

Wellenreiter-Invest Studie

Ausblick 2015

Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe

**©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn**

Oberursel, im Dezember 2014

Inhaltsangabe

	Seite
Editorial	4
1. Konjunktorentwicklung	6
1.1 USA	6
1.2 Europa	11
1.3 Asien	16
1.4 Inflation	18
2. Notenbankpolitik	28
3. Der Anleihemarkt	37
3.1 Übersicht	37
3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen	41
3.3 Entwicklung der europäischen Staatsanleihen	46
4. Der Währungsmarkt	51
4.1 US-Dollar-Index	51
4.2 Euro/ Dollar	52
4.3 Dollar/ Yen	56
4.4 Rohstoff-Währungen	58
4.5 Schweizer Franken	61
5. Der Rohstoffmarkt	63
5.1 Rohstoffmarkt langfristig	63
5.2 Erdöl	66
5.3 US-Erdgas	77
5.4 Gold	78
5.5 Silber, Platin, Palladium	83
5.6 Kupfer	85
5.7 Nachwachsende Rohstoffe	88
6. Der Aktienmarkt	91
6.1 Bewertung	91
6.2 Das große Bild	95
6.3 US-Präsidentschaftszyklus	100

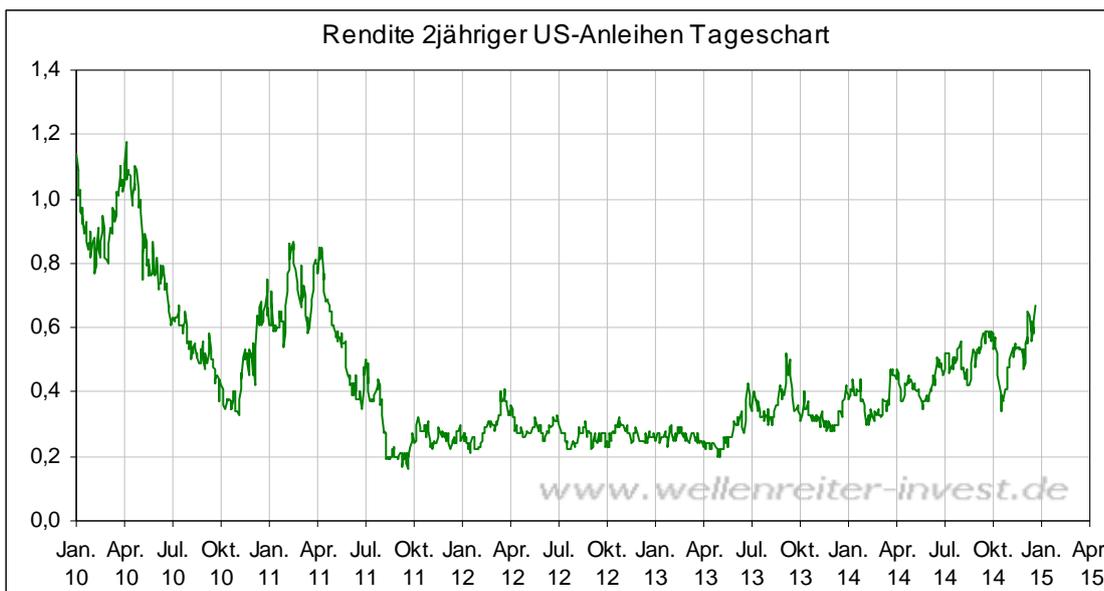
6.4	Dekadenmuster	105
6.5	Januar-Effekt	108
6.6	Marktstruktur	109
6.7	Sentiment	114
6.8	Sektoren im Fokus	117
6.9	Leit-Aktienindizes	122
6.9.1	DAX	122
6.9.2	Euro Stoxx 50	124
6.9.3	S&P 500 Index	127
6.9.4	Nikkei-Index	128
6.9.5	BRIC-Staaten	130
6.9.6	Peripherie-Staaten	134
6.10	Zeitprojektionen	136
7.	Fazit für den Finanzmarkt	137
8.	Unsere 10 Thesen für 2015	139
	Disclaimer	149
	Über uns	141
	Abbildungsverzeichnis	142

Editorial

Erstmals seit fünf Jahren nehmen die Bundesbürger keine Inflation mehr wahr. Die gefühlte Inflation ist auf null gesunken. So ließ eine große Bank kürzlich verlauten. Die Einführung von Negativzinsen sorgt in Deutschland und in der Schweiz für Aufregung.

Europa würde „japanisiert“. Die Worte „Deflation“ und „Negativzinsen“ dürften bei der Wahl zum Wort des Jahres in der finalen Auswahlliste zu finden sein.

Aus dieser Stimmungslage heraus betrachte man den folgenden Chart.



Die Phase der Bodenbildung 2jähriger US-Renditen ist abgeschlossen: Die Zinsen steigen. Kritiker werden einwenden, dies hänge mit der bevorstehenden Zinserhöhung in den USA zusammen. Diese Situation sei auf Europa nicht übertragbar.

Die Rendite 2jähriger italienischer Staatsanleihen zog seit September von 0,28 auf 0,60 Prozent an, während die 2jährige spanische Rendite im gleichen Zeitraum von 0,18 auf 0,57 Prozent zulegen konnte. Die 2jährige chinesische Rendite stieg seit Ende November von 3,15 auf 3,51 Prozent.

Dies alles kann Zufall sein. Wahrscheinlicher ist, dass die USA den Ton angibt und der Rest der Welt diesem Trend folgt.

Wir rechnen im Laufe des Jahres mit einem - gefühlt signifikanten - Zinsanstieg. Nicht unmittelbar zu Beginn, aber doch zur Jahresmitte. Und das nicht nur in den USA und nicht nur am kurzen Ende.

Wir wünschen Ihnen bei der Lektüre unseres Jahresausblicks 2015 nicht nur viel Vergnügen, sondern vor allem auch gewinnbringende Erkenntnisse für Ihre eigene Anlagestrategie im neuen Jahr. Sofern Sie noch kein Abonnent sind, würden wir uns freuen, wenn Sie unser kostenfreies Schnupperabo ausprobieren würden.

Oberursel, im Dezember 2014

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

1. Konjunkturentwicklung

1.1 USA

Das US-BIP fiel im ersten Quartal um -2,1%. Es folgte eine scharfe Erholung in Q2 auf +4,6%, die sich im dritten Quartal mit +3,9% fortsetzte. Schätzungen für das vierte Quartal 2014 belaufen sich auf einen Wert von +2,7%. Damit wuchs die US-Wirtschaft im Gesamtjahr 2014 mit etwa 2,3%. Der Euroraum vollzog ein Nullwachstum.

„Die Zinsspanne verweist für das Jahr 2014 auf eine positive US-Wirtschaftsentwicklung“. So formulierten wir im Jahresausblick. Diese perspektivische Einschätzung war richtig, auch wenn der scharfe US-Winter im ersten Quartal eine Delle brachte.

Die Ausweitung der Bilanzsumme der US-Zentralbank wirkt seit Mitte 2012 als Impulsgeber für die US-Wirtschaft. In 2015 wird sich die Bilanzsumme nur noch marginal durch die Wiederanlage der Zinsen ausweiten.

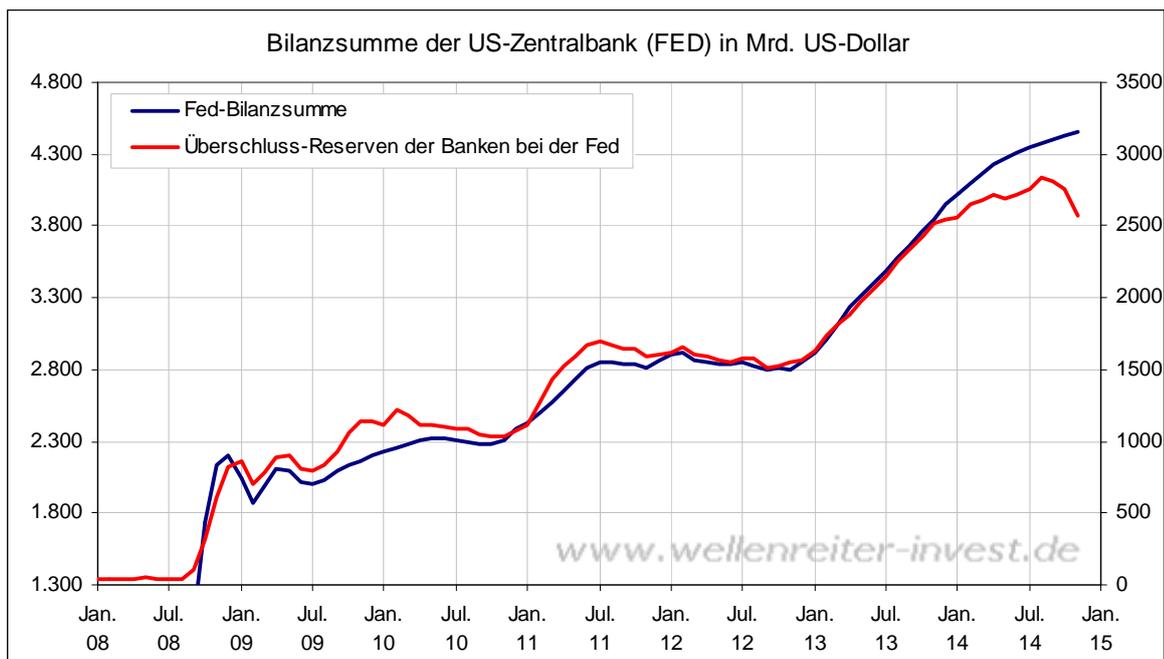


Abb. 1.1: Bilanzsumme und Überschuss-Reserven

Seit Mitte des Jahres 2014 bauen Banken die Überschussreserven bei der Fed ab. Das Geld wird offenbar anders angelegt. Sollten die Überschussreserven weiter abgebaut werden, könnten die Banken das Kapital als Kredite vergeben oder am Kapitalmarkt anlegen. Diese Entwicklung würde perspektivisch die Inflation stützen.

Das Momentum des US-Wirtschaftswachstums befindet sich an einem oberen Extrem. Der Philadelphia Fed Index verdeutlicht dies besonders gut (folgender Chart).

Er basiert auf einer monatlichen Umfrage im Fed Distrikt Philadelphia und korreliert mit dem ISM-Index.

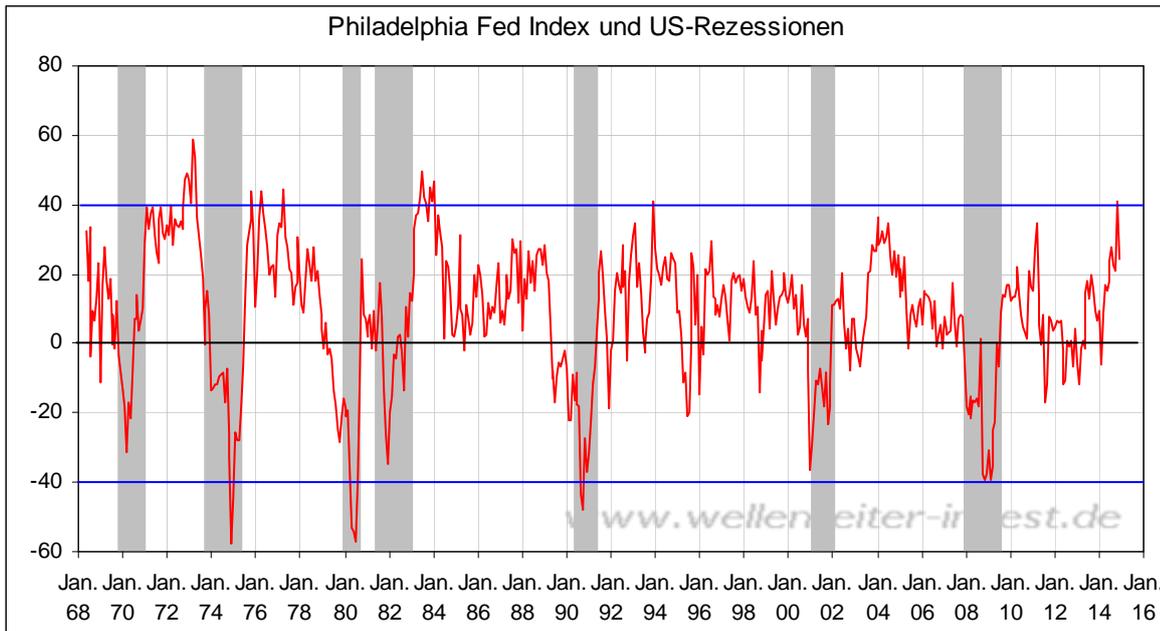


Abb. 1.2: Philadelphia Fed Index

Die November-Marke von 40,8 Punkten wurde zuletzt Ende des Jahres 1993 erreicht. Insgesamt stellt die 40-Punkte-Marke ein oberes Extrem für diesen Index dar. Das Erreichen solch hoher Werte führte zwar im Folgejahr nicht zu konjunkturellen Turbulenzen. Am Kapitalmarkt folgte im Jahr 1994 ein Rentencrashjahr und infolgedessen ein Seitwärtsjahr am Aktienmarkt. Die Wirtschaftsleistung war im Vorfeld zu gut, die US-Notenbank erhöhte die Leitzinsen. An den Märkten führte dieser veränderte Kurs zu den erwähnten Turbulenzen.

Eine ähnliche fundamentale Aussage lässt sich für den ISM-Index (verarbeitendes Gewerbe) treffen. Werte um 60 (November 2014: 58,7) repräsentieren seit Anfang der 1980er Jahre die Obergrenze (folgender Chart).

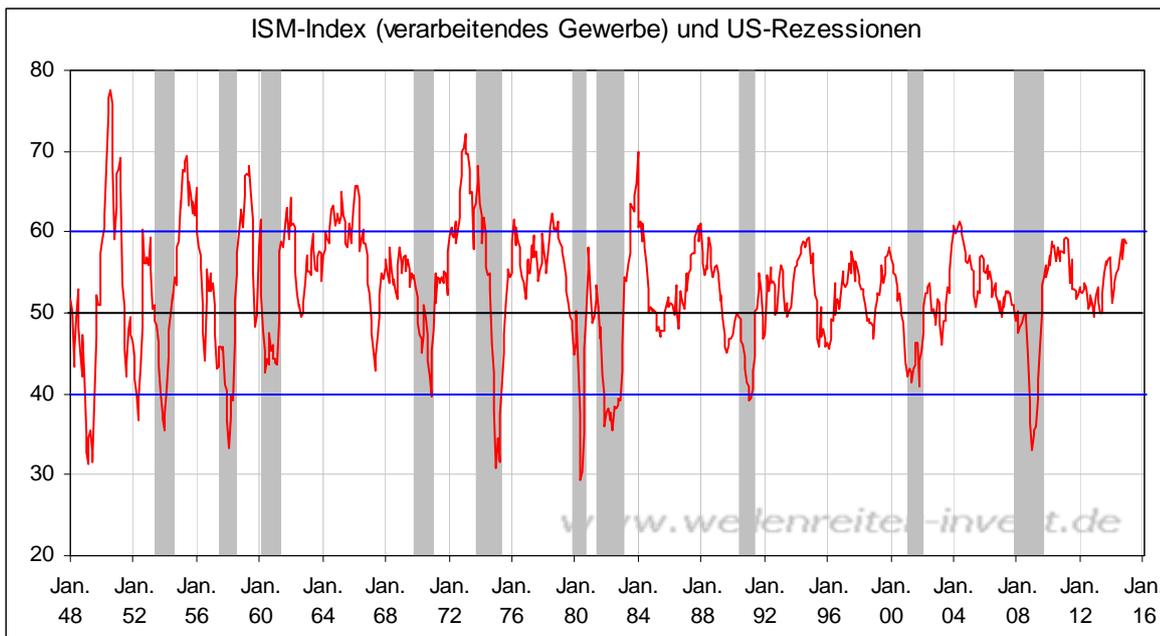


Abb. 1.3: ISM-Index

Der für die USA bedeutendere Dienstleistungssektor notiert im Dezember bei 59,3 Punkten und damit auf dem höchsten Niveau seit Ende 2005 sowie Sommer 2007. In der Summe liegen alle US-Einkaufsmanagerindizes auf einem historisch sehr hohen Niveau, welches keine nennenswerte Steigerungsmöglichkeit besitzt. Insofern stellt es keine Überraschung dar, wenn die US-Unternehmen sehr optimistisch auf die Entwicklung des ersten Halbjahres 2015 blicken.

Für das verarbeitende Gewerbe erwarten die Einkaufsmanager für 2015 eine Zunahme des Umsatzwachstums von 3,6 Prozent auf 5,6 Prozent, im Dienstleistungssektor wird sogar eine Verdopplung des Umsatzwachstums auf 10 Prozent erwartet. Diese Erwartungshaltung bedeutet einen weiteren Beschäftigungsaufbau, um dem erwarteten wirtschaftlichen Boom gerecht zu werden. Insofern stellt sich die Frage, ob diese hohe Erwartungshaltung erfüllt werden kann.

Bei dieser Frage gilt der Blick zuerst der Zinsspanne der Rendite 3monatiger zu 10jährigen US-Staatsanleihen. Diese Zinsspanne stellte in der Vergangenheit eine gute vorauslaufende Indikation für die Entwicklung des US-BIP dar (folgender Chart). Die seit Jahresbeginn 2014 erfolgende Verengung der Zinsspanne spricht für eine Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik.

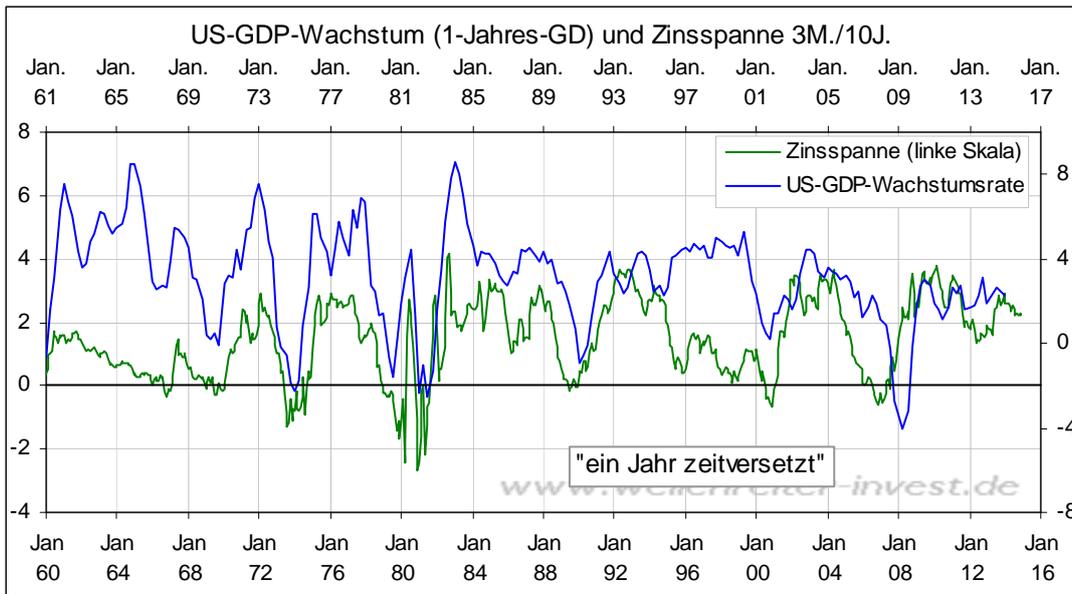


Abb. 1.4: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Die Abwärtsbewegung fällt nicht scharf aus, sondern ist tendenziell als ein softes Abgleiten anzusehen. Damit ist ein Übertreffen der bereits hohen Erwartungen sehr unwahrscheinlich, es besteht ein moderates negatives Überraschungspotential.

Ein ähnliches Bild offeriert der Blick auf das um ein Jahr zeitversetzte Verhalten des Realzinses (folgender Chart).

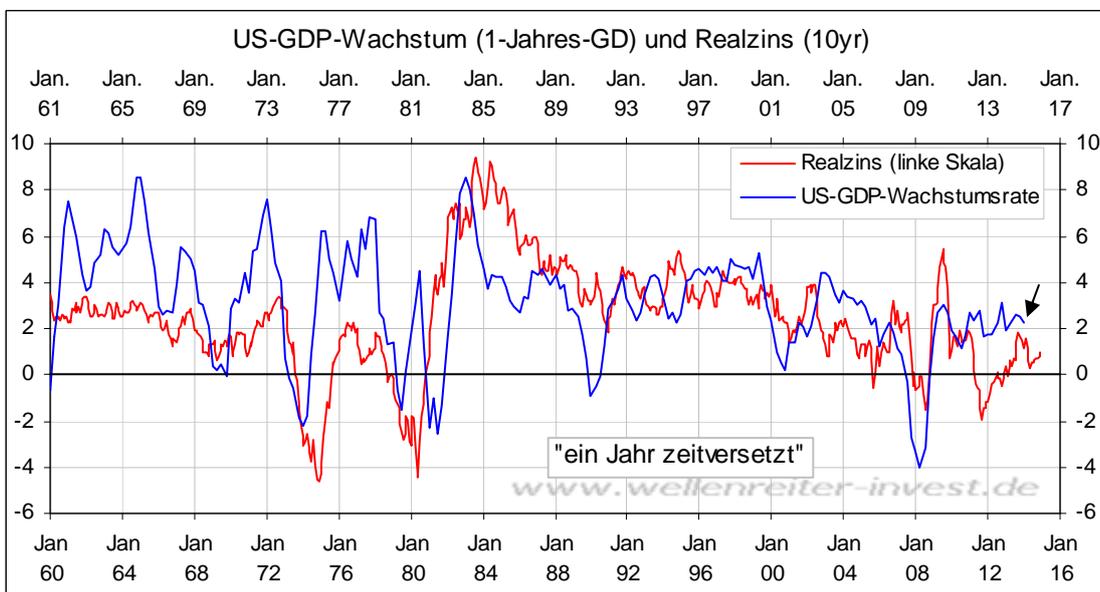


Abb. 1.5: US-BIP-Wachstum und Realzins

Die Realzinsentwicklung deutet ein niedrigeres US-BIP-Wachstum als im Vorjahr an. Die oberen Extrempunkte in den Einkaufsmanagerindizes einerseits sowie die sich verengende Zinsspanne und der fallende Realzins andererseits geben Hinweise auf eine Abkühlung der US-Wirtschaft im Jahr 2015. Zumindest sollte das Momentum nachlassen.

Die Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe erreichten Anfang November ein Tiefpunkt von 279.000 (4-Wochen-Durchschnitt). Zuletzt lagen die Erstanträge im April 2000 auf einem niedrigeren Niveau. Besser als im Herbst 2014 kann es mit Blick auf die Entwicklung in den letzten 40 Jahren nicht werden.

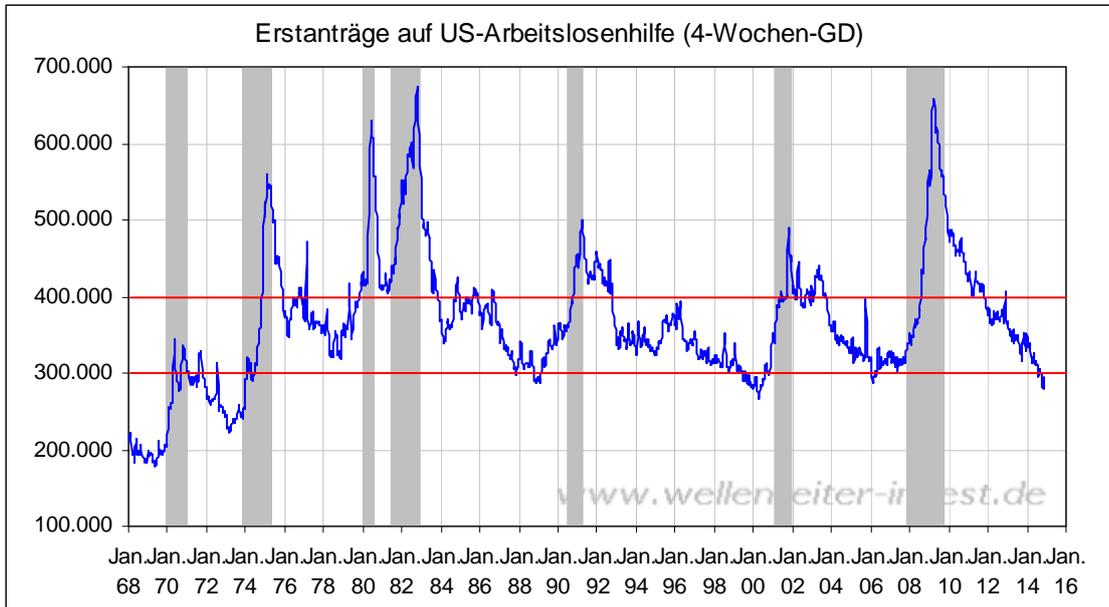


Abb. 1.6: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe

Die zyklische Betrachtung offeriert einen Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Erstanträge und des US-Aktienmarktes. Immer dann, wenn die Erstanträge ein zyklisches Tief erreichten, befand sich der US-Aktienmarkt an oder in der Nähe eines Hochpunktes. Auf dem folgenden Chart sind die Erstanträge zu besserer Vergleichbarkeit invers dargestellt.

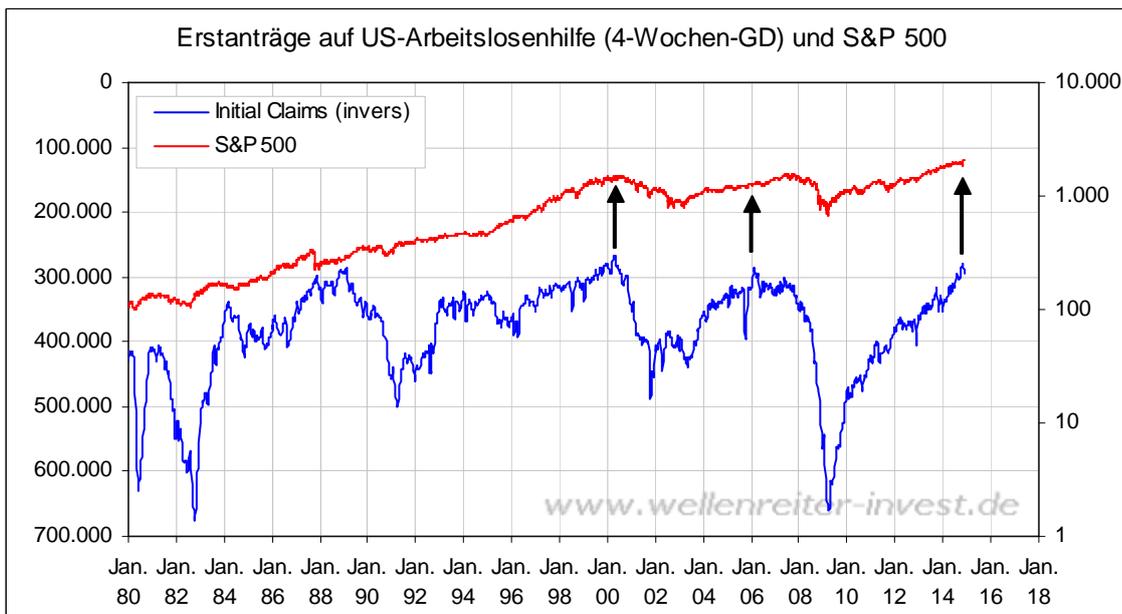


Abb. 1.7: Erstanträge und S&P 500

Dieser Indikator bestätigt grundsätzlich die „Endlichkeit“ von Zyklen sowie die - damit verbundene - Unvermeidlichkeit einer mittelfristig bevorstehenden negativen Wende auf dem US-Arbeitsmarkt.

Der Niedrigwert von 279.000 Anträgen von Anfang November könnte bereits ein zyklisches Tief darstellen. Sollte dies der Fall sein, gäbe es zwei Möglichkeiten. Im einen Fall - wie im Jahr 2000, als die Zahl der Erstanträge sprunghaft anstieg - würde sich an dieser Stelle ein Hoch am US-Aktienmarkt ergeben.

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

Fazit: In den USA sind die Erwartungen an die Konjunktur für 2015 sehr hoch. Der Konsens der Bankanalysten erwartet eine Verbesserung des BIP-Wachstums auf knapp 3 Prozent für 2015. Aufgrund der sich am oberen Rand befindenden Einkaufsmanagerindizes und der sich leicht abschwächenden in die Zukunft gerichteten Zinsspannen besteht ein gewisses Enttäuschungspotential für die Entwicklung der US-Wirtschaft in 2015.

2.2 Europa

Ein Grund, warum das Wirtschaftswachstum in den USA gegenüber Europa in den letzten Jahren höher ausfiel, war das - sich in der Geldmengenentwicklung ausdrückende - höhere Kreditwachstum in den USA.

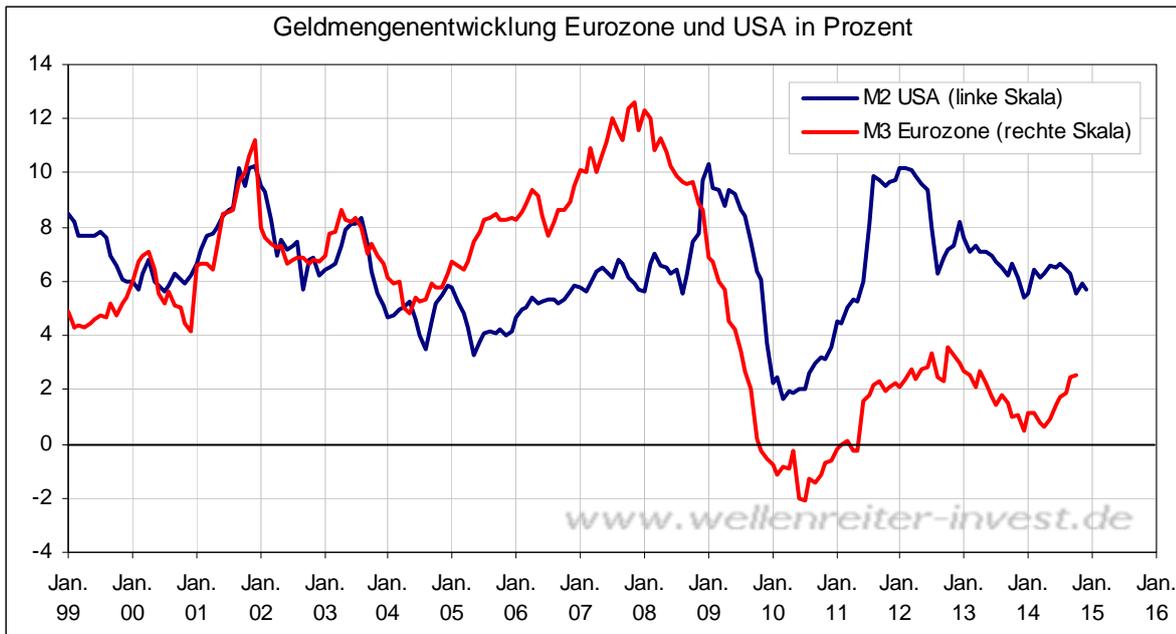


Abb. 1.8: Geldmengenentwicklung Eurozone und USA

Nach der Finanzkrise in den Jahren 2007/08 hat die europäische Diskussion über die Tragfähigkeit von Schulden und dem Zweifel am „Lender of last resort“ tiefe Verunsicherung geschnürt, so dass in der Summe nominal mangels Nachfrage das Geldmengenwachstum nur leicht zugelegt hat. Real betrachtet handelt es sich um eine Stagnation von Krediten und Geldmenge. In den letzten Monaten ergibt sich eine leichte Verbesserung der Geldmengenentwicklung, die konjunkturstützend wirkt.

Angesichts des niedrigen Kreditwachstums ist der Ruf der Investoren nach den großen Notenbanken mit liquiditätsspendenden Maßnahmen zu sehen, die Geldmengen nach oben zu treiben und damit die Assetpreise nach oben zu ziehen.

Während die Erwartungen an die USA für 2015 positiv sind, erwarten die Analysten für Europa eine Beibehaltung des Niedrigwachstums. Das Titelblatt der Wirtschaftswoche (siehe Grafik) zeigt die Unzufriedenheit mit der Stagnationsphase der letzten Jahre an.



Quelle: Wirtschaftswoche, Nummer 46/2014

Die Stimmung erscheint dabei schlechter zu sein als die Lage. In den großen Trends entwickelt sich der deutsche IFO-Index sehr ähnlich wie der amerikanische ISM-Index.

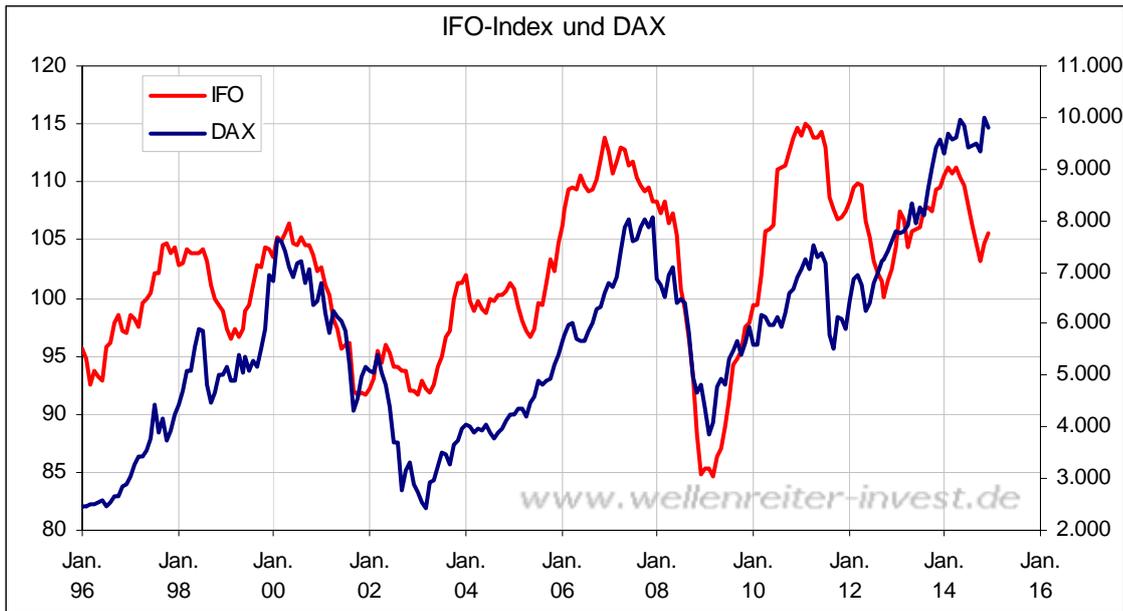


Abb. 1.9: IFO-Index und DAX

Gegenüber dem Rekordhoch in 2011 bildete der Ifo-Index im Februar einen sekundären Hochpunkt aus. Der Rückgang wurde erst im November und Dezember korrigiert. Die magische Schwelle von 100 Punkten als Indiz einer Rezession unterschritt der Ifo-Index in 2014 nicht. Mit 105,5 Punkten liegt er am Jahresende 2014 auf einem Niveau, das ein ähnliches Wachstum wie in 2013 erwarten lässt. Im Jahr 2000 notierte er auf einem ähnlichen Niveau wie aktuell. Damals war die Euphorie groß. Stimmung und Lage laufen an dieser Stelle auseinander.

Allerdings besteht eine deutliche Diskrepanz zwischen der Beurteilung der Lage – sie liegt mit 110 Punkten auf einem sehr hohen Niveau – und der Zukunftsaussichten, die mit 101,1 Punkten wesentlich vorsichtiger beurteilt werden. Der Zukunftsoptimismus ist getrübt, eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums wird von den Unternehmen am Jahresende 2014 nicht erwartet.

Während das Wirtschaftswachstum deutlich schwächer als in den USA ausfällt, gibt es auch in Deutschland positive Signale vom Arbeitsmarkt. Erstmals wurden mehr als 43 Mio. Beschäftigte registriert. Die Arbeitskräftenachfrage befand sich am Jahresende auf dem höchsten Niveau seit drei Jahren, so dass trotz aller Bremsspuren eine große Stabilität am Arbeitsmarkt zu beobachten war.

Die Wirtschaftssanktionen gegen Russland belasteten die deutsche Wirtschaft. Sanktionen bedeuten Wohlstandsverluste für beide Seiten und produzieren letztendlich nur

Verlierer. Ein Ende der Sanktionen – sie sind derzeit nicht in Sichtweite – würde zu einem Positivfaktor für die wirtschaftliche Entwicklung in Europa führen.

Zum Jahresende wertete der Rubel stark ab. Wurde der Euro/Rubel Ende September noch zu Kursen von 50 gehandelt, so wurden im Dezember Werte von 77 notiert. Diese brutale Abwertung des Rubels belastet Unternehmen, die in Russland Geschäfte betreiben, massiv in ihrer Umsatz- und Gewinnrechnung. Als Beispiel sei das Bad Vilbeler Unternehmen Stada - bekannt für Generikaprodukte - genannt, die etwa 20% ihrer Umsätze in Russland erlösen. Da die Russlandprobleme auch auf andere osteuropäischen Länder abstrahlen, muss unterstellt werden, dass zumindest mit Blick auf das erste Halbjahr 2015 diese Krise die europäische Wirtschaft belasten wird.

Ein zweiter Aspekt für 2015 ist die Währungsentwicklung. Auch wenn wir das Thema Euro-Entwicklung im Bereich Devisen schwerpunktmäßig thematisieren, ist die Intention eines schwächeren Eurokurses durch die EZB ein Positivfaktor für die Entwicklung der Exportgewinne der europäischen Unternehmen.

Der sinkende Euro/USD verbessert die Gewinnaussichten, der Effekt ist aber auf dem aktuellen Niveau bei weitem nicht vergleichbar mit Japan. Der Euro/USD bewegt sich weiterhin in seinem Handelsband seit 2010 und notiert etwa 8% tiefer als vor 12 Monaten. Gegenüber Währungen wie dem Yen legt der Euro sogar zu, gegenüber vielen Währungspaaren notiert er per Saldo seitwärts. Ein Abwertungsboom ist damit nicht erkennbar, Japans Dimensionen – USD/Yen Anstieg um über 50% in 2 Jahren – sind unerreichbar. Gleichwohl dürfte das politische Interesse daher an einer weiteren tendenziellen Schwächung anhalten.

Der dritte Aspekt ist der sinkende Ölpreis. Als signifikanter Importeur von Erdöl wirkt ein sinkender Ölpreis wie eine Steuersenkung für den Verbraucher. Da fiskalpolitisch weder in Deutschland noch in Europa Steuersenkungen diskutiert oder durchgeführt werden, ist auf diesem Weg ein deutlicher positiver Inputfaktor für die Konsumbereitschaft erkennbar. Die Kombination aus fallenden Energiepreisen und stabilem Arbeitsmarkt erklärt den Anstieg des GfK-Konsumklimas auf ein Achtjahreshoch in Deutschland.

Ein Researchhaus nannte jüngst den sinkenden Ölpreis einen „Vitaminstoß“ für die Weltwirtschaft. Unserer Auffassung nach ist diese Ansicht viel zu kurz gedacht. Während die Gewinner der Entwicklung mit dem Konsumenten einfach zu identifizieren sind, steht der Entwicklung eine lange Liste von Verlierern entgegen.

Die rohstofffördernden Länder werden angesichts sinkender Preise zu einer fiskalischen Bremspolitik gezwungen. Ob in Australien oder in den Vereinigten Arabischen Staaten – manch geplantes Infrastrukturprojekt verschwindet wieder in der Schublade, so dass der fallende Ölpreis das Recycling der durch Rohstoffe erzielten Gewinne reduziert. Daher werden die Unternehmen, die von diesen Maßnahmen profitiert haben, negativ tangiert. Fehlende Aufträge in den Büchern treffen auch deutsche Firmen wie Hochtief (australische Tochter Leighton) oder ThyssenKrupp, um nur einige Beispiele zu nennen.

Aufgrund der nachlassenden Einnahmen durch Öl hat diese Entwicklung auch ihren Einfluss am Kapitalmarkt, da weniger Überschusskapital von einigen Staatsfonds angelegt werden kann und damit eine Abschwächung der Nachfrage nach Wertpapieren zu erwarten ist.

Bei den Staatsfonds von Norwegen, Saudi-Arabien oder Katar werden sich die abnehmenden Mittelzuflüsse mit einer leichten Zeitverzögerung am Kapitalmarkt auswirken. Norwegens Staatsfonds ist der größte Staatsfonds der Welt. Lag das Volumen in 2007 im Bereich von 250 Mrd Euro, so stieg es bis zum Sommer 2014 auf etwa 650 Mrd Euro an. Das Wachstum des Fonds resultierte zum einen aus Gewinnen auf das eingesetzte Kapital. Den etwas größeren Anteil stellen die Zuflüsse durch die hohen Ölpreise in den Jahren 2010 bis Sommer 2014 dar. Dieser Zustrom versiegt im kommenden Jahr. Er führt zu einer schwächeren Nachfrage nach Aktien und Anleihen.

Einen Aspekt der Unsicherheit, der sich zum Jahresende 2014 abzeichnet, ist die anstehende Neuwahl in Griechenland. Wir widmen der Entwicklung der Renditen mehr Raum im Kapitel Anleihen, wollen aber darauf hinweisen, dass die Investoren die Entwicklung in Griechenland in Bezug auf einen dauerhaften Verbleib im Euro negativ sehen, da die griechischen Renditen substanziell höher als in anderen Ländern ausfallen.

Die Unsicherheit über den Zusammenhalt der Eurozone sehen wir in 2015 nicht wieder auf Krisenniveaus wie in 2011 ansteigen, da auf der anderen Seite die EZB im Sommer 2012 ein klares Bekenntnis („Whatever it takes“) abgeliefert hat und mit einem zu erwartenden Kaufprogramm für Staatsanleihen die Renditen weiter senken möchte. Deswegen erwarten wir maximal eine temporäre Unsicherheitsphase über wenige Wochen und sehen in der Entwicklung in Griechenland keinen substanziellen Einflussfaktor für die konjunkturelle Entwicklung in Europa.

2.3 Asien

Im Hinblick auf die Wachstumszahlen bekommen Investoren bei Asien glänzende Augen. Die Zeiten eines BIP-Wachstums von 10% und mehr sind in China vorbei, die Tendenz ist in den letzten Jahren leicht fallend.

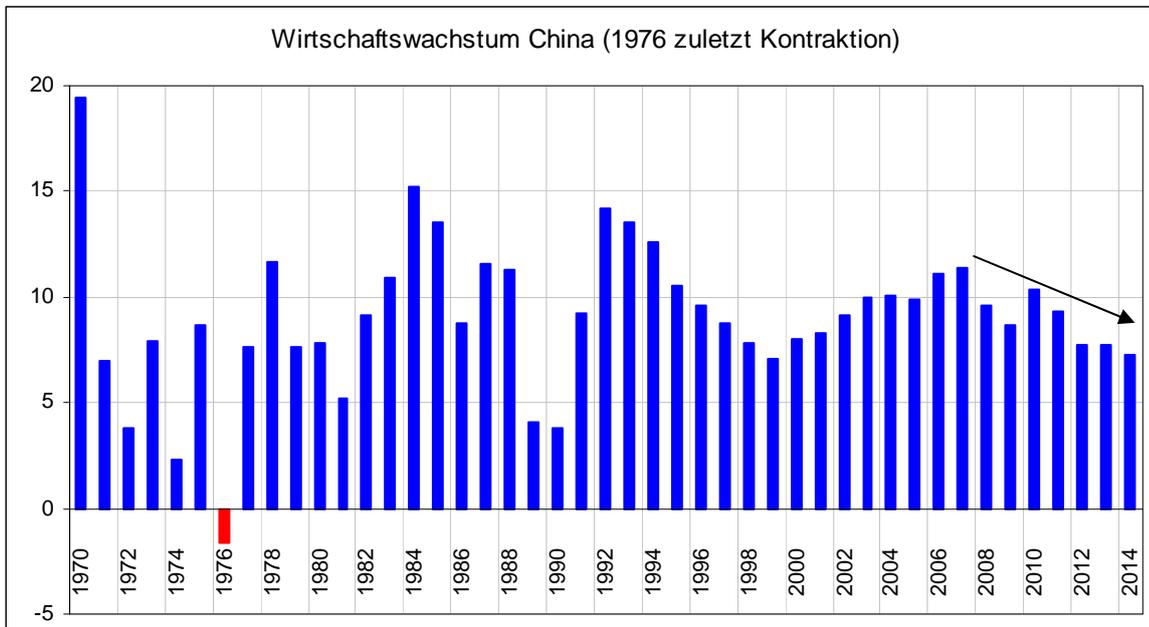


Abb. 1.10: Wirtschaftswachstum China

Wir erwarten, dass sich der Trend des abschwächenden Wirtschaftswachstums in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Im Vergleich zu den entwickelten Staaten gestalten sich die Zuwächse weiterhin überdurchschnittlich.

Etwas geringer fällt das Wirtschaftswachstum in Indien aus. Mit Werten von über 5 Prozent und einer überdurchschnittlich positiven demographischen Entwicklung bleibt Indien auch in den kommenden Jahren einer der Wachstumsstars. Das vorhandene Zinssenkungspotential sollte die indischen Finanzmärkte stützen.

Die Zinsstrukturkurven einiger asiatischer Länder haben sich im Jahr 2014 flacher entwickelt, in China entwickelt sich die Kurve per Saldo seitwärts. Auch in Asien sind zusätzliche Impulse für mehr Wirtschaftswachstum anhand der Zinsstrukturkurven nicht erkennbar (folgender Chart).

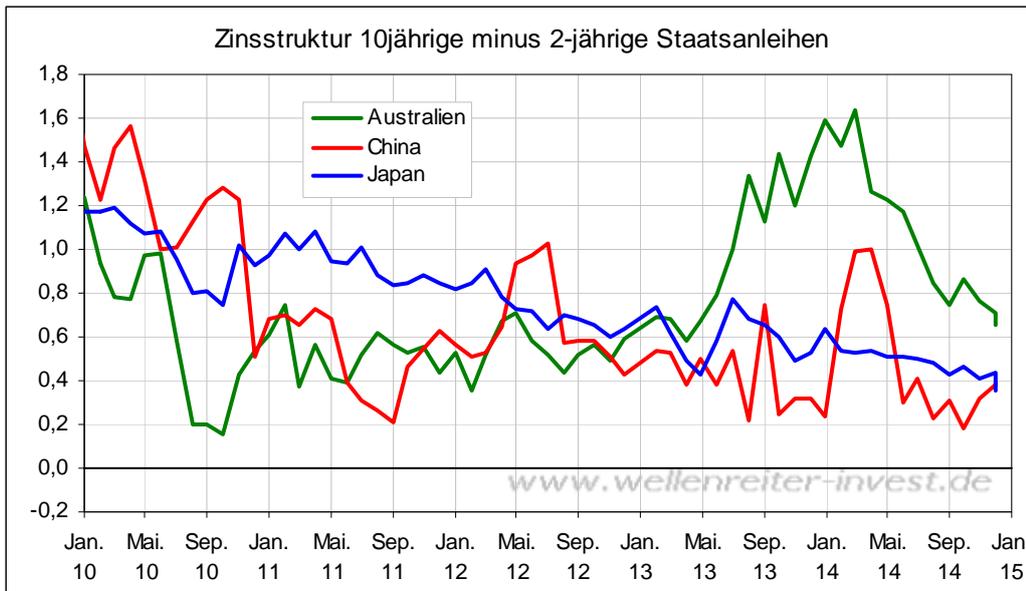


Abb. 1.11: Zinsstruktur 10jährige minus 2jährige Anleihen

In Japan enttäuschte ebenfalls die Wirtschaftsentwicklung mit einer rezessiven Phase im zweiten und dritten Quartal 2014 nach der vollzogenen Mehrwertsteuererhöhung auf 8% - einem Wert, von dem wir Europäer nur träumen. In 2015 wird nach den gewonnenen Neuwahlen - Shinzo Abe wurde wiedergewählt - das Thema Wirtschaftswachstum ganz oben auf der Agenda stehen. Da die Mehrwertsteuererhöhung vom Oktober 2015 auf April 2017 verschoben werden soll, ist eine Glättung der Wirtschaftsentwicklung wichtig, um konjunkturelle Entwicklungen zu adjustieren.

Ein Schritt, der dem japanischen Aktienmarkt positiv unterstützt, ist die Überlegung, die Unternehmenssteuern für japanische Unternehmen von 35 Prozent auf 32,5 Prozent abzusenken. Da Abes Ziel eine Steuersenkung in Richtung 20 Prozent darstellt, wäre ein mutigerer Schritt wünschenswert. Umfangreiche Steuersenkungen – auch für die japanischen Bürger – sind aber im Hinblick auf die Staatsschulden wenig wahrscheinlich, so dass unter dem Strich das Interesse an einem schwachen Yen weiterhin ein wichtiger Eckpfeiler der japanischen Politik sein wird.

Australien als rohstoffexportierendes Land leidet unter der Entwicklung der Rohstoffpreise. Das BIP des Landes hat sich zwischen 2002 und 2013 vervierfacht. Nach 22 Jahren Wirtschaftsboom steht das Land vor einer Delle und deutlichen Abschwächung des Wachstums, allerdings deutet die Zinsstrukturkurve nicht auf eine Rezession hin.

Fazit

Die Hoffnungen auf ein höheres Wirtschaftswachstum im neuen Jahr sind ein Dauerbrenner wie „Dinner For One“ im deutschen Fernsehen an Silvester. Diese Hoffnungen werden sich allerdings nur schwerlich erfüllen lassen, da bei den Lokomotiven der globalen Volkswirtschaft – die USA und China – die Indikatoren für 2015 ein niedrigeres Wirtschaftswachstum erwarten lassen. Japan und Europa liegen in Bezug auf das Wirtschaftswachstum zurück. Hier liegt der Hoffnungsfaktor bei der Geldpolitik und einer Abschwächung der Währung, um über Exporterfolge die Wirtschaftstätigkeit anzukurbeln.

2.4 Inflation

Dem Thema Inflation widmen wir in diesem Jahr besondere Aufmerksamkeit. Dies erscheint angesichts der in Europa intensiv geführten Deflationsdiskussion sinnvoll.

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

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

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

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

Man könnte über die Mängel bei der Erhebung der kalkulatorischen Miete für selbstgenutztes Wohneigentum hinwegsehen, wäre sie nicht mit einem Anteil von 22,5 Prozent die mit Abstand größte Position im US-Warenkorb. Die Wohnungsmiete fließt mit weiteren 7 Prozent ein. Beide Kategorien gemeinsam machen fast ein Drittel des US-CPI aus.

Die US-Behörde (BLS) baut noch einen interessanten Ausgleichfaktor ein: Da sie davon ausgeht, dass die Häuser der befragten Haushalte im Laufe der Zeit an Wert verlieren, korrigiert sie die Angaben mit einem Faktor x nach oben. Dieser wirkt in die entgegengesetzte Richtung einer hedonischen Korrektur: Er übt einen beständigen Aufwärtsdruck auf die US-Inflationsrate aus. Und dies ist keine 3 Prozent-, sondern eine 30 Prozent-Position im Warenkorb.

Diese 30-Prozent-Position wies im Oktober eine Inflationsrate von 3,1 Prozent aus. Ließe man diese Position („Wohnen“) weg, würde die US-Inflationsrate nur 1,0 Prozent betragen. Die Relevanz dieser Übung ergibt sich daraus, dass der von Eurostat verwendende Inflationswarenkorb die Position für selbstgenutztes Wohneigentum überhaupt nicht vorsieht!

Um dennoch eine Vergleichbarkeit zu gewährleisten, berechnet Eurostat eine US-Inflationsrate nach europäischen Maßstäben. Die letzte vorliegende Zahl stammt aus dem September 2014. Danach betrug die US-Inflationsrate 1,3 Prozent. Die offizielle US-CPI wurde mit 1,7 Prozent gemessen. Die Differenz von 0,4 Prozent dürfte weitgehend auf die Position „Wohnen“ zurückzuführen sein.

Zudem erfasst die US-Behörde die Inflationsrate lediglich der städtischen Gebiete, während Eurostat auch die Inflation in ländlichen Gebieten misst. Inflationsraten in städtischen Gebieten tendieren normalerweise zu höheren Werten, denkt man an Städte wie München, Frankfurt oder Düsseldorf. Auch hieraus ergibt sich eine Überzeichnung der US-Inflationsrate.

Aus Unzufriedenheit mit dem CPI erkor die Federal Reserve im Jahr 2000 die so genannte PCE-Inflation zu ihrem Maßstab. Die PCE-Inflationsrate für den September betrug 1,4 Prozent.

Wir halten den US-Consumer Price Index (CPI) für nicht vergleichbar mit europäischen Statistiken. Der CPI ist zu sehr von halbjährlichen Umfrageantworten in der Kategorie „Wohnen (Shelter)“ abhängig. Aktuell überzeichnet der Index die US-Inflationsrate um 0,3 bis 0,5 Prozent. Deshalb werden wir - wie schon bisher - der PCE-Inflation sowie der Berechnung der US-Inflationsrate durch Eurostat den Vorrang einräumen. Leider erscheinen beide Zahlen gegenüber dem CPI mit zeitlicher Verzögerung.

Die Entwicklung von CPI- und PCE-Inflation stellen wir auf dem folgenden Chart dar.

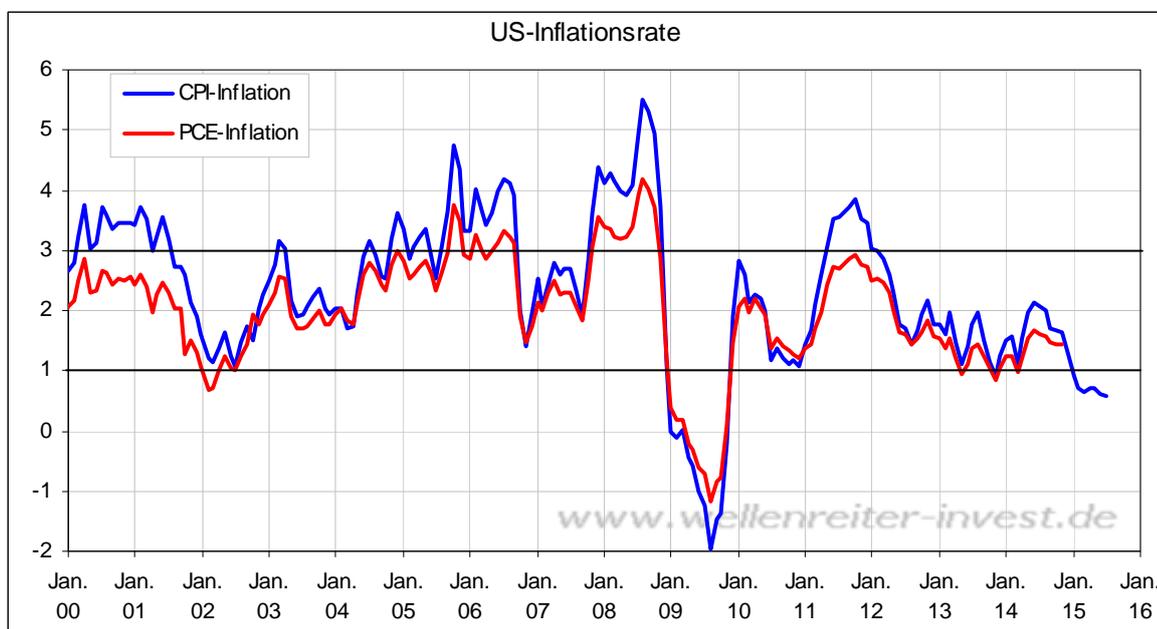


Abb. 1.12: US-Inflationsrate

Für die CPI-Inflation haben wir unsere Erwartung für das erste Halbjahr 2015 fortgeschrieben. Angesichts der Ölpreisbaisse und des Basiseffekts dürfte sich die CPI-Inflation von ihrem November-Wert (1,28%) weiter reduzieren. Selbst wenn der CPI ab Februar wieder steigen würde, würde die Inflationsrate zunächst ein Tal durchschreiten müssen. Unsere Werte: Dezember 0,90%, Januar 0,71%, Februar 0,65%, März 0,70%. Von dort aus würde ein langsamer Anstieg einsetzen.

Die CPI-Inflationsrate hätte den Wohlfühlbereich von +1 bis +3 Prozent nach unten verlassen, ganz zu schweigen von der PCE-Inflation, die noch etwas tiefer liegen würde. Die Diskussion um eine Zinserhöhung würde zunächst verstummen. Im zweiten Halbjahr sollte die Inflationsrate wieder steigen.

Die europäischen Aktienindizes haben vorgemacht, was es heißt, außerhalb der Wohlfühlzone zu agieren. Der US-Aktienmarkt dürfte daher im ersten Quartal 2015 eine Phase mit Rücksetzern vor sich haben.

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

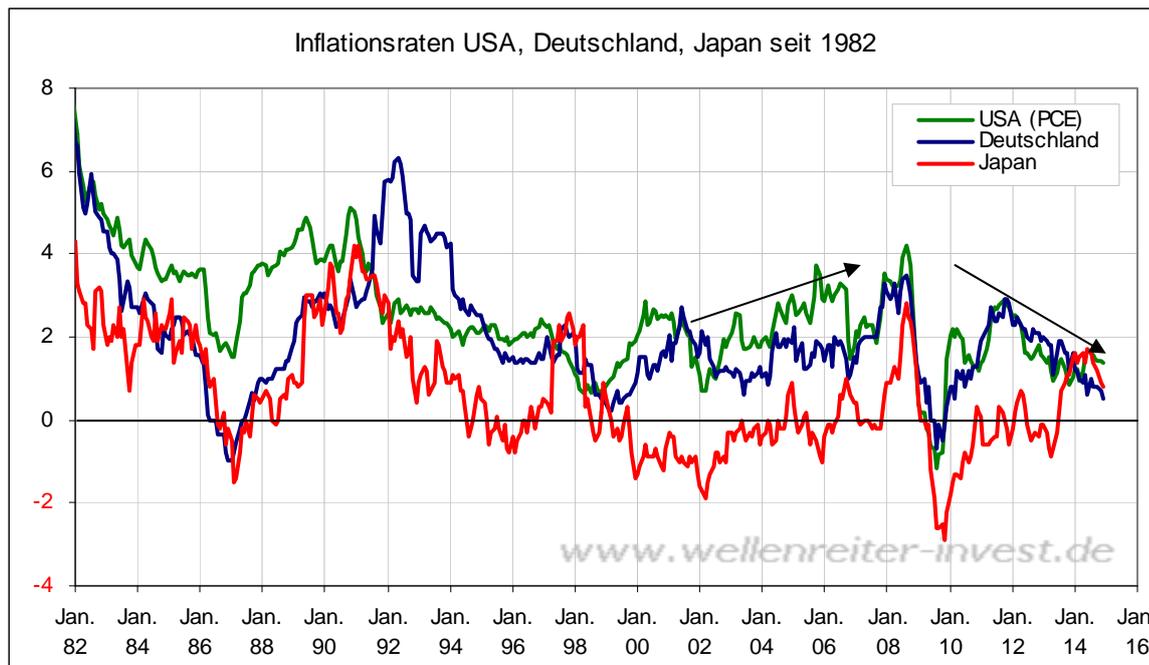


Abb. 1.13: US-Inflationsraten USA, Deutschland, Japan

Auch die japanische Inflationsrate befindet sich - bereinigt um die MwSt.-Erhöhung - wieder auf dem Weg nach unten. Zuletzt betrug sie 1,0 Prozent.

Weltweit konvergieren die Inflationsraten wichtiger Staaten. Der Abstand zwischen den großen Wirtschaftsnationen verringerte sich im Laufe des Jahres 2014 auf ein zuvor nicht gesehenes Niveau.

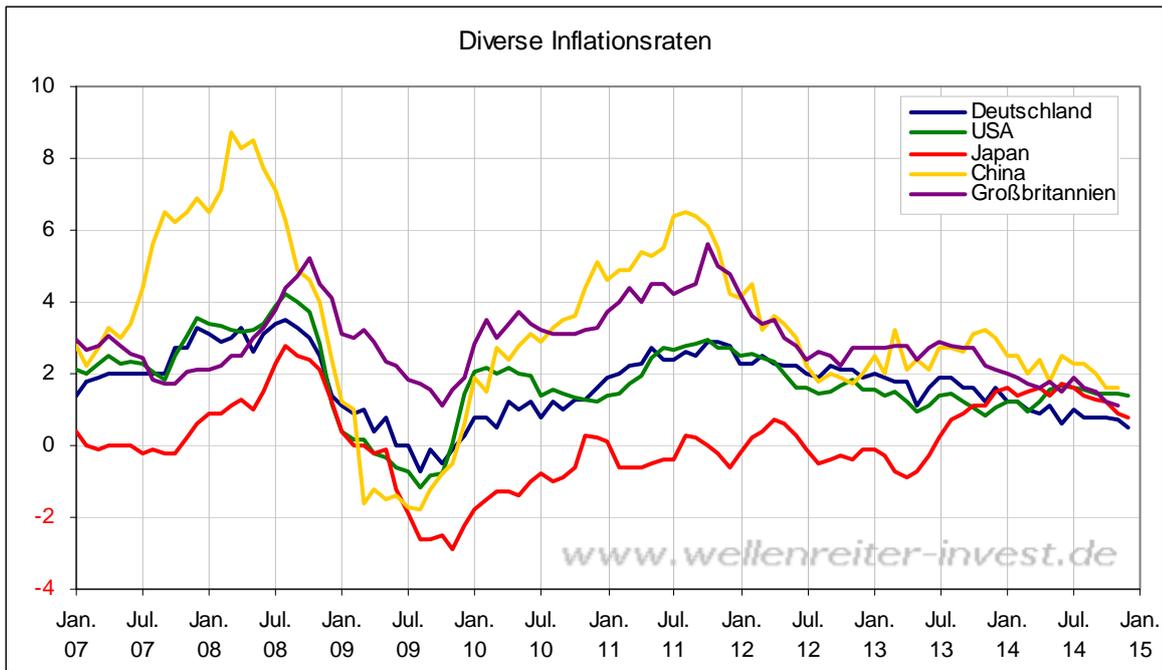


Abb. 1.14: Diverse Inflationsraten

Das deflationäre Element lässt sich - gerade im zweiten Halbjahr - auf den Ölpreis-Rückgang zurückführen. Mit Hilfe der sogenannten Kern-Inflationsrate (Inflation ohne Lebensmittel und Energie) lässt sich dieser Effekt herausrechnen.

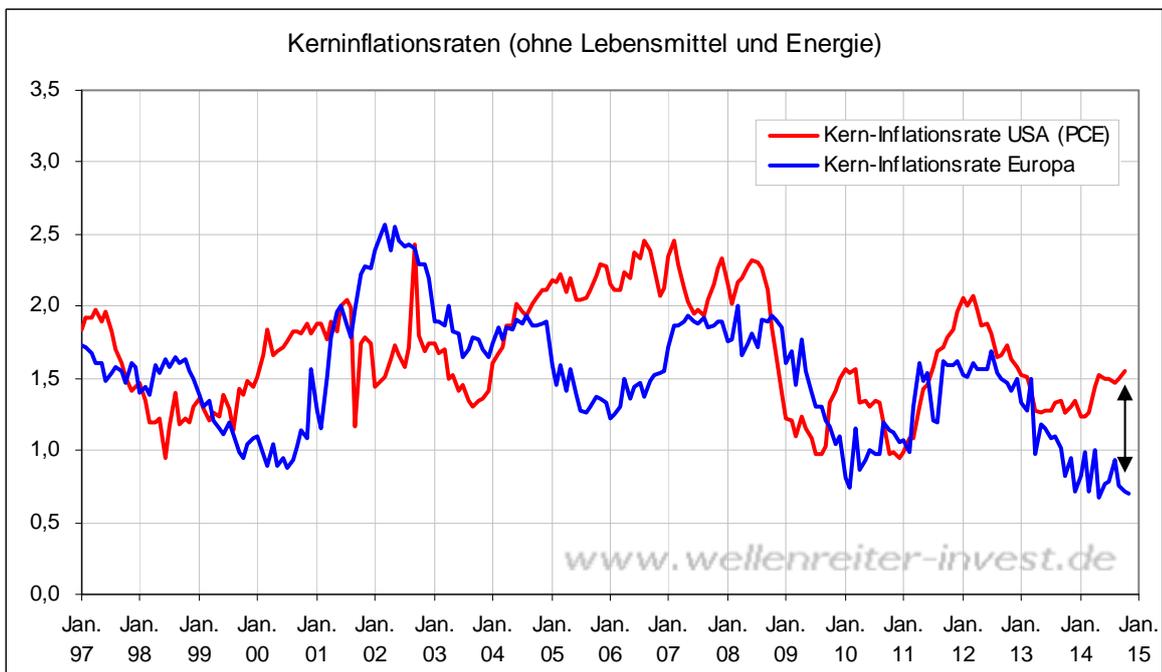


Abb. 1.15: Kerninflationsraten

Während die Kern-Inflation im Euroraum im November 0,7 Prozent beträgt, notiert die US-Kern-Inflationsrate (PCE) bei 1,6 Prozent. In 2014 entwickelten sich beide Werte auseinander (siehe Doppelpfeil obiger Chart). Die Nervosität Mario Draghis ob dieser Entwicklung ist nachvollziehbar. Im ersten Halbjahr 2015 wird sich der starke Ölpreis-rückgang der letzten Monate deutlich bemerkbar machen, die Verbraucherpreis-

Inflation wird in Europa auf die Nullmarke fallen und temporär sogar einen kurzen Ausflug in das Negativterritorium machen, in den USA dürfte auch noch einmal für kurze Zeit die Null vor dem Komma auftauchen. Die Basiseffekte führen insbesondere ab Herbst 2015 wieder zu steigenden Inflationsraten.

Bildet man die Differenz der beiden Inflationsraten ab, so wird deutlich, dass diese seit Euro-Einführung in einem Bereich von +1 bis -1 schwankt.

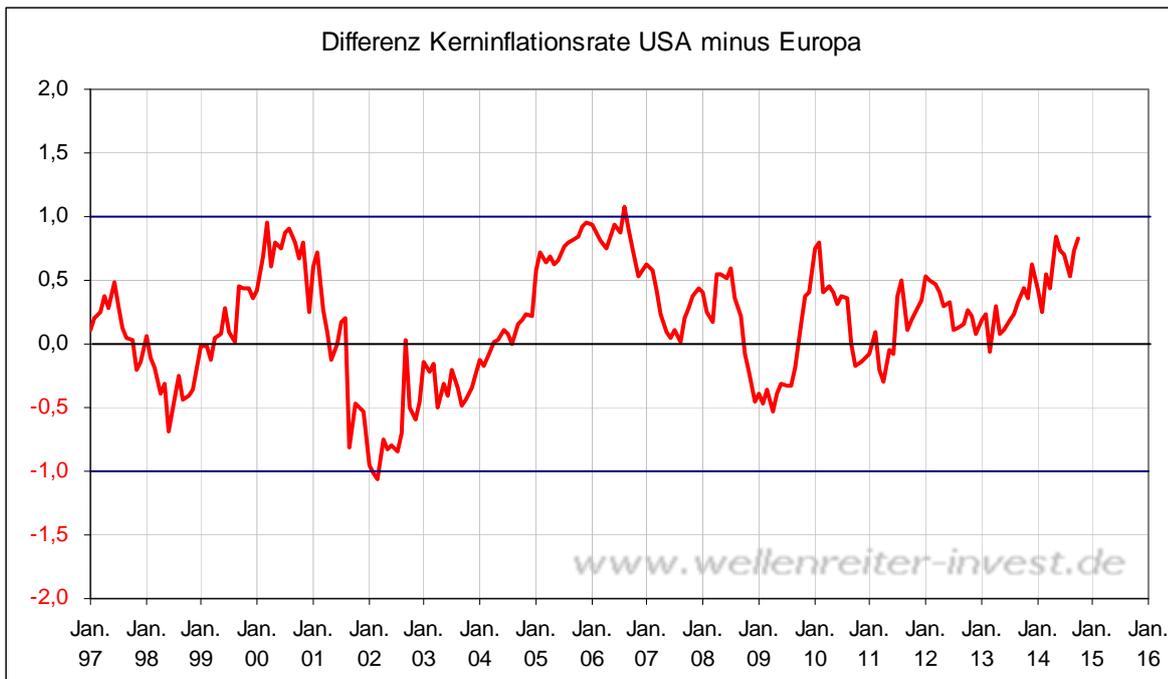


Abb. 1.16: Differenz Kerninflationrate

Aktuell befindet sich diese nahe dem oberen Extrempunkt. Man müsste annehmen, dass die Differenz entweder nur noch etwas größer wird oder sich die Kerninflationraten wieder aufeinander zubewegen. Sollten sie sich aufeinander zubewegen, dann müsste die europäische Kerninflationrate im Jahr 2015 relative Stärke gegenüber seinem US-Pendant zeigen.

Die Differenz erklärt sich mit der unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklung. Der Beinahe-Rezession in Europa steht im Jahr 2014 ein 2,3 Prozent-US-Wachstum gegenüber. Im Falle positiver werdender Wirtschaftssignale aus Euroland sowie stabilen oder schwächeren Signalen aus den USA würde die europäische Kerninflationrate steigen, während die US-Rate stagniert oder fällt.

Wir halten es für wenig wahrscheinlich, dass die oben dargestellte Differenz den Wert von 1 nachhaltig überschreiten kann. Die Wirtschaften Europas und der USA sind vergleichsweise gut vernetzt. Sollte die Inflationsdifferenz zu groß werden, würde automatisch eine Anpassung erfolgen. Größere Abweichungen traten zuletzt in der inflationären Zeit der 1970er und zu Beginn der 1980er Jahre auf.

Als wichtiger Inflationsindikator fungiert die Ratio der inflationsgeschützten zu normalen Anleihen. Die Ratio fällt seit Mai 2013 deutlich. Die Ratio nähert sich einem Niveau, wie es zuletzt in den Jahren 2009 und 2010 erreicht wurde.

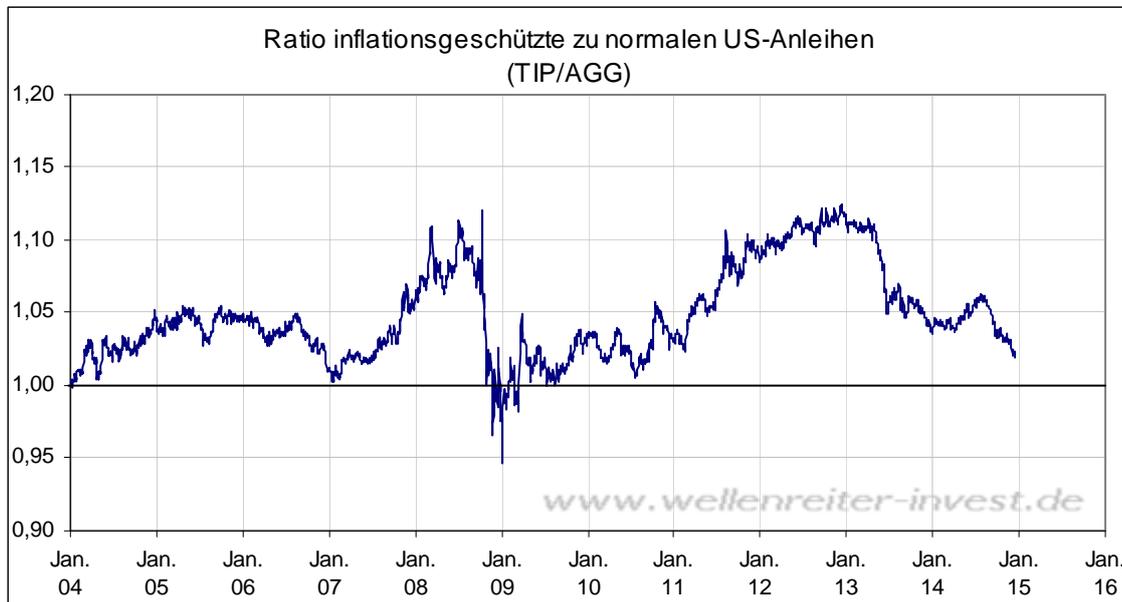


Abb. 1.17: Ratio inflationsgeschützte zu normalen Anleihen

Ein Comeback der inflationsgeschützten gegenüber normalen US-Anleihen halten wir für das zweite Halbjahr 2015 möglich und verankern unsere Einschätzung mit der Entwicklung des Ölpreises, die wir im Kapitel Rohstoffe vertiefen.

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

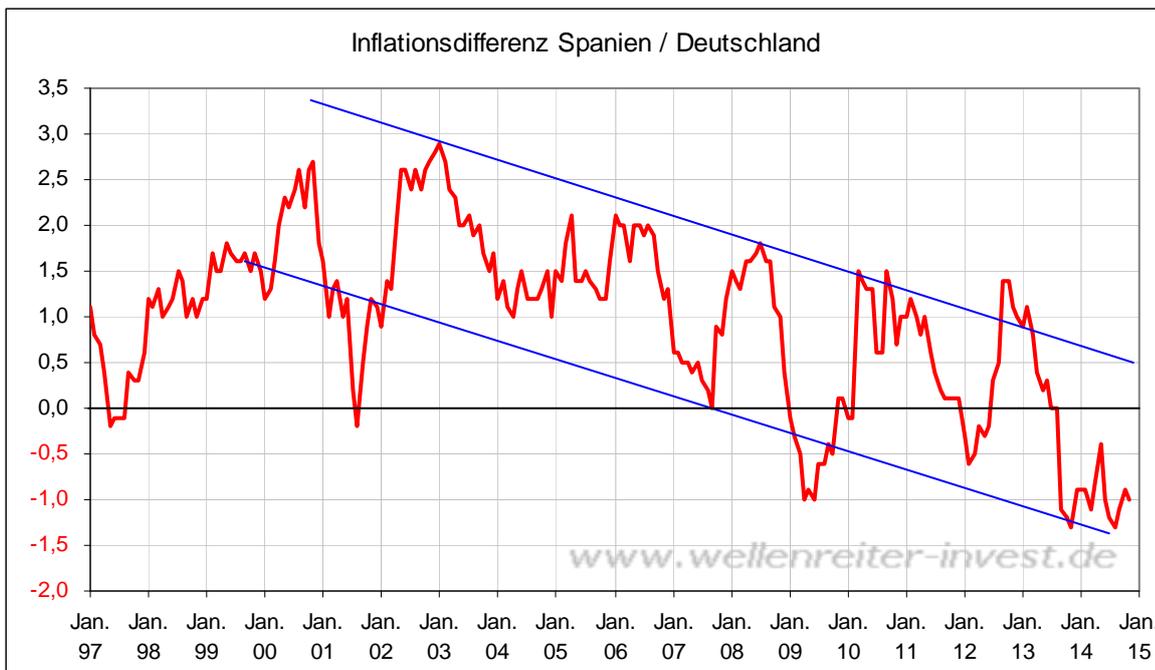


Abb. 1.18: Inflationsdifferenz Spanien/Deutschland

Mittlerweile ist eine Umkehrreaktion eingetreten. Spanien regeneriert sich mit -0,5% mit Hilfe einer Deflation, während die deutsche Inflationsrate bei +0,5% notiert. Ein derartiger Prozess ist als gesund zu bezeichnen. Die Wettbewerbsfähigkeit der Peripherie gegenüber Kerneuropa erhöht sich damit sukzessive.

Da beide Länder eine identische Währung besitzen und sich damit in einem Währungskorsett durch die Aufgabe einer eigenen Währung befinden, ist eine Verbesserung der Wettbewerbssituation nur durch die Entwicklung der internen Preise möglich. Im Jahr 2015 dürfte sich die Differenz in der Inflationsspanne zwischen beiden Ländern nicht stärker ausweiten, da Spanien derzeit stärker als Deutschland wächst. Diese Entwicklung dürfte auch in 2015 anhalten, zumal die Politik der EZB genau darauf abzielt, die Situation für die Südländer zu verbessern.

Die japanische Kerninflationsrate notierte im Zeitraum der Jahre 2000 bis 2012 fast ununterbrochen im Negativbereich. In der zweiten Jahreshälfte 2013 gelang der Ausbruch über die Null-Prozent-Marke (folgender Chart).

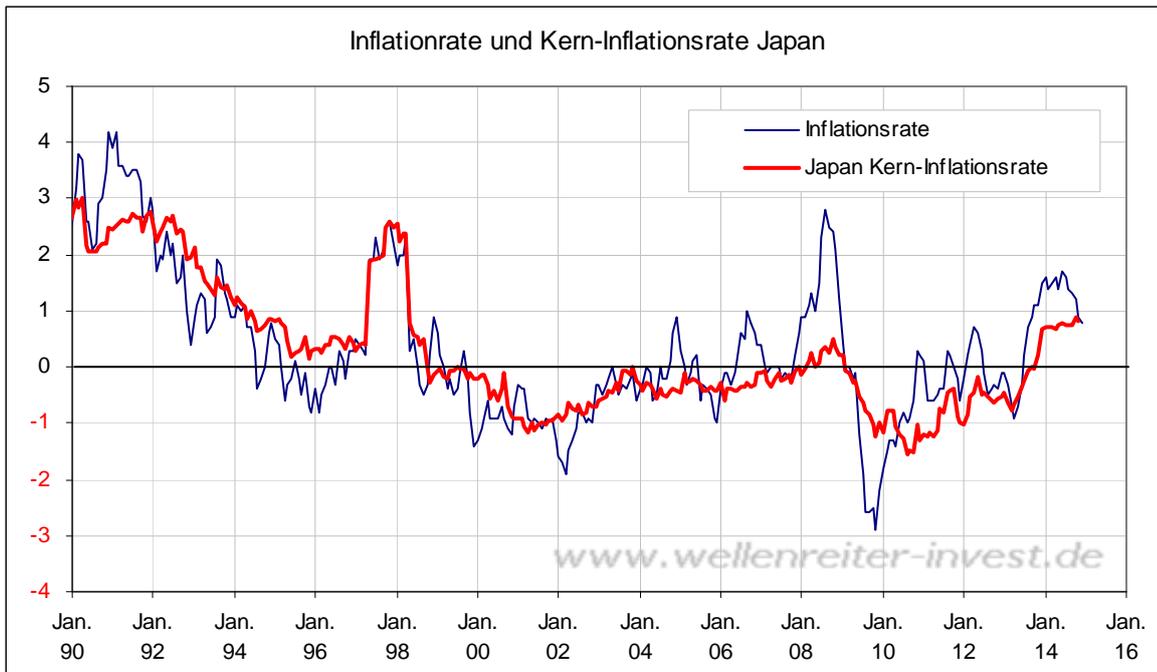


Abb. 1.19: Inflation und Kern-Inflationsrate Japan

Hier könnte ein wichtiger Hinweis verborgen sein: Die Kern-Inflationsrate scheint sich stabilisieren zu wollen. Japan dürfte die Deflationsproblematik vorerst hinter sich gelassen haben. Solange die Wirtschaft nicht mitzieht, erscheint ein Ausbau der Kern-Inflationsrate schwierig, zumal die Mehrwertsteuererhöhung zunächst Einmalcharakter besitzt und zuletzt in 1997 auch nur zu einem kurzfristigen Schub führte. Daher ist ein weiterer Anstieg der Kerninflationsrate in Richtung zwei Prozent wie zuletzt Anfang der 90iger Jahre unwahrscheinlich.

Im Bezug auf da Thema Inflation hat Japan schon „andere Zeiten“ erlebt. Das zeigt der folgende Chart.

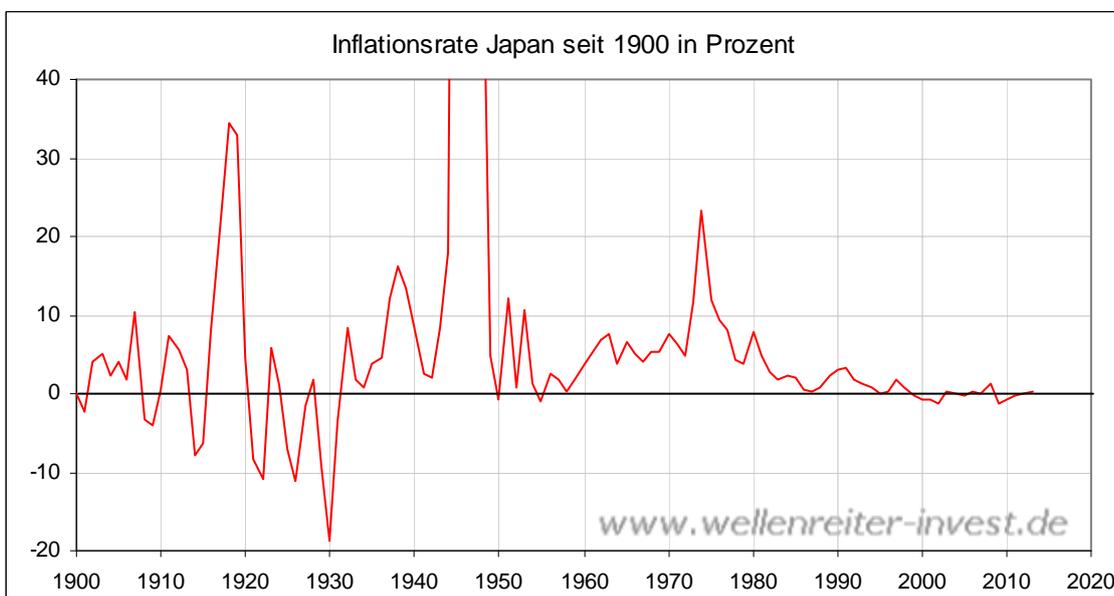


Abb. 1.20: Inflationsrate Japan seit 1900

Seit 1900 schwankte die Inflationsrate beträchtlich. Um den Maßstab zu wahren, wurde der starke Anstieg im bzw. kurz nach dem zweiten Weltkrieg – über 300 Prozent Jahresinflation im Jahr 1946 – auf dem Chart bewusst ausgelassen.

Ein Melt-up-Szenario mit deutlich steigenden Inflationsraten ist nur dann möglich, wenn der Dollar/Yen ungeniert weiter steigen sollte. Dazu mehr im Kapitel Währungen.

Fazit

Die US-Inflationsrate liegt etwa ein Prozent oberhalb der europäischen Inflationsrate. Dies lässt sich auf die Beinahe-Rezession Europas im Jahr 2014 zurückführen. Eine weitere Ausweitung der Differenz zwischen den USA und Europa erwarten wir nicht im kommenden Jahr. Die fallenden Energiepreise schafften es bisher nicht, die Kerninflationen Europas, der USA und Japans negativ zu beeinflussen.

Damit besteht eine substantielle Divergenz zwischen den auch in den Medien mittlerweile diskutierten Deflationsbefürchtungen und der stabilen Kerninflation. Die Inflationsraten dürften im ersten Halbjahr 2015 einen Tiefpunkt ausbilden und aufgrund der Basiseffekte vor allem ab Herbst 2015 ansteigen. In Europa befindet sich die (Kern-) Inflation auf einem für die Notenbank zu niedrigem Niveau, das zudem im ersten Halbjahr 2015 weiter rückläufig sein wird. Die zu erwartenden Maßnahmen der EZB stehen im Fokus des folgenden Kapitels.

2. Notenbankpolitik

In den letzten Jahren war „Big Ben“ der Star der Investoren, mittlerweile hat „Super Mario“ das Zepter übernommen. In Bezug auf den Einfluss auf die Entwicklung der Kurse sind die Notenbanken entscheidende Einflussgeber. Die größte Sorge gilt den niedrigen Inflationsraten. Die Investoren teilen diese Bedenken: 69 Prozent der globalen Fondsmanager halten laut der jüngsten Umfrage von Merrill Lynch/Bank of America eine Deflation für das größte Risiko für 2015. Die Angst vor fallenden Preisen und die trendmäßig auch im ersten Halbjahr 2015 noch sinkenden Inflationsraten haben Einfluss auf die Notenbankpolitik.

Bereits im Jahr 2013 beendete die Britische Notenbank ihr Anleihekaufprogramm. Die US-Federal Reserve folgte im Oktober 2014. Um die Phase der Nullzinspolitik abzuschließen, sollte - als nächster logischer Schritt - ein neuer Zinserhöhungszyklus beginnen. Die Britische Notenbank zögert diesen Startpunkt hinaus. Ihre Kernargumente sind die relativ niedrige Inflation und der schwache Anstieg von Löhnen und Gehältern.

Das duale Mandat – eine niedrige Inflationsrate und eine möglichst hohe Beschäftigungsrate – verschafft der US-Notenbank Spielraum, den Start des Zinserhöhungszyklus hinauszuzögern. Nachdem die Entwicklung der Arbeitslosenquote zufriedenstellend verläuft, rückt das Thema Inflation in den Fokus. Ihr Zielbereich ist ein Niveau von 2-2,5%. Historisch starteten Zinserhöhungszyklen spätestens beim Erreichen einer Arbeitslosenquote von 5,8% (2004).

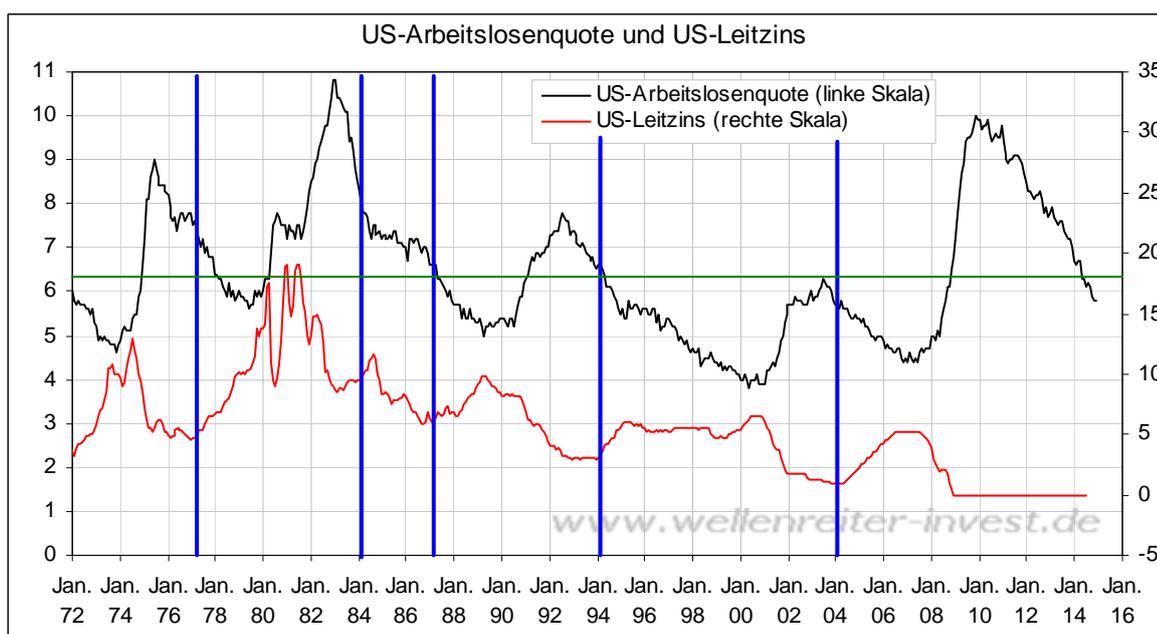


Abb. 2.1: US-Arbeitslosenquote und US-Leitzins

Dieses Niveau wurde im November 2014 erreicht. Allerdings halten die gefallen Rohstoffpreise und die Erstarkung des US-Dollars den Preisanstieg in Grenzen, so dass das Inflationsziel nicht erreicht wird. FED-Chefin Janet Yellen richtet ihren Fokus stärker auf den Arbeitsmarkt aus, so dass von dieser Seite aus der Handlungszwang deutlich zugenommen hat. Beim Dezember-Treffen hat die US-Notenbank den Passus, dass die Leitzinsen noch eine „beträchtliche Zeit“ auf dem Nullniveau verharren bleiben, gestrichen. Gleichzeitig betonte sie, dass die US-Notenbank „geduldig“ bei der Straffung der Leitzinsen sei.

15 der 17 Teilnehmer der jüngsten Fed-Sitzung erwarten eine Leitzinserhöhung in 2015. Am Ende des Jahres 2015 liegen die Erwartungen der US-Notenbank bei einem Leitzins von 1,13 Prozent, Ende 2016 bei 2,5 Prozent. Da die US-Notenbank unter Janet Yellen ihren Tapering-Kurs in kleinen Schritten mit einer Reduzierung von 10 Mrd USD bei jedem Treffen bis zum finalen Schritt vollzogen hat, ist mit einer Fortsetzung der Politik der kleinen Schritte zu rechnen. Die US-Notenbank dürfte ab dem Startpunkt des Zinserhöhungszyklus die Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte erhöhen. Um ihre eigenen Projektionen von 1,13 Prozent (1 Prozent oder 1,25 Prozent) müsste sie demnach im Juni/Juli mit ihrem Programm starten. Im Hinblick auf die sehr niedrige Inflation dürfte die US-Notenbank zum späteren Termin neigen.

Auffällig ist die Diskrepanz zwischen der Projektion der US-Notenbank für den Pfad der Leitzinsentwicklung und die Erwartung der Investoren. Im Gegensatz zur US-Notenbank tippen die Marktteilnehmer auf einen wesentlich langsameren Anstieg. Am Terminmarkt signalisiert der Fed Funds Future einen Leitzins von 0,5 im November 2015 (siehe Pfeil folgender Chart).

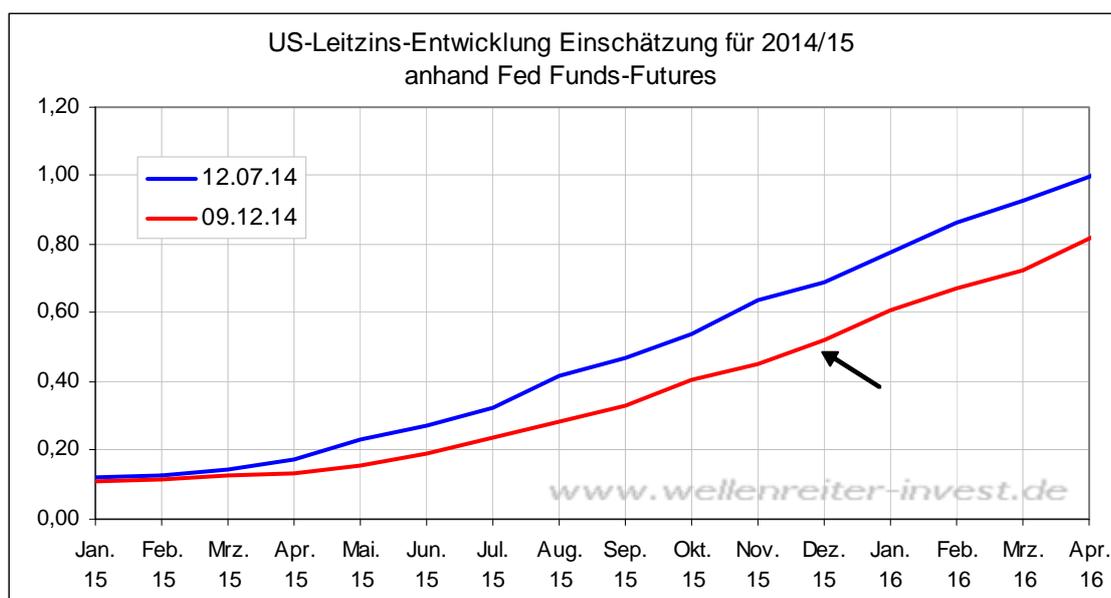


Abb. 2.2: US-Leitzins-Entwicklung

Würde die US-Notenbank ihren geldpolitischen Kurs wie prognostiziert bis Ende 2017 auf 3,625 Prozent fortsetzen, dann würde bei dem aktuellen Niveau von 2,15 Prozent bereits im Herbst 2015 eine Inversion der Zinsstrukturkurve erfolgen. Insofern ergeben sich aus der hohen Diskrepanz zwei Aspekte: Entweder verläuft damit auch der Zinserhöhungszyklus wesentlich kürzer als erwartet oder aber eine deutliche Anpassung der Renditen an den US-Anleihenmärkten ist in 2015 zu erwarten. Auch wenn am Ende möglicherweise ein Mix dieser beiden Aspekte zu erwarten ist, gerät der Bereich der US-Staatsanleihen an einem bestimmten Punkt unter Druck. Eine erste Zinserhöhung hat Konsequenzen auf die Entwicklung einzelner Anlageklassen.

Eine Analyse der Federal Reserve aus dem Jahr 2012 ergab, dass schon seit dem Ende der 1980er Jahre keine Verbindung mehr zwischen der Entwicklung der Renditen am langen Ende und der Fed Funds Rate (Leitzins) besteht. Die Renditen am langen Ende würden sich ausschließlich nach den Fundamentaldaten richten. Diese Aussage können wir allerdings nicht teilen.

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

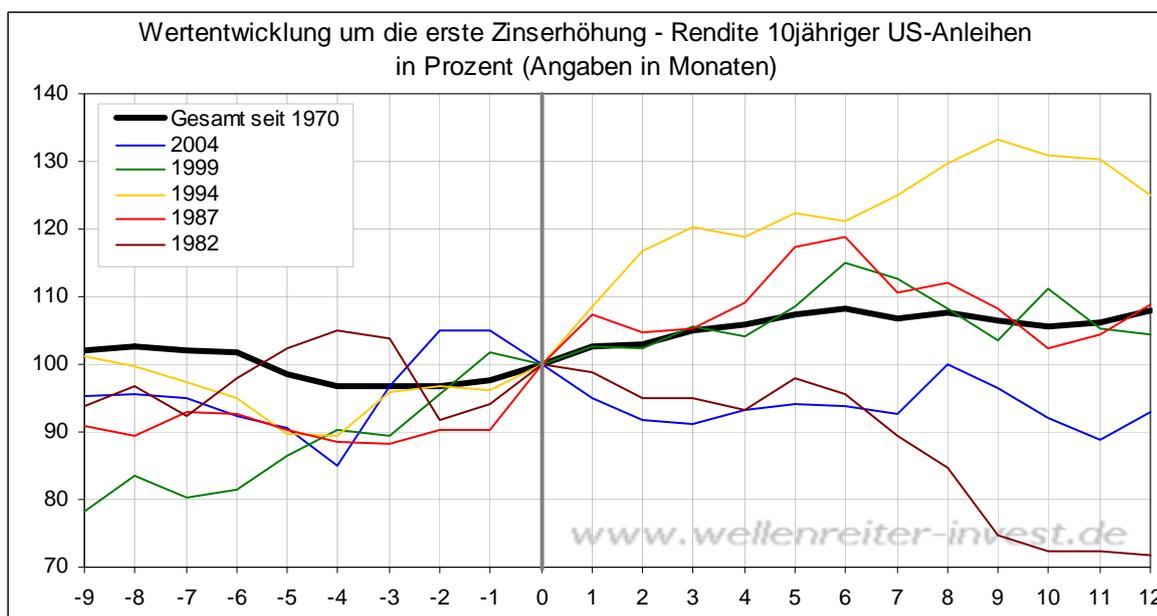


Abb. 2.3: Erste Zinserhöhung Renditen

Die Beeinflussung des langen Endes durch das kurze Ende klappte weder im Jahr 1982 (Rezession) noch im Jahr 2004 (Greenspan's „Konundrum“). Die letzte erfolgreiche Beeinflussung stammt aus dem Jahr 1999. 1994 folgte ein Jahr mit einem Renten-crash, die Rendite stieg signifikant an. Die Frage, die sich angesichts der historischen Entwicklung stellt, ist daher im Wesentlichen die Frage, ob sich der US-Anleihenmarkt eher wie 1994 oder wie 2004 entwickeln wird.

In 2004 stiegen die Renditen 4 Monate vor dem Beginn des Zinserhöhungszyklus an und nach einer zweimonatigen Anstiegsphase bildeten sie sich leicht zurück und stagnierten. In 1994 begann 5 Monate vor Beginn des Zinserhöhungszyklus die Phase steigender Renditen, die sich bis 9 Monate nach dem ersten Zinsschritt fortsetzte.

Im Laufe des Jahres 2015 ist im Vorfeld des ersten Zinserhöhungsschrittes mit einem schärferen Renditeanstieg zu rechnen. Wir werden im Kapitel Anleihen die Entwicklung präzisieren.

Der breite Konsens des Marktes, dass das Währungspaar Euro/Dollar vor und im Rahmen einer ersten Zinserhöhung Schwäche zeigt, hält der Realität kaum stand.

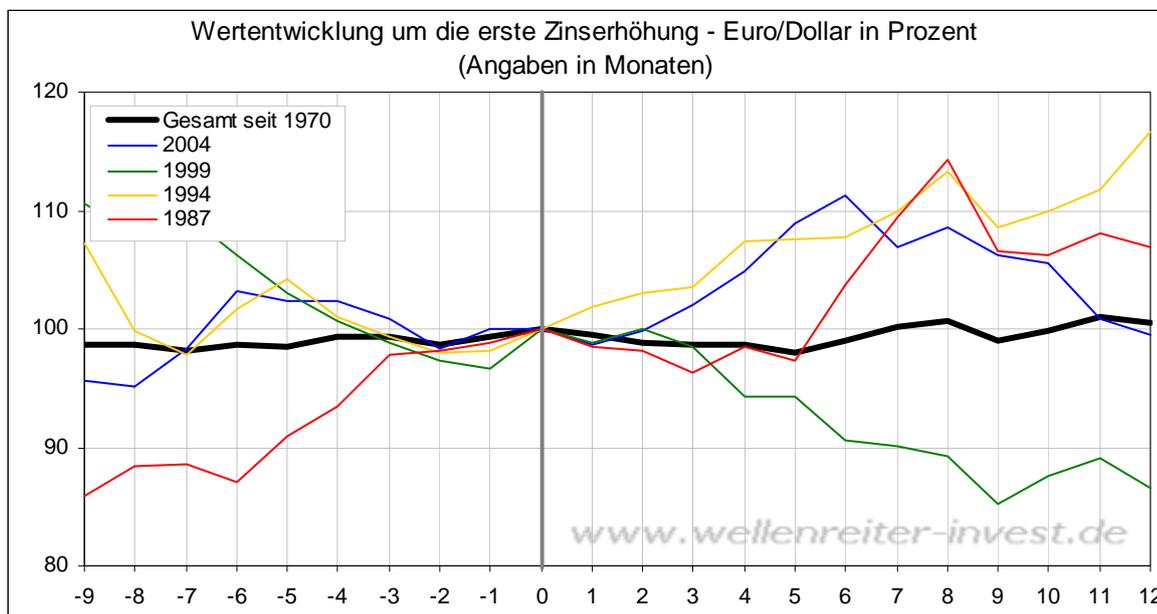


Abb. 2.4: Erste Zinserhöhung Euro/Dollar

Im Umfeld einer ersten Zinserhöhung zeigt sich der Euro/Dollar stabil. Anschließend nimmt er seinen primären Trend wieder auf.

Wie reagiert der US-Aktienmarkt in einer solchen Situation? Er steigt im Vorfeld einer Zinserhöhung (folgender Chart).

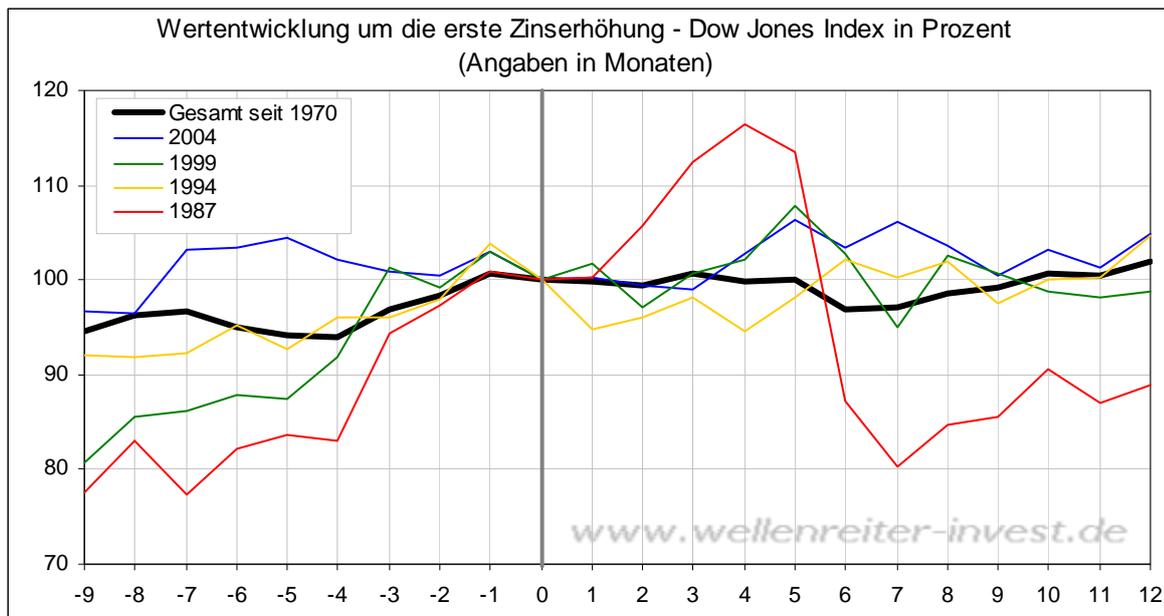


Abb. 2.5: Erste Zinserhöhung Dow Jones Index

Etwa einen Monat vor der Zinserhöhung beginnt eine Seitwärtsphase. Diese kann über einen längeren Zeitraum anhalten. Die eindeutige Ausnahme mit seinem Boom-Bust-Zyklus bildet das Jahr 1987. Im Jahr 2004 begann die Seitwärtsphase des Dow Jones Index bereits ein halbes Jahr vor der Zinserhöhung.

Bevor die US-Zentralbank tatsächlich den Hebel umlegt und eine Zinserhöhung startet, wird sie links und rechts und auch unter den Tisch schauen, um sich später nicht vorwerfen lassen zu müssen, dass sie den Schritt zu früh gewagt hat. Das Beispiel der Schwedischen Zentralbank, im Jahr 2010 durchgeführte Zinserhöhungen wieder zurücknehmen musste, dürfte den Zentralbankern nicht unbekannt sein.

Für eine faustdicke Überraschung sorgte Ende Oktober 2014 die japanische Notenbank, als sie ihr QE-Programm um 30 Billionen Yen ausweitete. Sie möchte für 80 Billionen Yen (entspricht momentan etwa 530 Mrd Euro) jährlich Staatsanleihen, aber auch Aktien- und Immobilienfonds kaufen. Zudem wurde angekündigt, dass der staatliche Pensionsfonds die Aktienquote erhöhen wird. Sowohl japanische als auch ausländische Aktien sollen erworben werden. Diese Maßnahme dient dem Ziel, den Yen anhaltend zu schwächen, so dass die Politik eine Fortsetzung des zweijährigen Trends anstrebt.

Zudem hat Ministerpräsident Shinzo Abe die für Oktober 2015 verkündete Mehrwertsteuererhöhung auf April 2017 verschoben. Mit den erfolgreichen Neuwahlen sah sich Abe im Hinblick auf seinen Masterplan zur Reflationierung der japanischen Wirtschaft bestätigt. Die japanische Notenbank dürfte ihren Weg des erhöhten Kaufvolumens im Jahr 2015 fortsetzen.

Mario Draghi stand in 2014 im Rampenlicht. Die Europäische Zentralbank folgt dem japanischen Vorbild. Im zweiten Quartal adressierte Draghi den zu hohen Wechselkurs des Euros und leitete damit einen Trendwechsel hin zu einem schwächeren Wechselkurs ein. Die fallende Inflation und die wirtschaftliche Stagnation führten zu einem Wandel der Nullzins- hin zur Negativzinspolitik. Da die Deflationsangst sukzessive zunahm, beschloss die EZB ein ganzes Bündel an Maßnahmen: Neue Langfristender für die Banken, den Kauf von ABS-Papieren und zweckgebundene Kredite sind nur einige der umgesetzten Maßnahmen. Der große Paukenschlag in Form eines Kaufprogramms für Staatsanleihen steht noch aus, ist aber mittlerweile sehr wahrscheinlich geworden. Die Anleger rechnen mit einer Verkündung im ersten Quartal.

Die EZB, die ab 2015 in einem ähnlichen Rhythmus wie die US-Notenbank tagen wird, dürfte am 22.01. oder am 05.03. einen solchen Beschluss umsetzen. Dabei soll eine Bilanzausweitung der EZB in den Jahren 2015 und 2016 mit einem Zielvolumen von über 1 Billion Euro erreicht werden.

Insofern dürfte die EZB - ähnlich wie die japanische Notenbank mit Blickrichtung 2017 - ihre expansive Geldpolitik fortsetzen. Auch in Europa strebt die Notenbank eine Schwächung der Währung an, was relativ schwierig erscheint. Zum einen besitzt Europa (primär Deutschland) bedeutende Leitungsbilanzüberschüsse, zum anderen ist eine Währung, die unter deflatorischem Druck steht, üblicherweise fest. Japans Deflation ging mit einem steigenden Yen einher und daher versucht die EZB durch die zu erwartenden quantitativen Maßnahmen die Währung zu schwächen. Einen Erfolg wie die Japaner wird sie dabei nicht erringen können.

Das Ziel der Käufe sind primär Staatsanleihen von schwachen Euroländern, um die Situation für die Unternehmen durch sinkende Refinanzierungskosten zu senken. Im Gegensatz zu Japan wird es keinen Beschluss zum Kauf von Aktien geben.

Bundesbankpräsident Weidmann hält den Ankauf von Staatsanleihen für den falschen Weg. Diese Ansicht vertrat er bei verschiedenen Gelegenheiten, zuletzt auf einer Veranstaltung am 15.12.2014 im Gästehaus der Bundesbank vor Pressevertretern. Nach seinem Verständnis bringe QE eine kaum messbare Inflationserhöhung. Da die Deutschen kaum Aktien besäßen, sei auch der Vermögenseffekt zu vernachlässigen.

Umfangreiche Käufe kämen einer Insolvenzversicherung für Euroraum-Mitglieder durch die EZB gleich, so Weidmann weiter. Der Reformeifer würde gebremst werden. Zudem seien die Renditen schon so tief gesunken, dass man kaum noch Effekte erzielen würde.

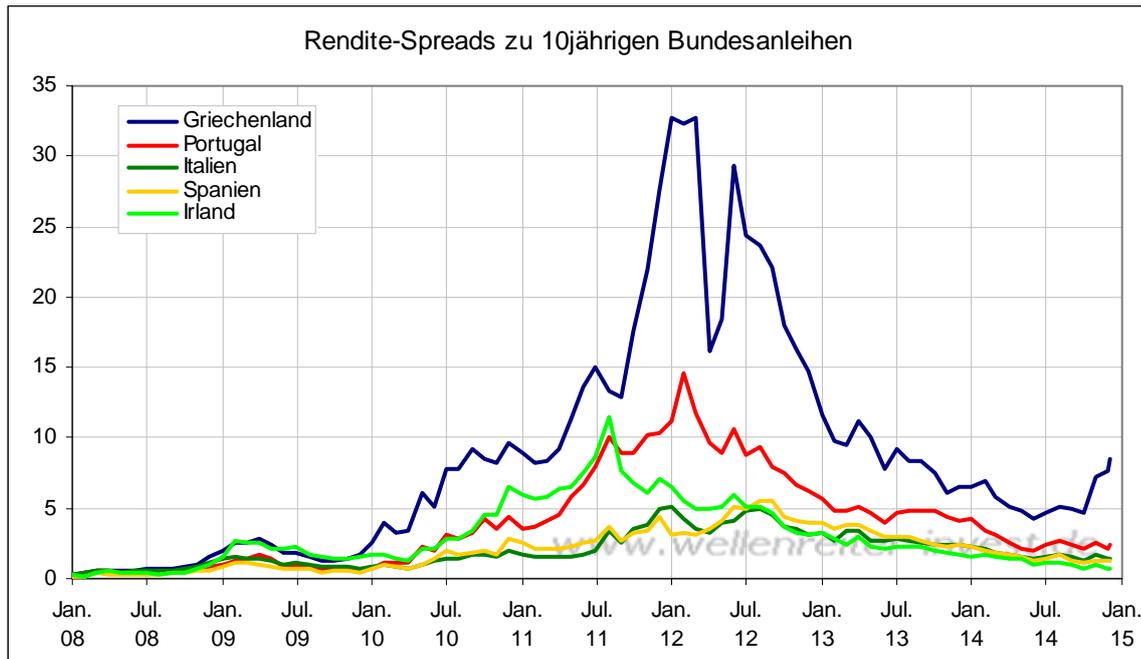


Abb. 2.6: Rendite-Spreads zu 10jährigen Bundesanleihen

Tatsächlich ist auf dem obigen Chart Griechenland als Sonderfall erkennbar. Die Spreads zwischen den restlichen Peripherie-Anleihen und Bundesanleihen notieren zwischen vergleichsweise geringen 0,5 (Irland) und 2,3 Prozent (Portugal).

An den Märkten sei QE bereits eingepreist, so Weidmann. Die Gefahr, dass es zu Enttäuschungen kommt, sei groß. Märkte sollten lernen, dass Erwartungen nicht immer erfüllt werden. Auch die Festlegung eines Bilanzsummenziels sei gefährlich, da sie den Handlungsspielraum reduzieren. Zudem dürfe sich die EZB nicht zum Sklaven der Märkte machen.

Die Positionen des Bundesbankpräsidenten erscheinen honorig, sind aber letztendlich innerhalb des EZB-Rats nicht durchsetzbar. Eine einstimmige Entscheidung für QE wird es nicht geben. Diese Sichtweisen Weidmanns sind zwar nicht falsch, allerdings hinterlassen die Kaufprogramme, die die Amerikaner und Japaner angekündigt und durchgeführt haben, sehr wohl ihre Spuren in den jeweiligen Anlageklassen.

Die Schweizer Notenbank stand in den letzten Jahren mit ihrer Entscheidung, eine Untergrenze für den Euro/CHF-Wechselkurs bei 1,20 zu benennen, nicht im Fokus der Investoren. Dies kann sich in 2015 ändern, da die Schweizer Notenbank am Ende des Jahres 2014 erstmals wieder zu Interventionen gezwungen wurde. Da der Druck auf die Schweizer Notenbank zugenommen hat, hat sie in einer ersten Reaktion einen negativen Einlagenzinssatz von -0,25 Prozent beschlossen, der ab 22.01.2015 gelten wird. Dieser Termin ist der Zeitpunkt der nächsten EZB-Sitzung, so dass die SNB

damit rechnet, dass die EZB den Ankauf von Staatsanleihen in der Januar-Sitzung durchführen wird. Eine Adjustierung des Wechselkurses ist in 2015 möglich (siehe Devisen).

Die niedrige Inflation und sinkende Immobilienpreise waren für die chinesische Notenbank im November der Auslöser für eine erste Leitzinssatzsenkung seit 2012. Angesichts sinkender Inflationsraten in den kommenden Monaten ist ein weiterer Zinssenkungsschritt in 2015 realistisch.

Eine Bremspolitik betreiben nur wenige Notenbanken – an erster Stelle sind die beiden BRIC-Staaten Brasilien und Russland zu nennen. Die fallenden Rohstoffpreise belasten die Wirtschaften, die fallenden Währungen sorgen für Inflationsdruck und die Notenbanken begegnen der Kapitalflucht mit steigenden Zinsen, die wiederum die wirtschaftliche Entwicklung belasten. Auch wenn Russland durch den Ukraine-Konflikt in einer Sondersituation steckt, so steht die Zentralbank unter enormen Druck.

Euro / Rubel Monatschart

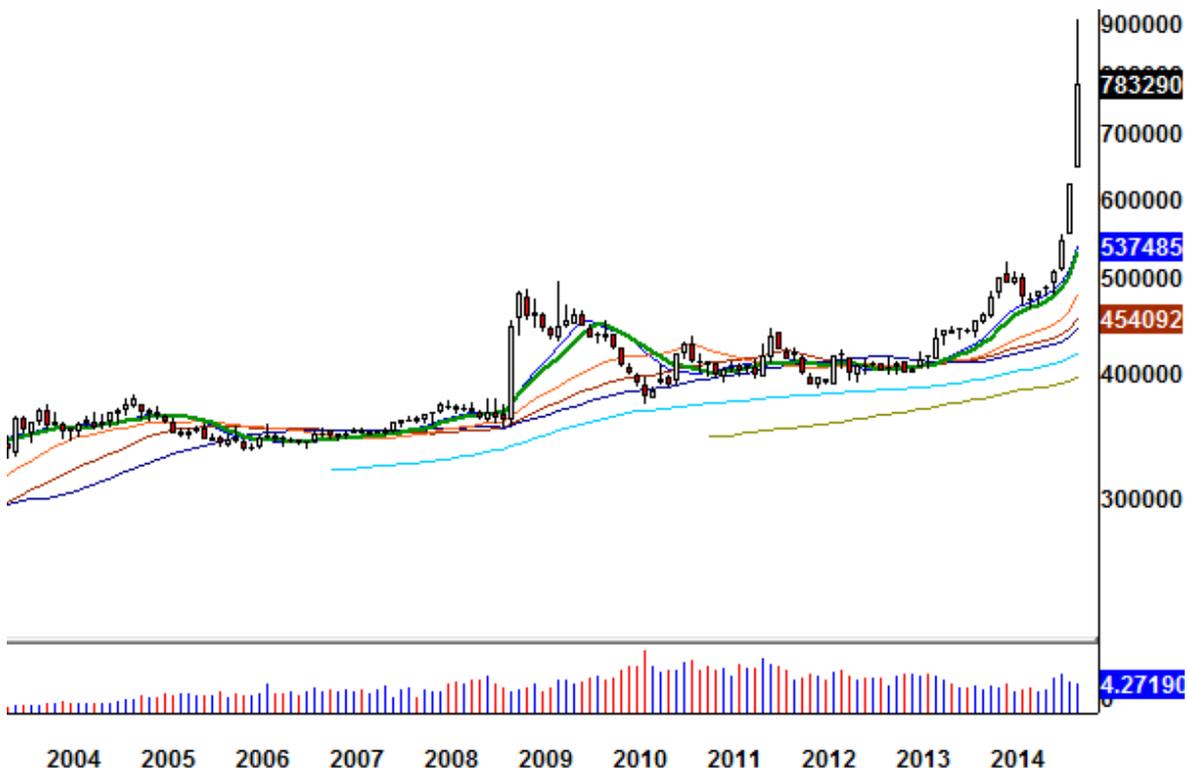


Abb. 2.7: Euro/Rubel Monatschart

Der Chart erinnert an die Entwicklung der Isländischen Krone in der Finanzkrise 2008. Mit der Implosion des Rubels schießt die Inflationsrate in die Höhe und die Zentralbank läuft der Entwicklung hinterher. Im November stieg die Inflationsrate bereits auf 9,1% an und wird zum Jahresende bei mindestens 10 Prozent liegen. Der Leitzins wurde zuletzt im Dezember in zwei kurz aufeinander Zeitabständen erst auf 10,5%,

danach auf 17% angehoben. Mit Devisenmarktinterventionen versucht die russische Zentralbank, die Situationen zu beruhigen. Sie verkauft dabei einen Teil ihrer Dollardevisen. Solche Interventionen sind in der Vergangenheit selten erfolgreich gewesen oder bedürften Interventionen über einen längeren Zeitraum. Die aggressiven Zinsschritte würden die Wirtschaftsleistung weiter ab, so dass die Negativspirale aus fallendem Ölpreis – fallender Wirtschaftsleistung – fallender Währung wahrscheinlich erst dann beendet werden kann, wenn der Ölpreis ein Preistief bzw. einen Preisboden ausgebildet hat. Ein solches Preistief bei Erdöl dürfte medial begleitet werden von Ängsten einer russischen Staatsbankrotts und/oder eines faktischen Staatsbankrotts eines Ölförderlandes wie Venezuela.

Fazit

Eine Normalisierung der US-Nullzinspolitik steht thematisch auf der Agenda des Jahres 2015. Die Notenbanken von Großbritannien und den USA haben angesichts der relativ niedrigen Inflationsdaten keine große Eile mit der Umsetzung und fahren eine Politik der ruhigen Hand. Im 2. Halbjahr 2015 dürfte ein Zinserhöhungszyklus in den USA starten. Nachdem die Japaner am Ende des Jahres 2014 ihr Kaufprogramm ausgeweitet haben, steht die EZB zu Beginn des Quartals 2015 in den Startlöchern, um mehr Unterstützung zu geben. Das Ziel sind fallende Zinsspreads in Europa, die positiv auf die europäischen Aktienmärkte in der Peripherie abfärben sollten. Die größte monetäre Unterstützung wird in 2015 von der japanischen und der europäischen Notenbank kommen, während in den USA ein erster Bremsschritt absehbar wird.

3. Der Anleihemarkt

3.1 Übersicht

Der US-Anleihemarkt besitzt ein Volumen von knapp 40 Bio. US-Dollar. Das größte Segment stellt der US-Staatsanleihenmarkt dar. Der Wert der ausstehenden US-Bonds beläuft sich auf 12,3 Bio. US-Dollar (rote Linie folgender Chart). Diese Position weist mit Abstand die größte Wachstumsrate auf.

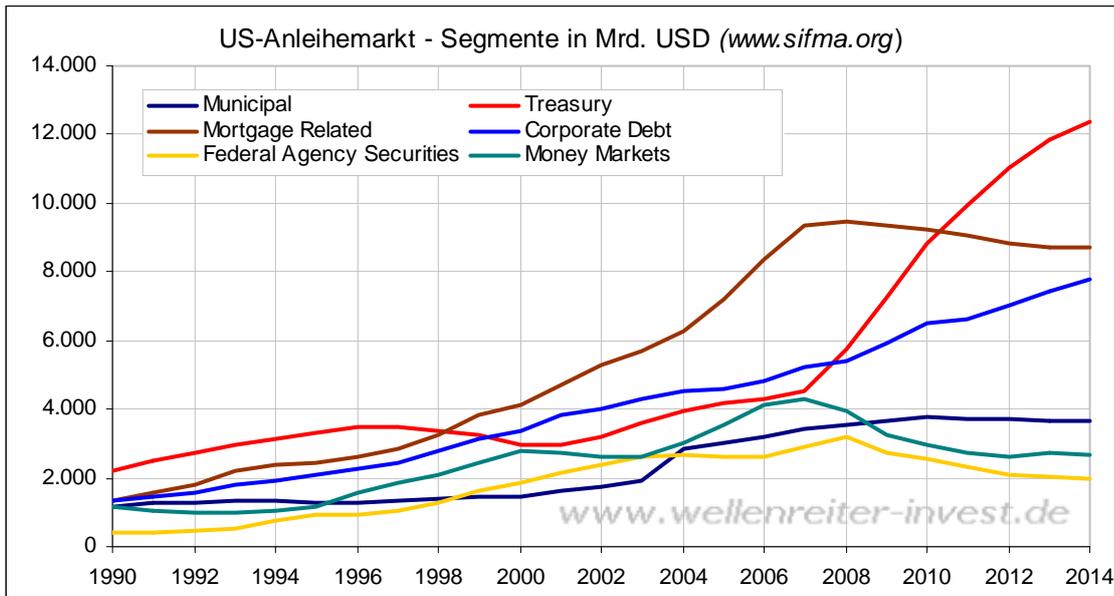


Abb. 3.1: US-Anleihemarkt – Segmente

An zweiter Stelle liegen die Hypothekenanleihen (8,7 Bio.). Dieser Sektor rückte im Jahr 2007 in den Fokus der Anleger. Fallende Hypothekenanleihen waren Auslöser der Finanzkrise. Seither ist das Volumen rückläufig.

Als drittgrößte Position etabliert sich der US-Markt für Unternehmensanleihen (7,8 Bio. US-Dollar; blaue Linie). Etwa 24 Prozent der Unternehmensanleihen wurden im Jahr 2014 als Hochzinsanleihen platziert (folgender Chart).

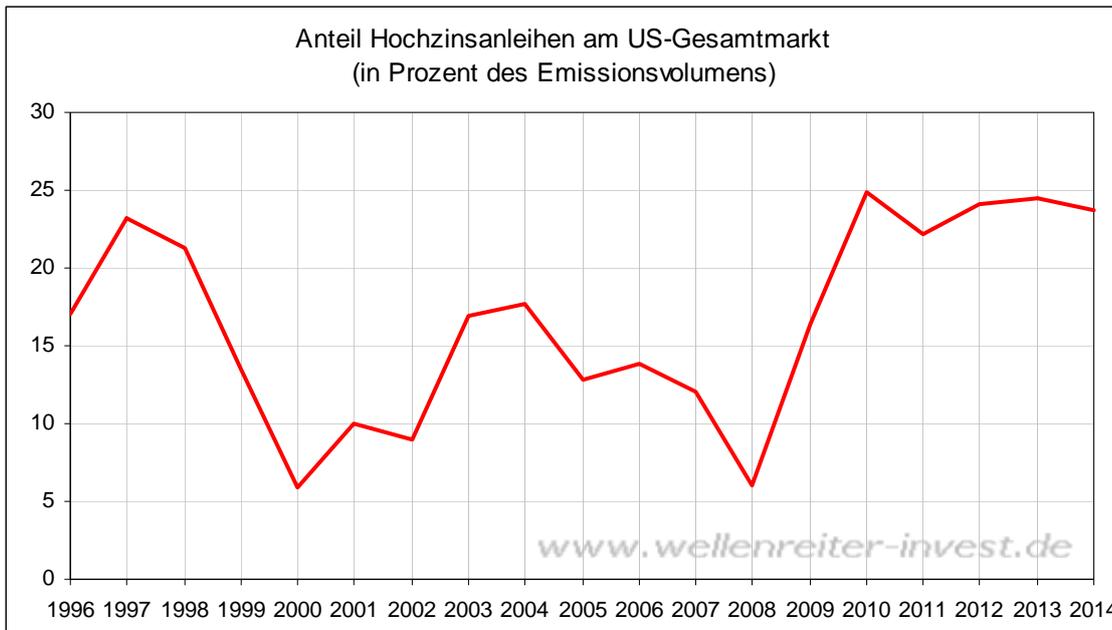


Abb. 3.2: Anteil Hochzinsanleihen am US-Gesamtmarkt

In Krisenjahren – wie 2002 oder 2008 – betrug der Hochzinsanteil weniger als 10 Prozent. Es ist stets das gleiche Spiel: Nach einer Krise wird die Ausgabe von Hochzinsanleihen hochgefahren. Die Fonds nehmen die Emissionen gern auf, weil sie damit ihre Renditen erhöhen können. Die Jagd nach Rendite geht solange gut, solange keine Risiken am Horizont auftauchen.

Im vierten Quartal 2014 setzte der - mit dem Ölpreisrutsch einhergehende - Fall der US-Energiewerte den Markt für Hochzinsanleihen unter Druck.



Abb. 3.3: US-Hochzinsanleihen und S&P 500

Der Übergang von einer risikofreien zu einer mit Risiken behafteten Phase zeigt sich üblicherweise auch in den Aktienindizes (oberer Chart).

Der Spread zwischen Moody's BAA und AAA-Unternehmensanleihen erreichte im Jahr 2014 das niedrigste Niveau seit 14 Jahren. Seit September zieht der Spread leicht an.

Dies könnte ein statistisches Rauschen sein. Wahrscheinlicher aber ist, dass der Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeiten im US-Energiesektor bereits seinen Niederschlag findet. Noch ist der Spread (1 Prozentpunkt) geringer als in den Jahren 2011 und 2012. Die Alarmglocken sollten dann klingeln, wenn die auf dem Chart dargestellte grüne Linie überwunden werden würde.



Abb. 3.4: Spread BAA zu AAA Unternehmensanleihen

Auch dies ist ein zarter Hinweis darauf, dass sich die Situation eines „Free Lunch“ in der Finanzierung von Unternehmenskrediten verschlechtern könnte. Nach den Hypothekenanleihen im Jahr 2007 könnten dieses Mal Unternehmensanleihen der Auslöser für eine kritische Situation sein.

Nicht nur auf US-Ebene treten Probleme auf. Das internationale Finanzsystem muss wieder einmal seiner Vernetzung und seiner Jagd nach Rendite Tribut zollen. Russland zählt zu den Schwellenländern. In den vergangenen Jahren haben viele Investoren höher verzinsliche Schuldentitel erworben („Emerging Markets Debt“). Schwellenländer-Unternehmen haben die Nachfrage genutzt und fleißig auf Dollar lautende Anleihen ausgegeben.

Laut Wall Street Journal sollen aktuell 502 Mrd. US-Dollar an russischen Unternehmensanleihen im Umlauf sei, in 2007 waren es lediglich 325 Mrd. Anleihen, die über Offshore-Töchter herausgegeben wurden, erhöhen diese Summe.

Hinzu kommt, dass weitere Staaten wie Mexiko oder Brasilien und deren Unternehmen angeschlagen sind. Auch hier dürften hunderte Milliarden US-Dollar an Hochzinsanleihen auf dem Spiel stehen.

Der Transmissionsmechanismus in das Finanzsystem würde über Fonds erfolgen, die ihre Risiken reduzieren, indem sie andere, „gesunde“ Werte verkaufen. So wie im Jahr 2007 die wertlos gewordenen „Asset Backed Securities“ die Märkte ansteckten, könnte in 2015 der Infekt über eine rapide fallenden Wert von Emerging-Markets-Anleihen auf das Finanzsystem übertragen werden.

Gemäß den Projektionen des Congressional Budget Office (CBO; US-Haushaltsagentur) nimmt die US-Staatsverschuldung in den kommenden Jahren langsamer zu als bisher. Die geplante US-Neuverschuldung wird vom CBO für 2014 auf 506 Mrd. und für 2015 auf 469 Mrd. US-Dollar geschätzt. Für das Jahr 2016 wird mit 556 Mrd. US-Dollar ein wieder steigender Wert angenommen.

Die Planung für die kommenden Jahre sieht einen Abbau der US-Staatsverschuldung nicht vor (folgender Chart).

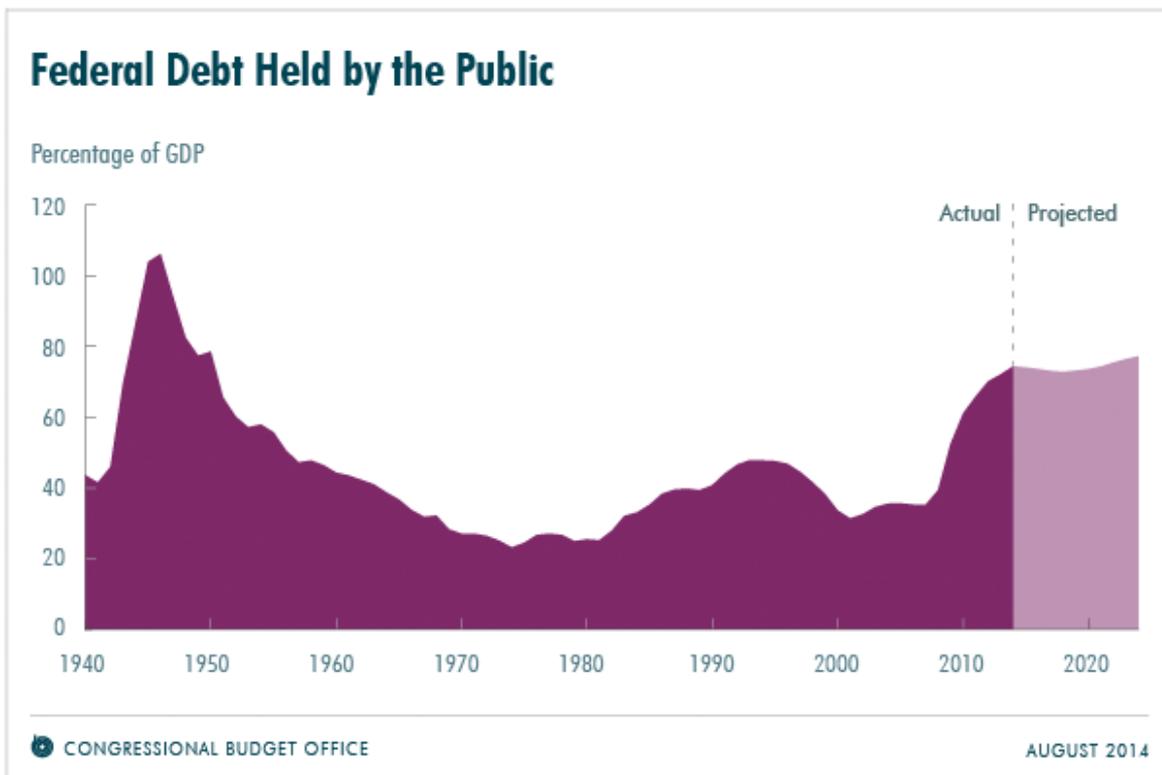


Abb. 3.5: Verschuldung USA

Falls die US-Zentralbank zukünftig erneut vorhaben sollte, eine geldpolitische Lockerung in Form eines „Quantitative Easing“ durchzuführen, würde sie ausreichend Material für Ankäufe vorfinden. Ein viertes QE-Programm ist aber nur dann denkbar, wenn es wirtschaftlich deutlich bergab gehen würde. Für 2015 ist dies nicht unser angenommenes Szenario.

3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen

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

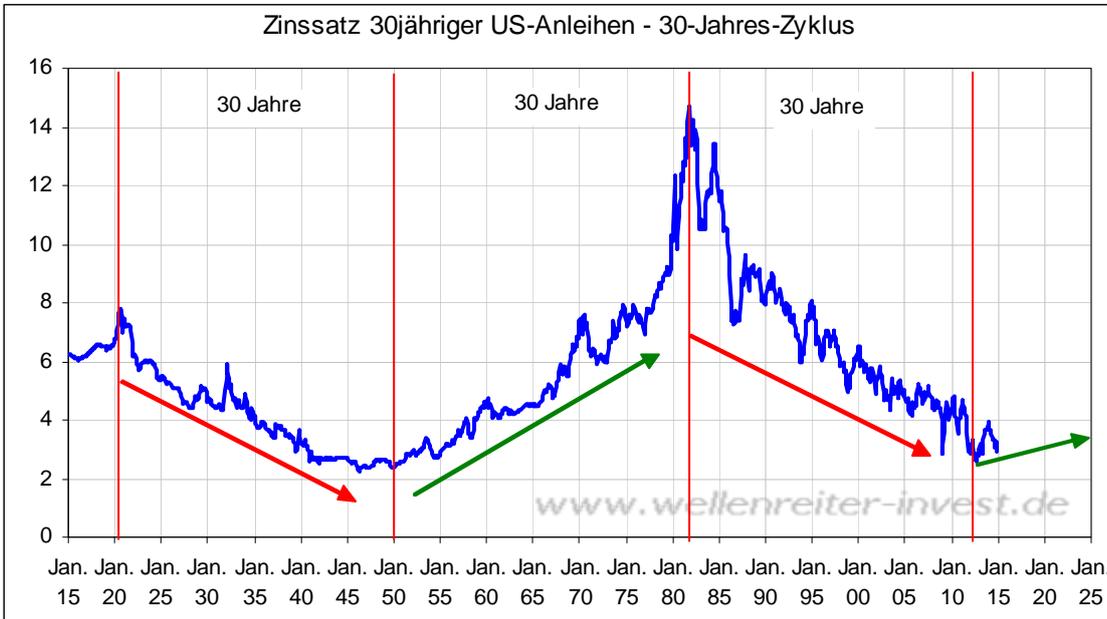


Abb. 3.6 Zinszyklus

Ein Vergleich zwischen denen um die Jahre 1920 und 1980 begonnenen Zyklen zeigt noch nicht die ausgeprägte Bodenbildungsphase der damaligen Zeit an. Unter dem Gesichtspunkt Zeit wäre ein Renditeanstieg in den kommenden Jahren zu erwarten.

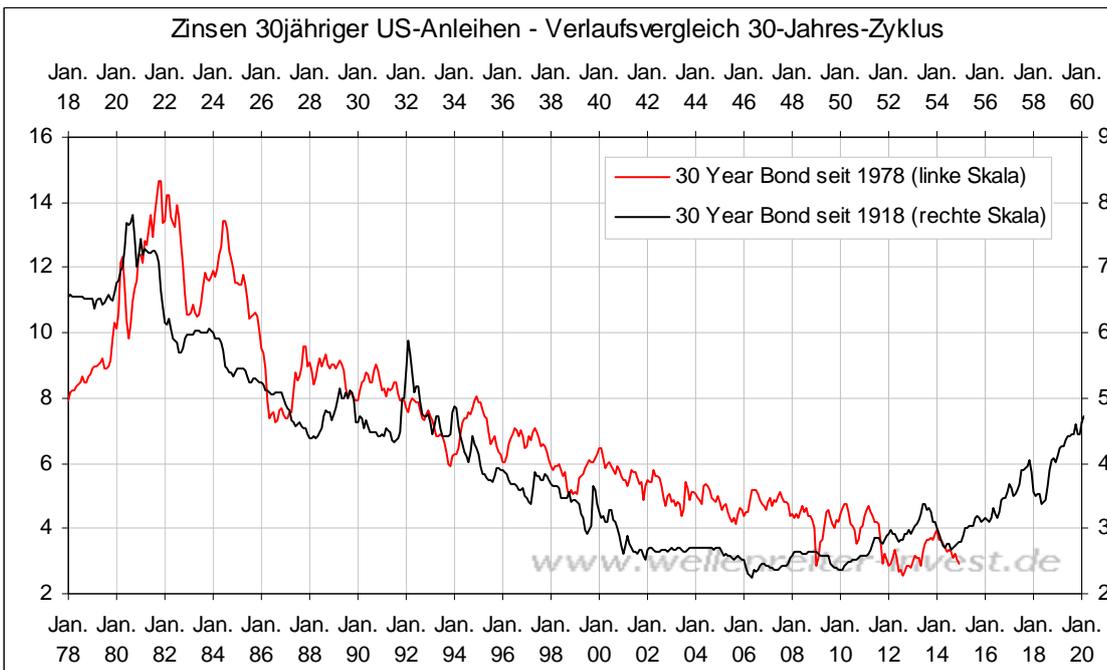


Abb. 3.7 Renditezyklus-Vergleich

Nach einem wichtigen Tiefpunkt Ende 2008 (2,52%) und einen zweiten Tiefpunkt in 2012 (2,45%) laufen die Renditen jetzt auf einen dritten Test im Jahr 2015 zu. Von einem Wert von 2,77% (Mitte Dezember) wäre ein Abwärtspotential von etwa 30 Basispunkten vorhanden, bevor die Unterstützung greifen würde. An dieser Stelle sollte es zu einer Gegenbewegung kommen.

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

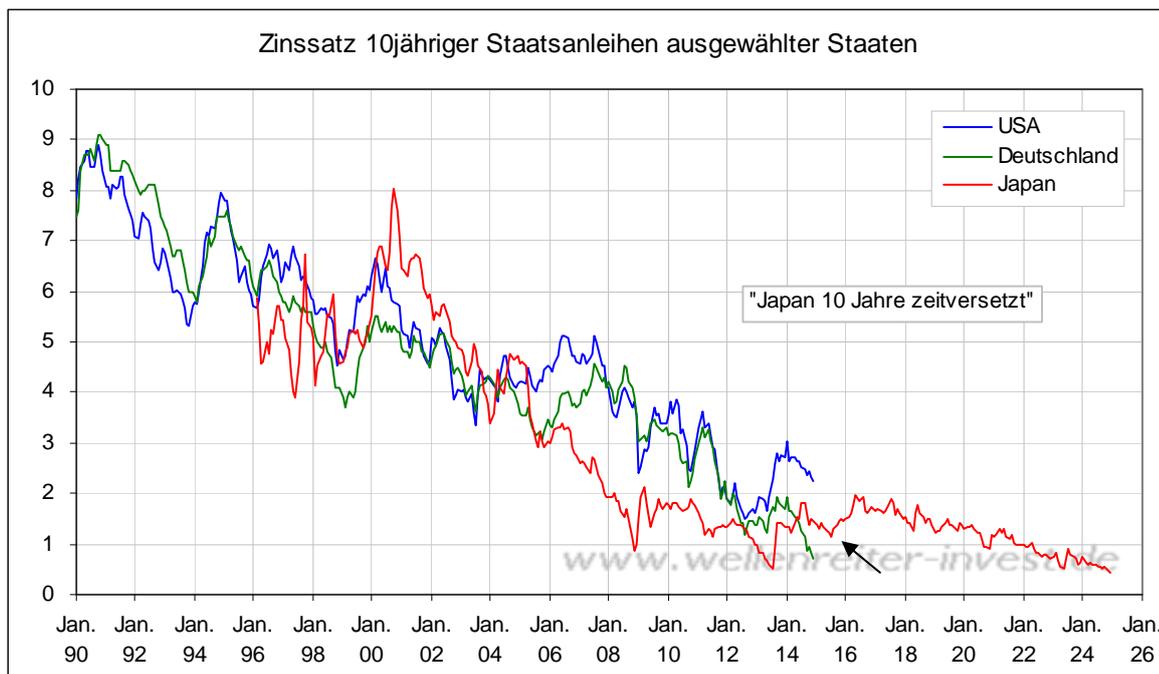


Abb. 3.8 Rendite-Vergleich Japan

Danach würde zur Mitte des Jahres 2015 eine Bewegung erfolgen, die sich wie eine Zinswende anfühlen würde (siehe Pfeil obiger Chart). Dabei würden die 10jährigen US-Renditen keine neuen Tiefs markieren. Die Renditen würden bis in das Jahr 2016 hinein steigen, dann aber wieder abflachen.

Die Entscheidungen der US-Notenbanken hatten unerwartete Auswirkungen auf die Entwicklung der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen. Die Reaktion war gänzlich anders, als ursprünglich von der FED beabsichtigt.

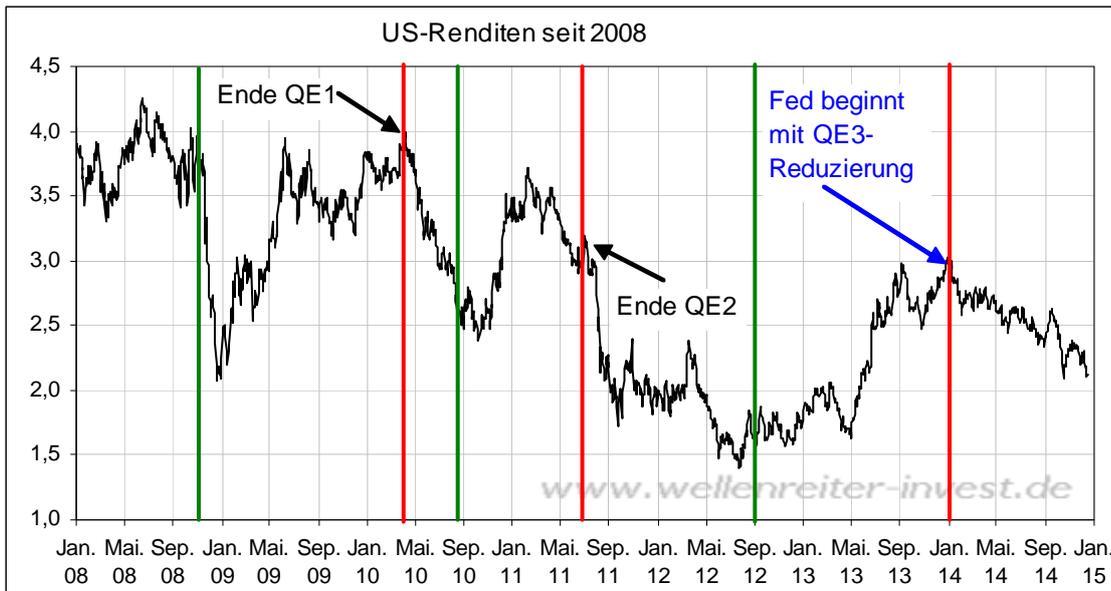


Abb. 3.9 Rendite und QE

Das Ende eines QE-Programms führte zu fallenden Renditen (rote Linien), die Ankündigung eines neuen QE-Programms (grüne Linien) führte perspektivisch zu steigenden Renditen. Als die Fed im Januar 2014 mit der Reduzierung von QE3 begann, setzte die Phase sinkender Renditen ein. Als der damalige Notenbankchef Ben Bernanke seinen „Tapering“-Kurs im Mai 2013 verbalisierte, setzte ebenfalls eine viermonatige Aufwärtsbewegung der Rendite ein.

Wir erwarten, dass eine Phase steigender Renditen in einer scharfen Aufwärtsbewegung einsetzt, wenn die US-Notenbank die Zinserhöhung ankündigt. Das Beispiel aus dem Jahr 2004 mit einer scharfen, aber nur temporären Bewegung könnte sich in 2015 in ähnlicher Form wiederholen.

Grundsätzlich sind die Kursveränderungen im Dollar/Yen ein recht guter Ratgeber für das Risikoverhalten der Anleger. In der zweiten Jahreshälfte 2014 stieg der Dollar/Yen deutlich. Die Renditen fielen jedoch.

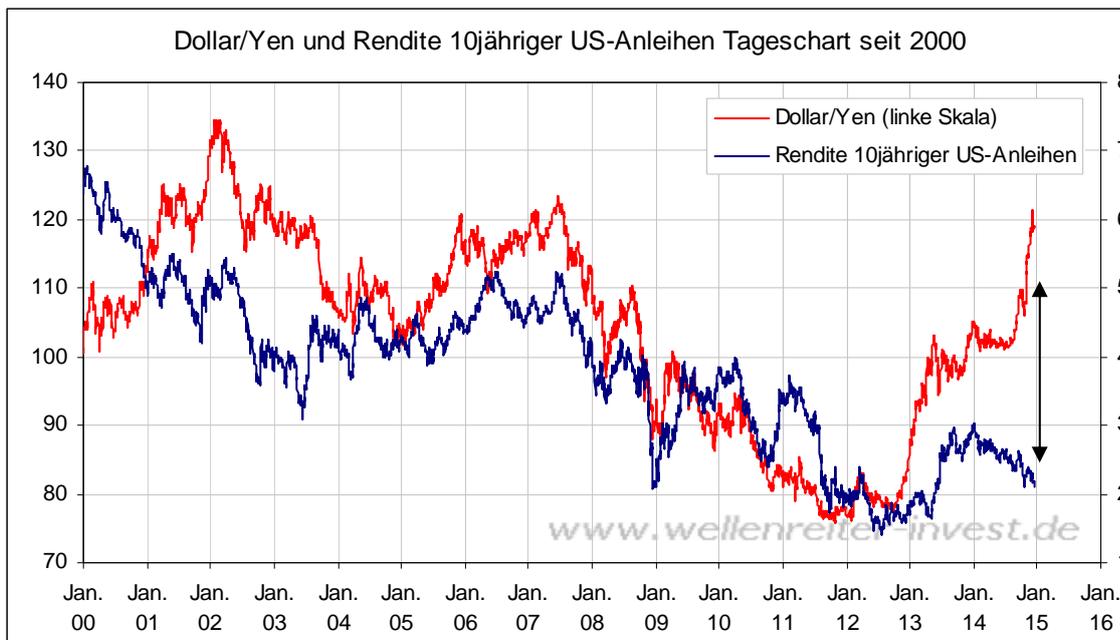


Abb. 3.10: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart

Entweder brach hier eine langjährige Korrelation zusammen oder aber der Dollar/Yen signalisiert - ähnlich wie im Jahr 2012 vorauslaufend - einen deutlichen Renditeanstieg für 2015. Vorstellbar ist das Signal für einen Anstieg für das zweite Halbjahr. Der Anstieg des Dollar/Yen erhöht den Druck auf eine Aufwärtsbewegung der Renditen. Im zweiten Halbjahr könnte ein gemeinsamer Anstieg stattfinden.

Bei der Entwicklung der einzelnen US-Renditen sehen wir eine Annäherung. Dieser Trend dürfte sich in 2015 fortsetzen. Während die Renditen am kurzen Ende auch im Jahr 2015 weiter steigen (folgender Chart) werden, zeigen sich die Renditen am langen Ende noch schwach.



Abb. 3.11: Rendite 2jähriger US-Anleihen Tageschart

Der Trend der Einengung der Renditen war auch im letzten Zinserhöhungszyklus 2004-2006 erkennbar (siehe Kreis). Die Rendite 30jähriger US-Anleihen fiel im Jahr 2014 von 4,0 auf 2,7 Prozent. Die Rendite 5jähriger US-Anleihen veränderte sich kaum.

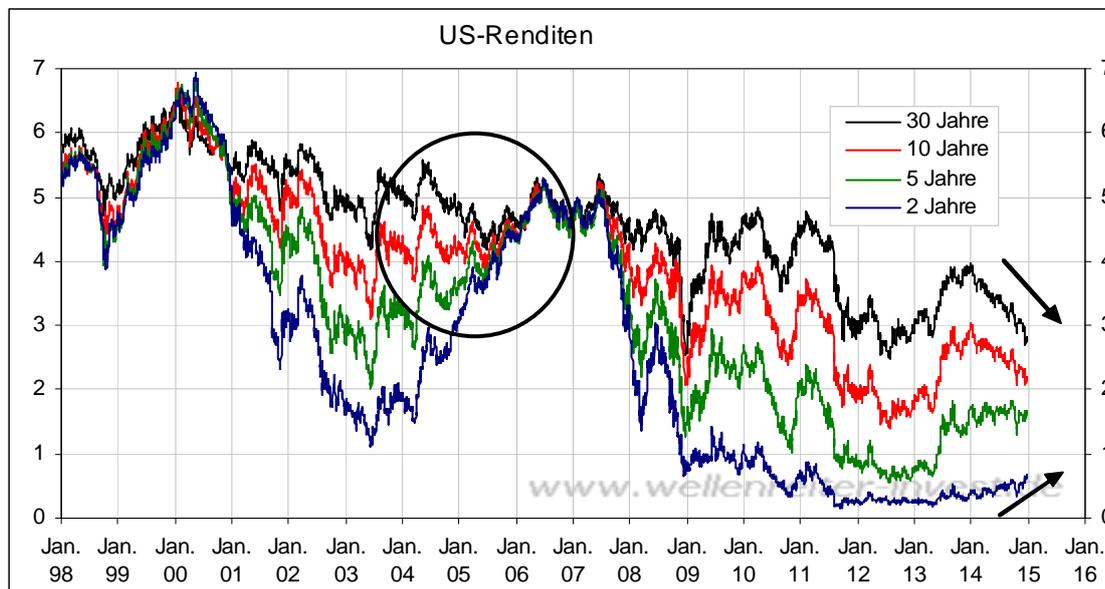


Abb. 3.12: US-Renditen in einem Chart

Eine Annäherung der Renditen geschah auch in den Jahren 2005 und 2006. Ende 2006 zeigte eine inverse Zinsstruktur eine Rezession an. Diese begann Ende 2007.

Sollte die US-Zentralbank die Zinsen am kurzen Ende erhöhen, die Rendite am langen Ende aber stagnieren oder weiter fallen, dann kämen die Märkte in die Phase der Angleichung der Renditen bzw. sogar in die Inversion. Eine solche erwarten wir für 2015 noch nicht.

Die zehnjährige Rendite befindet sich übergeordnet weiterhin im Abwärtstrend. Wir erwarten, dass die Rendite 10jähriger US-Anleihen zunächst weiter fällt. Es sollte sich aber gegenüber 2012 kein neues Renditetief bilden.



Abb. 3.13: Rendite 10jähriger US-Anleihen

Wir rechnen anschließend mit einer durchaus schärferen Aufwärtsbewegung (oberer Chart).

Fazit

Die Zinserhöhungserwartungen der US-Notenbank hinterlassen ihre Spuren bei den Kurzläufern bis zu zwei Jahren. Hier besteht zunächst der größte Anpassungsbedarf. Im Falle der Rendite 10jähriger US-Anleihen sollte sich kein neues Renditetief bilden. Wir rechnen in der zweiten Jahreshälfte mit einer Aufwärtsbewegung.

3.3 Entwicklung der europäischen Staatsanleihen

Ein herausragendes Phänomen des Jahres 2014 bezeichnet der Fall der Renditen bis auf die Null-Linie beziehungsweise in den Negativbereich. Die Laufzeiten bis fünf Jahre notieren in Deutschland und in der Schweiz mit einem Minus vor der Zahl. Das „Rennen zur Null“ findet ebenso am langen Ende statt (folgender Chart).

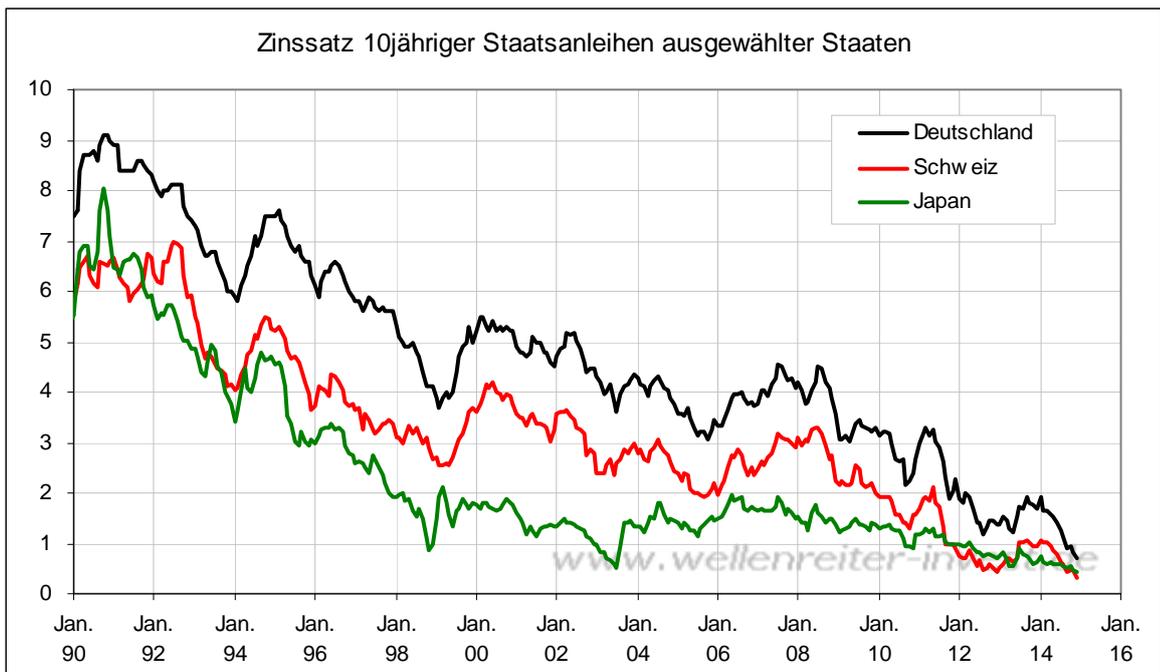


Abb. 3.14: Rendite 10jähriger Anleihen Deutschland, Schweiz, Japan

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

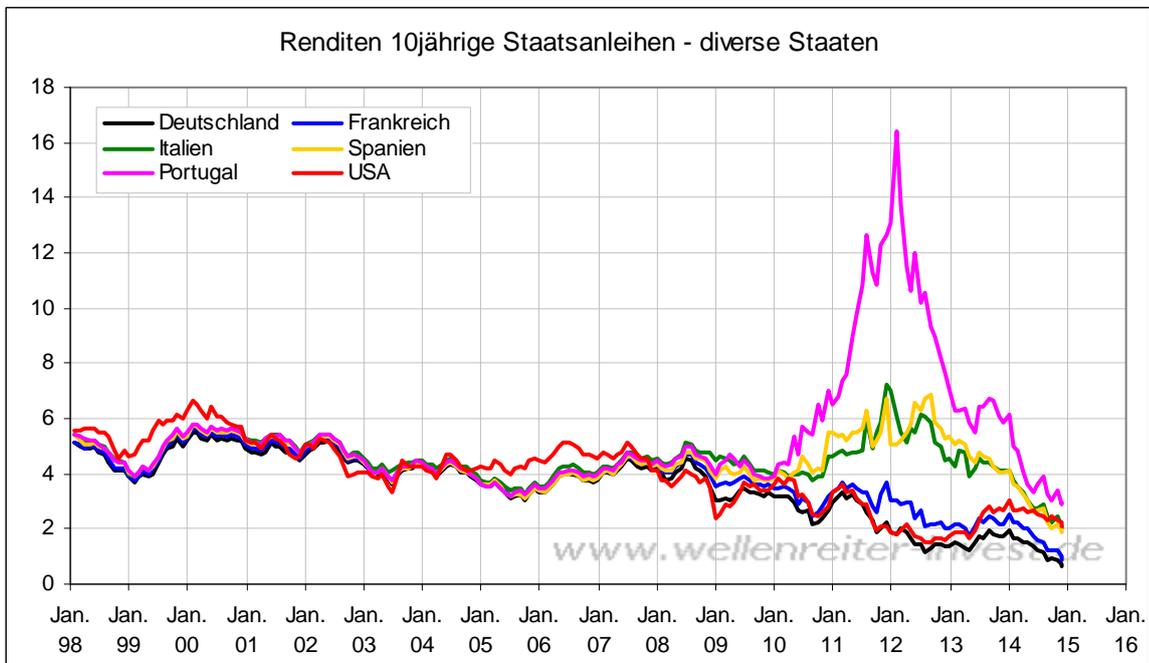


Abb. 3.15: Rendite 10jähriger Anleihen – diversen Staaten

Ein Ziel der Politik der EZB ist die Fortsetzung der Einengung der sinkenden Renditen.

Dies wird allerdings sehr schwierig zu erreichen sein, da QE-Programme mit einer steigenden Risikofreudigkeit der Investoren einhergehen und die Renditen in den USA anstiegen.

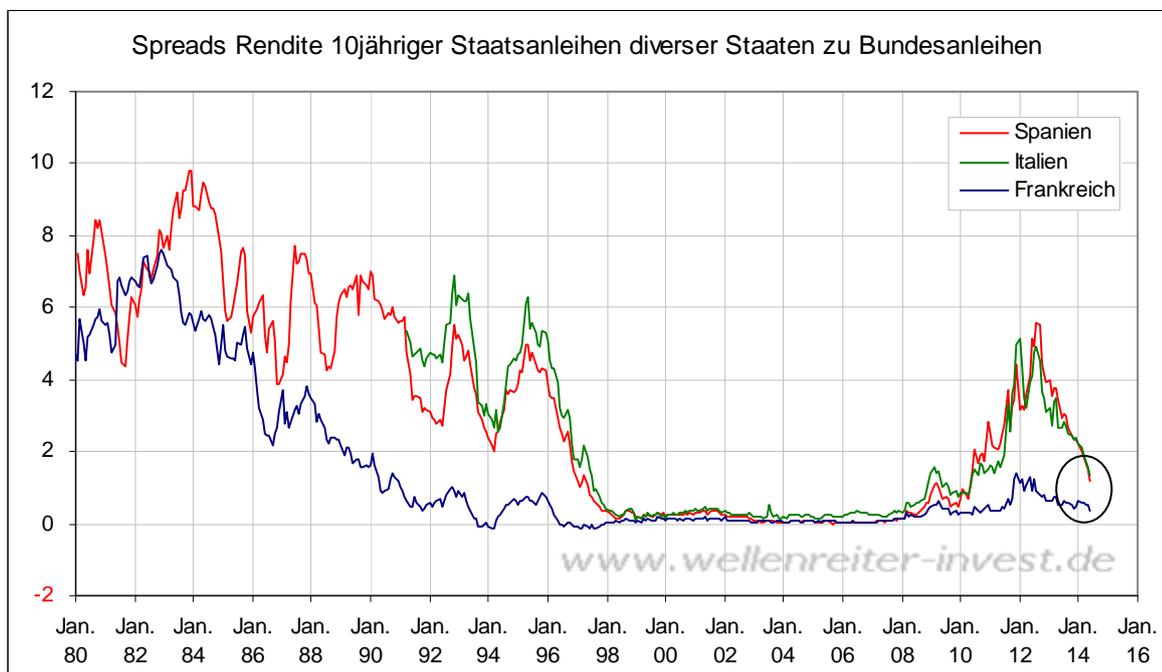


Abb. 3.16: Renditespreads 10jähriger Anleihen – diversen Staaten

Ein weiteres Ziel ist die Fortsetzung des Trends einer Einengung der Spreads für Italien und Spanien, die in Richtung Frankreich-Spread gehen sollte (siehe Kreis). Beim Erreichen dieses Ziels würden sich die Staatsanleihen von Spanien und Italien in 2015 relativ gegenüber Deutschland positiver entwickeln.

Ein Sonderfall stellt Griechenland dar. Die Rendite griechischer Staatsanleihen ist mit einer hohen Risikoprämie behaftet.

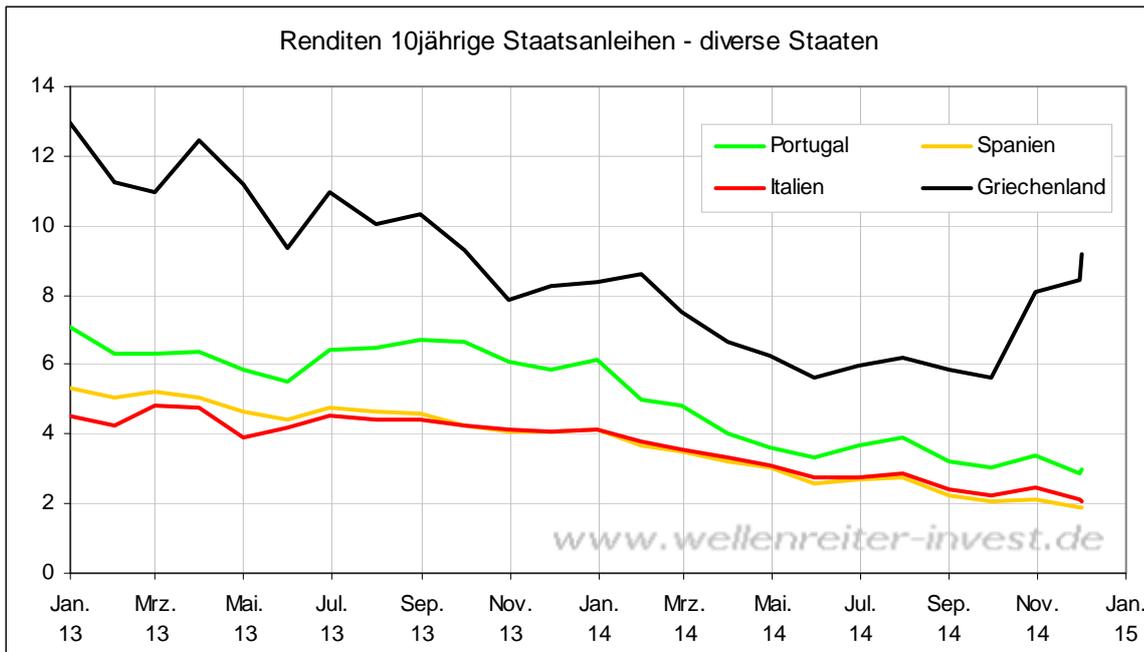


Abb. 3.17: Renditen -Peripherie

Griechenland wird von den Investoren mit eigenen Augen betrachtet und ein Ansteckungseffekt von Griechenland hin zu anderen Ländern ist bisher nicht erfolgt. Insofern wird bei den Neuwahlen in Griechenland von Investoren darauf zu achten sein, ob Griechenland seine Schulden weiterhin bedienen möchte und zudem im Euro verbleiben möchte.

Jüngst stieg die dreijährige Rendite Griechenlands deutlich über die zehnjährige Rendite an, so dass diese Inversion zum einen die Wirtschaft Griechenlands belasten wird. Zum anderen kommt die Skepsis über einen Verbleib im Euro bzw. einen neuen Schuldenschnitt zum Ausdruck. Nur im Falle eines Irrtums der momentanen Markterwartungen wären griechische Staatsanleihen eine interessante Chance, zumal die EZB auch nur dann griechische Papiere kaufen würde, wenn sie annehmen kann, dass Griechenland Mitglied im Euro bleiben wird.

Die Risikoprämie verabschiedet sich aus der spanischen Rendite. Die Rendite 10jähriger spanischer Staatsanleihen notiert mittlerweile unterhalb der entsprechenden US-Anleihen-Rendite.

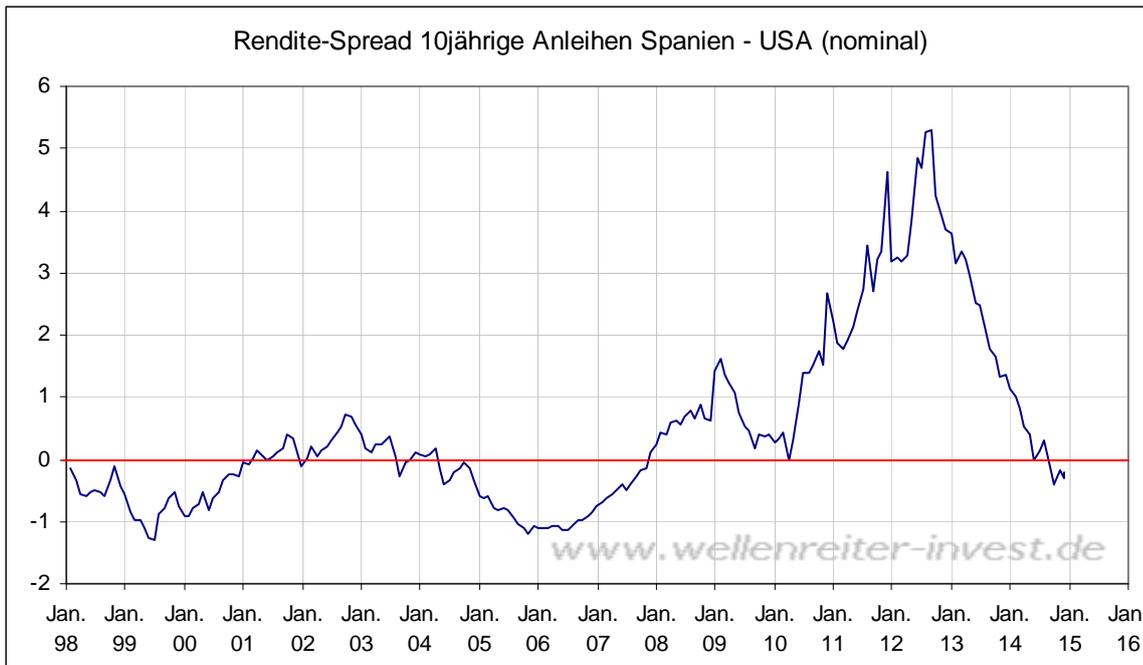


Abb. 3.18: Renditespread Spanien - USA

An dem Punkt, an dem die spanische Wirtschaft wieder stärker wachsen sollte, würde es zu einer Situation kommen, in der die spanische Rendite wieder steigt, weil sich die Wirtschaft gut entwickelt. Und nicht etwa, weil die Risikoprämie wieder steigt. Dies gilt es zu unterscheiden. Als die spanische zehnjährige Rendite im Sommer 2012 zu fallen begann, war es für Ausländer interessant, spanische Anleihen wegen der höheren Renditen zu kaufen. Infolgedessen stieg auch der Euro/Dollar an.

Seit Frühjahr 2014 ist der Zinsvorteil Spaniens verschwunden, US-Anleihen rentieren momentan höher. Vor dem Hintergrund der Überlegungen zu der Entwicklung in den USA in 2015, sollte die USA weiterhin höhere Renditen als Spanien aufweisen und damit auch ein Belastungsfaktor für die Entwicklung des Euro/Dollar darstellen.

4. Der Währungsmarkt

4.1 US-Dollar-Index

Ein starker Dollar-Anstieg kennzeichnete die zweite Jahreshälfte 2014. Entsprechend verloren Euro, Yen, Pfund, Franken und die Rohstoffwährungen. Die Frage, ob sich diese Tendenz in 2015 fortsetzt, versuchen wir nachfolgend zu beantworten. Zunächst einmal sollte man festhalten, dass der Konsensus der Analysten für einen starken Dollar im Jahr 2015 bei nahezu 100 Prozent liegt.

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

Charttechnisch bildete sich in den Jahren 2008 und 2011 ein Doppelboden aus.

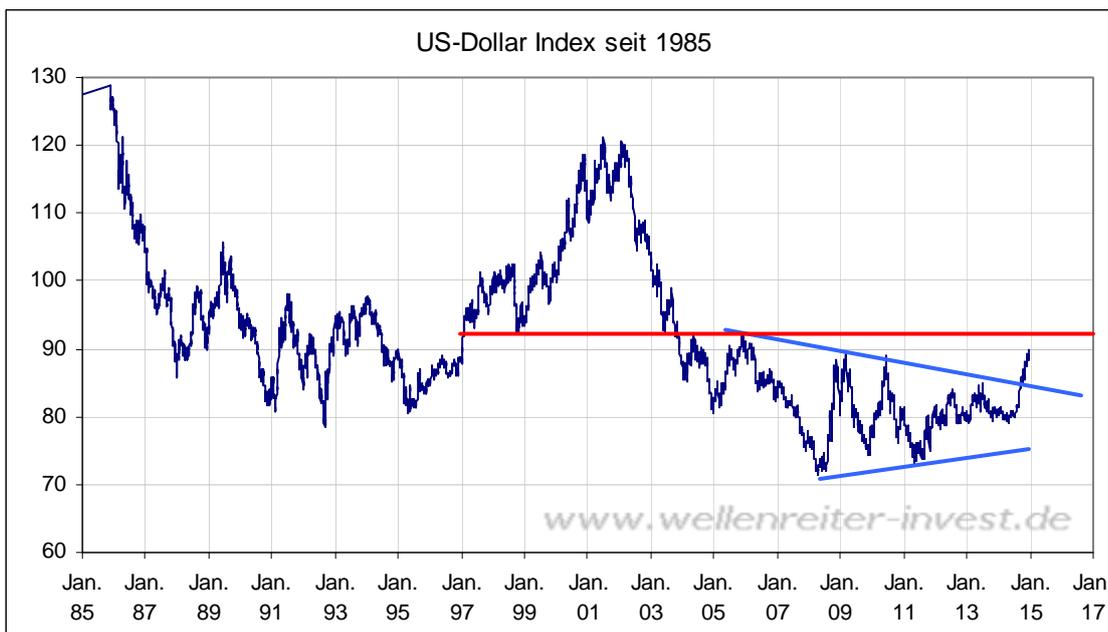


Abb. 4.1: US-Dollar Index seit 1986

Zudem hat sich das blau eingezeichnete Dreieck nach oben aufgelöst. Dies verspricht längerfristiges Trendpotential.

Die Marke von 93 Punkten (rote Linie obiger Chart) stellt die Nackenlinie einer Schulter-Kopf-Schulter-Formation dar, die sich von 1997 bis 2004 formte. Das Überwinden dieser Linie bedeutet zunächst einmal eine Herausforderung.

Währungsmärkte bewegen sich in langen Zyklen. So fiel der Dollar von 1985 bis 1995, stieg von 1995 bis 2001 und fiel von 2002 bis 2008. Im Jahr 2011 folgte ein höheres Tief. Somit ließe sich auch ein Abwärtszyklus bis 2011 erkennen. Dann lägen erneut 10 Abwärtsjahre vor. Schlösse sich – ähnlich wie in den 1990er Jahren ein 5jähriger Aufwärtszyklus an, dann wäre ein Hoch in 2016 denkbar. Mit der Betrachtung des Euro/Dollar führen wir die Zyklenbetrachtung fort.

Halten wir zunächst fest, dass der US-Dollar-Index sich nach einer Phase der Ruhe in einer Aufwärtsbewegung befindet und an der Marke von 93 Punkten an einen wichtigen Widerstand stößt.

4.2 Euro/Dollar

Mit dem Ende der Goldbindung zu Beginn der 1970er Jahre begann der Euro/Dollar (bzw. vorher Deutsche Mark/Dollar) eine Aufwertungsphase. Bis zur Jahrhundertwende wechselten sich 10jährigen Aufwärtsphasen mit etwa 5jährigen Korrekturphasen ab.

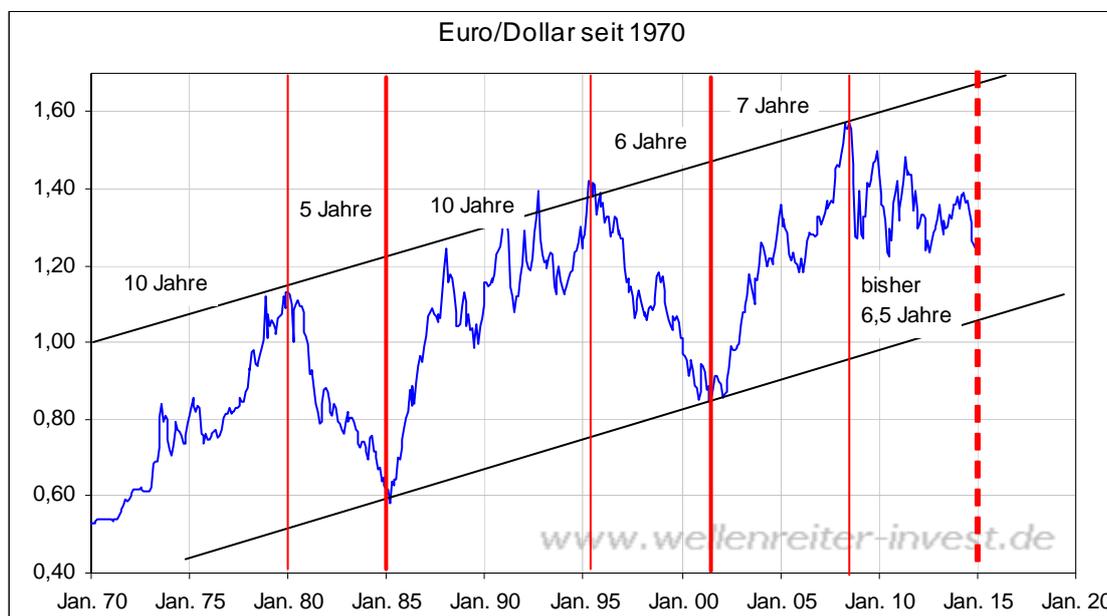


Abb. 4.2: Euro/Dollar

Würde man annehmen, dass ein kompletter Zyklus sich weiterhin auf 15 bis 16 Jahre aufaddiert, so müsste das zyklische Tief im Euro/Dollar bis spätestens 2016 erfolgen.

Auffällig ist, dass stets zu Beginn eines 5er-Jahres ein wichtiger Wendepunkt notiert wurde:

Anfang 1975 – sekundäres Hoch

Anfang 1985 – primäres Tief

Anfang 1995 – primäres Hoch

Anfang 2005 – sekundäres Hoch

Würde sich diese Serie fortsetzen, so müsste man für Anfang 2015 einen primären, mindestens aber einen sekundären Wendepunkt mit einer Trenddauer von etwa sechs Monaten annehmen.

Der Verlauf im Rahmen eines sekundären Erholungsmusters könnte sich wie folgt gestalten (nächster Chart).

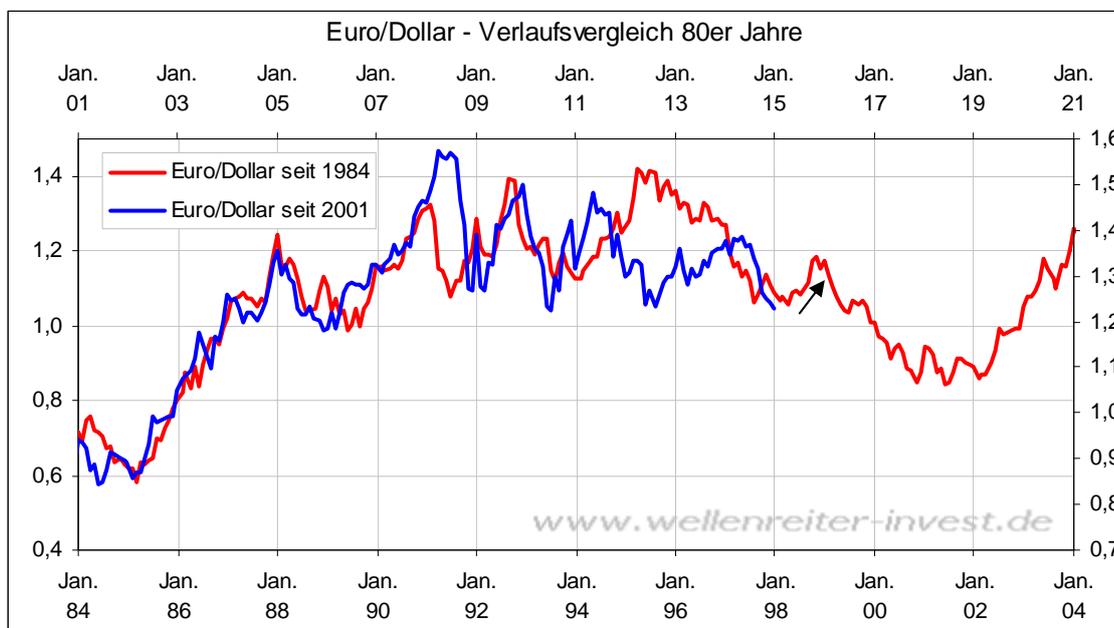


Abb. 4.3: Euro/Dollar Verlaufsvergleich

Dies würde eine Erholung des Euro/Dollar von Januar bis zum Sommer bedeuten. Anschließend würde der Euro/Dollar seine Abwärtsbewegung bis etwa zum Jahr 2018 fortsetzen. Der Euro/Dollar hätte also zunächst die Chance, das erste Halbjahr 2015 positiv zu gestalten.

Der Euro/Dollar wird Anfang Januar zum dritten Mal nach 2010 und 2012 die starke Unterstützungszone von 1,18 bis 1,20 erreichen. Dieser Bereich sollte zunächst eine preisliche Gegenbewegung einleiten. Angesichts der zu erwartenden Maßnahmen der EZB liegt das Risiko in einem nach unten durchbrechenden Euro/Dollar. In einem solchen Fall wären Kurse von 1,08 bis 1,10 denkbar, bevor sich eine Stabilisierung auf

niedrigerem Niveau einstellen würde. Anschließend würde eine Gegenbewegung bis zum Sommer starten, bei der der Bereich von 1,20 zum Widerstand mutieren würde.



Abb. 4.4: Euro/Dollar langfristig

Alternativ steigt der Euro/Dollar von der Marke von 1,20 etwa ein halbes Jahr lang an. In diesem Fall bestünde das Risiko, dass die Marke im Herbst gebrochen wird.

Angesichts der wahrscheinlich zunächst weiter fallenden Renditen und eines schwachen Rohstoffumfeldes ist der Bruch der Unterstützung von 1,18 bis 1,20 im ersten Quartal die von uns bevorzugte Variante.

Wie gestaltet sich der Euro/Dollar aus Realzinssicht? Wirtschaftsräume erscheinen attraktiv, wenn man für Staatsanleihen eine reale – also inflationsbereinigte - Rendite erhält, die über der Realrendite eines anderen Wirtschaftsraumes angesiedelt ist. Je deutlicher der Nominalzins über der Inflationsrate notiert, desto positiver gestaltet sich der Realzins. Als Faustregel gilt: Je positiver der Realzins, desto attraktiver die Währung.

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

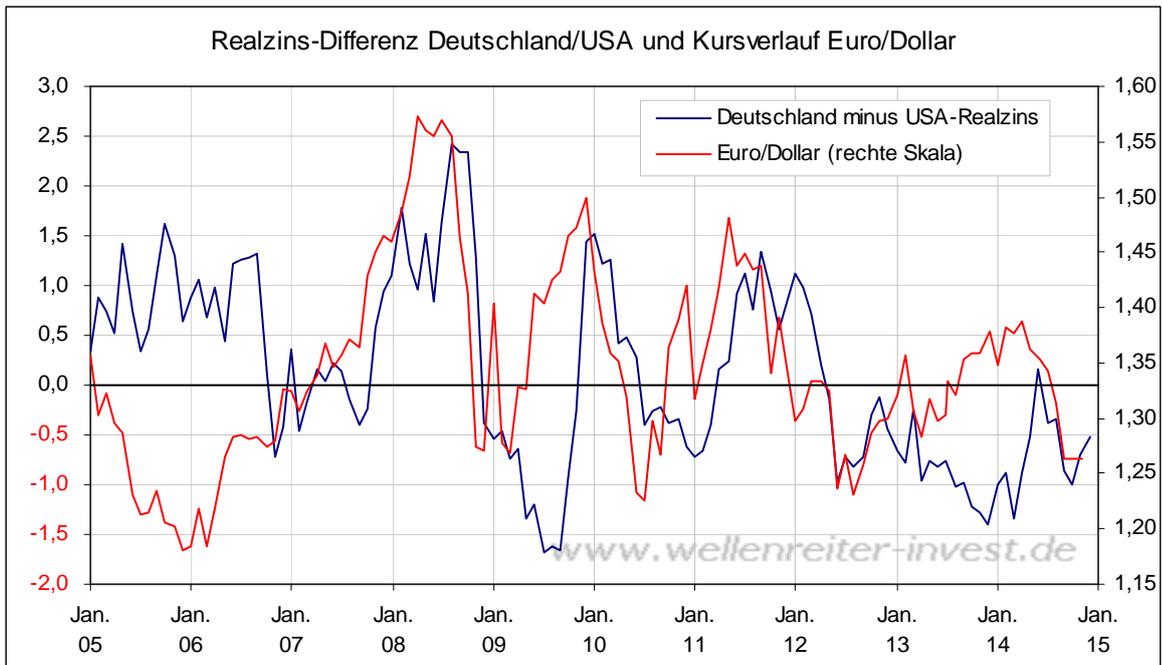


Abb. 4.5: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Der Realzins ist in den USA positiver als in Deutschland, insbesondere auch wegen der höheren Nominalrendite. Aus der leichten Erholung der Realzinsdifferenz zugunsten Deutschlands könnte man für die kommenden Monate eine Erholung des Euro/Dollar ableiten.

Der saisonale Verlauf des Euro/Dollar zeigt - in US-Vorwahljahren - in den ersten Monaten leichte Stärke.

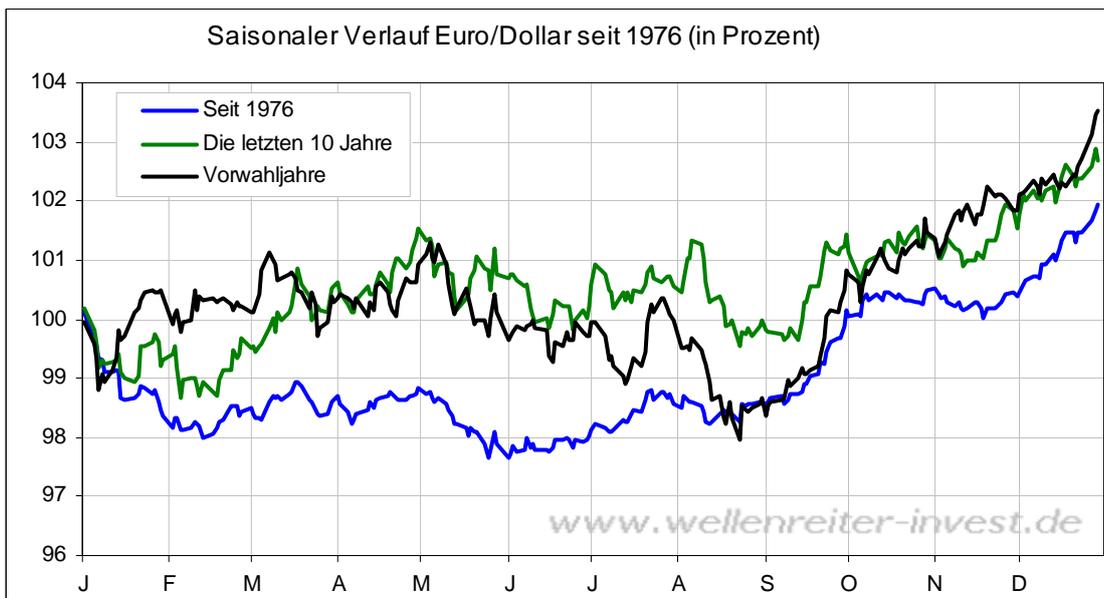


Abb. 4.6: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar

Im Jahr 2014 hielt sich der Euro/Dollar nicht an das „saisonale Konzept“. Dennoch erscheint interessant, dass gerade der Januar in Vorwahljahren nach einem kurzen Dip eine Euro-Stärke erkennen lässt.

Fazit

Wir erwarten im ersten Quartal die Ausbildung eines Preistiefs. Anschließend sollte sich der Euro/Dollar erholen, bevor er ab dem Sommer wieder zu Schwäche neigt.

4.3. Japanischer Yen

Der Blick auf den Langfristchart des Dollar/Yen zeigt einen Abwärtstrend. Dieser Basis-trend erklärt sich durch eine längerfristig höhere Inflationsrate der USA gegenüber Japan. Ein interessanter Aspekt ist, dass die Aufhebung fixer Wechselkurse im Früh-sommer 1971 das Bretton Woods System beendete. Der US-Dollar brach daraufhin gegenüber anderen wichtigen Währungen ein (erste rote Linie folgender Chart).



Abb. 4.7: Dollar/Yen seit 1955

Die zweite rote Linie bezeichnet die Umkehr des Dollar/Yen im Herbst 2011 zugunsten des US-Dollar. Diese Umkehr erfolgte genau 40 Jahre nach dem Platzen des Bretton-Woods-Systems.

Die Frage stellt sich, ob dieser Turnaround den langjährigen Abwärtstrend beendet hat.

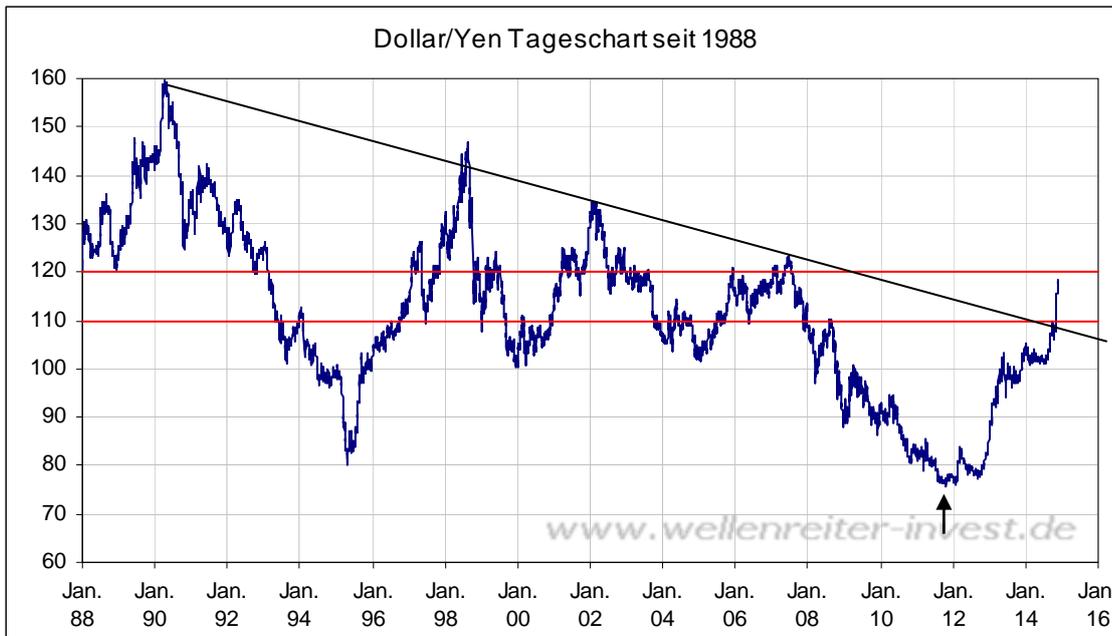


Abb. 4.8: Dollar/Yen Tageschart seit 1988

Der obige Chart beantwortet diese Frage mit ja. Denn der seit 1990 laufende Abwärtstrend wurde gebrochen. Mittelfristig impliziert dies höhere Preisziele für den Dollar/Yen. Als Widerstand fungiert das Preishoch von 2007 bei 123 und ist am Jahresende 2014 beinahe erreicht worden. Daher ist an dieser Stelle eine Pullbackbewegung zu erwarten. Kann dieses Hoch danach überwunden werden, rückt das Preishoch von Anfang 2002 im Bereich von 134 in den Vordergrund.

Wir erwähnten die positive Realzinssituation Japans in den Jahren vor 2011. Daraus resultierte eine - lange Jahre an den Märkten nur mit Kopfschütteln wahrgenommene - Yen-Stärke. Das Wirtschaftsprogramm „Abenomics“ trieb die Inflation seit dem Jahr 2011 dank Interventionen der japanischen Zentralbank in den Plus-Bereich.

Die tatsächliche japanische Inflationsrate (MwSt.-Erhöhung heraus gerechnet) beträgt etwa 1 Prozent. Die auch in Yen überwiegend fallenden Rohstoffpreise könnten das „Abenomics“-Projekt zum Scheitern verurteilen. Bei einem Rückfall in die Deflation würde der Yen an Stärke gewinnen (=Dollar/Yen schwächer).

Aber ist dies realistisch? Die japanische Gelddruckmaschine läuft auf Hochtouren. Große Pensionskassen wurden aufgefordert, ihre Staatsanleihen an die Zentralbank zu verkaufen. Dafür müssen sich verpflichten, Ihren Aktienanteil – insbesondere den inländischen - deutlich zu erhöhen. Dies hat positive Auswirkungen auf den Nikkei-Index.

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

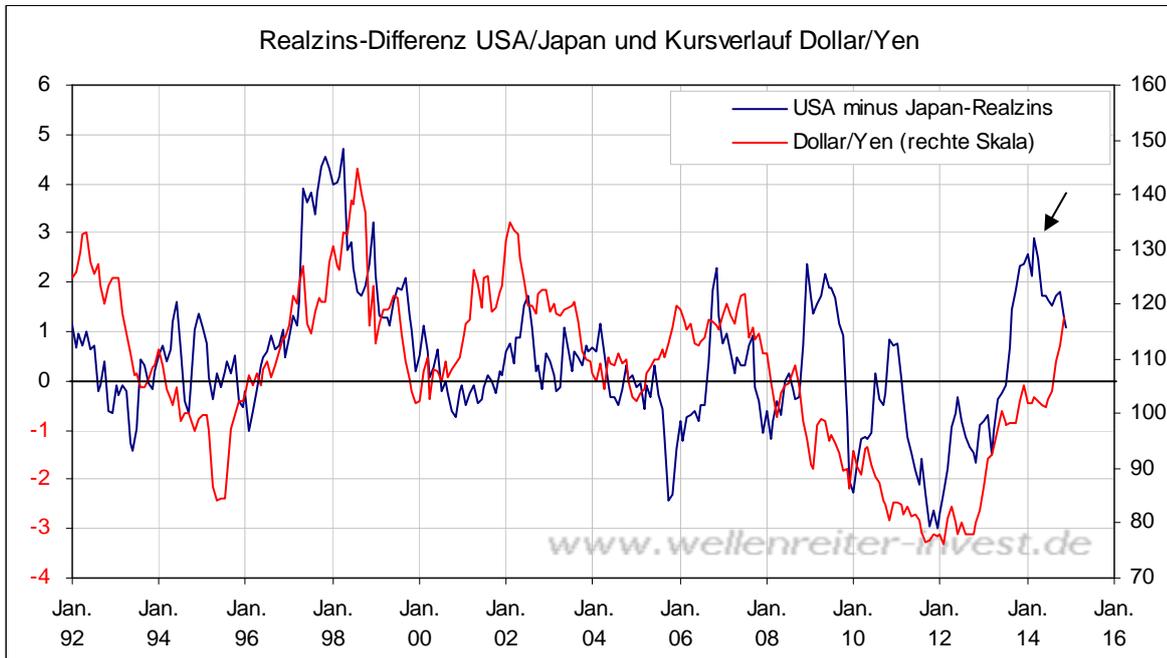


Abb. 4.9: Realzins-Differenz USA/Japan

Wir vermuten, dass diese Umkehr eine temporäre Entwicklung darstellt, die aber in der ersten Jahreshälfte 2015 zur Entfaltung kommen kann. Dies würde bedeuten, dass die Aufwärtsbewegung des Dollar/Yen zunächst abgebremst werden würde.

Insgesamt rechnen wir für die erste Jahreshälfte 2015 damit, dass der Anstieg des Dollar/Yen an Momentum verliert. Dies könnte er in der zweiten Jahreshälfte wieder aufnehmen.

4.4 Rohstoff-Währungen

Rohstoff-Währungen wie der australische Dollar sind scheinbar in einem Abwärtstrend gefangen. Zu den Rohstoffwährungen zählen der kanadischer Dollar, der australischer Dollar und der brasilianische Real. Wir zeigen nachfolgend den Verlauf des Aussie-Dollar zum US-Dollar seit dem Jahr 1986.

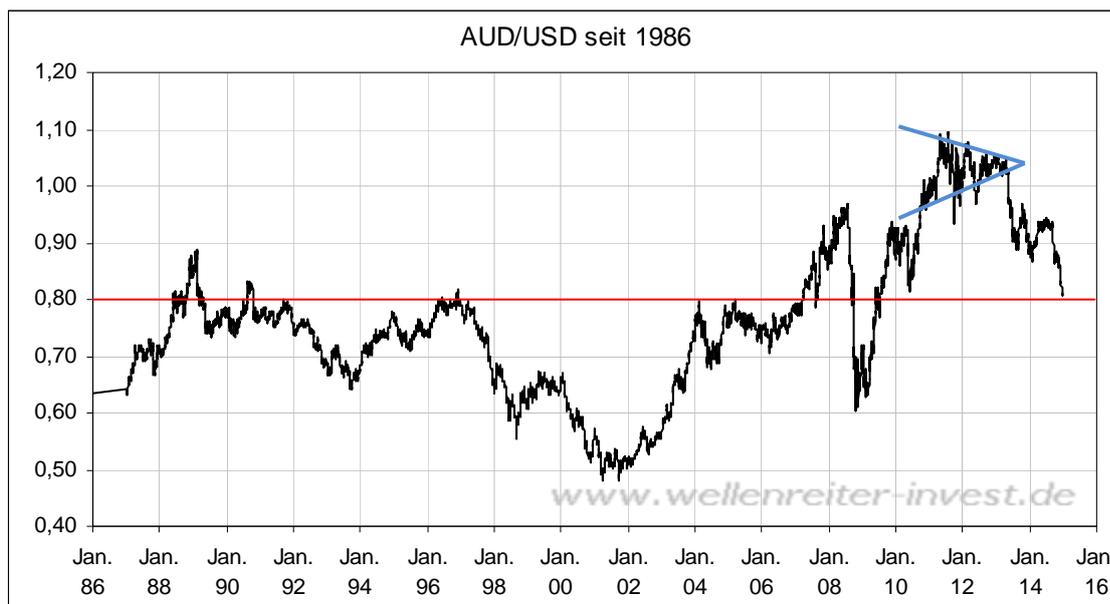


Abb. 4.10: Australischer Dollar / US-Dollar

Die Auflösung des Dreiecksmusters erfolgte in Q2 2013 nach unten. Der Abwärtstrend besteht weiterhin. Der Bereich 0,80 ist langfristig als sehr starker Fixpunkt erkennbar, er entspricht zudem dem 50%-Retracement der Hausse der Jahre 2001-2011. Bis zu dieser Rückkehr zum Mittelwert fehlen dem Währungspaar nur etwa 2 Prozent.

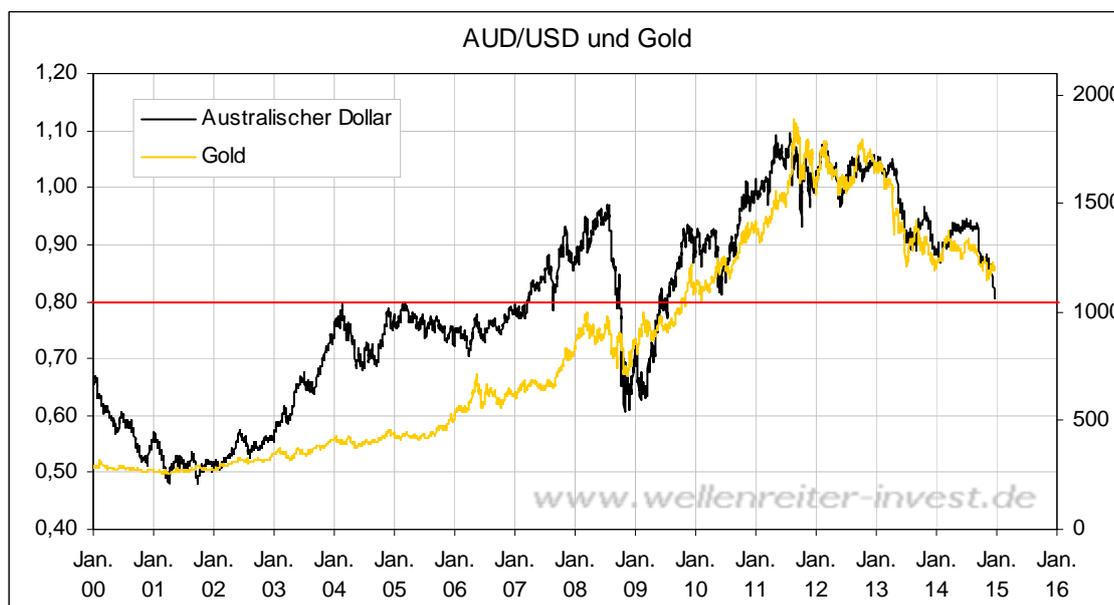


Abb. 4.11: Australischer Dollar und Gold

Ein unteres Umkehrmuster im australischen Dollar würde einer Bodenbildung im Goldpreis (in US-Dollar) Vorschub leisten.

Die Korrelation des australischen Dollars zum Goldpreis entspricht der Korrelation des kanadischen Dollars zum Ölpreis. Ein fallender kanadischer Dollar geht meist mit einem fallenden Ölpreis einher. Im Gegensatz zum Ölpreis lief das Währungspaar bereits in 2013 nach unten voraus.

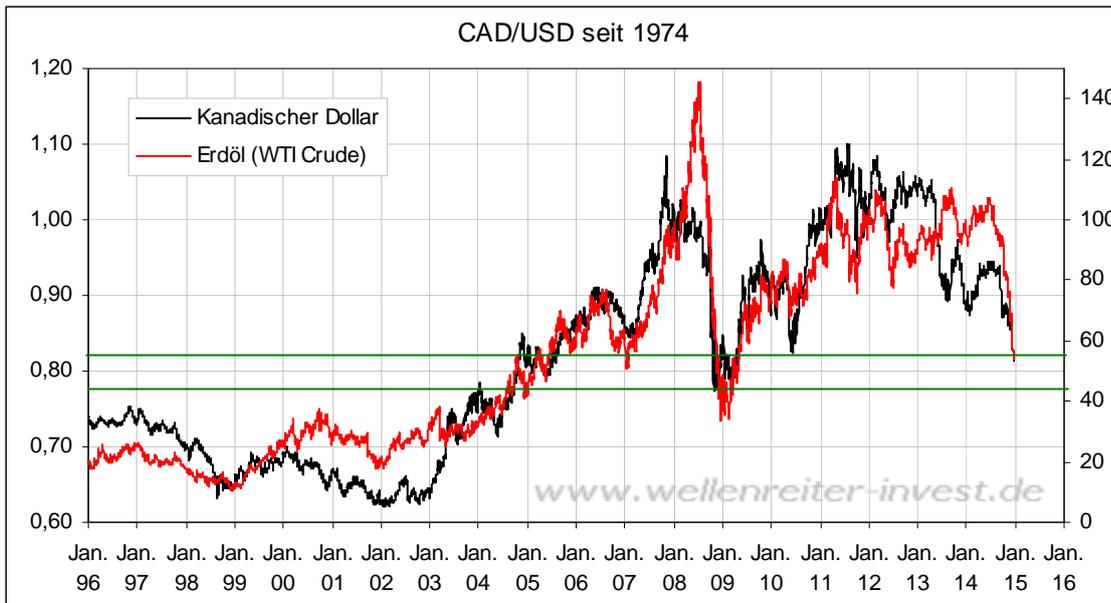


Abb. 4.12: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl

Der kanadische Dollar hat in den Jahren 2007 und 2011 eine Doppelhochformation ausgebildet. Hier spielt die Marken von 0,78 bzw. 0,82 eine wichtige Rolle (grüne Linien obiger Chart). Würde der Ölpreis den restlichen Weg mitgehen, könnte er noch in den Bereich 40 bis 50 US-Dollar fallen.

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

4.5 Schweizer Franken

Der USD/CHF bleibt seit 2001 in einem intakten Abwärtstrend. Dem Paniktief in 2011 folgt eine Seitwärtsphase, die an der Parität jeweils ihr oberes Ende besitzt. Allerdings hat sich ein für eine Trendwendeformation wichtiges sekundäres Preistief in 2014 gebildet. Dieses stellt ein höheres Preistief dar. Der letzte Abschwung verlief nur mit einer geringen Dynamik.

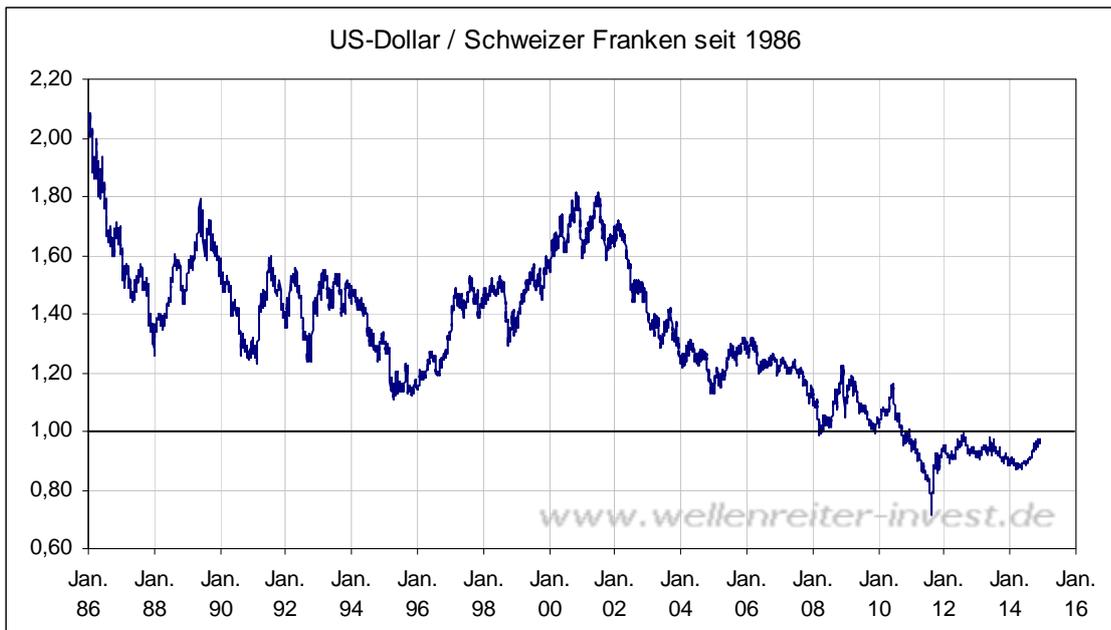


Abb. 4.13: Dollar/ Franken

Eine solche Formation ist nach einer zehnjährigen Abwärtsbewegung, die in eine dreijährige Konsolidierungsphase übergeht, aus zeitlicher Sicht prädestiniert für eine Ausbruchsbewegung auf der Oberseite, die bei einem Bruch der Parität Potential in Bereich 1,15-20 verspricht. Daher steht der USD/CHF in 2015 vor der Entscheidung, beim dritten Versuch abermals an der Parität zu scheitern oder nachhaltig nach oben auszubrechen.

Die Entscheidung der SNB, ab dem 22. Januar 2015 nominal Negativzinsen zu erheben, dient dem Ziel der Schwächung des Schweizer Frankens. Dieses sollte erfolgreich sein, da in den USA die kurzfristigen Zinsen ansteigen. Daher besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit für einen Ausbruch des Dollar/Franken auf der Oberseite.

Dieses Ziel der Schwächung des Schweizer Franken dient vor allem dem Ziel der Verteidigung des Mindestkurses Euro/Franken. Die Schweizer Notenbank ist im Sommer 2011 dem Euro-Währungsraum durch die Bereitschaft zur unlimitierten Intervention praktisch beigetreten.

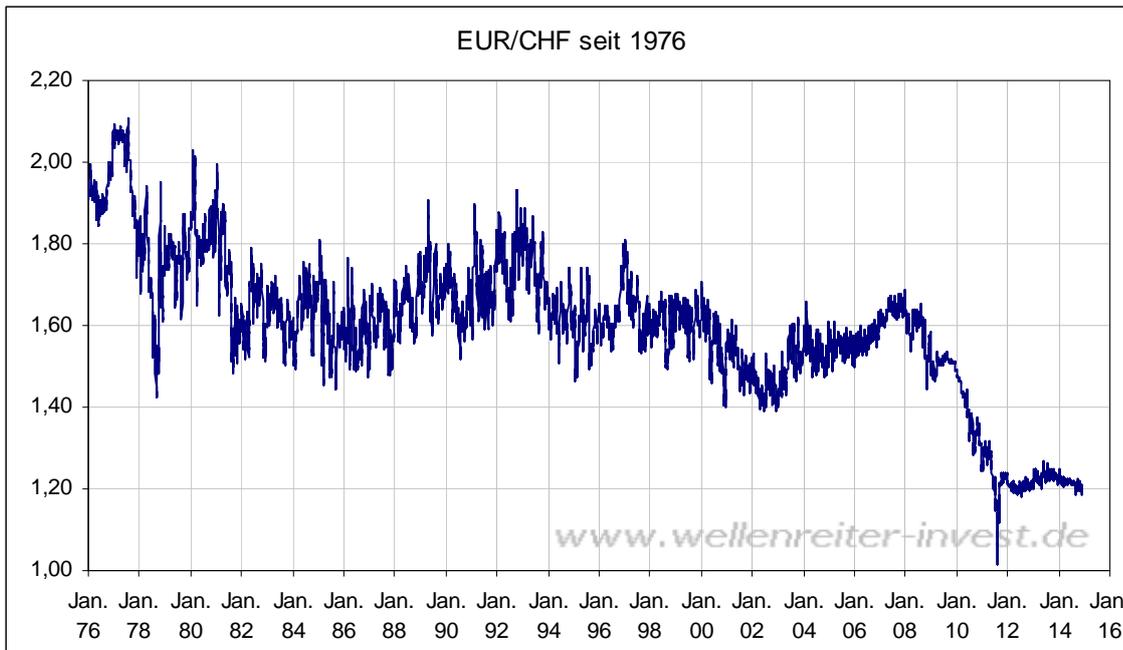


Abb. 4.14: Euro/Franken

Der Mindestkurs des Euro/Franken liegt bei 1,20. Dieser wurde im Dezember 2014 wieder getestet, so dass die Schweizer Notenbank erstmals wieder intervenieren musste. Das Statement, diese Interventionen unbegrenzt durchzuführen, kann allein schon aus politischen Gründen nicht dauerhaft beibehalten werden. Die Bilanzausweitung würde zunehmend kritisch gesehen werden.

In diesem Fall wäre zu erwarten, dass die Schweizer Notenbank das Niveau des Mindestkurses leicht absenkt. Die Aussicht auf einen steigenden Dollar/Franken dürfte der SNB die Aufgabe erleichtern.

5. Der Rohstoffmarkt

5.1 Rohstoffmarkt langfristig

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

Der Reuters CRB-Index ist für den Rohstoffmarkt das, was der Value Line-Index für den Aktienmarkt darstellt. Der Vorteil liegt in der ausgeglichenen Repräsentation der Rohstoffe. Allerdings werden Liquidität, das Handelsvolumen sowie die wirtschaftliche Bedeutung der Kontrakte ausgeblendet. Ginge es danach, müsste der Energiesektor mit einem deutlich höheren Anteil berücksichtigt werden.

Der Dow Jones UBS-Rohstoff-Index berücksichtigt den Energiesektor mit einem Anteil von 38 Prozent, der Goldman Sachs Commodity Index gar mit 70 Prozent. Damit sind alle bedeutenden Rohstoff-Indizes genannt.

Der Reuters CRB-Index markierte im Jahr 2011 sein gültiges Allzeithoch (siehe Pfeil folgender Chart).

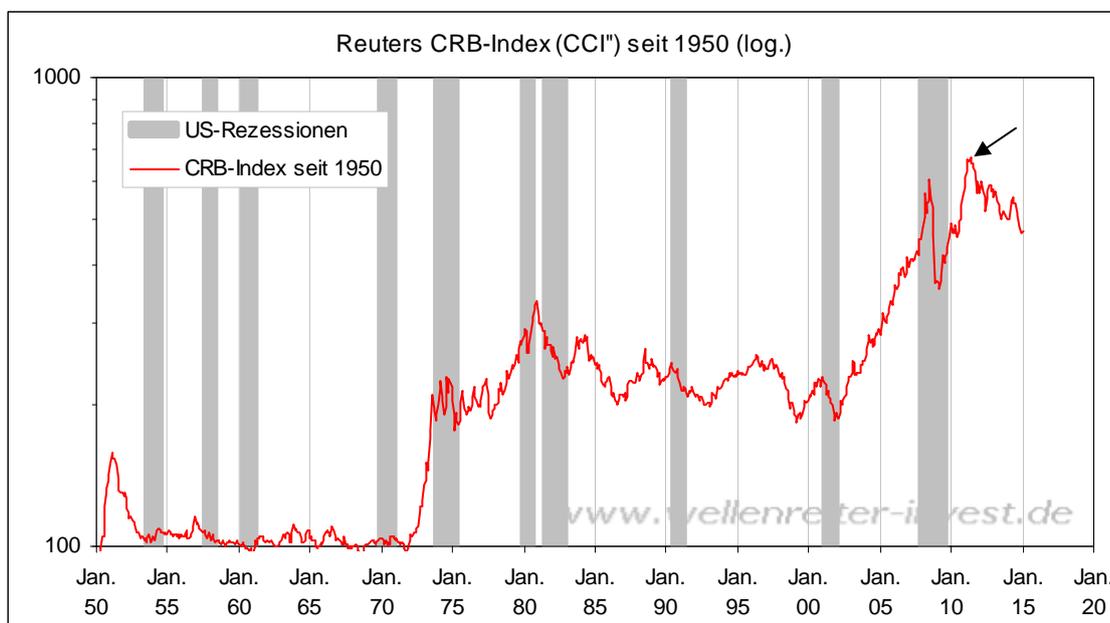


Abb. 5.1: Reuters CRB-Index

Interessanterweise „kopiert“ der Index schon einige Dekaden das 30 Jahre zurückliegende Verlaufsmuster. 2015 würde dem Jahr 1985 entsprechen (folgender Chart).

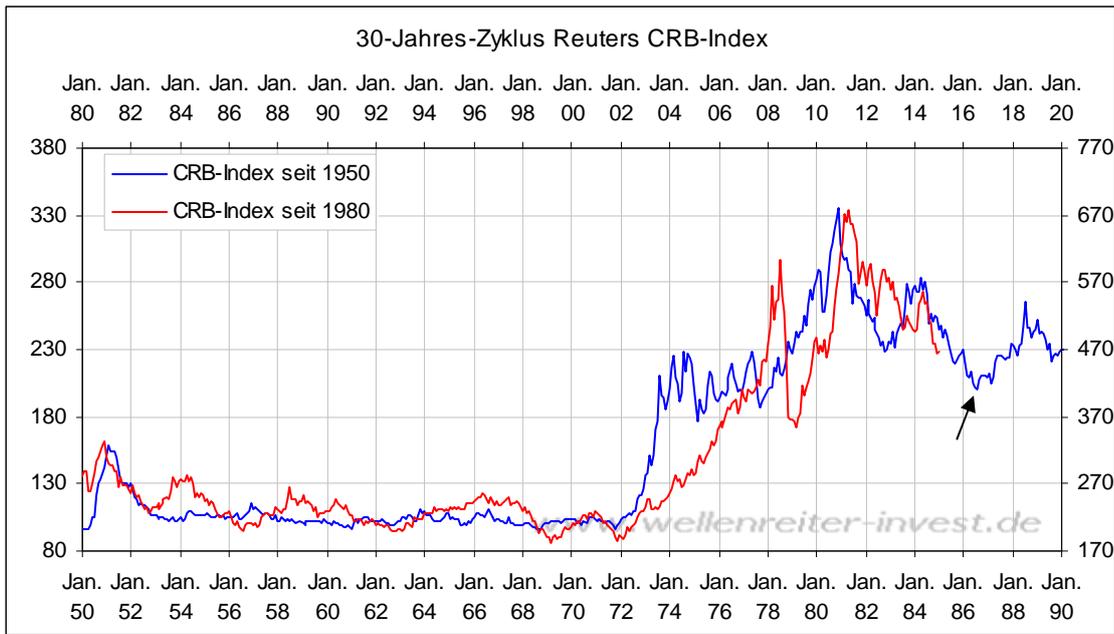


Abb. 5.2: Reuters CRB-Index Zyklus

Nach diesem Verlaufsmuster wäre die Abwärtsbewegung der Rohstoffe erst Mitte des Jahres 2016 beendet (siehe Pfeil obiger Chart). Wir werden im weiteren Verlauf des Kapitels diese Aussage etwas einschränken, da der CRB-Index sein Zyklustief 1986 parallel mit dem Ölpreis ausgebildet hat.

Aus Sicht des Euro/Dollar korreliert der Euro/Dollar mit dem CRB-Index. Temporäre Abweichungen aus Sicht von einigen Monaten kommen immer wieder mal vor.

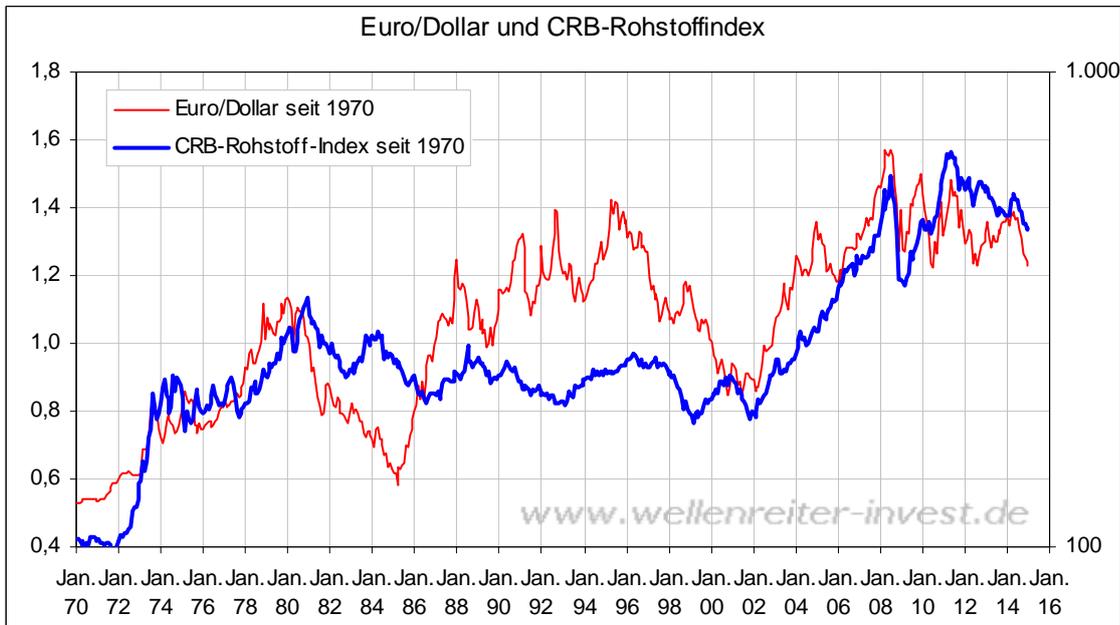


Abb. 5.3: Euro/Dollar und CRB-Index

Solange der Euro/Dollar sich in einer Abwärtsphase befindet, dürfte der CRB-Index keine größere Trendwende markieren.

Rohstoffe als Anlageklasse können mit der Entwicklung der Aktienmärkte nicht mithalten. Nur zweimal in den vergangenen 65 Jahren zeigten sich Rohstoffe stärker als Aktien: In den 1970er und in den 2000er Jahren (rote Pfeile folgender Chart).

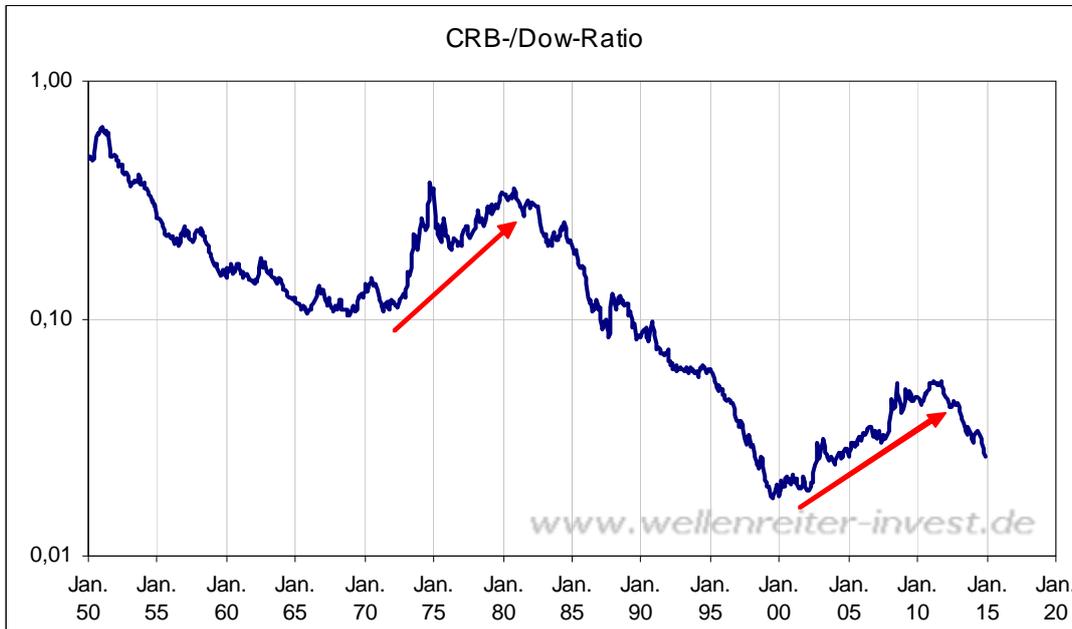


Abb. 5.4: CRB-/Dow-Ratio

Perioden der Outperformance von Aktien gegenüber Rohstoffen halten normalerweise über mehrere Dekaden an.

Um den Blick noch etwas zu weiten, zeigen wir nachfolgend die Kupfer/Dow-Ratio. Diese befindet sich seit zweihundert Jahren in einem permanenten Abwärtstrend.

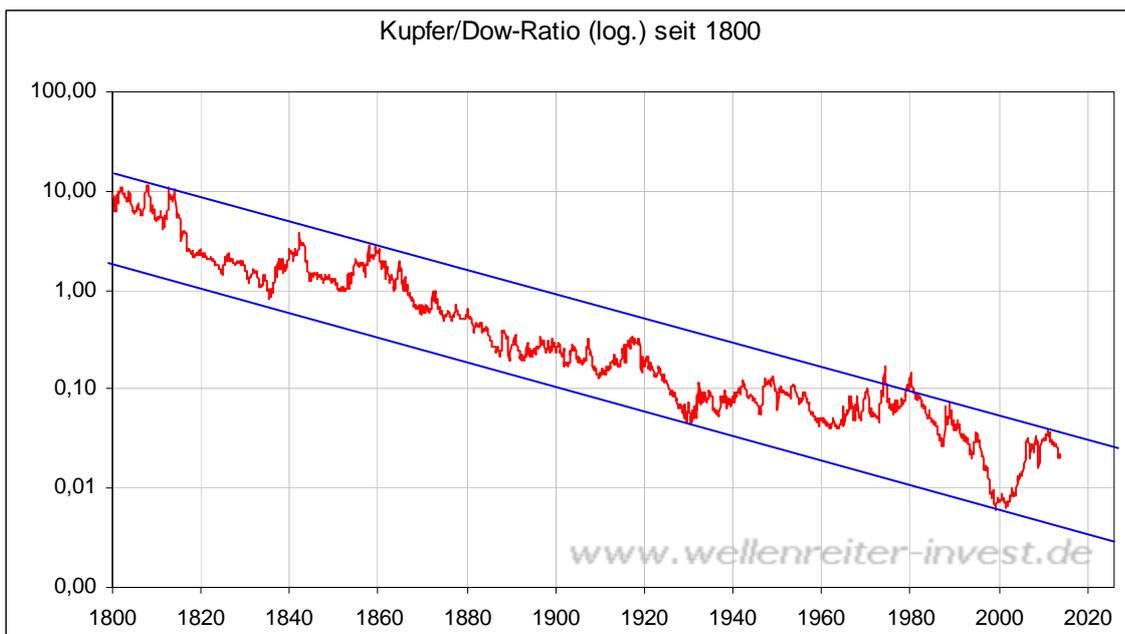


Abb. 5.5: Kupfer-/Dow-Ratio

Die zehnjährige Hausse des Kupferpreises bis 2011 hat die Ratio wieder an das obere Ende des langfristigen Trends geführt, an dem sie nach unten gedreht hat.

Es ist nicht davon auszugehen, dass der Trend zugunsten der Rohstoffe dreht. Offenbar findet der technologische Fortschritt stets einen Weg, die Gewinnung von Rohstoffen – trotz zwischenzeitlicher Engpässe - preiswerter zu gestalten.

Der Rohstoff an sich hat zwar einen Wert. Aber erst der Abbau, die Förderung, die Verarbeitung und der Transport der Rohstoffe schaffen - sich im BIP niederschlagende - Mehrwerte.

5.2 Erdöl

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

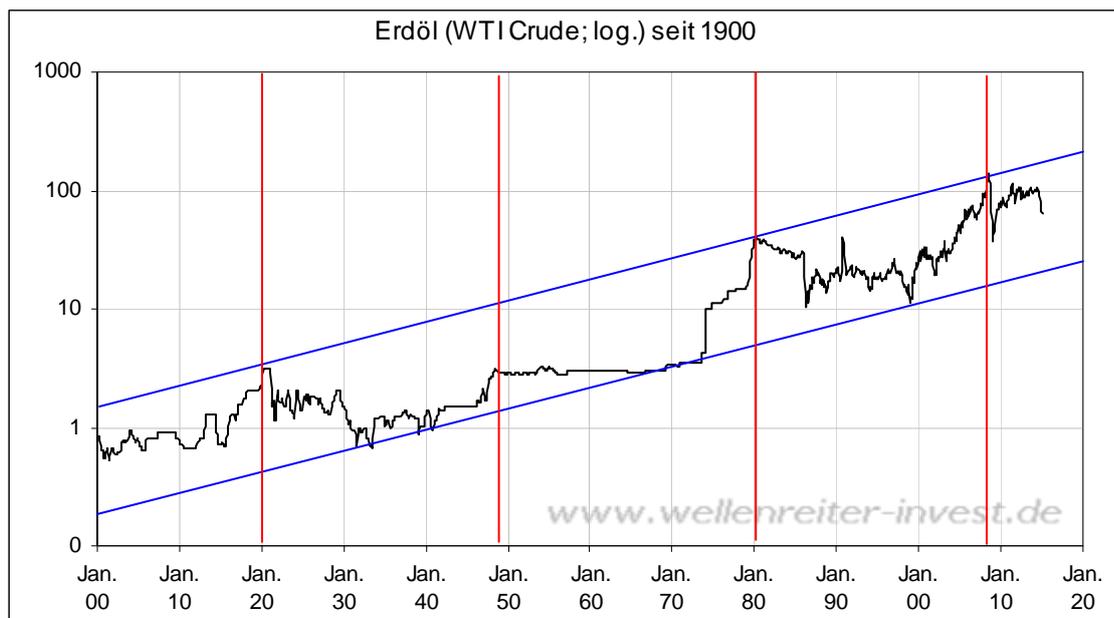


Abb. 5.6: Ölpreis seit 1900

Das Jahr 2008 zeigt einen wichtigen, für mehrere Jahre gültigen Hochpunkt an.

Die 40-Dollar-Marke bildet eine extrem wichtige Unterstützung für den Ölpreis.

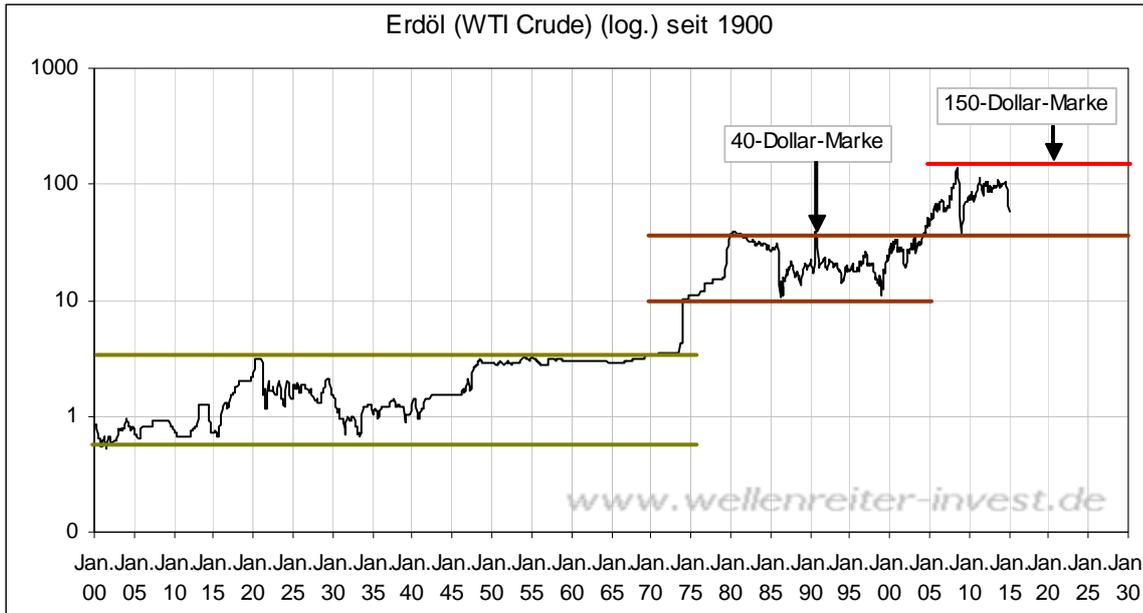


Abb. 5.7: Ölpreis seit 1900 Stufenchart

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

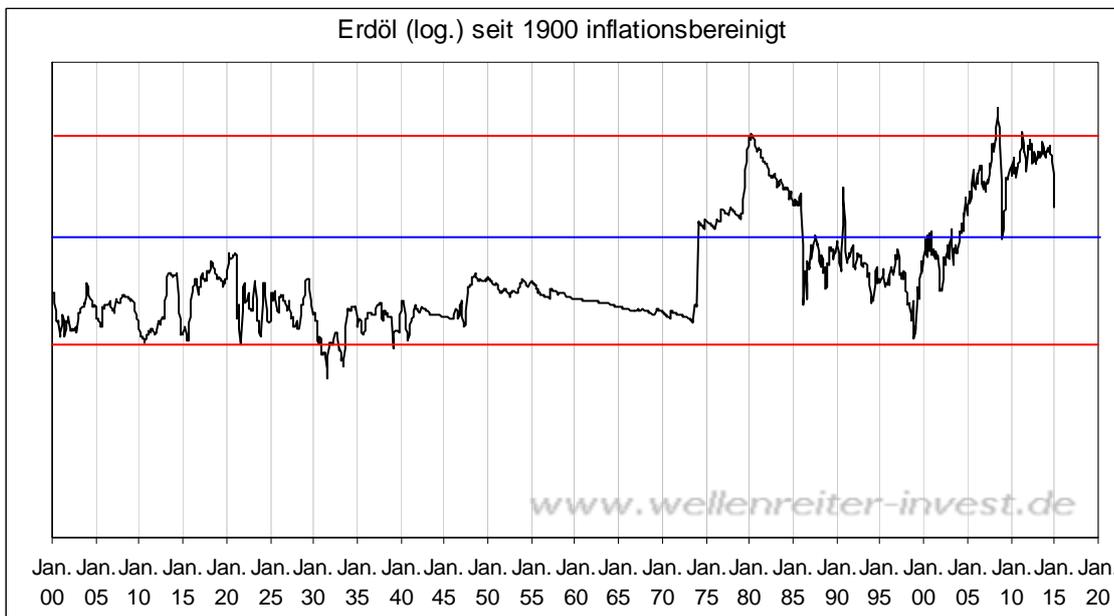


Abb. 5.8: Erdöl inflationsbereinigt

Ein Fall auf das Tief des Jahres 2008 bei etwa 40 US-Dollar (blaue Linie obiger Chart) würde Erdöl zur Mitte der Handelsspanne zurückführen.

Die bereits im vergangenen Jahresausblick beschriebene Verengung des Verlaufsmusters beider Ölsorten (siehe blaue Linien folgender Chart) beschleunigte sich ab dem Sommer.

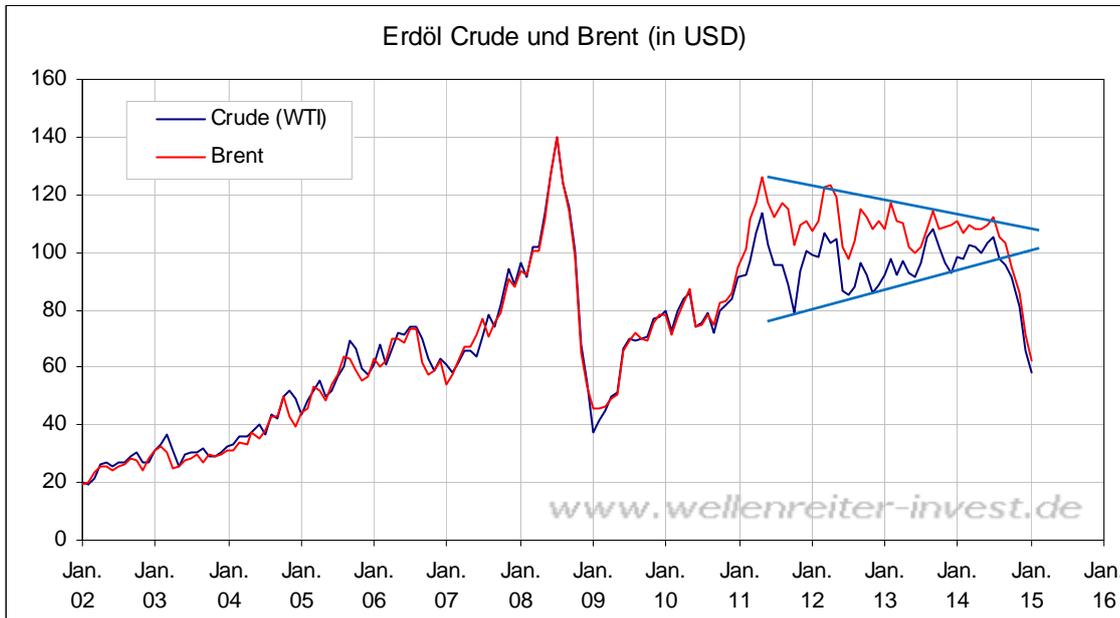


Abb. 5.9: Erdöl Brent und WTI Crude

Wir hatten eine Auflösung nach unten erwartet. Die Heftigkeit der Bewegung ist dem vorausgegangen, mehrjährigen Spannungsaufbau angemessen.

Saudi-Arabien zählt 27 Millionen Einwohner. Das ist ungefähr die Größenordnung Nordkoreas. Der Ölverbrauch liegt - mit über drei Millionen Barrel pro Tag - deutlich über demjenigen Brasiliens (200 Mio. Einwohner) oder Deutschlands (80 Mio.)

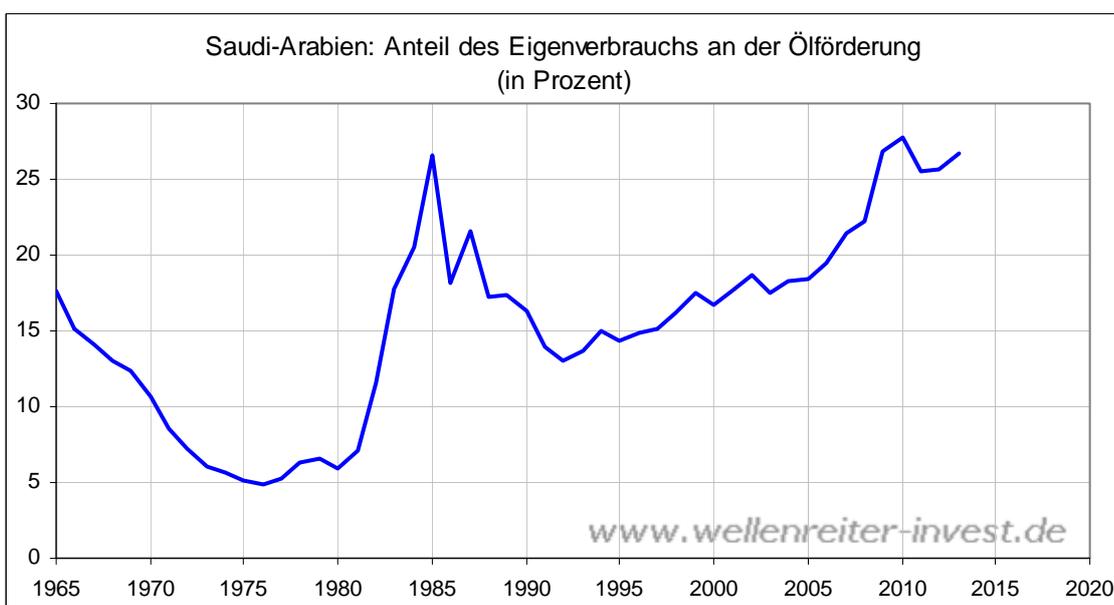


Abb. 5.10: Saudi Arabien Eigenverbrauch

Einer Produktion von 11,5 Millionen Barrel am Tag stand im Jahr 2013 ein Konsum von 3,1 Millionen Barrel pro Tag gegenüber. Der Anteil des Konsums an der Produktion befindet sich bei 27 Prozent (obiger Chart).

Die Bevölkerung wächst rasant und muss zufriedengestellt werden. Im Jahr 2050 soll die Einwohnerzahl 40 Millionen betragen. Es ist damit zu rechnen, dass der Anteil des Eigenverbrauchs an der Produktion weiter zunehmen wird. Wenn der Staatshaushalt wie in der Vergangenheit zu einem gleichbleibend hohen Anteil aus Öleinnahmen bestehen soll, dann wird nach Schätzungen von Experten Saudi-Arabien bezüglich des Ausgleichs seines Staatshaushaltes längerfristig auf einen Ölpreis von 90 US-Dollar angewiesen sein.

Bleibe der Ölpreis auf dem aktuellen Niveau, müssten staatliche Leistungen reduziert werden. Am einfachsten ist kurzfristig der Rotstift bei Infrastrukturausgaben anzusetzen, bei sozialen Kürzungen besteht sonst die Gefahr von aufkommenden Unruhen. Für Katar und die Vereinigten Arabischen Staaten wird mit Preisniveaus von 65-70 US-Dollar zur Deckung der Staatshaushalte gerechnet.

Die These vom „Peak Oil“ griff erst spät im Aufwärtstrend um sich. Der Fracking Boom beendete diese Diskussion vorerst. Der folgende Chart stellt die US-Erdöl-Produktion der vergangenen 95 Jahre dar. Der bisherige Höhepunkt der US-Öl-Förderung wurde im Jahr 1970 erreicht. Kurzzeitig wurden über 10 Millionen Barrel pro Tag gefördert. Danach ging es abwärts. Danach ging es abwärts.

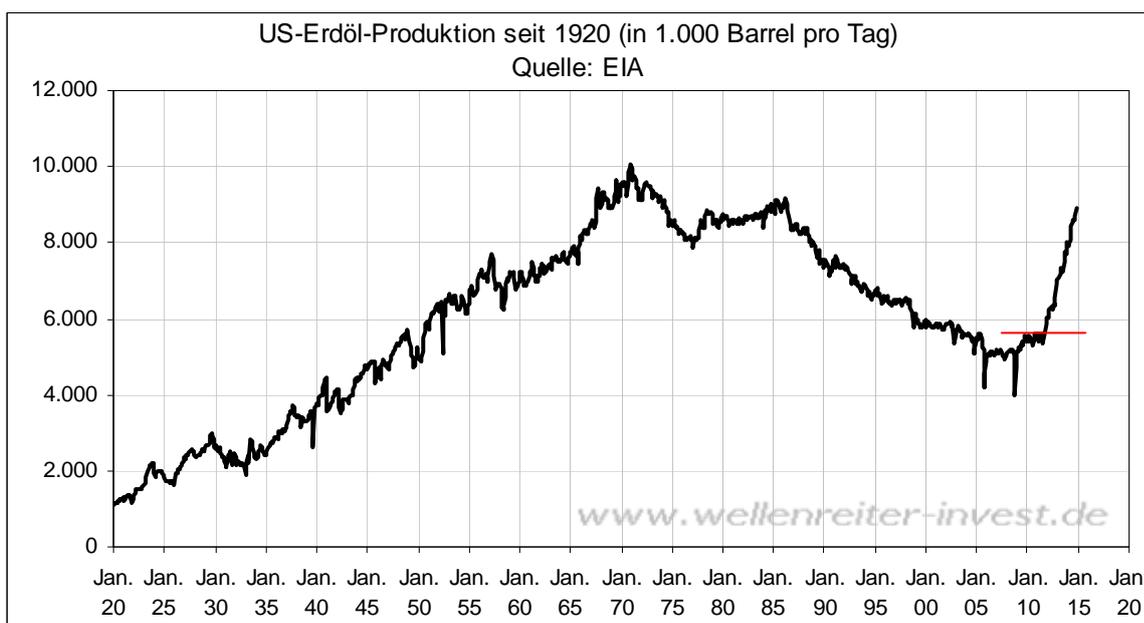


Abb. 5.11: US-Erdöl Produktion

Wenn man versucht, den exakten Monat für den Beginn des Fracking-Booms zu bestimmen, dann muss man den Oktober 2011 nennen. Damals stieg die Produktion erstmals signifikant über den „Widerstand“ bei 5,5 Mio. Barrel an (rote Linie obiger Chart). Jetzt - nur drei Jahre später - liegt die Produktion bei 9,0 Mio. Barrel. Zum Ende des Jahres 2015 dürfte die Produktion mit 9,6 Mio. Barrel/Tag fast auf dem Höchstwert aus dem Jahr 1970 notieren.

Die Vorhersagen bis zum Jahr 2020 variieren. Es könnte in die Region von 14 Mio. Barrel/Tag gehen. Diese Analysen sind nicht neu. Letztlich ist der Preis eine wichtige Funktion, um Angebot und Nachfrage in Einklang zu bringen. Der Fall des Ölpreises in 2014 dürfte seine Ursache sowohl in der Angebotsausweitung (u.a. USA), aber auch in einer – so nicht erwarteten – Nachfrageschwäche haben. Die Nachfrage ist überwiegend eine Funktion des Weltwirtschaftswachstums, hier waren die Vorhersagen für 2014 optimistischer als die Realität. Zum anderen sorgt der technische Fortschritt, der durch die hohen Ölpreise ausgelöst wurde (Sparsamere Motoren bei Autos oder Innovationen wie Elektroautos als Substitut des Benzinmotors trotz bisherigen Nischendaseins), für eine gedämpfte Nachfrage.

Der Öl-Verbrauch in den USA befindet sich deutlich unterhalb der Werte aus den Jahren 2004 bis 2007, die Nachfrage stagniert per Saldo seit 2009. Die hohen Preise Ende der 70iger Jahre sorgten bis Mitte der 80iger für einen Nachfrageknick. Eine ähnliche Entwicklung ist in den vergangenen Jahren zu beobachten.

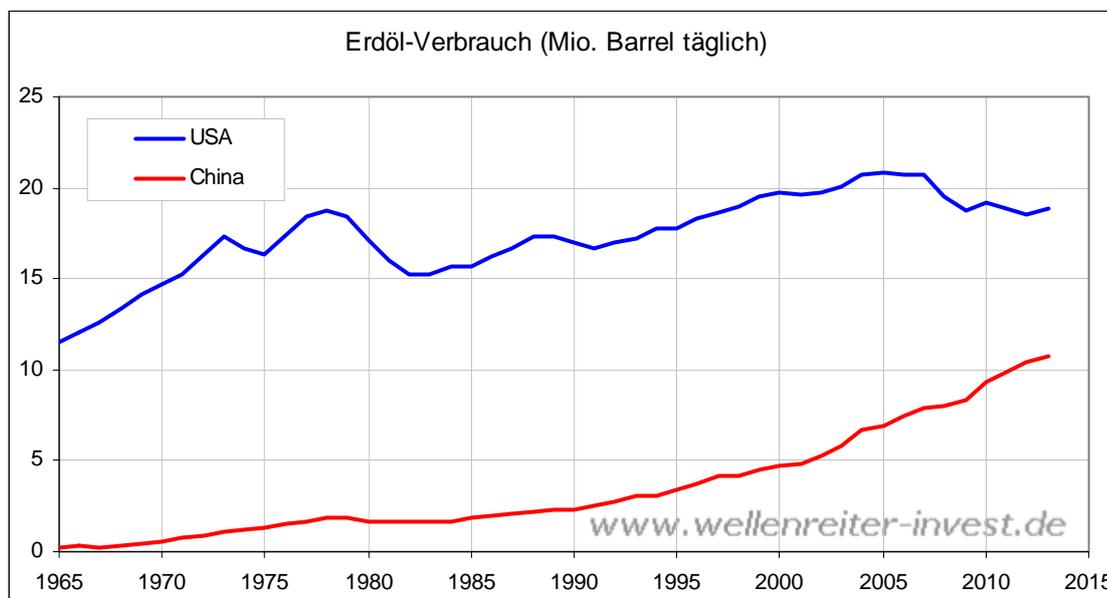


Abb. 5.12: US-Erdöl-Verbrauch

Den größten Einfluss auf den Ölpreis übt die Nachfrage in China aus. Waren dort Wachstumsraten zwischen 5 und 10 Prozent an der Tagesordnung, so ist seit 2013 (Zuwachs: 3,8 Prozent) eine Tendenz zu einer leichten Abflachung des Ölkonsums

festzustellen. Für 2014 wird ein Nachfrageanstieg von 1,1 Prozent erwartet. Sollte diese Abflachung anhalten, trüfe das zusätzliche Angebot auf einen verhaltenen Nachfrageanstieg in den wenigen Ländern, in denen der Ölverbrauch überhaupt noch wächst. China hatte in den letzten Jahren jeweils einen Anteil von etwa 30 Prozent am zusätzlich generierten Ölverbrauch.

Der Welt-Öl-Verbrauch stieg in den vergangenen Jahren nur noch zwischen einem und zwei Prozent. Im Jahr 2014 dürfte der Verbrauch nach Schätzungen nur noch um 0,8 Prozent zulegen.

Letztendlich ist die Ölpreisentwicklung eine Frage der Erwartungen. Sollte die USA den Angebotsdruck über die Erwartungen hinaus ausweiten können und gleichzeitig die Welt-Nachfrage unter den Erwartungen bleiben (beispielsweise weil die chinesische Wirtschaft stärker schwächelt), dann dürfte der Ölpreis auch in den kommenden Jahren unter Druck bleiben.

Man könnte – mit Hilfe der Elliott-Wellen-Zählung – annehmen, dass der Ölpreis für etliche Dekaden in eine Schwächephase gerät. Nach dieser Zählung wäre der seit einhundert Jahren laufende Aufwärtstrend Geschichte (folgender Chart).

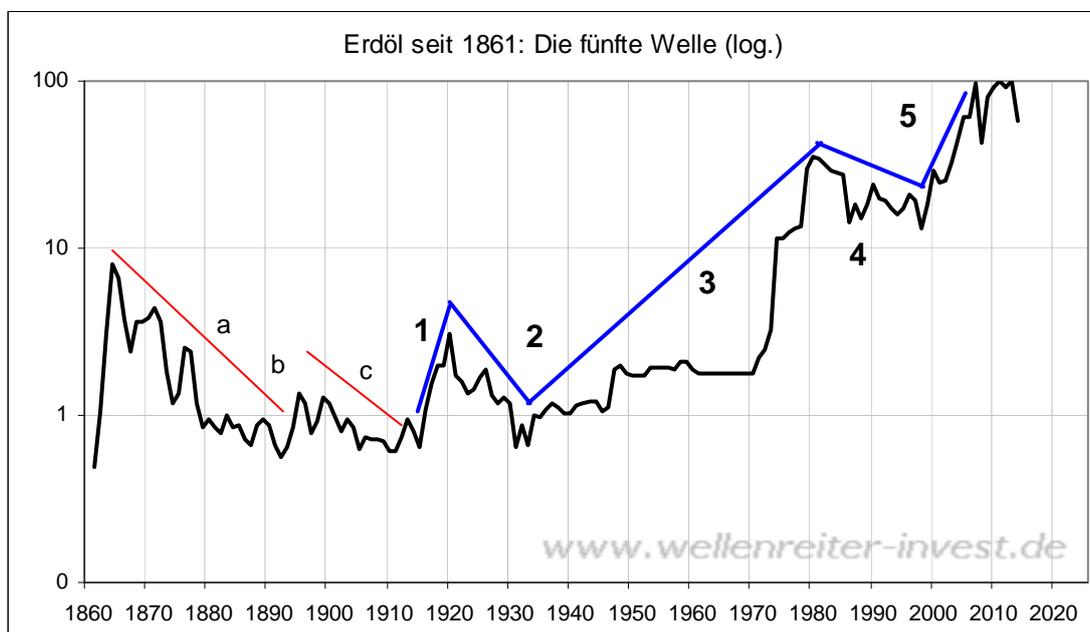


Abb. 5.13: Erdöl: Die fünfte Welle

Die fünfte Welle bildet gemeinhin den Abschluss einer Bewegung. Sie hätte sich von 1998 bis 2008 bzw. 2011 ausgebildet.

Ein solches Ergebnis setzt voraus, dass sich zwischen Angebot und Nachfrage dauerhaft ein Gleichgewicht auf niedrigem Niveau einstellt. In Europa stagniert die Erdöl-

nachfrage seit 30 Jahren, in den USA seit dem Jahr 2007. Als große Nachfrager bleiben China und Indien.

Eine mit der heutigen vergleichbare Situation lag Ende 1985 / Anfang 1986 vor. Der Ölpreis fiel innerhalb von sechs Monaten von 30 auf 10 US-Dollar (November 1985 bis April 1986). Der Verlust betrug in der Spitze 66 Prozent.

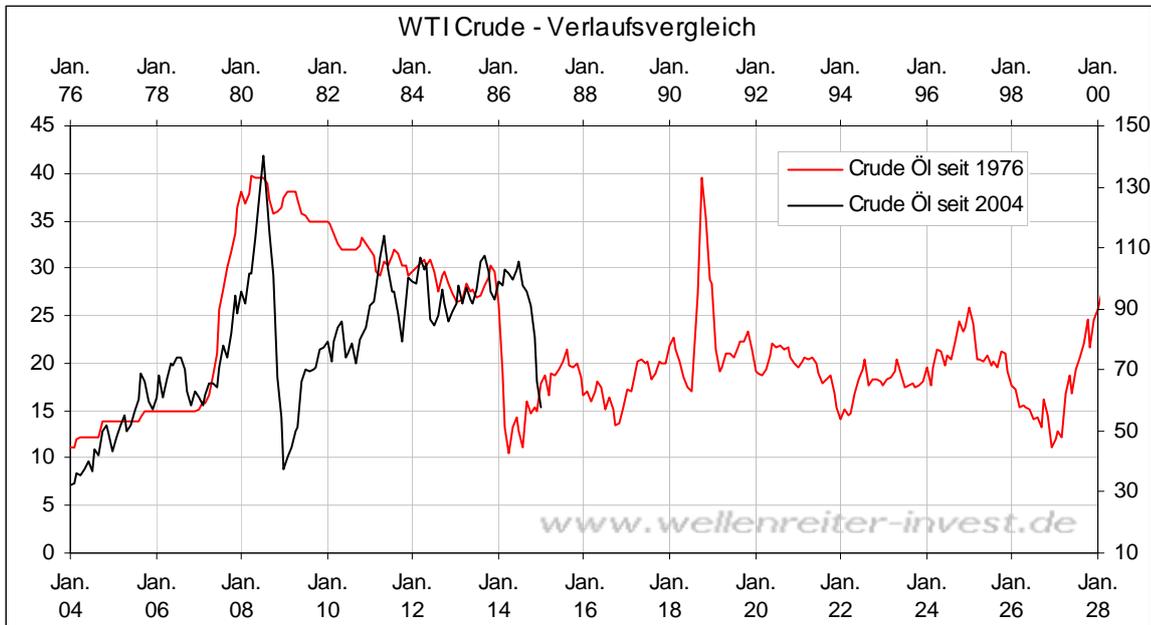


Abb. 5.14: Verlaufsvergleich 1986 und 2014

Eine ganze Reihe US-Unternehmen aus der Öl-Branche trieb es in die Pleite. Die Arbeitslosenquote in Texas und Oklahoma stieg 1986 auf über 10 Prozent.

Der drastische Ölpreissturz Ende 2008/09 war ein Sturz direkt vom Allzeithoch, während der Ölpreissturz in 2014 als ein Crash von einem sekundären Hochpunkt angesehen werden muss. Trotzdem gab es auch beim ersten Crash eine kleine Bodenbildungsformation zu beobachten.

Nachfolgend stellen wir den Verlauf des Ölpreises ab 1985 bzw. 2008 in einem Chart dar. Die Parallelen sind auf dem ersten Blick erkennbar.

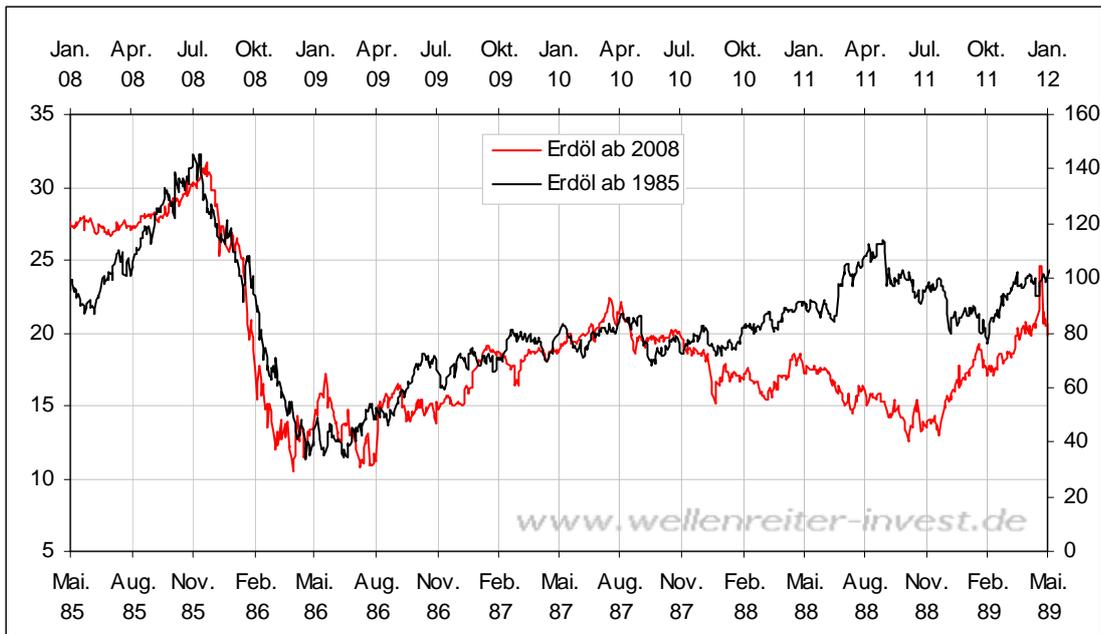


Abb. 5.15: Verlaufsvergleich 1986 und 2008

Wir nehmen an, dass der Ölpreis diesem Fahrplan in etwa im kommenden Jahr folgen wird. Das Tief dürfte entweder in Form einer W-Formation (2008/09) oder einer diffusen Bodenbildung wie 1986 erfolgen. Die Phase der Bodenbildung dauerte im Jahr 1986 etwa drei Monate, in 2008/09 betrug sie fast vier Monate. Deshalb gehen davon aus, dass die Phase der Bodenbildung im Jahr 2015 zwischen drei und vier Monaten andauert.

Nach Abschluss der Bodenbildung könnte – analog zu 1986 und 2009 – eine etwa einjährige Anstiegsphase erfolgen, die allerdings vorherige Hochpunkte nicht erreichen sollte. Das Preistief im ersten Quartal 1986 stellte das Preistief für den Rest der Dekade dar. Im Rahmen der Erholungsbewegung des Ölpreises in 1986/87 wurde nur etwa die Hälfte der Verluste des damaligen Ölpreiscrashes wieder aufgeholt.

Im Jahr 2014 bildete der Ölpreis Mitte Juni 2014 sein Jahreshoch bei 108 US-Dollar aus, so dass ein ähnlich starker Preistrückgang auf der zeitlichen Ebene bis in die Nähe des Jahreswechsels (Ende Dezember/Januar) und auf der preislichen Ebene noch einmal in die Nähe von 40 US-Dollar führen könnte. In 2014 erfolgte eine Halbierung des Preises. Einer Bodenbildung im ersten Quartal 2015 würde danach eine Preiserholung folgen, die in Abhängigkeit des genauen Preistiefs in den Bereich von 70 bis maximal 80 US-Dollar führen würde.

Die Veränderung des Ölpreises gegenüber dem Vorjahresmonat befindet sich mit einem Minus von 45 Prozent nahe an der 50-Prozent-Marke, die in den Jahren 1986 und 2009 zu einem unteren Wendepunkt führte.



Abb. 5.16: Erdöl und US-Rezessionen

Anders als in den Jahren 1986, 1991 oder 2008 kam es bisher nur zu einer geringen Erhöhung der Schwankungsbreite einzelner Handelstage.

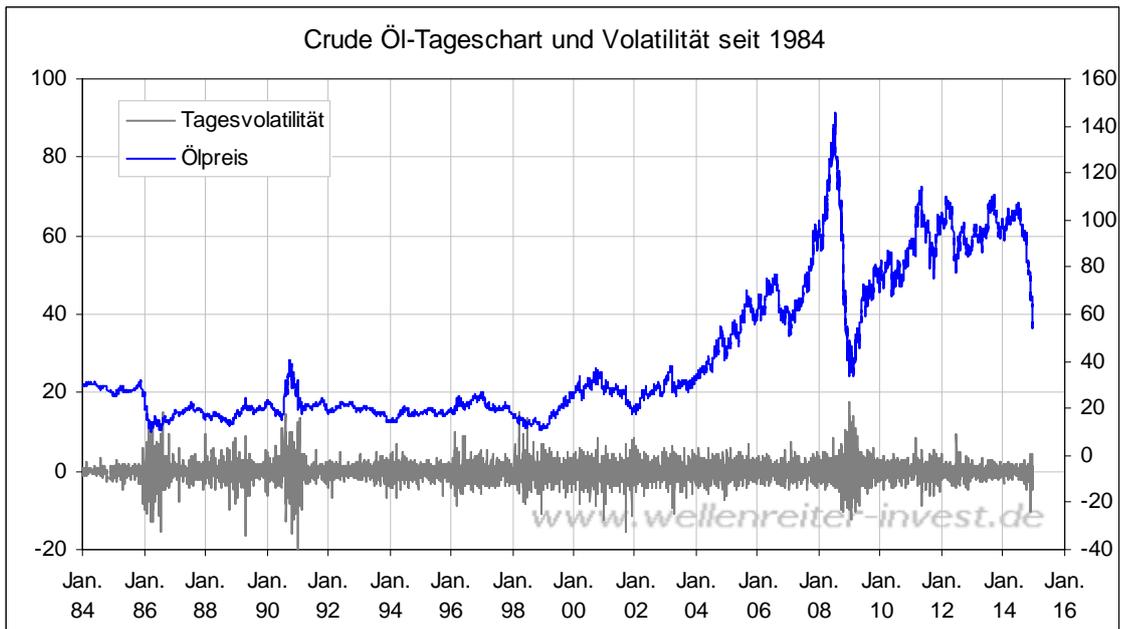


Abb. 5.17: Crude Öl Volatilität

Die Märkte befinden sich daher wahrscheinlich erst im Einstiegsbereich einer möglichen Bodenbildung.

Der saisonale Verlauf des Ölpreises lässt üblicherweise im Januar oder Februar ein Tief erwarten. In Vorwahljahren neigt der Ölpreis zu einem frühen Tief (Januar).

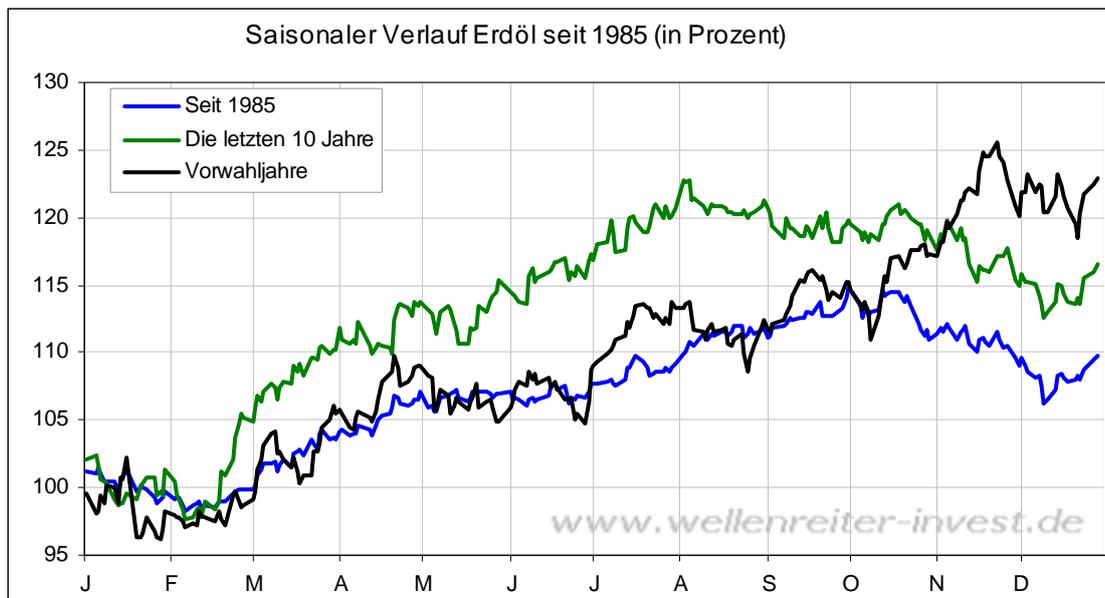


Abb. 5.18: Saisonaler Verlauf Erdöl

Von den sieben Vorwahljahren seit 1987 waren zwei extrem positiv (1999 und 2007). Im Rezessionsjahr 1991 fiel der Ölpreis. Ansonsten endete der Ölpreis in Vorwahljahren unspektakulär (meist leicht auf der Positivseite). Angesichts der durchschnittlichen saisonalen Zyklizität erscheint ein Ölpreistief im ersten Quartal wahrscheinlich.

Aus einer Bodenbildungsphase heraus ergeben sich Chancen, selbst wenn die Erholung nicht frühere Hochpunkte erreicht. Ölexportierende Länder stehen zwar weiterhin unter Druck, dürften dann aber sukzessive entlastet werden. Eine Möglichkeit, eine Ölpreiserholung als Anleger zu begleiten, ist angesichts der Contango-Situation am Erdölmarkt, die zu Rollverlusten führt, über ausgewählte Ölk Aktien möglich.

Eine solche Möglichkeit sehen wir in der Aktie des norwegischen Unternehmens Statoil, da übergeordnet eine hohe positive Korrelation zwischen der Entwicklung der Aktie und dem Ölpreis besteht. Das Unternehmen befindet sich mehrheitlich im Besitz des norwegischen Staates. Risiken für eine Zwangsverstaatlichung sehen wir nicht.

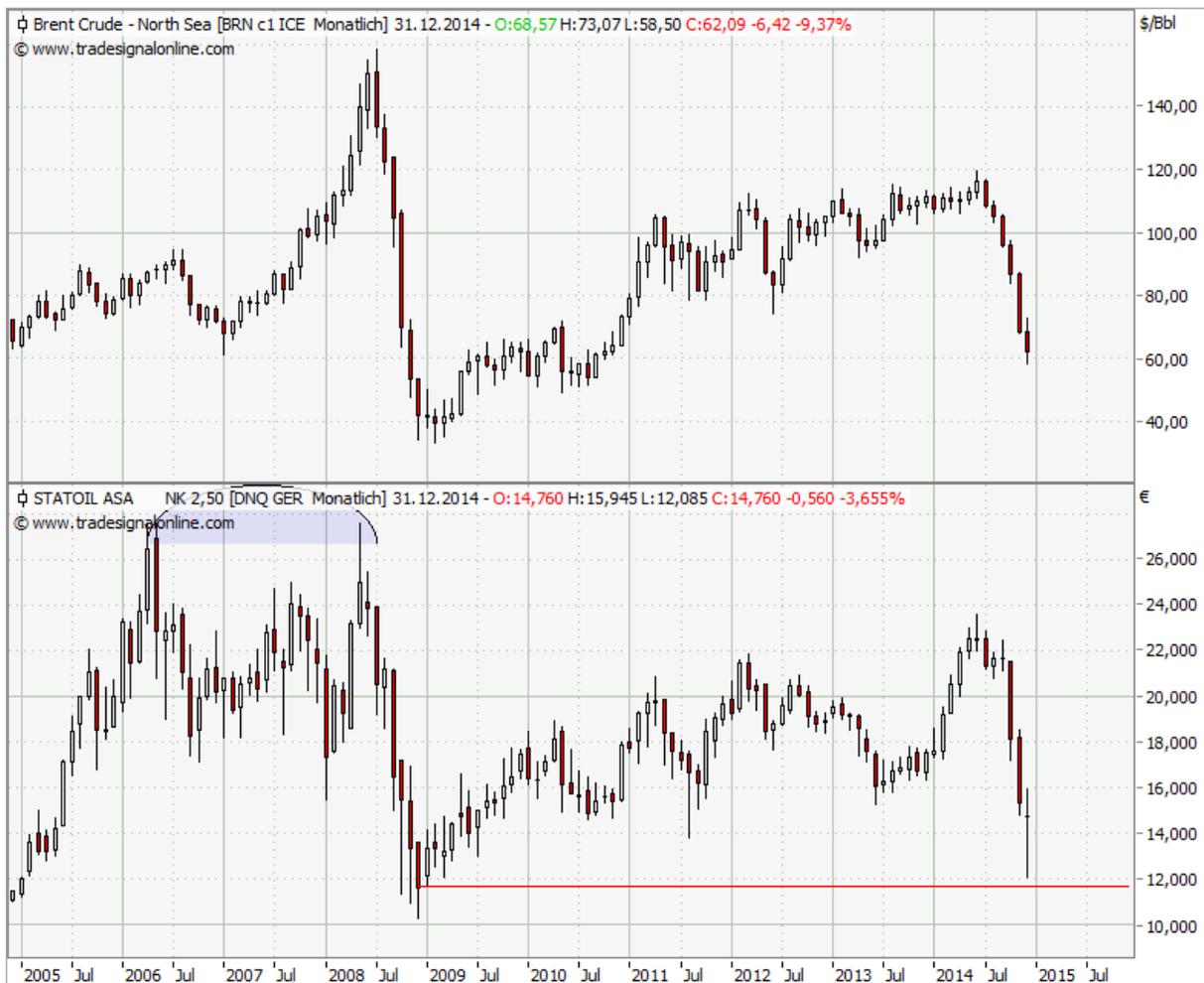


Abb. 5.19: Statoil

Aufgrund des Charakters eines Crashes von einem sekundären Hochpunkt aus ist eine Erholungsbewegung für den weiteren Jahresverlauf zu erwarten, bei der perspektivisch etwa die Hälfte des Preisrückgangs aufgeholt werden kann. Im Bereich von 70 bis maximal 80 US-Dollar erwarten wir den Deckel der preislichen Erholung, da auf diesem Preisniveau einige Staaten wieder über einen gedeckten Staatshaushalt verfügen und einige andere mit moderaten Einsparmaßnahmen in die Nähe dieses Niveaus kommen können.

Aufgrund der latenten Schieflagen dieser Haushalte dürften diese Länder mit einer leicht erhöhten Produktion versuchen, ihren Einnahmeverlust zu kompensieren. Somit deckeln sie letztlich den Ölpreis in der überschaubaren Zukunft.

Fazit

Der Ölpreiscrash des zweiten Halbjahres 2014 befindet sich in einer reifen Phase des Trends. Ein erstes Preistief sollte sich zeitig im ersten Quartal ausbilden. Eine V-förmige Erholung ist nicht zu erwarten, eine Phase der Bodenbildung benötigt einige Zeit. Für den Rest des Jahres nehmen wir einen leichten Aufwärtstrend an.

5.3 US-Erdgas

Der US-Erdgaspreis erreichte kurz vor Weihnachten 2014 mit 3,45 US-Dollar ein neues Jahrestief.

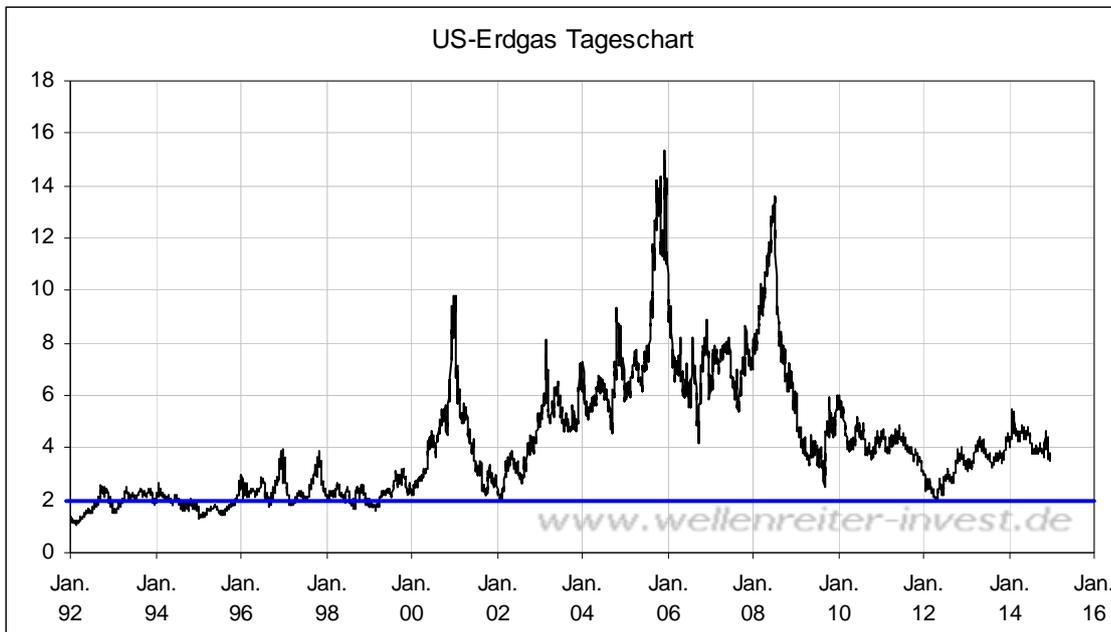


Abb. 5.20: US-Erdgas

Seit Februar 2014 ist der Trend nach unten gerichtet. Wir nehmen an, dass der Abwärtstrend erhalten bleibt. Mit Blick auf die kommenden 12 bis 24 Monate muss mit einem Rücktest des 2012er-Tiefs gerechnet werden.

Als der Erdgaspreis Anfang des Jahres 2012 die Zwei-Dollar-Marke erreichte, kamen Meldungen, wonach einige Erdgasproduzenten ihre Fördermenge zurückfahren würden, weil eine Rentabilität nicht mehr gewährleistet sei. Schon jetzt verstärkt der US-Erdgaspreis die Deflationssorgen der US-Amerikaner.

Bleibt in diesem Jahr ein extrem kalter US-Winter aus (anzunehmen), dann dürfte der Preis im Trend weiter fallen. Würden neben den US-Schieferöl-Produzenten auch die Erdgas-Förder-Unternehmen durch einen niedrigen Preis Schwierigkeiten bekommen, würde dies die Hochzinsanleihen weiter fallen lassen. Zudem wäre eine US-Inflationsrate unterhalb von einem Prozent kaum zu vermeiden.

Möglicherweise würde sich an diesem Punkt die Lieferung von verflüssigtem Gas (LNG) nach Europa rechnen. Die Terminals in Rotterdam oder in Spanien sind nur wenig ausgelastet, weil das russische Gas preiswerter ist. In Asien lassen sich deutlich höhere Preise für LNG erzielen. Russische Gasleitungen nach Asien können mittelfristig den Preisdruck auf LNG erhöhen.

5.4 Gold

Das 2014 Jahr begann mit einem Kick-Start. Bis Mitte März lag der Goldpreis 15 Prozent vorn, tröpfelte dann aber ab. Gold weist per Saldo eine Nullperformance in 2014 auf. Die blaue Linie auf dem folgenden Chart stellt die Null-Linie für das Kalenderjahr 2014 dar.



Abb. 5.21: Gold

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

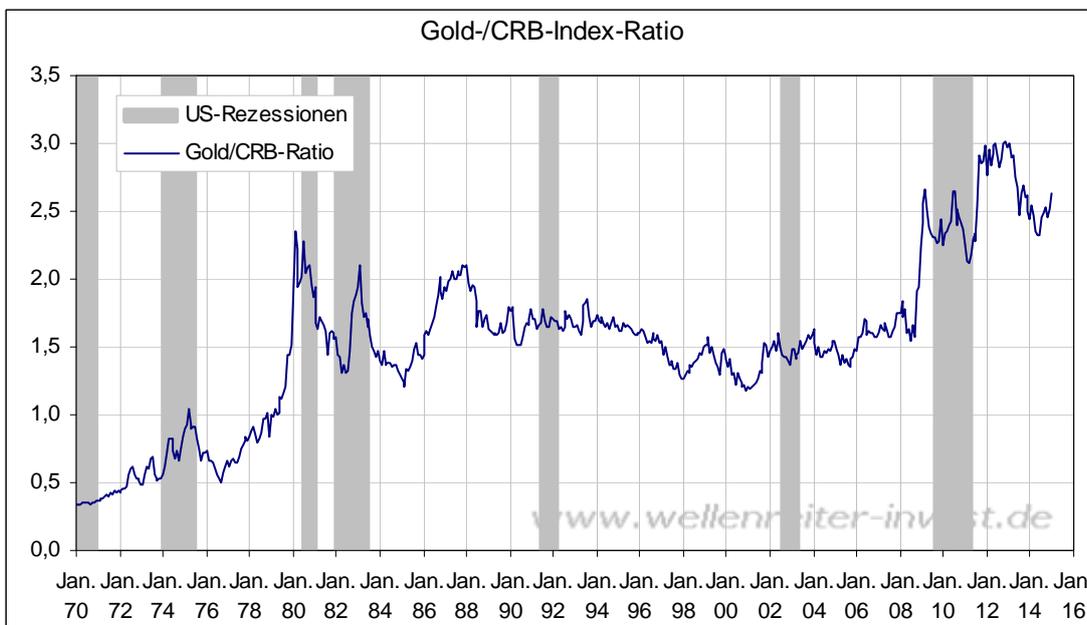


Abb. 5.22: Gold/CRB-Ratio

Alan Greenspan, der Gold als Währung betrachtet, formulierte: „Gold ist Geld“. Der Preis unterliegt wie bei allen Währungen Schwankungen, erweist sich allerdings langfristig als eine Premium-Währung.

Die Ausbildung einer Tasse/Henkel-Formation stellt eine längerfristig bullische Option für den inflationsbereinigten Goldpreis dar (folgender Chart).

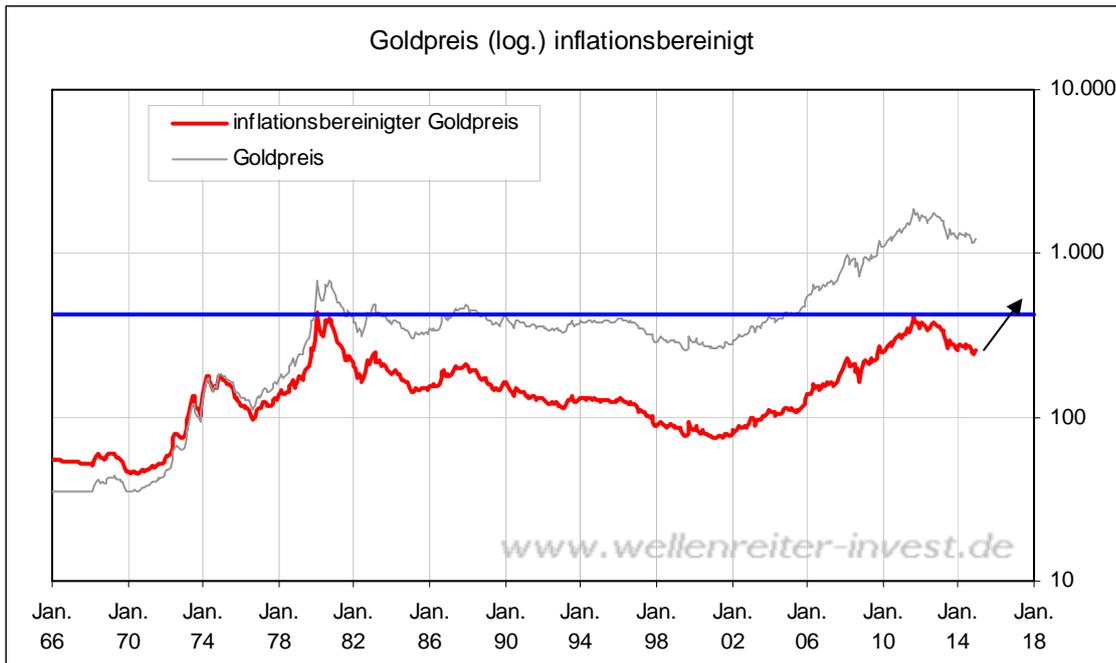


Abb. 5.23: Goldpreis inflationsbereinigt

Der Pfeil auf dem obigen Chart deutet eine solche Option im längerfristigen Zeitkontext an. Eine solche Option hat nur dann eine Chance, wenn der Realzins fällt. Dies bedeutet ein Umfeld fallender Zinsen und stabiler bis steigender Inflationsraten.

Zwischen dem Herbst 2011 und dem Herbst 2013 machte dem Goldpreis ein stetig steigender Realzins zu schaffen. Seitdem (blaue Linie folgender Chart) fällt der Realzins tendenziell leicht. Gold profitiert, indem es nicht weiter fällt.

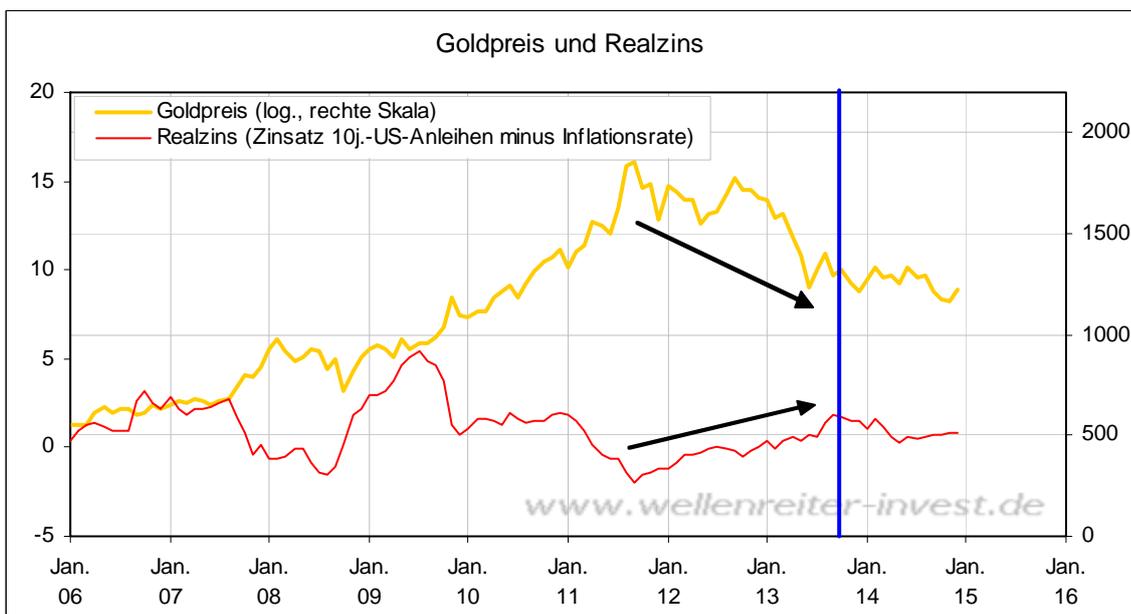


Abb. 5.24: Goldpreis und Realzins langfristig

Wir schrieben im Ausblick für 2014: „Mindestens 85 Prozent der positiven Realzinsbewegung sollte „im Kasten“. Das Restrisiko für Gold ist überschaubar.“

Ähnliches gilt für 2015. Sollte die US-Wirtschaft im kommenden Jahr nicht in eine Rezession fallen, dann dürfte die Inflationsrate in den ersten Monaten 2015 ihr Jahrestief ausbilden und dann auch wegen der Basiseffekte später im Jahr anziehen. Der Fall der Renditen dürfte sich im ersten Halbjahr fortsetzen. Ein größeres Risiko für Gold bliebe nur dann, wenn eine Erholung der Inflationsrate nicht stattfinden würde. Davon gehen wir nicht aus. Vorstellbar ist, das Gold in der zweiten Jahreshälfte als Inflationshedge positiv gespielt wird.

Die Mittelabflüsse aus Gold-ETFs hielten im Jahr 2014 an. Auch am US-Terminmarkt geriet Gold aus der Mode. Die Kleinspekulanten erreichten im November 2014 eine Netto-Short-Positionierung, die die skeptische Positionierung seit 23 Jahren darstellte. (folgender Chart).



Abb. 5.25: Gold Kleinspekulanten

Eine Kapitulation der Kleinspekulanten am Terminmarkt ist erkennbar, die allerdings im Juli 2013 und Januar 2014 nur zu mehrwöchigen Gegenbewegungen führte. Eine ähnliche Entwicklung halten wir noch einmal für wahrscheinlich.

Die hohe Skepsis der Kleinspekulanten, die sich auf die Entwicklung des Goldpreises in US-Dollar bezieht, führte zu einer Gegenbewegung, die in anderen Währungspaaren noch etwas deutlicher wird.

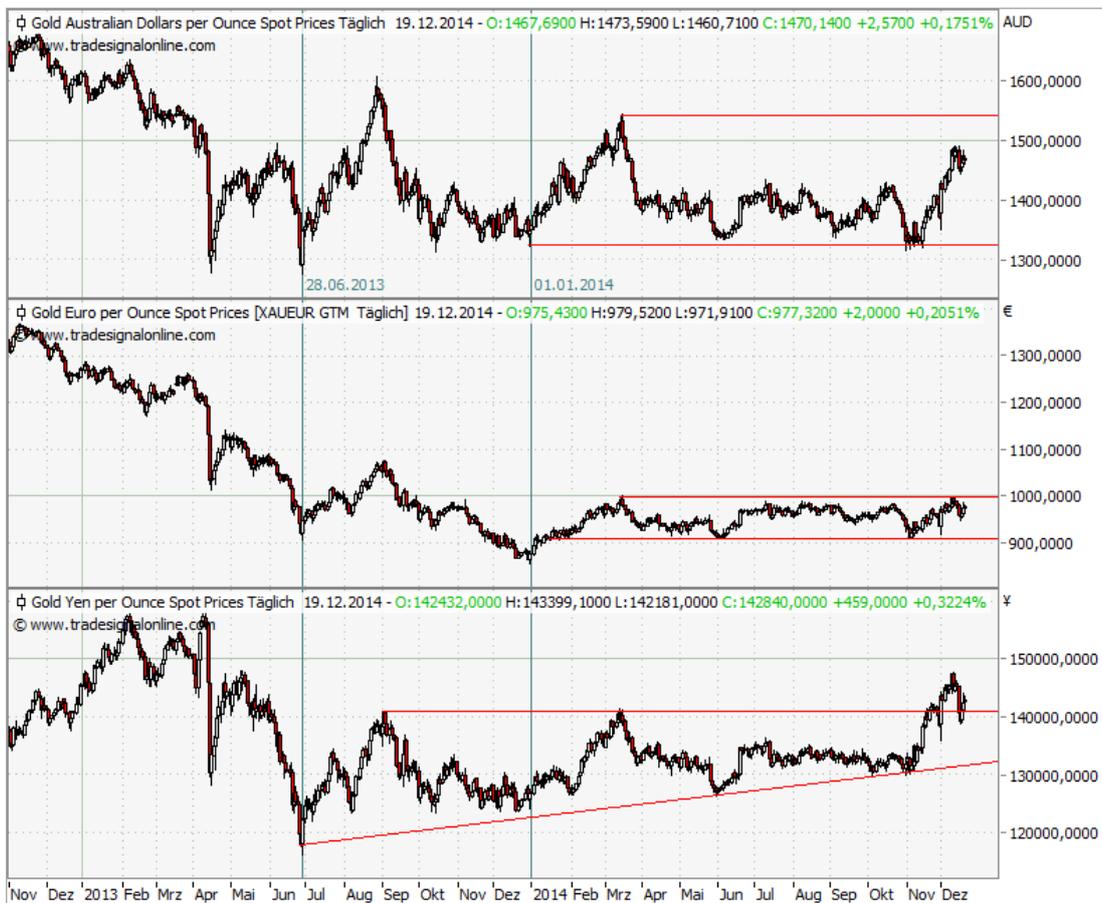


Abb. 5.26: Gold in verschiedenen Währungen

Die Marktbreite des Abschwungs des Goldpreises ist zuletzt nicht gegeben. Der Goldpreis in US-Dollar hat ein neues Bewegungstief im Rahmen der Baisse seit 2011 ausgebildet, in anderen Währungspaaren (Australischer Dollar, Euro, Yen) haben sich keine neuen Bewegungstiefs ausgebildet. Der Goldpreis in Euro hat sich dem oberen Ende der diesjährigen Handelsspanne (März 2014) unmittelbar angenähert, nur der Goldpreis in Yen ist darüber angestiegen.

Insofern hat sich der Goldpreis in allen Währungen in 2014 stabil oder im positiven Bereich von bis zu 10 Prozent Plus entwickelt. Diese Entwicklung kann als eine Konsolidierung nach dem Crashjahr 2013 angesehen werden.

Die Minenaktien notierten in 2014 per Saldo zweistellig im Minus. Der XAU-Goldminen-Index nutzte der Marke von 65 Punkten (blaue Linie folgender Chart) als wichtige Unterstützung.

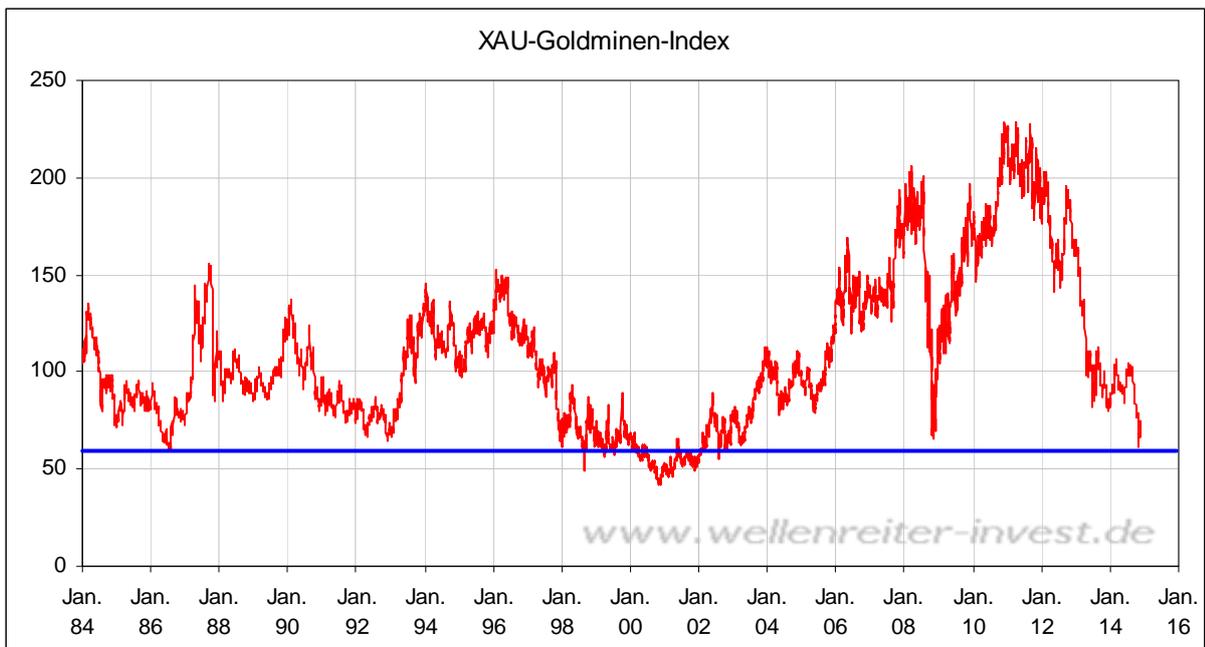


Abb. 5.27: XAU-Goldminen-Index

Dort markierten die Minen in den Jahren 1986, 1992/93 und 2008 einen unteren Wendepunkt. Es gilt weiterhin das, was wir bereits im Ausblick für 2014 formulierten: Der XAU ist an dieser Marke gut unterstützt, eine Bodenbildungsformation würde aber Zeit benötigen. Prozyklisch wäre ein Überwinden des Bereiches von 80-82 Punkten positiv zu werten.

Als der Ölpreis seinen Preisboden im Frühjahr 1986 ausbildete, bildeten auch Minenaktien ein Preistief aus. Sie erholten sich danach mit dem Ölpreis bis zum Jahr 1987. Genauso stiegen die Minen mit der Ölpreiserholung im Jahr 2009 an. Da wir nicht wie in den beiden genannten Fällen von einer starken Euro/Dollar-Erholung ausgehen können, dürften die Zuwächse moderater ausfallen.

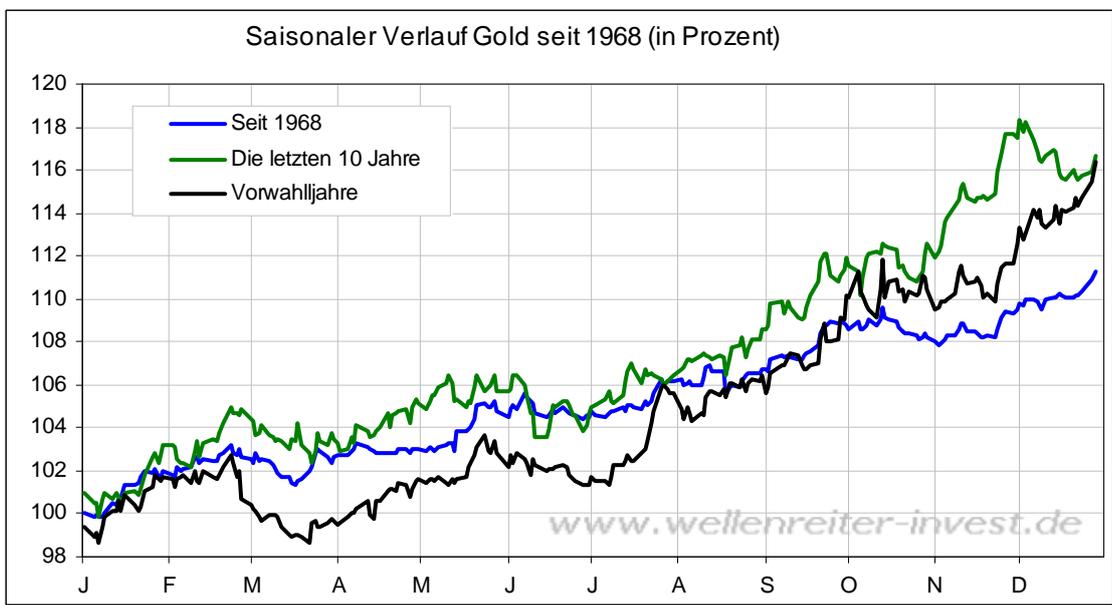


Abb. 5.28: saisonaler Verlauf Gold

Der Durchschnittsverlauf des Goldpreises in Zwischenwahljahren zeigt ein positives Verlaufsmuster. Zuletzt endete Gold in einem Vorwahljahr im Jahr 1991 im Minus. Ab März entwickelt sich üblicherweise eine positive Phase.

Fazit

Es ist verfrüht, eine neue größere Haussephase für den Goldpreis auszurufen. Die unterdurchschnittliche Entwicklung der Minenaktien ist als eine Bürde anzusehen. Gold zeigt im Umfeld des Ölpreiscrashes eine deutliche relative Stärke. Der Goldpreis beendete das Jahr 2014 in den meisten Währungen – außer dem US-Dollar - positiv.

Insofern wird es für den Goldpreis dann interessant, wenn der Ölpreis einen Boden ausgebildet hat und am Kapitalmarkt sukzessive reflationäre Kräfte durchschimmern. Für das erste Quartal besteht das Risiko fallender Kurse. Ab dem zweiten Quartal sollte eine Erholungsbewegung stattfinden. In der zweiten Jahreshälfte könnte Gold als „Inflationshedge“ interessant werden.

5.5 Silber, Platin, Palladium

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

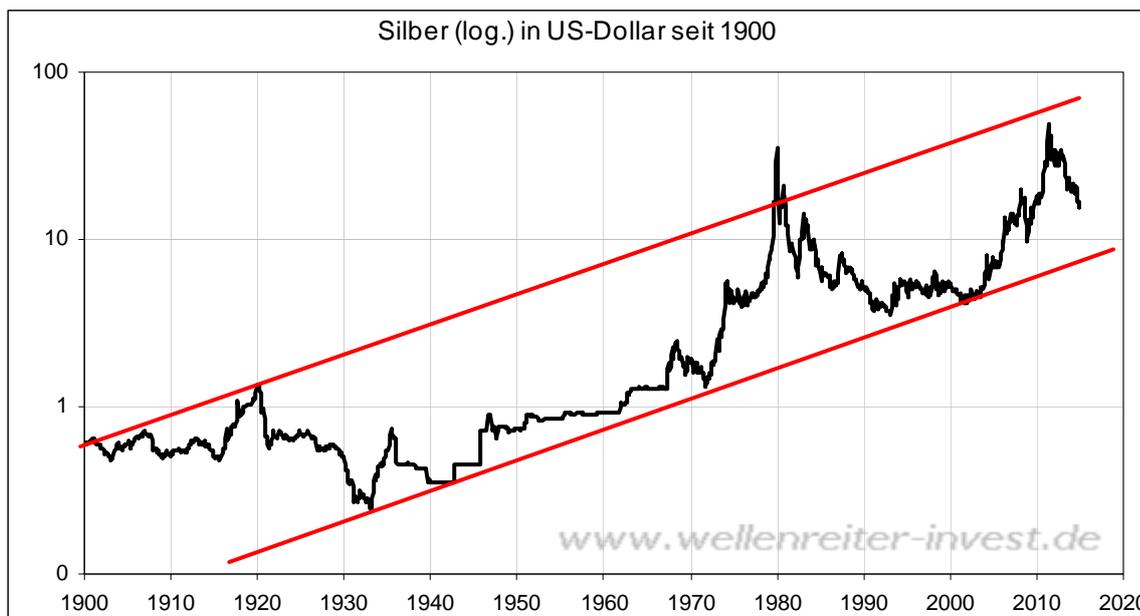


Abb. 5.29: Silber seit 1900

Der Silberpreis setzte im Dezember 2014 auf seinem langfristigen 16-Jahres-GD bei 14 US-Dollar auf (hellgrüne Linie folgender Chart).

Silber Monatschart

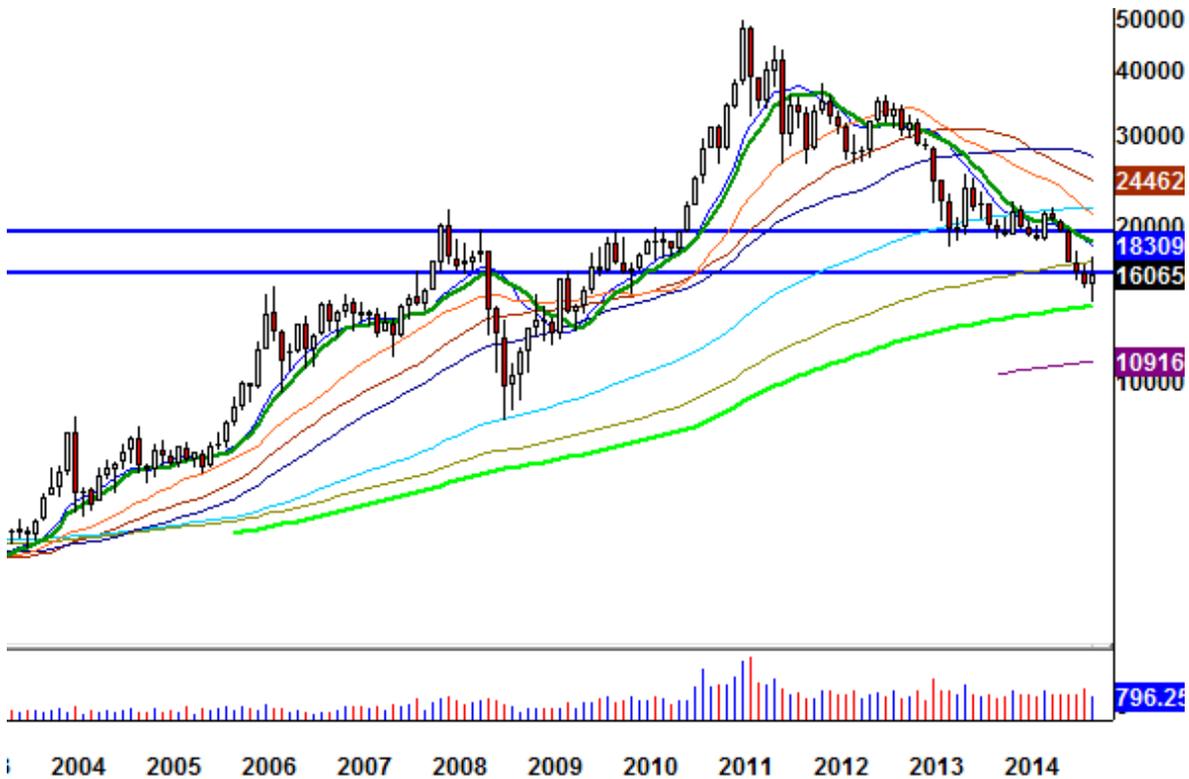


Abb. 5.30: Silber Monatschart

Im Ausblick für 2014 schrieben wir: „Silber sollte sich in 2014 analog zum Goldpreis entwickeln. Dies würde ein Tief bei etwa 15 US-Dollar bedeuten.“ Eine Gegenbewegung in den Bereich 18-19 USD ist bei einer Erholung zu erwarten, eine Bodenbildungsformation fehlt allerdings bei Silber.



Abb. 5.31: Silber/Gold-Ratio

In der Korrelation zu Gold hat Silber fast das untere Ende einer Handelsspanne erreicht. Insofern sollte die Phase der Underperformance von Silber gegenüber Gold, die seit April 2011 anhält, in 2015 ein Auslaufmodell darstellen. Auf Jahresbasis könnte Silber gegenüber Gold relative Stärke zeigen.

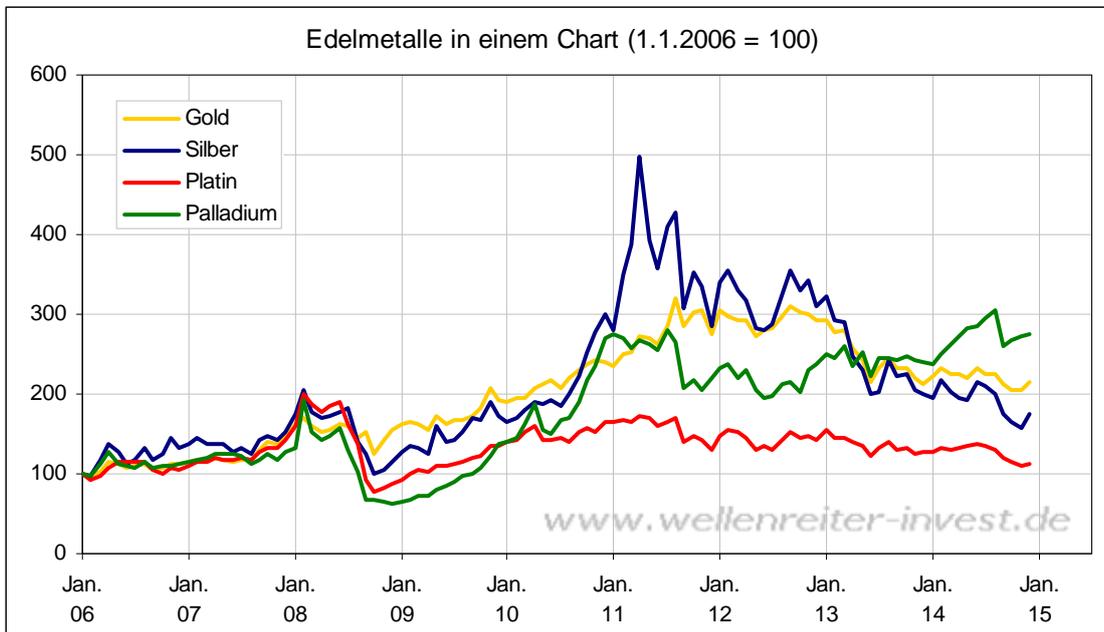


Abb. 5.32: Edelmetalle in einem Chart

Platin besitzt einen vorauslaufenden Charakter für die Edelmetalle. Platin konnte als einziges Edelmetall das Hoch des Jahres 2008 nicht überwinden. In den Jahren 1998 bis 2002 zeigte Platin vorauslaufende Stärke. Im Bezug auf ein Comeback der Edelmetalle sollte man den Platinpreis daher sorgfältig beobachten. Die Schwäche von Platin deutet für die kommenden Wochen zunächst auf tiefere Kurse hin.

5.6 Kupfer

Der Kupferpreis bewegt sich seit Jahren in einer engen Spanne. Die Formation erinnert an die Konsolidierungsbewegung des Ölpreises vor seinem Fall.

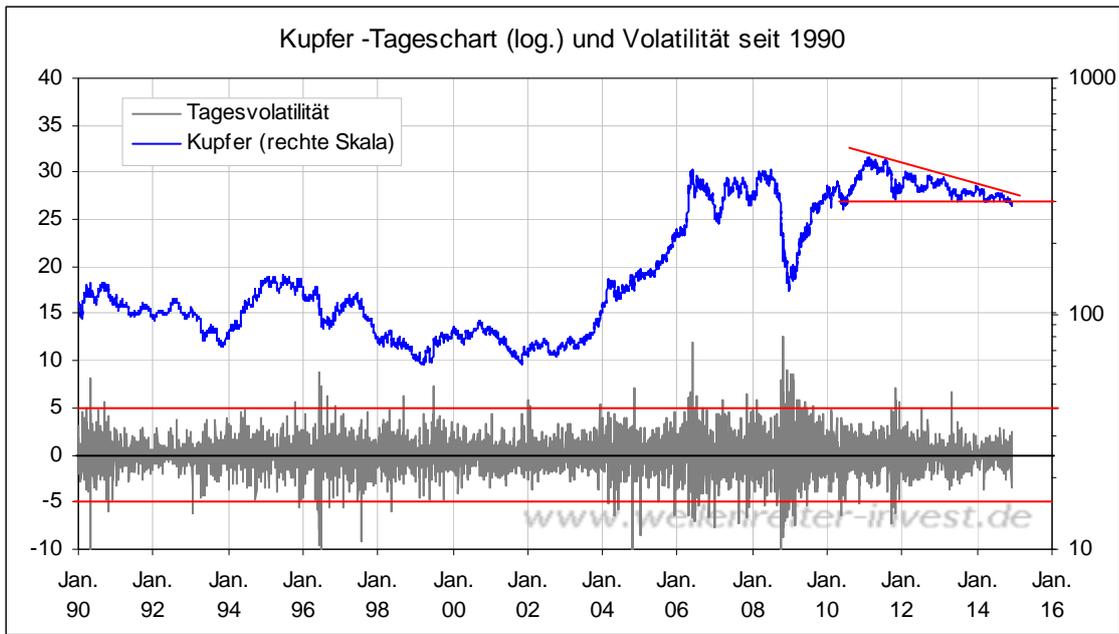


Abb. 5.33: Kupfer Tageschart

Sollte die Drei-Dollar-Marke nicht zurück erobert werden können, dann droht eine deutliche Abwärtsbewegung. Tagesbewegungen von fünf Prozent oder mehr waren in der zweiten Jahreshälfte 2008 üblich. Zu solchen Bewegungen ist es bisher nicht gekommen.

Auf dem nachfolgenden Monatschart stellen wir die Situation etwas größer dar.

Kupfer Monatschart

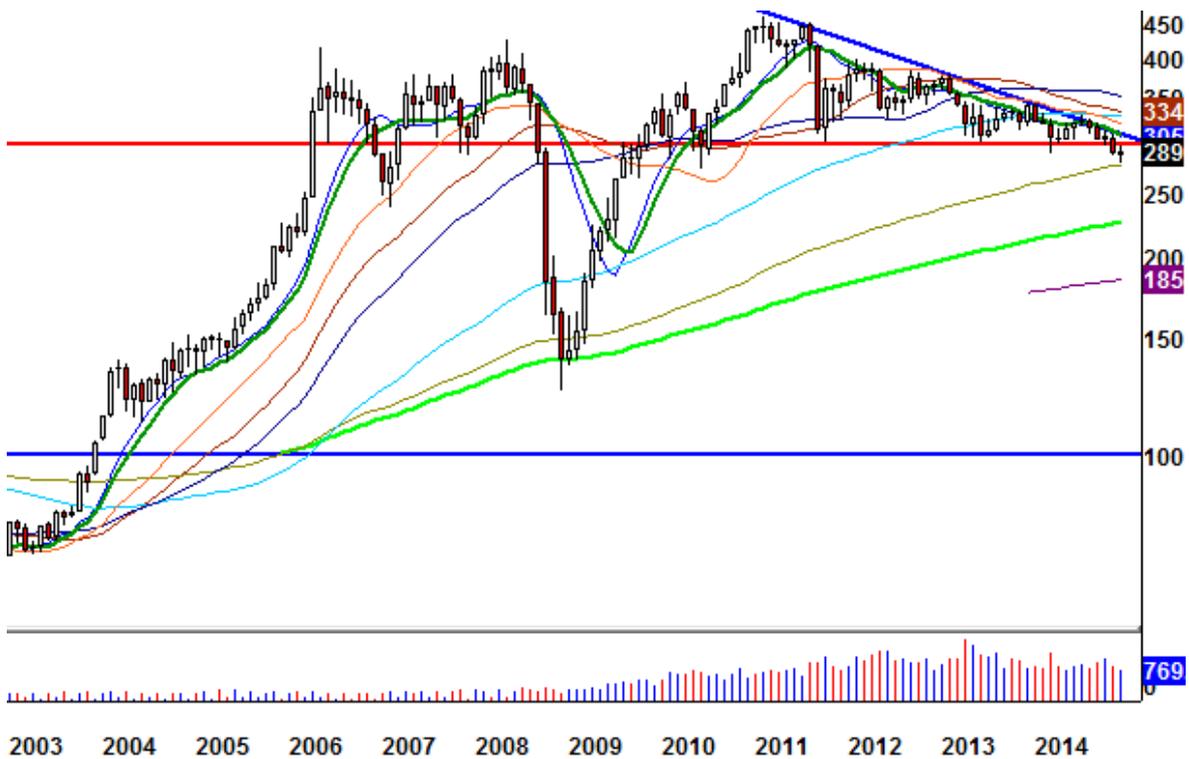


Abb. 5.34: Kupfer Monatschart

Da der größte Kupferproduzent der Welt, Freeport-McMoran, den Weg nach unten bereits angetreten hat, ist davon auszugehen, dass der Kupferpreis nachziehen wird.

Freeport-McMoran Monatschart

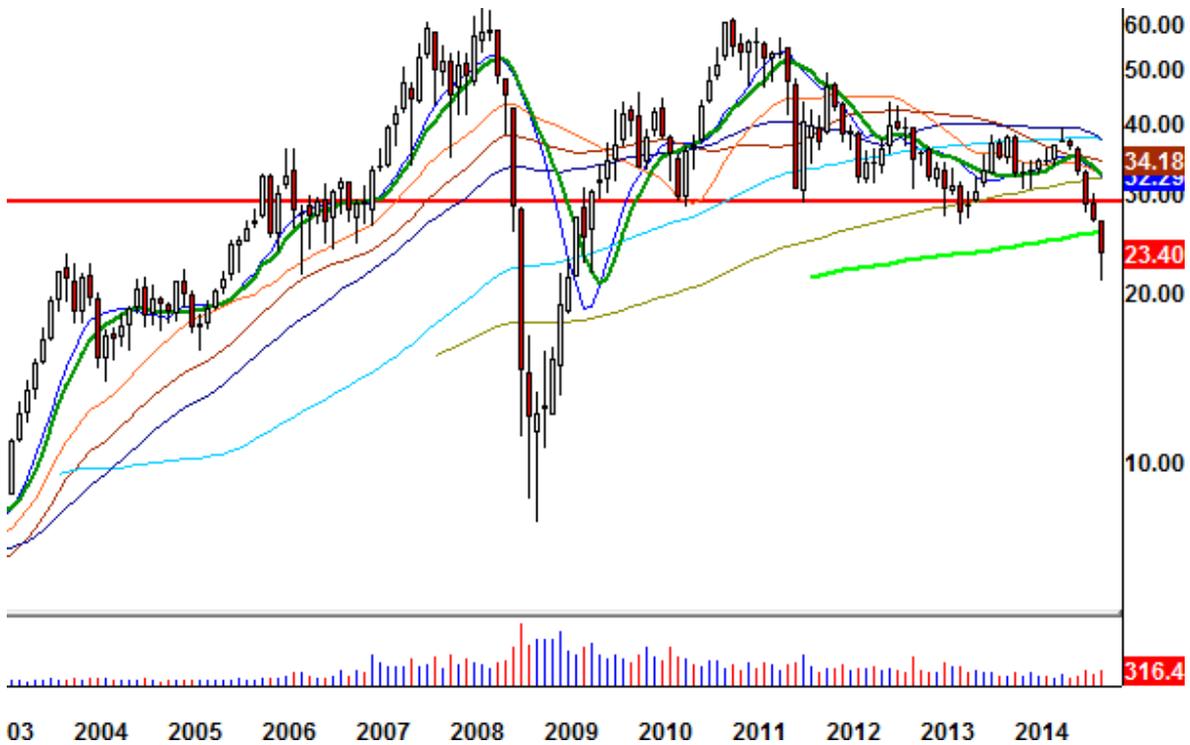


Abb. 5.35: Freeport-McMoran Monatschart

Ungewöhnlich erscheint die Bewegung des Shanghai Composite Index gegen den fallenden Kupferpreis (folgender Chart).

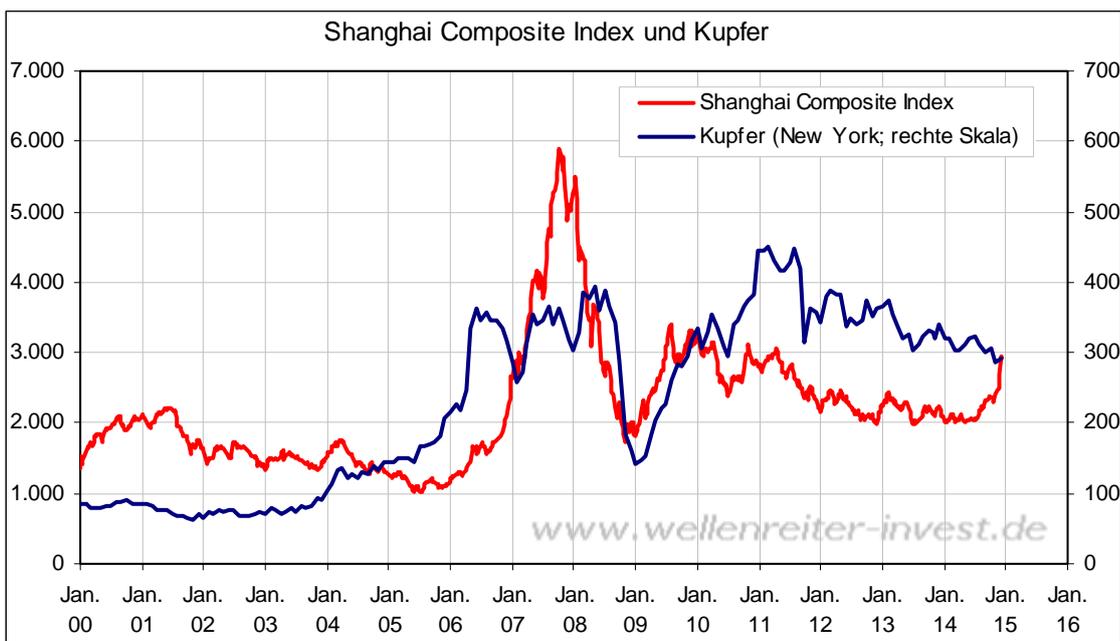


Abb. 5.36: Shanghai Composite Index und Kupfer

Kupfer ist ein Infrastruktur-Produkt. Fallende Immobilienpreise in China lassen die Nachfrage nach Kupfer fallen. Der Anstieg des chinesischen Aktienmarktes scheint rein liquiditätsgesteuert zu sein. Möglicherweise spiegelt der in 2014 anlaufende Aufwärtstrend des chinesischen Leitindex einen konsumgesteuerten Trend wider. Die Hausse von 2006 bis 2008 war eine Infrastruktur-Hausse.

Auch im Jahr 2006 kam es zu einer temporär entgegengesetzten Bewegung. Es ist deshalb wahrscheinlich, dass Kupfer sich nach einer zunächst schwächeren Phase der Entwicklung des Shanghai Composite Index wieder angleicht.

5.7 Nachwachsende Rohstoffe

Der Getreide-Index setzte im dritten Quartal 2014 auf einer wichtigen Unterstützungslinie auf (rote Linie folgender Chart).

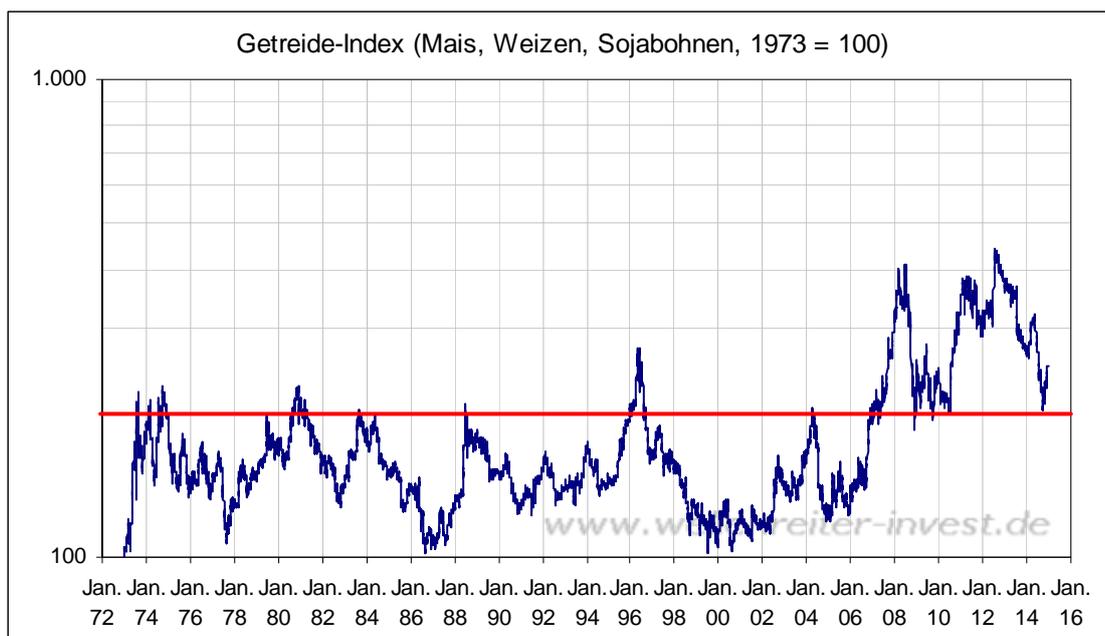


Abb. 5.37: Getreide-Index seit 1972

Insbesondere der Weizenpreis befindet sich seither in einer Aufwärtsbewegung. Er könnte die Marke von 7,10 US-Dollar pro Bushel anlaufen (grüne Linie folgender Chart) und dort eine Tasse-Henkel-Formation abschließen.



Abb. 5.38: Weizen seit 2002

Sojabohnen machen einen müden Eindruck, genauso wie die Mehrzahl der nachwachsenden Rohstoffe. Deshalb muss hinterfragt werden, ob Weizen auf sich allein gestellt diesen Weg gehen kann. Sollte Weizen die Marke von 7,10 Dollar nicht erreichen, läge ein niedrigeres Hoch vor. Der Abwärtstrend bliebe intakt.

Der Kaffeepreis hat in 2014 einen starken temporären Anstieg (Squeeze) gezeigt. Wir hatten Kaffee im vergangenen Jahr als einen möglichen Outperformer genannt.

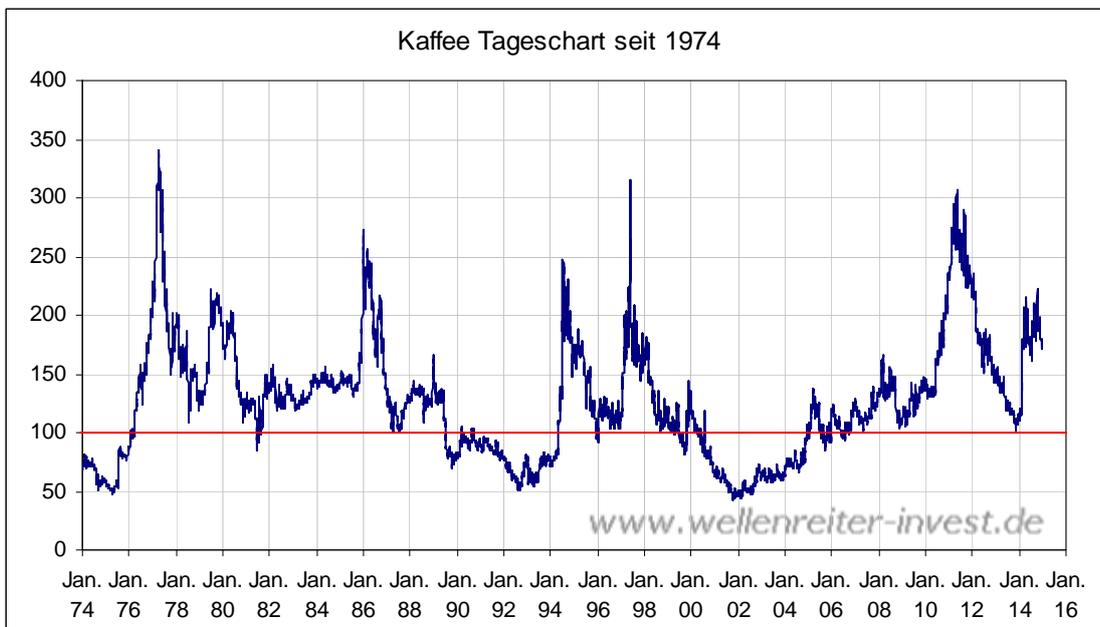


Abb. 5.39: Kaffee Tageschart

Ähnlich wie in den Jahren 1986, 1995, 1997 oder 2011 sollte der Kaffeepreis erneut in sich zusammenfallen.

Der Preis für Baumwolle nähert sich der 50-Cents-pro-Pfund-Marke (blaue Linie folgender Chart).

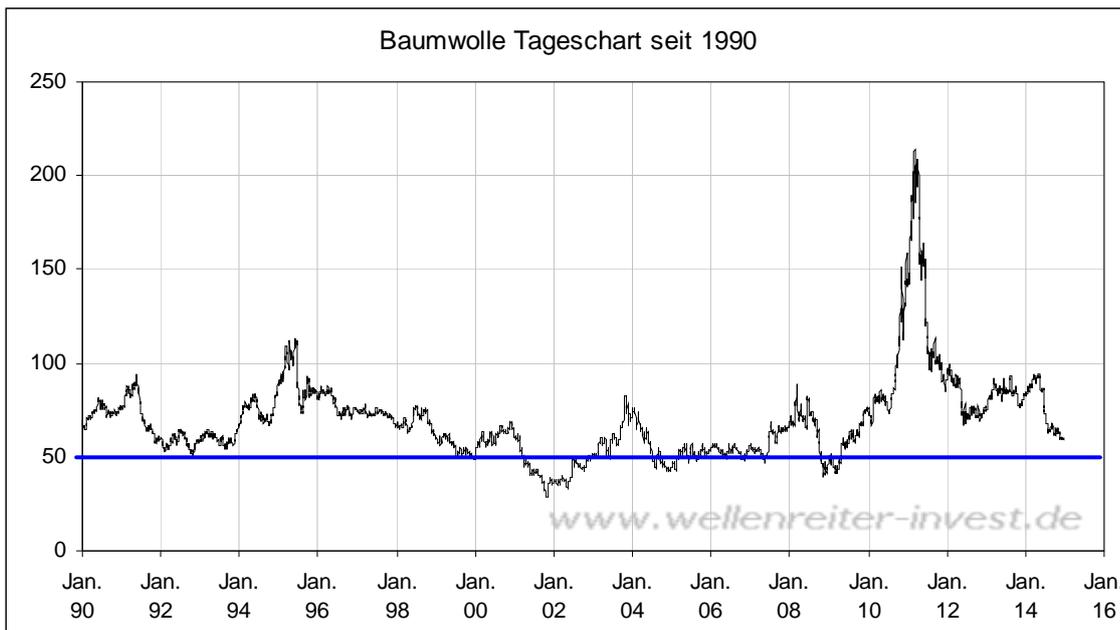


Abb. 5.40: Baumwolle Tageschart

Diese Unterstützung könnte für eine Wette auf steigende Preise interessant sein.

Der Preis für Bauholz (Lumber) konsolidiert in einem engen Dreiecksmuster. Ein Ausbruch nach oben wäre ein positives Vorzeichen für die US-Hausbau-Branche.



Abb. 5.41: Bauholz Tageschart

Eine neue Hausse der nachwachsenden Rohstoffe ist nicht in Sicht. Baumwolle hat - aufgrund der Unterstützung bei 50 Cents pro Pfund - die Chance auf ein Preistief. Beim Kaffeepreis, der im letzten Jahr stark anstieg, ist in 2015 mit fallenden Preisen zu rechnen.

6. Der Aktienmarkt

6.1 Bewertung

Das so genannte Shiller-KGV befindet sich bei 26,5 Punkten. Mit Hilfe des Shiller-KGV wird der Kurs des S&P 500 in Relation zum inflationsbereinigten Durchschnitts-KGV der vergangenen 10 Jahre gesetzt. (folgender Chart).

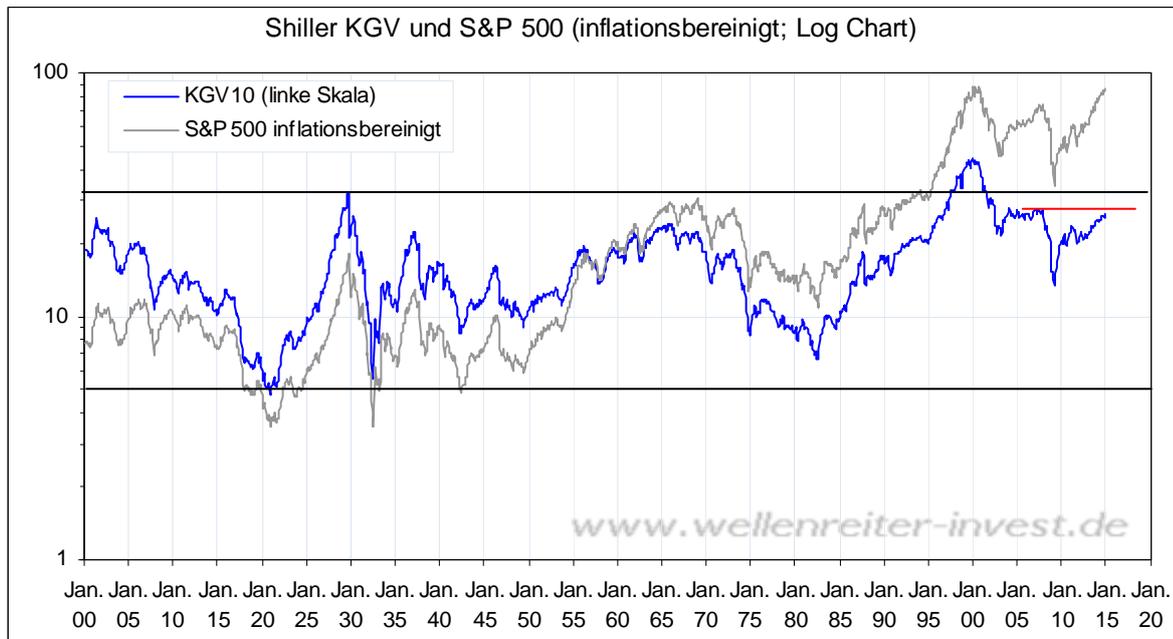


Abb. 6.1: Shiller KGV

Die Kennziffer liegt unterhalb der Bewertungen von 1929 und 2000. Zum Erreichen des Hochpunktes des Jahres 2007 (rote Linie obiger Chart) wäre ein Anstieg von 10 Prozent erforderlich. Ein Shiller-KGV von 26,5 ist nicht niedrig. Allerdings können Optimisten darauf verweisen, dass die Überbewertung des Jahres 2007 bisher nicht erreicht wurde. Da das Shiller-KGV zudem eine Kennziffer darstellt, die die Vergangenheit berücksichtigt, wollen wir eine zweite Kennziffer zur Validierung der Bewertung verwenden.

Werfen wir daher einen Blick auf die so genannte Q-Ratio. Diese wurde von Nobelpreisträger James Tobin eingeführt und unter dem Namen „Tobin's Q“ bekannt. Die Q-Ratio wird ermittelt, indem man den Marktwert eines Unternehmens (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten) durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände teilt. Man nennt dies Marktwert/Substanzwert-Verhältnis. Die Q-Ratio ist nicht nur eine wichtige Unternehmenskennziffer, sondern lässt sich auch für eine Volkswirtschaft bilden. Für die USA wird die Q-Ratio einmal pro Quartal von der Federal Reserve (Bericht Z.1) ermittelt.

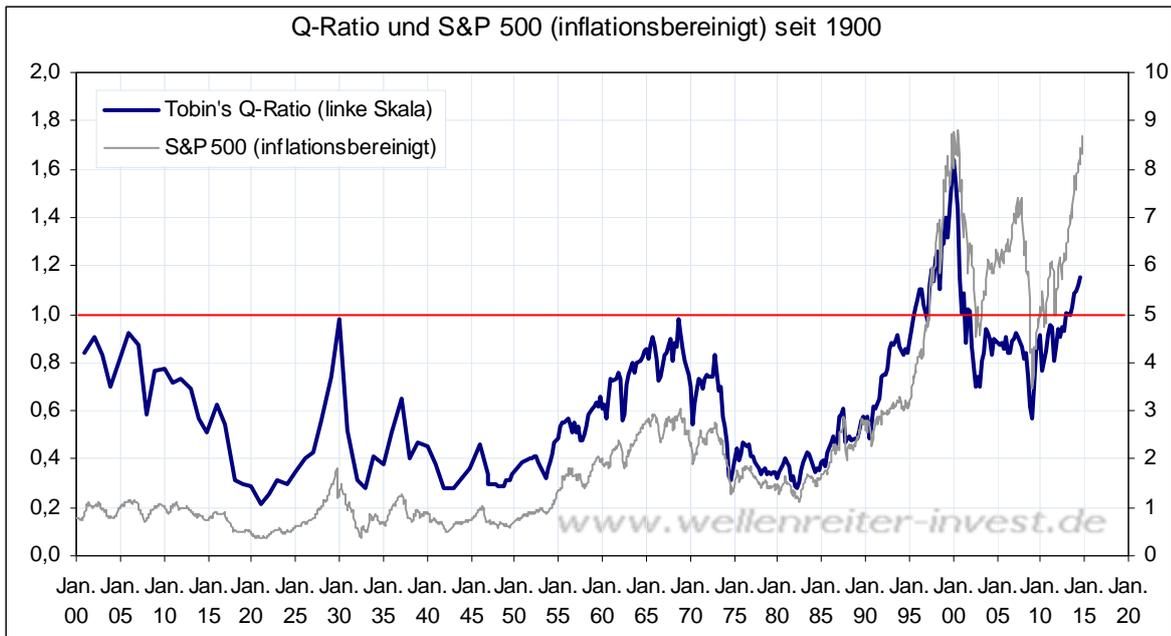


Abb. 6.2: Q-Ratio

Der letzte verfügbare Wert (1,10) bezieht sich auf das Ende des zweiten Quartals. Seither ist der S&P 500 und - damit die US-Marktkapitalisierung - weiter gestiegen. Die Q-Ratio sollte sich aktuell bei geschätzten 1,15 bewegen, da der Substanzwert aller Unternehmen dieser Entwicklung nicht ganz gefolgt sein dürfte. Ein Wert von 1,15 ist historisch hoch. Mit Ausnahme der Internet-Blase wurden Werte oberhalb von 1 in den vergangenen 115 Jahren nicht notiert. Die Q-Ratio zeigt eine Überbewertung der US-Unternehmen an.

Eine dritte Bewertungskennziffer liefert die Marktkapitalisierung eines Landes im Verhältnis zum BIP. Die Gesamtkapitalisierung der USA lässt sich mit Hilfe des Wilshire 5000-Index erfassen. Der Index umfasst sämtliche börsennotierten Unternehmen in den USA (mehr als 5.000). Die US-Marktkapitalisierung betrug Ende des dritten Quartals 20,9 Billionen US-Dollar. Das nominale US-BIP befindet sich bei 17,1 Billionen US-Dollar. Setzt man diese Zahlen ins Verhältnis, so beträgt die Ratio des Wilshire 5000 zum BIP 1,19.

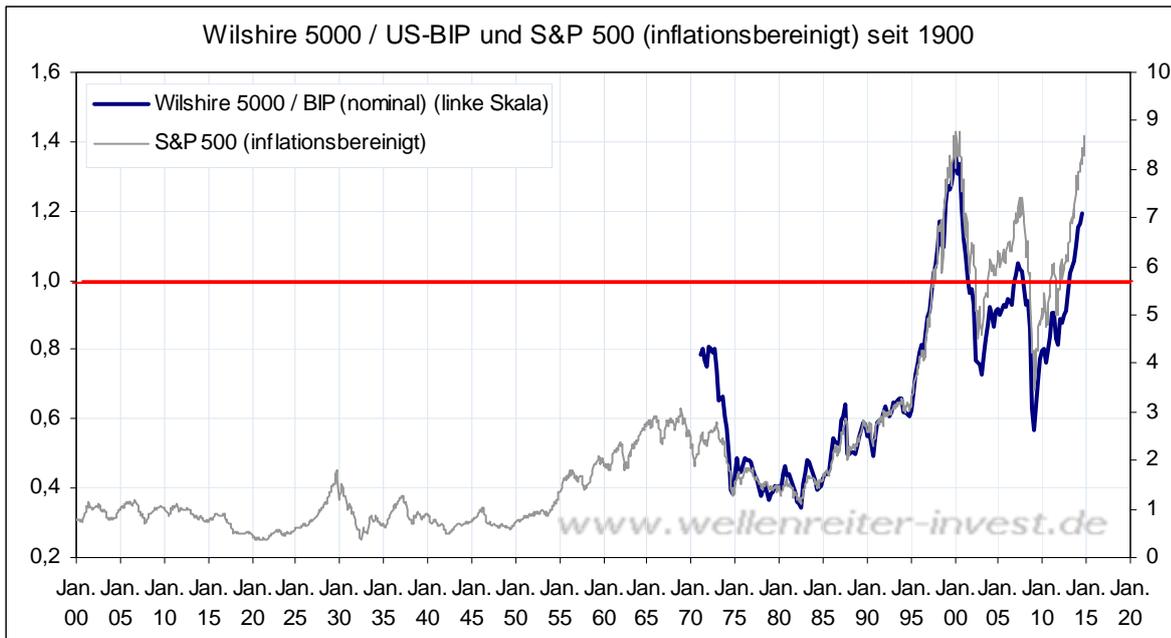


Abb. 6.3: Wilshire 5000 / US-BIP

Ergo ist die US-Marktkapitalisierung aktuell 19 Prozent größer als das BIP. Der Willshire 5000 lässt sich leider nur bis 1970 zurückverfolgen. Dennoch ist auch hier erkennbar, dass der langjährige Korridor der Ratio Wilshire 5000 zum US-BIP nach oben verlassen wurde. Der Spitzenwert des Jahres 2007 wurde im Jahr 2014 deutlich übertroffen, allerdings lag im Jahr 2000 die Bewertung noch über 10% höher.

In der Summe der historischen Indikatoren ergibt sich in allen drei Kennziffern eine Überbewertung des US-Aktienmarktes. Die Bewertungsparameter von 2007 wurden mit Ausnahme des in die Vergangenheit blickenden Shiller-KGV überboten, um die Jahrtausendwende lag die Überbewertung des US-Aktienmarktes auf einem höheren Niveau.

Die Attraktivität eines Marktes bemisst sich auch relativ zu anderen Anlageformen. Betrachtet man den Verlauf des DAX (Performance-Index deutscher Aktien) und setzt ihn mit dem REX (Performance-Index deutscher Anleihen) in einen Chart, so lassen sich – indiziert seit 1990 – der folgenden Verläufe erkennen. In die Berechnung des REX fließen - neben den Kursen - auch Preisänderungen und Zinserträge ein.

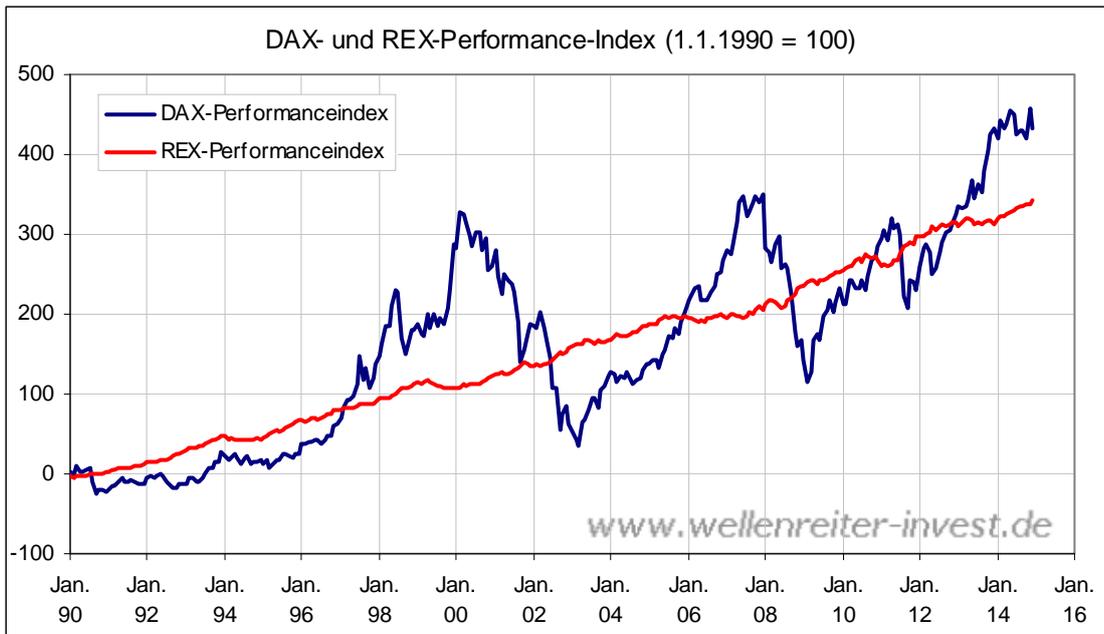


Abb. 6.4: DAX und REX

Der REX stieg seit 1990 um 340 Prozent. Der DAX konnte um 433 Prozent zulegen. Im Vergleich zum DAX verzeichnete der REX eine relativ stetige Entwicklung. Verluste traten selten auf. Meistens war der Kupon so hoch, dass er Kursverluste in Jahren mit steigender Rendite überkompensieren konnte. Nur in den Jahren 1994 und 1999 erhöhte sich das Renditeniveau kurzfristig so stark, dass die daraus resultierenden Einbußen nicht durch Zinseinnahmen kompensiert werden konnten.

Zukünftig werden die Anleihen-Kurse kaum noch steigen, da sie – bei einer Rendite von 0,6% für zehnjährige Bundesanleihen - an die Decke der Nullverzinsung stoßen.

Insofern lässt sich mit Blick auf die fundamentale Attraktivität des Marktes festhalten, dass sowohl der Anleihen- als auch der Aktienmarkt überbewertet sind: Der Aktienmarkt erreicht hohe Bewertungsniveaus, und der Anleihenmarkt nähert sich einer natürlichen Begrenzung.

Die Überbewertung stellt lediglich einen kleinen Fingerzeig für 2015 dar: Die Luft nach oben ist dünner als nach unten, aber auch in dünner Luft können Märkte noch steigen.

6.2 Das große Bild

Seit über 200 Jahren befinden sich Aktienmärkte in einem übergeordneten Aufwärtstrend. Und das nicht nur nominal, sondern inflationsbereinigt. Der folgende Chart zeigt dies eindrucksvoll. Mit 17.900 Punkten (Ende 2014) befindet sich der Dow Jones Index auch inflationsbereinigt auf einem neuen Allzeithoch.

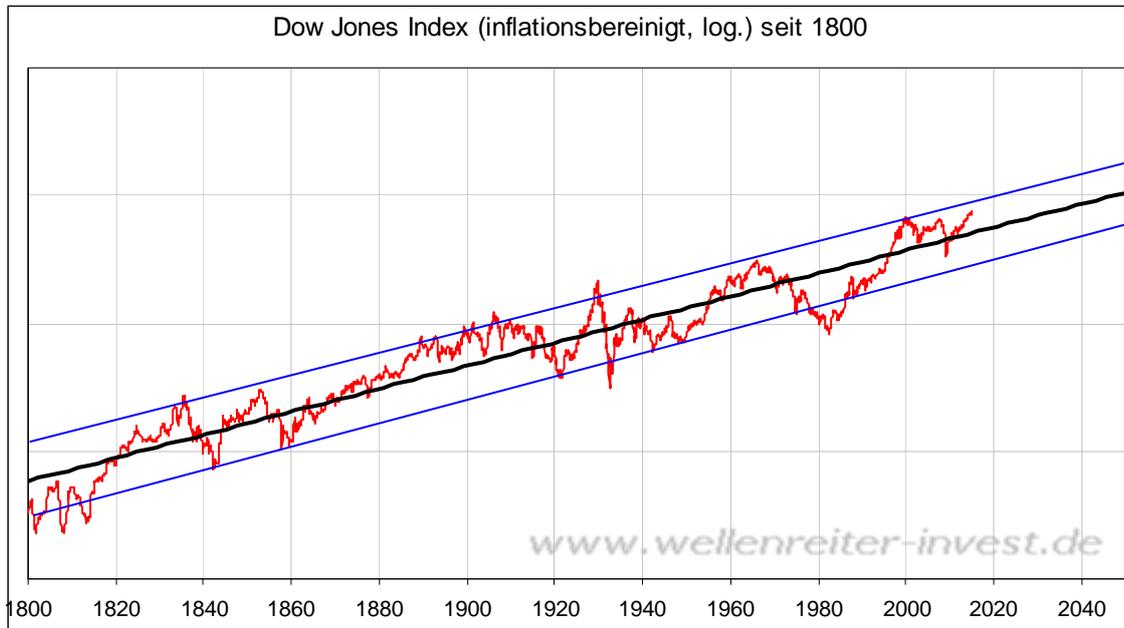


Abb. 6.5: Dow langfristig inflationsbereinigt

Verschiedentlich kursieren Annahmen, wonach der Markt sich extrem von seiner langjährigen Aufwärtstrendlinie nach oben entfernt hätte. Dies ist nicht richtig. In den Jahren 1929, 1987 und im Jahr 2000 wurden - im inflationsbereinigten Dow Jones Index - stärkere positive Abweichungen notiert als aktuell (oberer Chart).

Um das obere Extrem zu erreichen, müsste der Dow Jones Index um 30 Prozent auf etwa 22.000 Punkte steigen. Die schwarz eingezeichnete Aufwärtstrendlinie verläuft bei etwa 11.000 Punkten im nominalen Index. Längerfristig ist zu erwarten, dass sich der Index um die Mittellinie herum nach oben windet. Die Realgewinne im Dow Jones Index sind aufgrund der niedrigen Inflationsrate hoch. In den disinflationären 1990er Jahren war die Situation ähnlich. Die untere Trend-Begrenzung würde bei etwa 6.000 Punkten angelaufen werden. Dieser Wert läge knapp unterhalb des Tiefpunktes aus dem Jahr 2009.

Generell sind die Jahre 2013 und 2014 als die Jahre von zahlreichen Ausbrüchen aus langen Seitwärtsbewegungen am US-Aktienmarkt anzusehen. In 2013 stiegen zuerst Russell 2000, Dow Jones Transportation Index und S&P 500 auf neue Rekordhochs an.

In 2014 folgten der NYSE-Index sowie der Halbleitersektor (SOX). Beide Indizes lieferten im Oktober 2014 trendbestätigende Pullbacks.

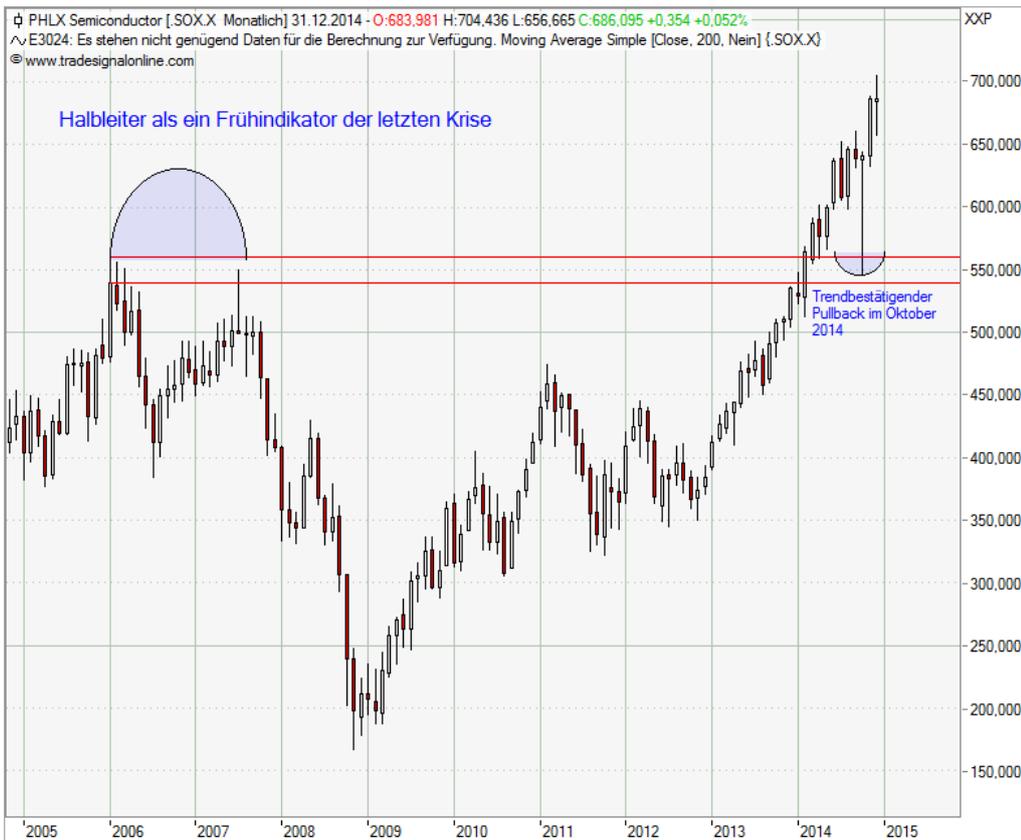


Abb. 6.6: US-Halbleiter-Index

Dem Anstieg der genannten Indizes folgte im Jahr 2014 auch die Welt-Marktkapitalisierung. Mit einem Volumen von 65,0 Billionen US-Dollar übertraf sie Ende 2014 den bisherigen Höchststand aus dem Jahr 2007 (folgender Chart).

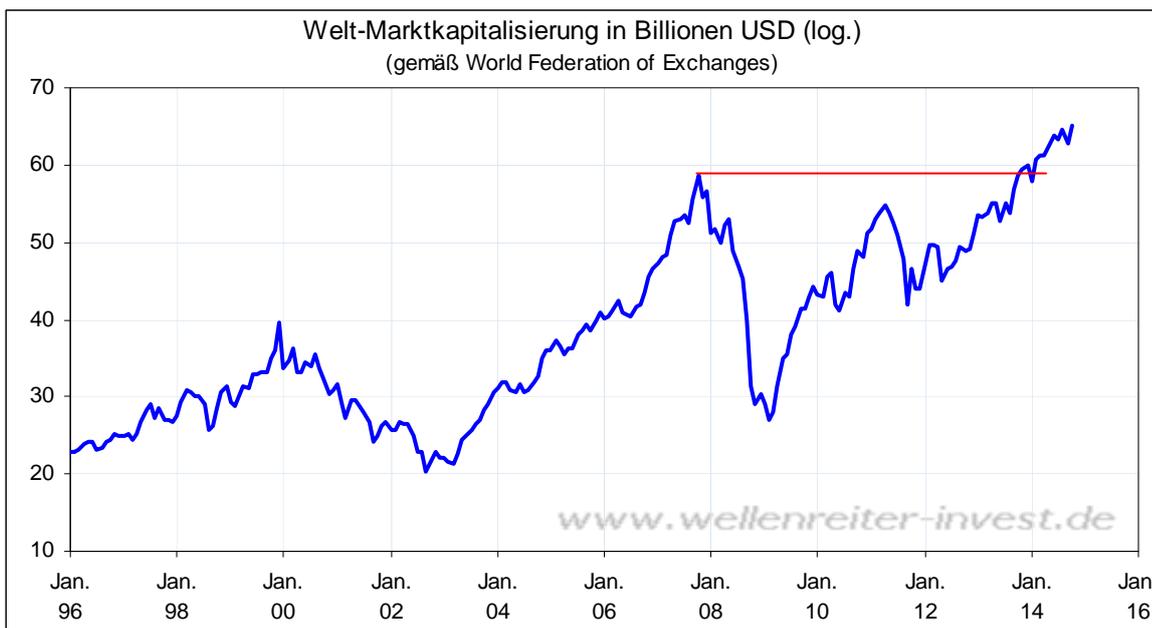


Abb. 6.7: Welt-Aktienmarktkapitalisierung

Im Gegensatz zu den Kursspitzen von 2000 und 2007 sieht diese Bewegung ruhig und konstant aus. Der Auswärtstrend ist intakt. Eine Beschleunigung wie in den Jahren 2000 oder 2007 fehlt.

Nach Weltregionen sortiert betrug das Wachstum der Marktkapitalisierung auf dem amerikanischen Kontinent 17,4 Prozent, gefolgt von Asien/Pazifik mit 9,8 Prozent.

Die EMEA-Region (Europa, Mittlerer Osten, Afrika) bildete in 2014 das Schlusslicht. Die schwachen europäischen Börsen und der fallende Euro ließen deren Marktkapitalisierung in US-Dollar gerechnet um 2,5 Prozent schrumpfen. Für die vergleichsweise schwache Performance des MSCI-World-Index (+2,5% in 2014; US-Anteil 53%) ist insbesondere Europa verantwortlich.

Diese Bilanz spiegelt sich in der Einzelbetrachtung (nicht währungsbereinigt) wider.

Land	Veränderung 2014%	Land	Veränderung 2014%
1 Argentinien	46,6	24 Taiwan	3,9
2 China	44,5	25 Niederlande	3,6
3 Indien	28,1	26 Singapur	3,6
4 Türkei	26,2	27 Chile	3,0
5 Ägypten	23,8	28 Norwegen	2,4
6 Sri Lanka	21,0	29 Dubai	1,7
7 Indonesien	20,1	30 Italien	1,6
8 Dänemark	18,6	31 Mexiko	1,0
9 Pakistan	18,4	32 Hongkong	0,1
10 Philippinen	18,2	33 Frankreich	0,0
11 Neuseeland	17,9	34 Deutschland (KDAX)	-0,1
12 Thailand	16,7	35 Israel	-2,2
13 Slowakei	12,7	36 Südkorea	-2,5
14 Irland	12,5	37 Australien	-3,1
15 Belgien	11,9	38 Großbritannien	-3,9
16 USA (S&P 500)	11,5	39 Brasilien	-5,8
17 Schweden	10,4	40 Malaysia	-7,3
18 Schweiz	9,0	41 Peru	-9,4
19 Südafrika	6,7	42 Ungarn	-13,0
20 Spanien	6,1	43 Österreich	-17,0
21 Kanada	5,9	44 Griechenland	-24,7
22 Japan	5,6	45 Portugal	-25,1
23 Finnland	5,2	46 Russland	-47,0

International hat sich der argentinische MerVal (+46,6%) in Landeswährung sehr positiv entwickelt. Das Bild täuscht jedoch: Der auf US-Dollar lautende MSCI Argentina befindet sich für 2014 aufgrund der Währungsschwäche des argentinischen Peso im Minus.

Damit geht die Krone des Gewinners des Jahres 2014 nach China. Der Shanghai Composite Index konnte um 44,5 Prozent zulegen. Der indische Sensex folgt. Dubai

(29) und Mexiko (31) mussten im zweiten Halbjahr aufgrund des Ölpreisverfalls erhebliche Verluste hinnehmen. Das Jahr könnte noch gerade positiv gestaltet werden. Weitere Verlierer des Ölpreisverfalls sind Norwegen (28), Malaysia (40) und Nigeria (nicht dargestellt).

Die BRIC-Staaten teilten sich dieses Jahr in zwei Hälften: China und Indien ganz oben, Brasilien (39) und Russland (46) im Minus bzw. ganz unten. Die Indizes Griechenlands und Portugals wurden abgestraft. Der K-DAX notiert um den Nullpunkt.

Die „Fragilen Fünf“ entwickelten sich entgegen den Erwartungen positiv. Genauso nehmen wir an, dass die rohstoffreichen Staaten, die in der zweiten Jahreshälfte besonders gelitten haben, in 2015 bei einem sich erholenden Ölpreis ebenso eine positive Entwicklung nehmen dürften.

Mit einem Anstieg des Dow Jones Index von etwa 70 Prozent liegt die aktuelle Dekade (2010 bis 2019) im Vergleich zu anderen Dekaden weit vorn. Sie toppt selbst den Durchschnitt der überdurchschnittlichen Jahrzehnte (folgender Chart).

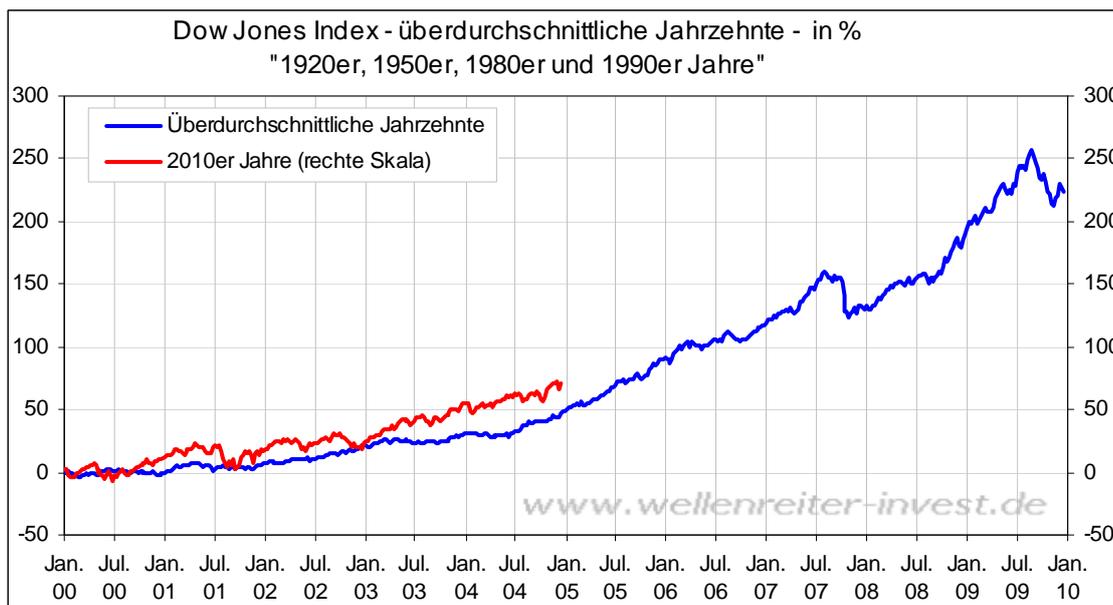


Abb. 6.8: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %

Das 3er-Jahr sorgte für die bisher beste Performance. Sonst zählt das 3er-Jahr eher zu den schwächeren Jahren. Das mit Abstand stärkste Jahr einer Dekade ist das 5er-Jahr.

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

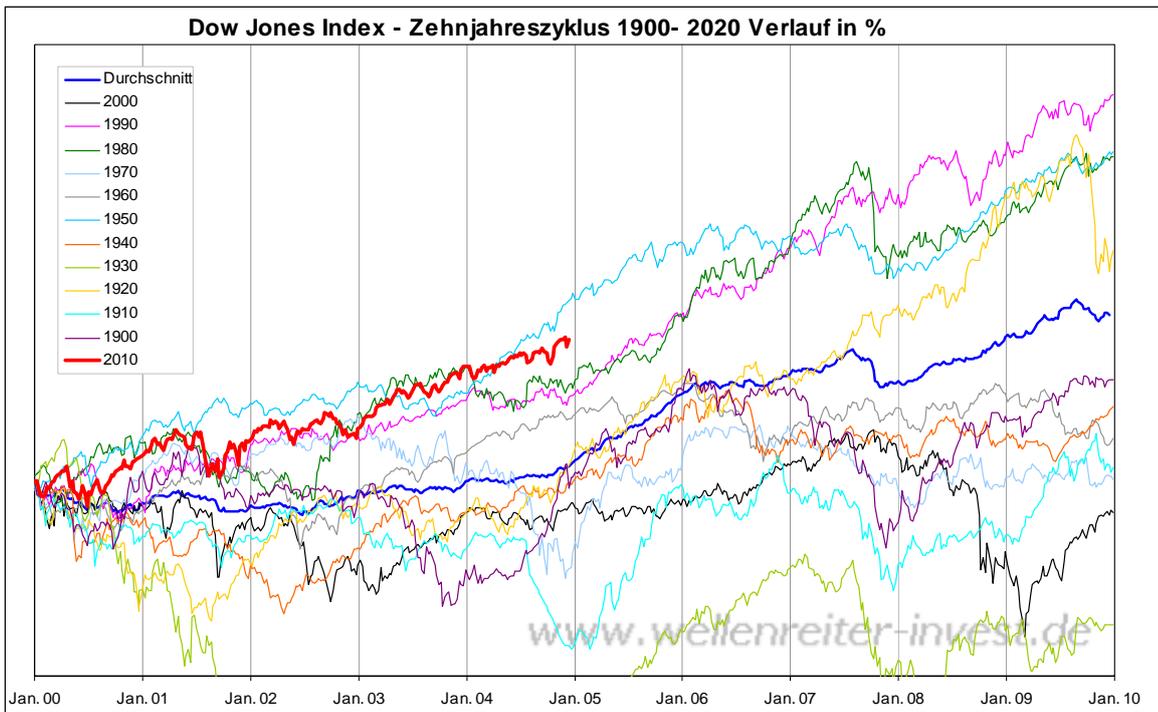


Abb. 6.9: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Einzelverläufe

Die rote Linie bezeichnet den Verlauf der aktuellen Dekade. Es ist gut zu erkennen, dass der Dow Jones Index - bis auf die 1950er Jahre - alle anderen Dekaden seit 1900 hinter sich gelassen hat. Ähnlich positiv entwickelten sich lediglich noch die 80iger und 90iger Jahre. In allen drei Fällen entwickelte sich das Fünferjahr positiv.

Beispiele dafür, dass ein derart positiv gestarteter Dow Jones Index in der zweiten Dekadenhälfte noch ins Minus dreht, sind seit 1900 nicht zu finden. Man muss dafür schon in das 19. Jahrhundert zurückgehen (folgender Chart).

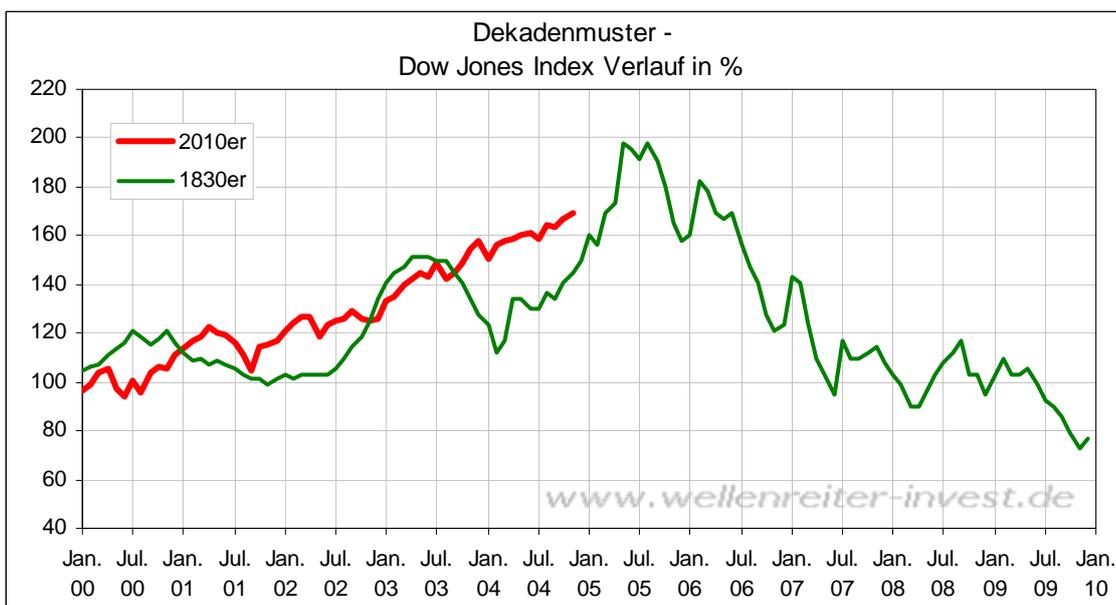


Abb. 6.10: Dow Jones Index – Dekadenmuster 1830

Die 1830er Jahre brachten - nach einem starken Beginn der Dekade - ab der Mitte des 5er-Jahres fortlaufende Verluste mit sich. Von 1835 bis 1837 fielen die Kurse um 50 Prozent. Damals bildete sich ein klassisches Doppelhoch nach einer preislichen Beschleunigungsphase als Indiz eines Trendwechsels. Ein niedrigeres Hoch im 6er-Jahr besiegelte damals das Schicksal des Marktes. Eine solche Konstellation liegt in dieser Dekade bisher nicht vor.

Dies ist die einzige von 21 Dekaden, in der ein folgenschwerer negativer Turnaround nach sehr starken ersten fünf Jahren auftrat.

6.3 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2015 ist ein Vorwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Der Präsidentschaftszyklus lässt sich in zwei große Phasen unterteilen. In den ersten beiden Jahren (Nachwahljahr und Zwischenwahljahr) fehlen üblicherweise ökonomische Impulse. In dieser Zeit verlaufen die US-Aktienindizes durchschnittlich schwächer als in Vorwahl- und Wahljahren (folgender Chart).

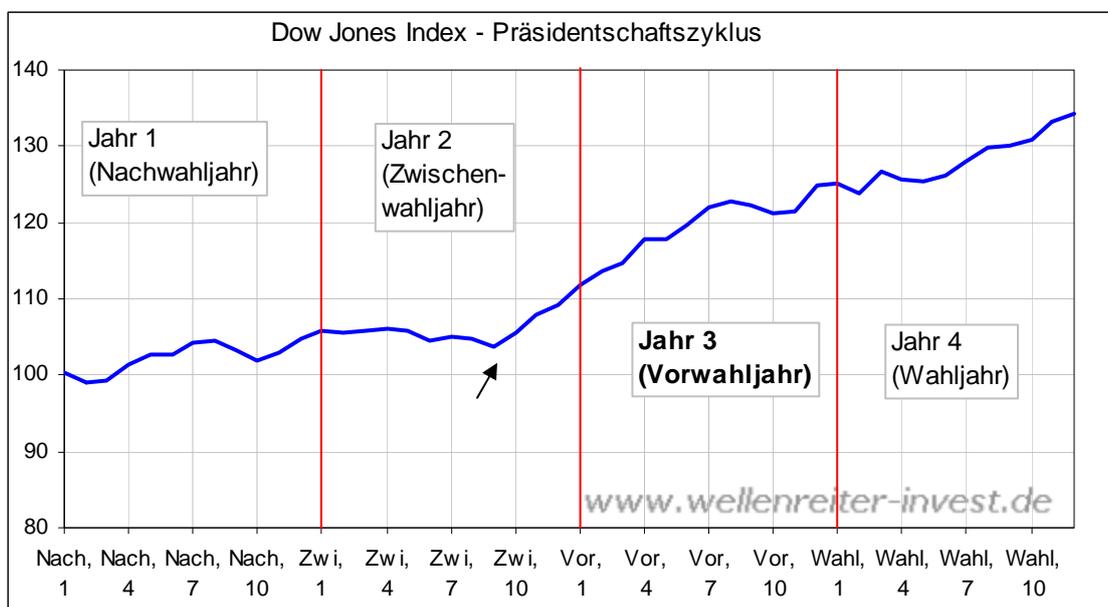


Abb. 6.11: US-Präsidentschaftszyklus

Eine Besonderheit des Vorwahljahres ist seine Vergleichsweise starke erste Hälfte. Die positive Phase beginnt meist bereits im Herbst des Zwischenwahljahres (siehe Pfeil obiger Chart). Im Jahr 2014 markierte der Oktober den entsprechenden Startschuss.

Ab dem Vorwahljahr steht die angestrebte Wiederwahl im Vordergrund. Wirtschaftsfreundliche Maßnahmen von Seiten der Politik unterstützen den Aktienmarkt. Die

Wirkung auf den Aktienmarkt ist üblicherweise positiv. Seit 1897 stellt sich die durchschnittliche Performance des Dow Jones Index im US-Präsidentschaftszyklus wie folgt dar:

Nachwahljahre +6,5%

Zwischenwahljahre +3,5%

Vorwahljahre +12,3%

Wahljahre +7,7%

Vorwahljahre sind historisch betrachtet die stärksten Jahre im Wahlzyklus. Seit 1899 verliefen 25 Vorwahljahre positiv. Nur 4 Vorwahljahre endeten im Minus. Das letzte Minus-Vorwahljahr wurde im Jahr 1939 (Verlust: 3 Prozent) gezählt.

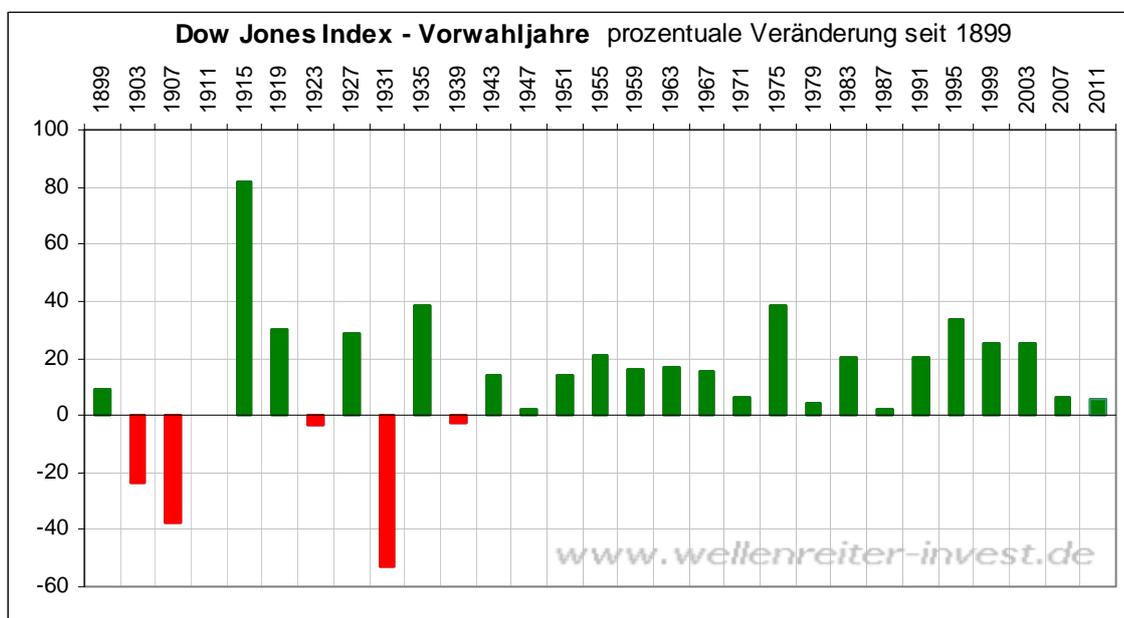


Abb. 6.12: Dow Jones Index Verteilung Vorwahljahre

Der durchschnittliche Zugewinn aller Jahre lag bei 12,3%. Die positiven Jahre besaßen einen durchschnittlichen Zuwachs von 19,8%, die negativen Jahre einen durchschnittlichen Verlust von 24%. Die Extremjahre 1931 (Depression) und 1907 (Panik) brachten tiefrote Zahlen.

Seit dem Jahr 1943 endeten alle Vorwahljahre positiv – sogar das Crash-Jahr 1987. Die vergangenen beiden Vorwahljahre (2007, 2011) endeten mit vergleichsweise geringen Zuwächsen. Sie waren von einer hohen Volatilität gekennzeichnet. 2007 begann die jüngste US-Rezession, 2011 kam es zu einem Herbst-Crash. Beide Jahre eint der positive Verlauf des ersten Halbjahres.

In den letzten vier Vorwahljahren ergaben sich drei signifikante Punkte: Ein guter Einstiegspunkt Anfang März, ein Ausstiegszeitpunkt im Juli und ein Zeitpunkt zum Wiedereinstieg im Verlaufe des Novembers (folgender Chart).

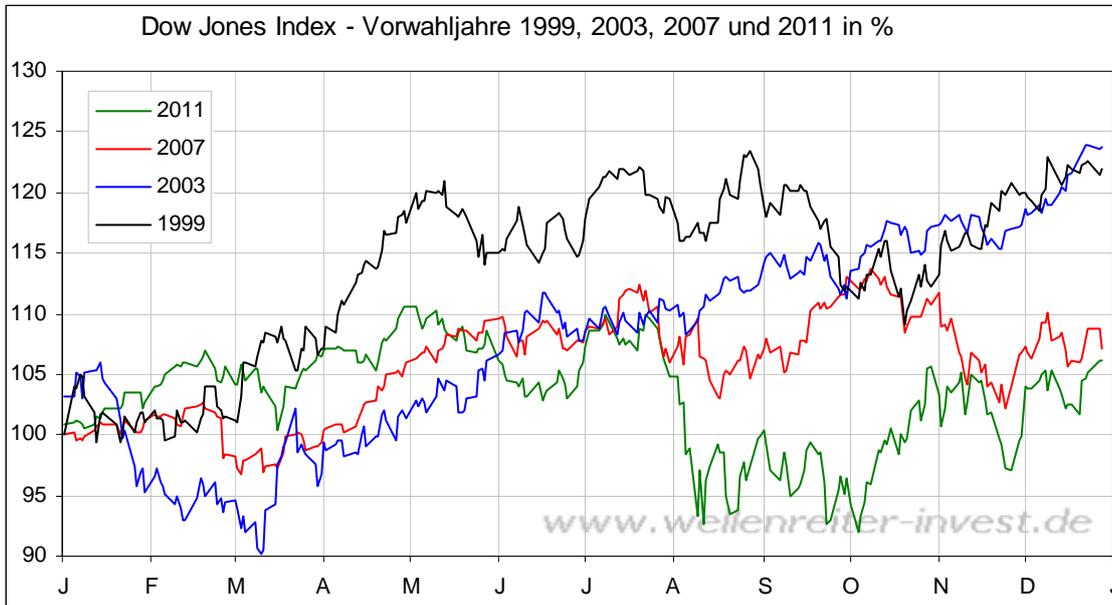


Abb. 6.13: Vorwahljahre 1999, 2003, 2007, 2011

Nach den Regularien darf ein US-Präsident nur zwei Amtszeiten bekleiden. Anfang November 2016 wird ein neuer US-Präsident gewählt. Barack Obamas Amtszeit wird enden und wahrscheinlich auch die Amtszeit der regierenden Demokraten. Die „Lame Duck“-Situation des Präsidenten, gepaart mit der Unsicherheit im Hinblick auf die Kandidatenauswahl spiegelt sich in einer unterdurchschnittlichen Entwicklung ab dem Sommer des Vorwahljahres wieder.

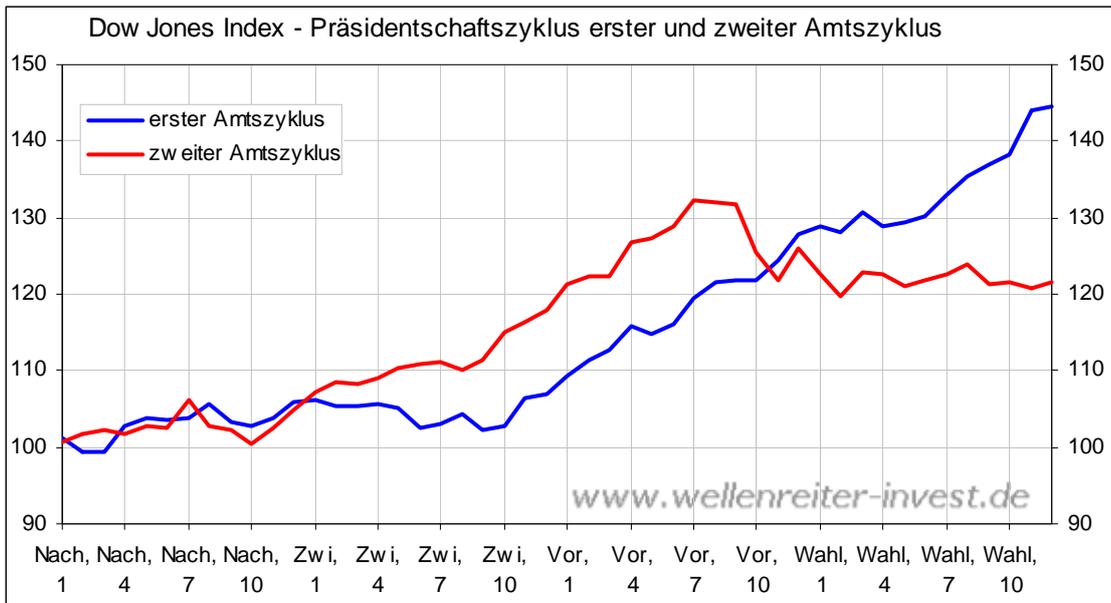


Abb. 6.14: Präsidentschaftszyklus

Die bisherigen 9 Präsidenten mit zweiter Amtszeit seit 1900 waren (in Klammern das Jahr der Wiederwahl): Th. Roosevelt 1904, Wilson 1916, F.D. Roosevelt 1936, Truman 1948, Eisenhower 1956, Johnson 1964, Reagan 1984, Clinton 1996 und Bush 2004.

Im Rahmen dieser Amtszeiten verliefen sieben Vorwahljahre positiv und zwei Vorwahljahre negativ.

Die Vorwahljahre mit einem im Amt bestätigten Präsidenten weisen einen durchschnittlichen Zuwachs von +7,7% auf. Die positiven Jahre kommen auf ein Plus von durchschnittlich 15,7%. Die Negativjahre waren: 1907 (Panikjahr, -38%) und 1939 (-3%).

Der durchschnittliche Verlauf eines Vorwahljahres ist durch eine positive erste Jahreshälfte gekennzeichnet. Die zweite Jahreshälfte verläuft wenig dynamisch. In einer „Lame Duck“-Situation (=US-Präsident in zweiter Amtszeit) kommt es in der zweiten Jahreshälfte zu einer deutlichen Schwäche. Im Juli und September sollte ein Doppelhoch eintreten (folgender Chart).

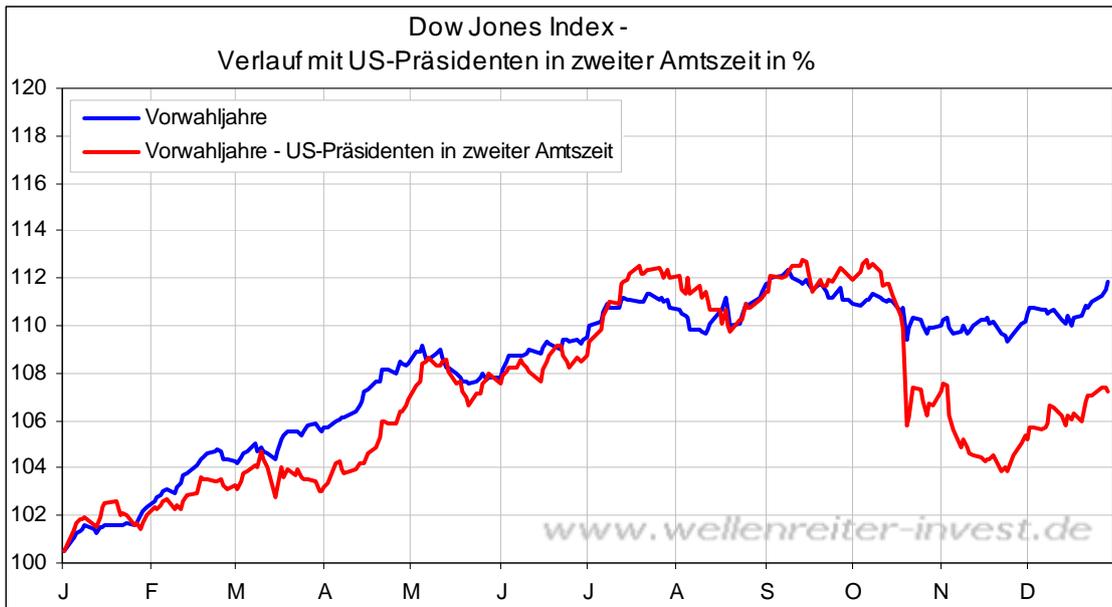


Abb. 6.15: Präsidenten in zweiter Amtszeit

Auch ohne Berücksichtigung des Jahres 1987 ergibt sich ab Juli bis zum Herbst eine Schwächephase, die bis in den November hinein andauert.

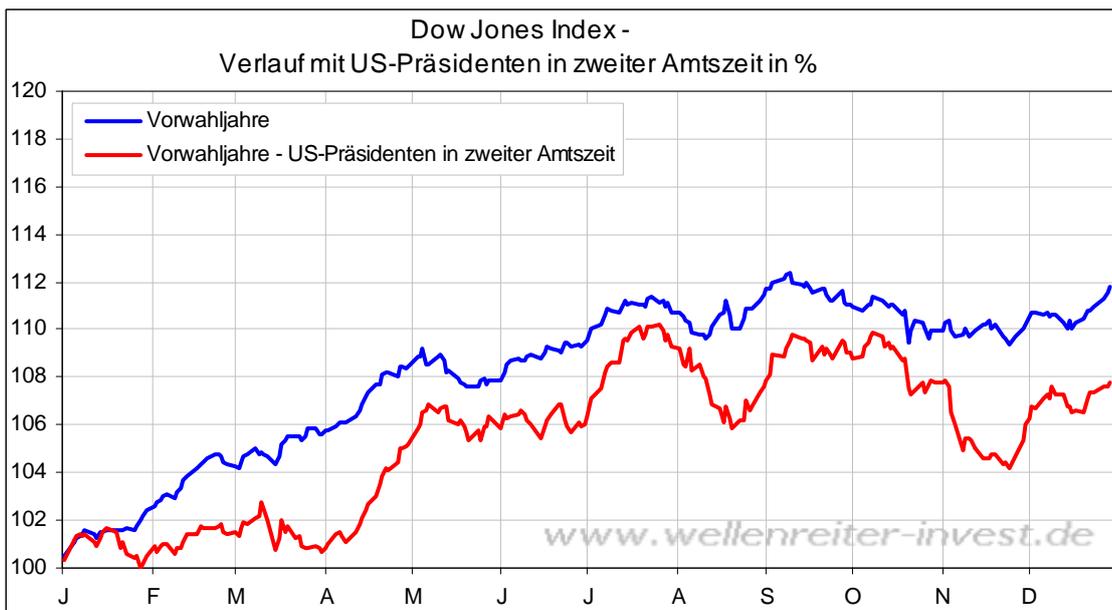


Abb. 6.16: Präsidenten in zweiter Amtszeit (ohne 1987)

Auffällig ist das holprige erste Quartal. Im zweiten Quartal gibt es in Vorwahljahren kein „Sell in May and go away“. Ein zyklischer Hochpunkt erfolgt erst Mitte Juli.

Die Preistiefs im Zwischenwahljahr (zuletzt Anfang Februar 2014) sind üblicherweise der Ausgangspunkt einer Aufwärtsbewegung, der bis zu ihrem Hochpunkt im Wahljahr bedeutende Kurszuwächse mit sich bringt.

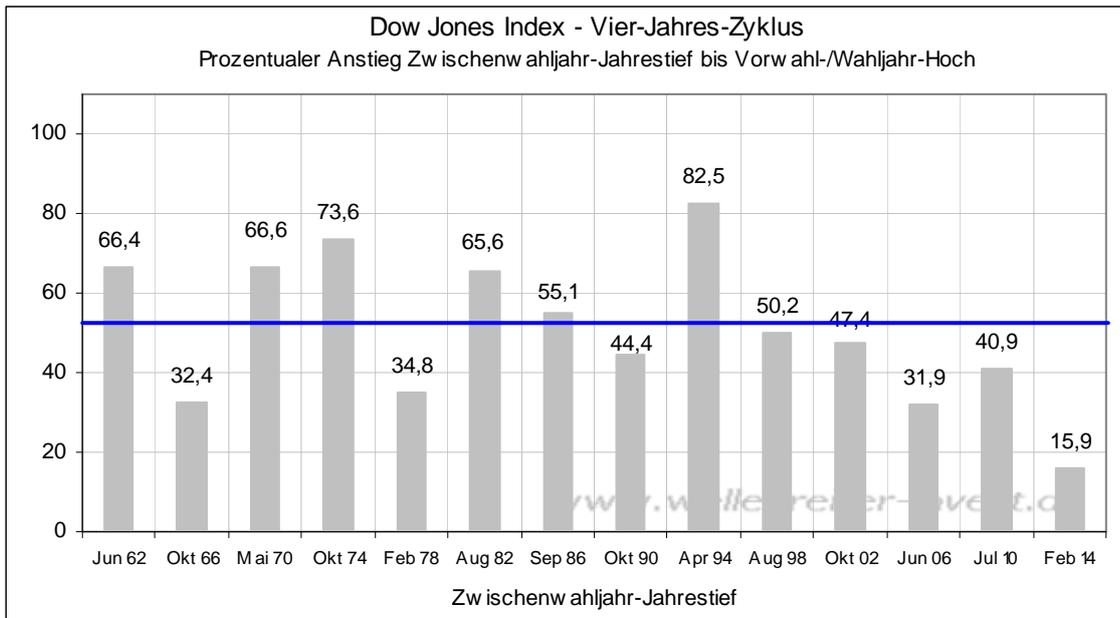


Abb. 6.17: Vier-Jahres-Zyklus

Der momentane Anstieg seit Februar hat noch Luft, auch wenn auffällig ist, dass die zyklischen Kursanstiege seit 1994 rückläufig sind. Würde der Dow Jones Industrial Average das Niveau der schwächsten zyklischen Anstiege wie ab den Tiefpunkten in 1966, 1978 oder 2006 erreichen, dann würde er zumindest in den Bereich der runden Marke von 20.000 Punkte ansteigen.

Fazit

Vorwahljahre stellen die stärksten Jahre im Präsidentschaftszyklus dar. Im ersten Quartal muss man mit kleineren Rückschlägen rechnen. Das zweite Quartal verläuft deutlich positiv. Ein „Sell in May and go away“ ist in Vorwahljahren nicht angebracht, da erst im Juli ein signifikanter Hochpunkt zu erwarten ist. Die erste Jahreshälfte verläuft üblicherweise deutlich positiver als die zweite Hälfte. Erst ab November ist ein positiver Endspurt zu erwarten.

6.4 Dekadenmuster

Das Jahr 2015 stellt nicht nur ein Zwischenwahljahr, sondern – im Rahmen des Dekadenzyklus – ein Jahr dar, das auf der Zahl 5 endet („5er-Jahr“). Das 5er-Jahr wird von vielen zyklisch orientierten Anlegern mit besonderer Spannung erwartet. Denn solche Jahre gestalteten sich in der Vergangenheit überaus positiv.

Nachfolgend die Einzeldarstellung der 5er-Jahre seit dem Jahr 1805.

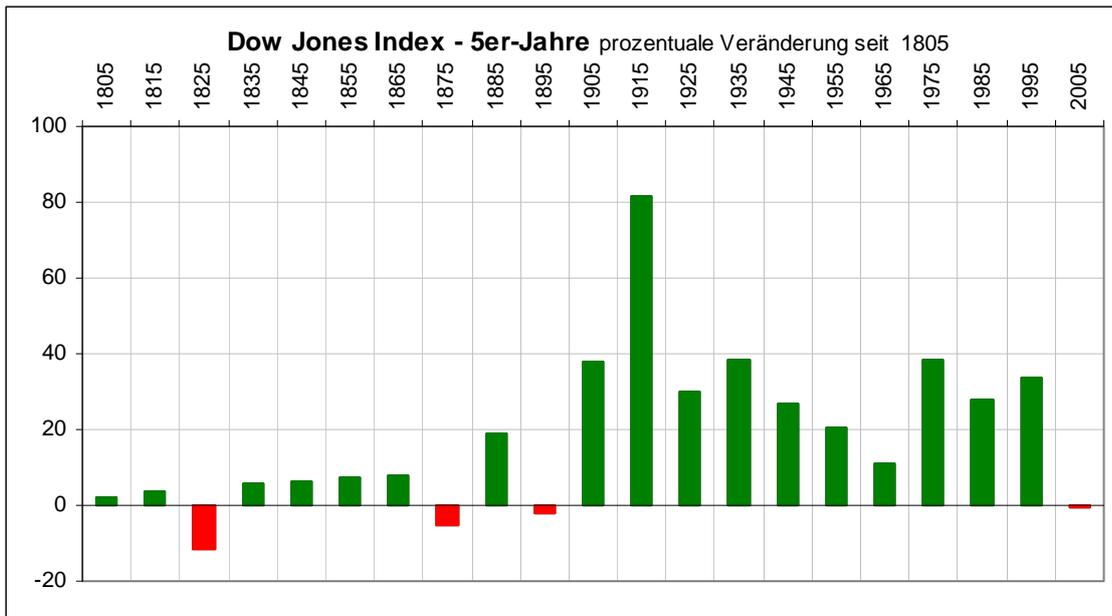


Abb. 6.18: Dow Jones Index 5er Jahre

Nur vier 5er-Jahres-Verläufe seit 1805 zeigten ein negatives Ergebnis. Im 20. Jahrhundert verliefen alle 5er Jahre positiv, erst das neue Millennium mit dem Jahr 2005 beendete die Positivserie des Dow Jones Index mit einem knappen Minus. Der S&P 500 endete 2005 leicht positiv.

17 der 21 Jahresverläufe endeten im Plus. Die Zuwächse in 5er-Jahren können sehr hoch sein. In den Jahren 1975 und 1995 preschten die Indizes aus einem wichtigen Tief bzw. aus einer Konsolidierung heraus nach oben. Die durchschnittliche Entwicklung seit dem Jahr 1805 liegt bei +16,5 Prozent.

Die positive Entwicklung eines Fünferjahres war in vielen Fällen die Folge einer krisenhaften Entwicklung im Vorfeld des Viererjahres. Negativjahre wie 1914 (Beginn des 1. Weltkrieges), der Höhepunkt der Rezession in 1974 oder Konsolidierungsjahre wie 1934, 1984 und 1994 waren die Sprungbretter für ein überdurchschnittliches 5er-Jahr.

Der Durchschnittsverlauf von 5er-Jahren ist von einer anhaltenden Aufwärtsbewegung geprägt (folgender Chart). Betrachtet man nur die Jahre seit 1905, so liegt der durchschnittliche Zuwachs bei 31,4 Prozent.

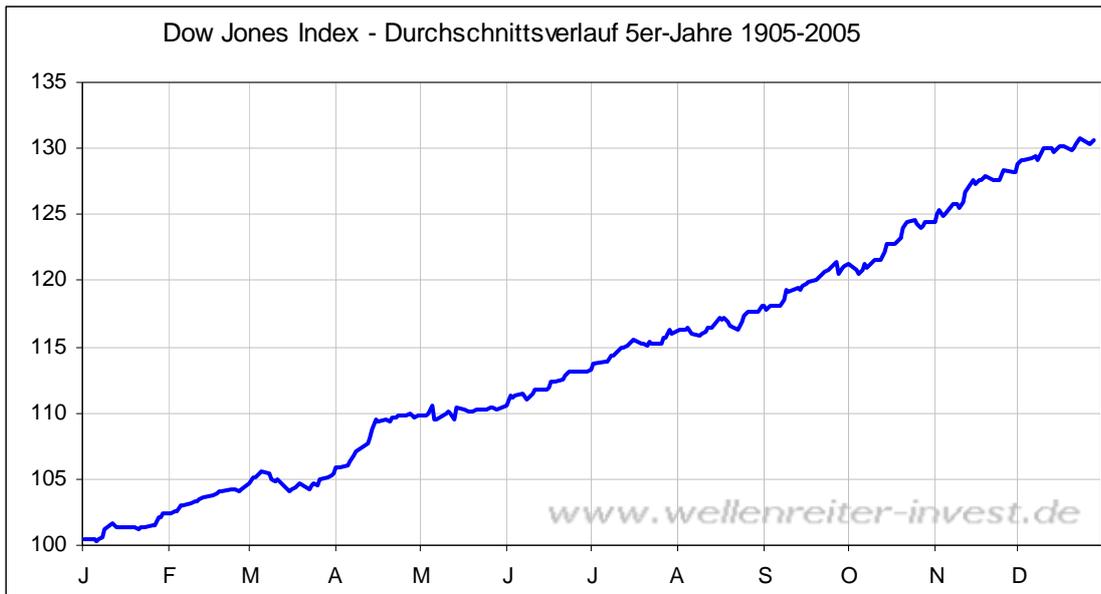


Abb. 6.19: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 5er-Jahre 1905 – 2005

Betrachtet man die Einzelverläufe von 5er-Jahren, die gleichzeitig Vorwahljahre sind, so ergibt sich mit dem Jahr 1915 ein Ausreißer nach oben (braune Linie folgender Chart). Nach dem starken Negativjahr 1914 (Eintritt in den 1. Weltkrieg) ist 1915 als ein statistisch außergewöhnliches Jahr anzusehen.

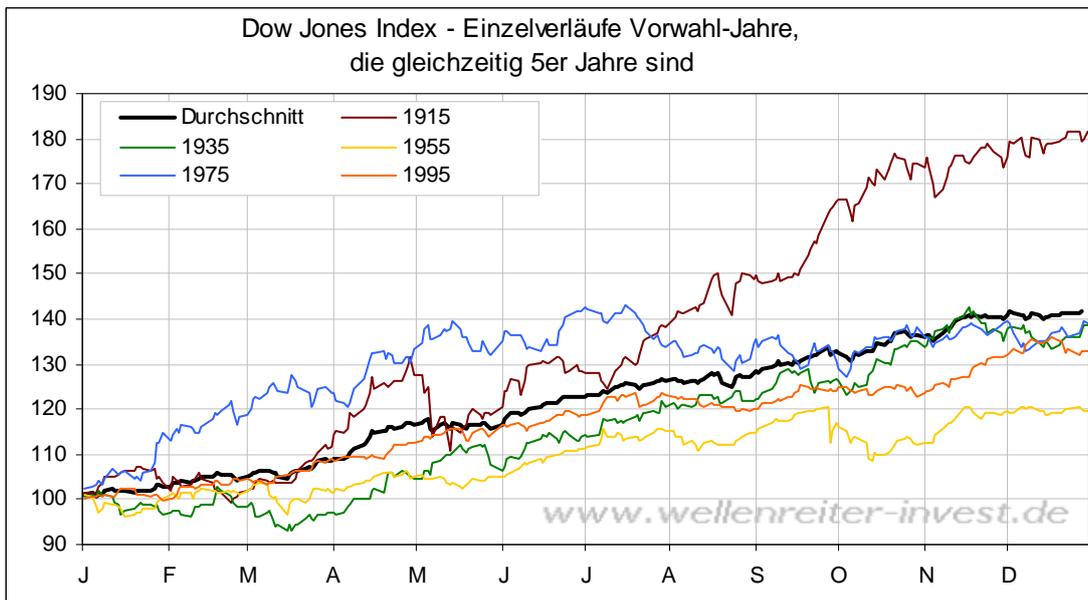


Abb. 6.20: Einzelverläufe Vorwahljahre/4er Jahre

Für die anderen Jahre bleiben Zuwächse in Höhe von 20 bis 40 Prozent. In den Jahren 1955, 1975 und 1995 fiel der Großteil der Zuwächse in der ersten Jahreshälfte an.

Fazit

Die 5er-Jahre sind aus statistischer Sicht die Sahnestücke einer Dekade. Im S&P 500 verliefen alle 5er-Jahre der vergangenen 100 Jahre positiv; der Dow Jones Index endete 2005 marginal im Minus. Der durchschnittliche Zuwachs im Dow Jones Index betrug 31,4 Prozent. Das zweite Quartal ist – wie bei den Vorwahljahren – das positivste Quartal. Das erste Halbjahr entwickelt sich besser als das zweite Halbjahr. Das vierte Quartal brachte ausnahmslos ein positives Ergebnis.

6.5 Januar Effekt

So wie der Januar, so das Jahr. Seit dem Jahr 1897 funktionierte der Januar-Effekt in 74% der Jahre. Das Jahr 2014 gehörte nicht dazu. Der Januar endete negativ, das Jahr hingegen positiv.

Ein negativer Januar führte entweder zu größeren Preisschwächen im Laufe des Jahres oder zu einem enttäuschenden/negativen Jahr; es ist ein Frühwarnindikator. Nicht jeder negativer Januar führt zu einem Negativjahr, seit 2000 gab es die spektakulären Ausnahmen 2003 und 2009. Auch die Jahre 2010 – und eben 2014 - bildeten zuletzt Ausnahmen. Nachfolgend sind die Jahre seit 1946 rot gekennzeichnet, in denen der Januar ein Fehlsignal lieferte.

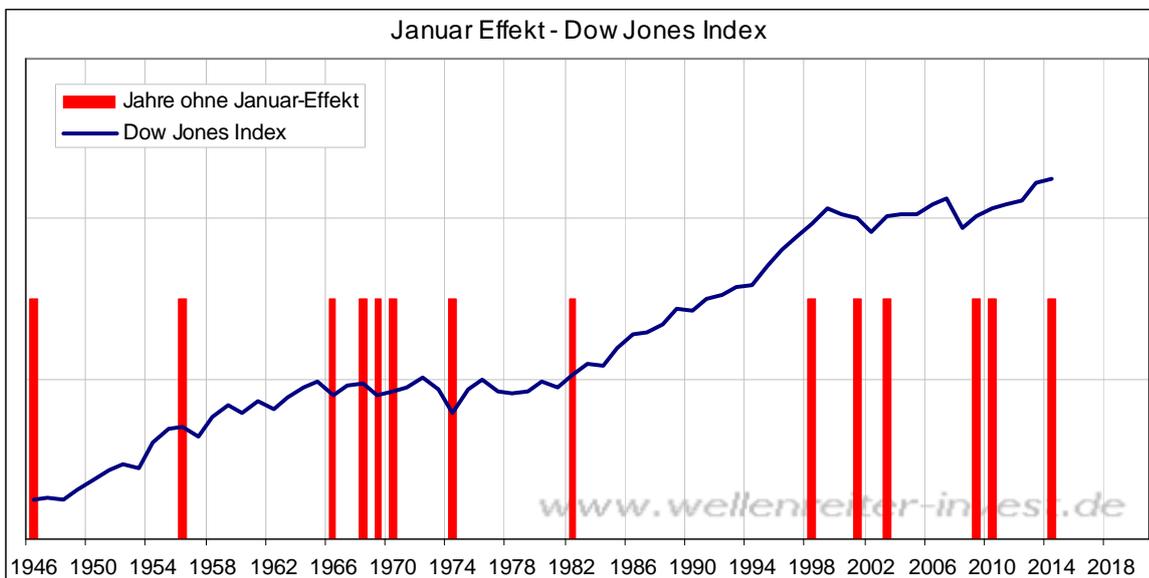


Abb. 6.21: Januar-Effekt

ohne Januar-Effekt: 1946, 1956, 1966, 1968, 1969, 1970, 1974, 1982, 1998, 2001, 2003, 2009, 2010, 2014

Seit dem Jahr 1998 nahm die Signifikanz des Januar-Effekts deutlich ab. In 6 der 17 Jahre (35% der Fälle) trat der Januar-Effekt nicht auf. Bis auf das Jahr 2003 gab es in den Vorwahljahren kein Fehlsignal des Januar Barometers (bei einem negativen Januarverlauf).

In den Jahren 2011 bis 2013 stieg der Dow im Januar jeweils deutlich und trendartig an. Wir schrieben im vergangenen Jahresausblick: „Aufgrund der aktuellen Konstellation im Sentiment erwarten wir in diesem Jahr keine Fortsetzung dieses Januar-Trends. Im Januar 2012 griff die EZB mit Dreijahrestendern ein, im Januar 2013 begann die US-Notenbank ihr Anleihenkaufprogramm QE3.“ Anfang 2014 gab es keine derartige Unterstützung. Der Dow verlor im Januar 2014 deutlich.

Im Januar 2015 ist damit zu rechnen, dass die EZB ihr Anleihenkaufprogramm startet. Der Monat sollte für die Aktienmärkte positiv verlaufen. So wie der Januar wird, sollte auch das Jahr werden.

6.6 Marktstruktur

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

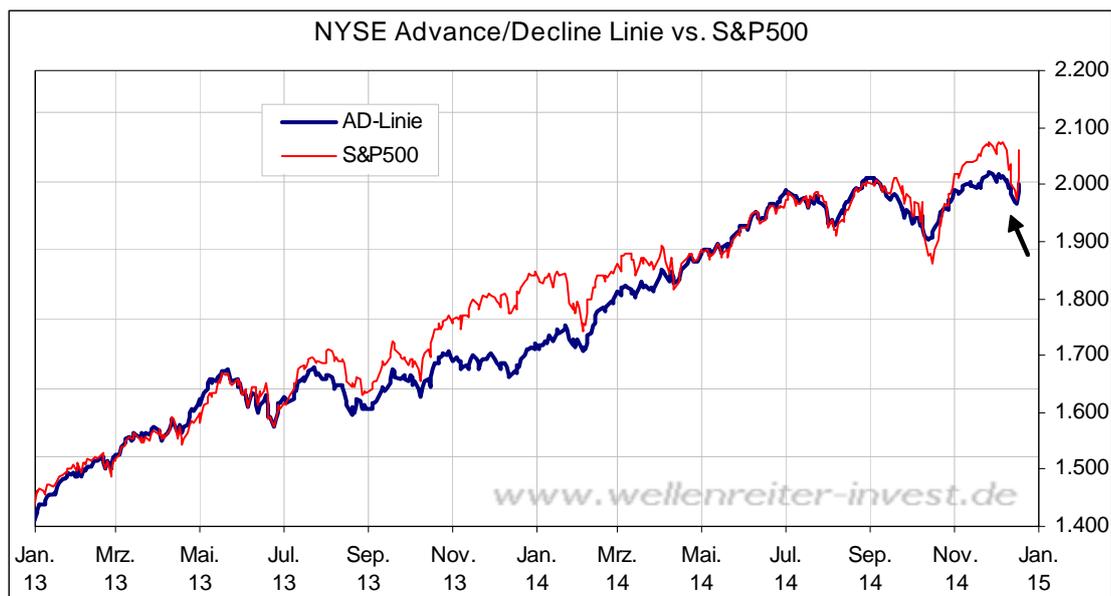


Abb. 6.22: NYSE-AD-Linie

Die AD-Linie hinkt seit dem Herbst 2014 dem S&P 500 hinterher. Eine kleinere Divergenz ist vorhanden, die aber im Begriff ist, geschlossen zu werden.

Zwischen dem 1. und 11. Dezember 2014 traten acht Hindenburg-Omen auf. Das Signal ist nach dem Luftschiff Hindenburg benannt, das am 6. Mai 1937 in New York abstürzte. Die Omen sind auf dem folgenden Chart als eine breite Linie dargestellt (siehe Pfeil).

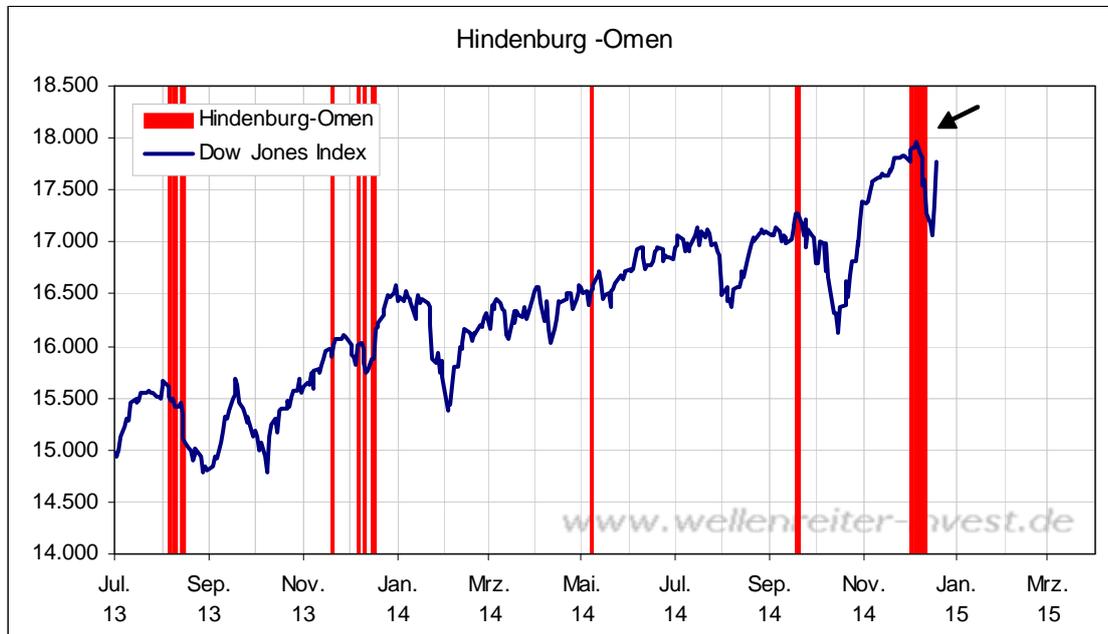


Abb. 6.23: Hindenburg-Omen

Ein solches Signal entsteht immer dann, wenn der US-Markt sowohl durch eine hohe Zahl von Aktien, die neue Hochpunkte markieren, als auch durch viele neue Tiefpunkte gekennzeichnet ist. Dabei muss die Markttendenz positiv sein. Zuletzt zeigten im September zwei Omen recht exakt einen Hochpunkt an.

Die Hindenburg-Omen vom Dezember wurden durch neue Tiefs im Energiesektor ermöglicht. Deshalb kann man von einer Sondersituation sprechen. Der breite Markt außerhalb des Energiesektors zeigt nur wenige neue Tiefs. Der US-Energiesektor vereint etwa 10 Prozent der Marktkapitalisierung des S&P 500 auf sich. Noch im Juni 2014 lagen die Energiewerte im Performancevergleich ganz vorn.

Hindenburg-Omen, die zum Jahresende hin auftreten, schreiben teilweise ihre eigenen Gesetze. Zu einem Fehlsignal kam es im November 2012. Die Omen vom Dezember 2013 wurden zunächst von der Jahresendrally überrannt, bevor letztendlich doch noch - zu Jahresbeginn 2014 - die Korrektur folgte.

Andererseits können Dezember-Omen hervorragende Signale liefern. Es sei nur an die Omen erinnert, die zwischen dem 3. und 13. Dezember 1999 an sieben Handelstagen hintereinander auftraten (grüner Kreis folgender Chart).

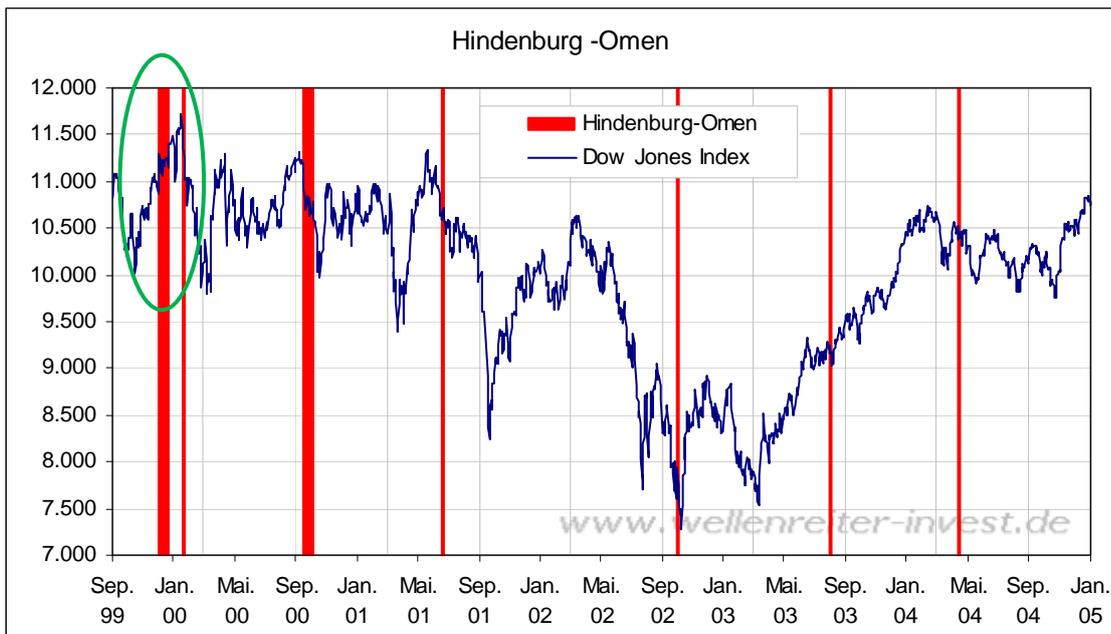


Abb. 6.24: Hindenburg-Omen 1999

Die Omen signalisierten das damalige Ende der „New Economy“. Das Jahr 2000 stand unter dem Eindruck einer großen Top-Bildungsphase über viele Monate. Eine ähnliche Entwicklung war auch für die Topbildungsphase im Jahr 2007 verantwortlich.

Bisher steigen die Ausfallrisiken lediglich im Energiesektor. Eine Ansteckung des breiten Marktes benötigt einen Transmissionsriemen. Die Hausbaukrise der Jahre 2005/2006 führte direkt in die Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009. Eine solche Krise benötigt einen langen Zeitraum, um sich auf den Gesamtmarkt zu übertragen.

Damals erfolgte die Ansteckung über ABS-Papiere, die bei rapide fallenden Hausbau-preisen wertlos wurden. Auch jetzt liegt in einem Sektor eine crashartige Preisverfalls-situation vor. Noch glauben viele Protagonisten an eine schnelle Erholung der Energiepreise. Die Nervosität nähme dann zu, wenn es dazu zunächst nicht käme.

Angesichts der Situation in Russland sowie des Abwärtstrends des Ölpreises bilden fallende Emerging-Markets-Anleihen ein Risiko für die Finanzmärkte. Nachfolgend zeigen wir den iShares-ETF für Unternehmensanleihen aus Schwellenländern.

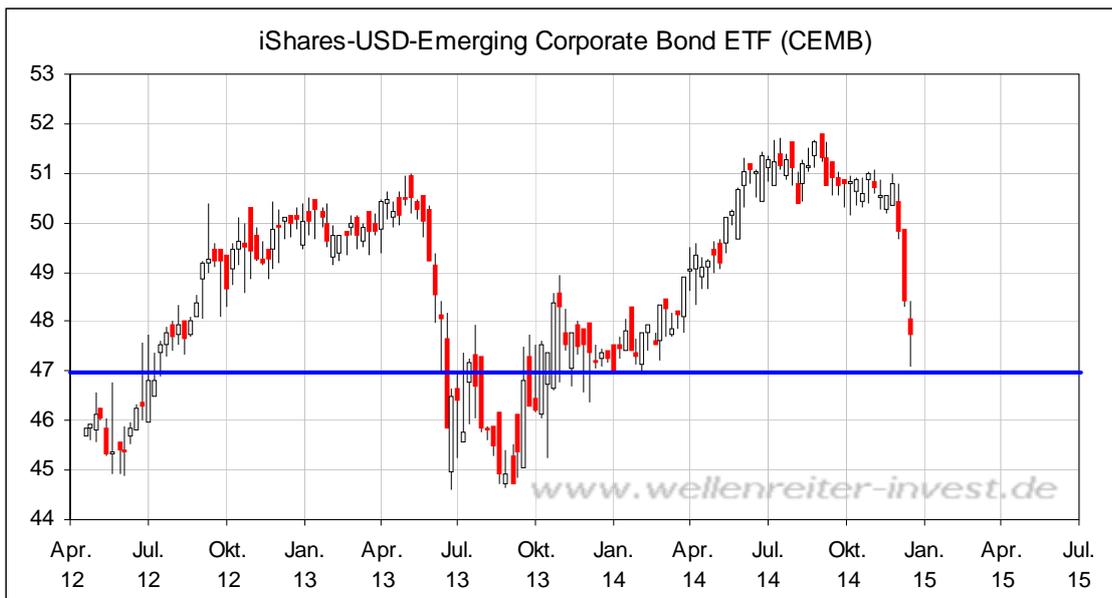


Abb. 6.25: EM Corporate Bond

Die blaue Linie markiert den Stand des ETF zum Jahresanfang 2014. Erst dann, wenn diese Anleihen deutlich unter Wasser sind, dürfte eine Ansteckungsgefahr vorliegen.

Der Blick in den Hochzins-Bereich der Schwellenländer verdeutlicht den Kampf um die Null-Linie (folgender Chart).

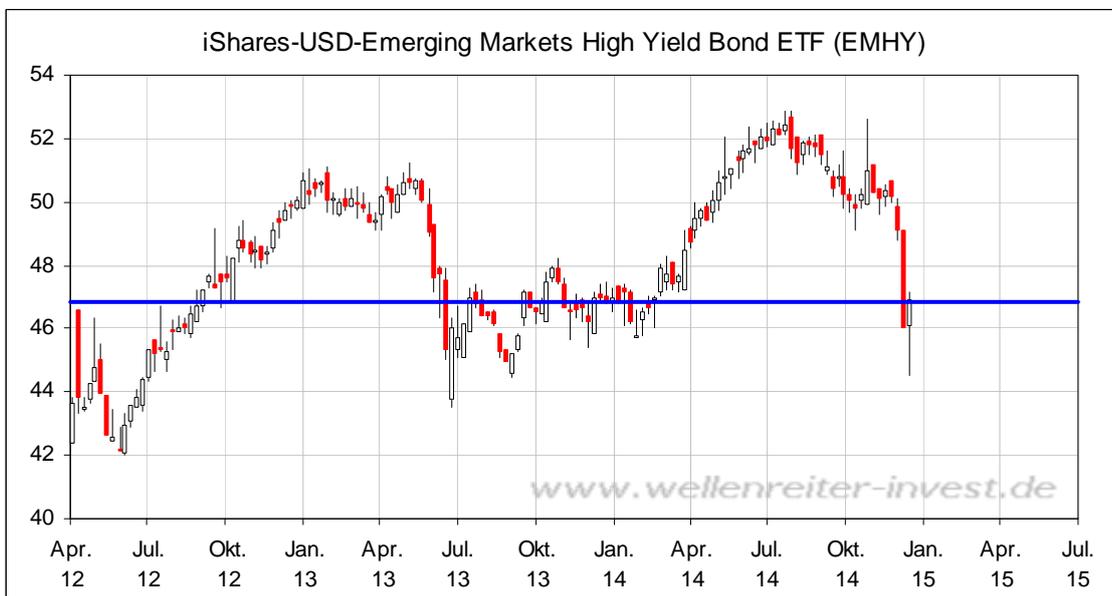


Abb. 6.26: EM High Yield Corporate Bond

Die Formation an sich sieht nicht besonders „verlockend“ aus, um es vorsichtig auszudrücken. Für das Jahr 2015 signalisieren diese Formationen eine Ansteckungsgefahr für die breiten Märkte. Allerdings: Um eine Wirkung zu erzielen, müssten diese ETF's noch stärker fallen.

Sollte sich die Marktbreite nicht verbessern, spräche die Kombination von Hindenburg-Omen und mangelnder Marktbreite für einen holprigen Start des neuen Jahres 2015.

Die Chicagoer Optionsbörse CBOE hat den so genannten „Skew“-Index entwickelt. Der Begriff „skew“ bedeutet „schräg“. Der Index misst das so genannte „Tail Risk“, also das Risiko einer extremen Bewegung im S&P 500. Der Index errechnet sich aus dem Preis nicht im Geld liegender Optionen („out of the money-options“). Er hat eine Spanne von 100 bis 150. Je mehr sich der Skew-Index der Marke von 150 nähert, desto wahrscheinlicher wird eine heftige Marktreaktion.

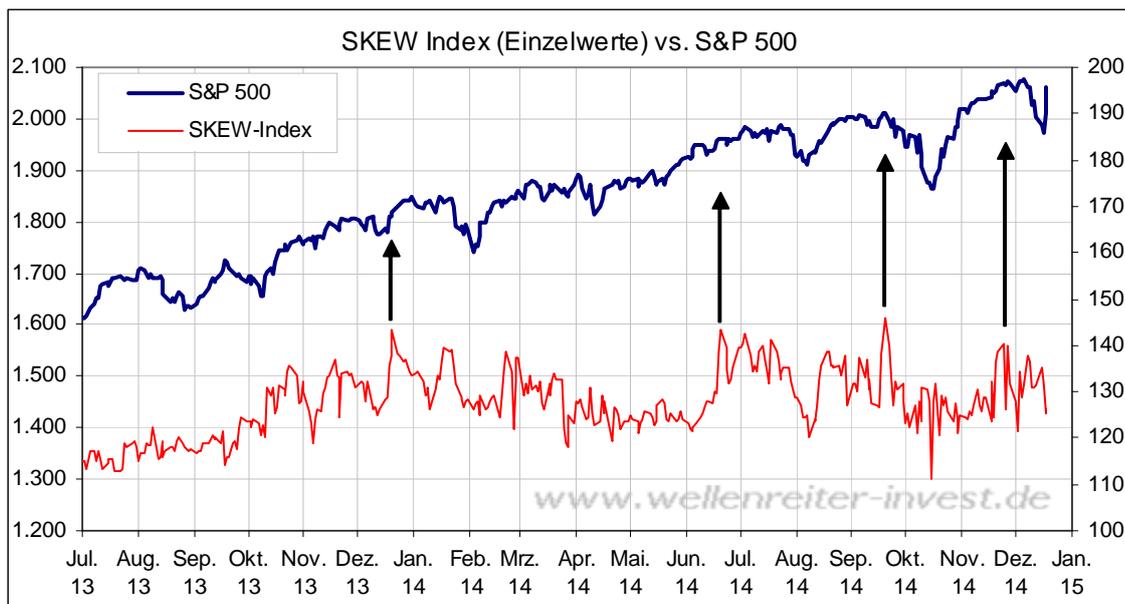


Abb. 6.27: Skew-Index

Bereits viermal im Jahr 2014 hat der Index gute Dienste im Bezug auf das Erkennen einer Korrektur gezeigt (vor der Januar-, der August-, der Oktober- und der Dezember-Korrektur).

Im abgelaufenen Jahr 2014 lieferte die Kombination aus Hindenburg-Omen und Skew-Index gute Signale. Sollte in 2015 die Anzahl der Hindenburg-Omen wie 2000 und 2007 verstärkt auftreten und der Skew-Index parallel „anschiagen“, so wären dies wichtige Hinweise für eine Marktschwäche.

6.7 Sentiment

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

Die Allokation der Anleger erreicht zum Jahresende 2014 eine Verteilung von 67% Aktien, 16% Anleihen und 17% Cash. In dieser AAI-Umfrage werden die Anleger monatlich zu ihren Investment-Anteilen befragt (folgender Chart).

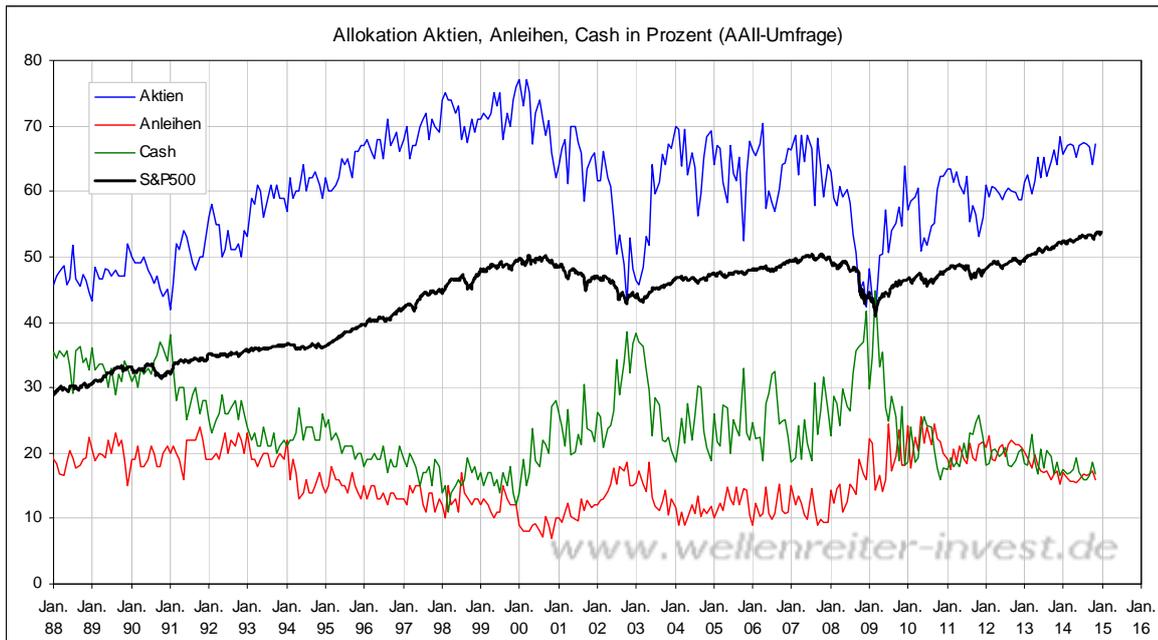


Abb. 6.28: AAI-Asset-Allocation

Aktien und Anleihen sind Hand in Hand gestiegen. Die Kleinanleger verändern ihre Allokationen nicht. Man müsste erwarten, dass die 70-Prozent-Marke bei Aktien noch angelaufen wird.

Der Kapitalfluss in US-Aktienfonds war in der ersten Jahreshälfte 2014 positiv. Ab Juli tröpfelte es nur noch (folgender Chart).

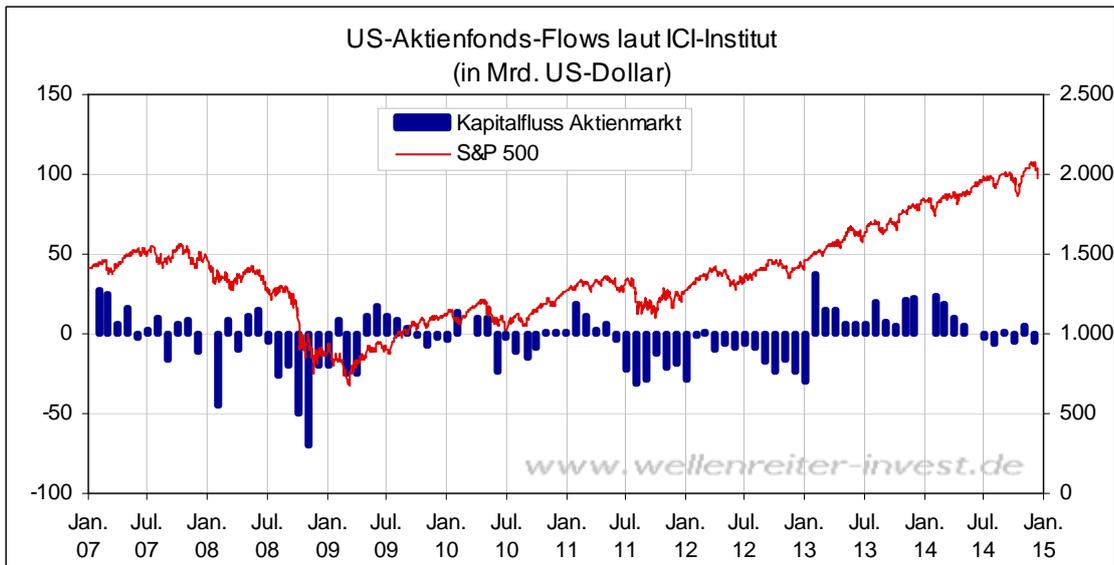


Abb. 6.29: US-Aktienfonds-Flows

Ein solches Verhalten ist atypisch für eine Hausse. Die Anleger sind in der Phase ohne QE deutlich vorsichtiger geworden.

Nur noch sehr wenige US-Börsenbriefschreiber sind bearish eingestellt. Im Jahr 2014 schwankte der Bärenanteil zwischen 14 und 20 Prozent. Über einen derart langen Zeitraum ergab sich bisher nur einmal - im Jahr 1983 - eine derart niedrige Quote.

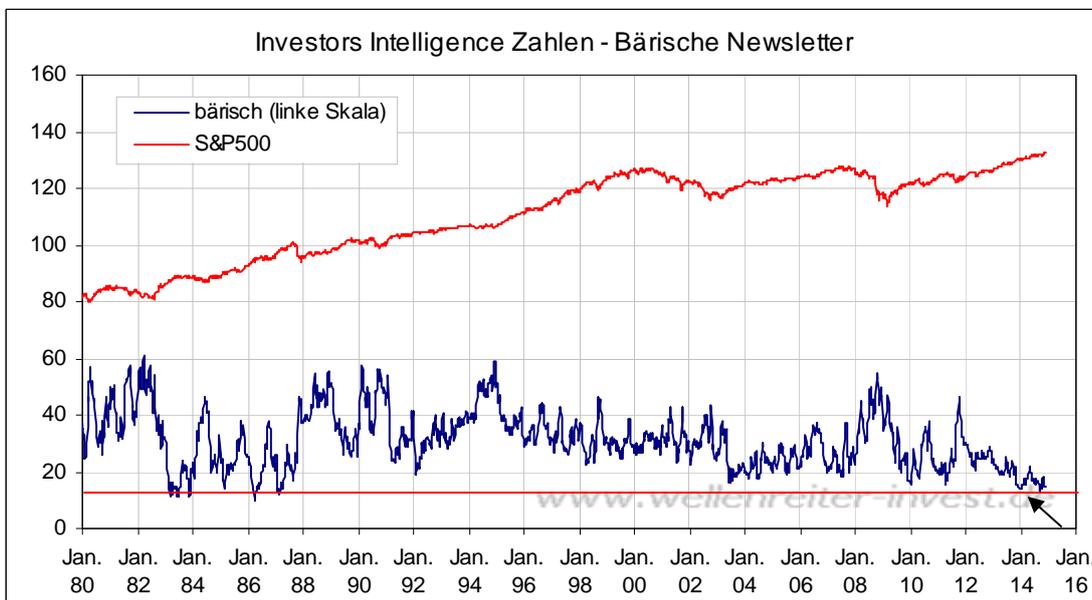


Abb. 6.30: Bearische Börsenbriefverfasser

Es folgte damals eine längere Konsolidierungsperiode, bevor wesentlich mehr Skepsis den Weg einer weiteren Aufwärtsbewegung ebnete.

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

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

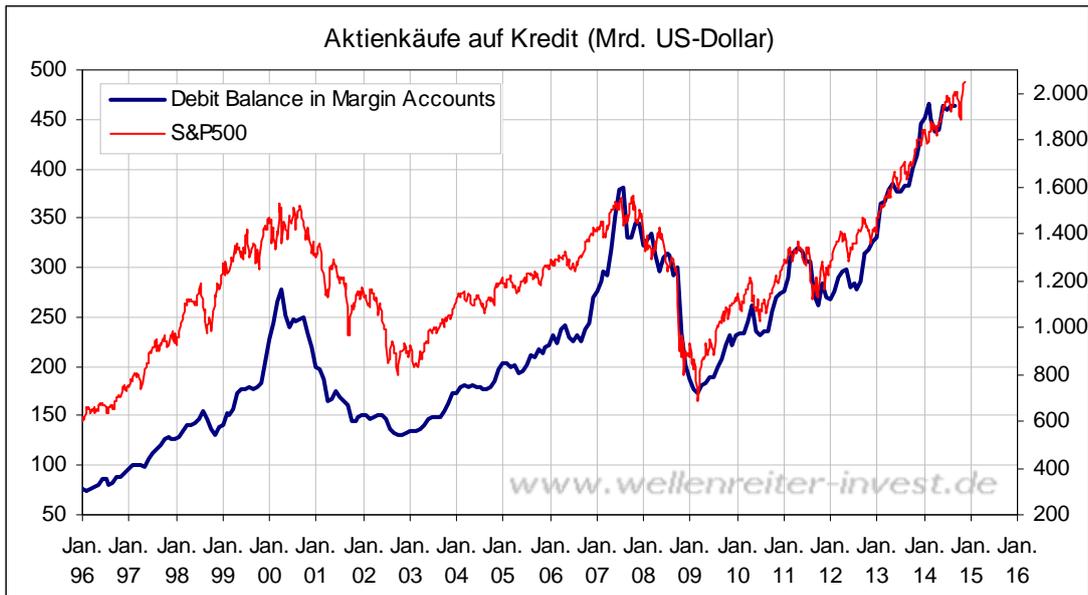


Abb. 6.31: Aktienkäufe auf Kredit

Letztendlich weiß niemand, wann die Musik stoppt. Denn wann ist ein Extrem ein Extrem? Die Antwort liegt möglicherweise im folgenden Chart. Die Ratio der Aktienkäufe auf Kredit zum tatsächlichen Vermögen in den Depots befindet sich auf einem Niveau, welches dasjenige aus dem Jahr 2000 deutlich unterbietet (folgender Chart).

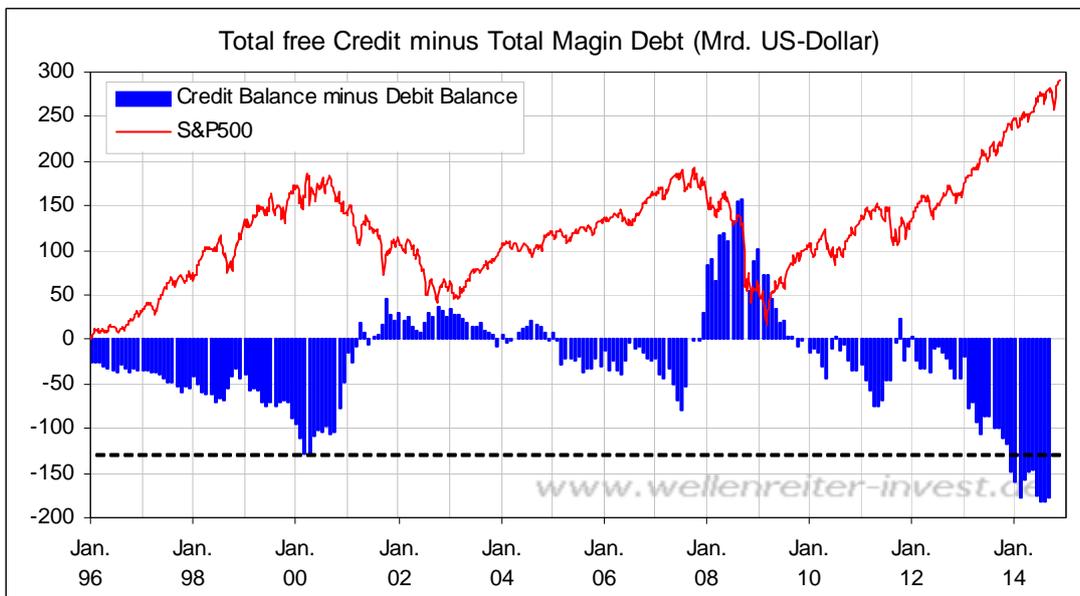


Abb. 6.32: Credit Balance minus Debit Balance

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

Die Stimmung ist optimistisch. Extremwerte bei den US-Börsenbriefschreibern sowie die hohe Spekulation auf Kredit begrenzen das weitere Anstiegspotential des Aktienmarktes.

6.8 Sektoren im Fokus

Health Care und Technologie führen die Liste der besten Sektoren im S&P 500 an. Die Underperformer waren die Energiewerte.

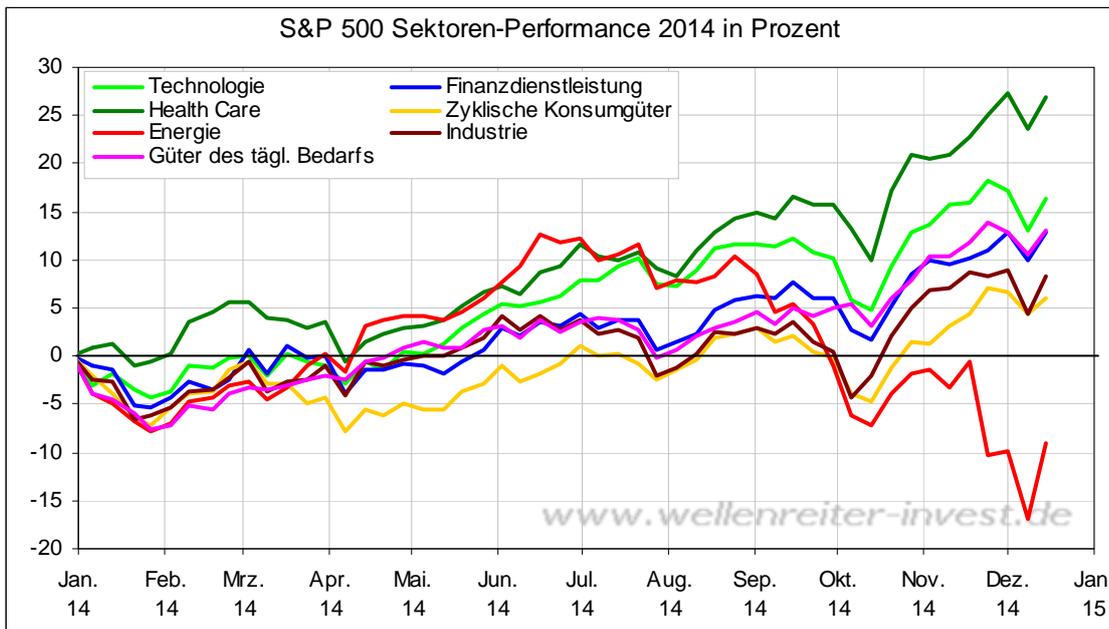


Abb. 6.33: S&P 500 Sektoren-Performance

In einer Aufschwungphase vollzieht sich eine Veränderung der Marktpräferenzen von den nicht-zyklischen zu den zyklischen Branchen. Zyklische Branchen sind beispielsweise die Bereiche Autos, Einzelhandel und Hausbau, während nicht-zyklische Branchen die Bereiche Nahrungsmittel, Getränke, Tabak oder auch der Pharmasektor und die Versorger darstellen.

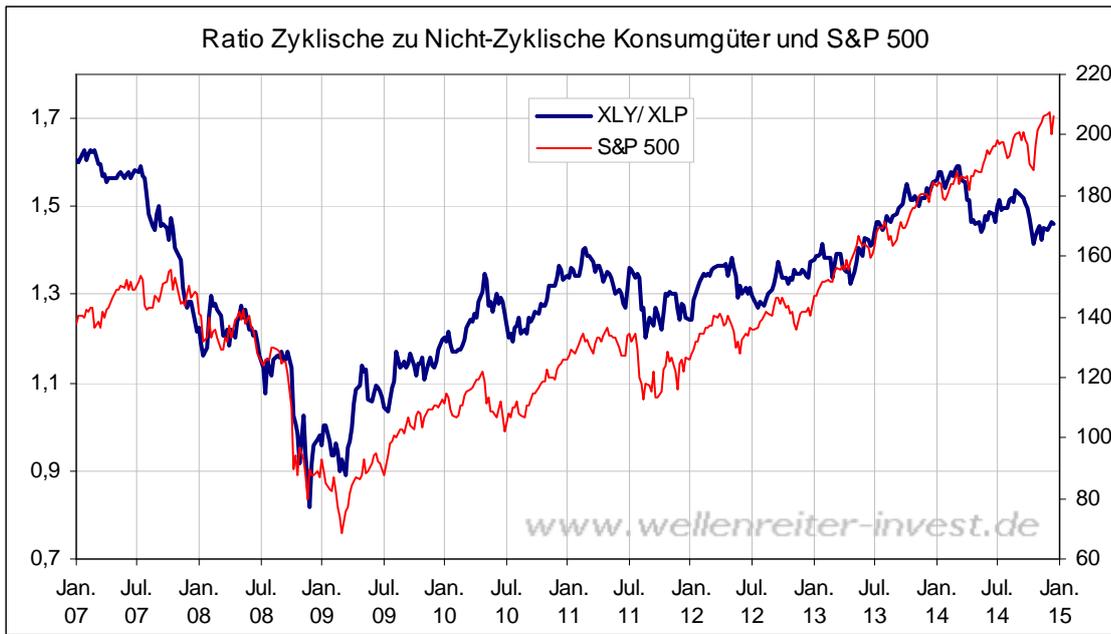


Abb. 6.34: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren

Die Ratio der zyklischen zu nicht-zyklischen Konsumgütern toppte im Frühjahr 2014 und bildet eine negative Divergenz gegenüber dem S&P 500 aus. Der laufende USAufschwung wird von den Nicht-Zyklikern getragen, Theorien widersprechend, wonach zyklische Werte in einer wirtschaftlichen Expansion die Oberhand behalten. Zumindest im Jahr 2014 ist die US-Wirtschaft trotz – oder gerade wegen – der Stärke der Nicht-Zykliker (Health Care Aktien, Versorger) gewachsen. Die Zykliker – sie entwickelten sich ebenfalls positiv – konnten die Performance der Nicht-Zykliker nicht erreichen.

Die US-Hausbauunternehmen erscheinen – als zyklische Werte – interessant.

US-Hausbau-Index (DJUSHB) Monatschart

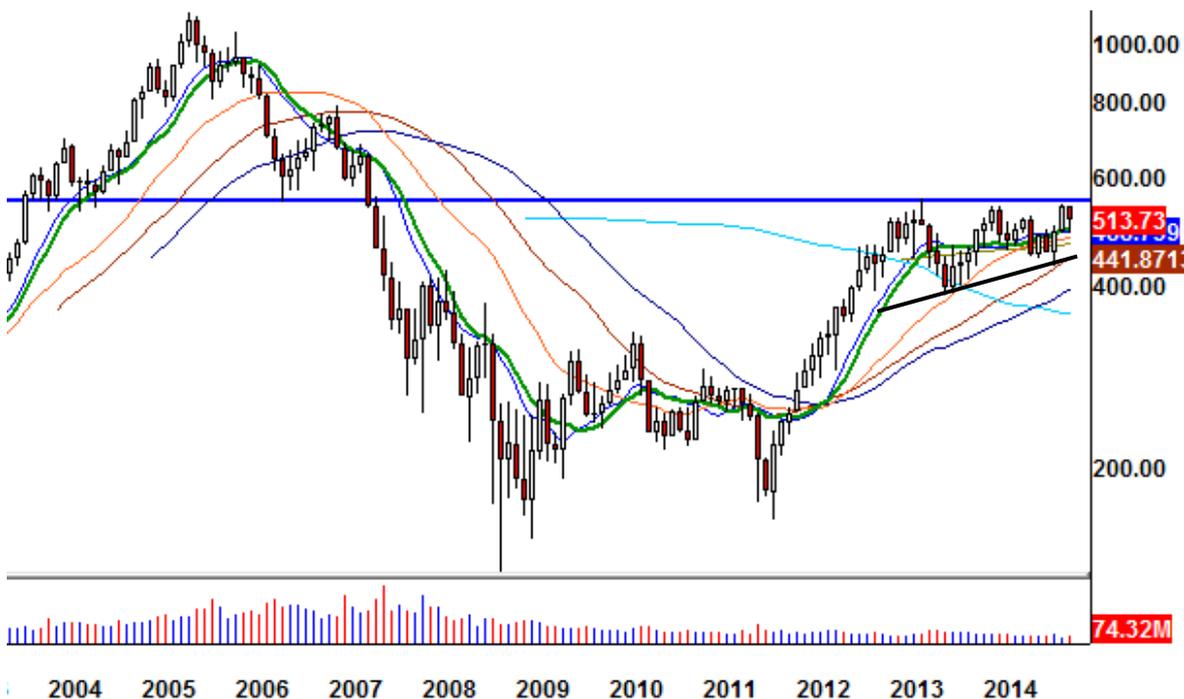


Abb. 6.35: US-Hausbau-Index

Die Hausbauer haben seit Mitte Oktober 2014 zulegen können. Charttechnisch könnte sich eine Tasse/-Henkel-Formation ausbilden. Die entsprechende Widerstandslinie befindet sich bei 550 Punkten (blaue Linie obiger Chart).

Damit besitzt eine zyklische Branche, die in den beiden letzten Jahren deutlich hinter der Entwicklung des S&P 500 zurückblieb, die Chance, Fahrt aufnehmen zu können. Hausbau-Index und S&P 500 weisen eine vergleichsweise geringe Korrelation auf. Bei einem Ausbruch läge das Ziel bei etwa 800 Punkten.

Auf der anderen Seite lässt sich argumentieren, dass die zu erwartenden Zinserhöhungen den Sektor negativ treffen werden. Ein Triple-Top liegt ebenfalls im Bereich des Möglichen. Aufgrund der Verengung dürfte die Richtungsentscheidung im ersten Halbjahr 2015 fallen.

Unterstützung würde ein Ausbruch in der Tatsache finden, dass von jetzt an wieder leicht geburtenstärkere US-Jahrgänge (1968-1970; grüne Linien folgender Chart) in das „bauwillige Alter“ kommen. Diese beträgt durchschnittlich 47 Jahre.

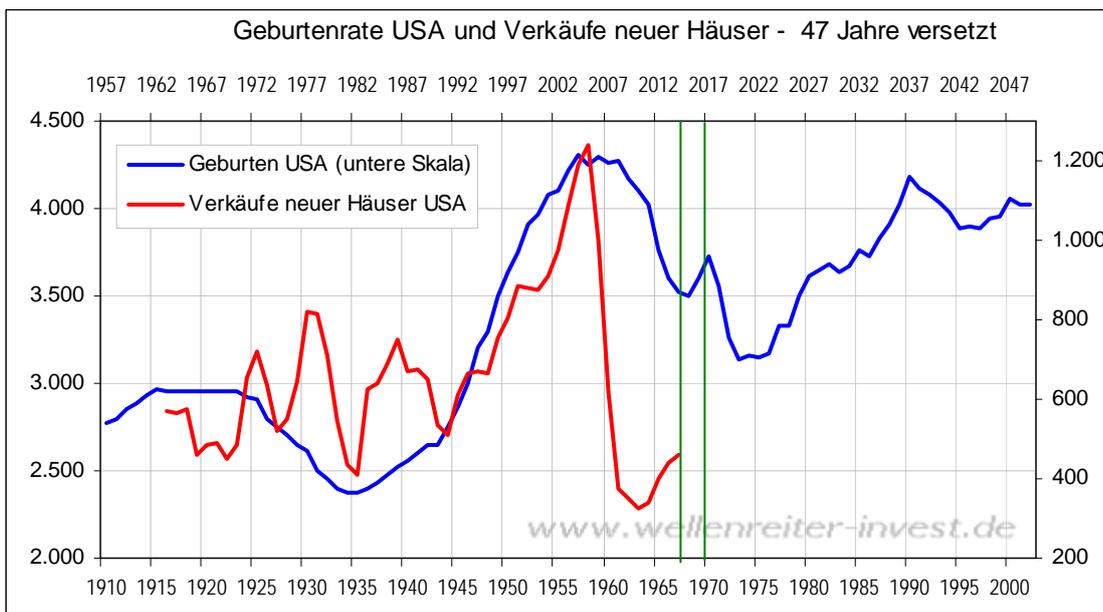


Abb. 6.36: Geburtenrate und Verkäufe neuer Häuser

Der Chart geht auf eine Untersuchung zurück, die Harry Dent bereits in den 1990er Jahren durchführte. Zusätzliche Unterstützung käme, wenn der Bauholz Chart (siehe Rohstoffe) aus seinem Dreieck nach oben ausbrechen würde.

Der Nasdaq Composite Index befindet sich noch unterhalb seines Hochpunktes aus dem Jahr 2000. Das Allzeithoch im Bereich von 5000 Punkten aus dem Jahr 2000 ist als bedeutsamer Widerstand einzustufen.

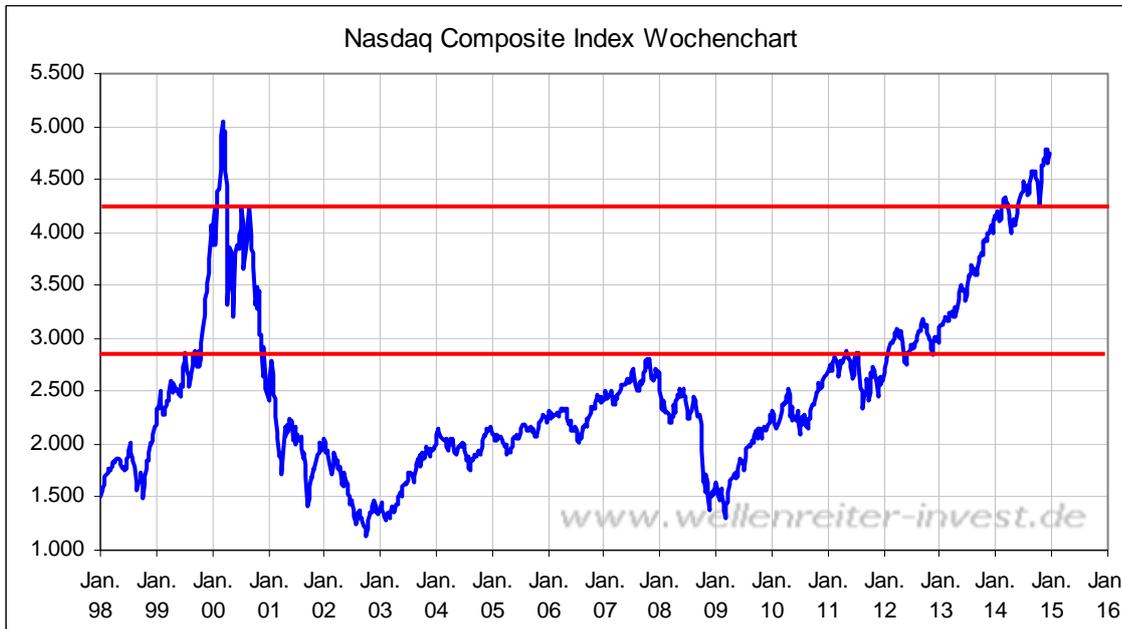


Abb. 6.37: Nasdaq Composite Index

In den Jahren 2013 und 2014 entwickelte sich der Tech-Sektor signifikant besser als der Bereich der Standardwerte. Dieser führende Sektor besitzt bis zu seinem bedeutenden Widerstand nur noch ein moderates Potential. Dort sollte die Aufwärtsbewegung zunächst enden.

US-Biotech-Sektor Monatschart

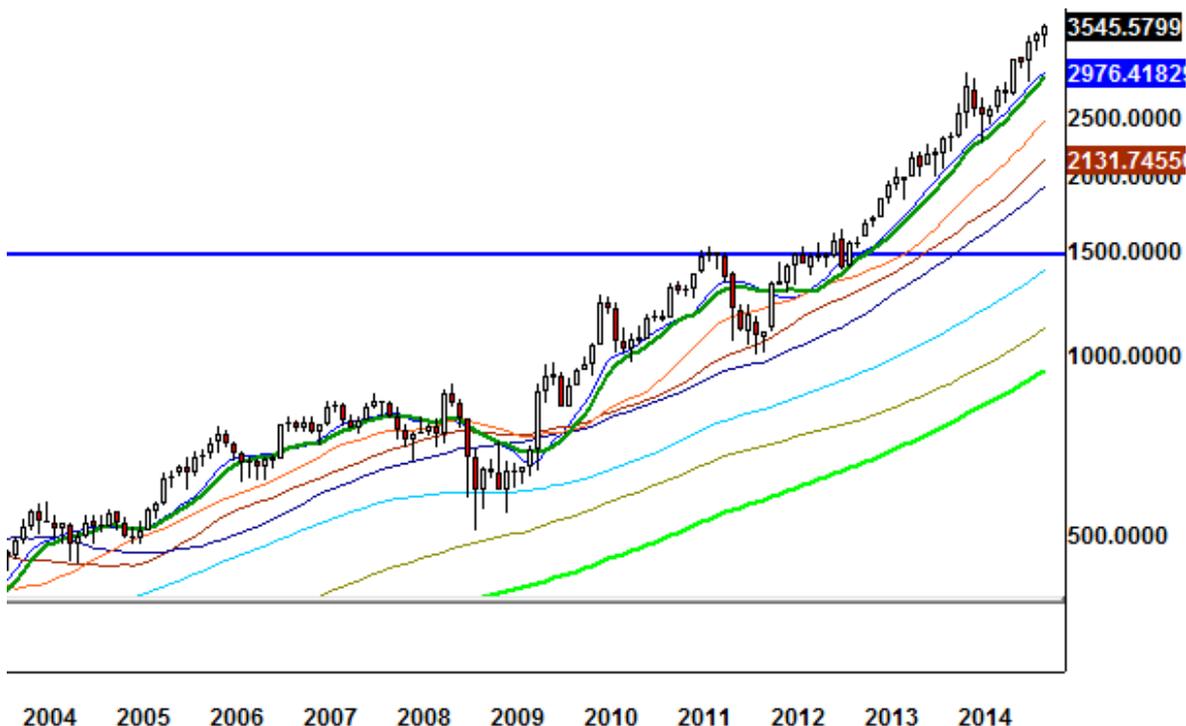


Abb. 6.38: US-Biotech-Sektor Monatschart

Die Biotech-Aktien legten – wie schon 2013 - um 50 Prozent zu. 2012 betrug der Zuwachs 40 Prozent. Der Biotech-Sektor ist der Outperformer der letzten drei Jahre. Fed-Chefin Janet Yellen hatte den Biotech-Sektor im Frühjahr als Beispiel für eine Blase bezeichnet. Wann ist eine Blase eine Blase? Der Anstieg ist stetig, ruhig und teils treppenförmig. Der 1-Jahre-GD (grün) ist seit drei Jahren die Leitlinie, an der sich der Index immer wieder abstützt. Der Aufwärtstrend ist intakt. Eine Top-Bildung verlangt Zeit. Bei einem solchen Trend sind das mehrere Monate.

Sollte sich die US-Zentralbank für Zinserhöhungen im dritten Quartal entscheiden, sind die Biotechs im Vorfeld der erste Kandidat für ein Risk-off-Szenario. Das bedeutet zumindest einmal Luft ablassen. Wir gehen davon aus, dass die Biotechs in 2015 erstmals seit drei Jahren ihre Outperformer-Rolle ablegen werden.

Der US-Nebenwerteindex Russell 2000 zeigte im Jahr 2014 relative Schwäche zum S&P 500. Die Nebenwerte waren für die schwache Marktbreite verantwortlich.

Russell 2000 Monatschart

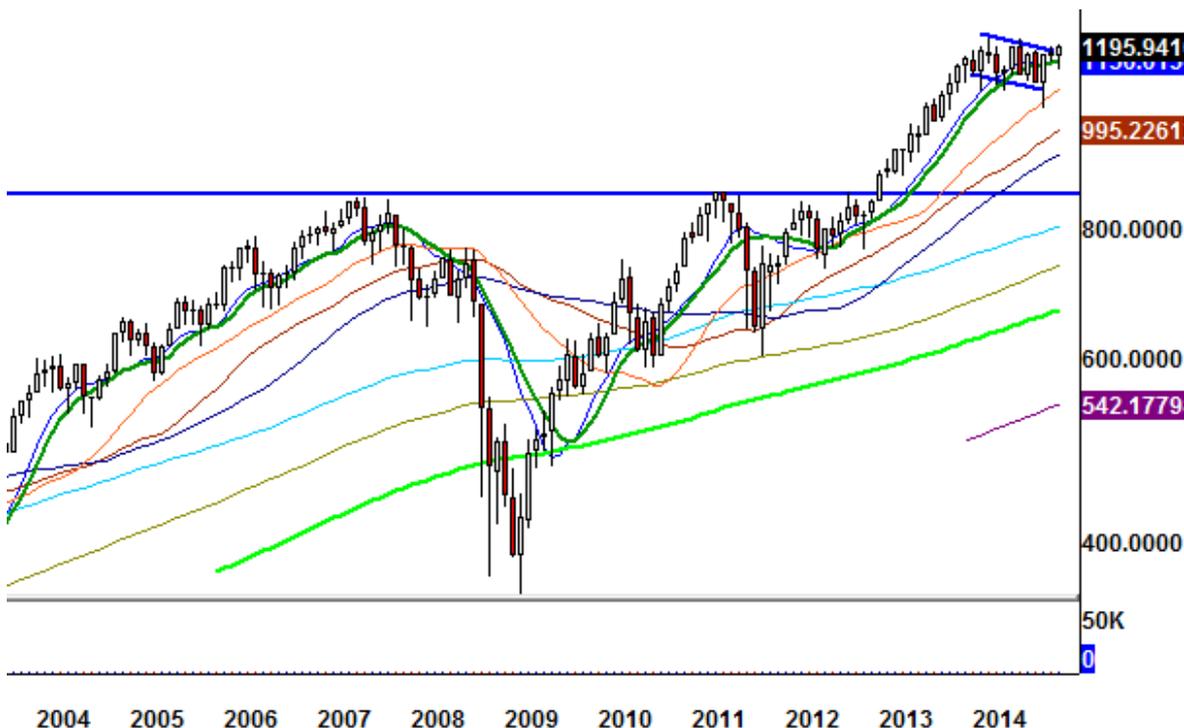


Abb. 6.39: Russell 2000 Monatschart

Der Index wird sich in Kürze entscheiden müssen, ob er das Jahr 2014 als Konsolidierungsjahr in einem generellen Aufwärtstrend abhakt und die Trendfortsetzung spielt oder sich in eine Top-Bildungsphase begibt. Während sich Dow und S&P 500 im widerstandsfreien Raum bewegen, offerieren sich dem Nasdaq, den Hausbauern und dem Russell 2000 Widerstände.

6.9. Leit-Aktienindizes

6.9.1 DAX

Das längerfristige Chartbild des DAX zeigt die Ausbildung eines Dreiecksmusters. Aus dieser Formation ist der DAX im Jahr 2013 über die Marke von 8.200 Punkten nach oben ausgebrochen. Das Preistief von Oktober 2014 mit 8.350 Punkten entspricht einem erfolgreichen Test des Ausbruchs.

Performance-DAX Monatschart



Abb. 6.40: P-DAX seit 1960

Nach einem solchen Rücktest ist mit einer Trendfortsetzung zu rechnen, die den Performanceindex auf neue Rekordhöhen bringen dürfte. Die runde Marke von 10.000 Punkten bremste den Index in 2014 beständig aus.

Beim Potential der Bewegung ist ein Blick auf den DAX-Kursindex (KDAX) sinnvoll, da der Kursindex noch substanzielle Widerstände besitzt. Der KDAX befindet sich noch unterhalb der wichtigen Widerstandsmarken der Jahre 2000 und 2007. Der Hochpunkt von 2007 ist beinahe erreicht.

Kurs-DAX Monatschart



Abb. 6.41: K-DAX seit 2000

Kann er überwunden werden, dann ist im technischen Sinne viel Platz bis in den Bereich von 6.000 Punkten bzw. dem Allzeithoch bei 6.266 Punkten. Für den Performanceindex würde eine solche Bewegung des Kursindex eine Bewegung in den Bereich von etwa 12.000 Punkten bedeuten. Ähnlich wie bei einigen US-Indizes befindet sich eine starke Widerstandszone knapp oberhalb des aktuellen Kursniveaus. Erst dann, wenn dieser Widerstand überwunden werden kann, sind die genannten Ziele erreichbar.

6.9.2 Euro Stoxx 50

Zur Halbzeit der Dekade lässt sich feststellen, dass Europa in Form des Euro Stoxx 50 massiv gegenüber dem S&P 500 in der Entwicklung zurückliegt. Seit dem Herbst-Crash 2011 entwickelte sich der S&P 500 signifikant besser als der Euro Stoxx 50 oder der K-DAX.

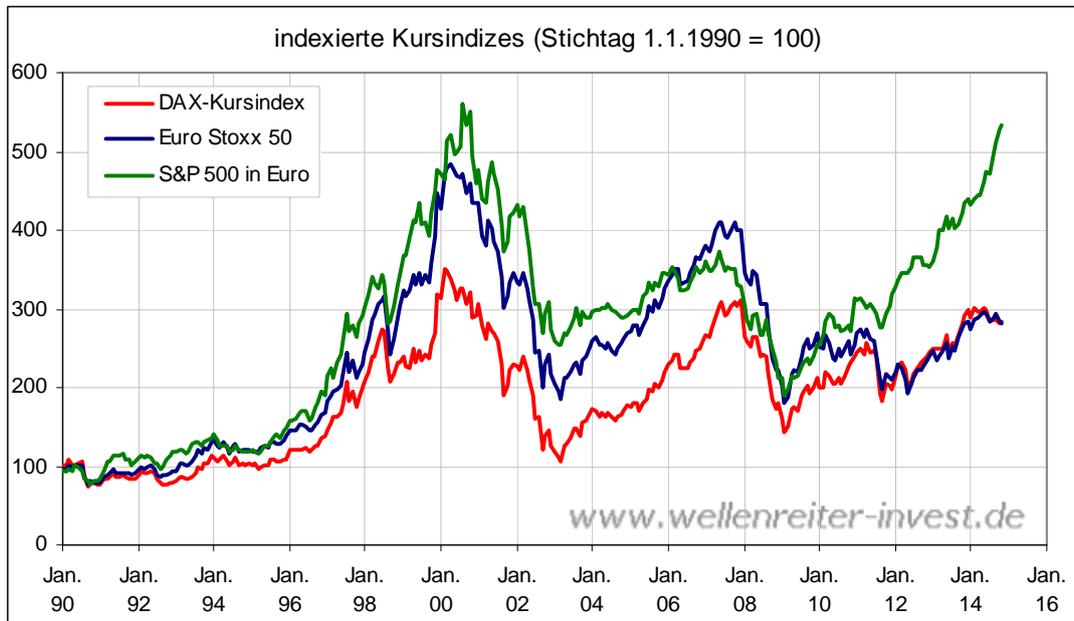


Abb. 6.42: indexierte Kursindizes

Dabei spielt es kaum eine Rolle, ob man den S&P 500 in Euro (wie oben) oder in US-Dollar betrachtet. Euro Stoxx 50 und der K-DAX laufen seit dem Herbst 2011 weitgehend parallel. Performance-Unterschiede sind seither nicht zu erkennen. Seit Anfang 2010 notiert der Euro Stoxx 50 mit einem Plus von 7 Prozent, während der S&P 500 im selben Zeitraum um 84 Prozent gestiegen ist.

Ungeachtet der enttäuschenden Kursentwicklung in dieser Dekade hat der Euro Stoxx 50 in 2014 eine Pullbackbewegung auf die Hochpunkte von Ende 2009 und 2011 gebildet. Als nächstes übergeordnetes Ziel hat der Index die fallende Trendlinie der Hochpunkte von 2000 und 2007 im Visier (folgender Chart).



Abb. 6.43: Euro Stoxx 50

Diese Abwärtstrendlinie verläuft im Sommer 2015 im Bereich von 3.500 Punkten. Erst ein Überwinden dieser Linie führt zum nächsten Widerstand im Bereich 3.800-3.900 Punkten.

Problematisch erscheint, dass der Euro Stoxx 50 - in US-Dollar gerechnet - die Nackenlinie einer Schulter-Kopf-Schulter-Formation über sich hat (blaue Linie folgender Chart).

Euro Stoxx 50 in US-Dollar Tageschart

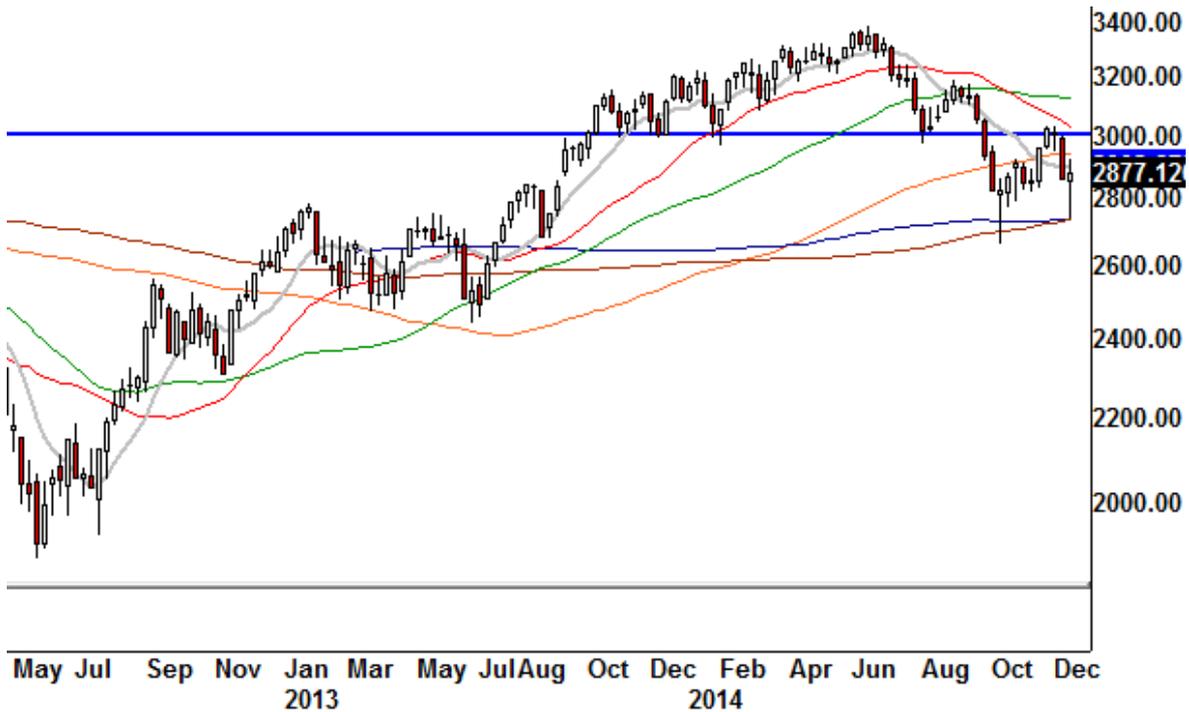


Abb. 6.44: Euro Stoxx 50 in US-Dollar

Sollte die Nackenlinie als Widerstand bestehen bleiben, dann hätte der Euro Stoxx 50 (in Euro) nur dann eine Chance auf einen weiteren Anstieg, wenn der Kurs des Euro/Dollar nach oben drehen würde. ETF-Anbieter wie Black Rock („iShares“) offerieren nicht nur auf den Nikkei-Index, sondern auch auf den Euro Stoxx 50 währungsge-sicherte ETFs. Die Mühe der Emission würden sie sich nicht machen, wenn sie nicht auf einen weiteren Fall des Euro setzen würden bzw. wenn die Nachfrage nach einem derartigen Produkt nicht vorhanden wäre.

Kann Europa relative Stärke zu den US-Märkten aufbauen?

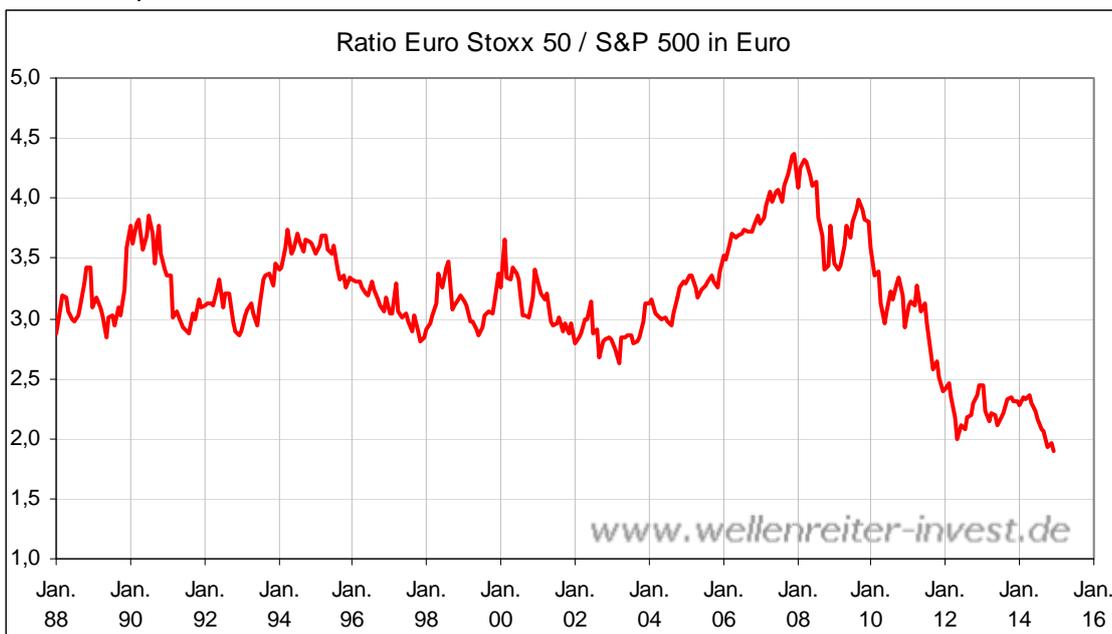


Abb. 6.45: Ratio Euro Stoxx 50 / S&P 500

Die Ratio die Euro Stoxx 50 zum S&P 500 gibt bisher kein Signal. Niemand weiß, wann der Abwärtspfad der Ratio endet. Eine Beruhigung des Russland/Ukraine-Konflikts wäre hilfreich, so dass auch wirtschaftliche Sanktionen aufgehoben werden können.

Die jahrzehntelange Underperformance des Nikkei-Index zum S&P 500 scheint hier Pate zu stehen. So muss es nicht kommen. Aber genauso wenig sollte man erwarten, dass sich die Eurozone wie ein Gummiband wieder in die frühere Ratio-Spanne zurückbewegt. Charttechnisch müsste sich eine Bodenbildung der Ratio andeuten. Eine solche ist derzeit nicht zu erkennen. Sobald dies geschieht, könnte man sicherlich einen „Bounce“ der Ratio handeln (mit einem zumindest temporären Vorteil Europas gegenüber den USA).

6.9.3 S&P 500 Index

Nach dem Ausbruch auf neue Allzeithochs im Frühjahr 2013 setzte sich die Aufwärtsbewegung des Index fort. Der Trend ist als völlig intakt anzusehen, Toppbildungen wie in den Jahren 2000 und 2007 benötigen viele Monate Zeit und sind zum Jahresende 2014 nicht erkennbar. Insofern stehen die Chancen auf eine Trendfortsetzung mit neuen Rekorden in 2015 gut.



Abb. 6.46: S&P 500 Index

Die Handelsspanne zwischen 1998 und 2013 umfasste etwa 800 Punkte. Addiert man diesen Wert den Hochpunkten der Jahre 2000 und 2007 hinzu, so erhält man ein Preisziel von etwa 2.300 bis 2.350 Punkten. Das wäre ein Potential von knapp über 10 Prozent. Dies entspricht einem Dow Jones Index von etwa 20.000 Punkten.

6.9.4 Nikkei 225

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

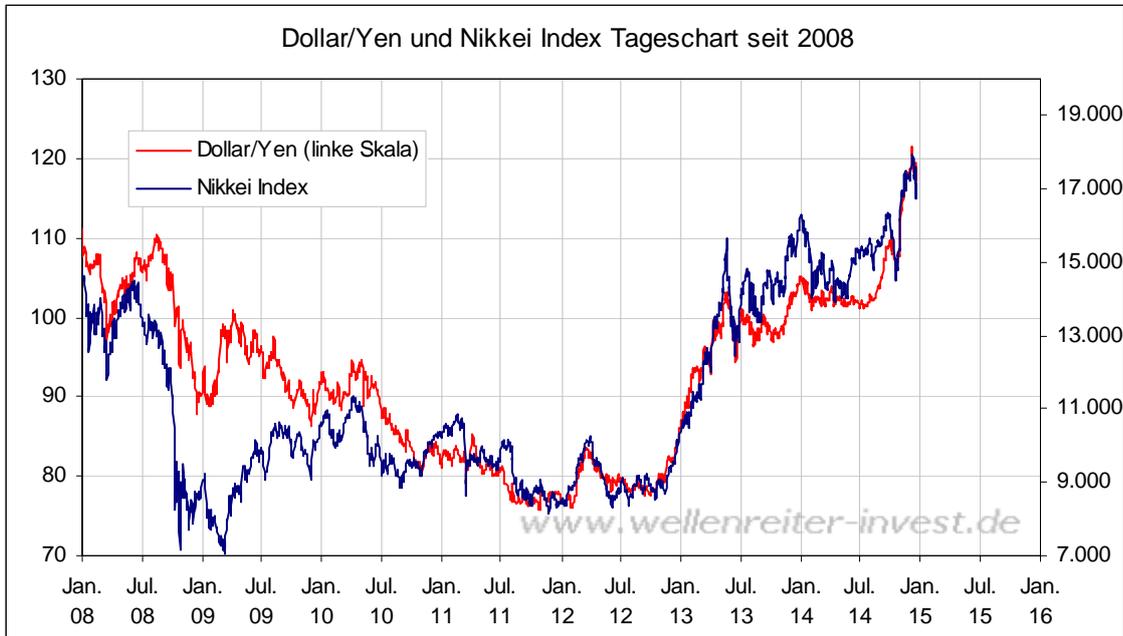


Abb. 6.47: Dollar/Yen und Nikkei Index

Der Masterplan des japanischen Regierungschefs Shinzo Abe ist das dauerhafte Überwinden der Deflation. Das Überwinden der Deflation müsste heißen, dass der japanische Aktienmarkt in allen bedeutenden Währungen ansteigt. Bisher geht dieser Plan nicht auf, denn währungsbereinigt stagniert der Nikkei 225.

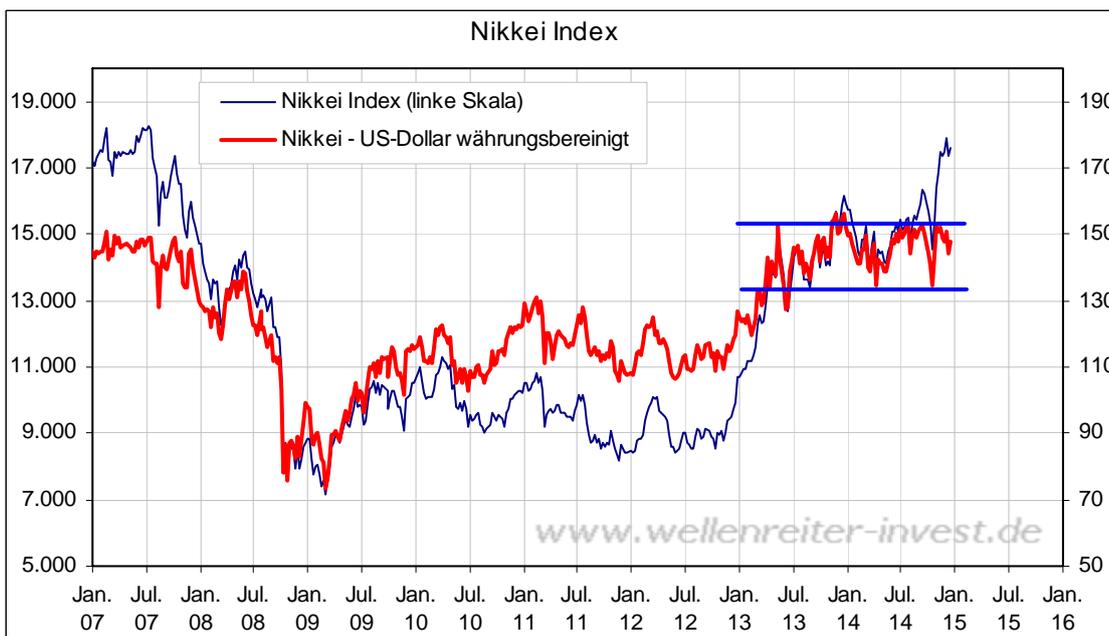


Abb. 6.48: Nikkei-Index währungsbereinigt

Der Nikkei 225 notiert währungsbereinigt auf dem Niveau vom Mai 2013 (blau eingezeichnete Handelsspanne obiger Chart). Das Jahr 2014 ist aus Sicht eines US-Anlegers ein Jahr der Stagnation. Aus Sicht eines europäischen Anlegers ist die währungsbereinigte Entwicklung des Nikkei 225 nur wenig positiver. Käufe sind daher nur währungsgesichert sinnvoll. Der politische Wille zur Reflationierung ist in den Jahren 2015-2017 weiterhin vorhanden.

Aus nominaler Sicht steht der Nikkei 225 vor einem technischen „Big Point“: Als nächster Horizontalwiderstand fungieren die Höchststände aus 2007, die im Bereich von 18.000 Punkten liegen.

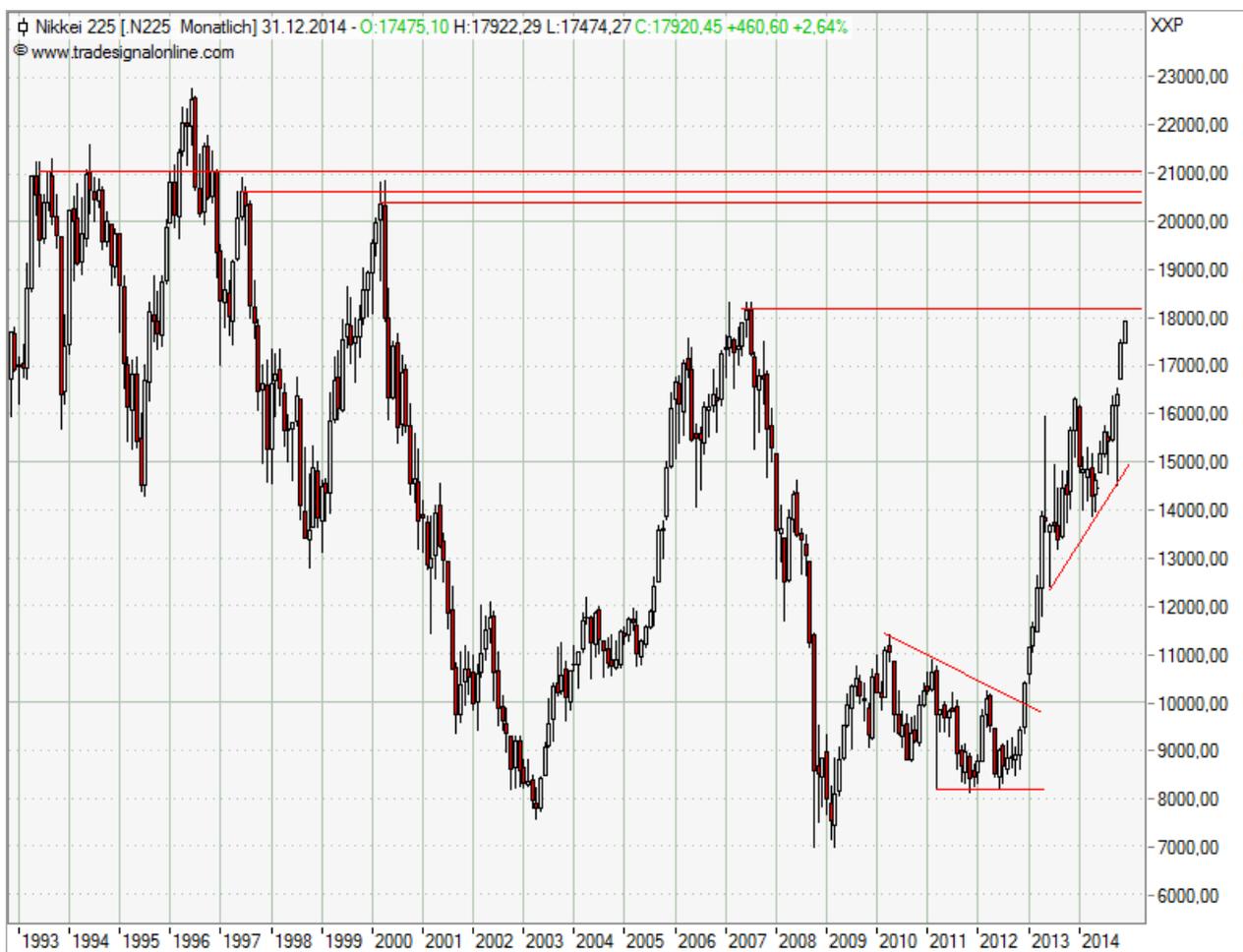


Abb. 6.49: Nikkei-Index

Hier könnte sich eine Tasse/Henkel-Formation bilden, die zunächst einen Pullback für die kommenden Monate erwarten lässt. Würde dieser Hochpunkt anschließend (wahrscheinlich im 2. Halbjahr) überwunden werden, läge aus technischer Sicht ein positiver Trendbruch vor, da die Sequenz fallender Hochpunkte beendet wäre. Ein solches Überwinden würde den Bereich um 20.500-21.000 Punkte in den Blickpunkt rücken, der als ein sehr starker Widerstandsbereich anzusehen ist.

Die Chancen auf eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung seit Ende 2012 sind übergeordnet als gut anzusehen, wenn der Blick auf einige Verläufe von großen deflationären Bewegungen fällt, wie die Bewegung des Dow ab 1929 oder des Goldpreises ab 1980 (nächster Chart).

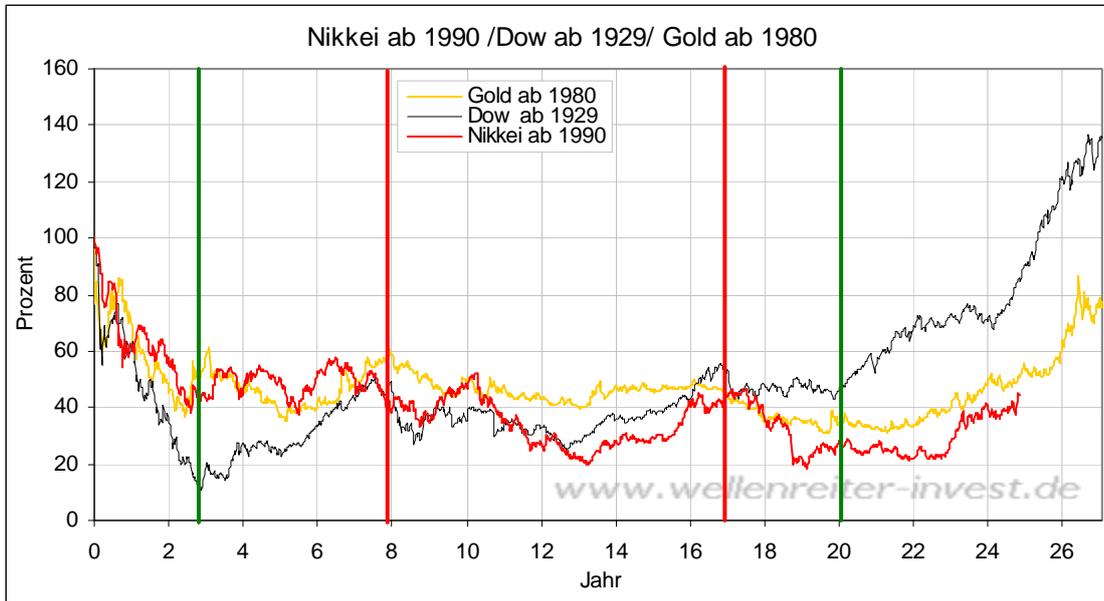


Abb. 6.50: Blasenverläufe und Nikkei-Index

Shinzo Abes zweite Amtszeit steht zyklisch betrachtet unter wesentlich günstigeren Vorzeichen als die erste in 2006/07. Nach über 20 Jahren Baisse starteten neue Haussephasen für den Dow Jones Index in den 50iger Jahren bzw. den Goldpreis ab 2001. Gerade beim Goldpreis war der Auslöser für eine neue Haussephase eine Abwertung des US-Dollars. Eine Abwertungsrally als Auslöser – wie aktuell in Japan – ist deshalb nicht ohne Vorbild.

Japans Chancen auf eine Fortsetzung der Hausse in den kommenden 12-24 Monaten stehen gut. Allerdings ist weiterhin nicht zu erwarten, dass der Nikkei 225 ein Eigenleben führt. Wenn an Wall Street die Aktien unter Druck geraten sollten, dann dürfte auch der Nikkei unter Gewinnmitnahmen leiden und korrigieren.

6.9.5 BRIC-Staaten

Die Performance der BRIC-Staaten teilte sich im Jahr 2014 klar in Gewinner und Verlierer auf. Während China und Indien die Rangliste der besten Performer anführen, liegen Brasilien und insbesondere Russland „unter Wasser“. Die Netto-Rohstoff-Konsumenten China und Indien haben gegenüber den Netto-Rohstoff-Produzenten Russland und Brasilien den Vorteil fallender Rohstoffpreise genutzt.

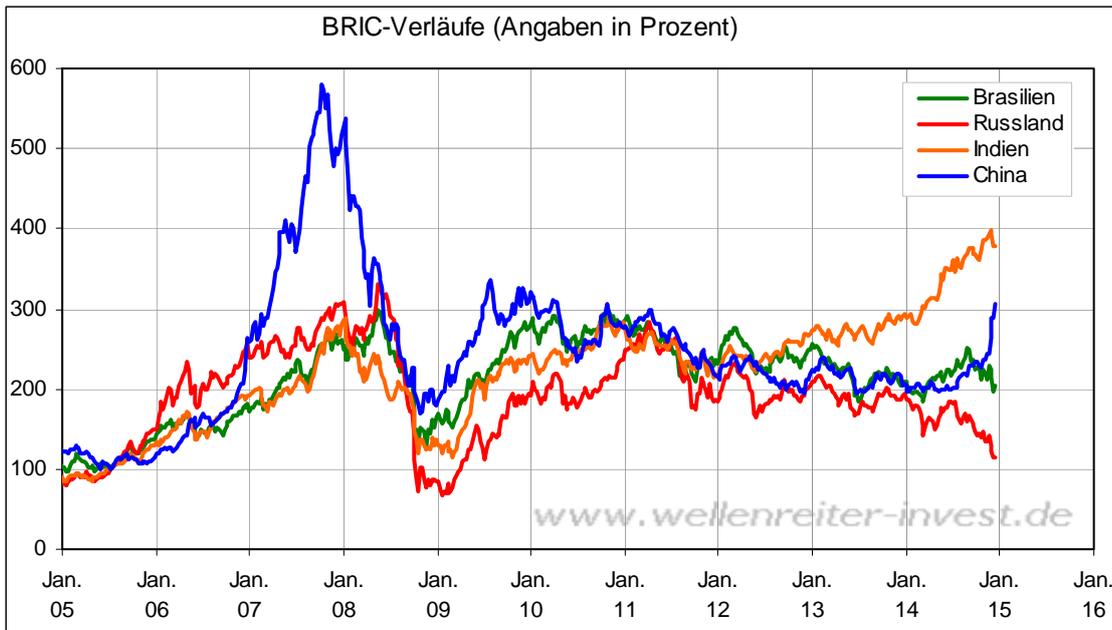


Abb. 6.51: BRIC-Verläufe

Der indische Sensex konnte zu Jahresbeginn 2014 die wichtige Widerstandslinie bei 21.000 Punkten überwinden. Zuletzt im Korrekturmodus, bleibt der Aufwärtstrend intakt (folgender Chart).



Abb. 6.52: Sensex

Wir sehen Indien in 2005 als einen "Buy-the-Dips"-Kandidaten an, auch weil Indiens nominale Entwicklung durch die vergleichsweise hohe Inflation gestützt ist.

Der Shanghai Composite Index markierte in der zweiten Jahreshälfte einen scharfen Turnaround. Im Bereich von 3.200 Punkten ergibt sich ein Widerstandskuster (blaue Linie folgender Chart).



Abb. 6.53: Shanghai Composite Index

Der Shanghai Composite Index dürfte im Begriff sein, innerhalb dieses Widerstandsbereichs eine Tasse-Henkel-Formation auszubilden. Der große Momentumsschub der vergangenen Monate lässt der Idee einer Blase - wie die chinesische Zentralbank offenbar annimmt - keinen Raum. Der Schub signalisiert den Beginn einer Aufwärtsbewegung, die mittelfristig in Richtung des Hochpunktes aus dem Jahr 2007 tragen dürfte. Ein kleinerer Pullback am Widerstandscluster ist zu erwarten. Chinas Hausse beginnt – ähnlich wie 2006 – in einer reiferen Phase des US-Zyklus. China nimmt die Rolle eines Nachzüglers wahr.

Netto-Rohstoff-Exporteure wie Brasilien dürften auch Anfang 2015 noch unter Druck stehen. Würde die Marke von 45.000 Punkten im Bovespa unterschritten werden, dürfte das Tief aus dem Jahr 2008 das Ziel sein.



Abb. 6.54: Bovespa

Im ersten Halbjahr könnte der Bovespa einen unteren Wendepunkt ausbilden.

Der in US-Dollar geführte russische RTS-Index verfügt in dem Tief des Jahres 1998 bei 500 Punkten (blaue Linie folgender Chart) über eine wichtige Unterstützung, die durch den Hochpunkt des Jahres 1997 bestätigt wird.

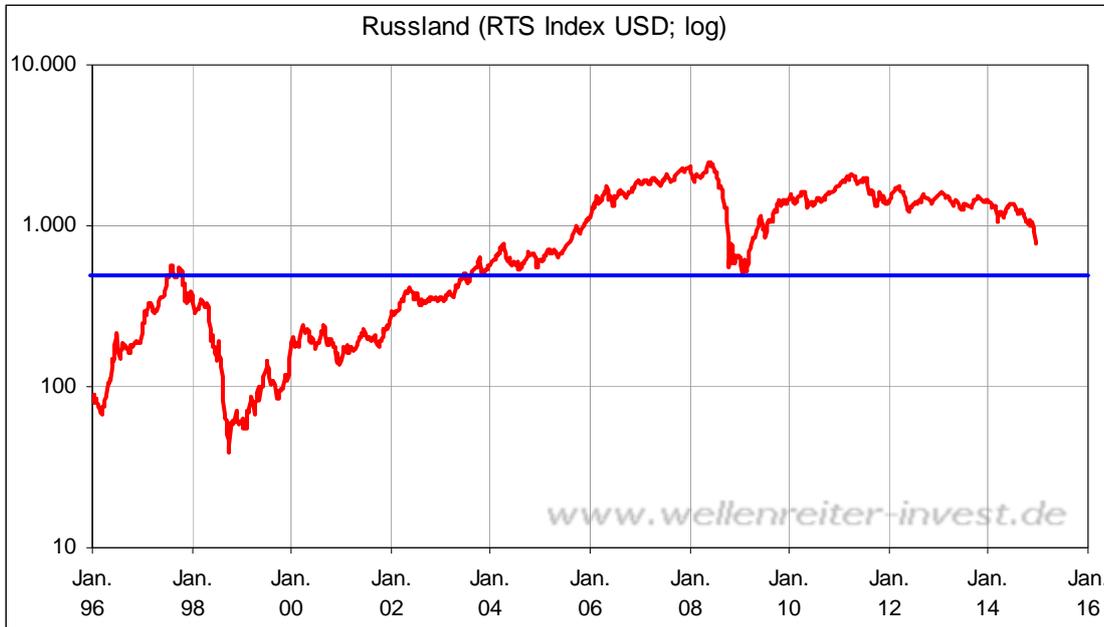


Abb. 6.55: RTS-Index

Sollte diese Marke im ersten Quartal 2015 angelaufen werden, wäre der russische Markt ein Kauf.

6.9.5 Peripherie-Staaten

Die Staaten der europäischen Peripherie befinden sich seit Juni 2012 in Aufwärtstrends und zeigen mittelfristige Umkehrformationen an. Das Jahr 2014 war ein Übergangsjahr, wobei Portugal und Griechenland zur relativen Schwäche neigten.

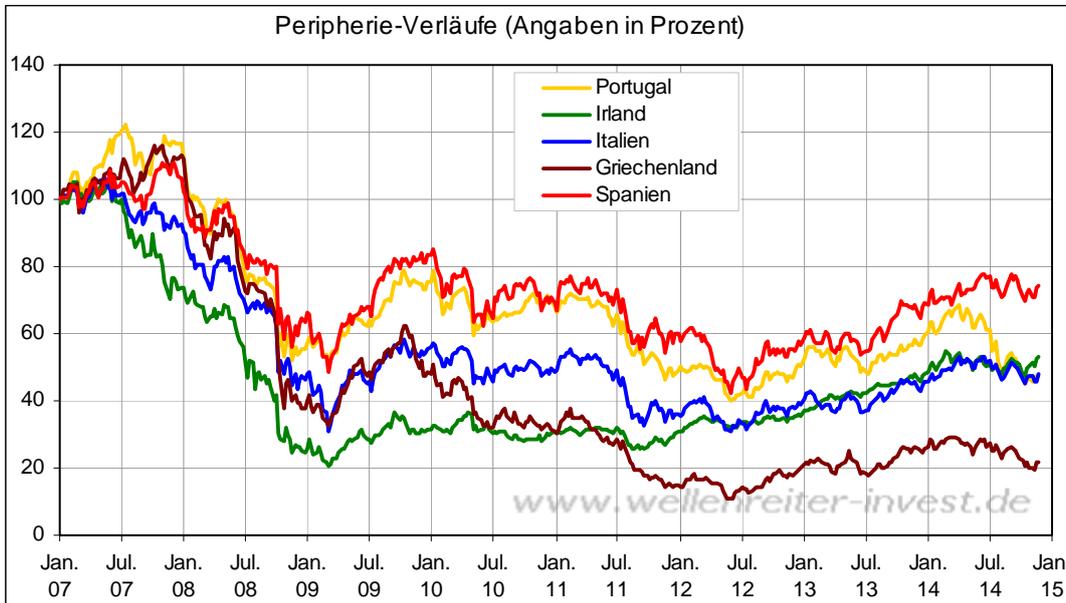


Abb. 6.56: Peripherie-Verläufe

Lediglich Irland notiert höher als zu Beginn dieser Dekade. Spaniens IBEX scheiterte an den 2011er Hochs und dem starken Widerstand im Bereich von 11.000 Punkten (blaue Linie folgender Chart).



Abb. 6.57: IBEX

Die entstandene Kursentwicklung könnte einer Tasse-Henkel-Formation entsprechen. Der IBEX kann allerdings nicht allein ausbrechen. Er würde die Hilfe anderer Indizes benötigen, die – wie vorher gezeigt – knapp unterhalb wichtiger Widerstände notieren. Ein Scheitern des IBEX kann deshalb nicht ausgeschlossen werden.

Die zu erwartenden Maßnahmen der EZB zielen insbesondere auf eine Verbesserung der Situation in der Peripherie Europas. Sinkende Renditen und ein pro Risiko gerichteter Kurs in Europa hat damit das Potential, die „schlechtere Qualität“ überproportional anzuheben.

6.10 Zeitprojektionen

Aus Sicht unserer Zeitprojektionen erscheinen uns für das erste Halbjahr des Jahres 2015 die folgenden Tage/Zeiträume besonders bedeutsam:

Januar: 16., 20.
Februar: 14., 20.
März: 15., 17.
April: 1., 11.
Mai: 10., 26.
Juni: 06., 29.

Im Jahr 2014 gab die Zeitprojektion 16. Januar/Vollmond/Verfallstag den Startschuss zur Januar-Korrektur. Das Jahrestief 2014 (3. Februar) wurde einen Tag nach der wichtigsten Zeitprojektion des Jahres (2. Februar) markiert. Die Verfallstage spielten in diesem Jahre als Wendepunkte eine wichtige Rolle. So vollendeten sich sowohl das September-Hoch als auch die untere Wende im Oktober an einem Verfallstag.

Nicht jede Zeitprojektion trifft einen wichtigen Wendepunkt. Aber Zeitprojektionstage belegen bestimmte Tage mit einem „Achtungszeichen“. Exemplarisch stellen wir die Zeitprojektion für den März 2015 dar. Da wir mit einem positiven zweiten Quartal rechnen, könnte sich am 12., 15. oder 17. März („Iden des März“) ein wichtiges Tief ergeben.

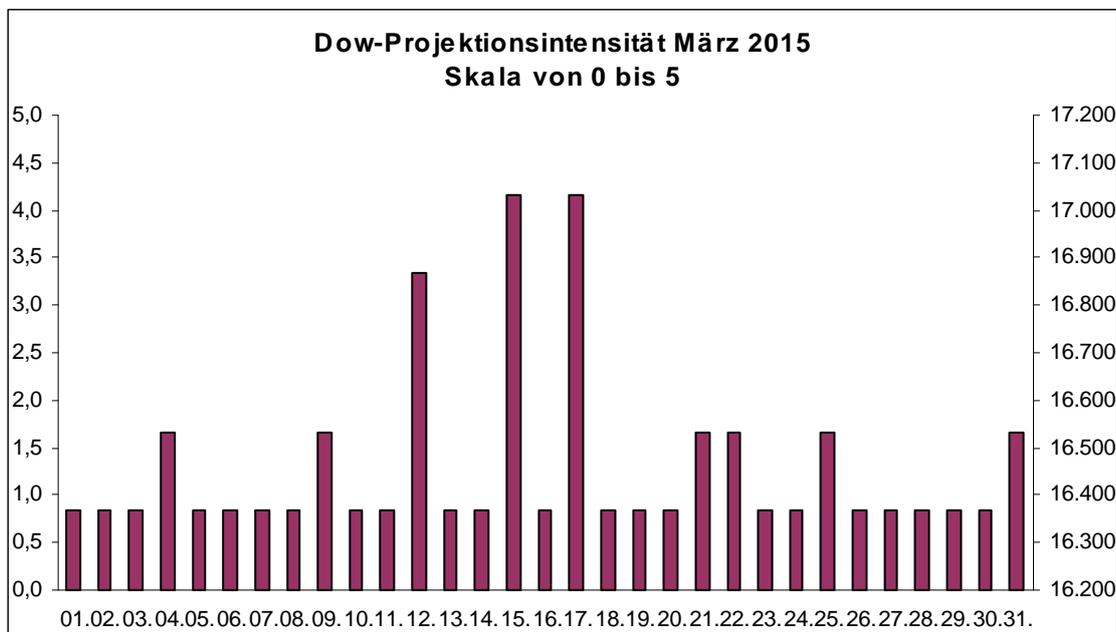


Abb. 6.58: Zeitprojektion März 2015

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

7. Fazit für den Finanzmarkt

Alle zwanzig Jahre kommt es zu einem Aufeinandertreffen eines Vorwahljahres mit einem 5er-Jahr. Im Jahr 2015 ist dies wieder der Fall. Vorwahljahre sind die besten Jahre des Präsidentschaftszyklus, 5er Jahre die besten des Dekadenzyklus. Wir schrieben im vergangenen Jahresausblick: „Wenn es in den nächsten Jahren zu einer Korrektur an den Märkten kommt, dann wahrscheinlich nicht im Jahr 2015.“

Für das Jahr 2014 nahmen wir ein Korrekturpotential zwischen 10 und 20 Prozent für die US-Märkte an. Das Jahr bot viele Korrekturen. Im S&P 500 reichte es knapp für eine 10-Prozent-Korrektur im September/Okttober. Der Dax korrigierte im selben Zeitraum um 15 Prozent. Internet- und Biotech-Werte verloren bereits im März/April über 20 Prozent.

Die Märkte gehen mit einem von der japanischen und europäischen Zentralbank aufgesetzten Defibrillator in das neue Jahr. Hingegen plant die Federal Reserve für 2015 eine Straffung der Geldpolitik. Die Lokomotive USA fährt mit hoher Geschwindigkeit. Sie droht ohne Betätigung der Bremsen aus dem Gleis zu fallen. Die Heizer des europäischen und japanischen Zuges haben weiterhin genügend damit zu tun, die Kohle in den Ofen zu schaufeln, damit die Züge nicht stehen bleiben oder gar rückwärtsfahren. Die Asynchronität der Weltwirtschaft setzt sich in der Schwäche des chinesischen Wirtschaftswachstums fort. Kapitalströme fließen dorthin, wo die höchsten Realzinsen in einem vergleichsweise sicheren Umfeld zu holen sind. Die USA und auch China offerieren einen attraktiven Return.

Erstes Quartal

Das erste Quartal 2015 sollte für die Aktien mit einem Stolperstart beginnen. Ein Preistief für Erdöl kündigt sich an. Auch der Euro/Dollar sollte aufgrund seines 5er-Jahres-Zyklus zeitnah ein Tief ausbilden. Dabei erscheint ein Fall in den Bereich von 1,10 wahrscheinlich. Die Renditen fallen weiter. Die EZB kauft Staatsanleihen und schwenkt damit auf einen QE-Kurs ein.

Zweites Quartal

Spätestens jetzt gilt es, im Aktienmarkt dabei zu sein. Das zweite Quartal sollte deutlich positiv verlaufen. Diese Erholung geht einher mit einer Stabilisierung/ Erholung des Ölpreises. Die Renditen am langen Ende sollten in eine Bodenbildungsphase übergehen.

Drittes Quartal

Mitte Juli sehen wir ein wichtiges Aktienmarkthoch. Von dort aus sollten die Märkte bis in den Oktober, wahrscheinlich aber sogar bis in den November hinein korrigieren. Der spürbare Renditeanstieg belastet mit leichter Zeitverzögerung die Aktienmärkte. Der Euro/Dollar fällt. Die US-Zentralbank kündigt eine Zinserhöhung an.

Viertes Quartal

Die Aktienmärkte sollten das letzte Quartal positiv bestreiten. Die beste Phase beginnt allerdings erst im Laufe des Novembers. Die Inflationsraten steigen wegen des Basis-effekts deutlicher als zuvor.

8. Unsere 10 Thesen für 2015

1. Eine Ausweitung der expansiven Notenbankpolitik steht in Europa an: Als globaler Nachzügler beginnt ein QE-Programm

Aufgrund von Deflationsängsten beschließt die EZB im ersten Quartal ein Kaufprogramm für Staatsanleihen, das bis 2016 laufen wird.

2. Der Wandel zu einer restriktiveren Notenbankpolitik steht in den USA an: Die US-Notenbank beginnt den Zinserhöhungszyklus im zweiten Halbjahr 2015

Die FED wartet geduldig ab und startet im Sommer einen Zinserhöhungszyklus.

3. Die Inflationsraten bilden im ersten Halbjahr ihr Tief aus

Die US-Verbraucherpreise fallen unter 1 Prozent, in Europa temporär unter die Null-Linie. Aufgrund stabiler Kernraten und der Basiseffekte erholt sich die Inflationsrate vor allem im Herbst.

4. Der US-Aktienmarkt entwickelt sich im ersten Halbjahr besser als im zweiten Halbjahr

2015 ist nach einem Holperstart im ersten Quartal kein Jahr für ein „Sell in May and go away“, ein signifikanter Hochpunkt bildet sich im Juli, das vierte Quartal verläuft positiv.

5. Die lang laufenden US-Staatsanleihen weisen eine zweigeteilte Entwicklung in 2015 auf

Die Renditen fallen im ersten Halbjahr und reagieren mit einer scharfen und temporären Aufwärtsbewegung auf den angekündigten Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank. Die Zinsstrukturkurve verengt sich.

6. Der US-Dollar wertet in 2015 weiter auf

Die dreifache Marke von 120 – Euro/USD, Euro/CHF, USD/Yen – wirkt nur temporär als Bremse. Der Anstieg der kurzfristigen Zinsen macht die US-Wertung aufgrund der Null- bzw. Negativzinspolitik Europas und der Schweiz attraktiv.

7. Der Ölpreis kann sich nach einer Bodenbildungsphase erholen

Der Ölpreis benötigt eine etwa dreimonatige Bodenbildungsphase und holt aber nur einen Teil der Verluste wieder auf. Ölproduzierende Länder sind Erholungskandidaten.

8. Japans Renaissance hält auch in 2015 an

Japans Hausse funktioniert nur als Scheinblüte in Form einer Abwertungshausse: der USD/Yen setzt nach einer Korrektur seinen Aufwärtstrend fort und beflügelt damit den Nikkei.

9. Indiens Aktienmarkt bleibt auf globaler Basis auf der Gewinnerseite

Indien ist ein „Buy the dips“-Kandidat und setzt die Aufwärtsbewegung nach einer Verschnaufpause auch in 2015 fort.

10. Nachwachsende Rohstoffe entwickeln sich unterschiedlich

Der Sektor erlebt keine neue Haussephase, die Spreizung ist groß. Baumwolle kann an der langfristigen Unterstützung bei 50 Cents eine Gegenbewegung starten, der Kaffeepreis gibt das Gros der Gewinne von 2014 wieder ab.

Disclaimer

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

Über uns

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

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

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

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

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

Abbildungsverzeichnis

- Abb. 1.1: Bilanzsumme und Überschuss-Reserven
Abb. 1.2: Philadelphia Fed Index
Abb. 1.3: ISM-Index
Abb. 1.4: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne
Abb. 1.5: US-BIP-Wachstum und Realzins
Abb. 1.6: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe
Abb. 1.7: Erstanträge und S&P 500
Abb. 1.8: Geldmengenentwicklung Eurozone und USA
Abb. 1.9: IFO-Index und DAX
Abb. 1.10: Wirtschaftswachstum China
Abb. 1.11: Zinsstruktur 10jährige minus 2jährige Anleihen
Abb. 1.12: US-Inflationsrate
Abb. 1.13: US-Inflationsraten USA, Deutschland, Japan
Abb. 1.14: Diverse Inflationsraten
Abb. 1.15: Kerninflationsraten
Abb. 1.16: Differenz Kerninflationsrate
Abb. 1.17: Ratio inflationsgeschützte zu normalen Anleihen
Abb. 1.18: Inflationsdifferenz Spanien/Deutschland
Abb. 1.19: Inflation und Kern-Inflationsrate Japan
Abb. 1.20: Inflationsrate Japan seit 1900
- Abb. 2.1: US-Arbeitslosenquote und US-Leitzins
Abb. 2.2: US-Leitzins-Entwicklung
Abb. 2.3: Erste Zinserhöhung Renditen
Abb. 2.4: Erste Zinserhöhung Euro/Dollar
Abb. 2.5: Erste Zinserhöhung Dow Jones Index
Abb. 2.6: Rendite-Spreads zu 10jährigen Bundesanleihen
Abb. 2.7: Euro/Rubel Monatschart
- Abb. 3.1: US-Anleihemarkt – Segmente
Abb. 3.2: Anteil Hochzinsanleihen am US-Gesamtmarkt
Abb. 3.3: US-Hochzinsanleihen und S&P 500
Abb. 3.4: Spread BAA zu AAA Unternehmensanleihen
Abb. 3.5: Verschuldung USA
Abb. 3.6 Zinszyklus
Abb. 3.7 Renditezyklus-Vergleich
Abb. 3.8 Rendite-Vergleich Japan
Abb. 3.9 Rendite und QE
Abb. 3.10: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart
Abb. 3.11: Rendite 2jähriger US-Anleihen Tageschart
Abb. 3.12: US-Renditen in einem Chart
Abb. 3.13: Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 3.14: Rendite 10jähriger Anleihen Deutschland, Schweiz, Japan
Abb. 3.15: Rendite 10jähriger Anleihen – diversen Staaten
Abb. 3.16: Renditespreads 10jähriger Anleihen – diversen Staaten
Abb. 3.17: Renditen -Peripherie
Abb. 3.18: Renditespread Spanien - USA

Abb. 4.1: US-Dollar Index seit 1986
Abb. 4.2: Euro/Dollar
Abb. 4.3: Euro/Dollar Verlaufvergleich
Abb. 4.4: Euro/Dollar langfristig
Abb. 4.5: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar
Abb. 4.6: Saisonaler Verlauf Euro/Dollar
Abb. 4.7: Dollar/Yen seit 1955
Abb. 4.8: Dollar/Yen Tageschart seit 1988
Abb. 4.9: Realzins-Differenz USA/Japan
Abb. 4.10: Australischer Dollar / US-Dollar
Abb. 4.11: Australischer Dollar und Gold
Abb. 4.12: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl
Abb. 4.13: Dollar/ Franken
Abb. 4.14: Euro/Franken

Abb. 5.1: Reuters CRB-Index
Abb. 5.2: Reuters CRB-Index Zyklus
Abb. 5.3: Euro/Dollar und CRB-Index
Abb. 5.4: CRB-/Dow-Ratio
Abb. 5.5: Kupfer-/Dow-Ratio
Abb. 5.6: Ölpreis seit 1900
Abb. 5.7: Ölpreis seit 1900 Stufenchart
Abb. 5.8: Erdöl inflationsbereinigt
Abb. 5.9: Erdöl Brent und WTI Crude
Abb. 5.10: Saudi Arabien Eigenverbrauch
Abb. 5.11: US-Erdöl Produktion
Abb. 5.12: US-Erdöl-Verbrauch
Abb. 5.13: Erdöl: Die fünfte Welle
Abb. 5.14: Verlaufvergleich 1986 und 2014
Abb. 5.15: Verlaufvergleich 1986 und 2008
Abb. 5.16: Erdöl und US-Rezessionen
Abb. 5.17: Crude Öl Volatilität
Abb. 5.18: Saisonaler Verlauf Erdöl
Abb. 5.19: Statoil
Abb. 5.20: US-Erdgas
Abb. 5.21: Gold
Abb. 5.22: Gold/CRB-Ratio
Abb. 5.23: Goldpreis inflationsbereinigt
Abb. 5.24: Goldpreis und Realzins langfristig
Abb. 5.25: Gold Kleinspekulanten
Abb. 5.26: Gold in verschiedenen Währungen
Abb. 5.27: XAU-Goldminen-Index
Abb. 5.28: saisonaler Verlauf Gold
Abb. 5.29: Silber seit 1900
Abb. 5.30: Silber Monatschart
Abb. 5.31: Silber/Gold-Ratio
Abb. 5.32: Edelmetalle in einem Chart
Abb. 5.33: Kupfer Tageschart
Abb. 5.34: Kupfer Monatschart
Abb. 5.35: Freeport-McMoran Monatschart

Abb. 5.36: Shanghai Composite Index und Kupfer

Abb. 5.37: Getreide-Index seit 1972

Abb. 5.38: Weizen seit 2002

Abb. 5.39: Kaffee Tageschart

Abb. 5.40: Baumwolle Tageschart

Abb. 5.41: Bauholz Tageschart

Abb. 6.1: Shiller KGV

Abb. 6.2: Q-Ratio

Abb. 6.3: Wilshire 5000 / US-BIP

Abb. 6.4: DAX und REX

Abb. 6.5: Dow langfristig inflationsbereinigt

Abb. 6.6: US-Halbleiter-Index

Abb. 6.7: Welt-Aktienmarktkapitalisierung

Abb. 6.8: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %

Abb. 6.9: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Einzelverläufe

Abb. 6.10: Dow Jones Index – Dekadenmuster 1830

Abb. 6.11: US-Präsidentschaftszyklus

Abb. 6.12: Dow Jones Index Verteilung Vorwahljahre

Abb. 6.13: Vorwahljahre 1999, 2003, 2007, 2011

Abb. 6.14: Präsidentschaftszyklus

Abb. 6.15: Präsidenten in zweiter Amtszeit

Abb. 6.16: Präsidenten in zweiter Amtszeit (ohne 1987)

Abb. 6.17: Vier-Jahres-Zyklus

Abb. 6.18: Dow Jones Index 5er Jahre

Abb. 6.19: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 5er-Jahre 1905 – 2005

Abb. 6.20: Einzelverläufe Vorwahljahre/4er Jahre

Abb. 6.21: Januar-Effekt

Abb. 6.22: NYSE-AD-Linie

Abb. 6.23: Hindenburg-Omen

Abb. 6.24: Hindenburg-Omen 1999

Abb. 6.25: EM Corporate Bond

Abb. 6.26: EM High Yield Corporate Bond

Abb. 6.27: Skew-Index

Abb. 6.28: AAI-Asset-Allocation

Abb. 6.29: US-Aktienfonds-Flows

Abb. 6.30: Bearische Börsenbriefverfasser

Abb. 6.31: Aktienkäufe auf Kredit

Abb. 6.32: Credit Balance minus Debit Balance

Abb. 6.33: S&P 500 Sektoren-Performance

Abb. 6.34: Ratio zyklische zu Nicht-zyklischen Indikatoren

Abb. 6.35: US-Hausbau-Index

Abb. 6.36: Geburtenrate und Verkäufe neuer Häuser

Abb. 6.37: Nasdaq Composite Index

Abb. 6.38: US-Biotech-Sektor Monatschart

Abb. 6.39: Russell 2000 Monatschart

Abb. 6.40: P-DAX seit 1960

Abb. 6.41: K-DAX seit 2000

Abb. 6.42: indexierte Kursindizes

Abb. 6.43: Euro Stoxx 50

Abb. 6.44: Euro Stoxx 50 in US-Dollar
Abb. 6.45: Ratio Euro Stoxx 50 / S&P 500
Abb. 6.46: S&P 500 Index
Abb. 6.47: Dollar/Yen und Nikkei Index
Abb. 6.48: Nikkei-Index währungsbereinigt
Abb. 6.49: Nikkei-Index
Abb. 6.50: Blasenverläufe und Nikkei-Index
Abb. 6.51: BRIC-Verläufe
Abb. 6.52: Sensex
Abb. 6.53: Shanghai Composite Index
Abb. 6.54: Bovespa
Abb. 6.55: RTS-Index
Abb. 6.56: Peripherie-Verläufe
Abb. 6.57: IBEX
Abb. 6.58: Zeitprojektion März 2015