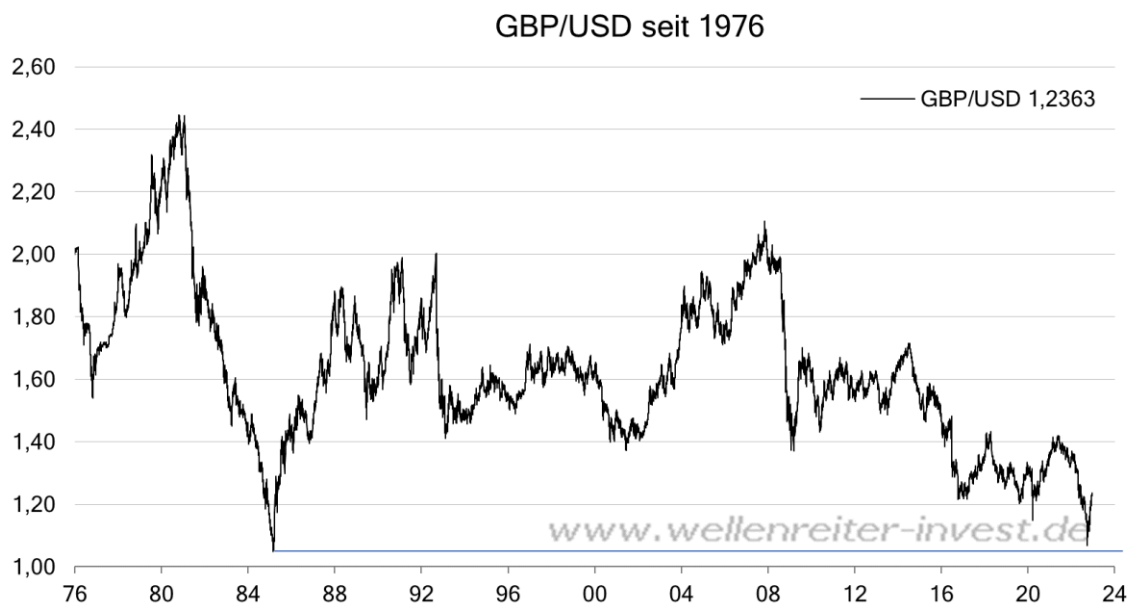


Abb. 3.11: GBP/USD seit 1976

Schweizer Franken

Der Franken ist als sicherer Hafen gefragt. Wir zeigen den Euro/Franken, der Unterhalb der Parität notiert.

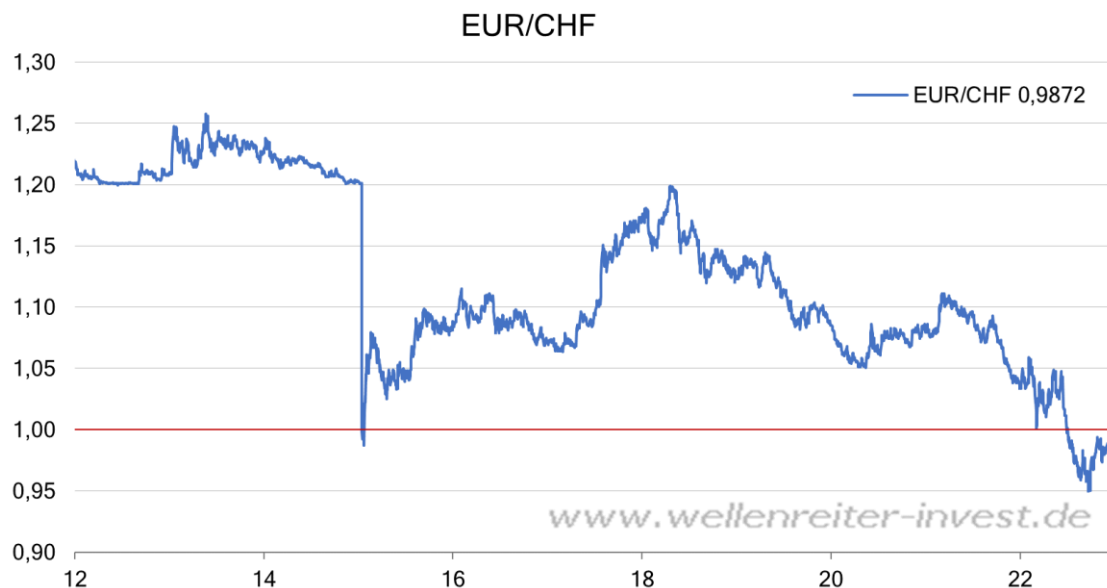


Abb. 3.12: EUR/CHF

Erst dann, wenn der Euro/Franken über die Parität steigt, besteht auch für den Euro/Dollar eine Chance auf einen Anstieg.

3.3 Asien

Dollar/Yen

Der Dollar/Yen ist ähnlich wie der US-Dollar-Index ein Konjunkturzyklus-Indikator mit dem zusätzlichen Wert, Krisen in Asien gut anzuzeigen. Die blauen Pfeile verweisen auf die Asien-Krisen 1997/98 und 2015. Das Ablaufmuster ist stets ähnlich. Der Dollar/Yen steigt im Vorfeld einer Rezession. Auch der jüngste Anstieg gestaltet sich so, als ob er eine Rezession ankündigen würde.

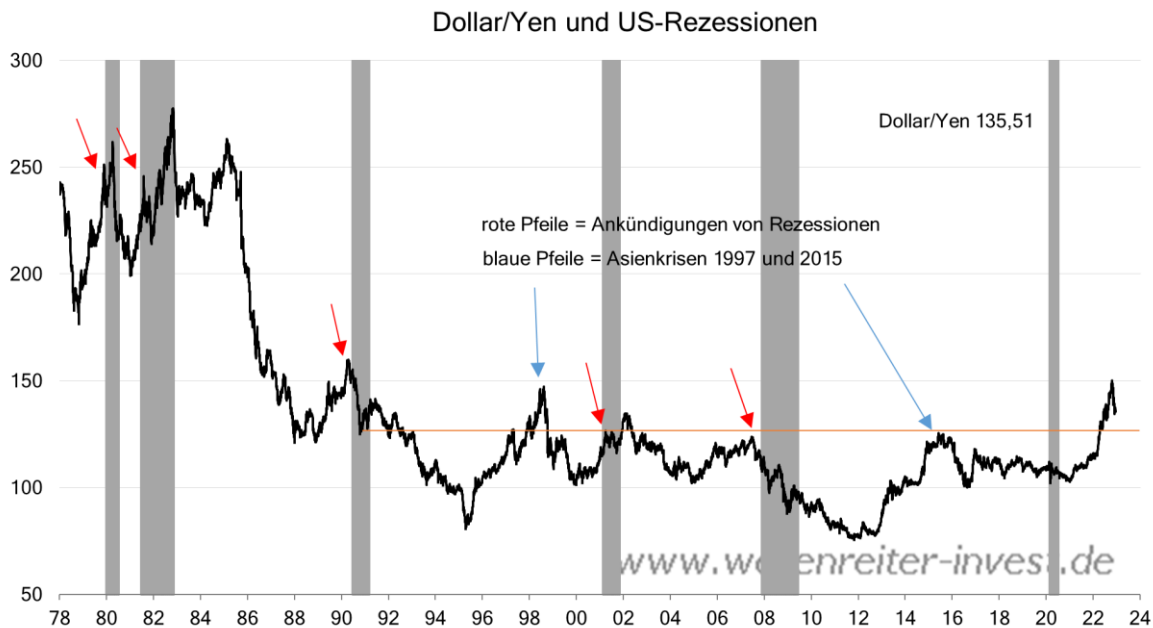


Abb. 3.13: Dollar/Yen und US-Rezessionen

Ein Yen-Carry-Trade wird aufgebaut, indem sich preiswert im Yen verschuldet wird und damit Dollar-Assets gekauft werden. Die Zinsdifferenz entspricht dem Gewinn. Das funktioniert, solange der Dollar/Yen steigt oder stabil bleibt. Beginnen die US-Renditen zu fallen, bekommt der Yen-Carry-Trade Schlagseite.

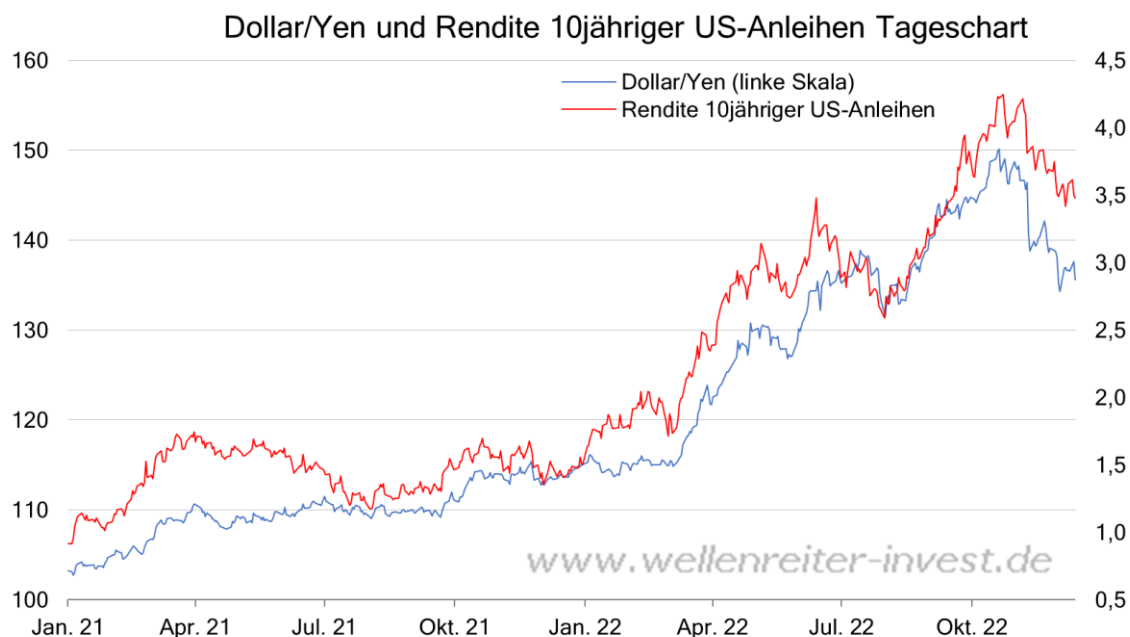


Abb. 3.14: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Der Trade verliert gehebelt, weil einerseits Währungsverluste auftreten (Dollar/Yen wird schwächer) und die Zinsdifferenz abnimmt. Dies geschieht seit Anfang Oktober.

Die Spekulation am Terminmarkt hatte das obere Ende der Spanne erreicht. Wir stellen den Yen/Dollar invers dar. So lässt sich die Spekulation im Dollar/Yen betrachten. Die Netto-Positionierung der Großspekulanten lässt in 2023 einen fallenden Dollar/Yen erwarten.

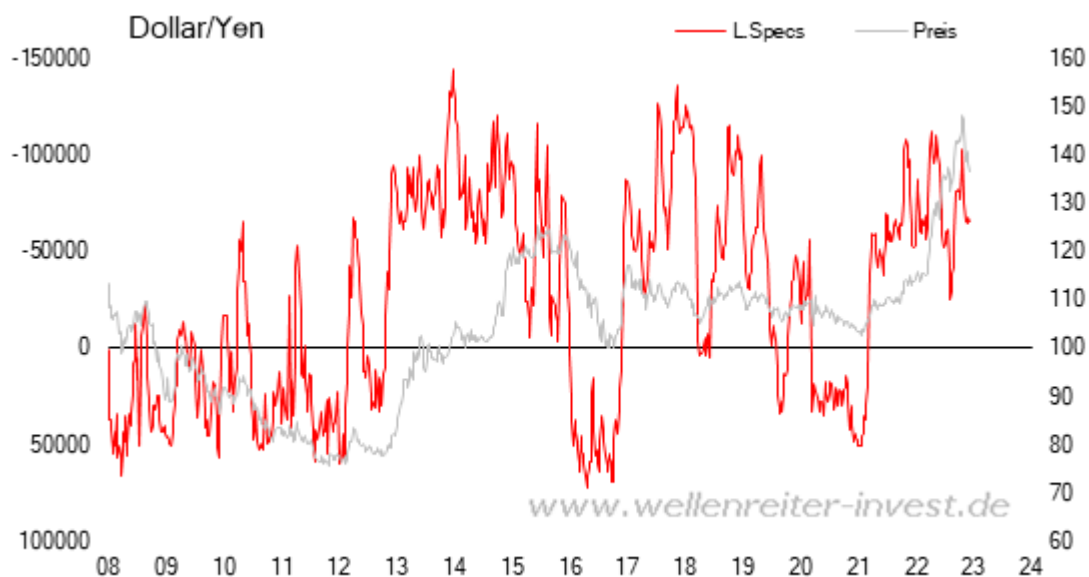


Abb. 3.15: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Dollar/Yen

Der Dollar/Yen verfügt im Bereich von 125 über eine wichtige Unterstützung. Wir haben sie auf dem Chart Dollar/Yen und US-Rezessionen mit einer orangefarbenen Linie eingezeichnet. Gleichzeitig erscheint vorstellbar, dass die Marke von 150 im Herbst 2023 nochmals angelaufen wird, um dort ein Doppelhoch entstehen zu lassen.

In den kommenden Monaten werden quantitative Maßnahmen zurückgefahren werden. Damit erhöht sich die Wahrscheinlichkeit des Auftretens konjunkturell problematischer Zeiträume. Der US-Dollar gilt als sicherer Hafen – gemeinsam mit dem Schweizer Franken. Der US-Dollar-Index dürfte sich auf dem Weg zur 100-Punkte-Marke befinden. Der Euro könnte gegenüber dem Franken die Parität unterschreiten. Die SNB dürfte versuchen, die Parität Euro/Franken zu verteidigen. Der Euro/Dollar könnte zunächst bis auf 1,07 steigen, bevor er den Abwärtstrend erneut aufnimmt. Im Herbst 2023 könnte er im Bereich von 0,92 bis 0,95 ein Doppeltief vollenden. Eine Erholung des Euro würde durch eine Umkehr der Value/Growth-Ratio erleichtert werden. Sollten die Tech-Werte schwächeln, könnte eine Erholungsphase des Euro/Dollar beginnen.

Der Yen-Carry-Trade sollte sich aufgrund der in den USA fallenden 10- und 30jährigen Renditen abbauen, der Dollar/Yen sollte fallen. Die Marke von 120 sollte halten. Die 150er-Marke könnte später im Jahr 2023 nochmals getestet werden.

3.4 Kryptowährungen/Bitcoin

Die Marktkapitalisierung sämtlicher Krypto-Währungen beträgt etwa 800 Mrd. Dollar. Im November 2021 wurde das Maximum bei 2,8 Bio. erreicht. Zum Vergleich: Die Größenordnung des US-Anleihenmarktes beträgt etwa 55 Bio., diejenige des US-Aktienmarktes etwa 47 Bio. Dollar. Die Zentralbanken sehen kein systemisches Bedrohungspotential. Wir stimmen zu. Wer dem Finanzmarkt Liquidität von 95 Mrd. US-Dollar pro Monat durch den Verkauf von Staatsanleihen entzieht (umgerechnet 12% der Krypto-Kapitalisierung), für den ist der Kryptomarkt systemisch nicht relevant.

Auffällig ist, dass die an den US-Dollar gebundenen Stablecoins Tether, USD Coin und Binance USD mit insgesamt 130 Mrd. Dollar etwa 16% der Krypto-Kapitalisierung ausmachen. Dieser Anteil steigt von Jahr zu Jahr. Bitcoin liegt bei 320 Mrd., Ethereum bei 150 Mrd. Dollar. Es ist an den entsprechenden Börsen Bitfinex (Thether), USD Coin (Coinbase) und Binance (Binance USD), die entsprechende US-Dollar-Deckung aufrecht zu erhalten. Diese Stablecoins wurden erfunden, um Transaktionen vollständig im Krypto-System abwickeln zu können. In der Krypto-Börse stellen dort ausgewiesene Dollar-Beträge solange virtuelle Dollarbeträge in Stablecoins dar, bis sie von der Krypto-Börse abgezogen und auf ein Bankkonto eingebucht werden. Würde beispielsweise eine Börse wie Binance unter Druck geraten, wäre auch der Binance USD-Stablecoin gefährdet.

Es erscheint fraglich, ob die Entwicklung zentraler Elemente inklusive der Stablecoin-Entwicklung von Bitcoin-Erfinder Satoshi so gewollt war. Bitcoin war von Beginn an dezentral angelegt. Die Schwachstelle waren stets die zentralen Punkte des Systems – eben die Bitcoin-Börsen –, angefangen mit Mt. Gox im Jahr 2014 und wahrscheinlich nicht endend bei FTX heute. Ein letzter Kreditgeber existiert nicht, ob das Kryptosystem nun zentral oder dezentral organisiert ist. Die Gefahr von Totalverlusten war und ist stets gegeben.

Würden die Kryptokunden ihre Anlagen in eigenen Wallets verwalten und nicht an den Börsen, könnte zumindest der Effekt der Zentralität ausgeschaltet werden. Allerdings ist auch ein dezentrales Krypto-System anfällig: Es gibt keinen Regressanspruch bei missglückten Transaktionen, keine Einlagensicherung von 100.000 Euro, kein Schutz beim Verlust des privaten Schlüssels. Es sind überwiegend die Nerds, die sich mit eigenen Wallets beschäftigen oder NFTs schick finden. Die breite Masse hat den Kryptomarkt bisher nicht entdeckt und wird dies auch in nächster Zeit nicht tun, da die Sicherheit der Einlage nicht gewährleistet ist.

Kryptowährungen sind mehr als 10 Jahre nach ihrer Erfindung immer noch nicht über ihren Status als spekulative Wertanlage hinausgekommen. Es fehlen konkrete Anwendungsfälle. Krypto-Bezahlsysteme haben sich im täglichen Leben nicht durchgesetzt.

Die Killer-App, die zwingend eine Anwendung nahelegt, gibt es bisher nicht. Hingegen funktionieren herkömmliche Überweisungen meist schneller als vor einigen Jahren. Und mit Apple Pay und Google Pay haben sich einfache Bezahlmöglichkeiten entwickelt.

Hoffnung für die Kryptos macht, dass sie sich nach Rückschlägen bisher jedes Mal erholt und teilweise neu erfunden haben. Auch hat der Mensch schon immer Dingen oder Menschen einen Wert zugewiesen, der deutlich über den Herstellkosten liegt oder über dem, was sie nüchtern betrachtet leisten können (Diamanten, Gold, Luxussegment Uhren, spezielle Weine, Oldtimer, Kunstwerke, Messi, Mbappé). Andere Krypto-Währungen haben stärker gelitten als die Nr. 1 und Nr. 2, Bitcoin und Ethereum. Solana wurde in den FTX-Strudel gezogen. In spekulativen Phasen dürften andere Krypto-Währungen erneut performen, aber die Unsicherheit und Volatilität ist dort höher.

Ist ein Markt erst einmal da, verschwindet er nicht so leicht. Wie sollte ein weltweites Verbot durchgesetzt werden? Bitcoin wird weiter existieren, solange dafür Angebot und Nachfrage existieren inklusive der Möglichkeit, Handel zu betreiben. Damit wird der Wert von Bitcoin stets höher als null sein. Und immer wieder werden auch Phasen existieren, in denen Übertreibungen stattfinden. Aber was sind Übertreibungen? 2014 war ein Wert von 1.000 Dollar eine Übertreibung. Übertreibung ist ein relativer Begriff.

Bitcoin verfügt über eine positive Korrelation zum Euro/Dollar und damit über eine negative Korrelation zum US-Dollar.

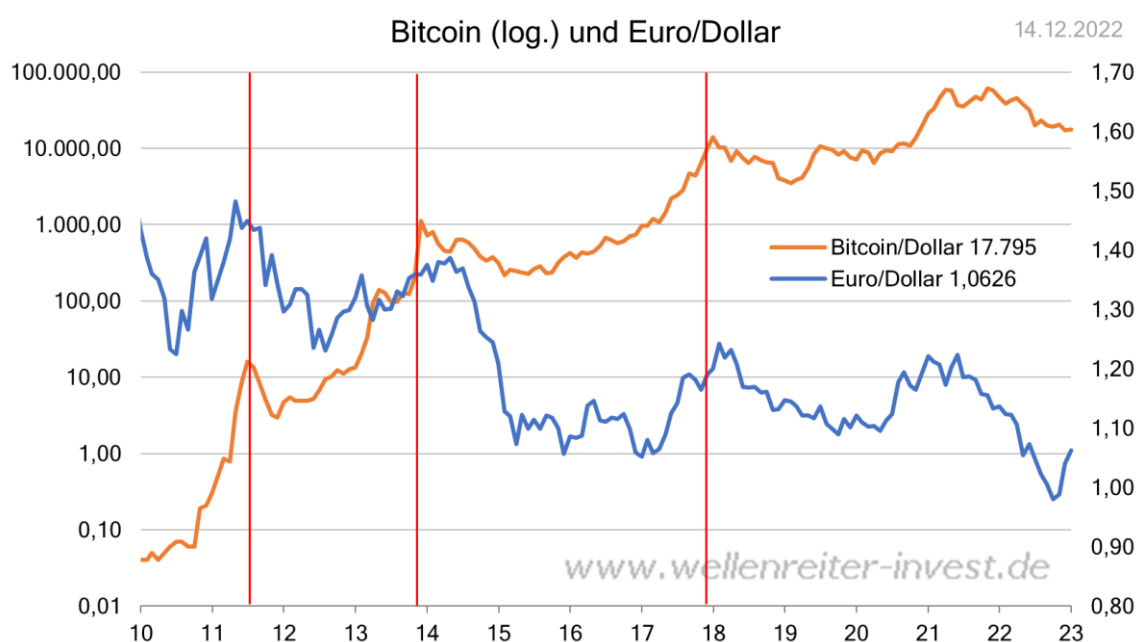


Abb. 3.16: Bitcoin und Euro/Dollar

Als Faustregel kann gelten: Je stärker der US-Dollar notiert, desto schwächer wird Bitcoin. Ein Dollar-Anstieg würde Bitcoin schaden, ein Euro-Anstieg helfen.

Das Bitcoin-Open Interest (Anzahl der offenen Kontrakte) stieg zuletzt auf 16.690 an. Dies entspricht einer Vervierfachung des Interesses gegenüber dem März. Dennoch erscheint Vorsicht geboten, denn Hochpunkte im Open Interest gingen in der Vergangenheit mit Preishochs einher.

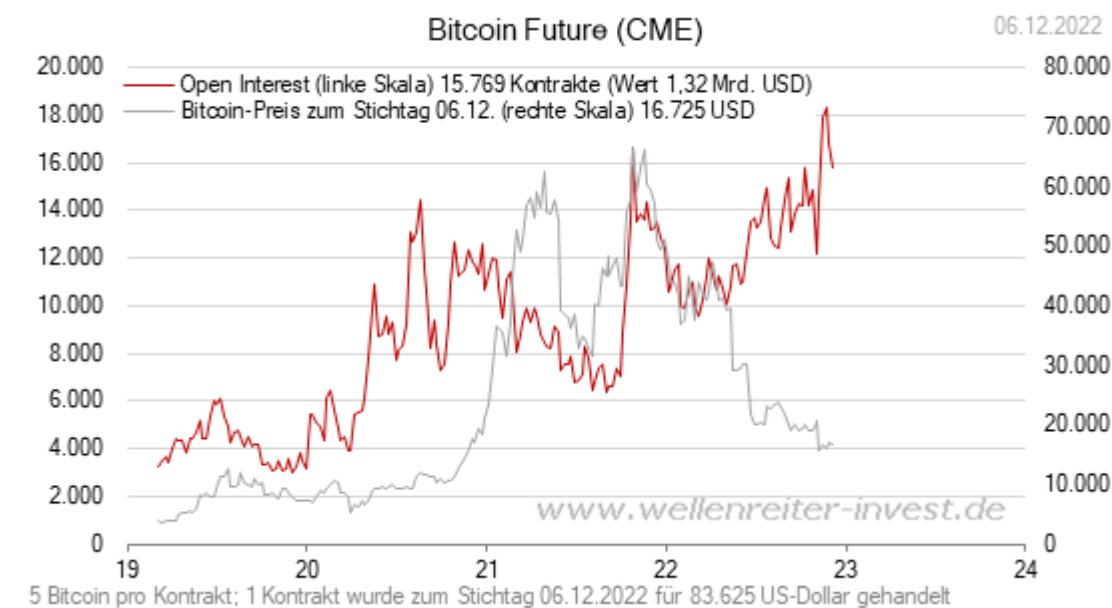


Abb. 3.17: Bitcoin Open Interest

Bitcoin hat in der Vergangenheit die Wegstrecken zwischen zwei 10er-Potenzen jeweils innerhalb von Monaten zurückgelegt. Der Weg von der 10.000 zur 100.000-Dollar-Marke gelang hingegen nicht. Bereits an der Marke von 60.000 Dollar war der Widerstand massiv.

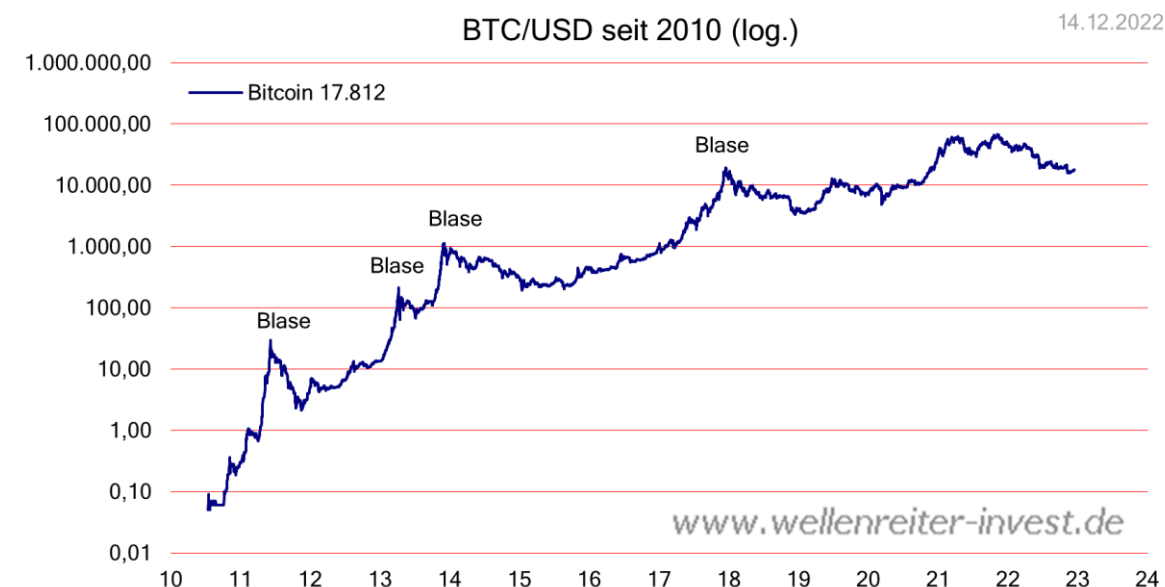


Abb. 3.18: Bitcoin seit 2010

Die nächste Bitcoin-Halbierung findet am 31. März 2024 statt. An jenem Datum wird die Belohnung für die Bitcoin-Miner halbiert. Durchschnittlich anderthalb Jahre vorher markierte Bitcoin jeweils ein wichtiges Tief. Als Zeitpunkt hatten wir im Vorfeld den 19. November 2022 erreicht und bezeichnet.

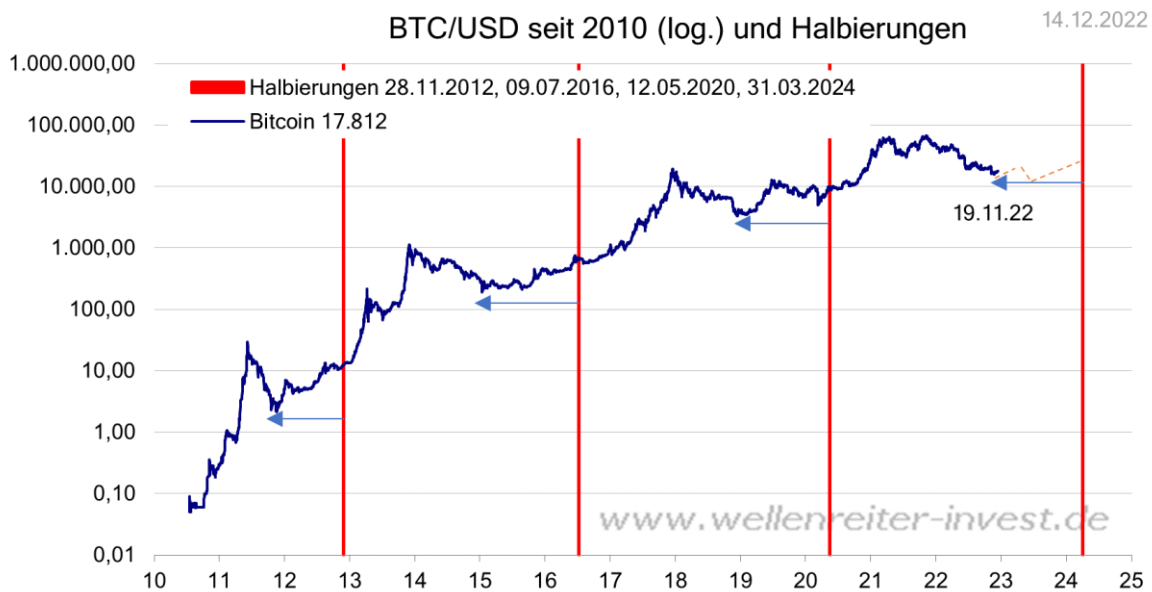


Abb. 3.19: Bitcoin-Halbierungen

Tatsächlich stammt das aktuelle Verlaufstief vom 9. November 2022. Die Abweichung würde lediglich 10 Tage betragen.

Bitcoin hat in den vergangenen Jahren seine Funktion als Vorwarnpunkt für den S&P 500 immer wieder eindrucksvoll bewiesen, ob Ende 2017, im Februar 2020 oder auch Mitte August 2020 mit der Ankündigung des S&P 500-Verlaufshochs vom 2.9.2020.

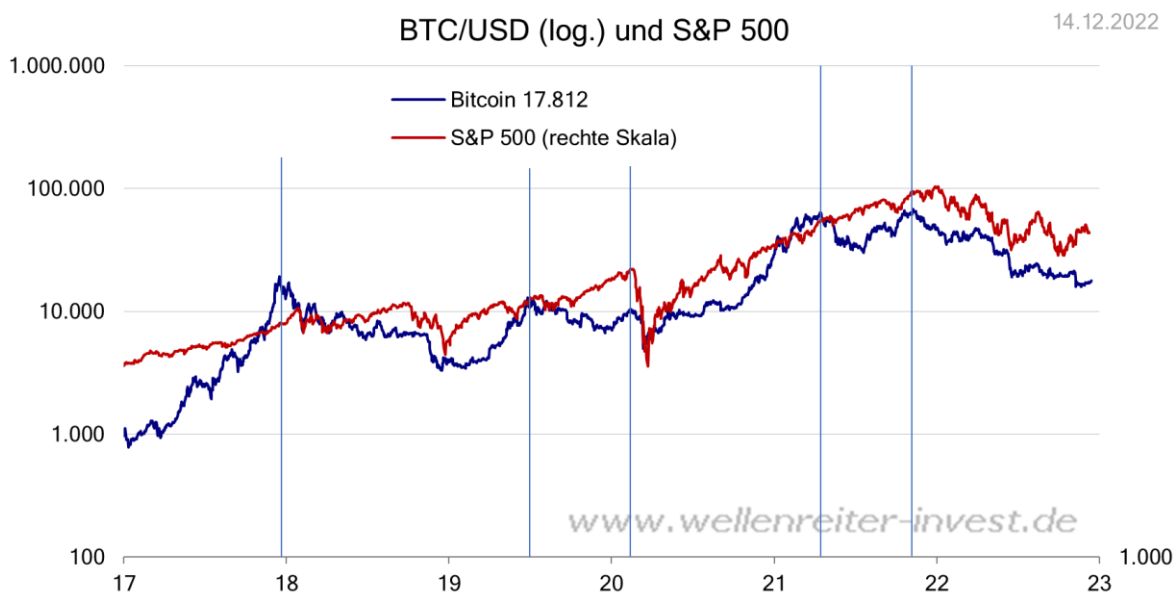


Abb. 3.20: Bitcoin und S&P 500

Als der Goldpreis durch die Aufhebung des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1971 von der Kette gelassen wurde, stieg er in den 1970er Jahren deutlich. Als Satoshi Nakamoto im Jahr 2009 den Bitcoin startete, ging die Kryptowährung in den 2010er Jahren steil. Bitcoin stieg deutlich stärker als Gold in den 1970er Jahren. Wir haben beide Verläufe übereinandergelegt, weil sie zeitliche Verlaufsähnlichkeiten aufweisen.

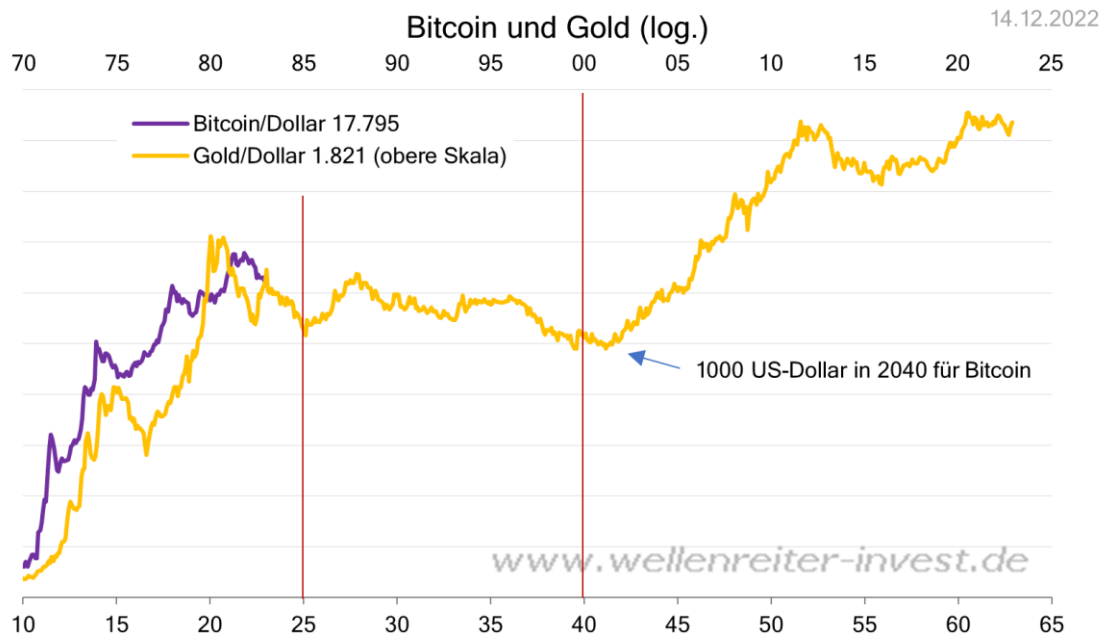


Abb. 3.21: Bitcoin und Gold

Danach würde Bitcoin weiter fallen und im Jahr 2025 ein erstes Tief knapp oberhalb von 1.000-Dollar markieren, nur um bis zum Jahr 2028 erneut zu steigen. Um das Jahr 2040 würde sich erneut ein Tief ausbilden, dieses Mal knapp unterhalb der 1.000-Dollar-Marke. In den 2040er Jahren würde Bitcoin wie in den 2010er Jahren steil gehen. Um das Jahr 2052 würden die dann existierenden Bitcoin-Investoren Kasse machen. Einige werden sich dann an die Geschehnisse vor 30 Jahren erinnern.

Auch im Blasenverlaufsmuster würde Bitcoin bis zum Jahr 2024 benötigen, um ein Tief auszubilden.

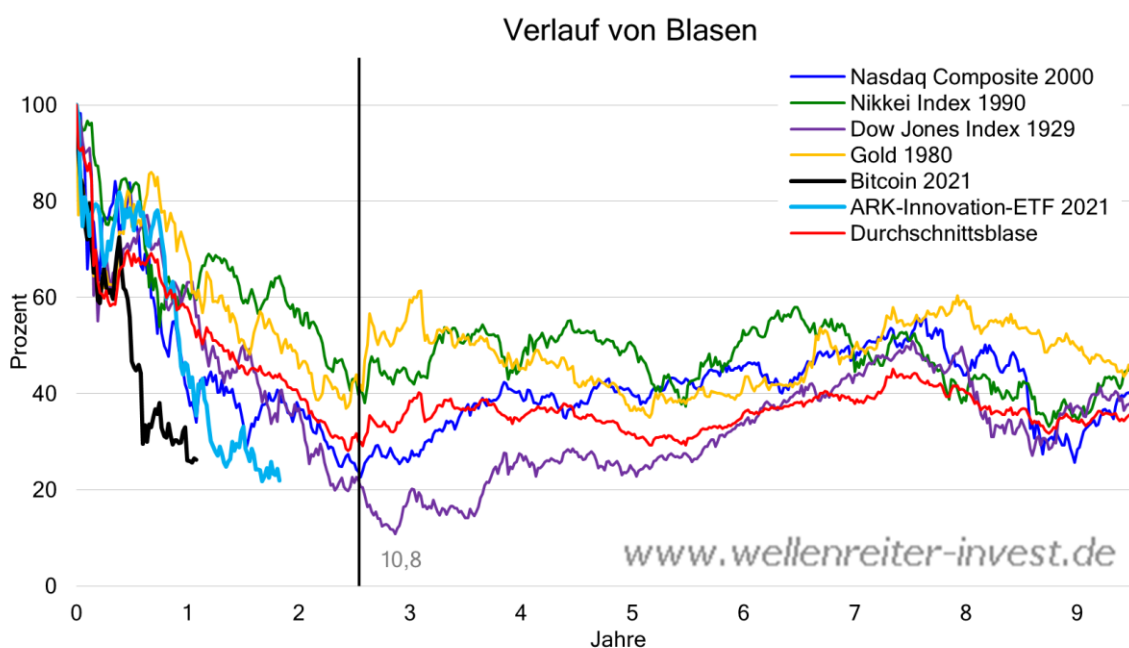


Abb. 3.22: Bitcoin und Verlauf von Blasen

Der Bitcoin hat in der Kürze der Zeit größere Verluste als vorherige Blasen erlitten. Ob Bitcoin den üblichen Halbierungs-Weg geht, was steigende Preise zur Folge hätte, oder dem Weg von Gold und dem Blasenmuster folgt: Wir gehen davon aus, dass die 60.000-Dollar-Marke in den kommenden Jahren außer Reichweite bleibt. Bitcoin ist noch zu stark in den Medien. Das Interesse sollte weiter zurückgehen und der Preis sollte weiter fallen, damit Bitcoin sich von einem niedrigeren Niveau aus erholen kann. Es sollte also eher weiter nach unten gehen, was bedeuten würde, dass das Halbierungsmuster im Jahr 2023 erstmals nicht greifen würde.

Anleger, die das Risiko einer Spekulation in einer Kryptowährung scheuen, sollten die an der Nasdaq börsennotierte Plattform Coinbase Global verfolgen.

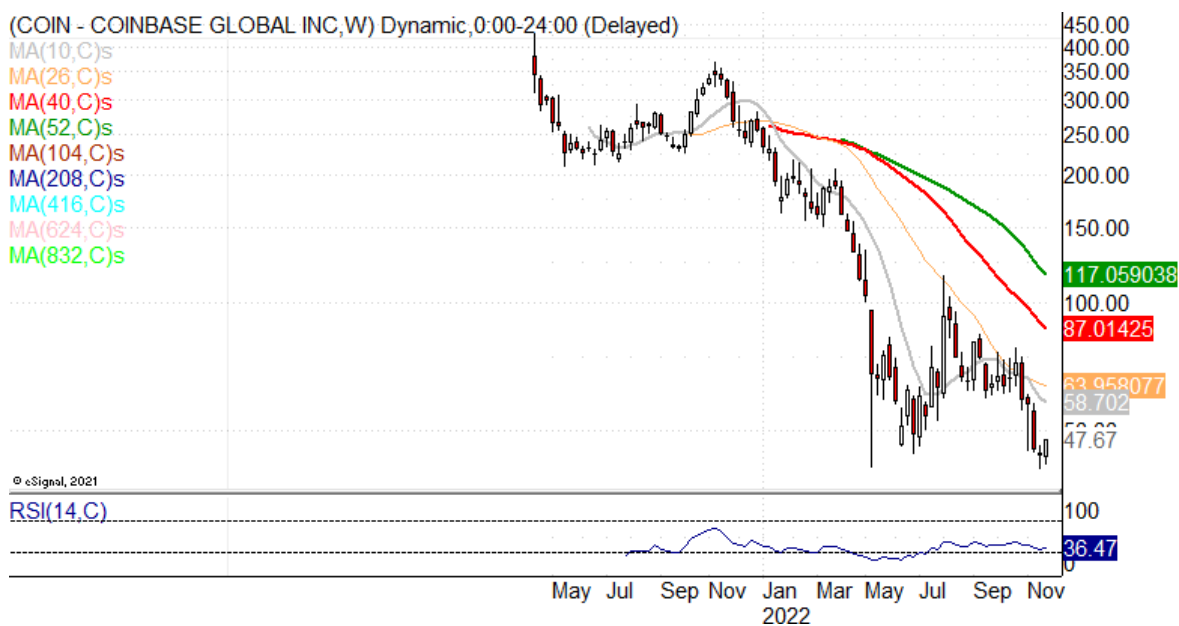


Abb. 3.23: Coinbase Global

Die größte Börse unterliegt strengen und transparenten Regeln und partizipiert von der Risikofreudigkeit der Spekulanten. Die Pleiten von anderen Börsen in der Branche in 2022 stärken den Marktführer. Als Börsenbetreiber ist die Entwicklung der Kundenzahlen und der Transaktionszahlen entscheidend für den geschäftlichen Erfolg. Der Aktienkurs bewegt sich seit Juni seitwärts und zeigt damit leichte relative Stärke gegenüber der Entwicklung des Bitcoins.

4. Der Rohstoffmarkt

4.1 Rohstoffmarkt langfristig

Das Wachstum Erneuerbarer Energien hat drei Gründe: CO₂-Reduktion, Kosten und Sicherheit. Zwei davon sind mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine relevant geworden. Kosten: Hohe Strom- und Gaspreise sorgen dafür, dass sich der Bau einer Megawatt-Solar-Freiflächenanlage in Deutschland teilweise innerhalb weniger Jahre amortisiert. Sicherheit: Eine dezentrale Energieversorgung mit einer kleinteiligen Produktion im eigenen Land gewährleistet eine höhere Sicherheit als wenige große Kraftwerke.

Die internationale Energieagentur (IEA) geht in ihrem Welt-Energie-Ausblick 2022 davon aus, dass die Nutzung fossiler Energien kurz vor ihrem Peak steht. Die Nachfrage nach Kohle wird als rückläufig beschrieben. Der Verbrauch von Erdöl und Erdgas verbleibt in etwa auf dem aktuellen Niveau, wobei ab dem Jahr 2030 Erdgas bei etwa 160 Exajoule stagnieren sollte.

Verbrauch Fossiler Energien bis 2050 in Exajoule

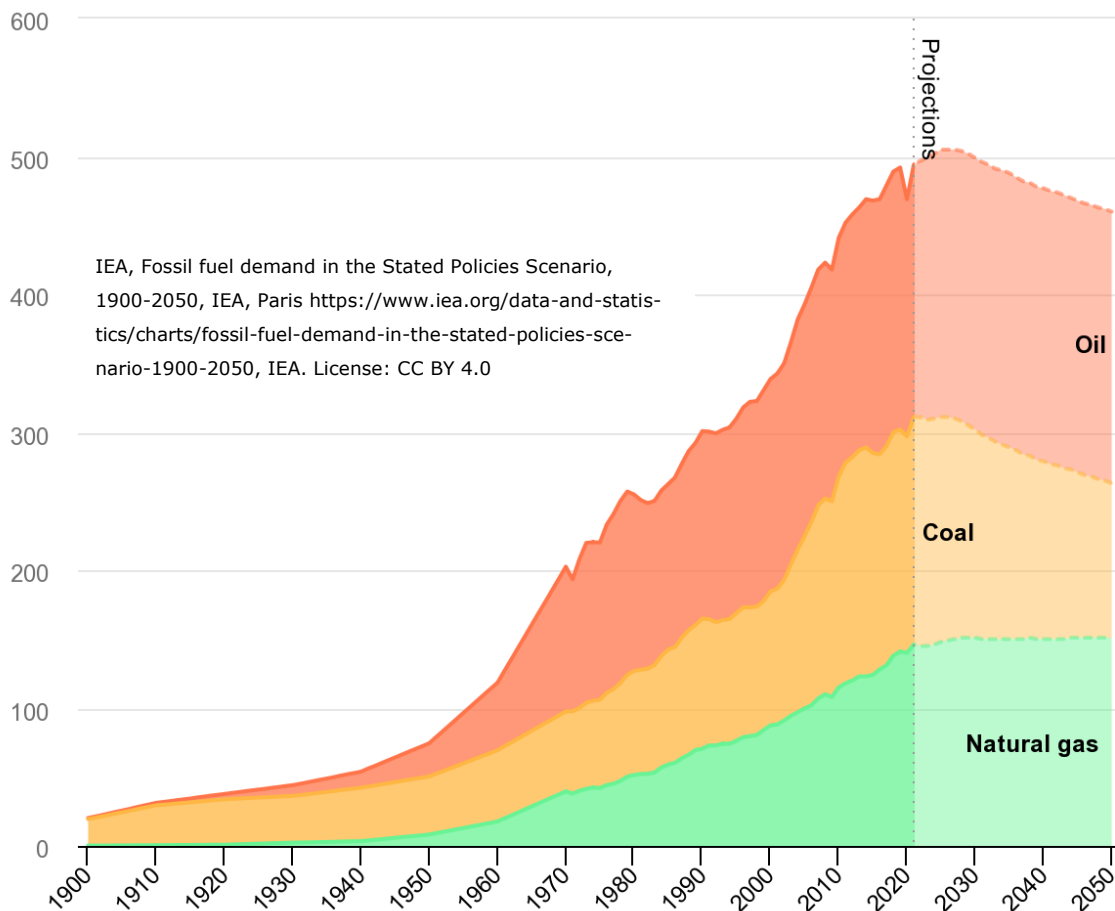


Abb. 4.1: Verbrauch fossiler Energien

Die aktuelle Renaissance der fossilen Brennstoffe scheint wie ein letztes Aufbäumen. Gleichzeitig waren hohe Preise stets ein Antrieb für beschleunigte Veränderungen. Die Investitionen in Erneuerbare Energien werden zunehmen. Während die Preise für Solar- und Windkraft sowie für die Stromspeicherung in Batterien weiter fallen, verteuert sich der Bau von Atomkraftwerken. Die IEA geht davon aus, dass Solar PV- und Wind-Erzeugungsanlagen bis 2030 weltweit deutlich ausgebaut werden. Die nukleare Kapazität wächst etwas, während der Bau von Gaskraftwerken nahezu stagniert. Kohlekraftwerke werden weniger ausgelastet, sodass netto trotz eines Zubaus in China weniger Strom durch Kohlekraftwerke erzeugt wird.

Veränderung in der Stromerzeugung zwischen 2021 und 2030 in TWh

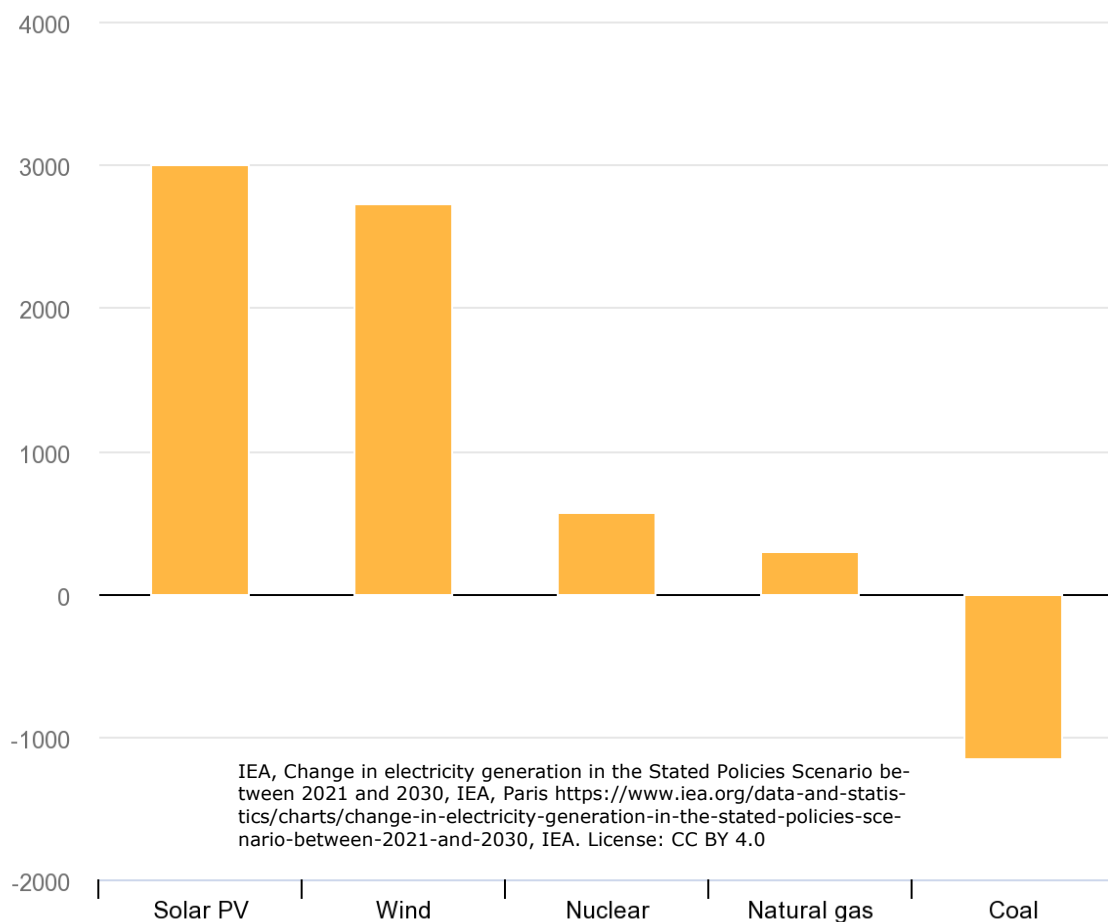


Abb. 4.2: Veränderung in der Stromerzeugung bis 2030

Der CRB-Index ist der älteste Rohstoffindex, auf den Finanzprodukte emittiert werden (seit 1957). Er berücksichtigt 17 Rohstoffe. Von März 2020 bis März 2022 stieg der Index, seitdem ist er leicht rückläufig. Der Energiesektor ist der Haupttreiber.

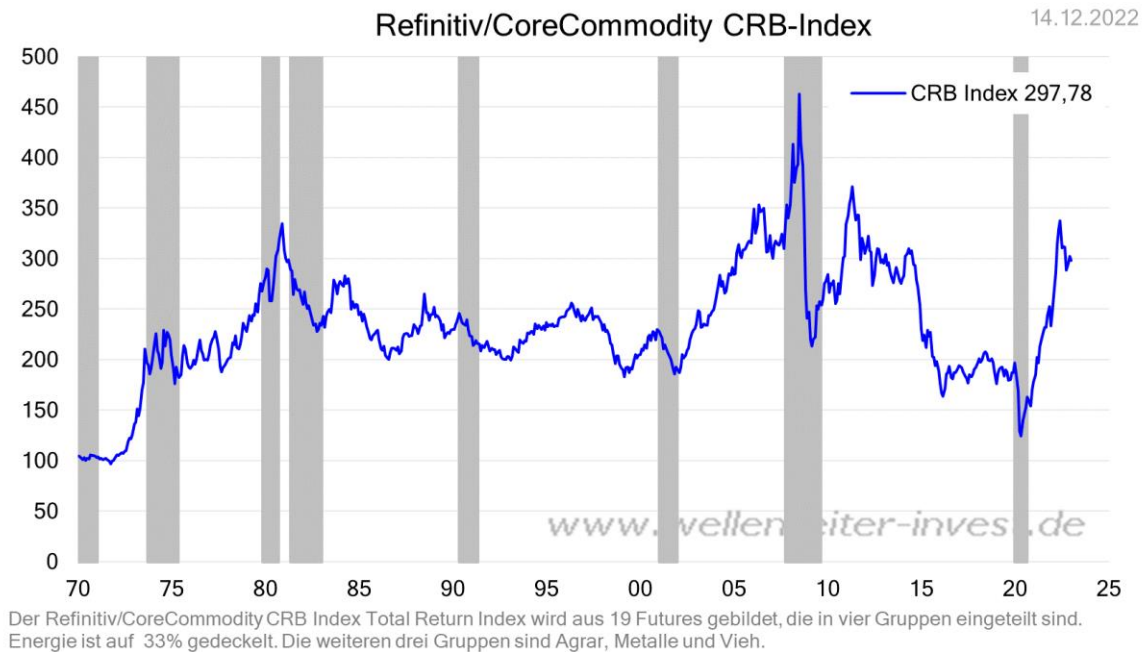


Abb. 4.3: CRB-Index seit 1970

Der inflationsbereinigte Chart zeigt, dass die Preise für Rohstoffe seit dem Jahr 2020 stärker als die Inflationsrate steigen, genauso wie in den 1970er und 2000er Jahren.

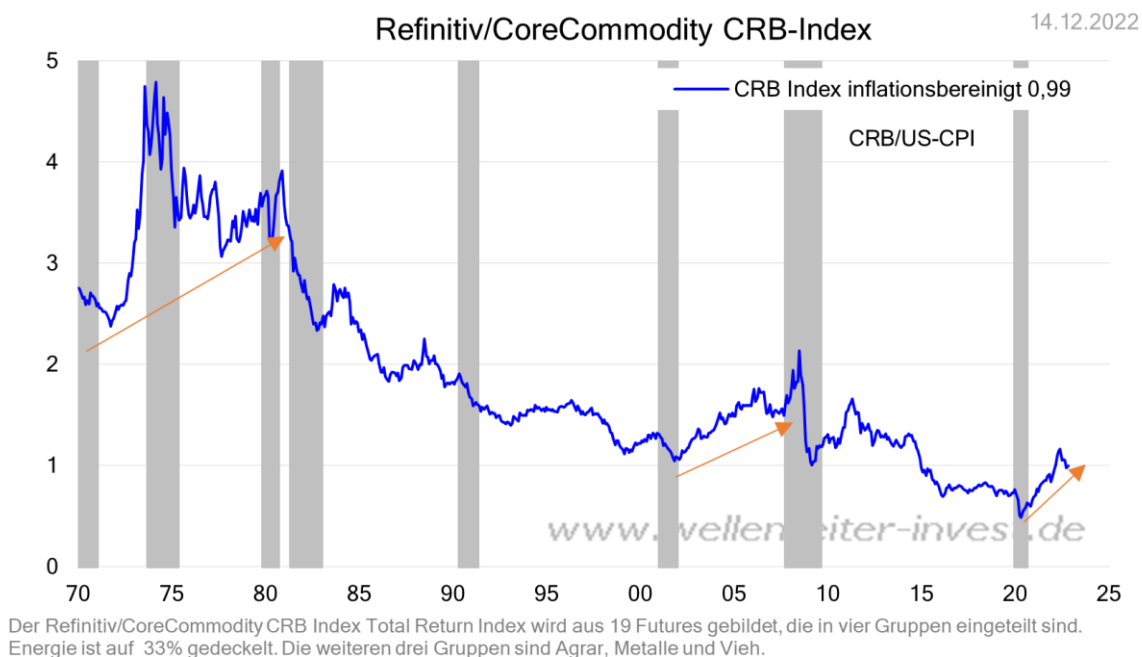


Abb. 4.4: CRB-Index inflationsbereinigt

Die 2020er Jahre haben den Anfang für eine Dekaden-Outperformance gesetzt. Die inflationsbereinigten Energiepreise fallen seit den 1970er Jahren. Treiber der Inflation sind langfristig andere Dinge, zum Beispiel die medizinische Versorgung.

4.2 Energie

Übersicht

Kohle und US-Erdgas bleiben die preiswertesten Energieträger. Öl – hier die Sorte Brent – ist doppelt so teuer wie Kohle. Den Korridor zwischen der kostengünstigsten (US-Erdgas) und der üblicherweise teuersten fossilen Energie (das war lange Zeit Erdöl) haben wir grau markiert. In der Übersicht fossiler Energiepreise zeigen wir alle Preise in €Cent/kWh. In Klammern steht zusätzlich der Preis in der gewohnten Einheit.

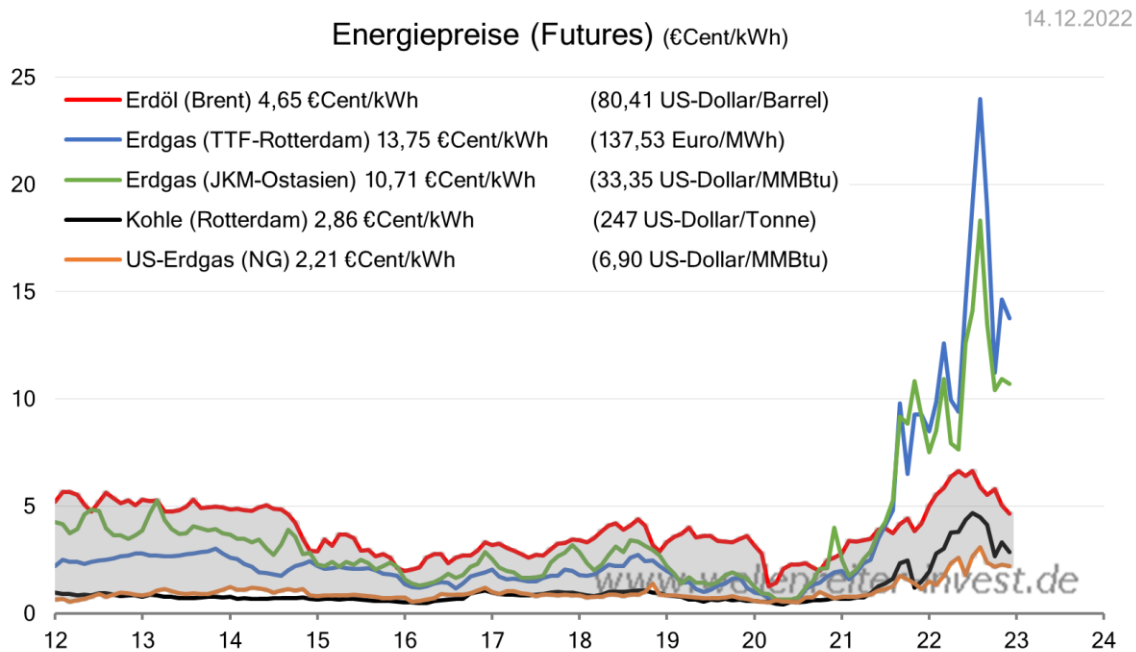


Abb. 4.5: Energiepreise in MMBtu

Der Preisanstieg für europäisches und asiatisches Erdgas begann Mitte 2021 und damit deutlich vor dem Einmarsch Russlands in die Ukraine. Der Speicher Rehden wurde von Gazprom im Vorfeld des Winters 2021/22 leer gelassen. Erdgas wurde in Rotterdam bereits im Dezember 2021 für 10 €Cent/kWh gehandelt. Der aktuelle Preis notiert nur etwa 3 Cent höher. Der August 2022 stellt die Preisspitze dar und entspricht einem Hochpunkt wie einst der Ölpreis von 147 US-Dollar im Juli 2008. Für Europäer ist Erdgas fünfmal teurer als für US-Bürger. Im Verlauf dieser Dekade dürften sich die Preise annähern, weil die Erhöhung der LNG-Kapazität bei gleichbleibender Nachfrage grundsätzlich bearish für den europäischen und asiatischen Erdgaspreis ist.

Im Falle eines Endes des Kriegs Russlands in der Ukraine und einer Veränderung an der Spitze Russlands sind höhere Erdgaslieferungen von Russland nach Europa denkbar, so dass die Erdgaspreise deutlich fallen würde und damit auch auf globaler Basis die Inflation abkühlen würden. Ein solches Ende des Kriegs erlaubt keine Aussage über den Zeitpunkt, aber eine Rückkehr in das historische Band unterhalb des Erdölpreises erscheint in einem solchen Fall möglich.

Erdöl

Der Trend eines steigenden globalen Erdölverbrauchs bleibt intakt, auch wenn der Corona-Knick gerade erst aufgeholt worden ist. Die Erwartung der US-Energy Information Administration (EIA) für den globalen Ökosnum entspricht 101 Mio. Barrel pro Tag, einem Anstieg von 1% gegenüber dem Vorjahr. Im Jahr 2022 wurden 100 Mio. Barrel täglich verbraucht.

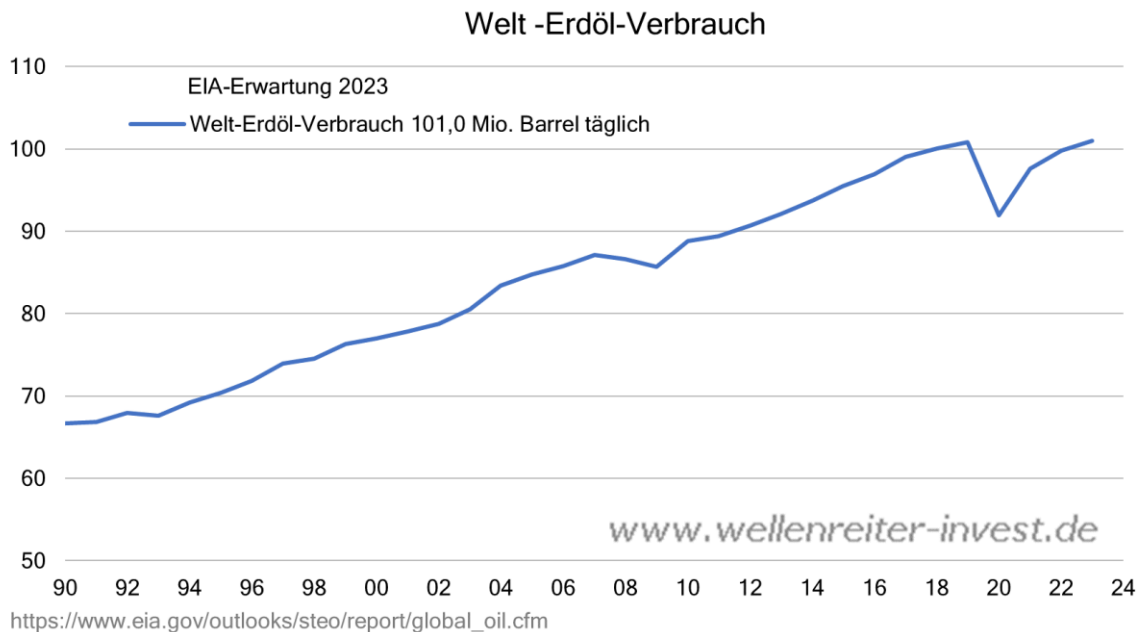


Abb. 4.6: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)

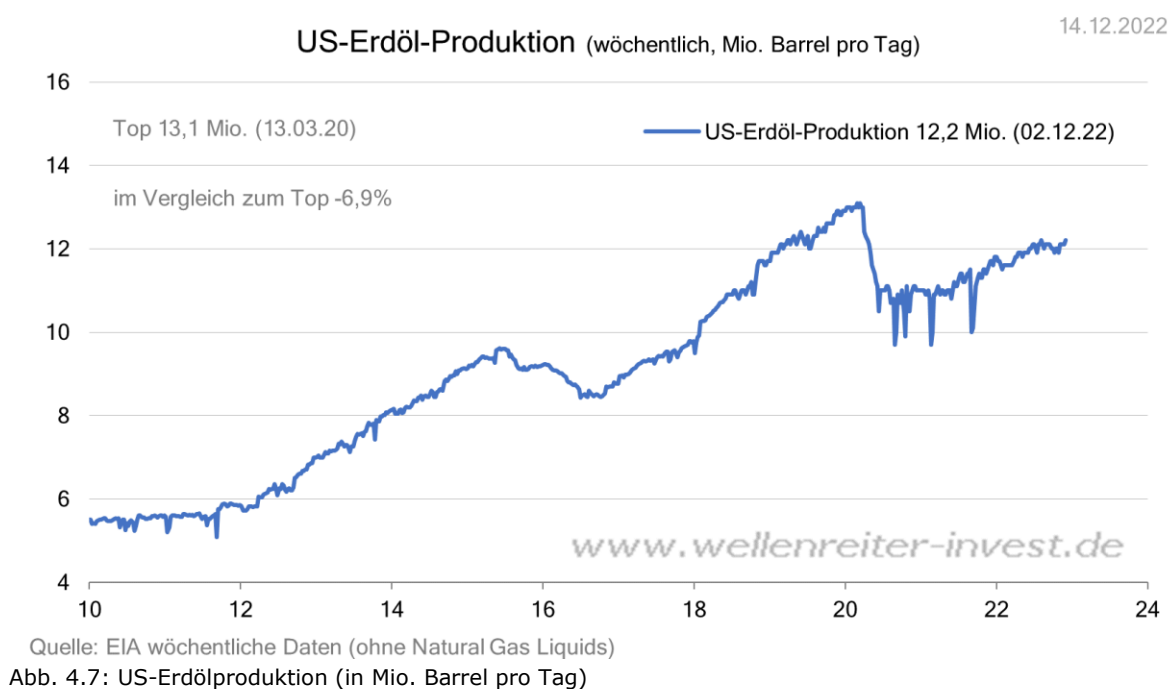
Etwa 25 Mio. Barrel Öl täglich werden für PKWs gefördert, LKWs vereinigen etwa 15 Mio. Barrel Öl pro Tag auf sich. Demnach wird etwa 40% der Ölproduktion im landgebundenen Transport verbraucht. Für Schiffe und Flugzeuge wird täglich je 5 Mio. Barrel Öl produziert. Die Umrüstung von Schiffen ist keine Kleinigkeit, zumal internationale Regelungen und Anreize fehlen. In der Flugzeugindustrie findet eine Entwicklung in Richtung E-Flugzeug mit einer hybriden „Kerosin-Verlängerung“ statt, die die Reichweite unterstützen soll. Erste Flugzeuge dieser Art könnten Mitte der 2020er Jahre mit einer Passagierzahl von bis zu 30 Personen auf der Kurzstrecke unterwegs sein. Für Langstrecken bleibt auf absehbare Zeit Kerosin das Antriebsmittel der Wahl.

Die Zulassungszahlen für E-Autos steigen in vielen Ländern. Im November 2022 waren 22% der in Deutschland zugelassenen Fahrzeuge reine Elektroautos. Der Fiat 500 E hat die Führungsposition bei Kleinwagen übernommen. Tesla und VW sind die führenden E-Auto-Marken. Die Förderung für Hybrid-Plug-in-Autos wird ab 2023 in Deutschland gestrichen, diejenige von reinen E-Autos reduziert. In der zweiten Hälfte dieser Dekade dürfte der Durchschnittspreis für E-Autos fallen, da viele Autobauer versuchen werden, mit preiswerteren E-Modellen den Massenmarkt zu erobern.

Eine der wichtigsten Schritte ist der Bau von Schnellladestationen auf Parkplätzen, die dem Konsum dienen (Supermärkte, Baumärkte, Einkaufszentren). Die durchschnittliche Verweildauer in einem Supermarkt beträgt etwa 20 Minuten. E-Autos laden je nach Typ in 25 bis 40 Minuten von 20% auf 80% auf. REWE kooperiert hier mit Shell und EnBW. Sobald diese Möglichkeit vermehrt besteht, werden zunehmend diejenigen, die aktuell zuhause oder auf der Arbeit über keine Lademöglichkeit verfügen, ihre Ängste bezüglich einer Anschaffung eines E-Autos verringern. Tesla testet flexible Ladetarife. Ladetarife anzubieten, die nachts, wenn der Strom wenig kostet, preiswerter sind als tagsüber, erscheint sinnvoll.

Die Entwicklung der Marktanteile von Elektroautos hängt auch davon ab, in welchem Verhältnis sich Ölpreis und Strompreis zueinander verhalten. Der Strompreis wird vom zum Zeitpunkt der Leistungserbringung teuersten Energieträger – häufig Erdgas – bestimmt. Also ist die Entwicklung der Erdöl-/Erdgas-Ratio kurzfristig zu beachten. Im Laufe der kommenden Jahre wird der Preis für Erdgas immer weniger an der obersten Stelle der Merit Order stehen und damit den Strompreis verantwortlich sein. Stattdessen werden je nach Jahreszeit und Windsituation die erneuerbaren Energien sukzessive die Preise steuern.

Die US-Erdöl-Produktion erholt sich kaum. Ende November 2022 wurden 12,1 Mio. Barrel täglich produziert. In der Spitze Anfang 2020 wurden 13 Mio. Barrel täglich gefördert. Im Jahresdurchschnitt 2023 erwartet die EIA einen Anstieg auf 12,3 Mio. Barrel täglich.



Die EIA sieht den Ölverbrauch bis in das erste Quartal 2023 hinein oberhalb der Produktion. Ab dem zweiten Quartal bis zum Jahresende 2023 sollen Angebot und Nachfrage sich weitgehend ausgleichen.

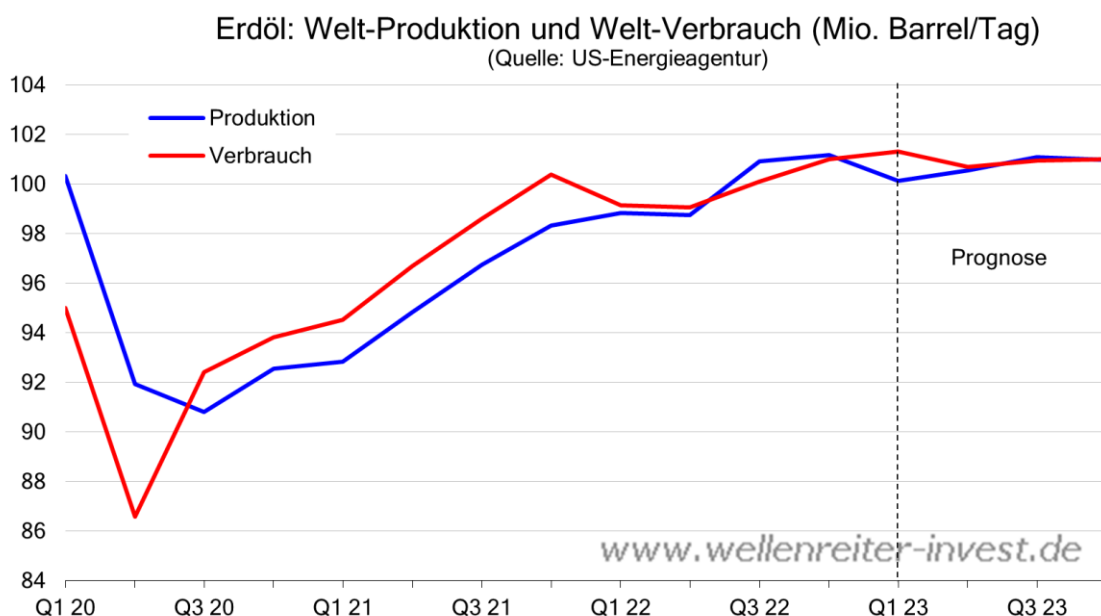


Abb. 4.8: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch

In der Vergangenheit wirkte sich ein Nachfrageüberhang positiv auf die Ölpreisentwicklung aus, ein Angebotsüberhang negativ. Der Ölpreis könnte somit im ersten Quartal nochmals steigen, bevor er im zweiten Quartal ein Hoch ausbildet. Im Rahmen eines wirtschaftlichen Abschwungs im dritten Quartal würde auch der Ölpreis fallen.

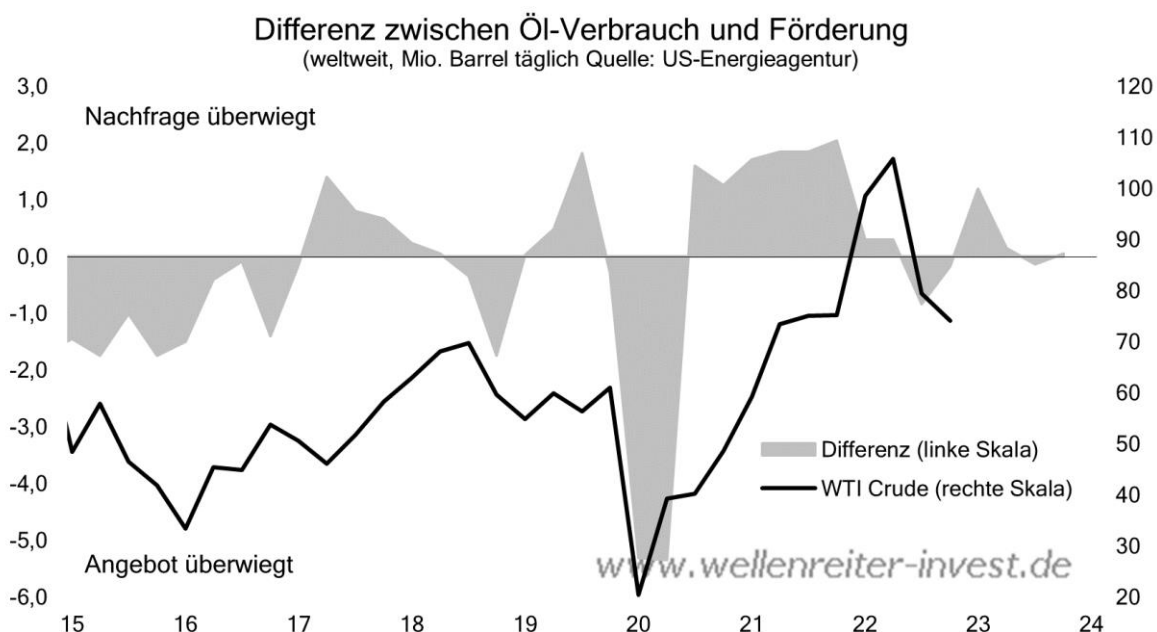


Abb. 4.9: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und -Förderung und Ölpreis

Das Wetterphänomen La Nina sorgt häufig für kalte US-Winter und lässt den Öl- und Erdgasverbrauch steigen. Umgekehrt fällt der Ölpreis häufig in einer starken EL Nino-Phase (warme US-Winter). Die aktuelle La Nina-Phase war eine der längsten überhaupt. Sie soll laut NOAA im Frühjahr 2023 in eine neutrale Phase übergehen und könnte im Sommer den El Nino-Status erreichen.

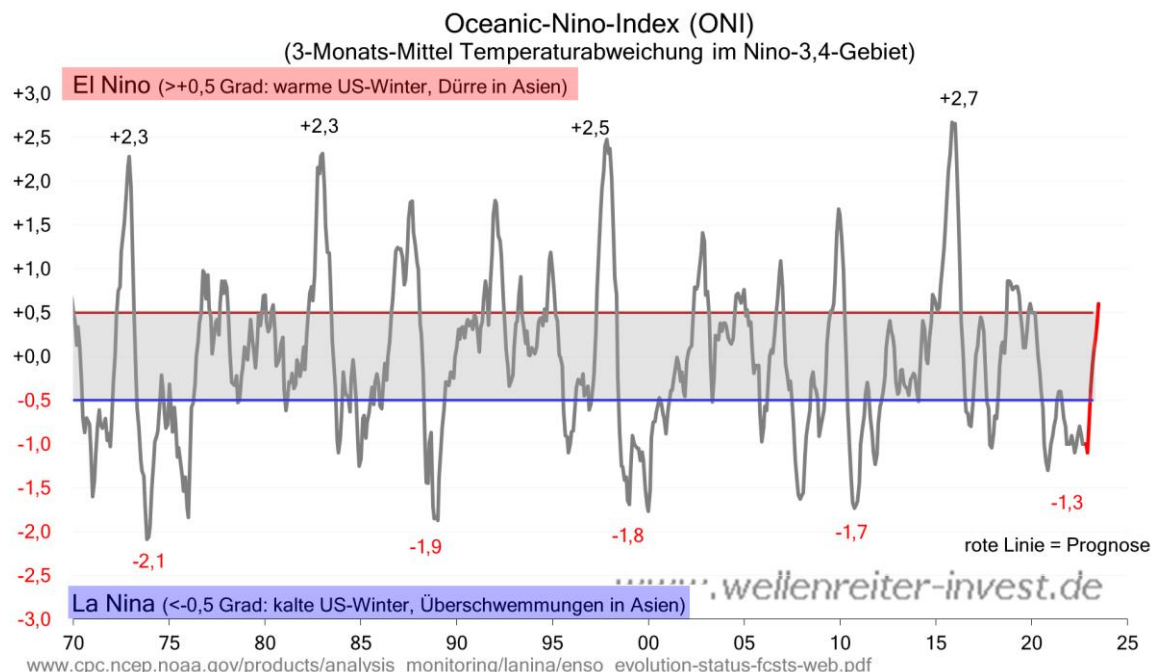


Abb. 4.10: ONI-Index

El Nino sorgt üblicherweise für wärmere Winter in den USA, der Ölverbrauch ist reduziert. Dies wiederum würde eine Ölpreisprognose im Bereich von 50 bis 60 US-Dollar begründen.

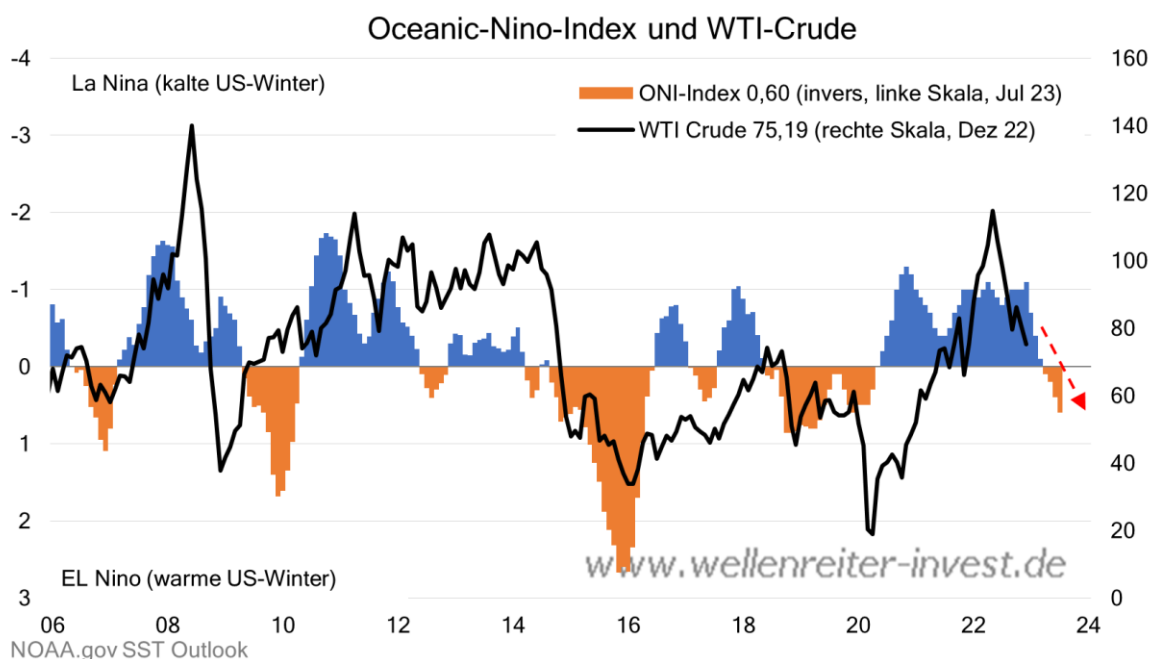


Abb. 4.11: ONI-Index und WTI-Crude

Hingegen ist die Saisonalität im Jahr 2023 ein positiver Faktor. Der Ölpreis neigt in Vorwahljahren von Januar bis April zu einer Outperformance. Auch im vierten Quartal zeigt er Stärke, was angesichts der üblichen durchschnittlichen Preisschwäche in Q4 ungewöhnlich und erwähnenswert ist.

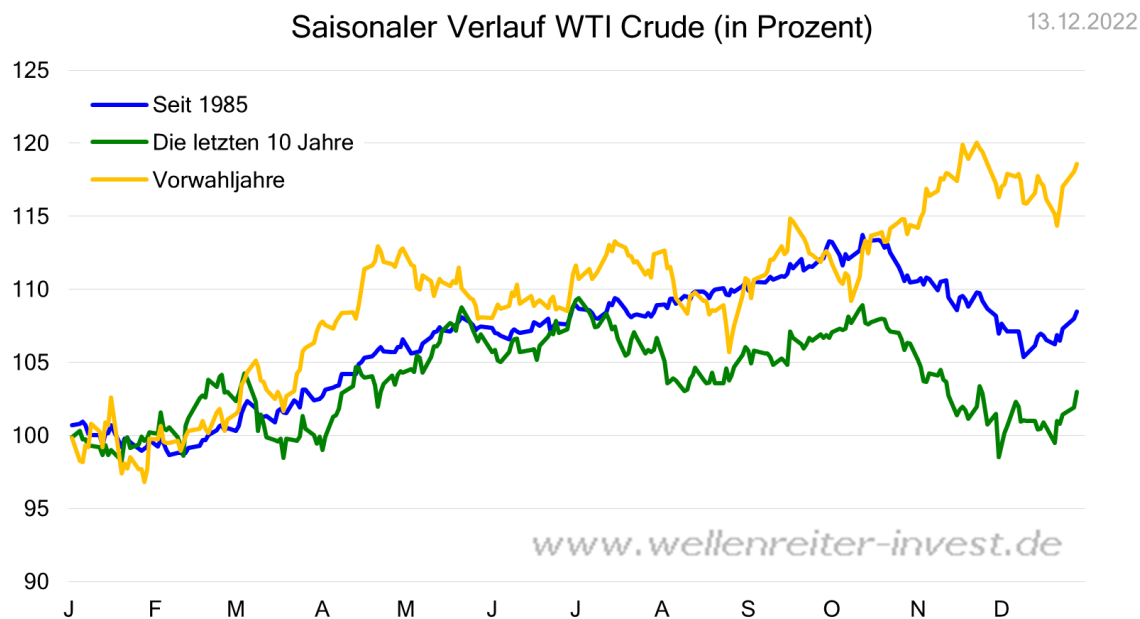


Abb. 4.12: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)

Am US-Terminmarkt hatte das Open Interest ein niedrigeres Hoch ausgebildet. Diese Divergenz hatte das Ende des Ölpreisanstiegs angekündigt. Eine Umkehr ist nicht erkennbar. Das fallende Open Interest begünstigt einen fallenden Ölpreis.

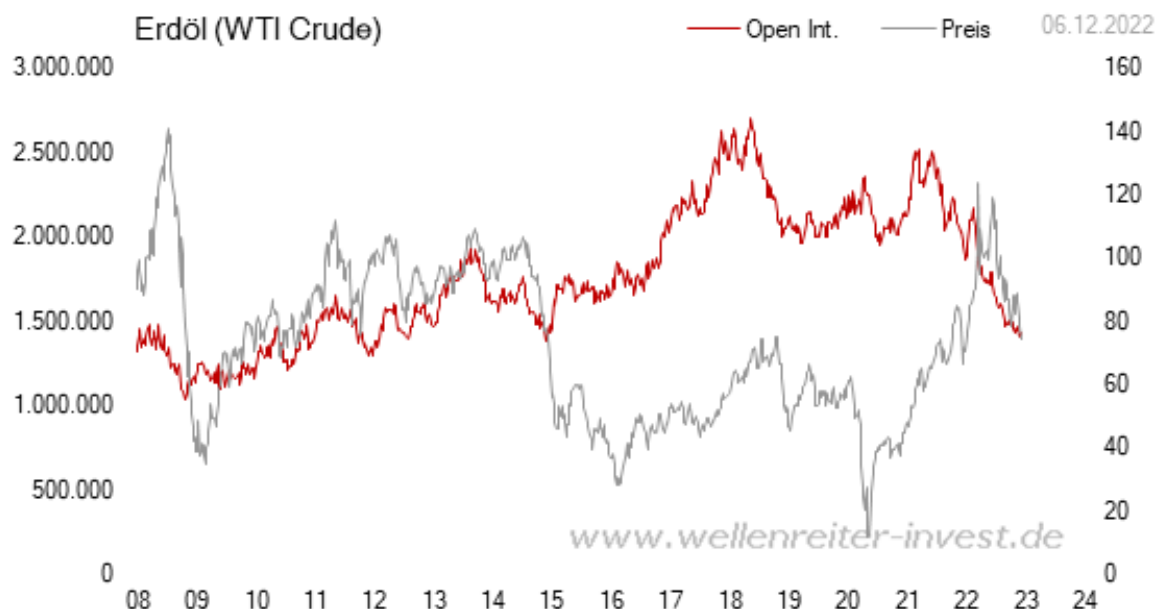


Abb. 4.13: WTI Crude Open Interest

An wichtigen Hoch- und Tiefpunkten lief das Open Interest dem Preis voraus. Dies war bei den Tiefpunkten 2008, 2015 und 2016 sowie im Dezember 2018 zu beobachten. Die Ausnahme bildete der Crash 2020. Wir würden daher die Ausbildung eines wichtigen Preistiefs bei einem bereits leicht ansteigenden Open Interest annehmen.

Fallende Renditen und ein fallender Ölpreis gehen häufig Hand in Hand. Setzt sich die Topbildungstendenz bei den Renditen am langen Ende fort, was bei einer schwächeren Konjunktur der Fall wäre, dann würden WTI Crude und Brent ebenfalls in Mitleiden- schaft gezogen werden.

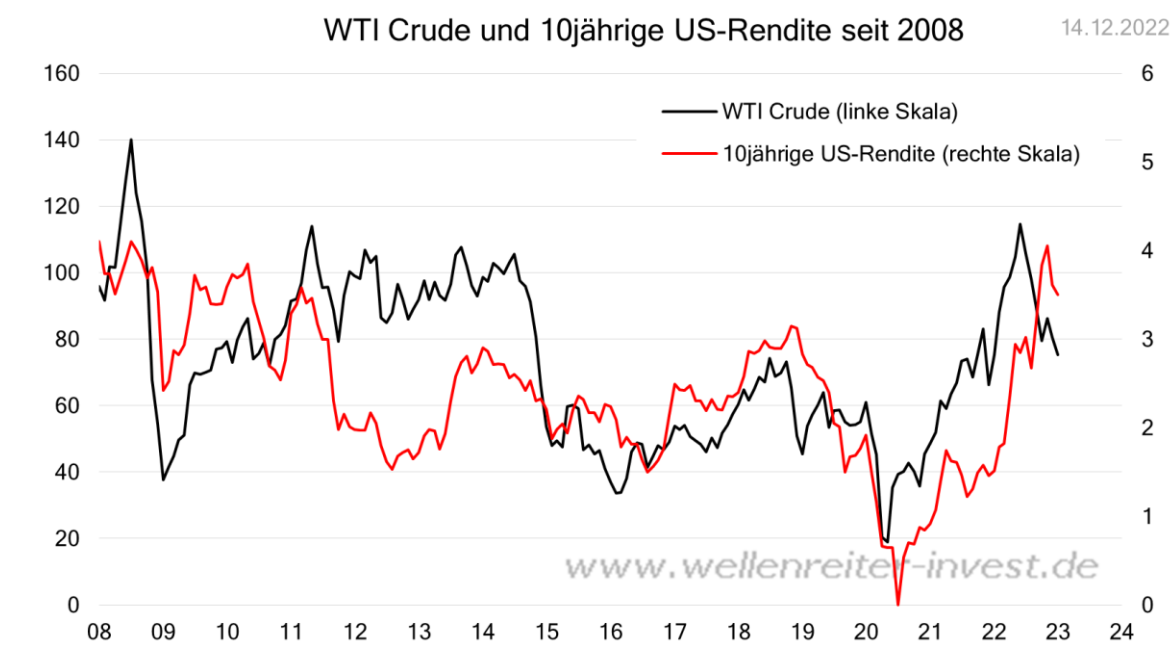


Abb. 4.14: WTI Crude und 10jährige US-Rendite

Der April-23-Kontrakt notiert auf einem höheren Niveau als der Januar-23-Kontrakt. Er herrscht Contango (=Angebotsüberhang).

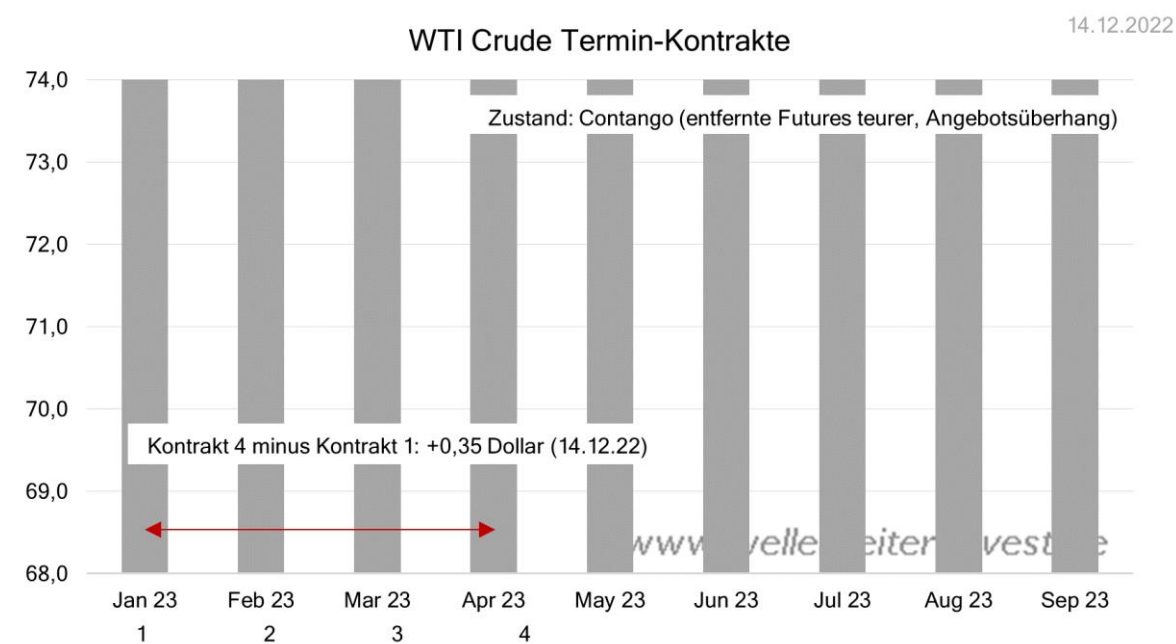
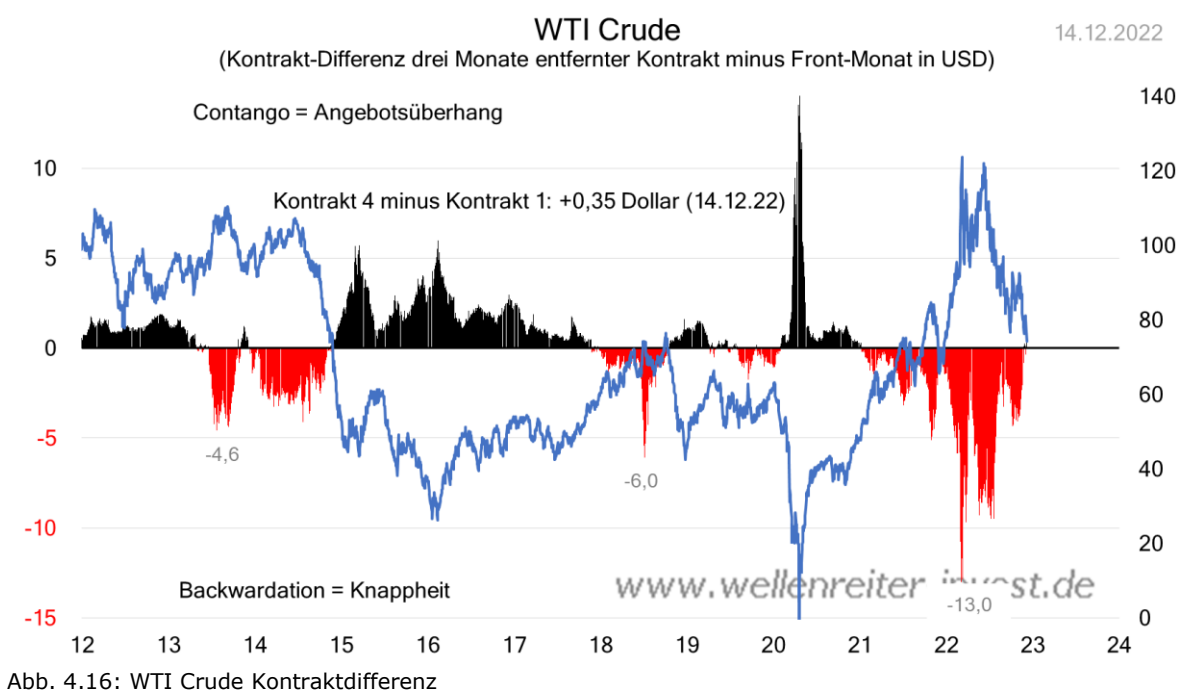


Abb. 4.15: WTI Crude Terminkontrakte

Zwei Jahre lang herrschte Backwardation, dies war ein außergewöhnlich langer Zeitraum. Die Backwardation erreichte mit -13,0 Anfang März 2022 ihre größte Ausdehnung. Sie ging mit dem Jahreshoch von WTI Crude einher (130,50 US-Dollar).



Umgekehrt entstehen Preistiefs, wenn das Contango ein Maximum erzielt, gut zu sehen im Frühjahr 2020. Da die US-Regierung ihre strategische Ölreserve auffüllen möchte, wenn WTI Crude die 70-Dollar-Marke erreicht, bildet diese Marke einen „US-Regierungs-Put“. Nahezu die Hälfte der US-Öl-Reserve von ursprünglich 700 Mio. Barrel wurde auf den Markt geworfen. Aktuell sind noch 387 Mio. Barrel eingelagert.

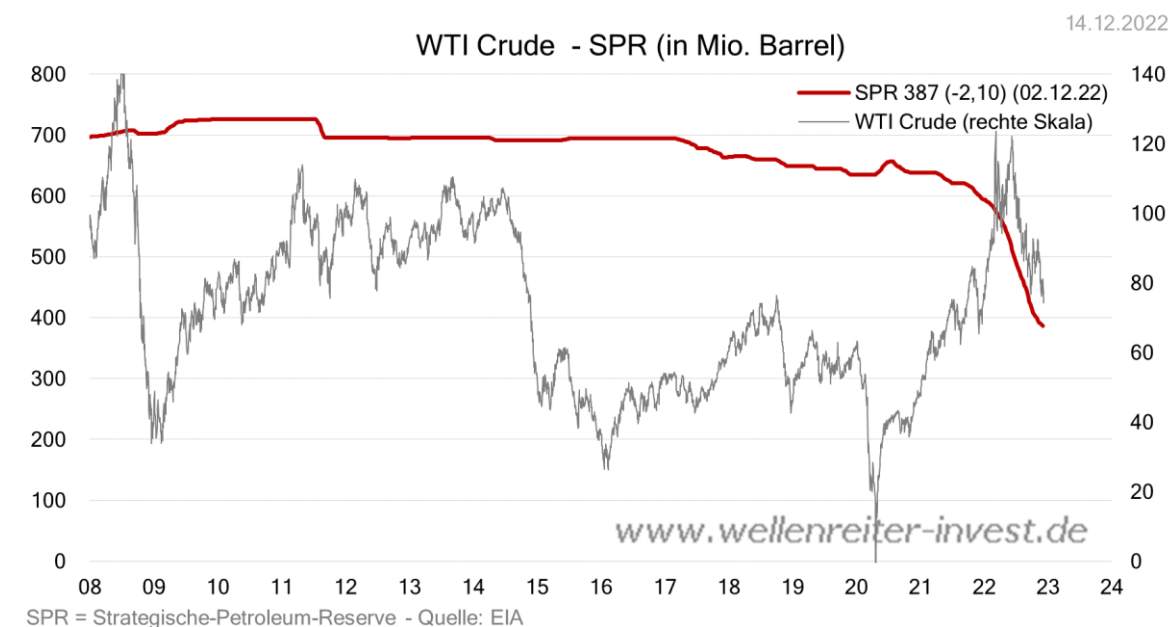


Abb. 4.17: WTI Crude Strategische Öl-Reserve

Das Wiederauffüllen der Reserve sollte dazu führen, dass der Preis kaum unter die 60 bis 70-Dollar-Marke fällt. Die USA würden als zusätzlicher Nachfrager auf den Markt kommen. Auch eine Verbesserung der konjunkturellen Situation in China wird den Ölpreis stützen. Russland generiert etwa 10 Prozent der weltweiten Ölproduktion. Auch wenn es Russland gelingen sollte, diesen Anteil aufrecht zu erhalten, dürfte kaum ein Nachfrager bereit sein, mehr als die 60 Dollar/Barrel zu zahlen, die für Urals von den

G7 und der EU als Preisdeckel festgelegt worden sind. Russland könnte versuchen, die Produktion zu erhöhen, um ihre Einnahmeseite zu stabilisieren. Die Folge wäre zunächst Preisdruck, auf der Oberseite erscheint der Ölpreis zunächst gedeckelt.

Der folgende Chart zeigt, dass der Preis für WTI Crude in Rezessionen tendenziell fällt. Ausnahmen waren die Rezession 1973/74 sowie die Rezession von 1990. Diese wurden durch abrupte Ölpreisanstiege ausgelöst. Im Rahmen eines wirtschaftlichen Abschwungs im dritten Quartal würde auch der Ölpreis fallen, bevor er Richtung 2024 wieder ansteigen würde.

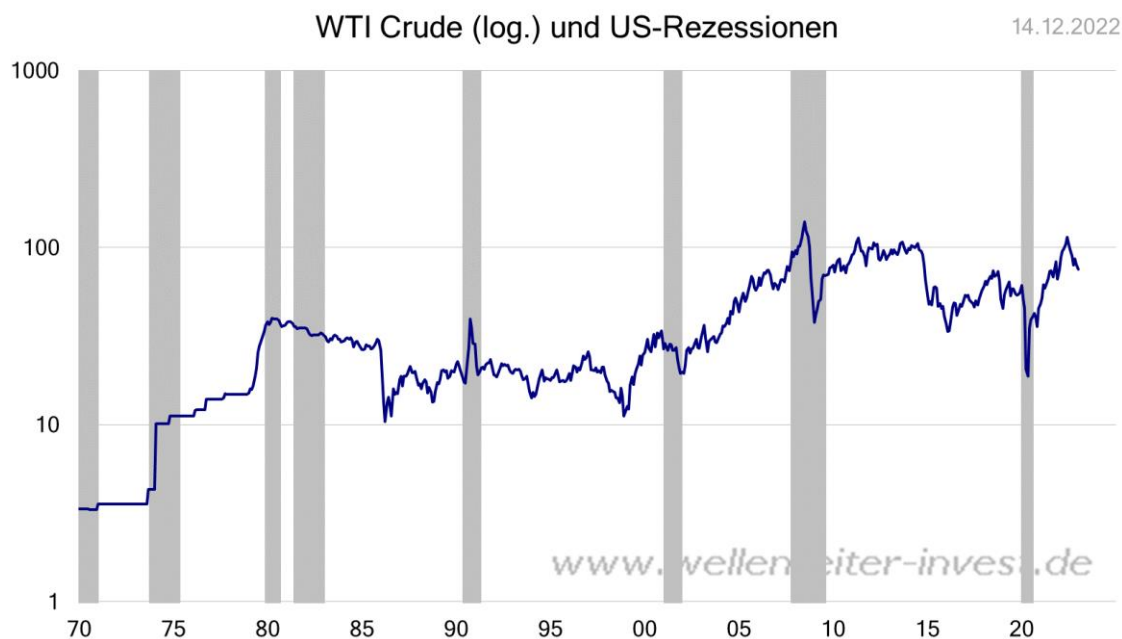


Abb. 4.18: WTI Crude und Rezessionen

Die Sorte WTI Crude bildete im Jahr 2022 ein Doppelhoch aus. Auf der Unterseite finden sich langjährige gleitende Durchschnitte im Bereich von 60 Dollar.

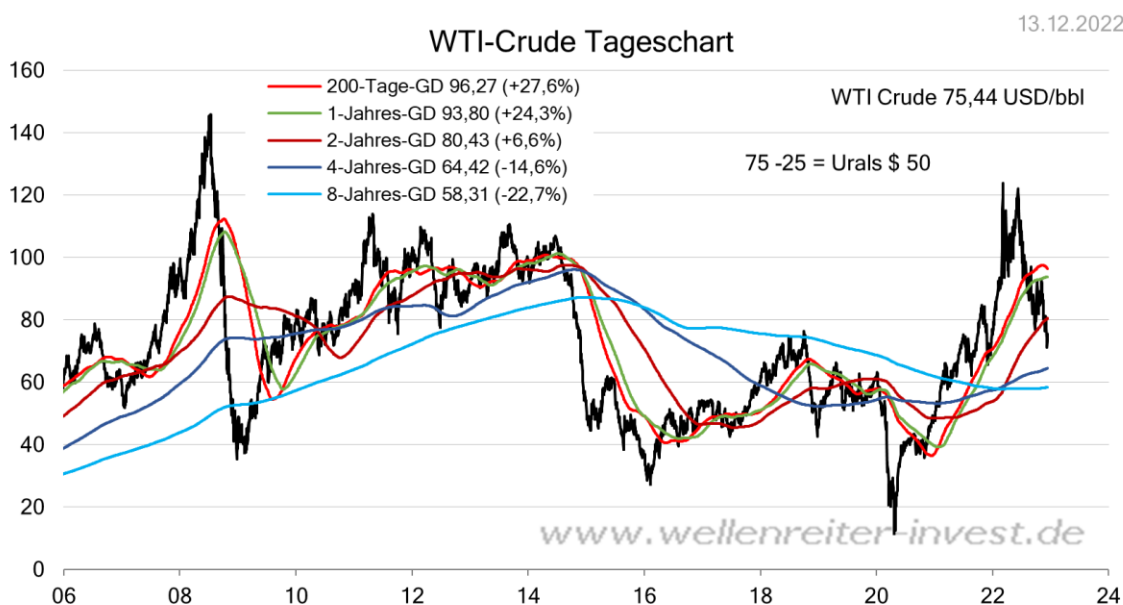


Abb. 4.19: WTI Crude Tageschart

Das Wetterphänomen La Nina begleitete die Weltwirtschaft in den vergangenen zweieinhalb Jahren – seit dem Sommer 2020. Der Ölpreis und auch die Inflation stiegen in jenem Zeitraum deutlich. In den kommenden Monaten verschwindet La Nina von der Bildfläche und macht zunächst einer neutralen Situation Platz. Damit sollte auch im Falle des Ölpreises die Luft zunächst raus sein. Zwar dürfte das Wiederauffüllen der strategischen US-Reserve dazu führen, dass der Preis nicht wesentlich unter die 60 bis 70-Dollar-Marke fällt. Aber die Langfrist-GDs knapp oberhalb von 60 Dollar sollten getestet werden. Im Rahmen einer Rezession könnte auch der Bereich von 40 bis 50 Dollar für kurze Zeit angelaufen werden. Das würde eine Kaufgelegenheit bedeuten.

Der Ölpreis könnte im Januar ein Verlaufstief ausbilden und im ersten Quartal nochmals steigen, bevor er im zweiten Quartal ein Hoch ausbildet. Im Frühsommer sollte er unter Druck geraten. Im Rahmen eines wirtschaftlichen Abschwungs im dritten Quartal würde auch der Ölpreis fallen. Richtung 2024 sollte er steigen. Der Basiseffekt der Inflation sowie die Saisonalität sind günstig für einen Anstieg ab Herbst 2023.

Erdgas

Der Ausbau der Flüssiggas-Kapazitäten wird sich insbesondere in den Jahren 2024 bis 2026 fortsetzen. Weltweit können pro Jahr 472 Mio. Tonnen Erdgas verflüssigt und verschifft werden. Die höchsten Export-Kapazitäten haben Australien (88 Mio.), die USA (86 Mio.), Katar (77 Mio.) und Russland mit 35 Mio. Tonnen jährlich. Malaysia, Indonesien, Algerien und Oman sind weitere größere LNG-Exporteure.

Eine Kapazität von 136 Mio. Tonnen/Jahr ist derzeit im Bau oder verfügt über eine Baugenehmigung. Im Jahr 2023 wird nur ein geringer Zuwachs erwartet (Mauretanien mit 2,5 Mio.). 2024 dürfte eine Kapazität von 30 Mio. Tonnen/Jahr und 2025 weitere 70 Mio. Tonnen/Jahr hinzukommen, darunter große Projekte in Katar, USA, Kanada, Russland, Nigeria und Mozambik. Ende 2026 dürfte die weltweite LNG-Kapazität etwa 620 Mio. Tonnen/Jahr betragen, ein Anstieg von 30% gegenüber dem Jahr 2022. Katar wird seine Kapazität dann um 50% ausgebaut haben. Die US-Kapazität wird sich zwischen Januar 2024 und Januar 2026 um etwa 30% erhöhen.

Russland plant, seine LNG-Exportkapazität bis zum Jahr 2035 auf 100 bis 140 Mio. Tonnen/Jahr auszubauen. Dies könnte Russland zum größten Flüssiggas-Exporteur der Welt machen. Aktuell beträgt der Anteil 8%. Ziel dürfte der Weltmarkt inklusive China und Indien, aber auch Europa sein. Laufende Bauprojekte wie Arctic-LNG in Sibirien oder Planungen wie Baltic-LNG nahe St. Petersburg werden durch die Sanktionen zwar verzögert. Aber China ist schon jetzt Lieferant wichtiger Komponenten, so dass die Terminals wahrscheinlich fertiggestellt werden, wenn auch mit Verzug.

Russisches Erdöl und russische Kohle dürfen nicht in die EU eingeführt werden. Im Falle Erdgas (Pipeline und LNG) gilt dies nicht. Der Lieferstopp Russlands wird durch LNG zunehmend aufgeweicht, sodass dort einerseits die Devisen weiterfließen – zum TTF-Preis, einen Abschlag wie bei der russischen Ölsorte Urals gibt es nicht – und andererseits russisches Gas dennoch den Weg nach Europa findet. Frankreich ist der größte europäische Importeur russischen Gases, das französische Unternehmen Total ist weiterhin in Russland aktiv.

Deutschland verbraucht pro Jahr etwa 72 Mio. Tonnen Gas (100 Mrd. Kubikmeter). Russland lieferte bis zum Jahr 2021 mit 36 Mio. Tonnen via Pipeline etwa die Hälfte. In einem kürzlich abgeschlossenen Vertrag wird Katar Deutschland 15 Jahre lang ab dem Jahr 2026 jährlich 2 Mio. Tonnen Flüssiggas liefern. Das ist etwa 3% des heutigen Bedarfs. Weitere Verträge mit Katar scheinen in Kürze unterschriftsreif zu sein, so dass sich dieser Anteil erhöhen könnte.

Der Blick in die kommenden Jahre zeigt eine deutliche Verbesserung der Angebotssituation ab den Jahren 2024/25 bei einer gleichzeitig stabil bleibenden Nachfragesituation (Abb. 4.1). Käme dies so, würden ab dem Jahr 2027 Überkapazitäten aufgebaut werden. Schon im Jahr 2021 hatte der weltweite Handel per LNG-Tanker einen höheren Anteil am Gesamthandel (51%) als der interregionale Handel via Pipelines (49%). Europa importiert etwa 33% der für den weltweiten Export bestimmten Produktion. Die für Exporte bestimmte Produktion macht etwa 25 Prozent der Gesamtförderung aus.

An den Futures-Börsen wird der Gaspreis für das Jahr 2026 aktuell für 50 Euro/MWh gehandelt. Sollten sich Deutschland und Katar in etwa dort geeinigt haben, und sollte dieser Preis den Benchmark setzen, dann könnte der Endverbraucher mit 9 bis 10 Cent/kWh brutto im Jahr 2026 rechnen. Das ist zwar mehr als die früher gewohnten 6 bis 7 Cent/kWh, liegt aber unterhalb der bis zum 30. April 2024 gültigen Gaspreisbremse von 12 Cent/kWh brutto für 80% des Vorjahresverbrauchs. Industriekunden werden für 70% des Vorjahresverbrauchs 7 Cent/kWh zahlen.

In Kombination mit der Strompreisbremse, die für Privatkunden bei 40 Cent/kWh brutto und für Industriekunden bei 13 Cent/kWh netto liegt, erscheinen Abgesänge auf die deutsche Wirtschaft („Deindustrialisierung“) verfrüht. Schon jetzt spart die Industrie 20 bis 30 Prozent des Vorjahres-Gasverbrauchs ein, ohne weniger zu produzieren. Ein Minderverbrauch von 20 Prozent entspricht 15 Mio. Tonnen weniger Gas, was wiederum etwa 40 Prozent der früher von Russland gelieferten Menge entspricht. Industrie und Verbraucher sind in den Wintermonaten 2022/23 und 2023/24 durch politische Maßnahmen weitgehend von Marktkapriolen abgeschirmt.

Die Marktteilnehmer handeln die europäischen TTF-Erdgas-Futures über die kommenden 15 Monate auf dem gleichen Niveau, nämlich bei etwa 145 €/MWh. Das ist das sechsfache dessen, was bis zum Jahr 2020 üblich gewesen ist.

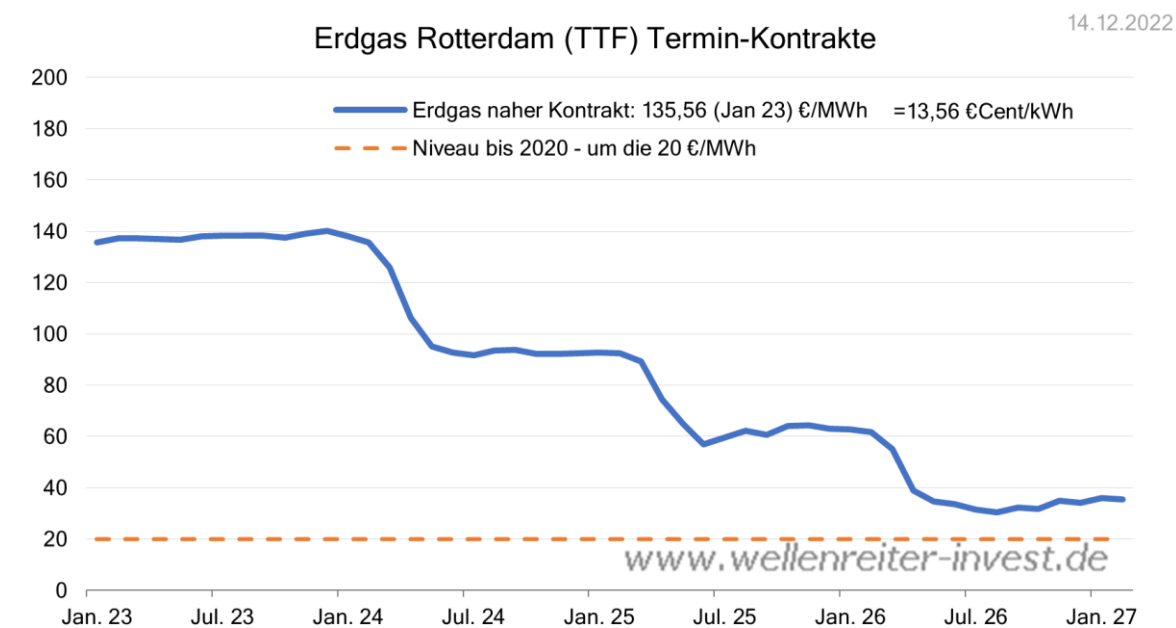


Abb. 4.20: Erdgas Rotterdam TTF

Ab dem Ende des Winters 2023/24 entspannt sich der Preis stufenartig.

Rückblickend bildete der TTF-Future im August 2022 eine Spitze aus. Die Vorstellungskraft, dass diese Spitze nochmals erreicht werden kann, fehlt uns. Es sei denn, es käme zu einer länger anhaltenden Kältewelle. Der Gegensatz zwischen den monatelang auf einer Linie notierenden Futures, die stufenartig erneut auf eine Linie fallen, bis sie die bis 2020 geltenden Preise nahezu erreicht haben und dem wilden Verhalten des Front-Futures, dessen Volatilität vom Spot-Markt noch getoppt wird, ist auffällig.

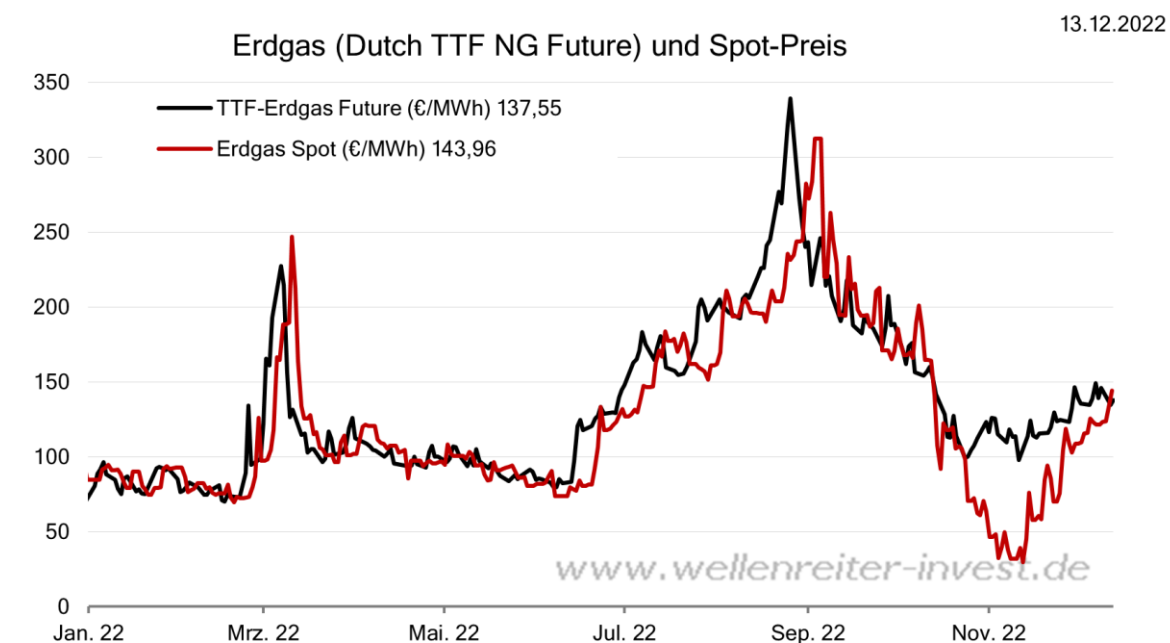


Abb. 4.21: Erdgas Rotterdam TTF und Spot-Preis

Der Preis von 150 €/MWh befindet sich im oberen Drittel dessen, was aus unserer Sicht vorstellbar ist. Eine Stabilisierung über den Sommer 2023 zwischen 50 und 100 €/MWh sollte möglich sein. Je stärker längerfristig abgeschlossene Verträge wieder in den Vordergrund rücken, desto weniger sollten die Preise schwanken. Allerdings wird die Situation vorerst volatil bleiben. Der Spot-Preis kann deutlich fallen, wenn aufgrund einer Westwindlage im Winter weniger Gas verbraucht werden würde und die Speicher sich nur langsam leeren. Umgekehrt würde der Spot-Markt im Fall einer länger andauernden Kältewelle den Preisanstieg anführen.

Auch im Falle von Erdgas sorgt ein Nachlassen von La Nina üblicherweise für fallende Preise (nachfolgend der US-Erdgas-Future).

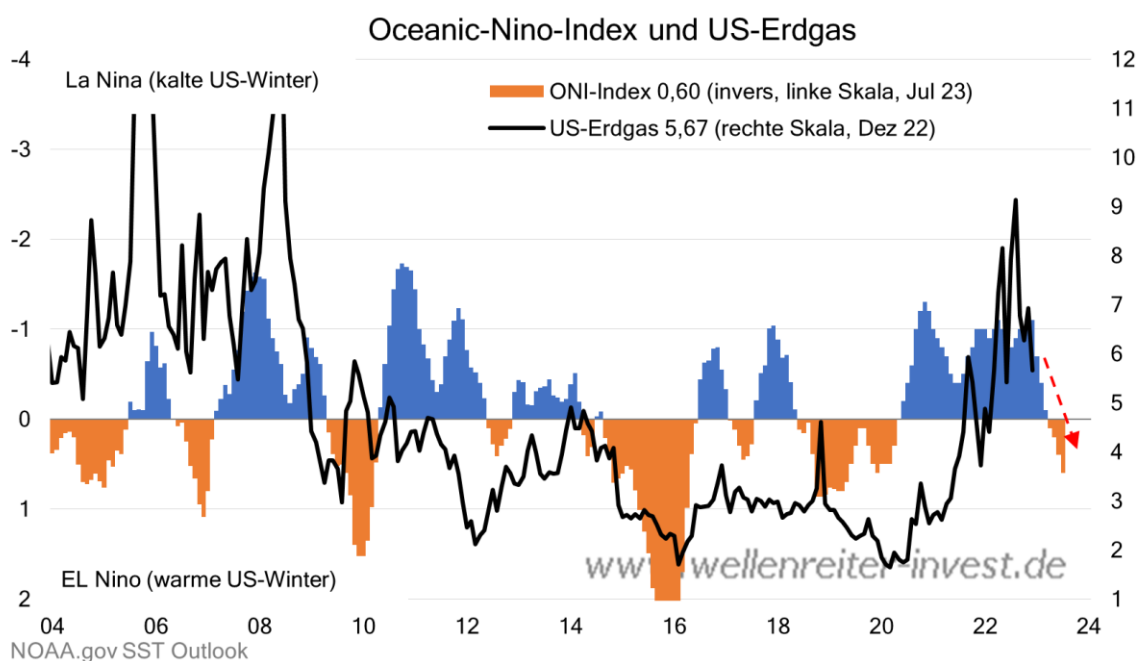


Abb. 4.22: ONI-Index und US-Erdgas

US-Erdgas hat ein Hoch ausgebildet und könnte in Richtung 3-Dollar-Marke tendieren.

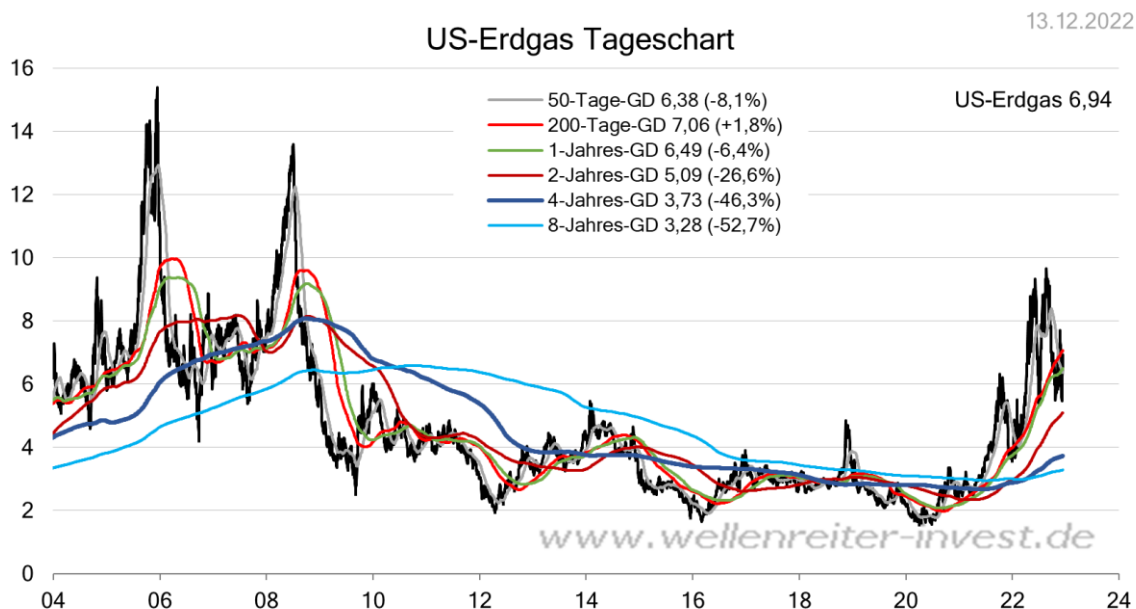


Abb. 4.23: US-Erdgas

Die Energiepreise sind üblicherweise frühe Treiber der Inflation, setzten aber auch frühe Zeichen in Richtung einer deflationären Entwicklung. Wie im Falle des Erdölpreises gehen wir davon aus, dass das Abflauen von La Nina preissenkend für den US-Erdgas-Future wirkt. Auch hier würde eine Rezession den Preis zusätzlich drücken. Der europäische Erdgaspreis wird sein derzeitiges Extremniveau nicht halten können. Aber er dürfte zu einem höheren Niveau tendieren, als die europäischen Verbraucher es gewohnt waren.

4.3. Metalle

Übersicht

Viele Metalle setzten ihre Jahreshochs im März 2022. Nickel und Eisenerz machen seit Anfang November deutlichen Boden gut. Die Industriemetalle Aluminium und Kupfer zeigen sich bisher verhalten.

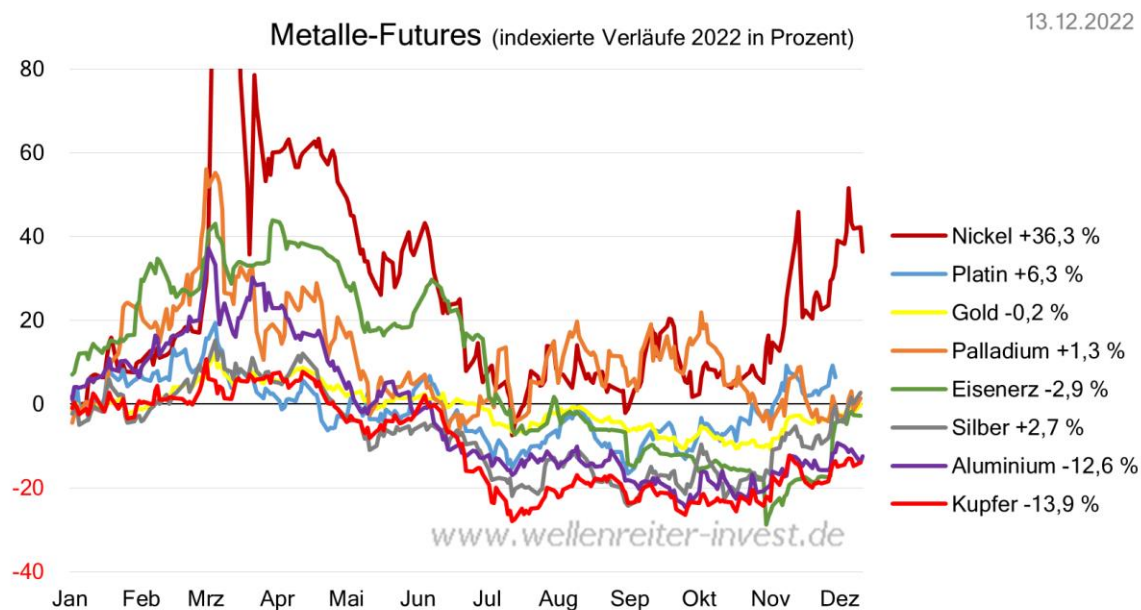


Abb. 4.24: Metalle-Futures

Gold

Vorwahljahre sind gute Jahre für den Goldpreis. Nach einem Tief im März könnte das gelbe Metall ins Laufen kommen und ebenso wie Erdöl besonders im vierten Quartal glänzen. Ein gradliniger Anstieg wie im Verlauf des durchschnittlichen Vorwahljahres ist nicht zu erwarten, da die Entwicklung des Euro/US-Dollar ein wichtiger Einflussfaktor auf die Goldpreisentwicklung darstellt.

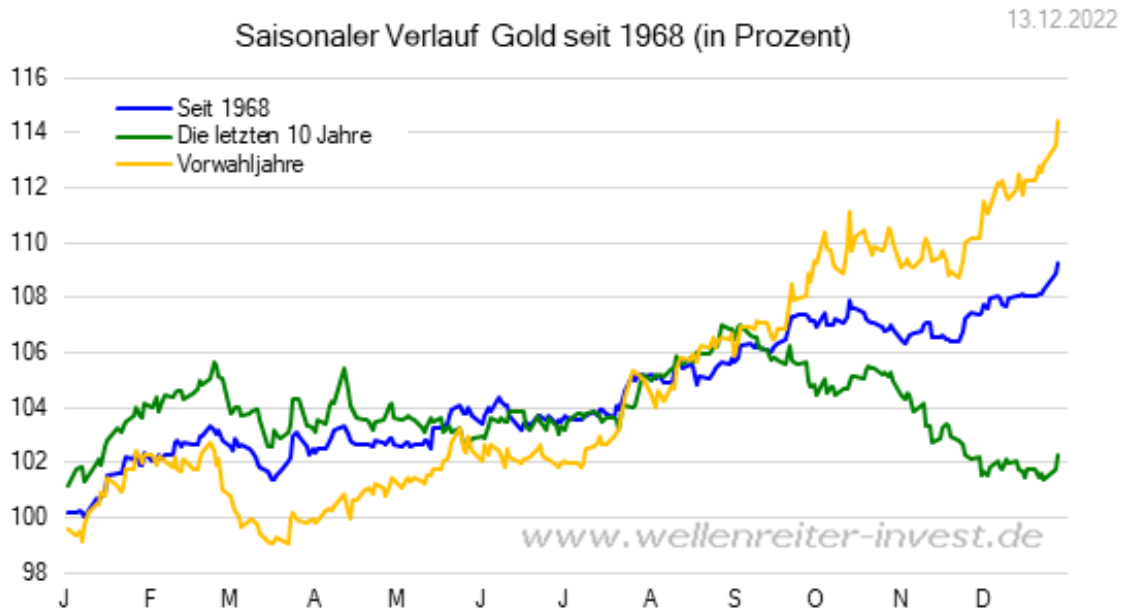


Abb. 4.25: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)

Daher sollte der Goldpreis seine beste Phase im vierten Quartal zeigen.

Am US-Terminmarkt notiert die Spekulation auf einem niedrigen Niveau. Dies sieht aus deshalb positiv aus, weil die Spekulation bei einem geringen Preiserückgang deutlich zurückkam.



Abb. 4.26: Gold Großspekulanten

Charttechnisch hat Gold den Widerstand der 200-Tage-Linie erreicht.



Abb. 4.27: Gold

Gold könnte im Jahr 2023 mit Unterstützung der positiven Saisonalität das Allzeithoch knapp oberhalb von 2.000 US-Dollar anlaufen.

Silber

Saisonal ist Silber im Jahr 2023 ebenfalls ein Kandidat für einen Anstieg insbesondere im vierten Quartal.

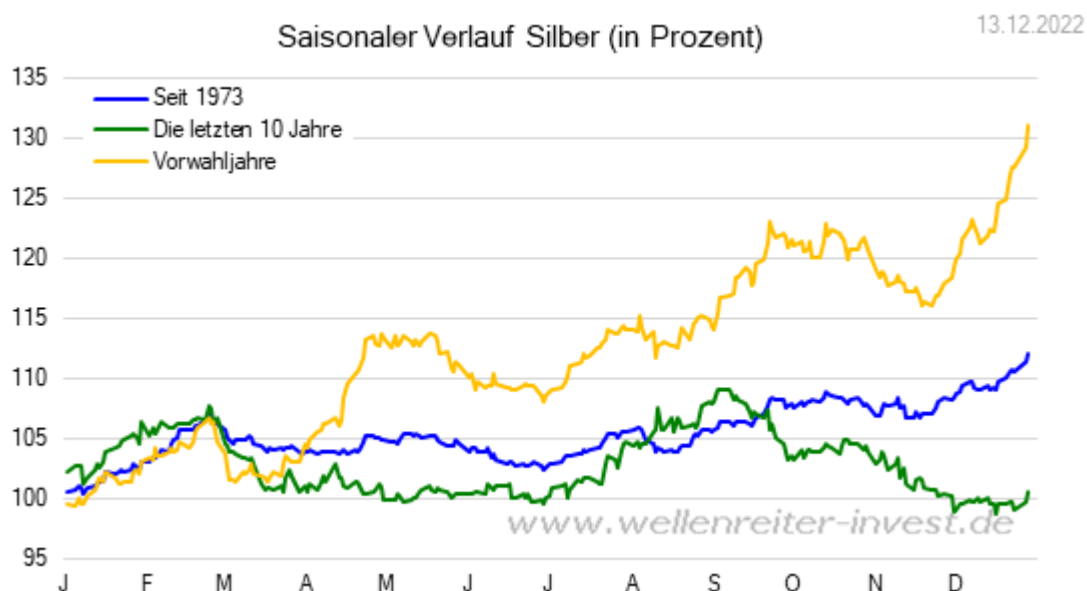


Abb. 4.28: Saisonaler Verlauf Silber

Die Spekulation in Silber bleibt geringer in Gold. Das im September ausgebildete Tief der Großspekulanten sollte ausreichen, um eine über Monate laufende Aufwärtsbewegung zu generieren.

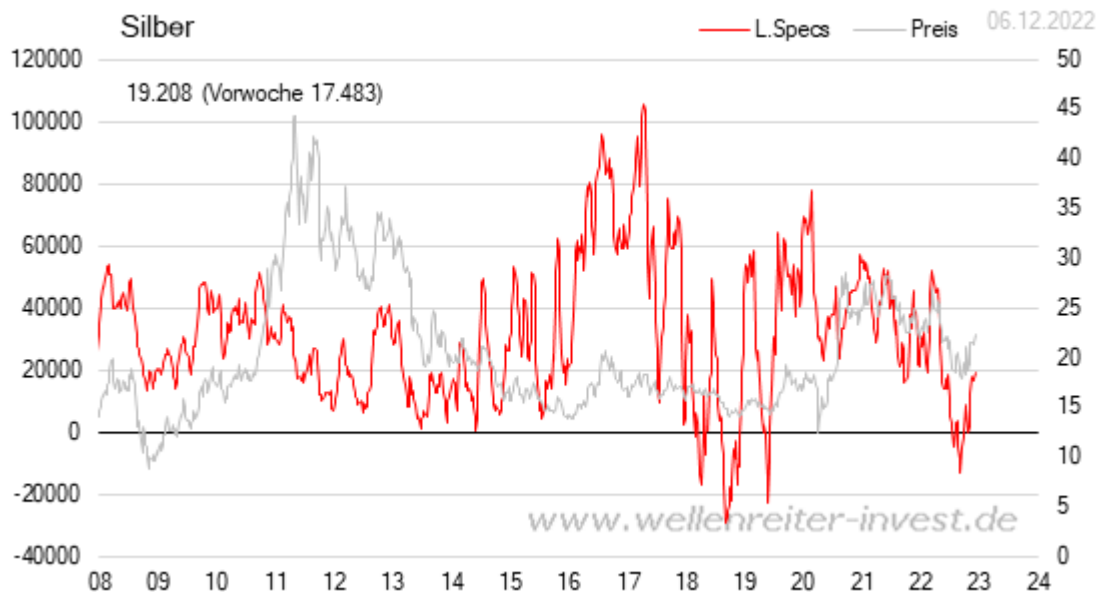


Abb. 4.29: Silber Großspekulanten

Die 200-Tage-Linie (rot) hat Silber überwinden können.

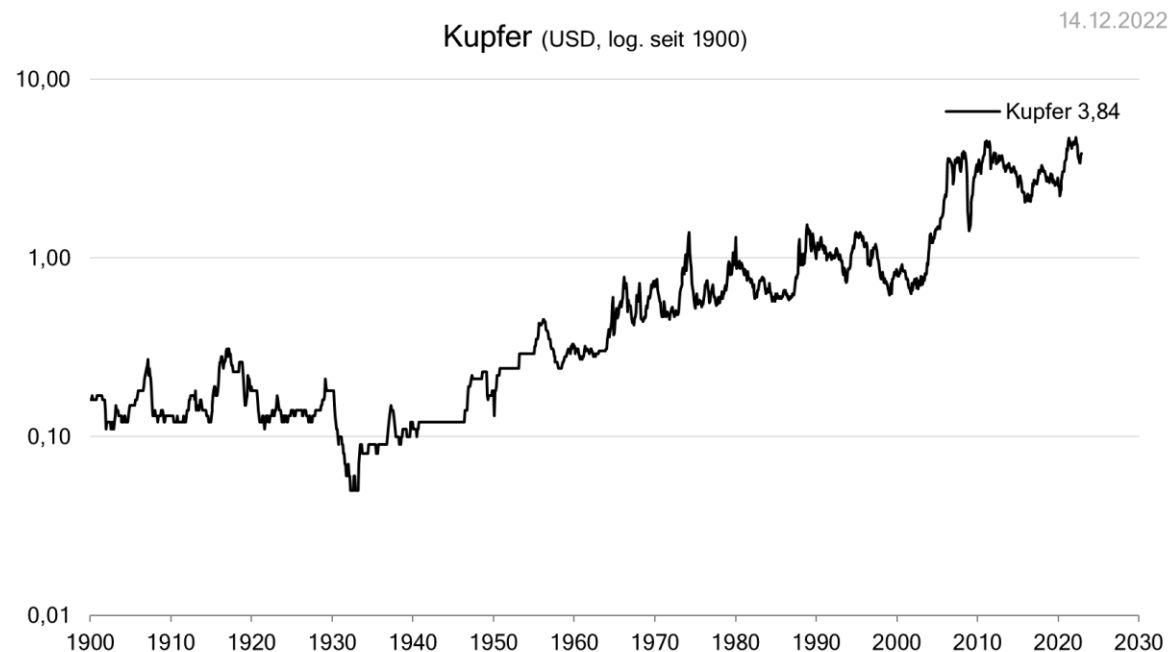


Abb. 4.30: Silber

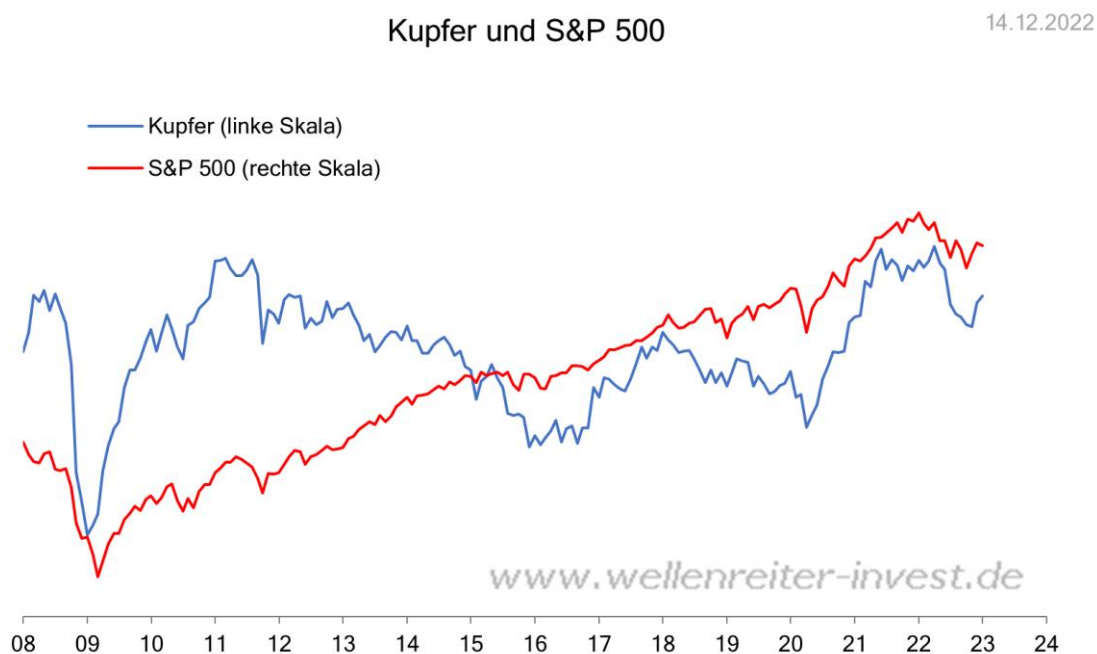
Die Ausgangssituation für eine Rally im Jahr 2023 erscheint gut.

Kupfer

Der Kupferpreis befindet sich in einem langfristigen Aufwärtstrend. Der Future in New York notiert knapp unter 4 \$Cent/Pfund.



Zu 75% wird Kupfer zur Führung elektrischen Stromes genutzt. Kupfer ist das meistgenutzte Industriemetall. Der Kupferpreis ist damit ein führender Konjunkturindikator. Wir haben für diesen Vergleich bewusst die Preisniveaus weggelassen. Wir wollen stattdessen auf die gemeinsamen Hoch- und Tiefpunkte aufmerksam machen (Hochs 2008, 2011, 2018, Anfang 2020, 2022; Tiefpunkte 2008/09, 2016, März 2020, Oktober 2022).



Kupfer läuft dem Ölpreis in Erholungsphasen häufig voraus, nur um schneller zu toppen. Das Doppeltief in Kupfer vom Juli und Oktober 2022 ist unter diesen Umständen ein interessanter Aspekt, weil es einen frühen Hinweis auf eine mögliche wirtschaftliche Erholung darstellt.

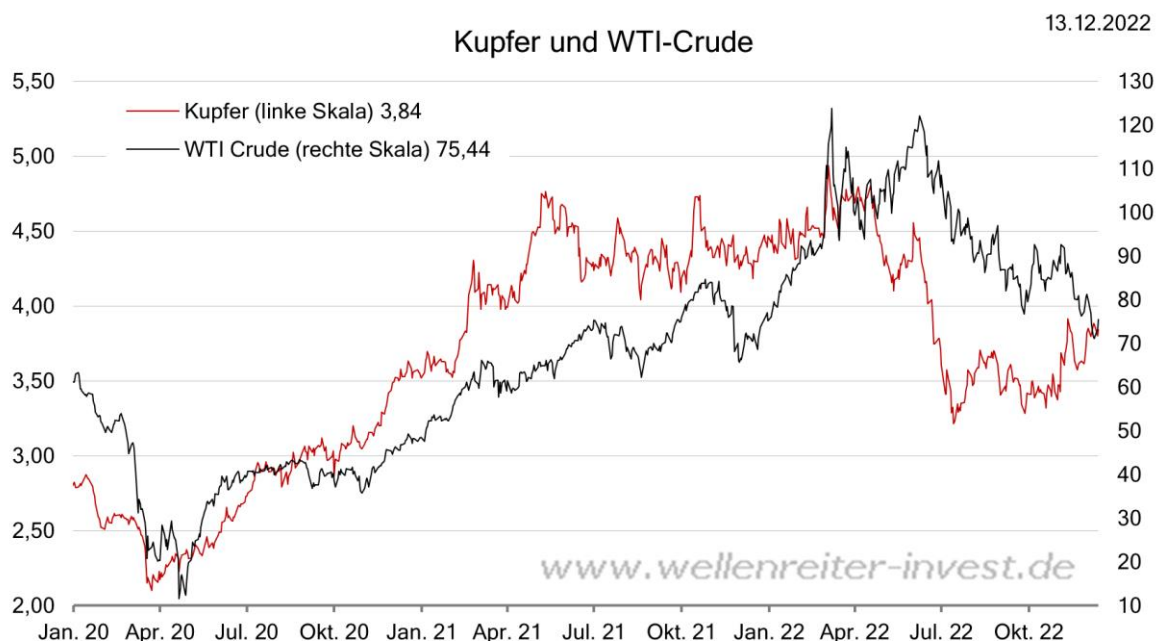


Abb. 4.33: Kupfer und WTI Crude

Saisonal steigt der Kupferpreis zwischen Januar und April.

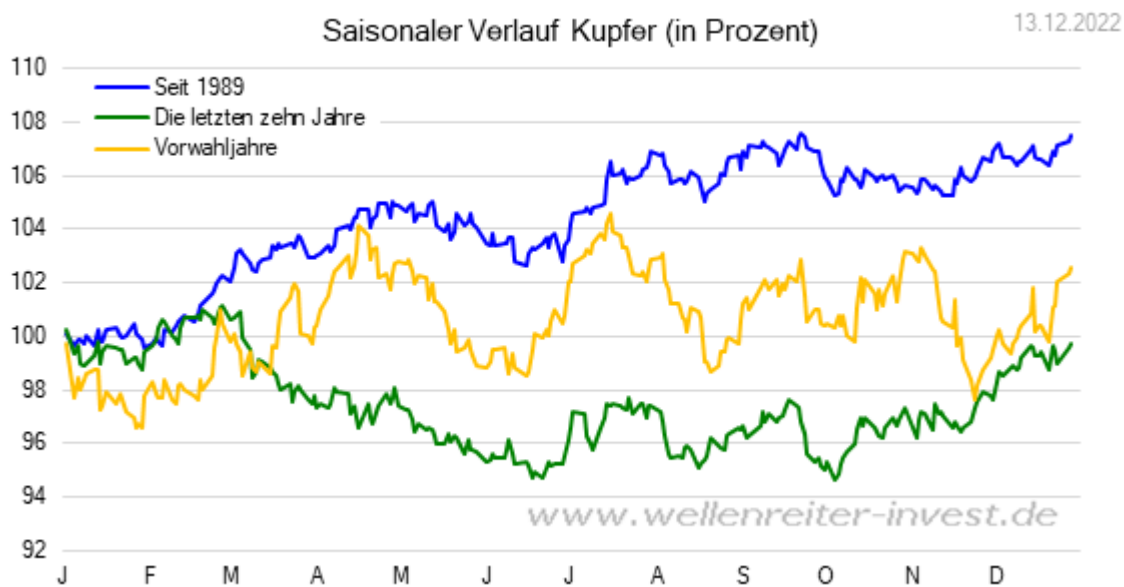


Abb. 4.34: Kupfer Saisonalität

Die neutrale Netto-Positionierung der Großspekulanten bei Kupfer lässt Raum für einen weiteren Preisanstieg.

Aus Sicht der Cot-Daten könnte das Tief valide sein. Die Marktteilnehmer kauften, als die Großspekulanten eine Netto-Positionierung von -32.000 aufgebaut hatten.

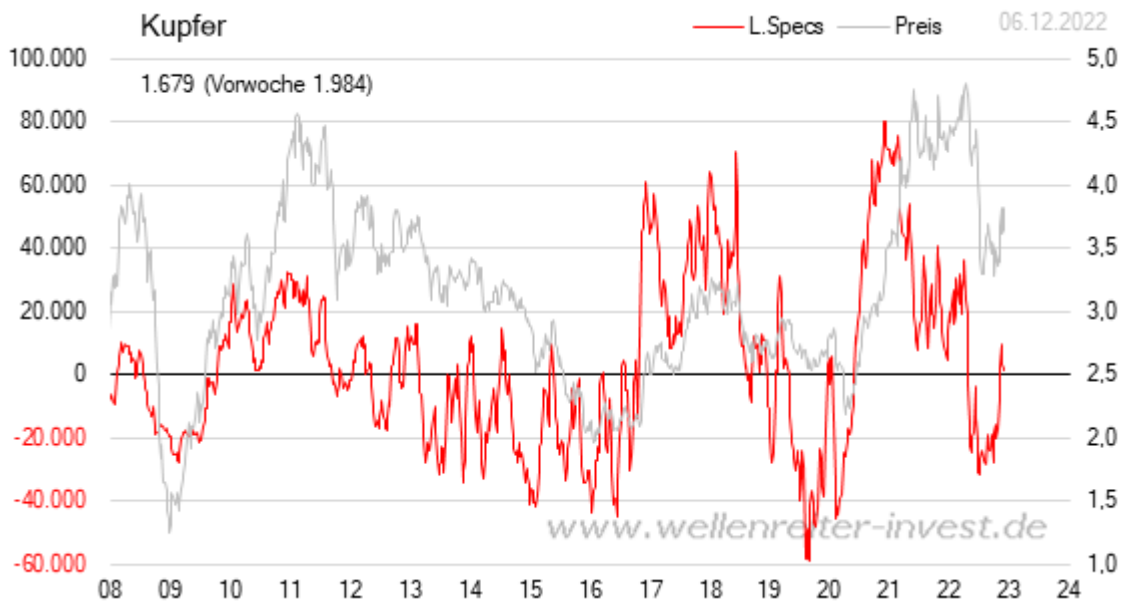


Abb. 4.35: Kupfer Großspekulanten

Solange der Kupferpreis steigt, signalisiert er eine stabile Weltwirtschaft, von der auch die Aktienmärkte profitieren würden.

4.4 Agrar

Übersicht

Die nachwachsenden Rohstoffe zeigten im Jahr 2022 eine große Heterogenität. Während Orangensaft einen positiven Verlauf nahm, blieb Bauholz der größte Verlierer.

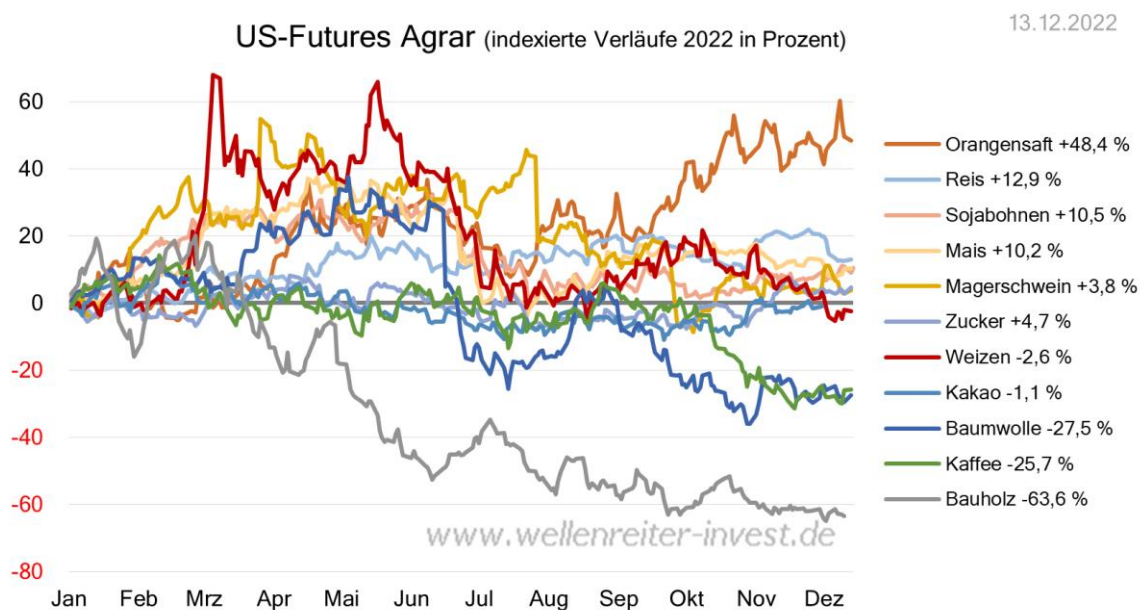


Abb. 4.36: Agrar-Futures

Die divergente Entwicklung der einzelnen nachwachsenden Rohstoffe kaschiert die quasi Null-Performance des gesamten Sektors im Jahr 2022.

Bauholz

Bauholz bleibt ein vorauslaufender Inflationsindikator.

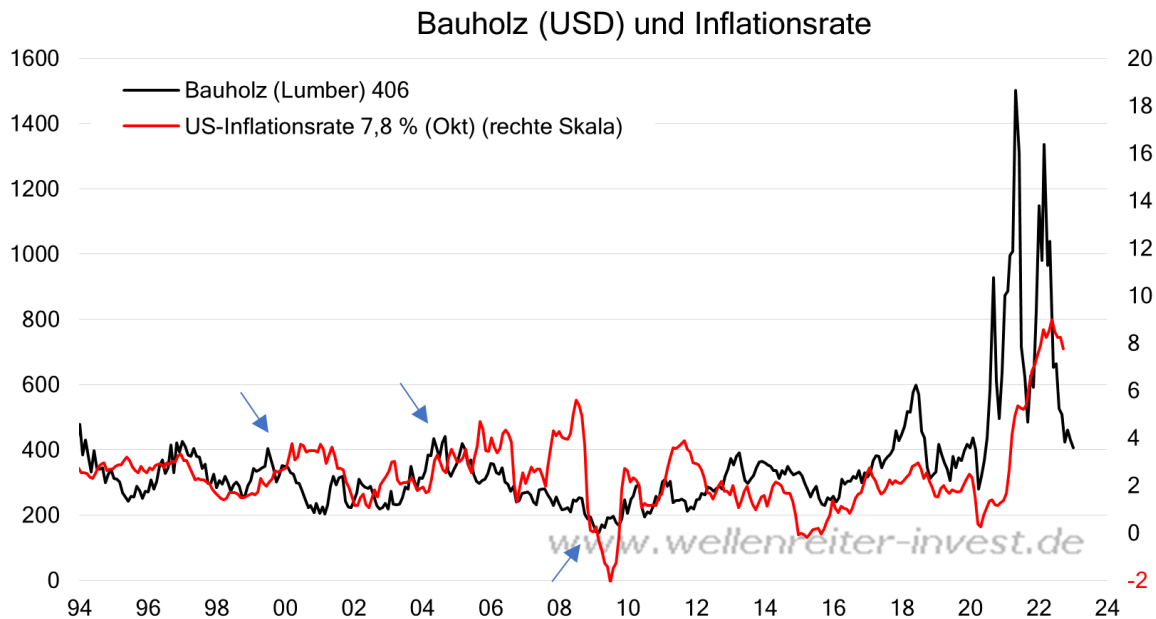


Abb. 4.37: Bauholz und Inflationsrate

Der Preis ist in seine Handelsspanne zurückgefallen. Dies erhöht die Chance für die US-Inflationsrate, ebenfalls zumindest an das obere Ende der üblichen Spanne (3-4%) zurückzukehren.

Weizen

Weizen ist einer der wichtigsten nachwachsenden Rohstoffe. Er liefert etwa 20 Prozent der globalen Kalorien und Ernährung. Die sechs wichtigsten Länder für den Weizenanbau sind die USA, Argentinien, Australien, Kanada, die EU und die Region um die Schwarzmeerküste (Russland, Ukraine, Kasachstan).

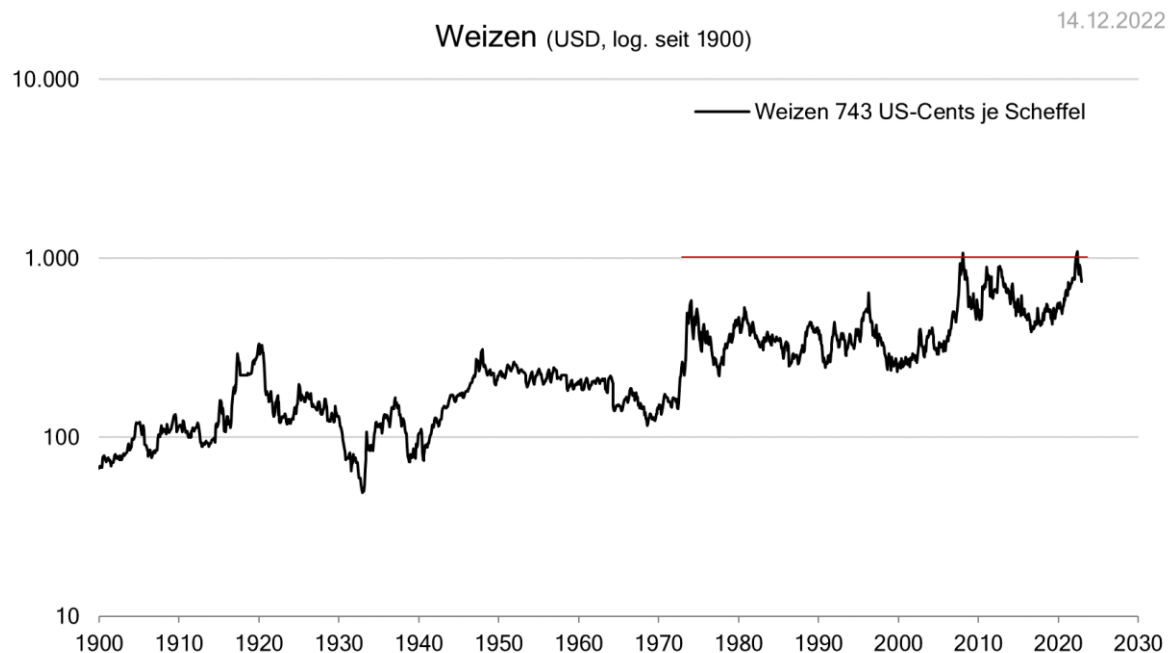


Abb. 4.38: Weizen

Weizen notiert bei 739 US-Cents pro Scheffel. Auch der Weizenpreis wird üblicherweise vom ONI-Index beeinflusst. Wenn La Nina endet, fällt der Weizenpreis häufig.

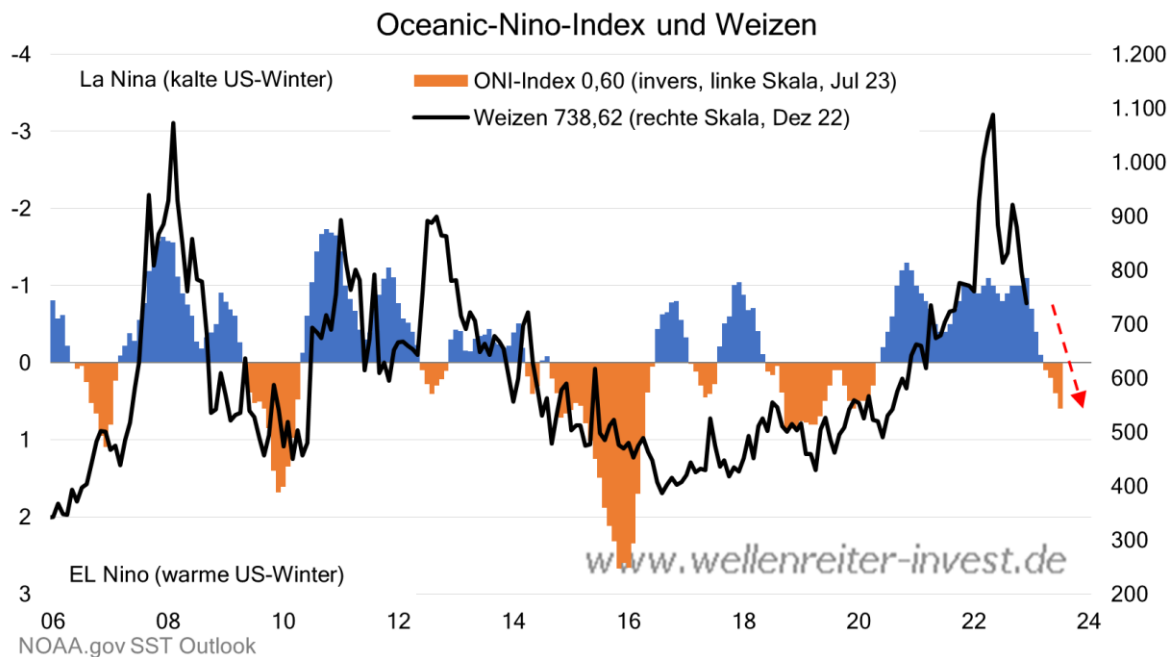


Abb. 4.39: ONI-Index und Weizen

Die Spekulation in Weizen hat noch etwas Luft nach unten.

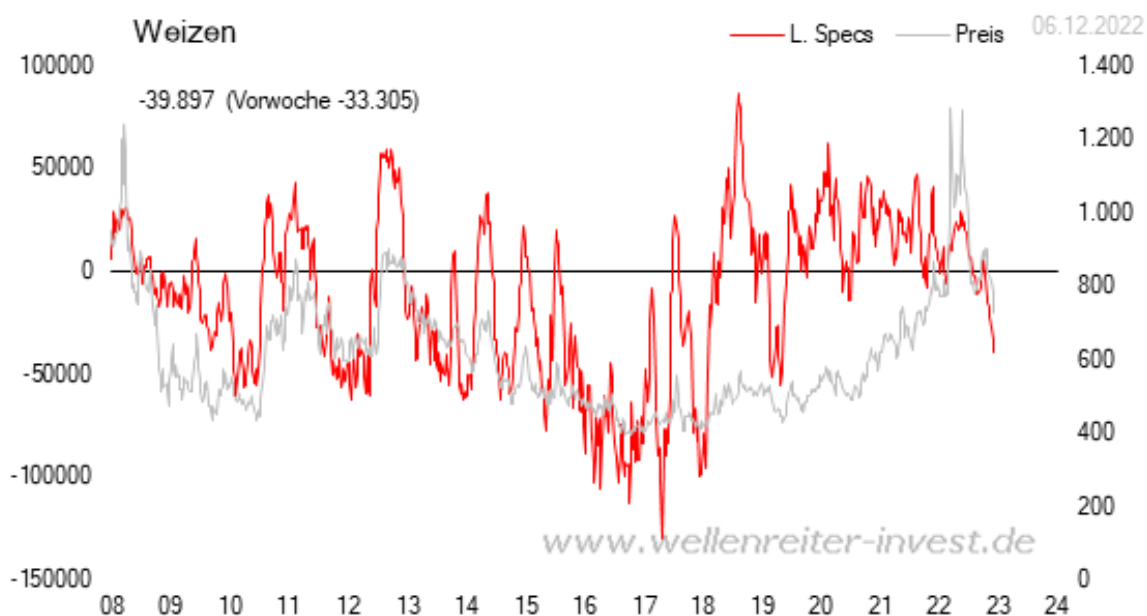


Abb. 4.40: Weizen Großspekulanten

Weizen könnte im Verlauf des Jahres 2023 in den Bereich von 500 US-Cents pro Scheffel fallen.

5. Der Aktienmarkt

5.1 Bewertung

Wir betrachten die Q-Ratio, den Buffet-Indikator, das Fed-Modell und das um 12 Monate nachlaufende KGV (TTM) als Bewertungsfaktor für US-Aktien. Per Ende des zweiten Quartals 2022 notierte die Q-Ratio für den US-Markt mit 1,31. Das Hoch befand sich bei 1,75 (Q2 2021). Eine gewisse Entlastung hat stattgefunden.

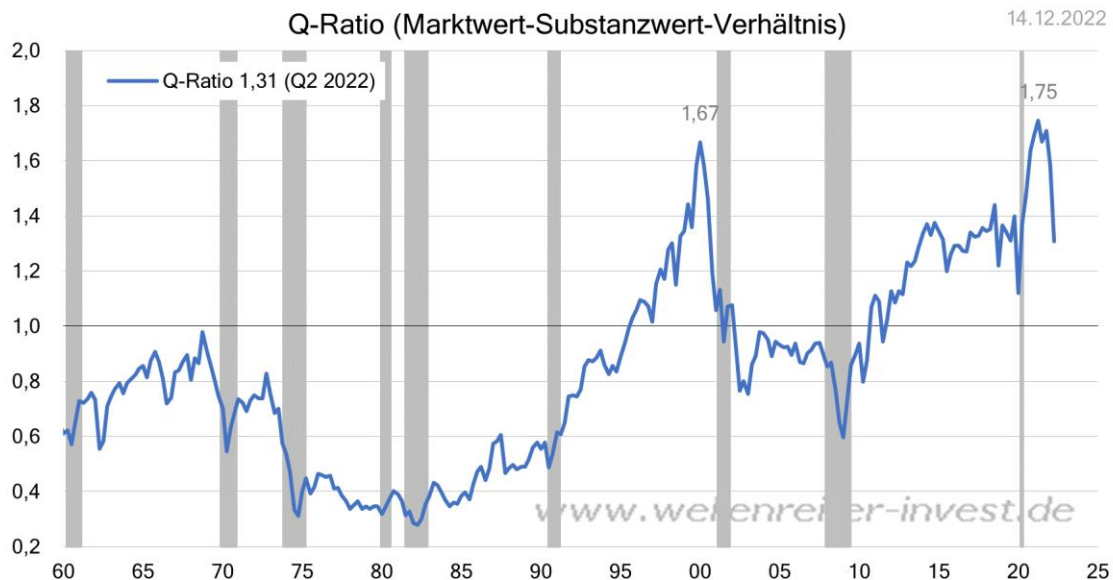


Abb. 5.1: Q-Ratio

Der Marktwert (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten), geteilt durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände (Substanzwert) ergibt den „Tobins Quotient“ (Q-Ratio). Man nennt dies Marktwert-/ Substanzwert-Verhältnis. Ein Wert von 1 zeigt eine faire Bewertung an. Aufgrund des Aufbaus dieses Indikators bestehen Gemeinsamkeiten zwischen der Q-Ratio und die Growth/Value-Ratio.

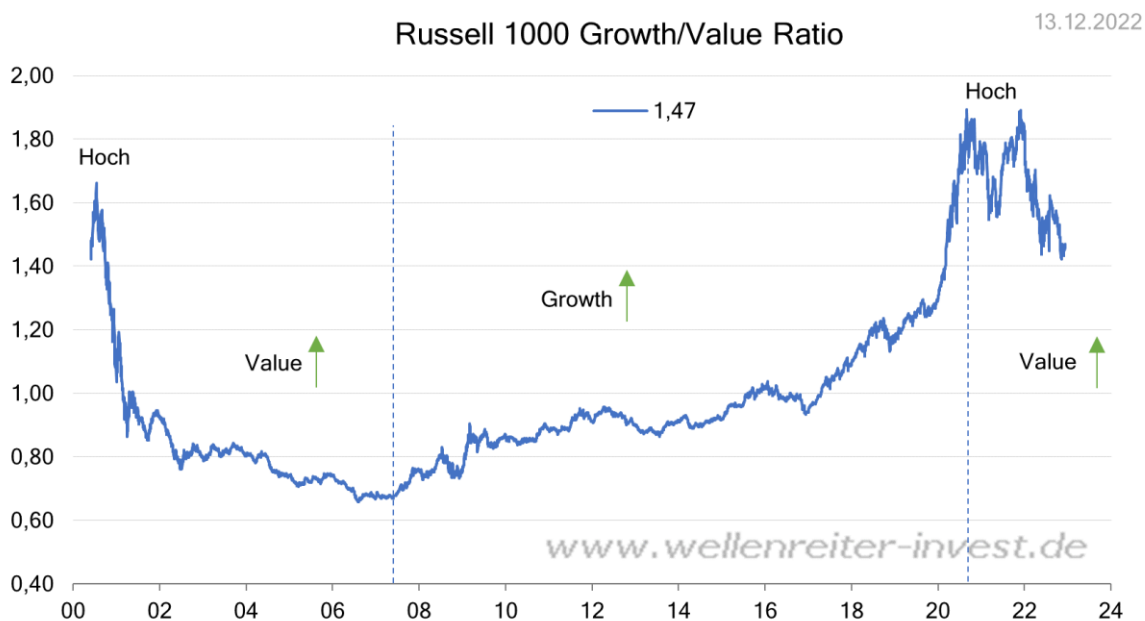


Abb. 5.2: Russell 1000 Growth/Value

Der so genannte „Buffet-Indikator“ vergleicht die Gesamtmarktkapitalisierung des US-Aktienmarktes (Wilshire 5000 Index) mit dem nominalen BIP, er ist eine Art Kurs-Umsatz-Verhältnis auf volkswirtschaftlicher Ebene. Der Buffet-Indikator fiel von 1,95 im dritten Quartal 2021 auf 1,55 aktuell. Er notiert dennoch historisch hoch.

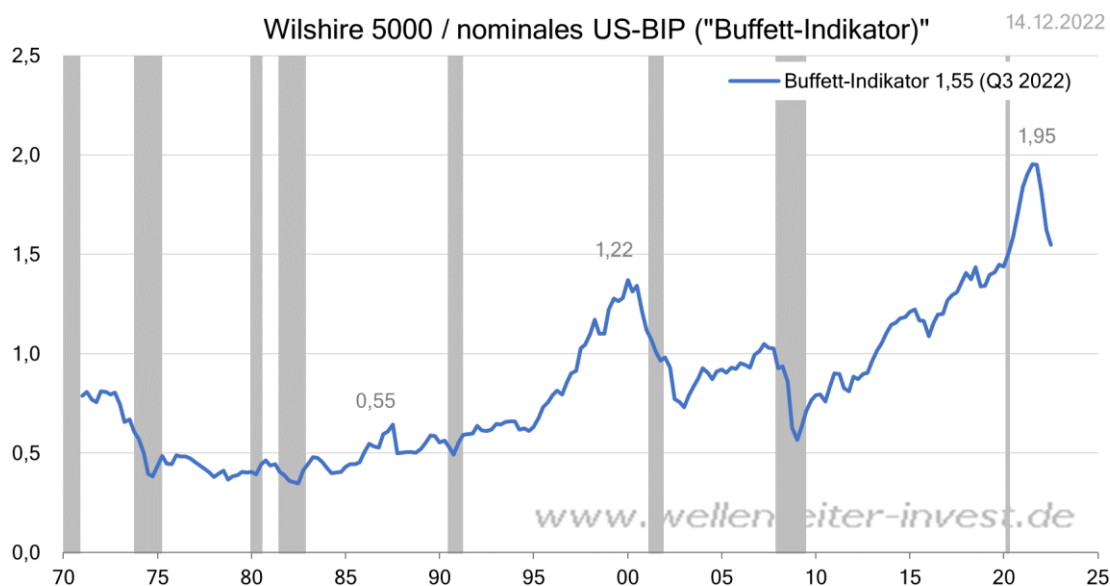


Abb. 5.3: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP

Das so genannte FED-Modell vergleicht die Spanne zwischen Anleihen- und Aktienrenditen. Die Aktienrendite beträgt 3,65%, die Anleihenrendite 3,70%. Sie notieren auf dem gleichen Niveau, eine Differenz ist minimal. Beide Renditen suggerieren, dass ein Vorteil für die eine oder andere Anlageklasse nicht besteht. Der rote Pfeil bezeichnet die Nulllinie.

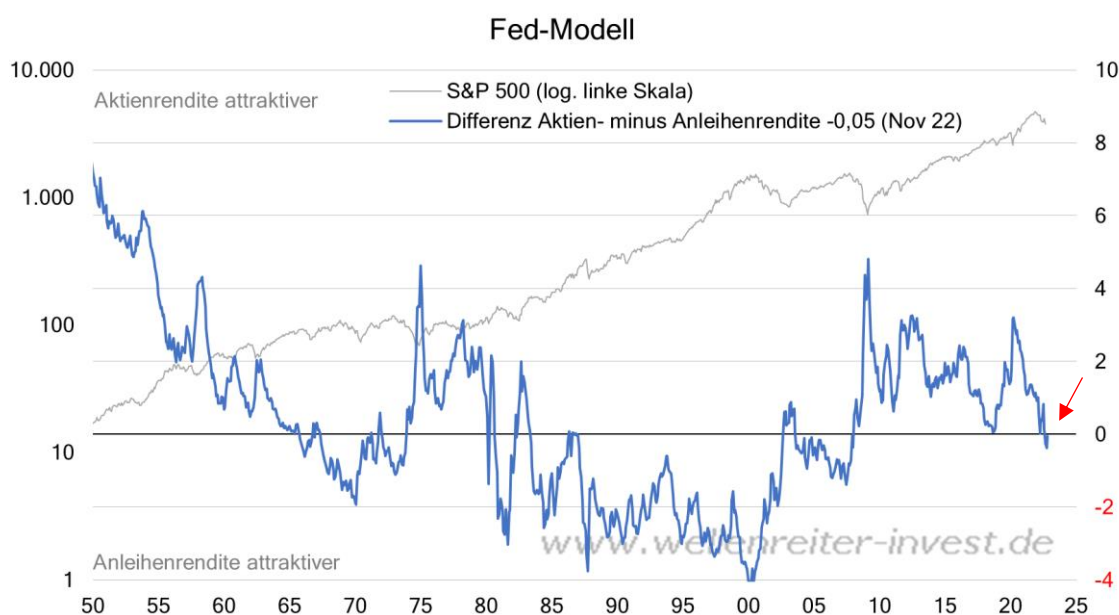


Abb. 5.4: Fed-Modell

Allerdings gilt, dass der Aktienmarkt den Anleihemarkt über einen längeren Zeitraum schlägt. Seit 1928 hat der S&P 500 hat jährlich um 8,5% zulegen können (inklusive Dividenden), während die 10jährigen US-Staatsanleihen ein jährliches Plus von 2,2%

und die US-Unternehmensanleihen von 4,3% erwirtschaftet haben. Alle Werte sind inflationsbereinigt und in US-Dollar berechnet. Insofern sollte das Fed-Modell keinen Empfehlungscharakter darstellen. Letztendlich waren es gerade die 1980er und 1990er Jahre, die hohe Aktiengewinne generiert haben. Vor dem Hintergrund des dargestellten Rezessionsrisikos bieten die Aktienmärkte momentan keinen Risikopuffer.

Die Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnis im S&P 500 (TTM) legt nahe, dass die Bewertung mit 19,7 weiterhin hoch ist. Der Kurs wird historisch üblicherweise mit dem 10 bis 20fachen des Gewinns bewertet.

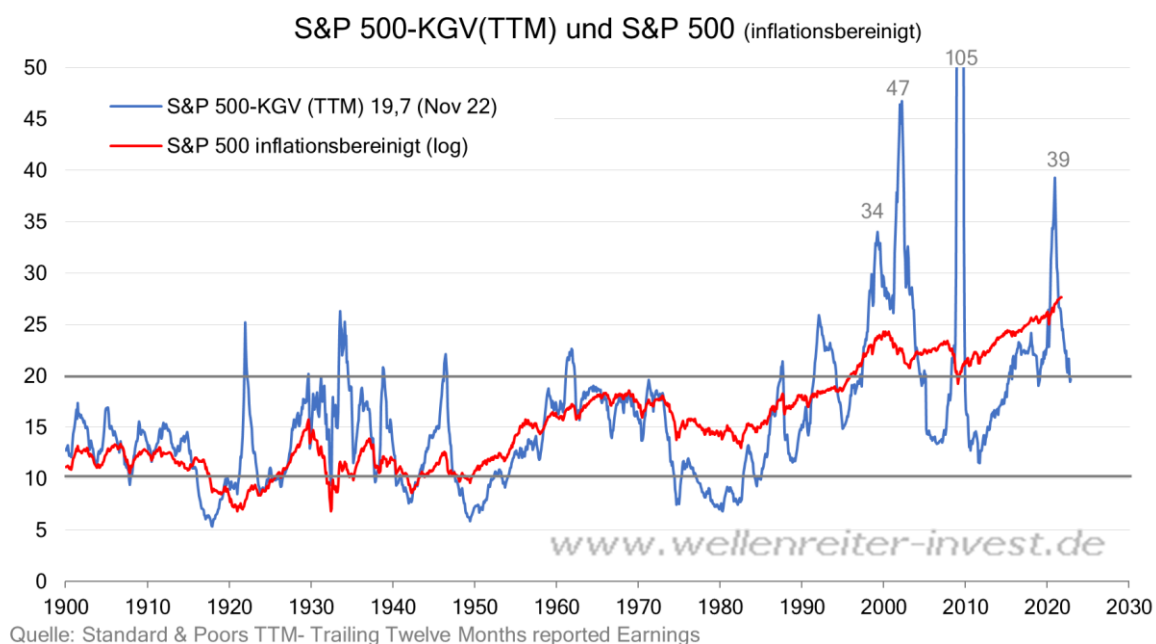


Abb. 5.5: S&P 500-KGV (TTM) und S&P 500

Man könnte argumentieren, dass sich die Bewertung seit der Spitze im Dezember 2020 (39,3) halbiert hat. Aber historisch sind die Bewertungen nicht dort, wo sie an einem Aktienmarkttief sein sollten. Die Spitze der Finanzkrise bei 105 war schlichtweg dem Umstand geschuldet, dass viele Unternehmen Verluste erzielten. Die Analysten sehen anhand der Gewinnschätzungen für 2023 ein Forward KGV von 18,36.

Sollten sich die Analysten irren und die Gewinne stärker sprudeln, würde das Forward-KGV niedriger liegen. Auf der anderen Seite könnten im Rahmen einer Rezession die Gewinne geringer ausfallen. Dann wäre das Forward-KGV zu niedrig angesetzt. Eine US-Rezession ist in den Gewinnschätzungen nicht eingepreist. Sollte sich eine harte Landung manifestieren, dann würde der S&P 500 deutlich fallen müssen, um eine 40 bis 50%-Abwärtsstrecke zu vollenden. Hingegen würde bei einer sanften Landung wie 1966 oder 1994 ein KGV auf dem aktuellen Niveau das benötigte Luftkissen zur Verfügung stellen. Dann könnte ein Retest der Marke von 3.500 Punkten ausreichen, um das Tief zu bestätigen. Der S&P 500 würde es bei einer 25%-Korrektur belassen und nach dem Retest in einen Bullenmarkt übergehen.

5.2 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2023 ist ein Vorwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Seit 1897 stellt sich die durchschnittliche Performance des Dow Jones Industrial Average (nachfolgend Dow Jones Index) im US-Präsidentschaftszyklus wie folgt dar:

Nachwahljahre +7,6%

Zwischenwahljahre +3,9%

Vorwahljahre +12,1%

Wahljahre +7,9%

Historisch betrachtet sind Vorwahljahre die stärksten Jahre im Wahlzyklus.

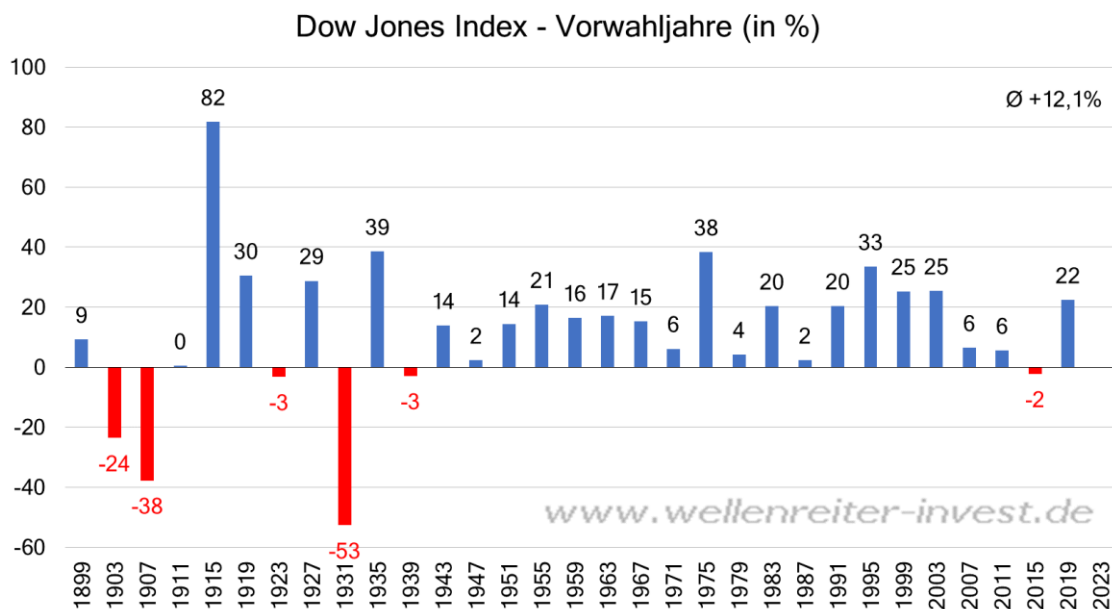


Abb. 5.6: Dow Jones Index Verteilung Nachwahljahre (prozentuale Veränderung)

Mit Ausnahme des Jahres 2015 verliefen alle Vorwahljahre nach dem 2. Weltkrieg positiv. Das Jahr 2015 sah lediglich ein geringes Minus. Vorwahljahre sind allerdings auch dafür bekannt, nach einer starken Frühjahrsperformance im Sommer ein Hoch auszubilden und einzuknicken (1987, 1991, 2007, 2011, 2015).

Im klassischen Zyklus sind die letzten beiden Jahre des Wahlzyklus – das Vorwahl- und das Wahljahr – die fiskalpolitisch starken Jahre. Die amtierenden US-Präsidenten schieben die Wirtschaft an, um die Wahrscheinlichkeit einer Wiederwahl zu erhöhen. In den letzten Zyklen veränderte sich dieses Verhalten. Sowohl Barack Obama (Maßnahmen gegen die Finanzkrise) als auch Donald Trump (Steuerreform) halfen in den ersten beiden Jahren der Wirtschaft auf die Beine. Das Infrastrukturpaket von US-Präsident Biden bedeutet nochmals einen größeren fiskalischen Stimulus, aber der monetäre Stimulus wurde im Jahr 2022 heruntergefahren.

In Joe Bidens bisheriger Amtszeit stieg der Dow Jones Index um 10,3 Prozent. Der Wertzuwachs liegt auf dem Niveau der ersten beiden Jahre Bill Clintons oder Donald Trumps.

Jahre	Präsident	Senat	Rep.Haus	Dow	%Veränd.	%Amtszeit
1945-1946	Harry S. Truman			177	+16,6	
1947-1948				177	+0,1	
1949-1950				235	+32,5	
1951-1952				291	+23,8	+91,4
1953-1954	Dwight D. Eisenhower			404	+38,8	
1955-1956				499	+23,5	
1957-1958				584	+17,0	
1959-1960				616	+5,5	+111,7
1961-1962	John F. Kennedy			652	+5,8	+5,8
1963-1964	Lyndon B. Johnson			874	+34,0	
1965-1966				786	-10,1	
1967-1968				944	+20,1	+44,7
1969-1970				839	-11,1	
1971-1972	Richard Nixon			1.020	+21,6	
1973-1974				616	-39,6	-34,7
1975-1976				1.005	+63,1	+63,1
1977-1978				805	-19,9	
1979-1980	Gerald Ford			964	+19,8	-4,0
1981-1982				1.046	+8,5	
1983-1984				1.211	+15,8	
1985-1986				1.895	+56,5	
1987-1988	Ronald Reagan			2.168	+14,4	+124,9
1989-1990				2.633	+21,4	
1991-1992				3.301	+25,4	+52,3
1993-1994				3.834	+16,1	
1995-1996	Bill Clinton			6.448	+68,2	
1997-1998				9.181	+42,4	
1999-2000				10.788	+17,5	+226,8
2001-2002				8.341	-22,7	
2003-2004	George W. Bush			10.783	+29,3	
2005-2006				12.463	+15,6	
2007-2008				8.776	-29,6	-18,6
2009-2010				11.578	+31,9	
2011-2012	Barack Obama			13.104	+13,2	
2013-2014				17.823	+36,0	
2015-2016				19.763	+10,9	+125,2
2017-2018				23.327	+18,0	
2019-2020	Donald Trump			30.606	+31,2	+54,9
2021-2022				33.747	+10,3	
2023-2024	Joe Biden					

Abb. 5.7: Zusammensetzung US-Kongress seit 1945

Nach den Zwischenwahlen („Midterm-Elections“), die am 8. November 2022 stattfanden, verbleibt die Mehrheit im Senat bei den Demokraten, während die Republikaner das Repräsentantenhaus übernahmen. Die obige Auflistung zeigt, dass die Opposition seit 1992 bei allen Zwischenwahlen das Repräsentantenhaus eroberte, es also zu einem Wechsel kam. In Antizipation einer Abschwächung ihrer Position hatten die Demokraten in der letzten Wahlperiode ein wesentliches Vorhaben wie den „Inflation

Reduction Act“ durchgesetzt. Der demokratische Präsident Bill Clinton regierte in den 1990ern in 6 seiner 8 Amtsjahre gegen eine Mehrheit der Republikaner in Senat und Repräsentantenhaus. Für die US-Aktienmärkte war dies ein sehr guter Zeitraum.

Wir beschreiben die Durchschnittsverläufe des Dow Jones Index im ersten und zweiten Amtszyklus der US-Präsidenten. US-Präsident Joe Biden befindet sich in seinem ersten Amtszyklus.

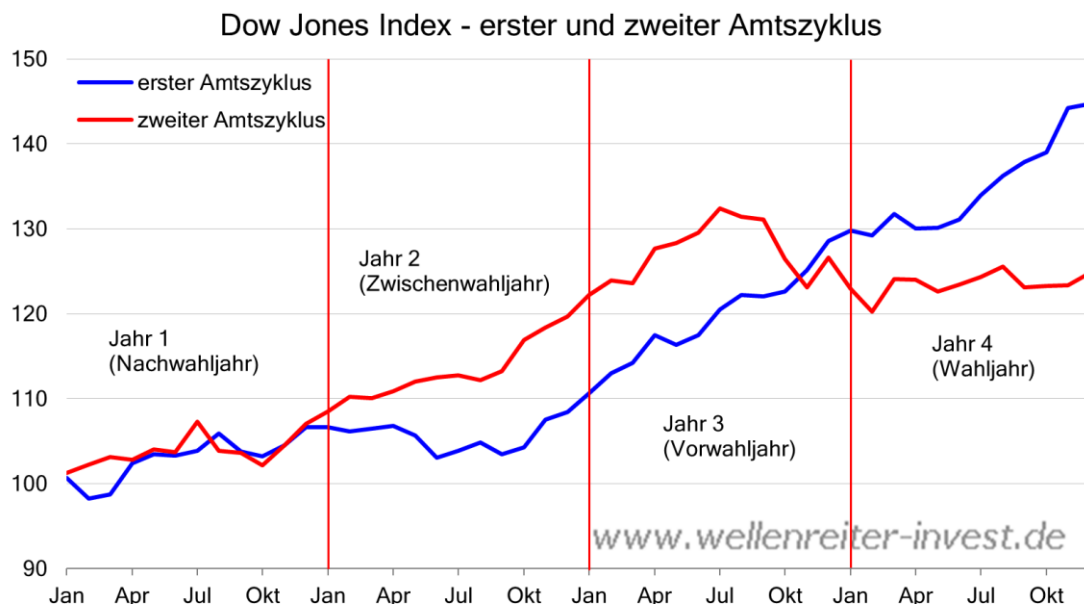


Abb. 5.8: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus

Demnach verläuft die Entwicklung des Vorwahljahres im Rahmen eines ersten Amtszyklus stabil und positiv. Das dritte Jahr eines neu gewählten Präsidenten der Demokraten verlief aktientechnisch mit Ausnahme des Jahres 1995 (Bill Clinton) in einem recht engen Rahmen.

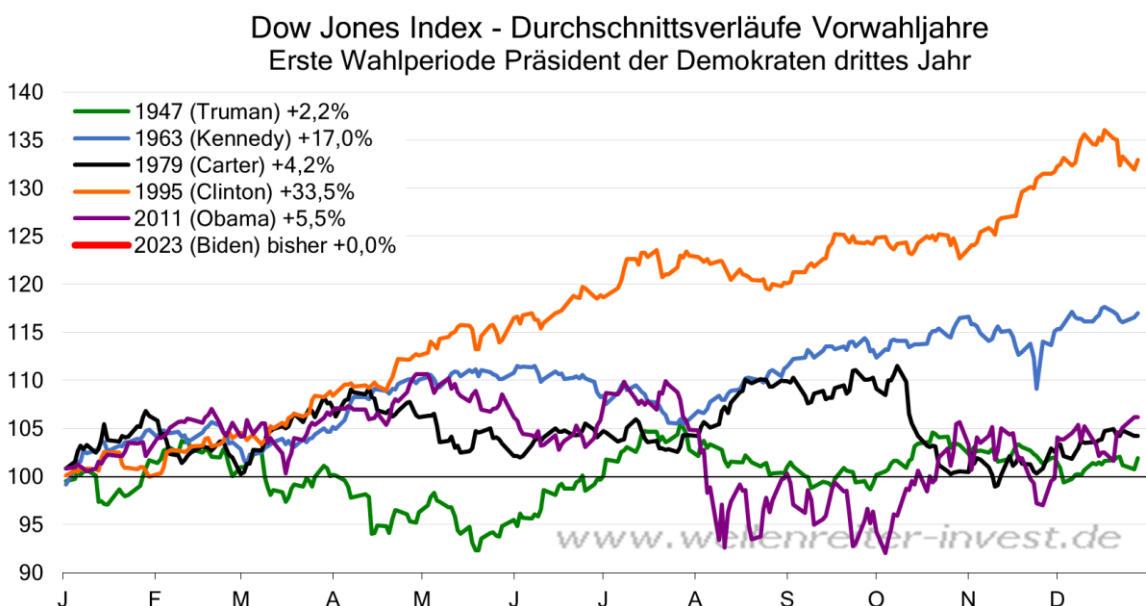


Abb. 5.9: Dow Jones Index – Durchschnittsverl. Vorwahljahre demokrat. Präsidenten erste Wahlperiode

Der durchschnittliche Verlauf eines Vorwahljahres ist durch einen starken Anstieg von Januar bis Mai gekennzeichnet, gefolgt von einer im Juli beginnenden volatilen Bewegung. Der Dezember ist ein Monat der Stärke. Das letzte Vorwahljahr war das Jahr 2019. Damals beendete Jerome Powell sein QT-Programm und senkte die Leitzinsen im Sommer das erste Mal, bevor er im Oktober ein neues QE-Programm ankündigte.

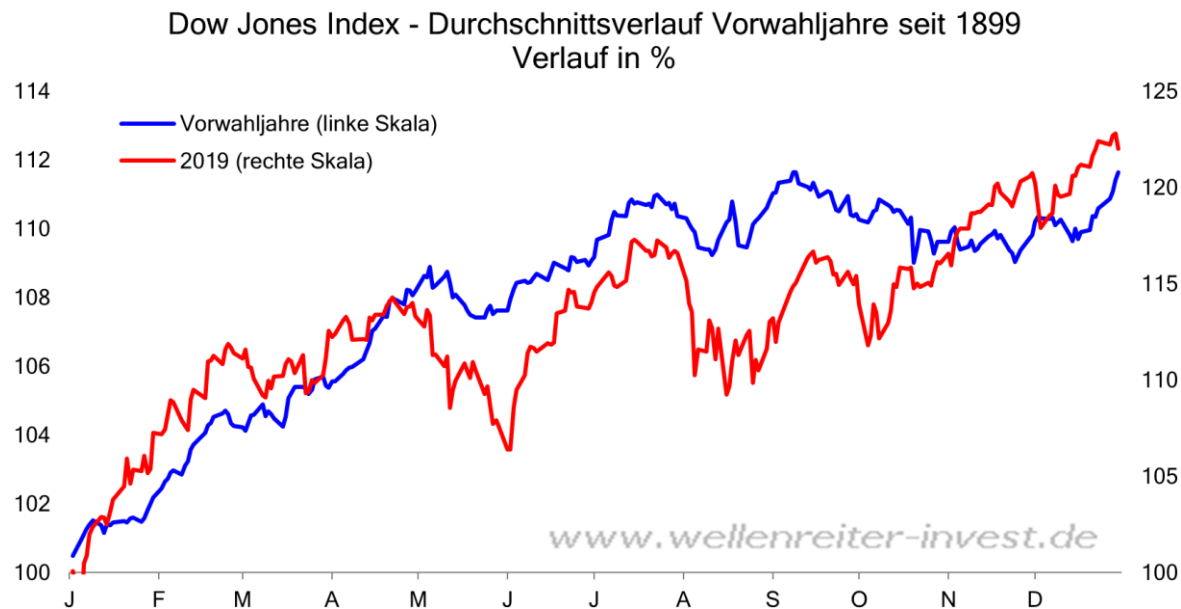


Abb. 5.10: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Vorwahljahre seit 1897 (Verlauf in Prozent)

Wir erwähnten bereits, dass mit der Finanzkrise die fiskal- und geldpolitischen Zyklen invertierten. Die Vorwahljahre 2011 und 2015 waren Jahre des monetären Entzugs. Das Jahr 2023 setzt diese Tradition mit dem Herunterfahren der Notenbankbilanz fort.

Aus Sicht der US-Indizes verliefen die Jahre 2011, 2015 und 2019 Jahre mit auffälligen Hochpunkten im Juli. Es folgten Abwärtsbewegungen, die in den Jahren 2011 und 2015 das Ausmaß einer 20%-Korrektur erreichten.

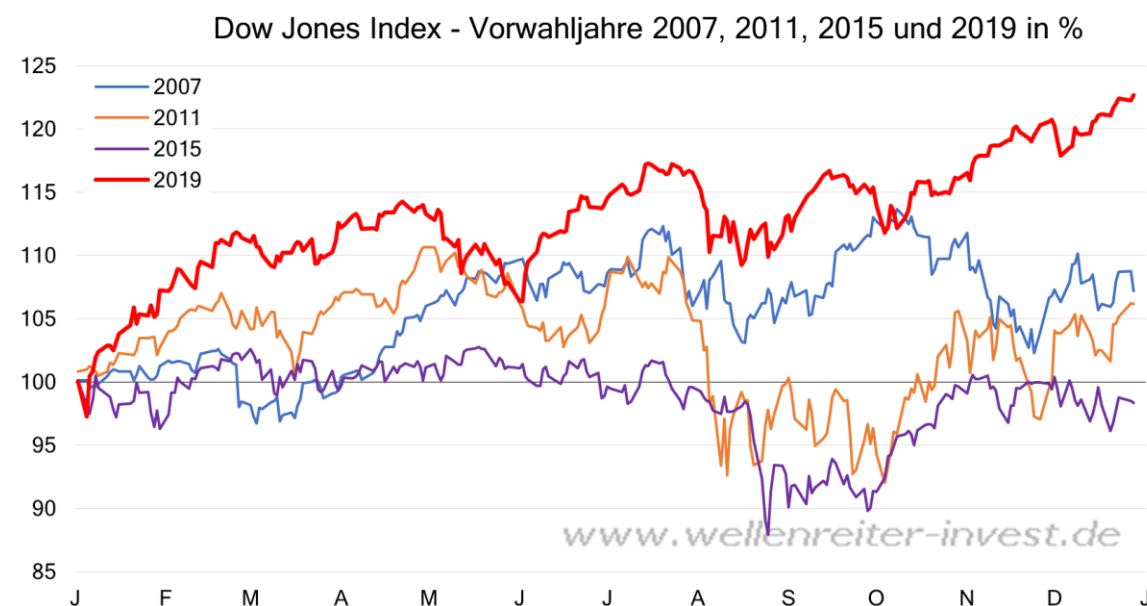


Abb. 5.11: Dow Jones Index - Vorwahljahre 2007, 2011, 2015, 2019

Das Verlaufsmuster aller Vorwahljahre seit 1963 zeigt ein Aufwärtscluster bis April/Mai und danach eine Phase der Konsolidierung, bevor es zum Jahresende meist wieder aufwärts geht. Dies spiegelt den Durchschnittsverlauf wider. Es kommt in der folgenden Grafik nicht darauf an, die Einzelverläufe zu erkennen.

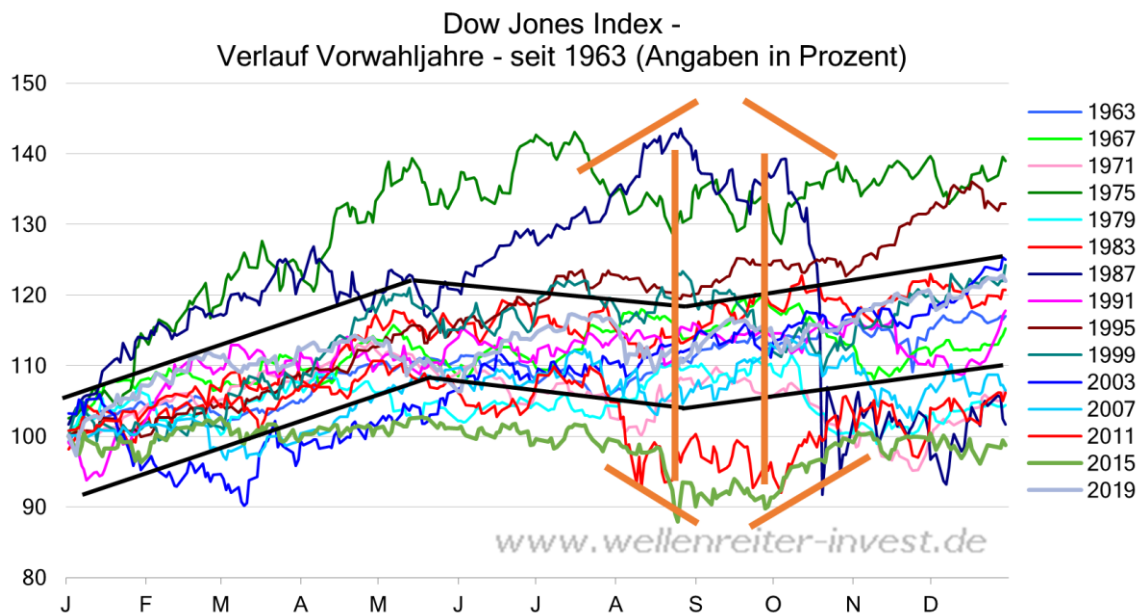


Abb. 5.12: Dow Jones Index – Verlauf alle Vorwahljahre seit 1963

Allerdings sind hier Risiken zu sehen, die sich im Herbst auftun. Die Streubreite und damit Standardabweichung vergrößert sich. Das Jahr 1987 war ein Vorwahljahr, das allerdings ein Plusjahr im Dow Jones Index war. Überhaupt endete nur das Jahr 2015 knapp im Minus. Insbesondere die erste Jahreshälfte zeigt sich häufig positiv. Eine Neigung zu größeren Korrekturen in der zweiten Jahreshälfte ist vorhanden.

5.3 Dekadenmuster

Das Jahr 2023 ist ein „3er-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.

Historisch zeichnen sich die 3er-Jahre durch eine solide Performance aus. Durchschnittlich steigt der Dow Jones Index in einem 3er-Jahr um 10,3%.

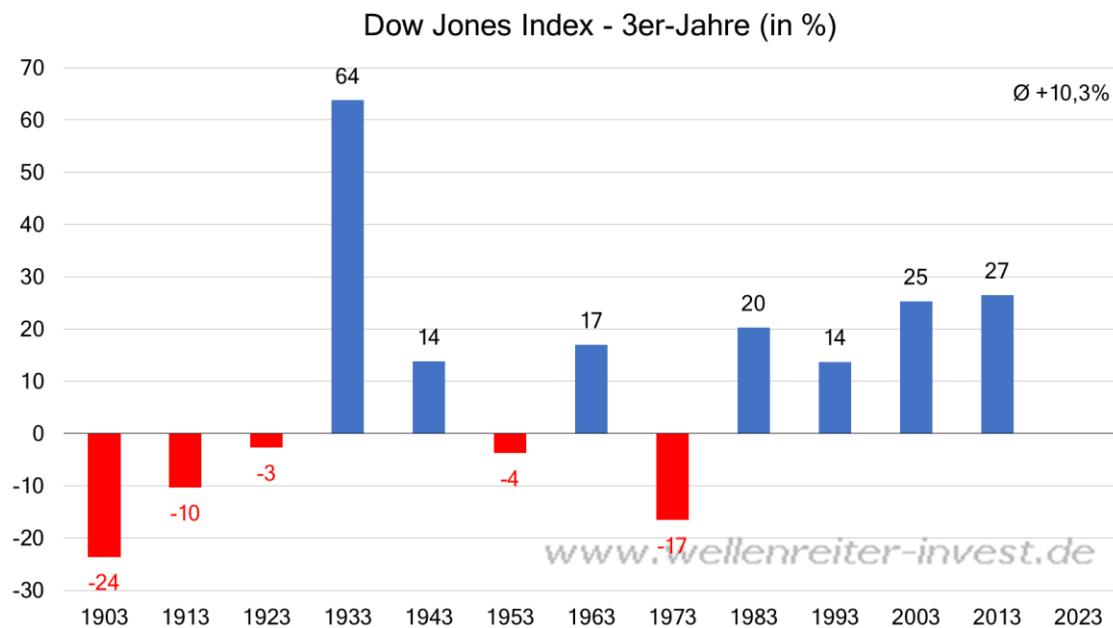


Abb. 5.13: Dow Jones Index Verteilung 3er-Jahre (prozentuale Veränderung)

Die vergangenen vier 3er-Jahre verliefen sehr positiv. Jedem dieser vier 3er-Jahre war eine Rezession vorausgegangen. Das stärkste 3er-Jahr war Jahr 1933 mit einer historisch fast einmalig zu nennenden Performance.

Häufig gelangen Diktatoren am Ende tiefster Krisen an die Macht. 1933 steht für die Machtergreifung Hitlers (ein Jahr nach dem Depression-Tief 1932), 1999 steht für Putins Aufstieg als russischer Ministerpräsident (ein Jahr nach dem Staatsbankrott Russlands). Die Zyklik will ist es, dass diese Figuren wirtschaftliche Erfolge für sich reklamieren, die nicht ihnen selbst, sondern dem Umstand der Machtübernahme auf einem absoluten Tiefpunkt zu verdanken sind. Der Irrglaube, ein Held zu sein, obwohl der Erfolg einer zyklischen Erholungsbewegung zu verdanken ist, koppelt auf diese Personen selbst zurück und bestärkt sie in ihrem Handeln.

Wir zeigen den Durchschnittsverlauf des 3er-Jahres insgesamt und ohne das Ausnahmejahr 1933.

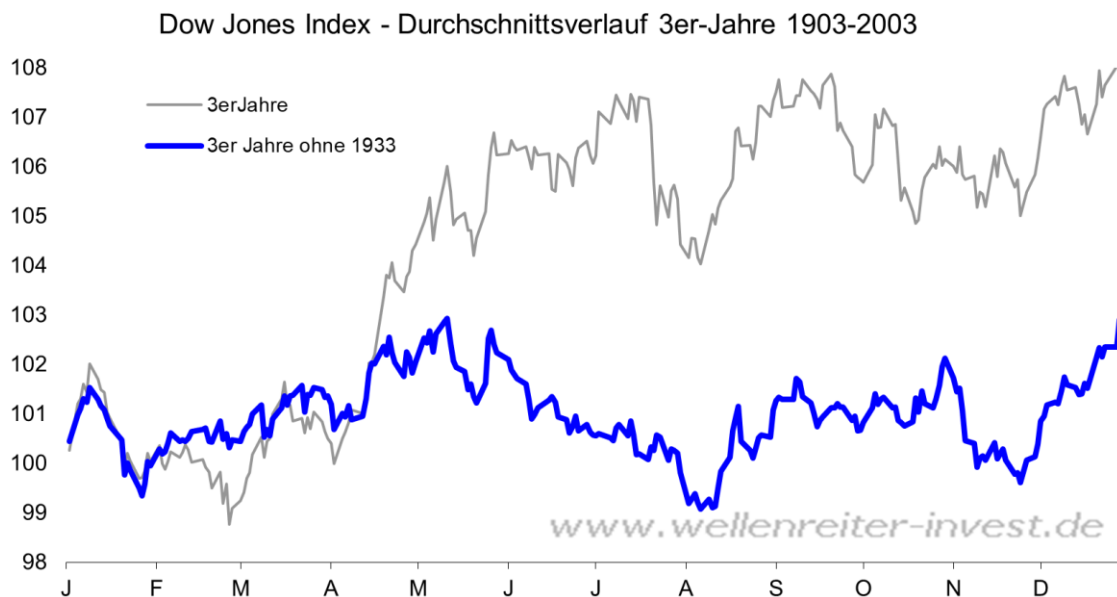


Abb. 5.14: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 3er-Jahre seit 1902

Nach einer Januar-Korrektur folgt im Frühjahr die beste Phase des Jahres. Danach geht es seitwärts/abwärts weiter, bevor der Dezember Stärke zeigt.

Den Verlauf der sechs 3er-Jahre seit 1900, die gleichzeitig Vorwahljahre waren, bilden wir mit Hilfe des folgenden Charts ab. Rezessionen führten in den Jahren 1942, 1962 und 1982 zu wichtigen Preistiefs, die jeweiligen Folgejahre verliefen sehr positiv. In 2002 bildeten sich im Juni und Oktober Doppeltiefs, diese wurden im März 2003 noch einmal getestet, danach drehte der Aktienmarkt stark nach oben. Bis auf die Jahre 1903 und 1923 waren die Verläufe positiv. Dem Jahr 1923 ging ein überdurchschnittliches Jahr 1922 voraus.

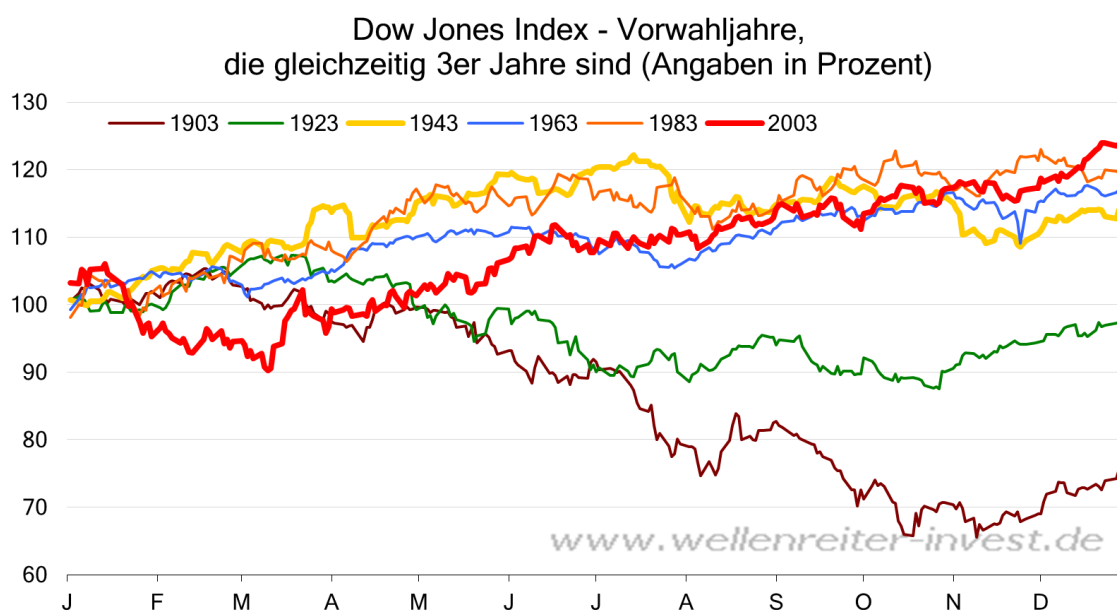


Abb. 5.15: Dow Jones Index – Durchschnittsverlauf 3er Jahre, die gleichzeitig Vorwahljahre sind

Das Jahr 1923 endete mit -3% unspektakulär. Nur das Jahr 1903 musste ein tieferes Minus hinnehmen.

Der Präsidentschaftszyklus gibt für das Jahr 2023 ein positives Signal. Vorwahljahre (+12,1%) sind die stärksten Jahre in diesem Zyklus, und 3er-Jahre (+10,1%) performen ebenfalls zweistellig. Die Muster beschreiben mit einer recht hohen Wahrscheinlichkeit einen positiven Verlauf bis April/Mai, gefolgt von einer möglichen Top-Bildung in Sommer und einer Risikoausweitung im Herbst. Zum Jahresende würde sich der Aktienmarkt erholen. Es wäre ein klassisches Sell-in-May-Muster.

Ein Risiko für dieses Szenario ist, dass dem 3er-Jahr zwar eine Aktienmarktkorrektur, aber nur eine kurze Rezession (Frühjahr 2020) vorausgegangen ist. Die vergangenen vier 3er-Jahre bauten hingegen auf bereinigten Märkten auf.

5.4 Sabbatzyklus

Am 25. September 2022 endete das Sabbatjahr. Häufig von Anleihencrashes, Zinsdramen und heftigen Energiepreisbewegungen begleitet, sind Sabbatjahre meist unruhige Jahre für die Aktienmärkte. Das Jahr 2022 ist keine Ausnahme gewesen.

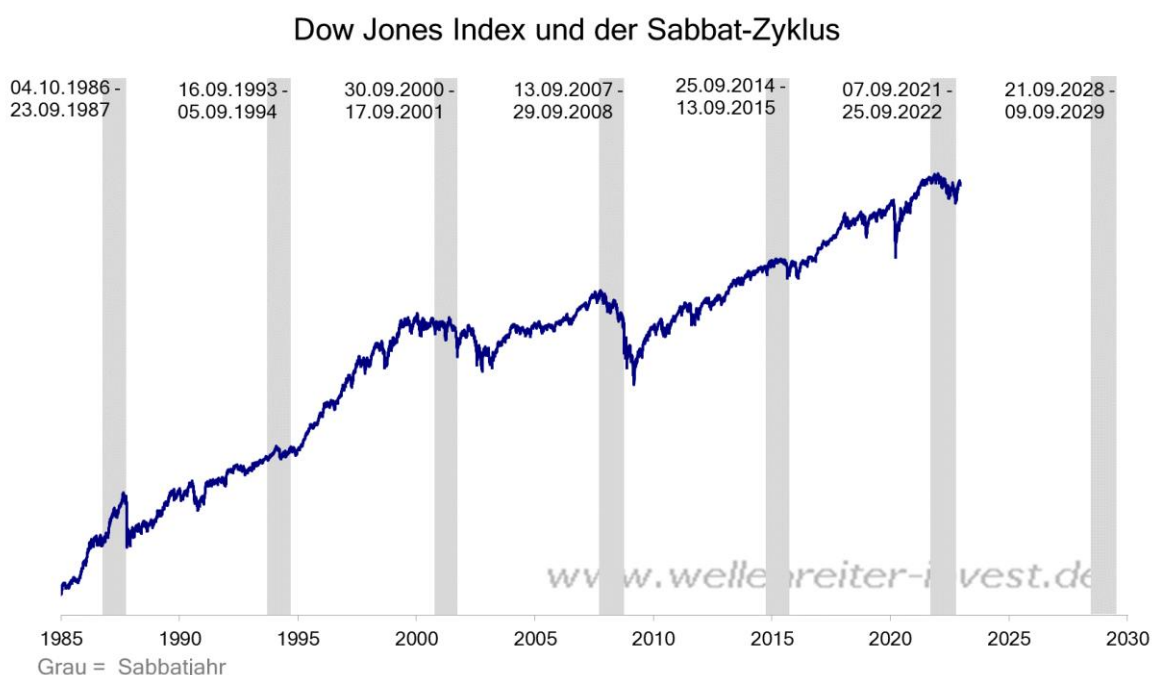


Abb. 5.16: Sabbatjahre

Manchmal sind die Tiefs mit dem Ende des Sabbatjahres gesetzt - wie 1987, 1994 und 2015. In den Jahren 2001 und 2008 gab es einen Nachhall bis ins nächste Frühjahr. Das aktuelle Verlaufstief des Dow Jones Index stammt vom 30. September 2022. Es erfolgte fünf Tage nach dem Ende des Sabbatjahres.

Betrachtet man die letzten vier Sabbatjahre (1986/87, 1993/94, 2000/01, 2007/08), so lässt sich in drei von vier Fällen ein Hang zum Drama feststellen, wobei auch der Renditeanstieg von 1994 für die Aktienmärkte unbequem und nicht ganz ohne war. Nur zwei der letzten sechzehn Sabbatjahre lassen sich als uneingeschränkt positiv bezeichnen (1944 und 1958). Sechs Jahre lang wird die Ernte eingefahren, im siebten Jahr wird sie liegengelassen.

Zählt man vom Sabbatjahr 2022 jeweils sieben Jahre zurück, so sind berühmt-berühmte Börsenereignisse wie an einer Perlenschnur ablesbar: 2015 (Ölpreis/China-Krise), 2008 (Lehman), 2001 (9/11), 1994 (Renditeschock), 1987 (Crash), 1980 (Inflationshoch), 1973 (Ölpreis-Schock) und 1966 (Beinahe-US-Rezession). Der Dow Jones Index beendeten den Schlussmonat der vergangenen acht Sabbatjahre (September) jeweils negativ, zuletzt im September 2002 mit -7,1%.

Aber genauso lässt sich feststellen, dass im Vorfeld von Sabbatjahren länger anhaltende Bullenmärkte am Werk waren. Das nächste Sabbatjahr beginnt am 21.09.2028. Es endet am 09.09.2029, im gregorianischen Kalender eine Zahl, die ein ideales Hochzeitsdatum darstellt. Aktienmärkte sind zyklisch ausgerichtet, Luft für einen Bullenmarkt wäre bis zum Jahr 2028 reichlich vorhanden. Aufwärtsperioden dauern deutlich länger als Abwärtsperioden. Bullenmärkte bieten die Gelegenheit zum längerfristigen Investieren. Wenn also beginnt der Zeitpunkt, sich für die 2020er-Dekade mit ersten Käufen warmzulaufen?

5.5 Verlaufsvergleiche

Szenario 1 typischer Bärenmarkt

Ein Bärenmarkt lässt sich idealtypisch in drei Phasen einteilen. Eine initiale Panikphase, die überraschend kommt und recht weit am Anfang steht, kennzeichnet den Beginn. Der Markt – nehmen wir den Dow Jones Index – fällt schnell und kann wie in den Jahren 2000 und 2007 um die 15% Verlust vom Top produzieren, manchmal auch mehr. Dies geschieht bevorzugt von einem niedrigeren Hoch aus, also nicht direkt vom Top. Dieser erste Einschlag wird gekauft. Die zweite Phase ist von einem volatilen Hoffen und Bangen gekennzeichnet. Es geht seitwärts-/aufwärts. Sie kann einige Monate dauern.

Die dritte und letzte Phase ist die Kapitulationsphase. Das Sentiment wird sehr negativ, „the end is near“. Da kommen nochmals 15 bis 20%-Verlust drauf. Die Welt geht aber nicht unter, sondern es ergibt sich eine langfristige Kaufgelegenheit. Es wird neue Favoriten geben, die es dann zu identifizieren gilt. Rohstoffpreise (z.B. Kupfer) sind häufig mit die ersten, die wieder steigen und dem Aktienmarkt vorauslaufen.

Würde die Bewegung seit Anfang Januar 2022 einen Bärenmarkt darstellen, würde die erste Panik im Dow Jones Index 22 Prozent betragen haben (S&P 500 25%, Nasdaq 100 34%). Die Marke von -22% liegt im Mittelfeld der Erst-Panik-Verluste.

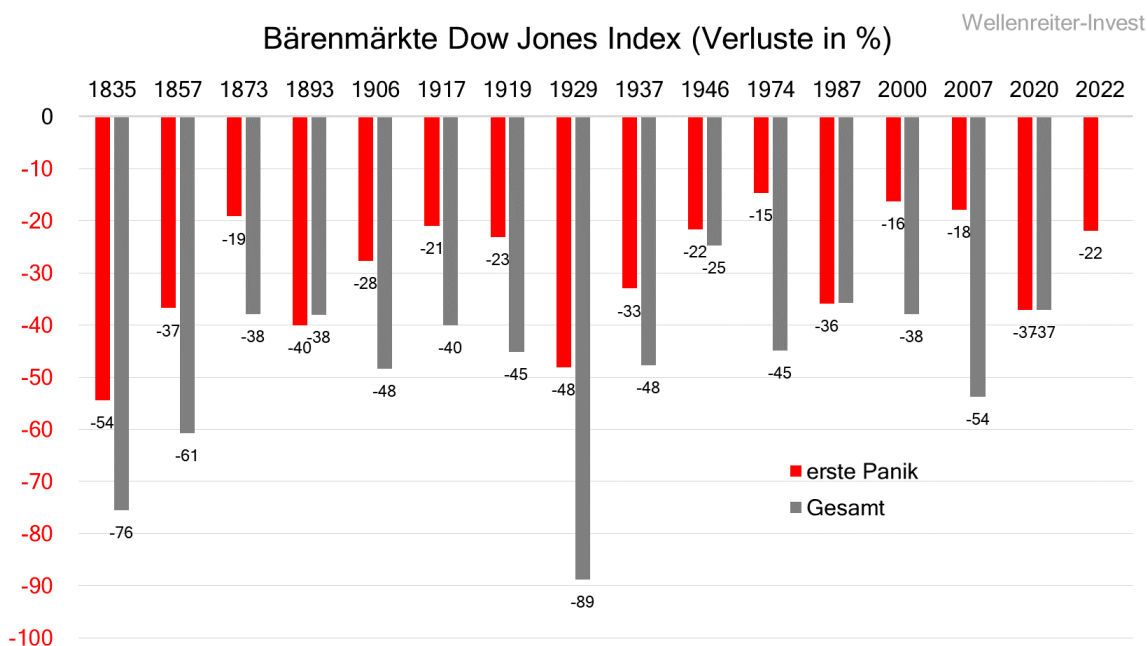


Abb. 5.17: Bärenmärkte Dow Jones Index

Eine anschließende Aufwärtsbewegung, die im Oktober 2022 begonnen haben dürfte, würde bei einer harten Landung nochmals eine finale Bärenmarktphase übergehen. Der Gesamtverlust würde zwischen 35% und 50% betragen, bevor ein Bullenmarkt einsetzen würde.

Wo würden wir jetzt stehen? Der eigentliche Rezessionstrade hätte noch nicht begonnen. Die Aktienmärkte sind bis September 2022 aufgrund der aggressiven Bekämpfung der Inflation durch die Fed („Lets get the job done“) gefallen. Im Oktober hätte die Erleichterungsrally begonnen. Sie basiert darauf, dass das Maximum der Fed-Aggressivität aufgrund nicht mehr steigender Inflationsraten erreicht wurde. Die Phase 2 hätte demnach begonnen. Der eigentliche Rezessionstrade (Phase 3) wäre von zurückgehenden Gewinnen, fallenden Zinsen und einem fallenden US-Dollar geprägt. Die Zinsen am langen Ende fielen unter den Leitzins. Die Arbeitslosigkeit würde steigen und die ISM-Indizes würden im Bereich von 40 bis 45 notieren. Sobald die Schmerzen der fallenden Gewinnaussichten steigen würden, sollte die Aktienmarkterholung enden und die Kapitulationsphase des Bärenmarktes Phase 3 eingeleitet werden. Ein Kapitulationstief im Jahr 2023 wäre die Folge.

Im Dow blieb Anfang Dezember ein Minus von 8% übrig, im S&P 500 von 15%, bevor die Märkte wieder zu fallen begannen. Üblicherweise wird ein finales Bärenmarkttief anderthalb bis zwei Jahre nach dem Beginn erreicht. Aktuell sind 11 Monate vergangen. Betrachtet man den bisherigen Verlauf, so lässt sich lediglich ein Muster identifizieren, das anfangs einen zögerlichen Fall durchführte, um dann doch noch insgesamt 50% zu verlieren: Der Verlauf von 1906 (violett).

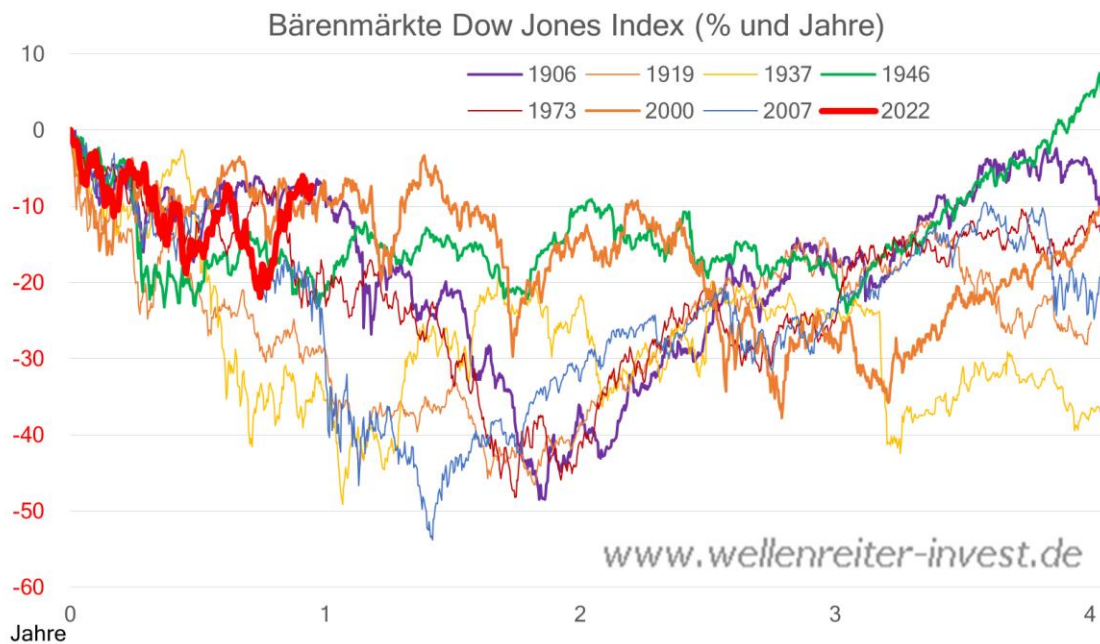


Abb. 5.18: Bärenmärkte einzeln

Auch der Bärenmarkt des Jahres 2000 zeigt eine Verlaufsparallele zur aktuellen Situation. Dies umso mehr, als damals die Growth-Werte nach einer KGV-Übertreibung ebenfalls abgestraft wurden. Das Trailing-KGV des S&P 500 erreichte im April 1999 mit 34 sein Verlaufshoch, im Dezember 2020 notierte es bei 39 im Verlaufshoch. Der Hype erreichte jeweils ein Jahr später seinen Höhepunkt – im Frühjahr 2000 (Infineon-IPO im März 2000) und im Herbst 2021 (Bitcoin und Nasdaq-ATH im November 2021).

Bärenmärkte können sich flach entwickeln – wie 1946 oder zunächst der 2000er – oder hohe Verluste um 50% einfahren (1906, 1919, 1937, 1973, 2007). Wenn es richtig ist, dass eine Parallele zum Jahr 2000 besteht, dann würde die Entwertung weiterhin vor allem in den Wachstumswerten stattfinden. Im Gegensatz dazu hätte der Dow Jones Index – dessen Verlustmaximum 2022 liegt bei 22% - bereits ein Großteil der Verluste abgearbeitet. Allerdings ist der Dow stark gestiegen, er würde dies alles wieder verlieren plus noch etwas mehr, sodass er im Maximum bei -30% langen könnte.

Viele Bärenmärkte weisen einen maximalen Verlust nahe oder um die 50% auf. Im Extremfall hätte der Dow Luft bis zum März-2020-Tief bei 18.000 Punkten. Er würde seinen gesamten seit März 2020 eingesammelten Gewinn abgeben. Das wäre aus unserer Sicht ein Maximum, aber nicht unbedingt das wahrscheinlichste Szenario in einem inflationsgetriebenen Abwärtsmarkt. Positiv lässt sich anführen, dass inflationsgetriebene Bärenmärkte kaum in einem derartigen Zusammenbruch enden, wie es deflationäre Ereignisse zu tun pflegen.

Szenario 2 Abkürzung

In den Sabbatjahren 1986/87, 1993/94 und 2014/15 war das Tief am Ende des Sabbatjahres drin, wenn man den Oktober miteinbezieht. Im Folgejahr stiegen die Kurse. Das Jahr 1962 war zwar kein Sabbatjahr, aber es zeigt die positive Alternative auf.

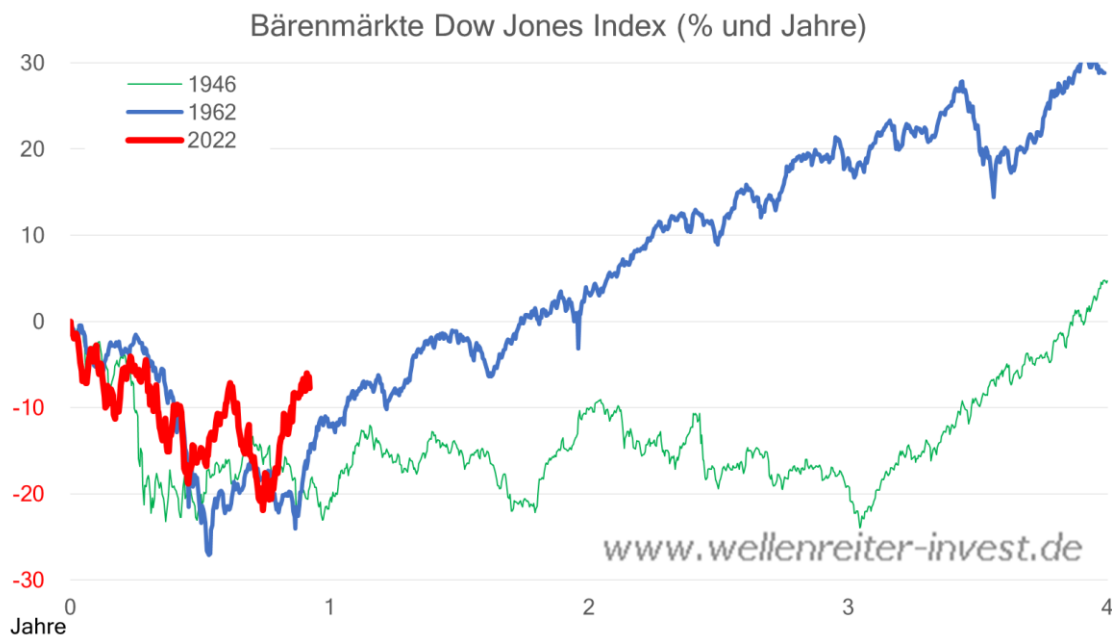


Abb. 5.19: Bärenmärkte 1946 und 1962

Dafür müssten einige oder alle der folgenden Entwicklungen geschehen: Inflation- und Energiepreise fallen, der US-Dollar hat sein Hoch markiert. Die Zinsen sind rückläufig, fallen aber nicht auf ein deflationäres Niveau. Der US-Arbeitsmarkt bleibt weitgehend stabil, der ISM-Dienstleistungsindex bleibt oberhalb von 50 (signalisiert Stärke der US-Konsumenten), der US-Hausbaumarkt beginnt sich mit fallenden Zinsen zu stabilisieren. Chinas Wachstumsraten steigen langsam wieder. Die verschmähten europäischen Märkte gewinnen mit fallenden Energiepreisen und einer möglichen Beruhigung der Situation in der Ukraine an zyklischer Attraktivität. Dafür ist ein steigender Euro ein Signal. Im weltweiten Aktienmarktranking belegte Deutschland im September Platz 47 von 49 auf unserer Liste. Eine derart schwache Positionierung Deutschlands sahen die internationalen Marktteilnehmer in der Vergangenheit häufig als Kaufgelegenheit.

Sollte sich Szenario 1 ergeben, würden die Kurse nach dem Anstieg nochmals fallen. Die Erleichterungsrally wäre lediglich ein erster Trade gewesen. Nach Szenario 2 wäre mit dem Ende des Sabbatjahres der Bärenmarkt durch, die Käufe würden sich entsprechend längerfristig rentieren. Die Tiefpunkte wären gesetzt. Wieder fallende Zinsen würden Investitionen erleichtern. Profiteure wären Kupfer, Eisenerz und Aluminium, die erneuerbaren Energien, Tech-Werte, Industriewerte, Zykliker allgemein. Aber auch Small Caps neigen dann zur Outperformance. Man betrachte die Erholung des MDAX in den vergangenen Wochen. Ein neuer Zyklus könnte einer Phase der Bodenbildung begonnen haben.



Unser Verlaufsvergleich mit den 1950er Jahren hat sich über die Jahre bewährt. Danach wäre eine Top-Bildung im Gange. Danach würden die ersten Monate des Jahres 2023 zur Schwäche neigen, bevor eine Aufwärtsentwicklung einsetzt.

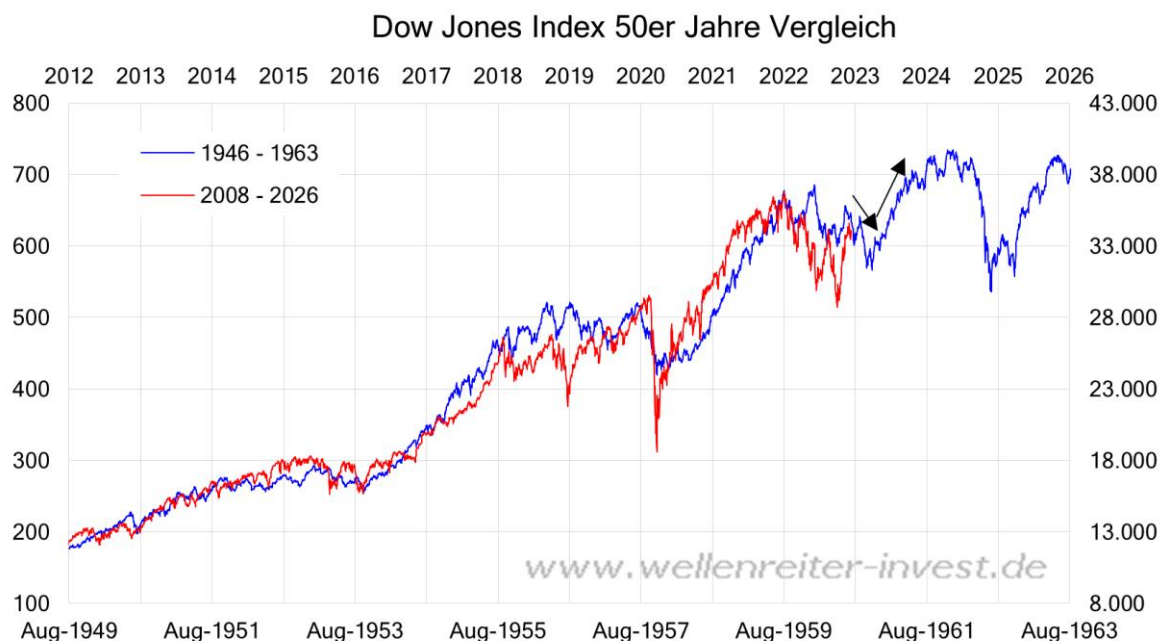


Abb. 5.22: Dow Jones Index 50er-Jahre-Vergleich

Dier Verlauf ist konträr zu den saisonalen Mustern. Nach einer schwachen Frühjahresphase würde sich anschließend eine Kaufgelegenheit ergeben, die das Jahr 2023 deutlich auf der Plusseite enden würde.

5.6 Sentiment

Die Fondsmanagerumfragen zeigen seit Juni viel Pessimismus an. Bei der monatlichen Fondsmanagerumfrage der Bank of America antizipieren 77 Prozent der Fondsmanager eine US-Rezession, ihre Untergewichtung von Aktien erreichte im September und Oktober extreme Niveaus zugunsten einer weit überdurchschnittlichen Cash-Quote.

Ähnlich negativ waren sie zuletzt im Oktober 2008 nahe am Höhepunkt der Finanzkrise positioniert. Da die wirtschaftliche Entwicklung in diesem Jahr deutlich positiver ausfällt, haben die Investoren in ihren Portfolien die Rezession bereits antizipiert und einen großen Puffer aufgebaut. Somit erscheint das Potential auch im Falle einer US-Rezession deutlich limitierter.

Auch bei dem wöchentlich erhobenen NAAIM-Exposure-Index fiel die Netto-Positionierung Ende September mit 13 Punkten auf ein sehr niedriges Niveau, das für längerfristige Preistiefs üblich ist. Jüngst hatte sich die Positionierung auf ein ähnliches Niveau wie am Preishoch Mitte August erholt.

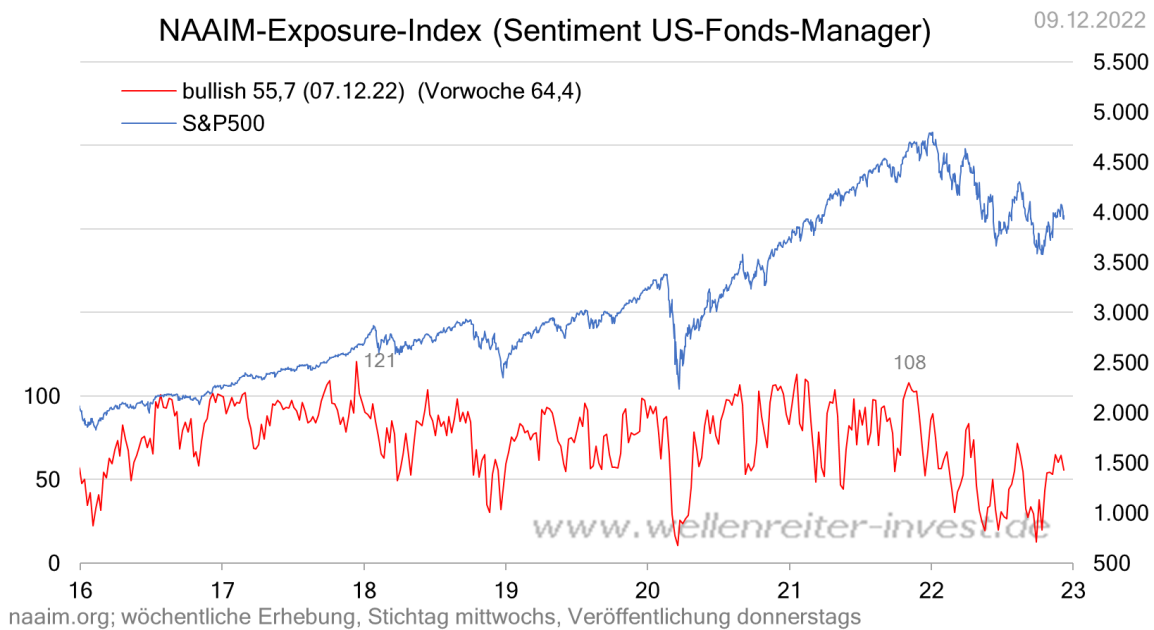


Abb. 5.23: NAAIM-Exposure-Index

Nach der monatlichen Umfrage von AAI von November 2022 liegt der Aktienanteil bei 62,4 Prozent.

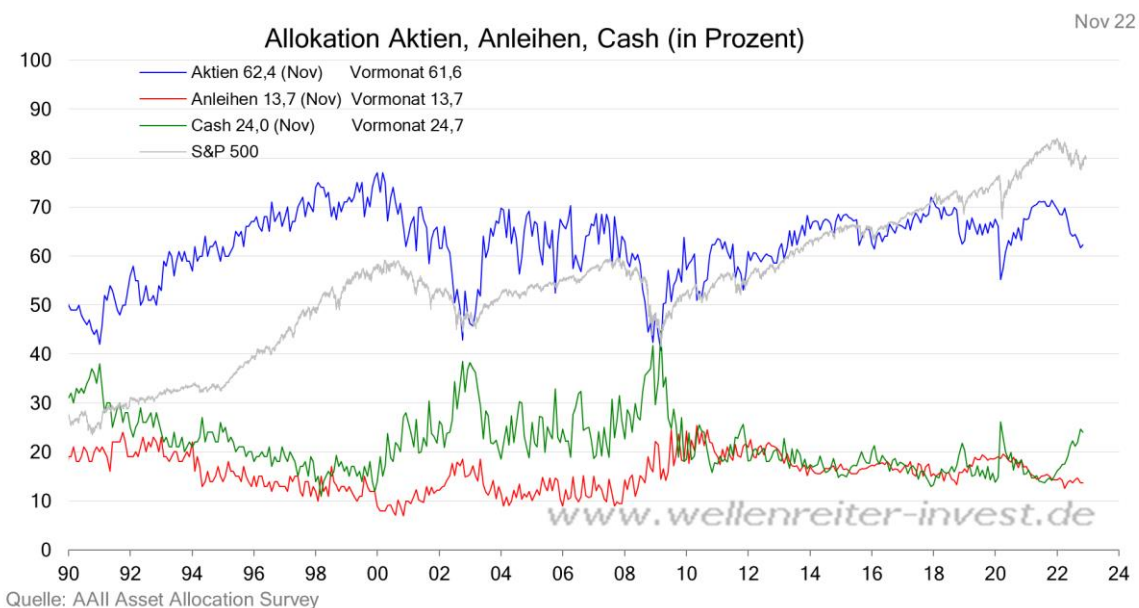


Abb. 5.24: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAI-Umfrage)

Die Cash-Quote befindet sich mit 24,0% auf dem höchsten Stand seit dem Frühjahr 2020. Der Cash-Bestand erreicht bereits eine respektable Größenordnung, während Anleihen nicht als sicherer Hafen fungieren. Sie werden – anders als 2002 und 2008 – gemieden. Bei der wöchentlichen Befragung bei AAI dominieren seit 37 Wochen die Bären. Dies stellt die längste Negativeinschätzung in der seit 1987 vorhandenen Datenreihe dar.

5.7 Sektoren

Der Blick auf die Sektorenperformance des Jahres 2022 sieht den S&P 500-Energiesektor weiterhin vorn. Allerdings dürfte die Ausbildung eines Doppelhochs im Juni und November 2022 vollzogen worden sein, sodass der Energiesektor underperformen sollte. Basiskonsumgüter, Versorger und Gesundheitswesen werden ihrem Ruf als defensive Werte gerecht und weisen nur ein geringes Jahresminus auf. Technologie, Immobilien, zyklische Konsumgüter und Kommunikation finden sich am Ende der Liste.

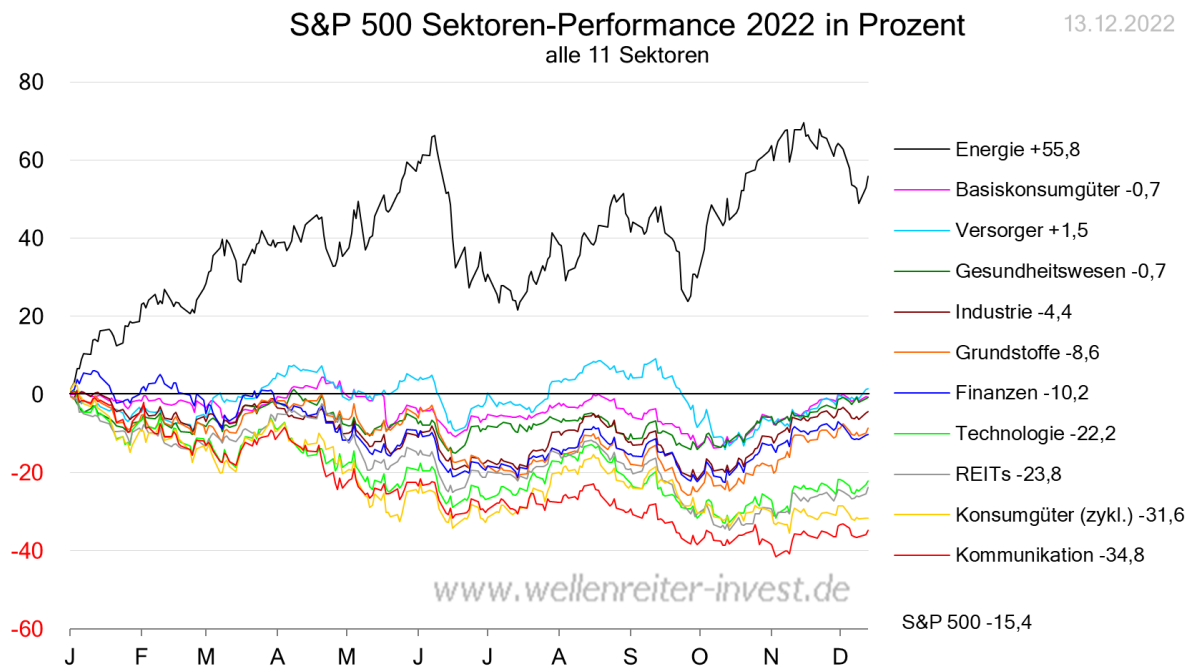


Abb. 5.25: S&P 500 Sektoren-Performance 2022

Die STOXX-Europe-600-Sektoren-Performance sieht ebenfalls den Energiesektor vorn, gefolgt von den Grundstoffen (Basic Materials). Mit Versicherungen und Banken folgen zwei Finanzwerte-Sektoren.

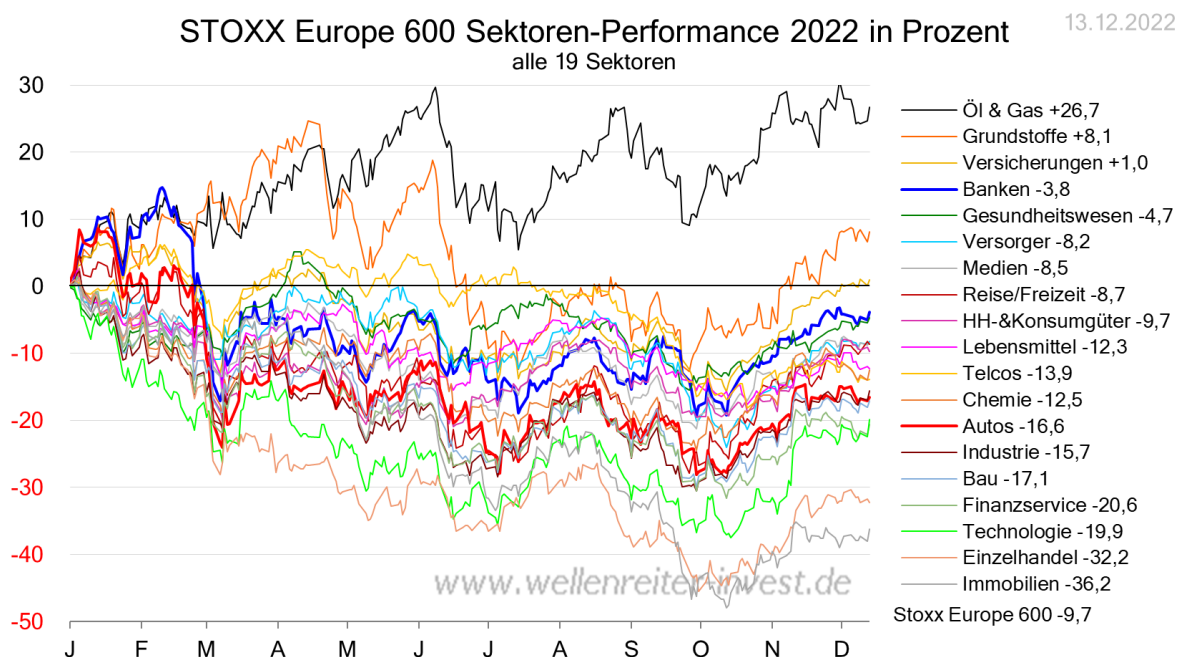


Abb. 5.26: Stoxx Europe 600-Sektoren-Performance 2022

Einzelhandel und Immobilien bilden das Schlusslicht. Zwischen beiden Sektoren geht die Schere allerdings auf: Während sich der Einzelhandelssektor im November weiter erholen konnte, blieb der Immobiliensektor im November blass.

Das Verhalten der Börse zeigt dann eine Phase der späten Erholung an, wenn die Energiewerte ihr zyklisches Hoch überschritten haben. Dann entwickeln sich die defensiven Sektoren stärker als der Gesamtmarkt. Der idealisierte Konjunkturzyklus von Stockcharts.com zeigt auf, dass nach einem Hoch in den Energiewerten die Sektoren Basiskonsumgüter (Staples), Gesundheitswesen (Healthcare) und Versorger (Utilities) Stärke zeigen sollten. Das geschieht auch, wobei einiges parallel läuft.

Idealisierter Konjunkturzyklus

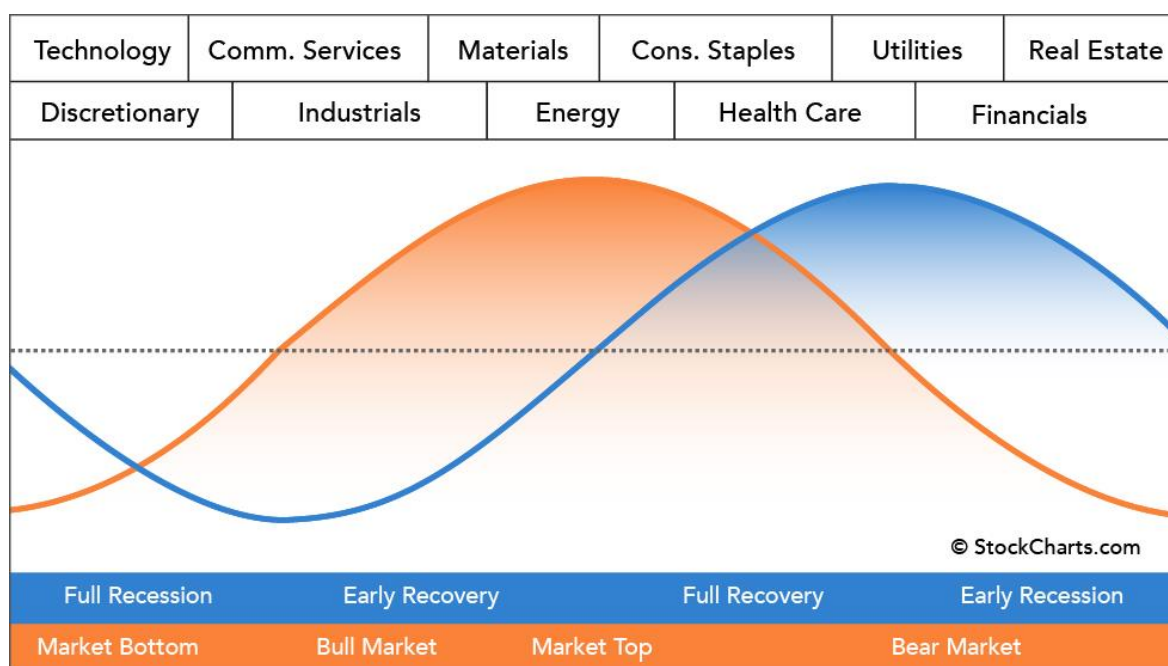


Abb. 5.27: Idealisierter Konjunkturzyklus

Quelle: Stockcharts.com

Seit dem Beginn des laufenden Bärenmarktes haben sich Vermögensverwalter, die mit dem Schwerpunkt Energie und defensive Titel unterwegs sind, gut geschlagen. Auch der Übergang zu den nächsten Sektoren wird fließend sein. Dieser Abschnitt ist von fallenden Zinsen und einer fallenden Inflationsrate gekennzeichnet. Davon profitieren die Finanzwerte sowie die Immobilienaktien.

Innerhalb des Finanzsektors ist zwischen Banken, Brokern und Versicherungen zu unterscheiden. Versicherer mit ihrer hohen Dividendenrendite sind als eher defensiv einzustufen und gehören in den letzten drei Monaten zu den Outperformern im Markt. Die Banken leiden hingegen etwas stärker unter einer inversen Zinsstrukturkurve. Sie mögen die wieder steiler werdende Zinsstruktur und können dann zulegen, wenn sich die Inversion auflöst und die Zinsen am langen Ende dabei nicht zu stark fallen.

Auch der Immobilienmarkt profitiert von fallenden Renditen. Anders als in der Finanzkrise stellen wir uns vor, dass sich für die Immobilienwerte nur eine Delle, nicht aber eine crashartige Hausbaukrise ergeben wird. Die Finanzwerte kamen durch den Bärenmarkt 2000 bis 2003 fast ohne Blessuren (bester Sektor damals), auch weil die Immobilienkrise ausblieb.

Der Boden eines Bärenmarktes ist erreicht, sobald die zyklischen Konsumwerte, der Tech- und Kommunikationssektor sowie die Industriewerte zu steigen beginnen.

Wir zeigen den Sektorenverlauf von 2000 bis 2003, weil die Tech-Schwäche damals wie heute offensichtlich ist. Finanztitel (blau) liefen am besten.

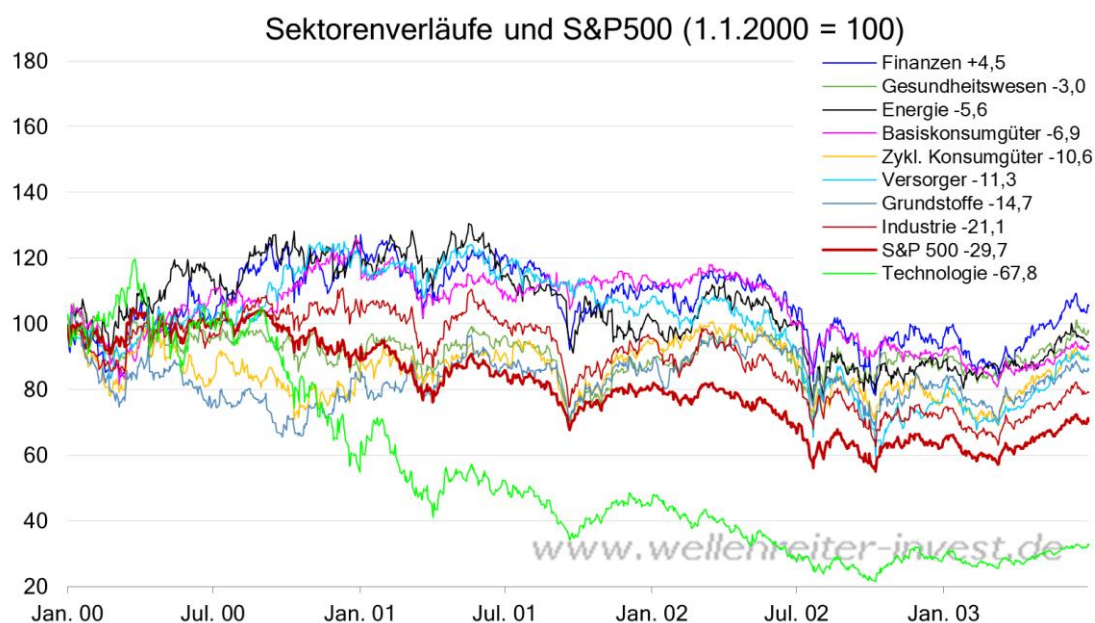


Abb. 5.28: S&P 500-Sektoren seit Januar 2000

Tech-, Kommunikations- und Industriewerte profitieren von niedrigen Zinsen. Die abgezinsten Gewinne erhöhen sich. Wird eine Rezession vermieden – wie im Jahr 1994 –, dann können diese Sektoren schneller als erwartet anspringen und den S&P 500 nach oben schieben.

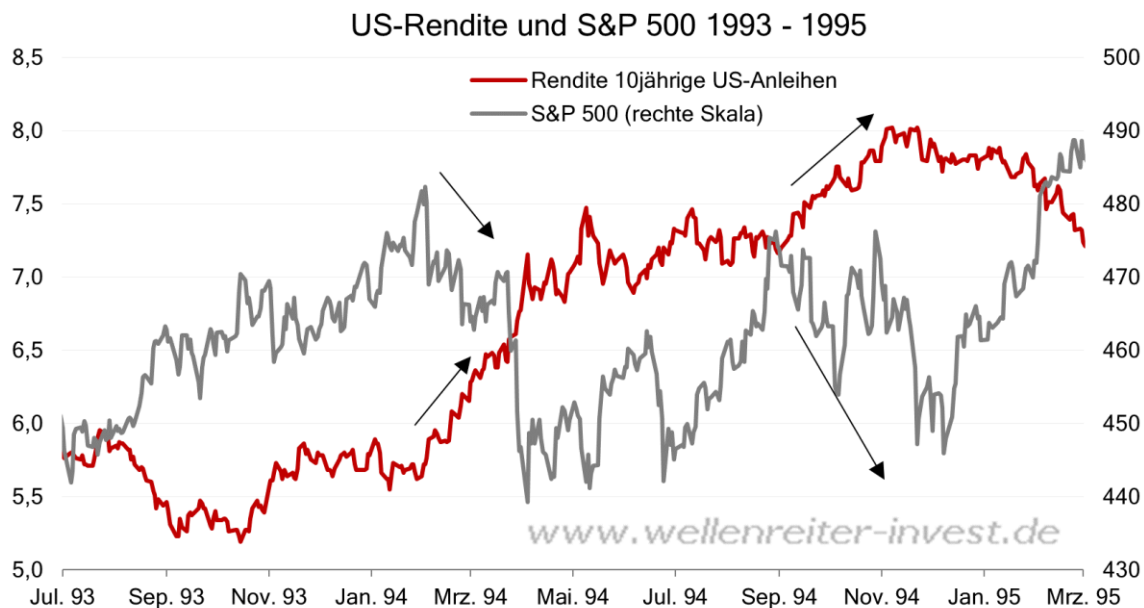


Abb. 5.29: US-Rendite und S&P 500 1993 - 1995

Die Kongruenz der Bewegungen von Juli 1993 – März 1995 sowie derjenigen ab Juli 2021 bis heute ist beeindruckend, auch wenn der S&P 500 heute gegenüber seinem 1994er-Gegenüber relative Schwäche zeigt.

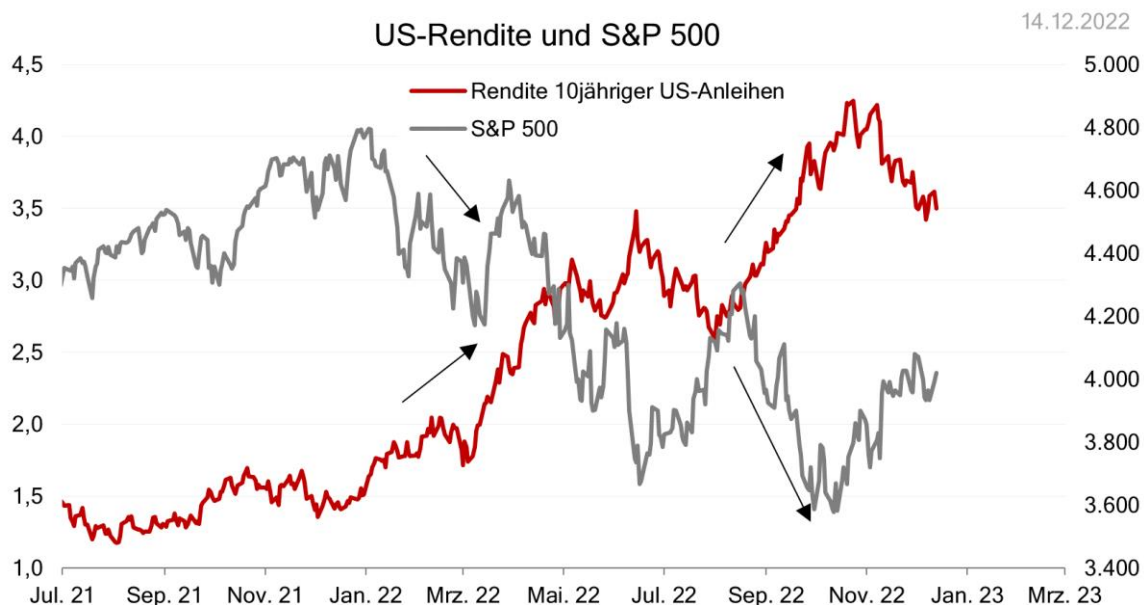


Abb. 5.30: US-Rendite und S&P 500 aktuell

Im Falle einer Rezession würden Basiskonsumgüter (Staples), Gesundheitswesen (Healthcare) und Versorger (Utilities) weiterhin Favoriten sein.

5.8 Gebert Indikator

Der Gebert-Indikator notiert bei 2 von 4 möglichen Punkten. Das im August wegen der ersten EZB-Zinserhöhung gelieferte Verkaufssignal bleibt bestehen. Ein Verkaufssignal bedeutet, dass der Gebert-Indikator nicht im Markt investiert ist. Im November kam der ein Punkt für die Saisonalität hinzu. Dieser zweite Punkt neben dem Euro/ Dollar-

Punkt verhalf dem Indikator nicht zu der für ein Kaufsignal notwendigen 3-Punkte-Vorgabe.

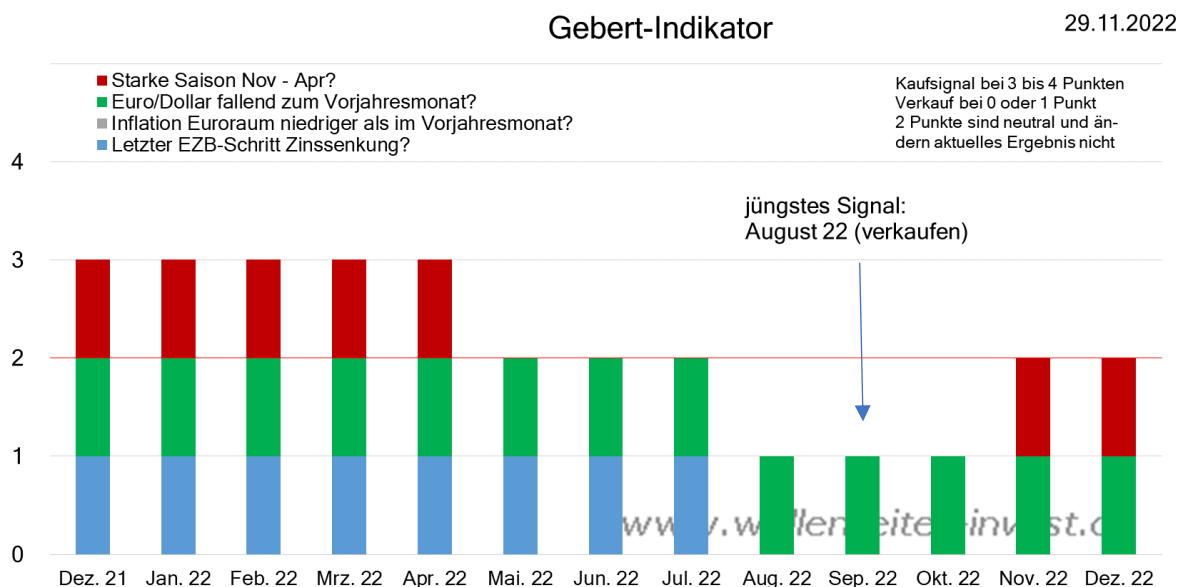


Abb. 5.31: Gebert-Indikator

Euro/Dollar

Der Euro/Dollar-Punkt bleibt, weil der Euro/Dollar im Vergleich zum Vorjahresmonat niedriger notiert. Gebert geht davon aus, dass ein schwacher Euro/US-Dollar (=starker Dollar) positiv für den DAX ist.

Inflation

Die Euroraum-Oktober-Inflationsrate lag mit +10,7% oberhalb der Vorjahresrate von +4,1%. Eine steigende Inflationsrate ist laut Gebert negativ, hier gibt es keinen Punkt.

Saisonalität

Dieser Punkt kam im November hinzu. Die schwache saisonale Phase endet mit dem Monat Oktober. Die Historie zeigt, dass der Aktienmarkt in den sechs Monaten von November bis April seine beste Sechs-Monats-Phase hat.

Zinsen

Die letzte Aktion der EZB war eine Leitzinserhöhung um 75 BP (Oktober-Sitzung). Der Einlagesatz wurde von 0,75% auf 1,50%, der Hauptrefinanzierungssatz von 1,25% auf +2,00% erhöht. Eine weitere Erhöhung um 75 BP wird für die morgige Sitzung erwartet. Dieser Punkt wird so lange bleiben, bis die EZB einen neuen Zinssenkungszyklus beginnt.

Ein neues Kaufsignal des Indikators dürfte bis Ende April 2023 nicht entstehen, da die Inflationsrate zu hoch bleiben dürfte und eine Zinssenkung der EZB nicht zu erwarten ist. Gegen Ende des Jahres könnte ein neues Kaufsignal folgen, da die Inflation einen Punkt liefern dürfte.

5.9 Marktstruktur-Indikatoren

Die Zahl der neuen NYSE-52-Wochen-Tiefs übertraf Ende September die Marke von 1.000. Zahlen über 1.000 treten häufig in der Nähe eines Tiefpunktes auf. In den Jahren 2008 und 2020 wurden jeweils über 2.000 neue 52-Wochen-Tiefs registriert.

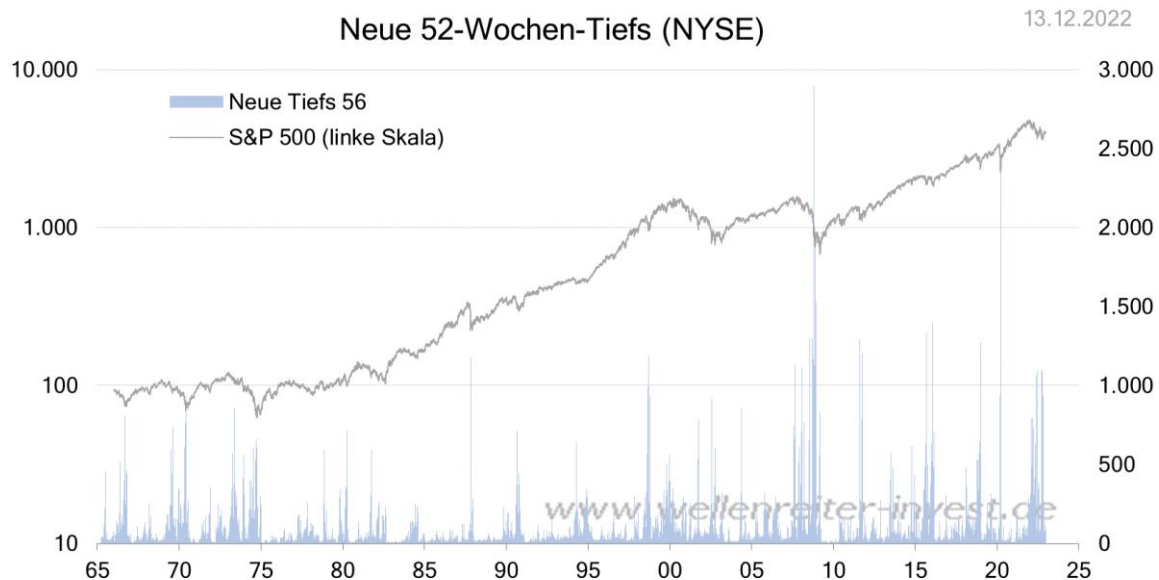


Abb. 5.32: Neue 52-Wochen-Tiefs

Im Gegensatz zum Tief im Juni 2022 hatte sich die Anzahl neuer 52-Wochen-Tiefs nur marginal reduziert, so dass die positive Divergenz hauchdünn war.

Zudem wies der McClellan-Oszillator (ratio-adjustiert) Ende September einen Wert von -128 Punkten auf. Unmittelbar am Tag des Lehman-Crashes waren es -129 Punkte. Den Rekord hält der 8. August 2011 mit einem Wert von -142. Auch dies sind häufig Tiefpunkte.

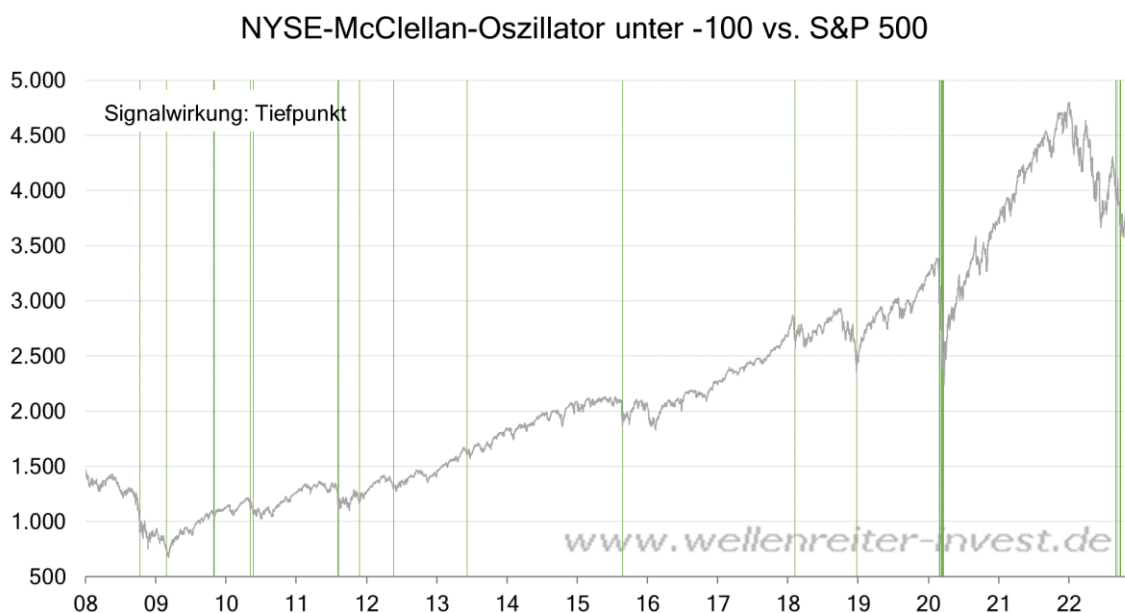


Abb. 5.33: NYSE-McClellan-Oszillator unter -100

In den letzten Wochen konnten fünf Handelstage mit einem außergewöhnlich hohen Put-/Call-Ratio beobachtet werden. Jeweils zur Mittagszeit kaufte eine große Adresse außergewöhnlich viele Puts, die Preisebene lag im S&P 500 im Bereich von 3.950-4.000 Punkten. Das Put-Call-Ratio auf Aktien (Equity-PCR) zeigte zuletzt mehrfach Werte von 1,4 und mehr. Das sind Extremwerte, die wir zum ersten Mal beobachten können und die auf eine große Adresse im Markt zurückgehen. Meist zeigen sich derart hohe Werte in der Nähe von Tiefpunkten. Allerdings bilden sich diese nach Abwärtsbewegungen aus, diese Situation ist zuletzt nicht gegeben.

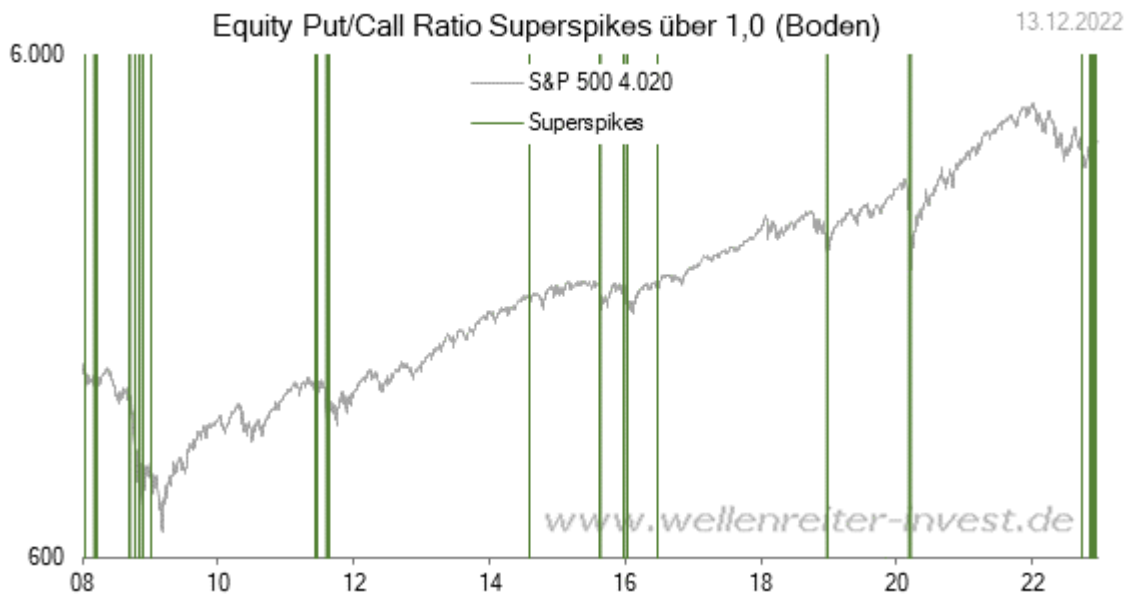


Abb. 5.34: Equity-PCR Superspikes über 1,0

Das Put-Call-Ratio auf Aktien zeigen wir auf dem folgenden Chart mit den entsprechenden Spitzen.

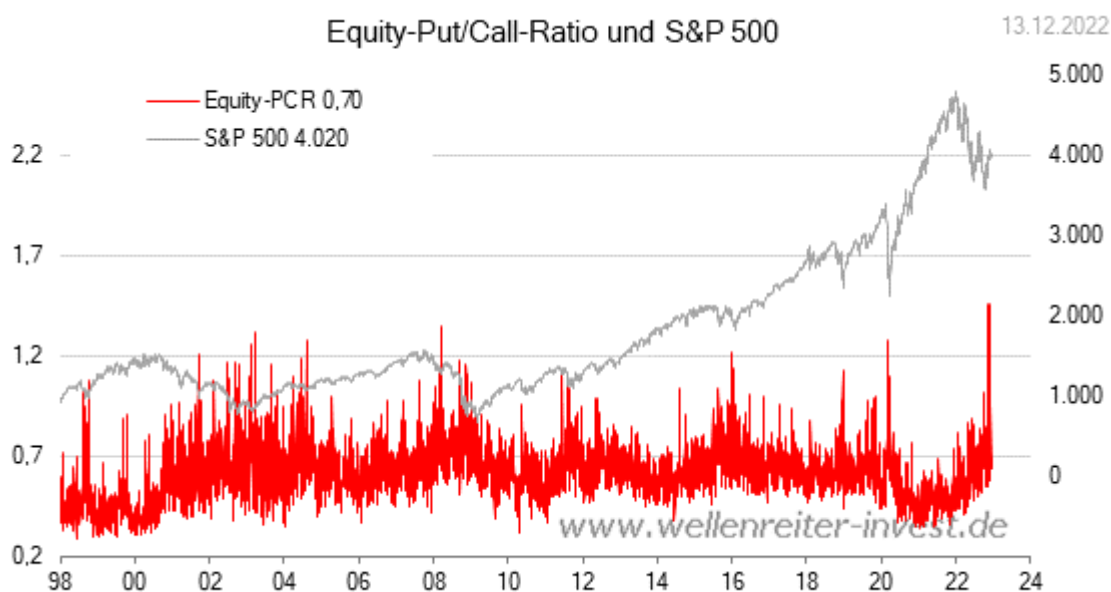


Abb. 5.35: Equity-Put-Call-Ratio

Der Blick auf das Open Interest der OEX Put-Call-Ratio zeigt eine extreme Bewegung. Der 10-Tage-GD fiel jüngst von einem Wert von 3,2 auf unter 1.

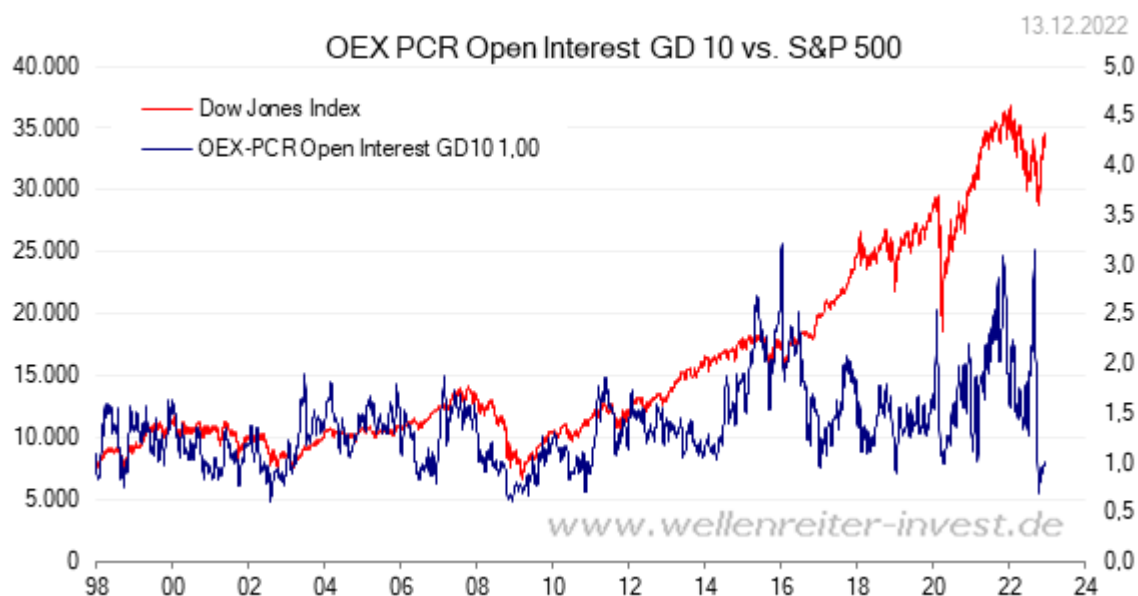


Abb. 5.36: OEX-PCR Open Interest GD 10

Dieser Indikator fiel zu Beginn des vierten Quartals 2022 auf die Niveaus wichtiger Tiefpunkte wie zuletzt im Herbst 2002, 2008 oder 2011. Daher messen wir dem Preistief von Ende September/Mitte Oktober 2022 eine wichtige Bedeutung bei. Momentan liegt der Wert auf 1,0 und damit weit von den hohen Werten um 3 entfernt, die Ende 2021 und im August 2022 für wichtige Hochpunkte im S&P 500 standen. Tendenziell steigt der Markt mit einem nach oben strebenden Open Interest der OEX-PCR.

Markthochs werden häufig durch Hindenburg-Omen signalisiert. An der NYSE zeigte es sich bisher nicht. Im Russell 2000 gab es mit einem Omen einen ersten, kleineren Warnschuss. Üblicherweise müssen sich für ein signifikantes Hoch erst Cluster mit Signalen bilden.

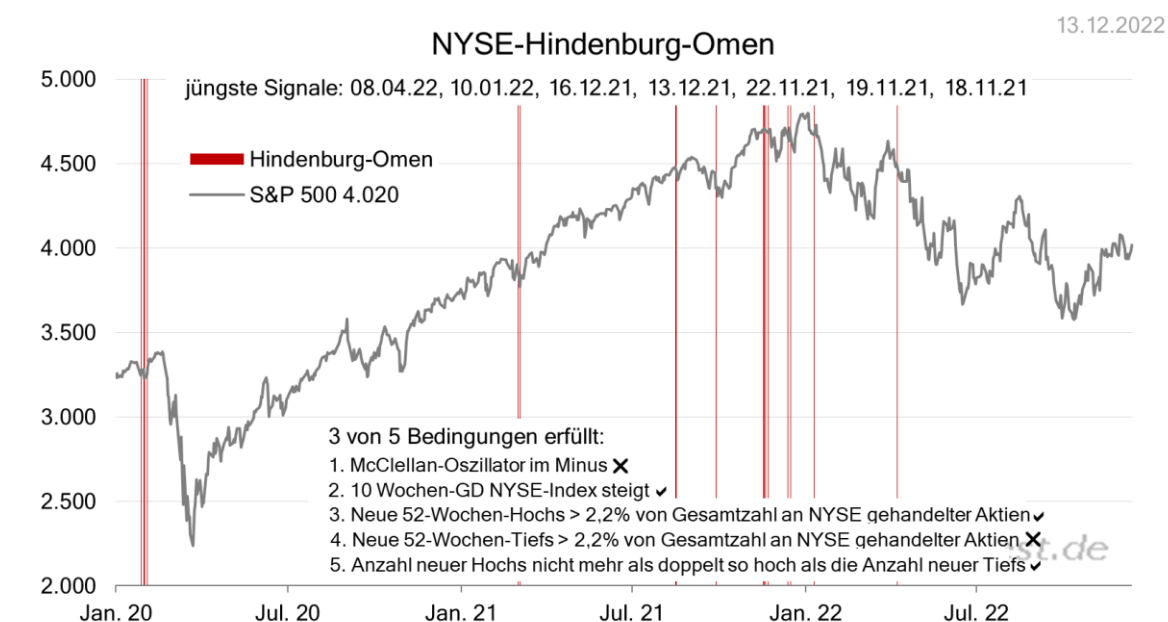


Abb. 5.37: Hindenburg-Omen

Im momentanen Umfeld kann sich kein neues Omen bilden, da sowohl die Anzahl neuer 52-Wochen-Hochs als auch neuer 52-Wochen-Tiefs zu niedrig ausfällt.

Auffällig ist zuletzt eine gewisse Schwäche in der AD-Linie des NYSE Composite.

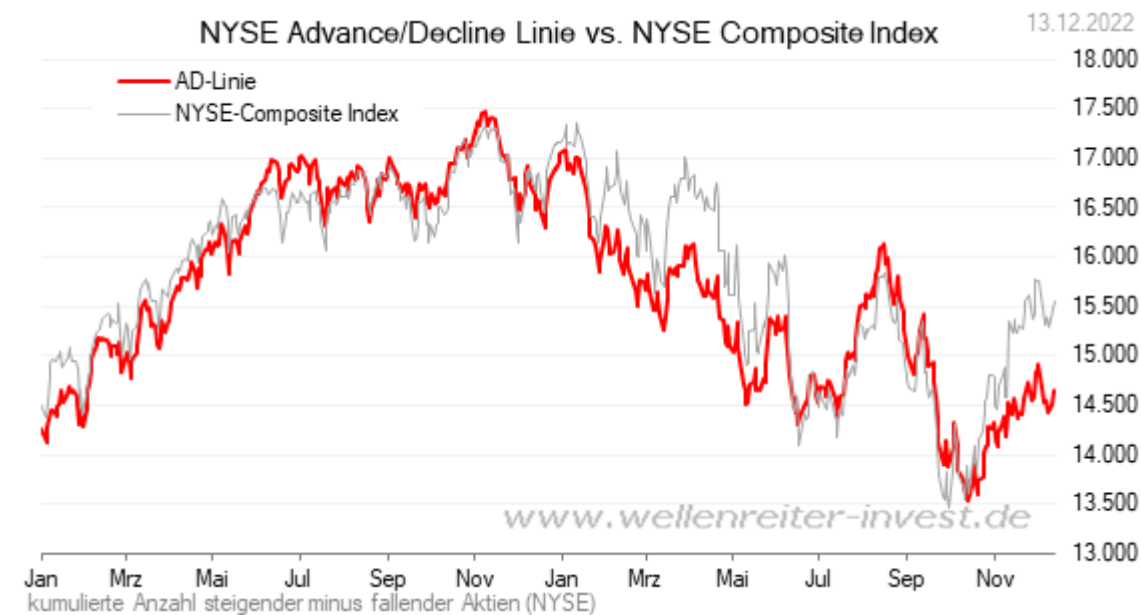


Abb. 5.38: NYSE-AD-Linie

Der NYSE Composite erreichte preislich sein Niveau vom Augusthoch, die AD-Linie blieb massiv darunter. Sollte der Liquiditätsentzug der Notenbanken im Jahr 2023 eine stärkere Rolle als in diesem Jahr spielen, dann müsste sich die relative Schwäche der AD-Linie fortsetzen.

Die Marktstrukturdaten sprechen dafür, dass Ende September ein wichtiger Tiefpunkt an den Aktienmärkten erzielt wurde. Ein Hochpunkt wird aus Sicht des Hindenburg-Omens noch nicht angezeigt.

5.10. Leit-Aktienindizes

Der türkische Aktienmarkt (Platz 1 der Liste) zog als „Kriegsgewinner“ mit Drehscheibenfunktion Kapitalflüsse an. Er belegte mit weitem Abstand Platz 1 der Liste internationaler Aktienmarktindizes des Jahres 2022. Die Aktienmärkte rohstoffexportierender Länder schoben sich nach vorn, wovon Lateinamerika (Chile, Brasilien, Mexiko, Peru und Argentinien), aber auch die Golfstaaten, Südafrika und Australien profitierten. Die Märkte der Energieimport-Länder (Europa, China) waren hingegen auf der Verkäuferseite.

Länder-Aktienmärkte 2022 (Euro)

13.12.2022

Land (10 Tg. zuvor) 2022 in %	Land (10 Tg. zuvor) 2022 in %
1  Türkei (0) +103,6	26  Norwegen (0) -8,0
2  Chile (0) +24,0	27  Neuseeland (+3) -9,2
3  Griechenland (+5) +8,4	28  Belgien (+4) -9,7
4  Mexiko (+1) +7,8	29  Italien (-1) -9,8
5  Argentinien (-1) +7,6	30  USA (+1) -9,8
6  Indonesien (0) +6,9	31  Nigeria (-2) -10,0
7  Thailand (+3) +4,1	32  Philippinen (-5) -10,1
8  Peru (-1) +4,1	33  Japan (0) -10,6
9  U.K. (+4) +1,5	34  Schweiz (0) -11,9
10  Brasilien (-7) +1,0	35  Irland (0) -12,7
11  Indien (+3) +0,9	36  Finnland (0) -14,5
12  Portugal (+4) +0,5	37  Niederlande (0) -15,4
13  Australien (-1) -0,5	38  Deutschland (+1) -16,1
14  Katar (-5) -0,7	39  Israel (+1) -17,9
15  Südafrika (0) -0,8	40  China (+1) -18,1
16  Spanien (+1) -0,9	41  Ägypten (+6) -18,2
17  Hongkong (+4) -1,0	42  Österreich (-4) -19,8
18  V.A.R. (Dubai) (-7) -1,8	43  Südkorea (0) -20,0
19  Saudi-Arabien (0) -2,5	44  Schweden (0) -20,0
20  Malaysia (0) -3,3	45  Pakistan (0) -22,2
21  Kolumbien (-3) -3,4	46  Polen (0) -22,3
22  Singapur (0) -3,7	47  Russland (+1) -27,0
23  Kanada (0) -6,1	48  Taiwan (-6) -32,6
24  Frankreich (0) -6,1	49  Vietnam (0) -35,6
25  Dänemark (0) -6,3	

©Wellenreiter-Invest

In Euro auf Grundlage US-Dollar-basierter Länder-ETF's (überwiegend MSCI)

Euro/Dollar -6,5%

In Euro auf Grundlage US-Dollar-basierter Länder-ETF's (überwiegend MSCI)

Euro/Dollar -6,5%

Abb. 5.39: Länder-Aktienmärkte in Euro

Großbritannien (Platz 11) ist ein Spezialfall, weil im FTSE 100 weltweit agierende Rohstoffproduzenten und Händler notiert sind. Shell, BP, Rio Tinto und Glencore machen zusammen 20% der Indexgewichtung aus. Entsprechend notiert der FTSE 100 in der Nähe seines Allzeithochs.

Doch die Konstellation beginnt sich zu verändern. Die energieproduzierenden Staaten sind zum Jahresende 2022 nicht mehr so stark wie zuvor. Hier gilt es die Unterscheidung zwischen den Rohstofflieferanten zu treffen, die auf der einen Seite überwiegend Metalle und andererseits fossile Brennstoffe wie Erdöl und Erdgas liefern. Länder wie Chile oder Peru als große Produzenten von Kupfer und anderen Metallen scheinen ihr Momentum in das neue Jahr übertragen zu können, während die Energielieferanten zurückfallen. Hingegen hat China einen Aufholprozess begonnen. Auch europäische Märkte wie Frankreich und Dänemark schoben sich nach vorn. Der deutsche Aktienmarkt entfernte sich vom drittletzten Platz Ende Oktober auf Platz 39 Anfang Dezember 2022.

Es gilt zwischen globalen und regionalen Krisen zu unterscheiden. Die Finanzkrise (2007 bis 2009) war eine globale Rezession. Aber die US-Rezession von 1990/91 kam nie in Deutschland an, weil die Wiedervereinigung als Sondereffekt wirkte. Der Staatsbankrott Russlands 1998 wurde durch einen Ölpreis von 10 Dollar begünstigt, aber in anderen Ländern war das Jahr 1998 bis auf eine 20%-Korrektur nicht dramatisch. Die Asienkrise 1997 sah die Börse Hongkong um 50% fallen, aber die Krise blieb auf Asien beschränkt. Die Rezession von 2012/13 (Eurokrise) war in den USA lediglich eine Delle, aber keine Rezession. China erlebte im Jahr 2015 einen wirtschaftlichen Einbruch, der in anderen Regionen der Welt weniger stark war. Der Corona-Einbruch im Frühjahr 2020 bedeutete wiederum eine synchrone Rezession für fast alle Staaten.

Wir schätzen die Situation des Jahres 2023 so ein, dass wir eher auf eine asynchrone Konstellation tippen. Europas Aktienmärkte wurde im Jahr 2022 abverkauft. Die Fondsmanager gaben angesichts des Ukraine-Krieges und der europäischen Energiekrise keinen Pfifferling mehr auf den Euroraum. Gleiches gilt für Großbritannien. Dort verhinderte die Bank of England durch resolute Eingriffe einen systemischen Fallout. China schadete der eigenen Wirtschaft durch eine langgestreckte Null-Covid-Politik. Hinzu kam die Immobilienkrise und der de facto Bankrott einiger chinesischer Bauunternehmen.

Die USA fielen durch ein Risk-off-Verhalten auf, nachdem im Jahr 2021 der Gamestop- und Bitcoin-Hype für Furore gesorgt hatte. Vielen hoch bewerteten Wachstumstiteln wie Amazon, Tesla oder Google wurden die Flügel gestutzt. Diese Reduktion der Marktkapitalisierung wurde durch die starke Performance der US-Energiewerte nur zum Teil abgefedert.

Für das Jahr 2023 stellen wir uns vor, dass ein Ende des Krieges in der Ukraine oder stabiler werdende Annahmen der Marktteilnehmer, dass solches geschehen wird, Kapital nach Europa zurückfließen lassen wird. Selbst bei einem sich hinziehenden Krieg würde Russland mehr und mehr in die Defensive geraten, weil Material und Personal

nicht auf Dauer beliebig aufgefüllt werden können. Der Euro und die europäischen Aktienmärkte sollten tendenziell steigen. Bei einem Ende des Krieges würden die Futures Preise für fossile Energiewerte – insbesondere Gas – stark fallen, genauso wie innerhalb der dann folgenden Wochen die Gas- und Strompreise für Industrie und Verbraucher. Das dort gebundene Geld würde anderswo verwendet werden können und den Konsum stimulieren.

Wir gehen von einer steigenden Nachfrage Chinas im Jahr 2023 aus. China profitiert vom Import preisgünstigen russischen Öls und von langfristigen Gaslieferungsverträgen mit Qatar und Australien. Davon wiederum profitieren exportstarke Länder wie Deutschland oder Japan. In der Gesamtschau sollte der Kampf um die Preishoheit im Jahr 2023 in Richtung der Konsumentenländer und den Produzenten industrieller Güter kippen. Während die Energieproduzenten unterperformen, dürfte der steigende industrielle Bedarf auch im Hinblick auf die Anforderungen der Energiewende die Metallpreise, aber auch die industrielle Produktion und auch den Konsum in eine positive Bewegungsrichtung bringen.

Es mag sein, dass dieser Punkt in einigen Ländern früher (China), in anderen Regionen (Europa) später - Herbst 2023 - erreicht werden wird. Ein frischer Bullenmarkt könnte demnach regional unterschiedlich einsetzen. Positive Divergenzen stehen für nachlassende Abwärtskräfte und begünstigen einen Trendwechsel.

S&P 500

Der Aufwärtstrend im S&P 500 läuft seit dem Jahr 2009. Die Reaktion der Politik auf den Pandemiecraash im März 2020 und die Lockdowns erwies sich mit Hilfe der monetären und fiskalen Stimuli als Beschleuniger nach oben. Die Korrektur erfolgte auf den 4-Jahres-GD (dunkelbau) sowie auf die 3.500-Punkte-Marke.

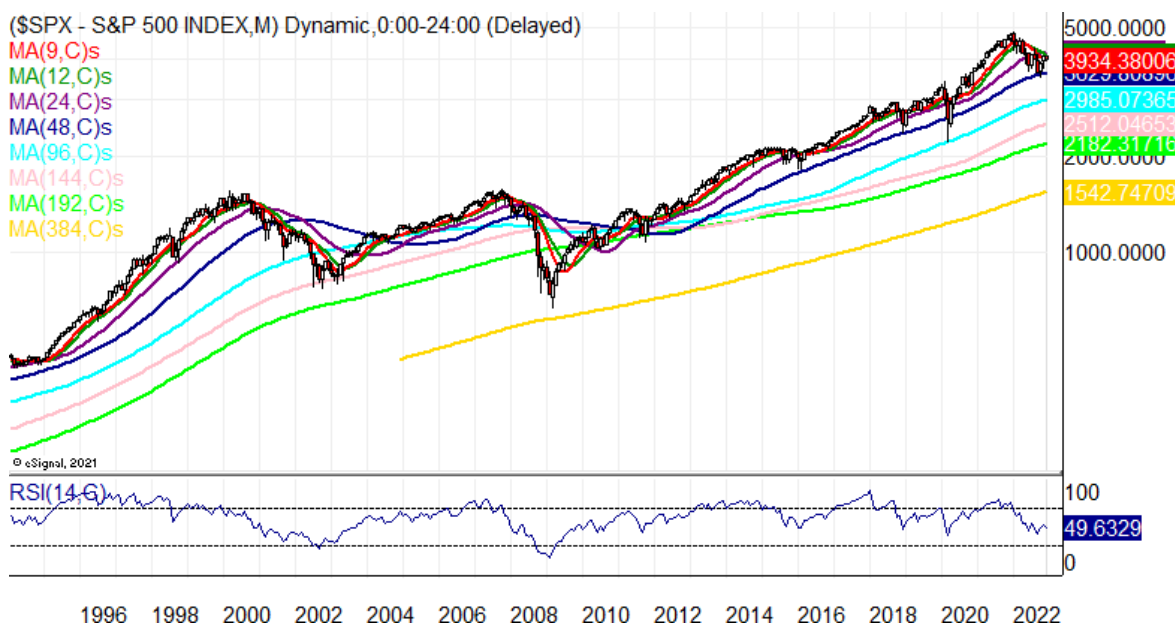


Abb. 5.40: S&P 500 Monatschart

Im Extremfall könnte die 3.000-Punkte-Marke (8-Jahres-GD, hellblau) ins Blickfeld geraten. Wir sehen darin jedoch nur eine Außenseiterlösung und nehmen an, dass ein Rücktest der Marke von 3.500 Punkten gelingen sollte.

Nasdaq 100

Der Leit-Tech-Index korrigierte seit seinem Allzeithoch im November 2021 in der Spitze um 38 Prozent. Er baute damit einen Teil der Exzesse ab, die übertriebene KGVs mit sich gebracht haben. Eine vollständige Korrektur auf das Hoch des Jahres 2000 bei 4.800 Punkten sehen wir nicht. Große Tech-Unternehmen sind keine Fata Morgana wie teilweise im Jahr 2000, sondern liefern weiterhin mindestens solide, wenn nicht attraktive Geschäftsmodelle und hohe Gewinnmargen.

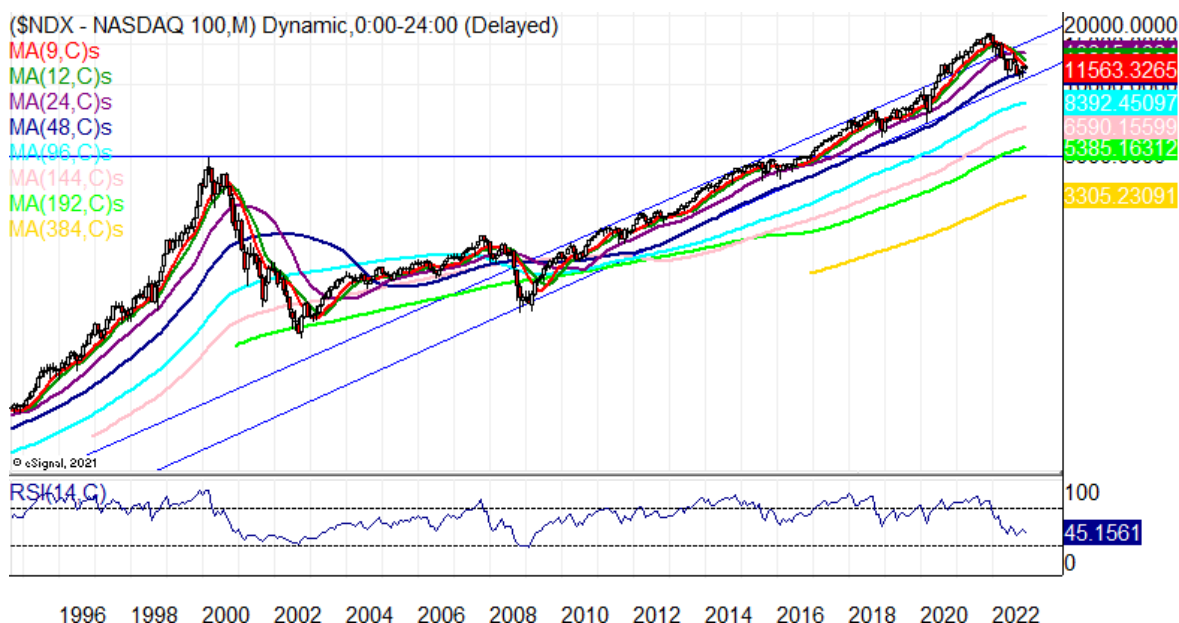


Abb. 5.41: Nasdaq 100 Index Monatschart

Der untere Rand des langfristigen Trendkanals ist nahezu erreicht. Auch hier sehen wir im Extremfall einen Rückgang auf den 8-Jahres-GD, der bei 8.400 Punkten notiert. Realistischer erscheint uns im Fall einer dritten Bärenmarktphase ein Rückgang auf das Februar 2020-Hoch bei 9.735 Punkten.

Wir haben weiter vorn die Bedingungen beschrieben, unter denen die dritte Bärenmarktphase stattfindet oder entfällt. Der Präsidentschaftszyklus und das Ende des Sabbatjahres liefern positive Anhaltspunkte dafür, dass ein Großteil der Abwärtsphase bereits gelaufen ist.

Stoxx Europe 600

Der Stoxx Europe 600 hält sich oberhalb der wichtigen 400-Punkte-Marke. Ein Test verlief erfolgreich. Europa hat eine gute Chance auf eine Fortsetzung der Erholung oder zumindest auf relative Stärke gegenüber den USA in einem Umfeld, das Substanzwerte gegenüber Wachstumswerten bevorzugt.



Abb. 5.42: Euro Stoxx 50 Monatschart

Kurs-DAX

Der Kurs-DAX (KDAX) ist als Kursindex international vergleichbar. Seit August 2022 verhält er sich stärker als der S&P 500. Er sollte im Jahr 2022 sein Bärenmarkttief gesehen haben (4.897 Punkte am 29.09.2022).

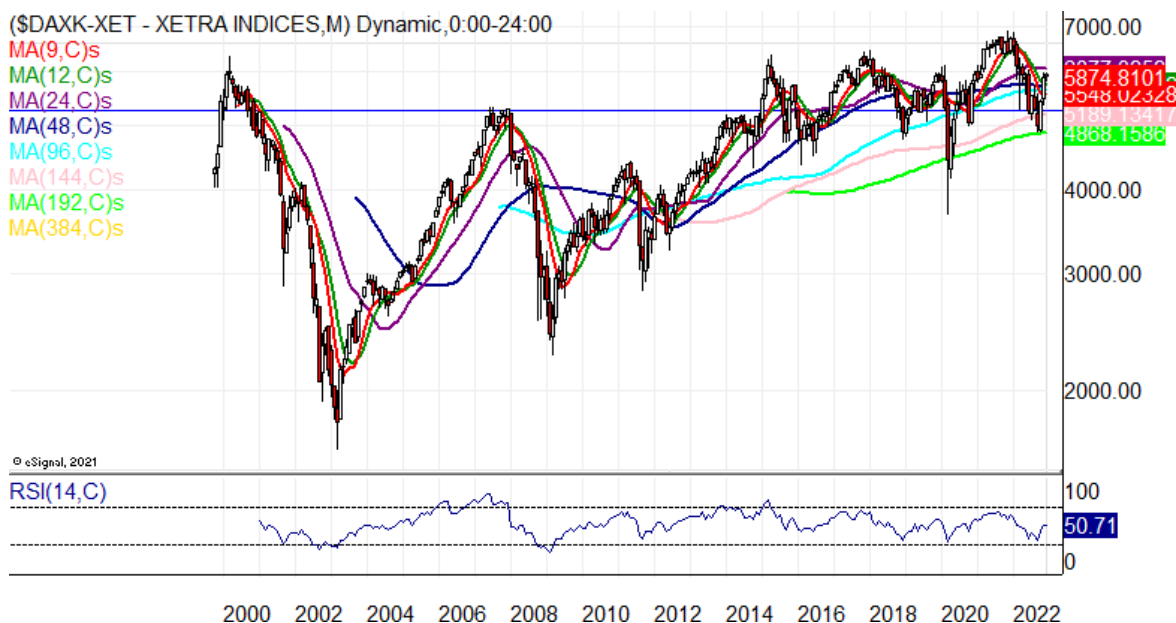


Abb. 5.43: KDAX Monatschart

Ein Rücktest der Marke von 5.300 Punkten dürfte die Schwankungsbreite nach unten abstecken. Nach oben liefert das Allzeithoch von 6.828 Punkten einen Widerstand.

Die Ratio des KDAX zum S&P 500 dürfte gedreht haben und sich zugunsten des KDAX entwickeln. Die Phase der Underperformance Deutschlands dauerte 15 Jahre.

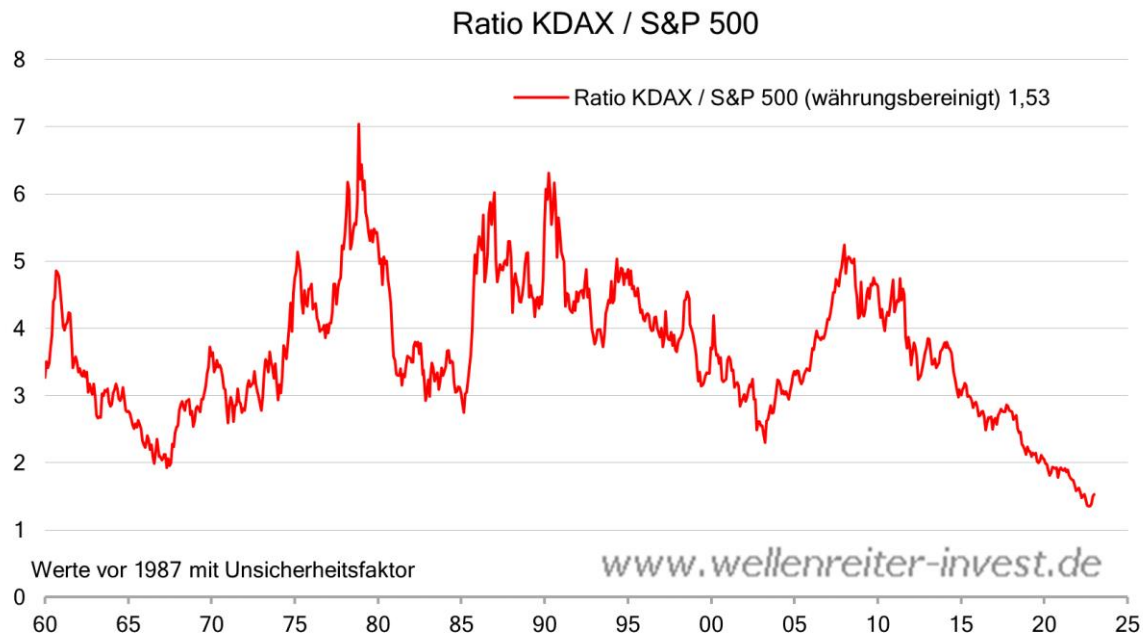


Abb. 5.44: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro

Interessant bleibt der Vergleich de KDAX-Verlaufs ab dem Jahr 2000 mit dem Dow Jones-Index-Verlauf ab dem Jahr 1929.

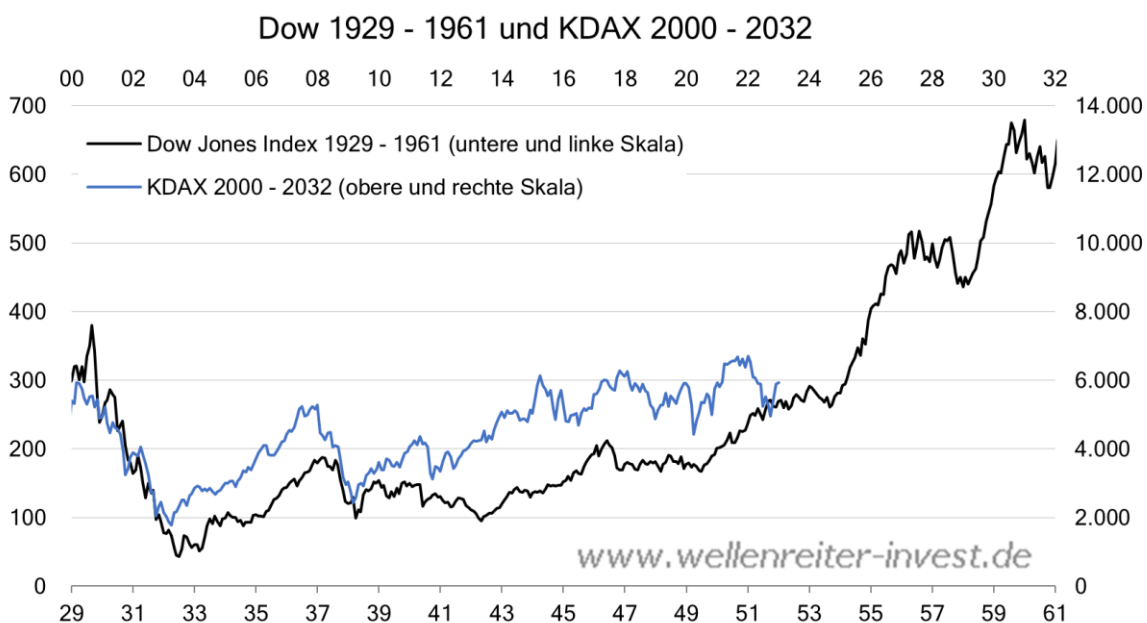


Abb. 5.45: KDAX und Dow

Wir hatten in den vergangenen Jahren auf die ähnlichen Begleitumstände der Auf- und Abschwünge Amerikas nach 1929 und den Vergleich mit dem DAX ab 2000 verwiesen. Bei dem Vergleich lagen die wichtigen Hoch- und Tiefpunkte zeitlich eng beieinander. Auch die Rezession 2020 in Deutschland passte zur Rezession in den USA 1949.

Auch wenn eine identische Entwicklung nicht zu erwarten ist, bleibt die Chance auf eine Fortsetzung des Anstiegs erhalten. Das zyklische Bild für den DAX wäre demnach für 2023 leicht positiv.

Japan

Der japanische Nikkei-Index folgt weiterhin dem Pfad vergangener Blasen wie dem Dow Jones Index nach 1929 und dem Goldpreis nach 1980, allerdings in seiner eigenen bescheidenen Dynamik.

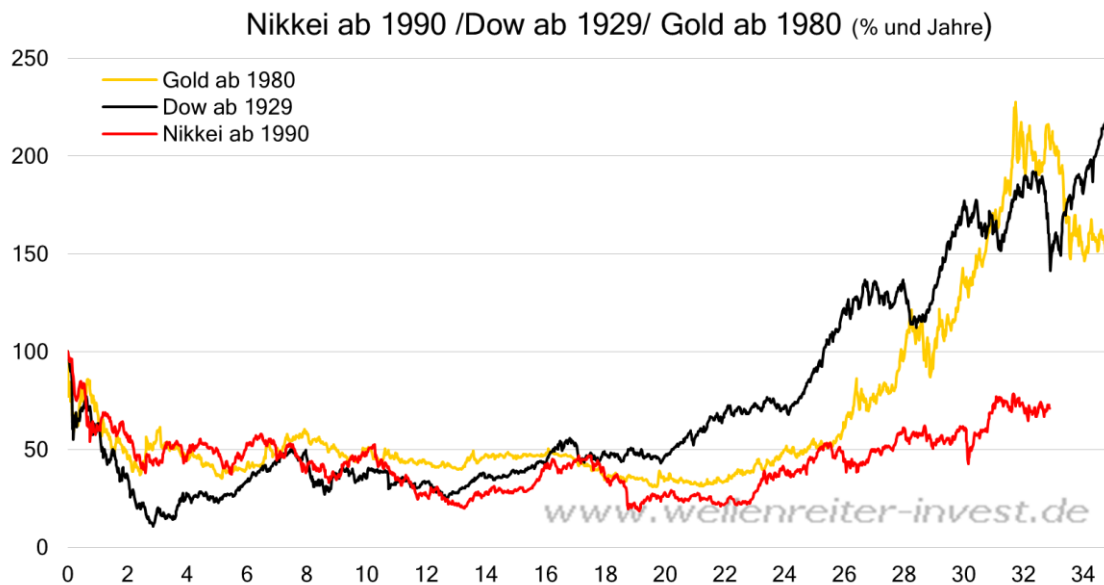


Abb. 5.46: Blasenverläufe Nikkei ab 1990/Dow ab 1929/Gold ab 1980 (Prozent und Jahre)

Der Goldpreis toppte durch eine preisliche Beschleunigung im August 2011 und damit nach 31 Jahren und 7 Monaten. Der Dow Jones Index toppte im November/Dezember 1961 nach 32 Jahren und 2 Monaten, bevor eine deutliche Korrektur einsetzte. Der Nikkei blieb im Jahr 2022 stabil, der historisch mögliche Crash blieb aus. Sollte er mit einem Jahr Verzögerung aufgrund einer Veränderung bei den Renditen nachgeholt werden, dann wäre eine gewisse Synchronität nachgeholt.

Japan weist durch die Abwertung des Yen und die damit einhergehende importierte Inflation im Oktober 2022 eine Inflationsrate von 3,8% auf. Dies ist im internationalen Vergleich weiterhin niedrig. Das Land sollte in der Lage sein, den preiswerten Yen zu seinen Gunsten im Bezug auf den Export nach China, in die USA und nach Europa zu nutzen.

China

Der MSCI China sollte wie der HangSeng-Index im Oktober 2022 sein Bärenmarkttief gesehen haben. Die Korrektur vom Hoch Anfang 2021 betrug 64 Prozent.



Abb. 5.47: MSCI China Monatschart (US-Dollar)

Indien

Indien ist der viertgrößte Importeur von LNG-Erdgas. Der MSCI Indien musste eine 24%-Korrektur über sich ergehen lassen. Der Markt zeigt dennoch relative Stärke. Aus europäischer Sicht weist er ein Jahresplus auf. Der indische Aktienmarkt ist seit Jahren einer unserer Favoriten.

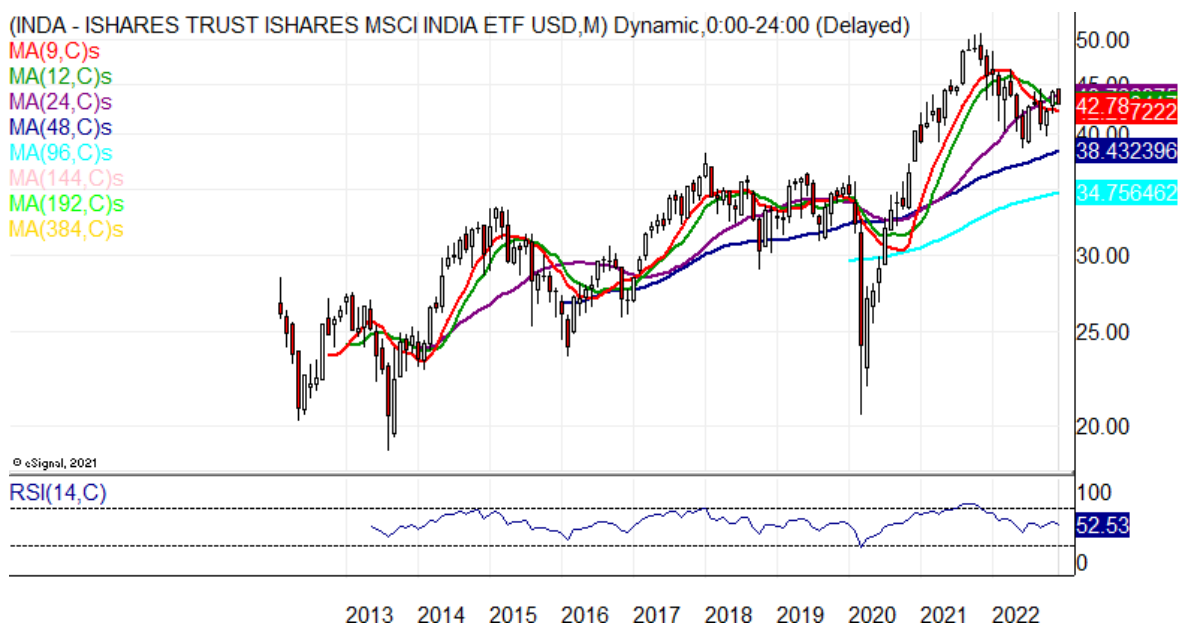


Abb. 5.48: MSCI Indien Monatschart (US-Dollar)

Brasilien

Der MSCI Brasilien ist auf dem Weg zu einer positiven Jahresperformance 2022. Dies allerdings nur deshalb, weil der Index im ersten Quartal deutlich stieg. Seither erfolgt eine Seitwärts-/Abwärtsbewegung.

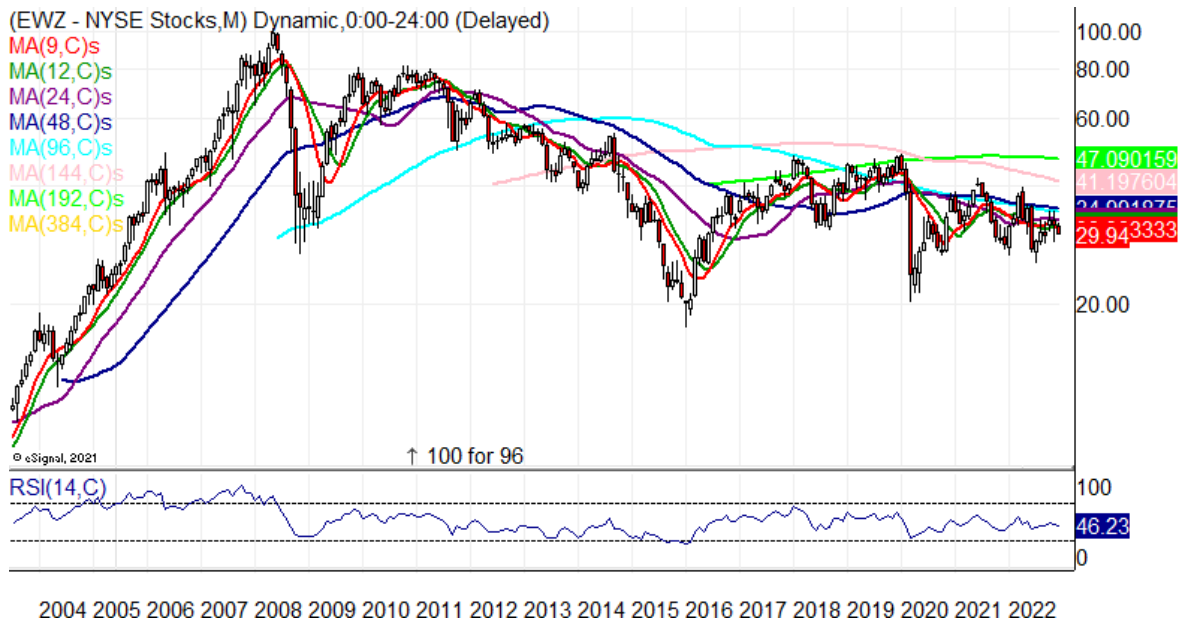


Abb. 5.49: MSCI Brasilien Monatschart (US-Dollar).

Die mit 20 Prozent höchste Gewichtung im MSCI Brasilien hält das größte Eisenerz-förderunternehmen der Welt, Vale S.A. Die Nachfrage nach Eisenerz ist Konjunktur abhängig, der Preis zog jüngst wieder an. Insofern besteht eine Chance für Vale, den seit Sommer laufenden Anstieg fortzusetzen. Dem entgegen stehen seit Oktober fallende Kurse bei Petrobras, dem großen Ölförderunternehmen. In der Summe könnten sich diese Bewegungen ausgleichen und der MSCI Brasilien könnte weiterhin seitwärts verlaufen. Im Rahmen einer US-Rezession würde der MSCI Brasilien ebenfalls fallen. Auch in Brasilien ist eine inverse Zinsstrukturkurve zu beobachten, die eine Abkühlung der dortigen Wirtschaft erwarten lässt.

6. Fazit für den Finanzmarkt

Zum Jahresende 2022 ist eine aufkommende Rezession in den USA zum eindeutigen Konsens bei Fondsmanagern und auch in den Researchabteilungen der Banken geworden. Diese Annahme führt zur Erwartung stark fallender Aktienkurse primär im ersten Halbjahr 2023, wobei mehrere Banken das größte Risiko im ersten Quartal antizipieren. Das momentane Umfeld ist durch eine Vielzahl an Divergenzen in den Wirtschaftsindikatoren geprägt, die Stimmungsindikatoren bei den Konsumenten liegen auf einem ungewöhnlich niedrigen Niveau.

Ungewöhnlich ist auch das Niveau des Abbaus der Notenbankbilanzen, so dass sich die Liquiditätsbedingungen zunächst weiter verschlechtern werden. Diese Entwicklung kann im weiteren Jahresverlauf zu Turbulenzen führen, die dann im Umkehrschluss einen raschen Umkehrpunkt („V“) in der Notenbankpolitik provozieren kann. Die restriktive Politik der Notenbanken kennzeichnete das Jahr 2022 und befindet sich im Übergang zu einer abwartenden Haltung, die historisch nicht von langer Dauer war.

Eine Vielzahl an inversen Zinsstrukturen in vielen Ländern kündigt im Laufe des neuen Jahres eine Korrektur der Bremspolitik an. Unser „Ablaufplan“ orientiert sich an den statistischen Erwartungen aus der Kombination eines Vorwahljahres und eines 3er-Jahres und versucht die zu erwartende US-Rezession zu integrieren.

Erstes Quartal

Die Investoren starten weiterhin mit einer defensiven Ausrichtung in ihrer Anlagepräferenz in das neue Jahr, da die deutlichen Verluste bei Aktien und Anleihen aus dem Januar 2022 noch präsent sind und nachwirken. Anfang Februar erklärt die US-Notenbank ihren Wechsel hin zu einer abwartenden Haltung, was für eine Phase steigender Kurse und temporär steigender Risikofreudigkeit führt. Der Euro/US-Dollar zeigt Stärke und auch die Rohstoffpreise legen zu. Der Ölpreis bildet ein Preistief aus.

Zweites Quartal

„Sell in May and go away“ und eine rückläufige Risikofreude der Investoren begünstigen sichere Häfen wie Staatsanleihen, deren Renditen sinken, und den US-Dollar. Aktien und Rohstoffe fallen. Der Rezessionstrade in den USA setzt ein, das Kapitalmarktumfeld wandelt sich langsam hin zu einer deflatorischen Tendenz. Japan ist ein Kandidat, der die Märkte überraschen kann, wenn sie unter neuer Führung zu einer Korrektur der Zinsstrukturkurvenkontrolle neigen. Global würde dieser Moment als ein kurzfristiger Schocktag wirken, der aber rasch korrigiert werden würde.

Drittes Quartal

Die US-Rezession wird zur Gewissheit und die US-Notenbank unternimmt den ersten Wechsel ihrer Politik mit einer Leitzinssatzsenkung im Juli. Trotzdem fallen die Aktienkurse, da größere Gewinnrückgänge von den Investoren antizipiert werden. Bei der Dynamik des Abschwungs zeigen sich global Divergenzen, da sich die wirtschaftliche Situation in China gebessert hat und davon auch Europa mit einer relativen Stärke profitiert. Im Umfeld sinkender Renditen lässt die relative Schwäche der Technologieaktien in den USA nach, während die zyklischen Aktien und die zuvor sicheren Häfen aus defensiven Branchen verkauft werden. Der US-Dollar legt zu und nähert sich noch einmal seinem Verlaufshoch von 2022.

Viertes Quartal

Die US-Notenbank stoppt den Abbau ihrer Bilanz und unterstützt temporär die Märkte mit einem temporären Ankauf von Staatsanleihen. Diese Wende lässt die „Animal spirits“ der Investoren erwachen, die im Risk-On-Modus Aktien und Rohstoffe kaufen. Technologieaktien steigen deutlich an und die relative Stärke Chinas und Europas, die keine neuen Tiefs gegenüber 2022 erzielten, setzt sich mit nachlassender Intensität fort. Weitere Leitzinssatzsenkungen lassen die Renditen in der zehnjährigen Rendite leicht ansteigen, die Inversion der Zinsstrukturkurve löst sich auf. Davon profitieren auch Bankaktien. Das vierte Quartal 2023 erlebt mit einem zweistelligen prozentualen Zugewinn ein sehr positives Finale des Kalenderjahres. Auch Gold und Silber steigen stark an, ebenso zeigt der Ölpreis deutliche Zugewinne in einer üblicherweise schwachen saisonalen Phase.

7. Unsere 10 Thesen für 2023

1. Die US-Rezession kommt im Sommer

Leitzinserhöhungen und Liquidätsentzug benötigen Zeit, um in der Wirtschaft anzukommen. Deshalb kommt eine US-Rezession nicht so früh, wie es viele Analysten erwarten. Eine erste Leitzinssenkung im Juli ist noch keine große Hilfe für die Märkte. Die Rezession wird keine globale Rezession sein, weil China keine und Europa höchstens eine abgeschwächte Rezession erlebt. Auch in den USA wird die Rezession milder sein als 2020 oder 2008, auch weil der US-Arbeitsmarkt nicht einbrechen wird.

2. "Sell in May and go away"

Die US-Aktienmärkte bleiben zunächst konstruktiv, weil sie eine zurückhaltender werdende Fed antizipieren. Ab Mai fallen die Märkte.

3. Die US-Inflationsrate fällt auf 3 Prozent

Die US-Inflationsrate fällt vor allem im ersten Halbjahr stetig. Im März ist der Rückgang aufgrund von Basiseffekten besonders deutlich. Das Inflationsziel von 2 Prozent erreicht sie nicht.

4. Globale Notenbanken werden expansiver

Die Fed dürfte im vierten Quartal den Abbau ihrer Bilanz stoppen und temporär Staatsanleihen kaufen. Die EZB wird sich weniger bewegen, weil sie von einer niedrigeren Leitzinsbasis agiert.

5. Der Ölpreis fällt auf 60 Dollar

Das Wetterphänomen La Nina endet. Mit El Nino kommt eine Phase, die in den USA für wärmeres Winterwetter sorgt. Der Preis für WTI Crude fällt auf 60 US-Dollar. Dann wirkt der „US-Regierungs-Put“ stabilisierend für den Ölpreis. Auch die Gaspreise in den USA und Europa weisen eine fallende Tendenz auf.

6. Bitcoin bleibt schwach

Bitcoin mag sich in Q4 erholen, weil ein Risk-on-Modus herrscht. Zuvor aber sollte Bitcoin schwach bleiben.

7. Europa und China werden übergewichtet

Die globalen Vermögensverwalter bauen die Untergewichtung chinesischer und europäischer Aktien ab. Dies hilft den Aktien aus beiden Regionen zu einer Outperformance gegenüber den USA. In Q4 zeigen die US-Tech-Werte ihre „Animal Spirits“ , was die Ratio wieder zugunsten der USA dreht.

8. Arbeitsmärkte bleiben resilient

Die globalen Arbeitslosenquoten steigen zwar angesichts der Rezession, erreichen aber zu keinem Zeitpunkt die hohen Werte von 2020 oder 2008.

9. Euro testet 0,95

Der Euro/US-Dollar fällt im Herbst auf 0,95. Von dort beginnt eine längere Rally. Damit hat er sein September-2022-Tief erfolgreich getestet.

10. Immobilienmarkt erholt sich

Die Immobilienpreise sind im Jahr 2023 rückläufig. Aber der Rückgang ist mild. Aufgrund der fallenden Renditen erholt sich der Markt ab Q4.

Disclaimer

Für die Richtigkeit sämtlicher Inhalte übernehmen wir keine Garantie. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann daher nicht übernommen werden. Die von uns gelieferten Informationen nutzen Sie auf eigenes Risiko. Wir garantieren 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 vorherige 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. 9:30 Uhr) 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 Terminmarktdaten, auf zeitliche Muster sowie auf die Positionierung des Smart Money, die mit eigenen Indikatoren gemessen wird.

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 liefern Beiträge und Interviews für diverse TV-Sender (u. a. n-tv, 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: US-BIP-Wachstum und Atlanta Fed
Abb. 1.2: ISM-Index verarbeitendes Gewerbe Auftragseingänge
Abb. 1.3: ISM verarbeitendes Gewerbe und Chicago PMI
Abb. 1.4: ISM verarbeitendes Gewerbe und ISM-Dienstleistungsindex
Abb. 1.5: US-Verbrauchervertrauen Conference Board/Uni Michigan
Abb. 1.6: US-Verbrauchervertrauen Conference Board/Uni Michigan
Abb. 1.7: Folgeanträge auf US-Arbeitslosenhilfe
Abb. 1.8: Challenger Stellenabbau
Abb. 1.9: US-Stellenangebote
Abb. 1.10: US-Stundenlohn
Abb. 1.11: Veränderungsrate Stundenlohn und US-Leitzins
Abb. 1.12: US-Baubeginne und NAHB-Housing-Index
Abb. 1.13: Verkäufe neuer Häuser
Abb. 1.14: US-Hausbaumarkt-Preisindizes
Abb. 1.15: XHB-Homebuilder-Index
Abb. 1.16: High-Yield-Spread und US-Dollar-Index
Abb. 1.17: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen
Abb. 1.18: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne
Abb. 1.19: IHS Markit Eurozone Composite PMI
Abb. 1.20: Ifo-Index
Abb. 1.21: IFO-Index und KDAX
Abb. 1.22.: Umsatzsteuer-Voranmeldungen und KDAX
Abb. 1.23: Caixin China PMI
Abb. 1.24: US-Inflationsrate und US-Rezessionen seit 1920
Abb. 1.25: 5-Year US-Break-Even-Inflation Inflationsrate
Abb. 1.26: Unterkunft und Inflationsrate
Abb. 1.27: Preisindex neue und gebrauchte US-Autos
Abb. 1.28: Baltic Dry Index und Freightos Baltic Index
Abb. 1.29: US-Geldmengenwachstum und Inflationsrate
Abb. 1.30: US-Geldmengenentwicklung
Abb. 1.31: US-Inflationsrate seit 1950
Abb. 1.32: Inflationsrate Euroraum
Abb. 1.33: Inflationsrate USA Prognose
Abb. 1.34: Inflationsrate Euroraum Prognose
Abb. 1.35: Inflationsrate und S&P 500 seit 2000
- Abb. 2.1: Bilanzsummen Zentralbanken 2010-2020
Abb. 2.2: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen und Leitzins/QE
Abb. 2.3: US-Leitzinserhöhungspfad 2022/23
Abb. 2.4: US-Renditespektrum kurz
Abb. 2.5: US-Renditespektrum lang
Abb. 2.6: Leitzinsen Fed, EZB, Bank of Japan
Abb. 2.7: EZB-Zinserwartungen
Abb. 2.8: EZB APP und PEPP
Abb. 2.9: EZB APP und PEPP kumuliert
Abb. 2.10: EZB-Vermögenswerte und Bilanzsumme (2023 geschätzt)
Abb. 2.11: 30-Jahres-Zyklus Rendite
Abb. 2.12: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen
Abb. 2.13: 30jährige US-Staatsanleihen saisonaler Verlauf

Abb. 2.14: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten
Abb. 2.15: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen Griechenland, Italien, Portugal, Spanien
Abb. 2.16: Renditen Asien/Schwellenländer
Abb. 2.17: Renditen Japan

Abb. 3.1: US-Dollar-Index seit 1980
Abb. 3.2: US-Dollar-Index und S&P 500
Abb. 3.3: US-Dollar-Index Chart
Abb. 3.4: US-Dollar-Index Spiegel Titelbilder
Abb. 3.5: Netto-Spekulation der Großspekulanten im US-Dollar-Index
Abb. 3.6: US-Dollar-Index Chart lang
Abb. 3.7: Value/Growth Ratio
Abb. 3.8: Euro/Dollar seit 2000
Abb. 3.9: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Euro/Dollar
Abb. 3.10: Euro/Dollar seit 1980
Abb. 3.11: GBP/USD seit 1976
Abb. 3.12: EUR/CHF
Abb. 3.13: Dollar/Yen und US-Rezessionen
Abb. 3.14: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 3.15: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Dollar/Yen
Abb. 3.16: Bitcoin und Euro/Dollar
Abb. 3.17: Bitcoin Open Interest
Abb. 3.18: Bitcoin seit 2010
Abb. 3.19: Bitcoin-Halbierungen
Abb. 3.20: Bitcoin und S&P 500
Abb. 3.21: Bitcoin und Gold
Abb. 3.22: Bitcoin und Verlauf von Blasen
Abb. 3.23: Coinbase Global

Abb. 4.1: Verbrauch fossiler Energien
Abb. 4.2: Veränderung in der Stromerzeugung bis 2030
Abb. 4.3: CRB-Index seit 1970
Abb. 4.4: CRB-Index inflationsbereinigt
Abb. 4.5: Energiepreise in MMBtu
Abb. 4.6: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)
Abb. 4.7: US-Erdölproduktion (in Mio. Barrel pro Tag)
Abb. 4.8: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch
Abb. 4.9: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und –Förderung und Ölpreis
Abb. 4.10: ONI-Index
Abb. 4.11: ONI-Index und WTI-Crude
Abb. 4.12: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)
Abb. 4.13: WTI Crude Open Interest
Abb. 4.14: WTI Crude und 10jährige US-Rendite
Abb. 4.15: WTI Crude Terminkontrakte
Abb. 4.16: WTI Crude Kontraktdifferenz
Abb. 4.17: WTI Crude Strategische Öl-Reserve
Abb. 4.18: WTI Crude und Rezessionen
Abb. 4.19: WTI Crude Tageschart
Abb. 4.20: Erdgas Rotterdam TTF
Abb. 4.21: Erdgas Rotterdam TTF und Spot-Preis
Abb. 4.22: ONI-Index und US-Erdgas

Abb. 4.23: US-Erdgas
Abb. 4.24: Metalle-Futures
Abb. 4.25: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)
Abb. 4.26: Gold Großspekulanten
Abb. 4.27: Gold
Abb. 4.28: Saisonaler Verlauf Silber
Abb. 4.29: Silber Großspekulanten
Abb. 4.30: Silber
Abb. 4.31: Kupfer langfristig
Abb. 4.32: Kupfer und S&P 500
Abb. 4.33: Kupfer und WTI Crude
Abb. 4.34: Kupfer Saisonalität
Abb. 4.35: Kupfer Großspekulanten
Abb. 4.36: Agrar-Futures
Abb. 4.37: Bauholz und Inflationsrate
Abb. 4.38: Weizen
Abb. 4.39: ONI-Index und Weizen
Abb. 4.40: Weizen Großspekulanten

Abb. 5.1: Q-Ratio
Abb. 5.2: Russell 1000 Growth/Value
Abb. 5.3: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP
Abb. 5.4: Fed-Modell
Abb. 5.5: S&P 500-KGV (TTM) und S&P 500
Abb. 5.6: Dow Jones Index Verteilung Nachwahljahre (prozentuale Veränderung)
Abb. 5.7: Zusammensetzung US-Kongress seit 1945
Abb. 5.8: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus
Abb. 5.9: Dow Jones Index – Durchschnittsverl. Vorwahljahre demokrat. Präsidenten erste Wahlperiode
Abb. 5.10: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Vorwahljahre seit 1897 (Verlauf in Prozent)
Abb. 5.11: Dow Jones Index - Vorwahljahre 2007, 2011, 2015, 2019
Abb. 5.12: Dow Jones Index – Verlauf alle Vorwahljahre seit 1963
Abb. 5.13: Dow Jones Index Verteilung 3er-Jahre (prozentuale Veränderung)
Abb. 5.14: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 3er-Jahre seit 1902
Abb. 5.15: Dow Jones Index – Durchschnittsverlauf 3er Jahre, die gleichzeitig Vorwahljahre sind
Abb. 5.16: Sabbatjahre
Abb. 5.17: Bärenmärkte Dow Jones Index
Abb. 5.18: Bärenmärkte einzeln
Abb. 5.19: Bärenmärkte 1946 und 1962
Abb. 5.20: Bullenmärkte Dow Jones Index
Abb. 5.21: Bullenmärkte Dow Jones Index – 1974 und 2009
Abb. 5.22: Dow Jones Index 50er-Jahre-Vergleich
Abb. 5.23: NAAIM-Exposure-Index
Abb. 5.24: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAI-Umfrage)
Abb. 5.25: S&P 500 Sektoren-Performance 2022
Abb. 5.26: Stoxx Europe 600-Sektoren-Performance 2022
Abb. 5.27: Idealisierter Konjunkturzyklus
Abb. 5.28: S&P 500-Sektoren seit Januar 2000
Abb. 5.29: US-Rendite und S&P 500 1993 - 1995
Abb. 5.30: US-Rendite und S&P 500 aktuell
Abb. 5.31: Gebert-Indikator
Abb. 5.32: Neue 52-Wochen-Tiefs

Abb. 5.33: NYSE-McClellan-Oszillator unter -100
Abb. 5.34: Equity-PCR Superspikes über 1,0
Abb. 5.35: Equity-Put-Call-Ratio
Abb. 5.36: OEX-PCR Open Interest GD 10
Abb. 5.37: Hindenburg-Omen
Abb. 5.38: NYSE-AD-Linie
Abb. 5.39: Länder-Aktienmärkte in Euro
Abb. 5.40: S&P 500 Monatschart
Abb. 5.41: Nasdaq 100 Index Monatschart
Abb. 5.42: Euro Stoxx 50 Monatschart
Abb. 5.43: KDAX Monatschart
Abb. 5.44: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro
Abb. 5.45: KDAX und Dow
Abb. 5.46: Blasenverläufe Nikkei ab 1990/Dow ab 1929/Gold ab 1980
Abb. 5.47: MSCI China Monatschart
Abb. 5.48: MSCI Indien Monatschart
Abb. 5.49: MSCI Brasilien Monatschart