

Wellenreiter-Invest



Wellenreiter- Jahresausblick 2018

Die Überschusskapitalwelt

©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn

Oberursel, im Dezember 2017

Inhaltsangabe

	Seite
Editorial	4
1. Konjunkturentwicklung	
1.1 Die Erwartungen der Banken für 2018	5
1.2 USA	7
1.3 Europa	14
1.4 Asien und Schwellenländer	17
1.5 Inflation	19
2. Notenbankpolitik	23
3. Der Anleihemarkt	
3.1 Übersicht	30
3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen	31
3.3 Entwicklung der europäischen Staatsanleihen	40
4. Der Währungsmarkt	
4.1 US-Dollar-Index	44
4.2 Euro/Dollar	48
4.3 Dollar/Yen	51
4.4 Rohstoff-Währungen	53
4.5 Britisches Pfund	54
4.6 Schweizer Franken	55
5. Der Rohstoffmarkt	
5.1 Rohstoffmarkt langfristig	56
5.2 Erdöl	59
5.3 Gold	65
6. Bitcoin und Kryptowährungen	70
7. Der Aktienmarkt	
7.1 Bewertung	76
7.2 US-Präsidentschaftszyklus	80
7.3 Dekadenmuster	83

7.4	Marktstruktur	85
7.5	Sentiment	89
7.6	Sektoren im Fokus	92
7.7	Leit-Aktienindizes	93
7.7.1	US-Aktienmarkt	93
7.7.2	Europäischer Aktienmarkt	98
7.7.3	Aktienmärkte Asien/Pazifik	103
8.	Fazit für den Finanzmarkt	107
9.	Unsere 10 Thesen für 2018	108
	Disclaimer	109
	Über uns	110
	Abbildungsverzeichnis	111

Editorial

Im Jahr 2017 waren Kursrekorde an der Tagesordnung. Extrem niedrige Drawdown-Phasen und nur moderate Konsolidierungen waren die Kennzeichen des US-Aktienmarktes. Eine Rekordablösesumme von 222 Mio. Euro für den Fußballspieler Neymar passen genauso zur Überschusskapitalwelt wie die Rekordsumme von 450 Mio. Euro für ein Bild von Leonardo da Vinci.

2017 war auch ein Jahr, in dem sich eine neue Assetklasse in das Bewusstsein interessierter Bevölkerungskreise schob. Die Kryptowährungen sorgten für spektakuläre Preiszuwächse oberhalb von 1.000 Prozent und für ein Gefühl der New Economy 2.0.

Mit der Einführung von Bitcoin-Futures im Dezember 2017 wurde der Markt der Kryptowährungen als eine neue Anlageklasse geadelt. Die Futures öffnen die Tür für Long- und Short-ETFs, für Zertifikate und für das Investment von weiteren Fonds- und Hedge Fonds. Die Liquidität von Bitcoin wird sich erhöhen. Möglicherweise nimmt damit die Schwankungsanfälligkeit etwas ab. Das Thema Blockchain wird sich in der realen Wirtschaftswelt etablieren.

Bitcoin ist der Eisbrecher. In den Fokus der Anleger werden weitere Kryptowährungen rücken. Welche Kryptowährung erhält als nächstes einen Future-Kontrakt? Ethereum, Bitcoin Cash oder doch schon IOTA oder EOS? Wir gehen in einem separaten Kapitel der Frage nach, inwieweit Bitcoin und die Kryptowährungen mit dem Intermarktzyklus interagieren und in welcher Phase des Bullenzyklus sie sich befinden.

Angesichts des Booms zahlreicher Assetklassen stellt sich die Frage, ob sich im Jahr 2018 überdurchschnittliche Risiken aufbauen könnten, die zu einem Platzen von Träumen führen würden. Diese und weitere Überlegungen werden wir in gewohnter Form mit zahlreichen Charts mit ihnen teilen.

Wir wünschen Ihnen bei der Lektüre unseres 14. Jahresausblicks für das Jahr 2018 viel Vergnügen und gewinnbringende Erkenntnisse für Ihre eigene neue Anlagestrategie im neuen Jahr.

Oberursel, im Dezember 2017

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

Konjunktorentwicklung

1.1 Die Erwartungen der Banken für 2018

Stets findet Überraschung statt. Da, wo man's nicht erwartet hat (Wilhelm Busch)

Die Krux des Konsensus liegt darin, dass er am Kapitalmarkt selten erfüllt wird. Entstehen Schief lagen, dann bilden sich zur Überraschung der Masse durch Portfolioanpassungen preislich bedeutende Trendbewegungen.

Die Erwartungshaltung für das Kapitalmarktjahr 2018 ergibt sich durch die Prognosen von Banken aus mindestens 14 (Erdöl) bis 23 (S&P 500) Einschätzungen.

Basiswert	Erwarteter Stand Jahresende 2018
DAX	13.849
S&P 500	2.766
10jährige Rendite Deutschland	0,90
10jährige Rendite USA	2,78
Euro/USD	1,18
Erdöl (Brent)	60,86
Gold	1.314

Die Tendenz der Banken ist grundsätzlich die gleiche wie in den letzten Jahren: Sie erwarten ein reflationäres Kapitalmarktumfeld mit steigenden Aktienkursen und steigenden Anleihenrenditen. Überraschend ist die Einschätzung, dass der Euro/USD in 12 Monaten unverändert bleiben soll und der Ölpreis etwas niedriger notieren sollte.

Nach der jüngsten globalen Umfrage der Fondsmanager von Bank of America / Merrill Lynch war der Glaube an ein „Goldilocks“-Szenario am Kapitalmarkt noch nie so groß wie zuletzt im November 2017. Die Analysten der Banken erwarten ein solches Szenario nicht und sind gegenüber dem Kapitalmarktjahr 2018 etwas vorsichtiger eingestellt.

Am Aktienmarkt hatte der Konsens der Bankanalysten für 2017 keine beziehungsweise nur minimale Zugewinne erwartet, es folgte ein überdurchschnittlich positives Aktienjahr 2017. Für 2018 liegen die Erwartungen näher am statistischen Durchschnitt. Der erwartete Zugewinn von 4-5 Prozent stellt allerdings keine extreme Zuversicht dar. Dies zeigt sich auch im „Beipackzettel“ der Banken. Viele Banken warnen vor Crashgefahren im neuen Jahr. US-Großbanken (u.a. Goldman Sachs, Bank of America/

Merrill Lynch) haben jeweils einen Bärenmarktcheck vollzogen, die Deutsche Bank warnt explizit vor 30 (!!) potentiellen Risiken.

Bei Staatsanleihen erwarten die Analysten einen deutlichen Renditeanstieg. Die zehnjährigen Renditen in Deutschland sollen um etwa 60 Basispunkte ansteigen, in den USA um 40 Basispunkte. Dabei sind sich die Analysten bei der Prognose der Renditen sehr sicher, denn alle Schätzungen befinden sich in einer sehr engen Bandbreite. Für Deutschland liegen die Erwartungen bei 0,80-1,00 Prozent, für die USA zwischen 2,70 und 3,00 Prozent.

Die „Sicherheit“ der Prognose liegt beim Ölpreis auf einem kaum noch zu steigenden Niveau. Im Vorjahr war die Unsicherheit über den neuen Gleichgewichtspreis noch bedeutend größer, für 2018 erwarten mehr als drei Viertel der Analysten einen Ölpreis von 60 USD. Bei einem solch starken Konsens besteht Überraschungspotential.

Für den Euro/USD-Wechselkurs erwarten die Analysten zwar in der Summe eine Stagnation, aber es existieren zwei beinahe gleich große Lager: Eines bevorzugt eine weitere kleinere Befestigung des Wechselkurses (1,20), das andere einen Rückgang in den Bereich von 1,12 bis 1,15.

Der Goldpreis soll in einem ähnlichen Umfang wie der Aktienmarkt zulegen, so dass die Analysten keine Fortsetzung der relativen Schwäche des Goldpreises gegenüber dem Aktienmarkt antizipieren.

Wir wollen in unserem Jahresausblick darstellen, in welchen Anlageklassen mit vom Konsens abweichenden Überraschungen zu rechnen ist.

1.2 USA

Das Bruttoinlandsprodukt der USA dürfte im Jahr 2016 um 2,6 Prozent gestiegen sein. Im ersten Quartal betrug das Wachstum lediglich 0,6 Prozent, bevor ab dem zweiten Quartal Wachstumsraten jeweils oberhalb von drei Prozent verzeichnet wurden. Mit anderen Worten: Seit dem Frühjahr 2017 brummt die US-Konjunktur.

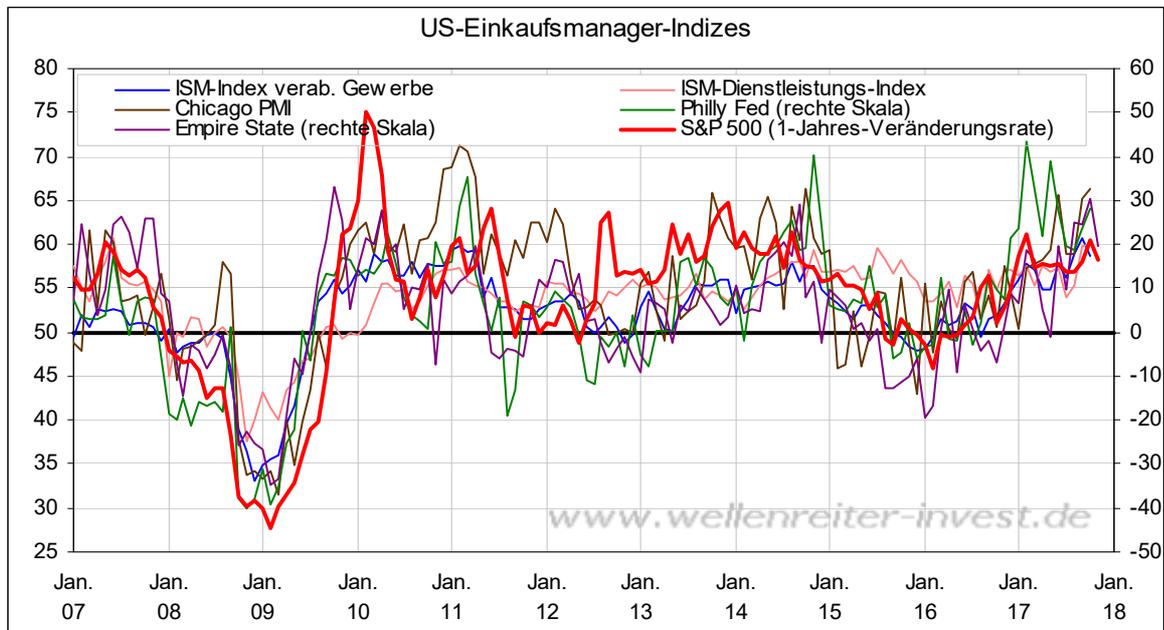


Abb. 1.1: US-Einkaufsmanager-Indizes

Die wichtigsten US-Konjunkturindikatoren wie die ISM-Indizes oder der Philadelphia Fed Index zeigen seit Anfang 2016 eine Aufwärtstendenz (oberer Chart). Wir haben zusätzlich die 1-Jahres-Veränderungsrate des S&P 500 eingezeichnet, um den Zusammenhang zwischen der Entwicklung der US-Wirtschaft und den Aktienmärkten darzustellen. Behauptungen, der S&P 500 könne sich unabhängig von der Wirtschaftsdynamik entwickeln, werden durch die obige Grafik widerlegt.

Wir stellen fest, dass die Indikatoren im Jahr 2017 sehr hohe Niveaus erreicht haben und die Wirtschaftslage als Boom zu bezeichnen ist. Für das kommende Jahr ist zumindest mit einer temporären Abkühlung zu rechnen. Entsprechend sollte auch die Veränderungsrate des S&P 500 nach unten zeigen. Dies bedeutet nicht, dass der S&P 500 absolut betrachtet fallen muss, aber die Geschwindigkeit des Anstiegs sollte sich verringern und die Anfälligkeit für eine Korrekturphase sollte zunehmen.

Die Entwicklung der Zinsspanne zwischen langem und kurzen Ende (Differenz 10jährige und 2jährige-US-Anleihen) gilt als guter Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung.

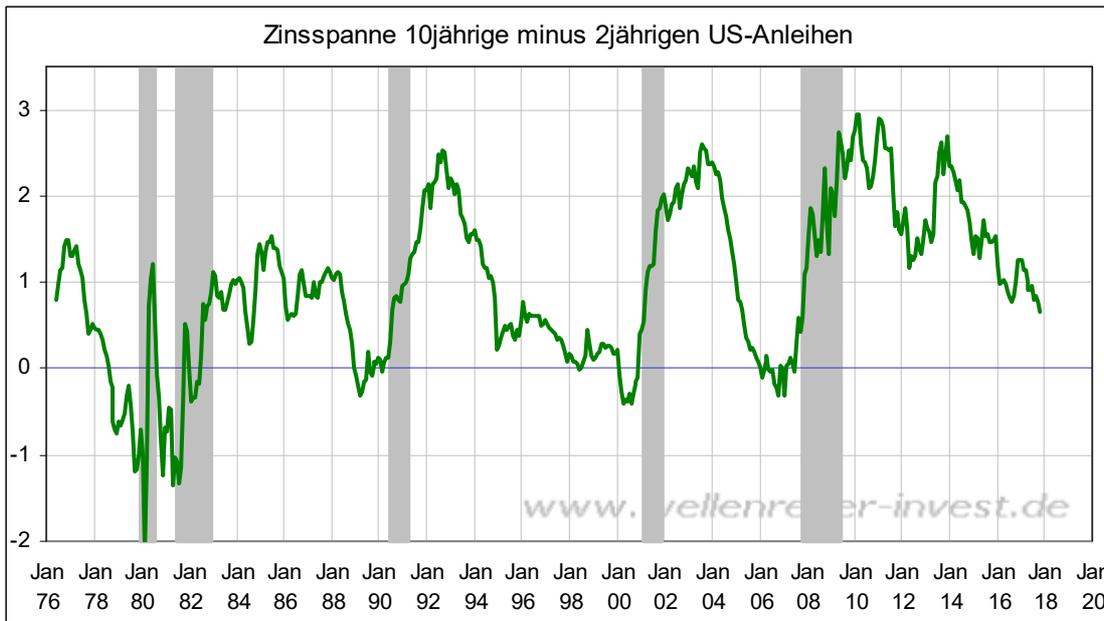


Abb. 1.2: Zinsspanne 10jährige zu 2jährige US-Anleihen

Seit dem Jahr 2014 ist ein Abwärtstrend erkennbar. Dies ist zunächst einmal unschädlich, solange die Zinsspanne nicht ins Negative rutscht. Auch in den 1990er Jahren und im Zeitraum 2003 bis 2006 fiel die Zinsdifferenz zwischen den 10jährigen und 2jährigen US-Anleihen, die Aktienmärkte stiegen aber jeweils. Erst die Unterschreitung der Null-Linie indizierte eine US-Rezession und brachte die Aktienmärkte ins Trudeln.

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

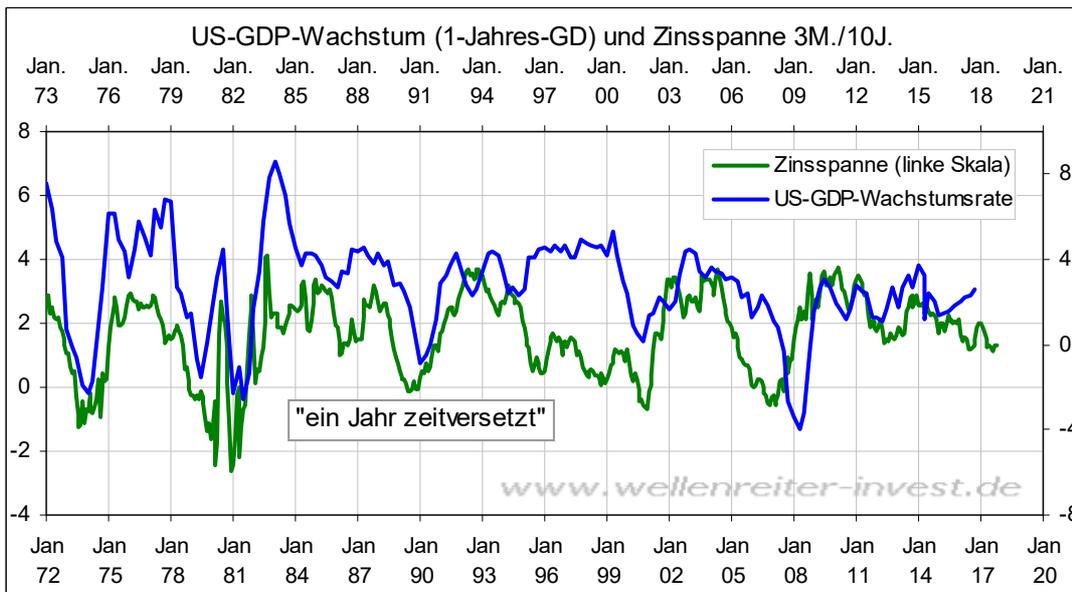


Abb. 1.3: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Danach müsste es insbesondere im ersten Halbjahr zu einer konjunkturellen Abkühlung kommen. Im zweiten Halbjahr würde die Expansion der US-Wirtschaft auf einem niedrigen Niveau stagnieren. Diese Annahme deckt sich mit der oben geäußerten Ansicht, dass die Indikatoren ihr 2017er-Boom-Niveau nicht dauerhaft verteidigen können und zumindest eine temporäre Abkühlung zu beobachten sein wird.

Der Blick auf den US-Arbeitsmarkt zeigt eine offizielle Arbeitslosenquote von 4,1 Prozent.

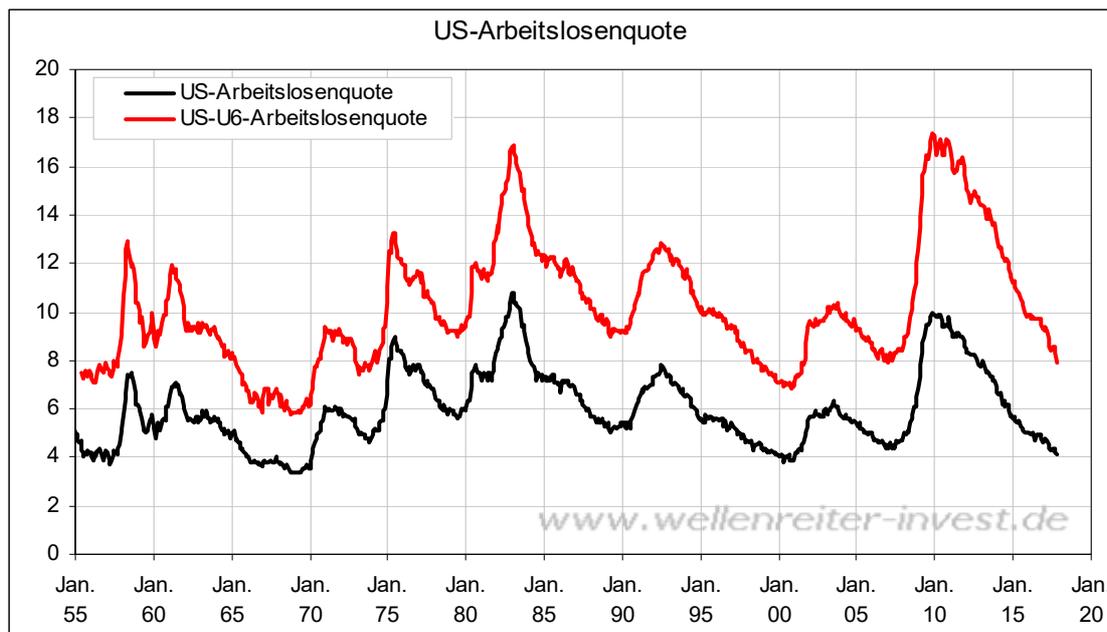


Abb. 1.4: US-Arbeitslosenquote

Die ebenfalls dargestellte U6-Arbeitslosenquote umfasst einen weiteren Kreis von potentiellen Arbeitnehmern. Diese Quote fiel im November 2017 auf ein zyklisches Tief von 7,9 Prozent. Beide Arbeitslosenquoten markieren damit ein 16-Jahres-Tief.

Obwohl der US-Arbeitsmarkt damit alle Bedingungen einer Knappheit erfüllt, steigt die Lohninflation bisher nicht (folgender Chart).

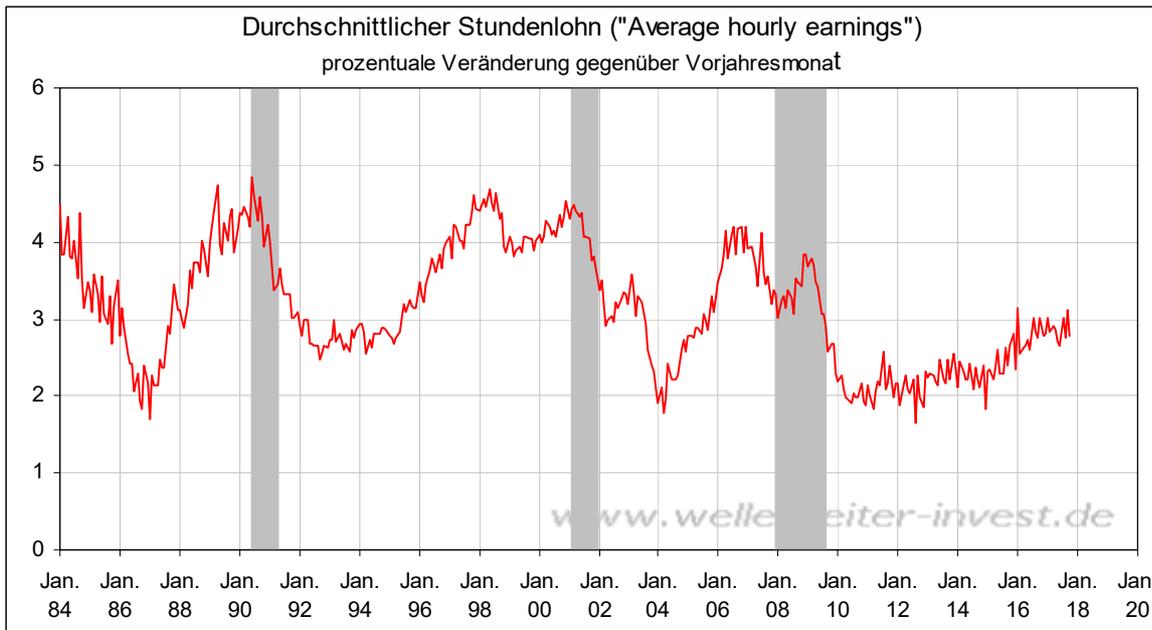


Abb. 1.5: Durchschnittlicher Stundenlohn

Diese bereits seit zwei Jahren andauernde Stagnation an der 3-Prozent-Marke könnte ein Stoppszeichen in der verhalten wirkenden Aufwärtsbewegung sein. Andererseits könnte die 3-Prozent-Marke das Ende der aktuellen zyklischen Bewegung darstellen. Das allerdings wäre historisch ungewöhnlich.

Eine perfekte Erklärung für die niedrige Lohninflation bei einem US-Arbeitsmarkt unter Vollbeschäftigung zu finden, ist schwierig. Ein Aspekt für die Zurückhaltung ist die niedrige Inflation, die durch den Abschwung der Rohstoffpreise zwischen 2011 und dem Frühjahr 2016 begünstigt wurde.

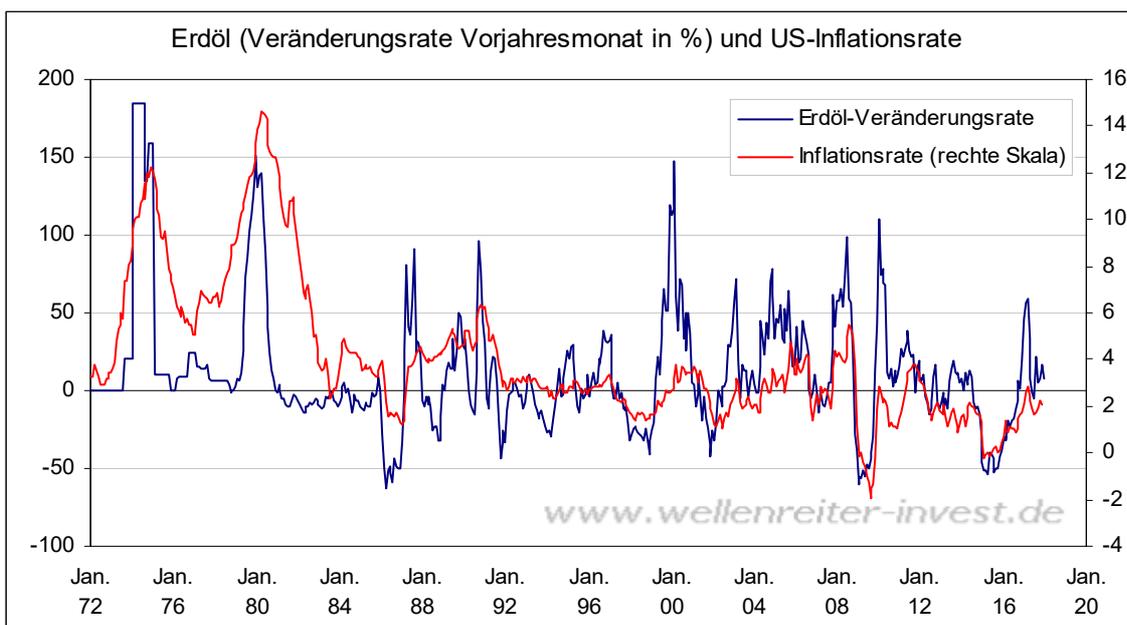


Abb. 1.6: Erdöl-Veränderungsrate

Da eine Notenbank Zweitrundeneffekte bei der Inflation vermeiden will, wird die Fed vor dem Hintergrund des steigenden Basiseffekts des Ölpreises im ersten Halbjahr 2018 sehr genau auf die Entwicklung der Lohninflation achten.

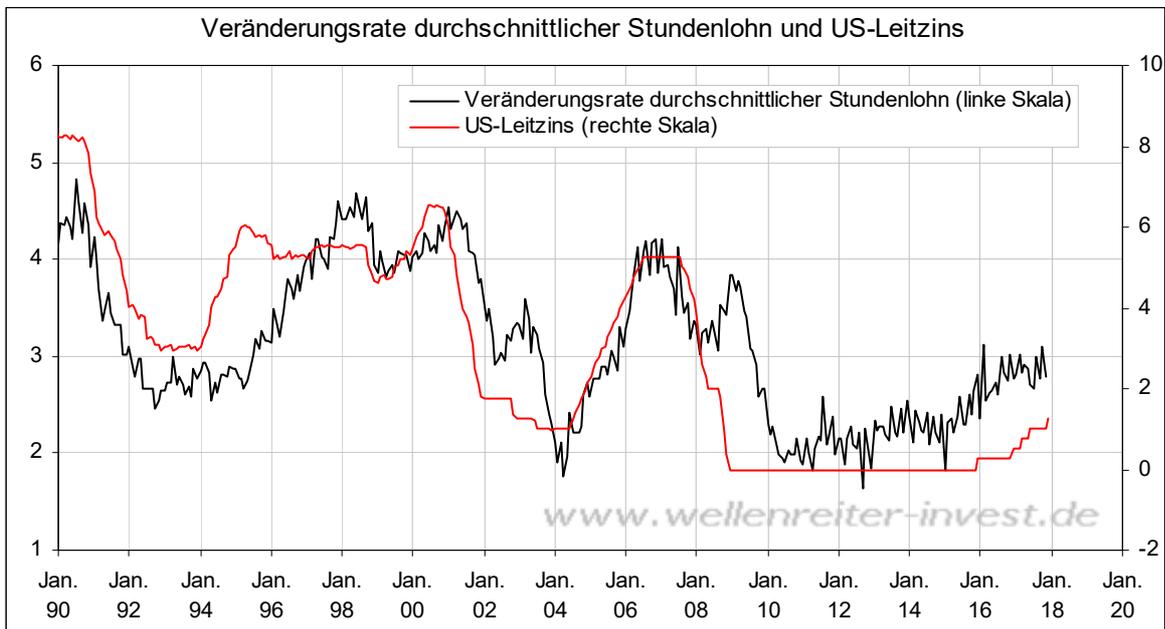


Abb. 1.7: Durchschnittlicher Stundenlohn und Leitzins

In einem Umfeld eines wirtschaftlichen Booms mit Vollbeschäftigung, in dem die US-Regierung prozyklisch noch die Steuern senkt und damit temporär das Wachstum durch steigende Konsumausgaben weiter anfährt, sollten steigende Stundenlöhne in den kommenden Monaten - begünstigt durch die Basiseffekte des Ölpreises - zu höheren Lohnforderungen der Arbeitnehmer führen. Die US-Notenbank würde dann mit weiteren Zinsschritten dagegen steuern müssen.

Bei einer steigenden Inflationsrate würde die US-Notenbank unter Handlungsdruck geraten. Historisch hat sie auf einen steigenden Stundenlohn mit Zinserhöhungsschritten reagiert. Der Zyklus der Zinserhöhungen startete im Dezember 2015, als der Zuwachs bei den Stundenlöhnen das Niveau von drei Prozent erreichte.

Zu einer Rezession kann es dann kommen, wenn die Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen unter die Rendite 2jähriger US-Staatsanleihen fallen würde. Da die Differenz lediglich 53 Basispunkte beträgt, ist eine solche Entwicklung im Jahr 2018 vorstellbar, aber momentan noch wenig wahrscheinlich. Die beiden letzten Rezessionen ergaben sich, weil die US-Notenbank im Boom zu stark gebremst hatte bzw. auch bremsen musste, um die wirtschaftliche Entwicklung abzukühlen.

Ein signifikanter Früh-Rezessionsindikator ist der US-Hausbaumarkt. Der Preis für US-Bauholz ist dort angelangt, wo er üblicherweise obere Wendepunkte generiert: Im Bereich von 450 US-Dollar.

Bauholz (Lumber) Monatschart

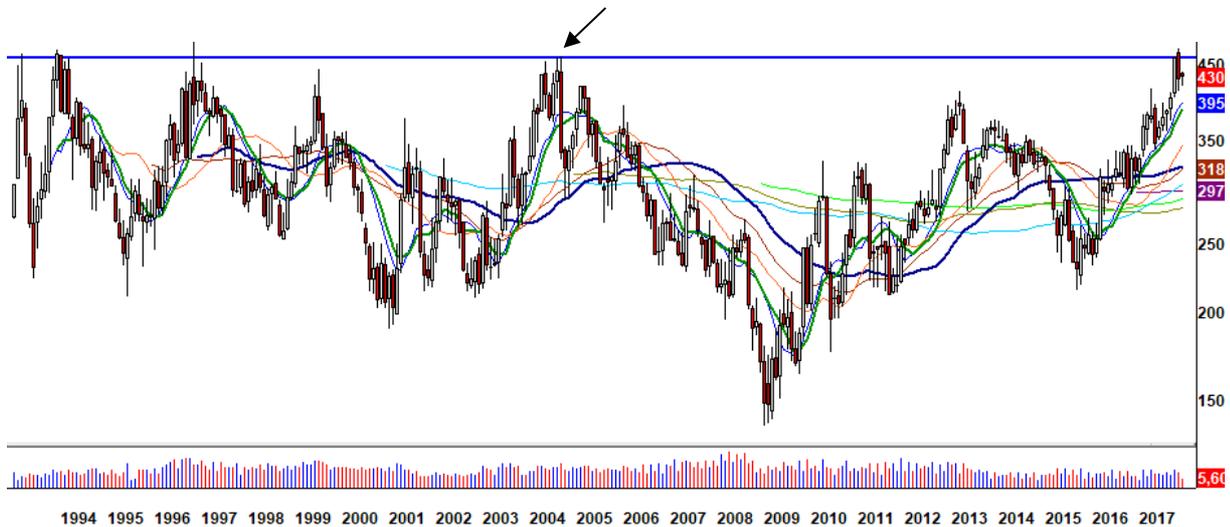


Abb. 1.8: Bauholz Monatschart

Mit dem Hoch des Jahres 2004 (siehe Pfeil obiger Chart) gab Bauholz das Signal für das Platzen der US-Hausbaublase im Juli 2005, siehe Pfeil folgender Chart).

Dow Jones Home Construction Index (DJUSHB) Monatschart

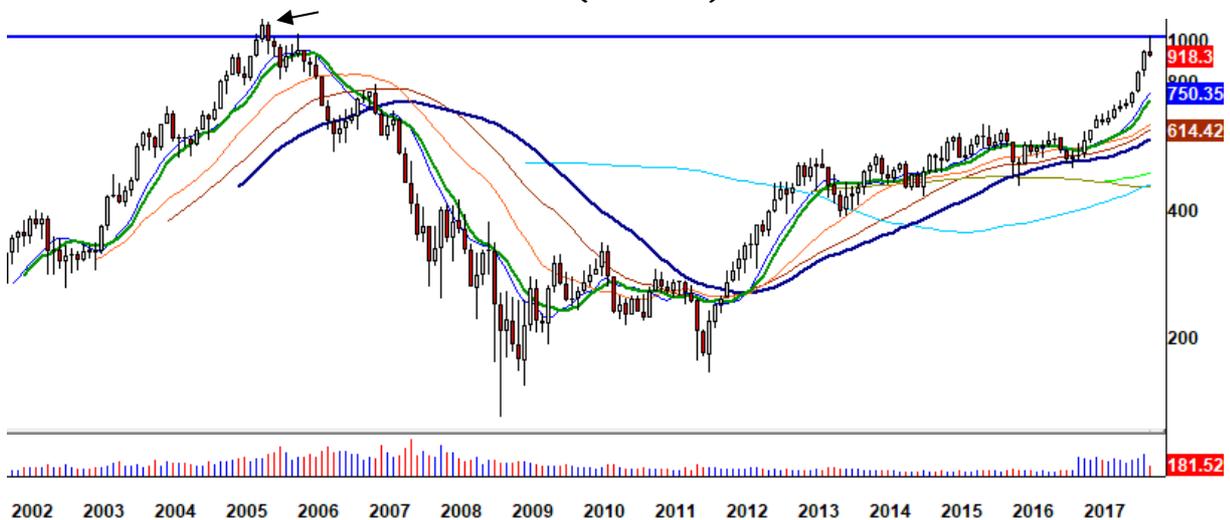


Abb. 1.9: US-Hausbauindex Monatschart

Der Index der US-Hausbauer befindet sich jetzt praktisch am Hoch des Jahres 2005.

Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich, so heißt es. Im Juli 2005 betrug die Differenz zwischen 10jährigen und 2jährigen US-Anleihen 32 Basispunkte. Aktuell beträgt die Differenz 53 Basispunkte.

Der Housing-Market-Index (Sentiment-Index der US-Hausbauunternehmen) stieg im Dezember mit 74 Punkten auf ein neues Jahrhunderthoch. Zuletzt war der Optimismus im Juli 1999 höher gewesen.

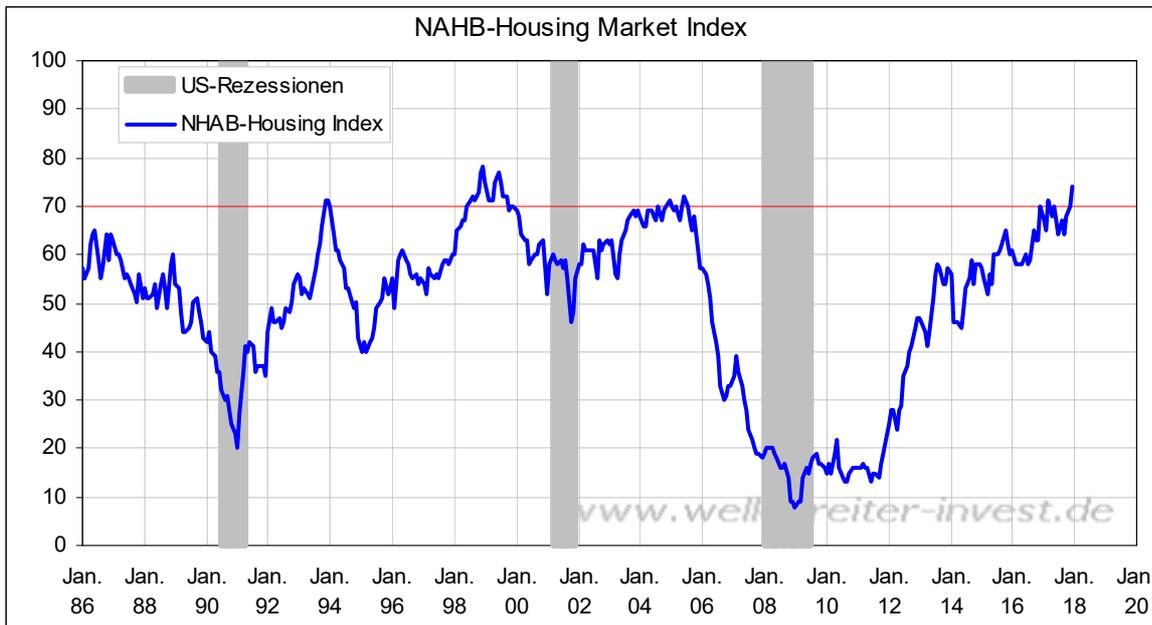


Abb. 1.10: NAHB-Housing-Market-Index

Der US-Hausbaumarkt ist schon häufig ein Frühindikator für US-Rezessionen gewesen. Der Vorlauf kann allerdings ein bis zwei Jahre betragen. Wäre beispielsweise im Jahr 2019 eine Rezession zu erwarten, wäre es keine Überraschung, wenn sich diese im US-Immobilienmarkt bereits jetzt abzeichnen würde. Sowohl Bauholz, der US-Hausbauindex als auch der Sentiment-Index der US-Hausbauer befinden sich an wichtigen oberen Widerständen.

Fazit

Die US-Konjunktur lief im Jahr 2017 heiß. Eine Abkühlung im Jahr 2018 ist nahezu eine Zwangsläufigkeit, die Zinsstrukturkurven sprechen für diese Abbremsung. Die erwartete Steuersenkung führt nicht zu deutlichen Veränderungen am Zinsmarkt, so dass diese die Wirtschaft unterstützende Maßnahme möglicherweise nur einen moderaten Einfluss besitzt. Eine Invertierung der Zinsstrukturkurve ist im Laufe des zweiten Halbjahres denkbar und wäre als ein Frühwarnindikator für eine Rezession anzusehen. Der US-Hausbaumarkt könnte einen oberen Wendepunkt erreicht haben.

1.3 Europa

Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für die Eurozone entwickeln sich seit dem Jahr 2013 positiv. Der zusammengesetzte Eurozone Index (Industrie und Dienstleistungen) stieg im November auf 58 Punkte. Werte über 50 Punkte bezeichnen eine Phase der wirtschaftlichen Expansion.

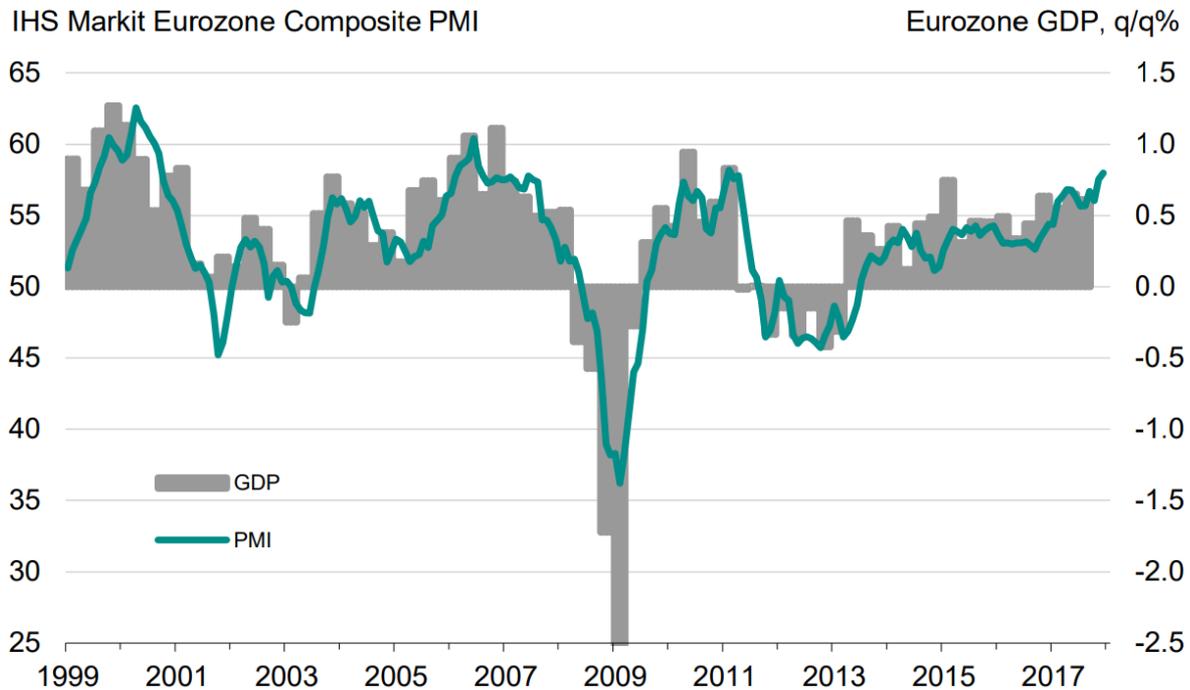
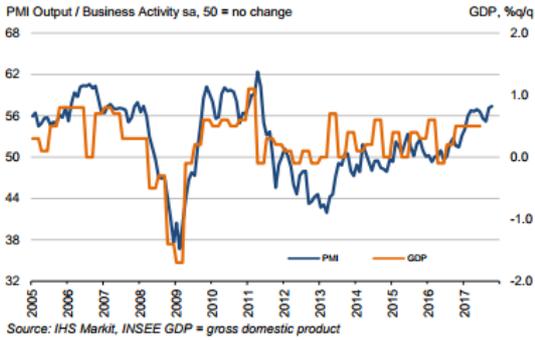


Abb. 1.11: Markit Eurozone Composite PMI

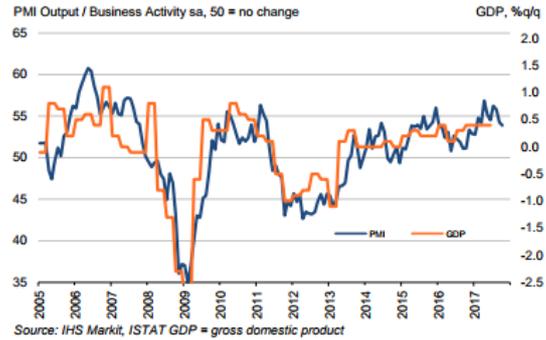
Quelle: Markit, Eurostat

Es fällt auf, dass die europäische Expansion einheitlich verläuft. Deutschland (56,6), Frankreich (57,4), Spanien (55,1) und Italien (53,9) liegen vergleichsweise eng beieinander (folgender Chart).

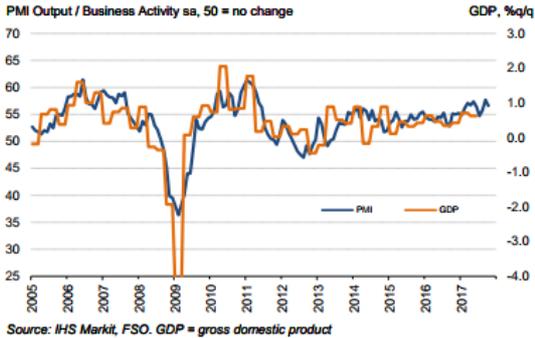
France



Italy



Germany



Spain



Abb. 1.12: Geschäftsaktivität europäische Staaten

Quelle: Markit, Eurostat

Die Einkaufsmanagerindizes Italien und Spanien haben sich von ihren Verlaufshochs bereits etwas entfernt. Sie zeigen leichte relative Schwäche zu Deutschland und Frankreich.

Der IFO-Index erreichte im November mit 117,6 Punkten ein neues Allzeithoch. Im Dezember war er mit 117,2 Punkten leicht rückläufig.

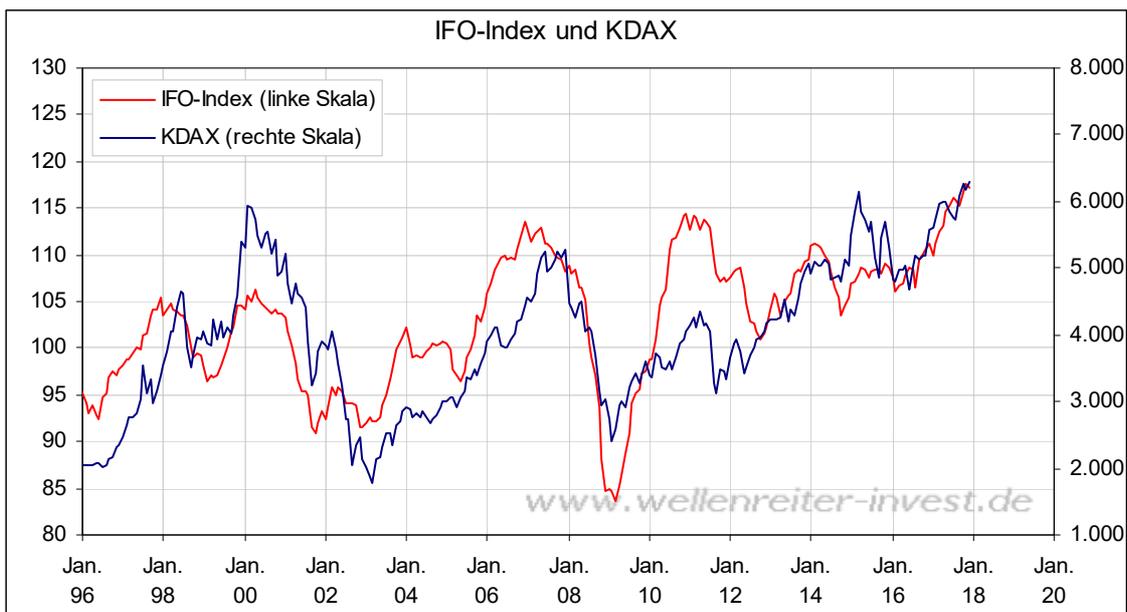


Abb. 1.13: IFO-Index und KDAX

Es ist kaum vorstellbar, dass der IFO-Index im Jahr 2018 seinen Anstieg unbeirrt fortsetzt. Eine Toppingphase des Indikators über einige Monate wie im Jahr 2000, 2007 und 2011 fehlt allerdings zum jetzigen Zeitpunkt. Würde der IFO-Index fallen, würde dies den DAX nicht unberührt lassen.

Interessant ist der jüngste Anstieg der europäischen Erzeugerpreise in den vergangenen Monaten (folgender Chart).

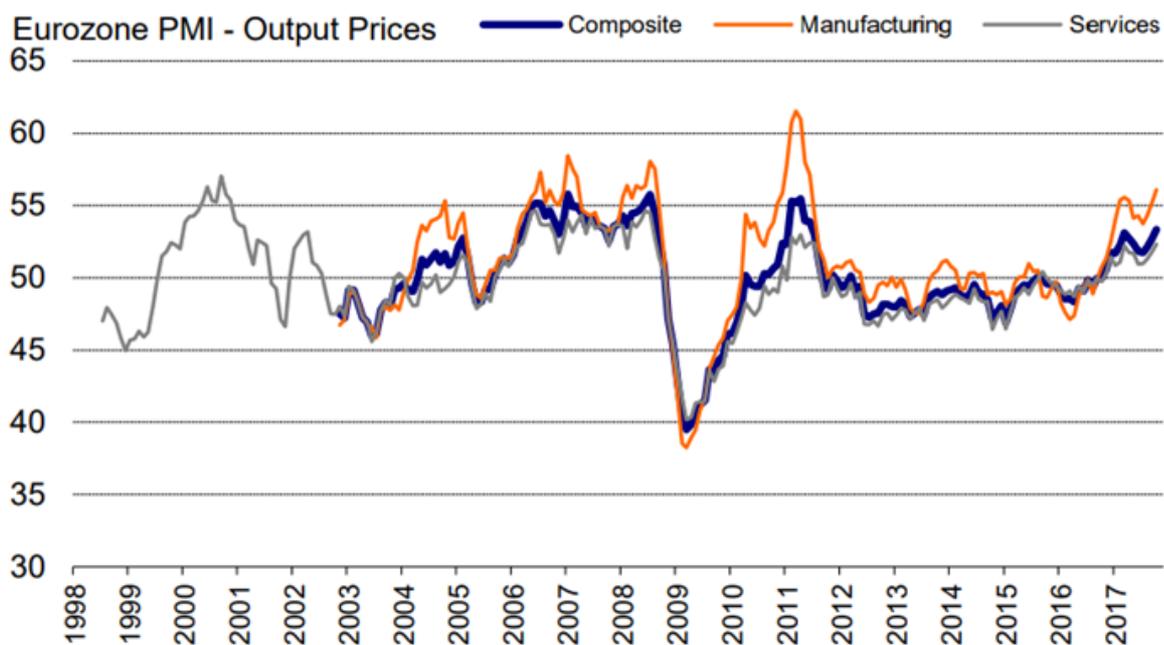


Abb. 1.14: Eurozone Erzeugerpreise

Quelle: Markit, Eurostat

Der zunehmende Preisdruck dürfte sich im Jahr 2018 auch mit zeitlicher Verzögerung bei den Konsumentenpreisen bemerkbar machen.

Fazit

Die wirtschaftlichen Aussichten in Europa sind zunächst positiv, Deutschland befindet sich ebenso wie die US-Wirtschaft in einem Boom. Auch in Deutschland gilt wie in den USA: Besser kann es kaum werden. Als Exportnation ist die chinesische Entwicklung von besonderem Interesse, die nachfolgend im Fokus steht und bei der Bremsspuren zu beobachten sind, die den Boom in Deutschland abkühlen dürften.

1.4 Asien und Schwellenländer

Der Einkaufsmanagerindex für China (Caixin China PMI) lag im November bei 51,6 Punkten. Das ganze Jahr über lässt sich eine Wachstumsabschwächung erkennen, ohne dass der Index die 50-Punkte Marke unterschritten hätte, die auf einen deutlichen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität hinweisen würde.

Caixin China Einkaufsmanagerindex

50 = no change on previous month, S.Adj.

Increasing rate of growth

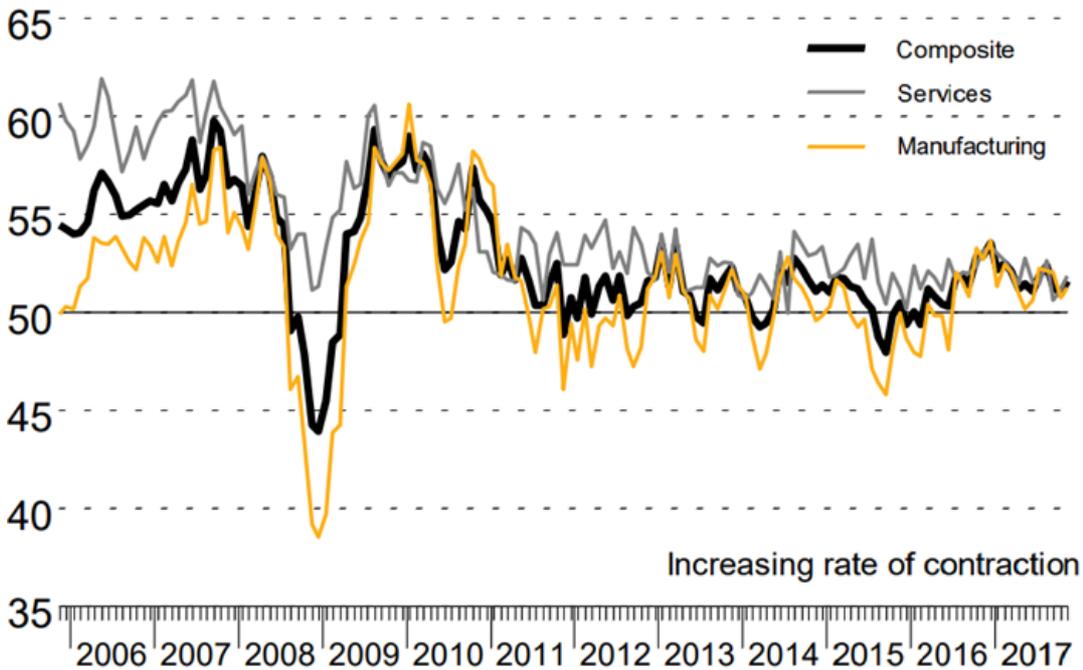


Abb. 1.15: Caixin China Output PMI

Der Rutsch unter die Marke von 50 Punkten im Jahr 2015 führte zu deutlichen Kursverlusten an den Aktienmärkten und zu Rezessionsängsten.

Damit zeigt der chinesische Einkaufsmanagerindex eine gegenläufige Tendenz zu den Pendanten in den USA und in Deutschland. Die Entwicklung in China könnte im Jahr 2018 ein Faktor für eine Phase der wirtschaftlichen Abkühlung darstellen.

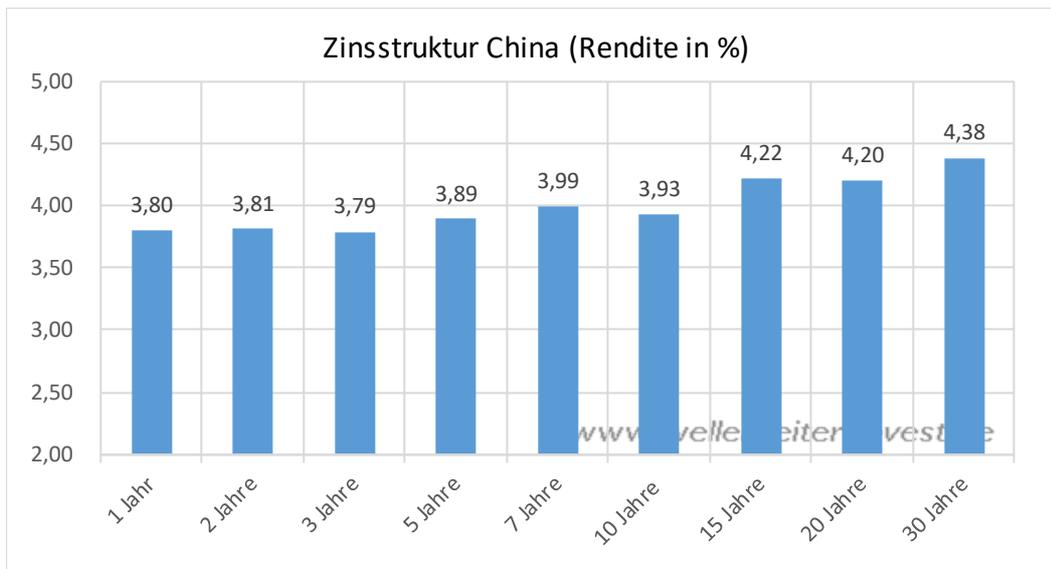


Abb. 1.16: Zinsstruktur China

China besitzt zudem eine relativ flache Zinsstrukturkurve, die eine sukzessive Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit erwarten lässt. Eine kleine Inversion im Bereich von 7 und 10 Jahren stellt noch eine kleinere Anomalie dar. Im Falle von Zinserhöhungen durch die chinesische Notenbank steigt die Wahrscheinlichkeit einer inversen Zinsstrukturkurve.

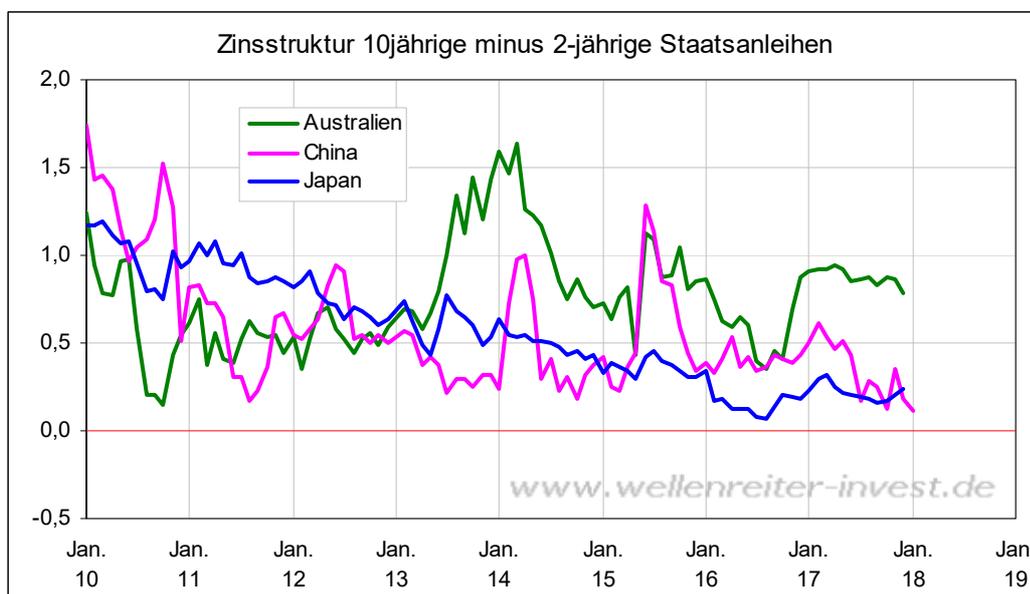


Abb. 1.17: Zinsstruktur Australien, China, Japan

Japan zeigt eine leicht steigende Zinsstrukturkurve, durch die politisch eingeleitete Fixierung der zehnjährigen Rendite um die Null-Linie ist eine inverse Zinsstrukturkurve nicht wahrscheinlich.

Australien befindet sich in dieser Hinsicht außer Gefahr. Die Stabilisierung der Rohstoffpreise unterstützt die australische Konjunktur.

Fazit

Die Reflationierung der Rohstoffpreise seit Frühjahr 2016 stabilisierte die Konjunktur in der Breite, im Jahr 2017 expandierten alle Volkswirtschaften auf globaler Basis. Mittlerweile kann von einem wirtschaftlichen Aufschwung gesprochen werden, der den Namen Boom verdient. Inwiefern das Risiko eines Boom & Bust-Jahres besteht, wollen wir nachfolgend thematisieren.

Auffällig erscheint uns die Entwicklung in China mit einer relativ flachen Zinsstrukturkurve, relativ hohen nominalen Zinsen und der Tendenz zur Abkühlung der Einkaufsmangerindizes. Da China für das höchste Wachstum innerhalb der großen Volkswirtschaften steht, würden die Wachstumshoffnungen der Weltwirtschaft einen deutlichen Dämpfer bekommen, wenn sich die chinesische Volkswirtschaft stärker abkühlt.

1.5 Inflation

Wir rechnen für das kommende Jahr mit einem frühen Tief in der US-Inflationsrate. Schon im Januar (siehe schwarzen Pfeil) dürfte das Inflationstief für das Jahr 2018 bei etwa 1,6 Prozent erreicht sein.

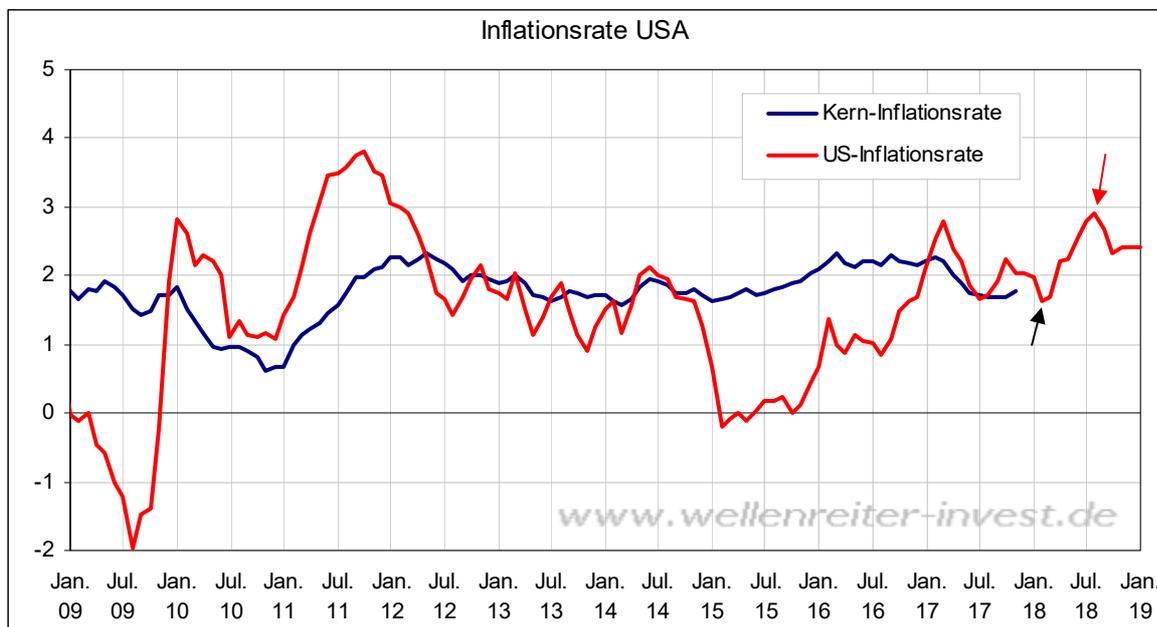


Abb. 1.18: US-Inflation und Kerninflation

Anschließend sollte die US-Inflationsrate ansteigen. Aufgrund des Basiseffekts ist insbesondere im Zeitraum von März bis Juli 2018 mit einem deutlichen Anstieg zu rechnen, der in der Spitze 2,9 Prozent (Juli 2018) erreichen kann. In unserer Projektion haben wir die Annahme getroffen, dass die US-Inflationsrate durchschnittlich um 0,2 Prozent gegenüber dem Vormonat steigt.

Unterstützung findet unsere Annahme im deutlichen Anstieg des US-Erzeugerpreisindex. Dieser notiert mit 4,3 Prozent (November 2017) auf einem 5-Jahres-Hoch.

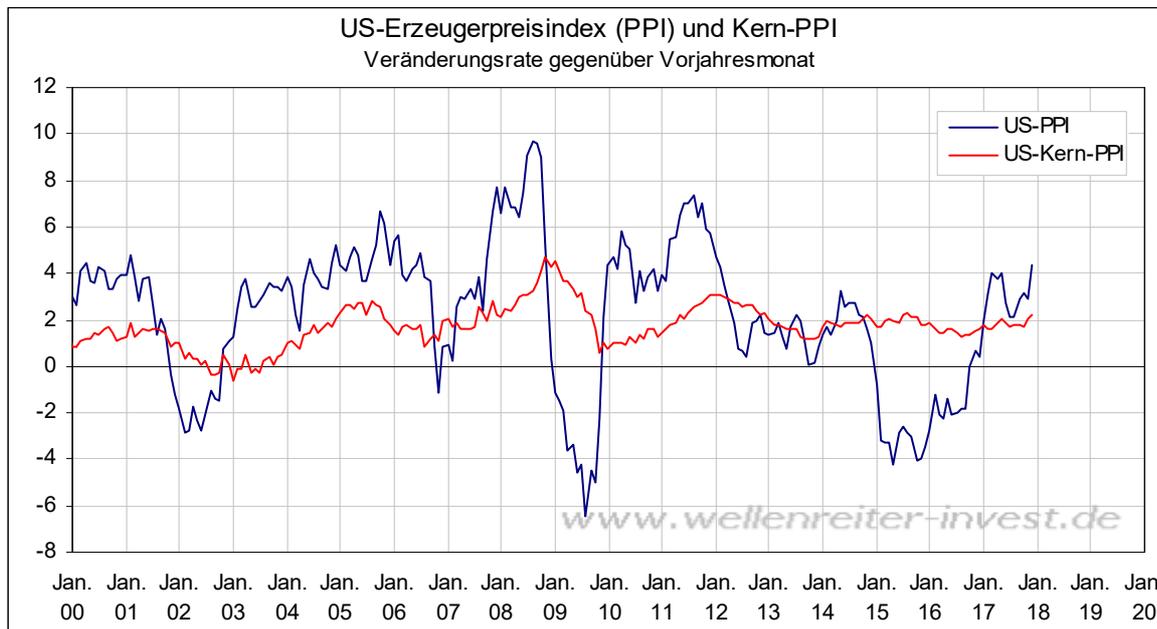


Abb. 1.19: US-Erzeugerpreisindex

Die Aktienmärkte agieren dann positiv, wenn sich die US-Inflationsrate zwischen 1 und 3 Prozent bewegt („Wohlfühlkorridor“). Sollte sie im Sommer an der Drei-Prozent-Marke kratzen, steigt die Wahrscheinlichkeit für eine Korrektur an den Aktienmärkten. Im Jahr 2011 stieg die US-Inflationsrate zum letzten Mal über drei Prozent, im dritten Quartal setzte nach einer vorherigen Toppingphase eine crashartige Bewegung ein. Auch wenn stark steigende Renditen in der europäischen Peripherie der Trigger der damaligen Bewegung war, so kann ein Anstieg der Inflationsrate über drei Prozent diesmal einen anderen Dominostein auslösen.

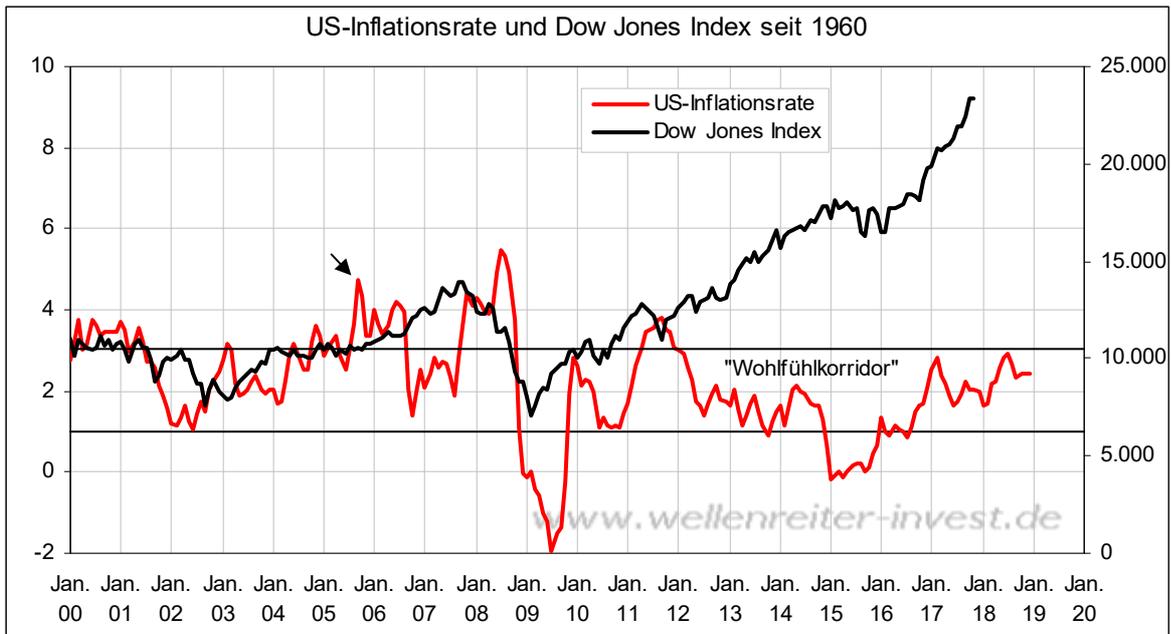


Abb. 1.20: US-Inflation im Wohlfühlkorridor

Der Anstieg der Inflationsrate in den Jahren 2005/06 im Umfeld steigender Ölpreise motivierte die US-Notenbank zu einer konstanten Bremspolitik mit steigenden Leitzinsen und dämpfte damit die US-Aktienmarktentwicklung, ohne dass es damals zu substantziellen Rückschlägen kam. Lediglich der Hausbausektor reagierte bereits negativ.

Wir nehmen an, dass sich die Inflationsraten in Deutschland und Japan ähnlich wie in den USA entwickeln werden.

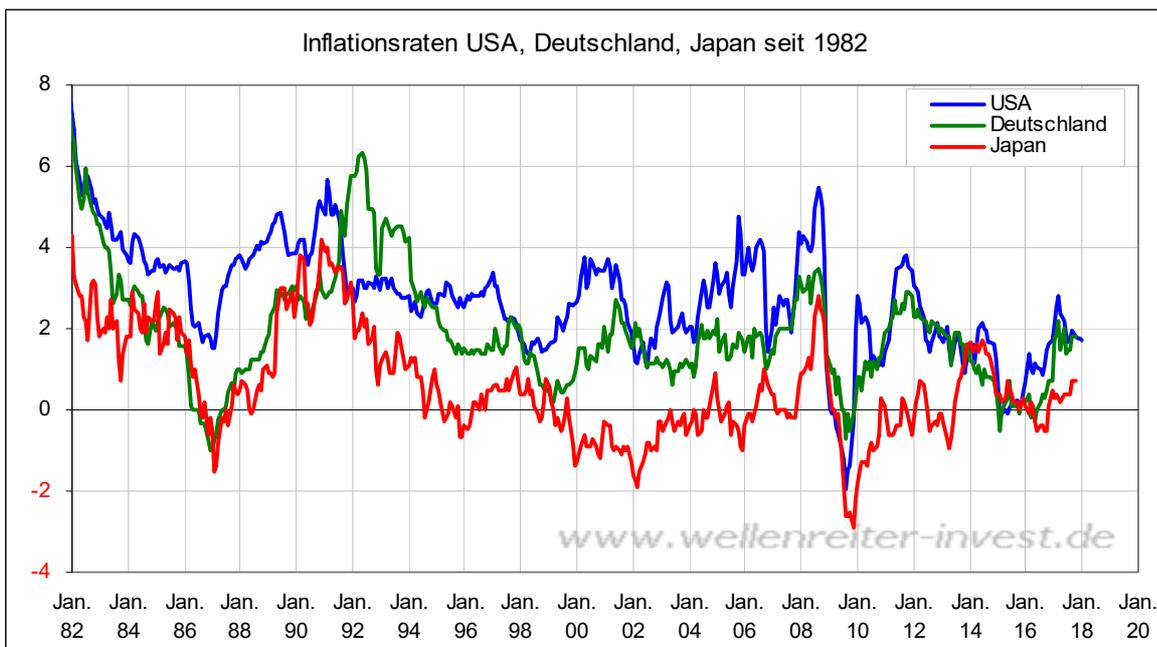


Abb. 1.21: USA, Deutschland, Japan seit 1982

Auffällig ist, dass sich die japanische Inflationsrate mit +0,7 Prozent vergleichsweise deutlich oberhalb der Null-Linie bewegt. Unterstützt von einer allgemeinen Reflationstendenz dürfte die japanische Inflationsrate im Jahr 2018 zeitweise die Marke von 1,0 Prozent überwinden.

Die Inflationsrate Deutschlands und auch Eurolands folgt in der Regel der US-Inflationsrate, wenn auch meist auf einem abgeschwächten Niveau. Ein Indikator für eine auch in Euroland steigende Inflationsrate sind die Einkaufspreise des europäischen Einzelhandels.

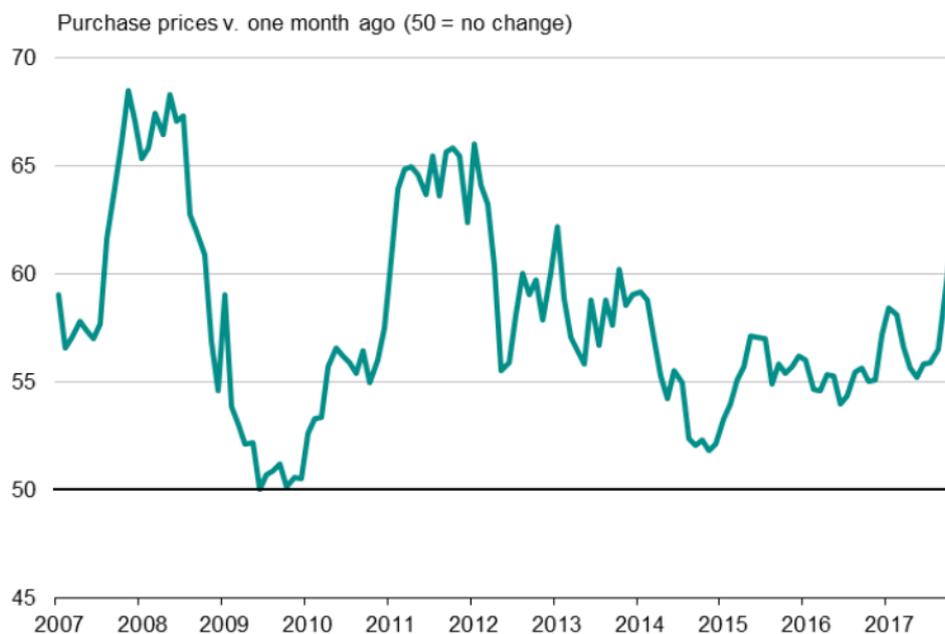


Abb. 1.22: Einkaufspreise europäischer Einzelhandel

Quelle: Markit

Der starke Anstieg (höchstes Niveau seit 2012) sollte sich auch auf die Konsumentenpreis-Inflation entsprechend auswirken. Die Phase der sehr niedrigen Inflationsrate sollte auch in Europa enden und im Jahr 2018 zu einem höheren Inflationsniveau führen.

Fazit

Das erste Halbjahr 2018 sollte von einer beständig ansteigenden Inflationsrate geprägt sein. Der Höhepunkt könnte im Juni/Juli 2018 mit einer US-Inflationsrate von knapp drei Prozent erreicht werden. An diesem Punkt könnte sich die US-Zentralbank genötigt fühlen, weiter einzubremsen und die Zinsen stärker erhöhen, als dies aktuell absehbar erscheint.

2. Notenbankpolitik

Im Jahr 2017 waren sowohl expansive als auch Straffungsschritte auf globaler Ebene zu beobachten.

Die Notenbank mit den aggressivsten Straffungsschritten war die **US-Zentralbank (FED)**. Sie vollzog in Jahr 2017 in jedem Quartal einen Straffungsschritt, dreimal betraf es den Leitzinssatz mit jeweils 25 Basispunkten, im September kündigte sie mit einer Reduzierung ihrer Bilanz ein weiteres Stilmittel an.

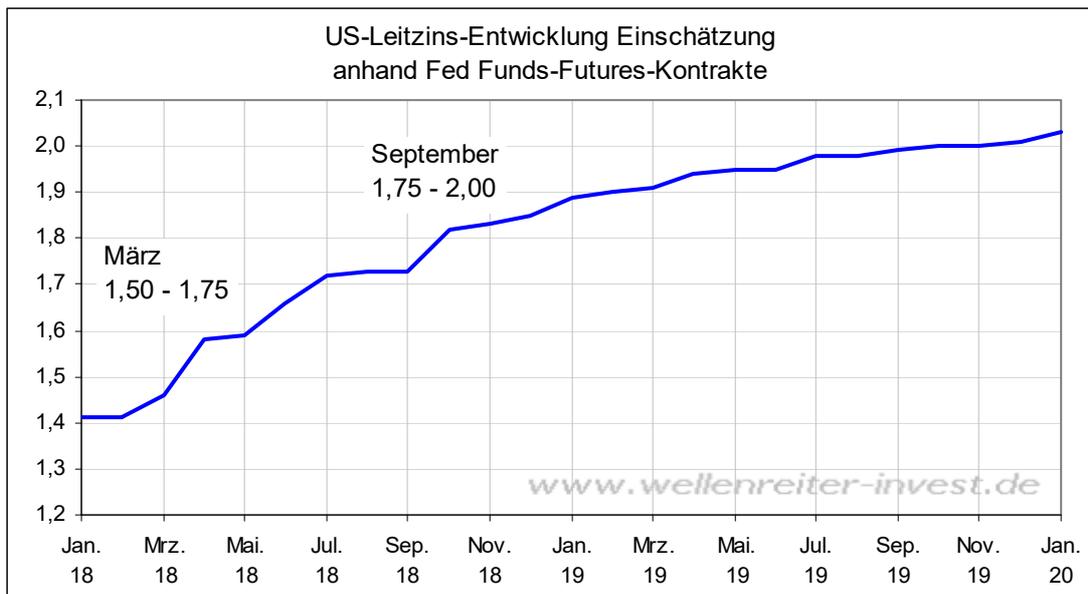


Abb. 2.1: US-Leitzinsentwicklung Einschätzung

Die US-Notenbank hat in ihrem Ausblick für 2018 drei weitere Leitzinssatzerhöhungen angekündigt, die FED Funds Futures implizieren für 2018 allerdings nur zwei Leitzinssatzschritte im März und September 2018.

Der Verwaltungsrat der US-Notenbank erneuert sich durch vier Mitglieder. Jerome Powell als Vorsitzender ersetzt Janet Yellen und zudem wird ein neuer Stellvertreter gesucht, da auch Stanley Fischer zurückgetreten ist. Diese Veränderung kann zu einer Adjustierung der verfolgten Politik führen, auch wenn die Personalie Jerome Powell eine Kontinuität der bisher verfolgten Politik verspricht. Zudem verändert sich turnusgemäß das Board der stimmberechtigten FED-Mitglieder. Charles Evans und Neel Kashkari stimmten bei der Dezembersitzung gegen die vollzogene Zinserhöhung, sie sind im Jahr 2018 nicht mehr stimmberechtigt. Mit Loretta Mester und John Williams sind dann „Falken“ stimmberechtigt, so dass davon auszugehen ist, dass die FED ihren angekündigten Zinserhöhungspfad fortsetzen wird.

Da die Investoren zurückhaltender als die US-Notenbank sind, besteht potentieller Anpassungsbedarf bei ihren Erwartungen. Die am Ende des Jahres 2017 beschlossene Steuerreform ist ein weiterer Faktor, der für Anpassungsdruck auf der Oberseite spricht und zu einem restriktiveren Pfad der US-Notenbank führen kann.

Die Löhne steigen in den USA zuletzt konstant im Bereich um 3 Prozent. Mit steigender Tendenz und aufgrund der höheren Inflationsraten in den kommenden Monaten ist es wahrscheinlich, dass die Arbeitnehmer höhere Löhne fordern und auch bekommen können, zumal die Unternehmen mit einer Senkung der Steuern entlastet werden und somit etwas mehr Spielraum zum Verteilen des Geldes besitzen. Die bisher ausgebliebenen Zweitrundeneffekte sollten sich im Jahr 2018 einstellen. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die FED unter Handlungsdruck gerät, insbesondere vor dem Hintergrund einer steigenden Inflationsrate im Umfeld von Vollbeschäftigung. Das Risiko des Jahres 2018 ist daher eine Boom-/Bust-Situation.

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

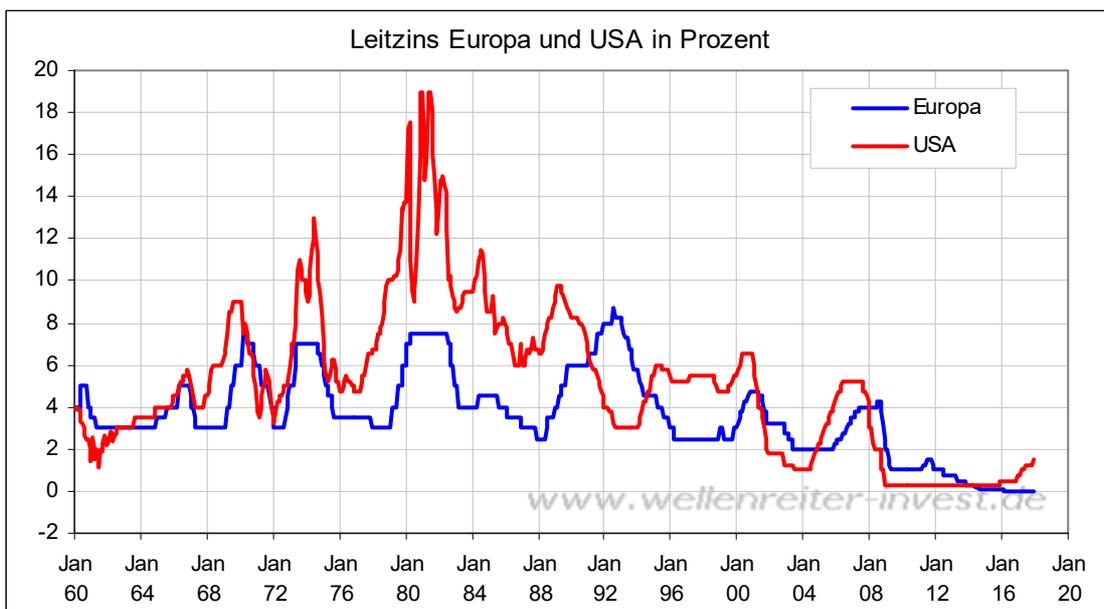


Abb. 2.2: Leitzinsen Europa, USA

Dies gilt bei der Entwicklung der Leitzinsen in Europa und den USA, die bereits extrem lang divergieren. Lediglich Anfang der 90iger Jahre ergab sich in Europa temporär eine Abkopplung aufgrund der Wiedervereinigung in Deutschland, diesmal ist die Sonder-situation die temporäre Vertrauenskrise in den Jahren 2011/12. Diese auf den Konti- nent bezogene Krise führte zu einer Rezession in vielen europäischen Ländern und hat Europa gegenüber dem historischen Zyklus im Vergleich zu den USA um mindestens drei Jahre zurückgeworfen. Da die US-Notenbank einen ersten Leitzinssatzschritt im

Dezember 2015 und ab Dezember 2016 einen richtigen Zyklus gestartet hat, ist für Europa mit einem ersten Schritt der Leitzinssatzerhöhung im Jahr 2019 zu rechnen.

Neben dem Anheben der Leitzinsen hat die die Verkürzung der Fed-Bilanz zu einem weiteren Bremsschritt geführt, der eine Liquiditätsverringering mit sich bringen wird.

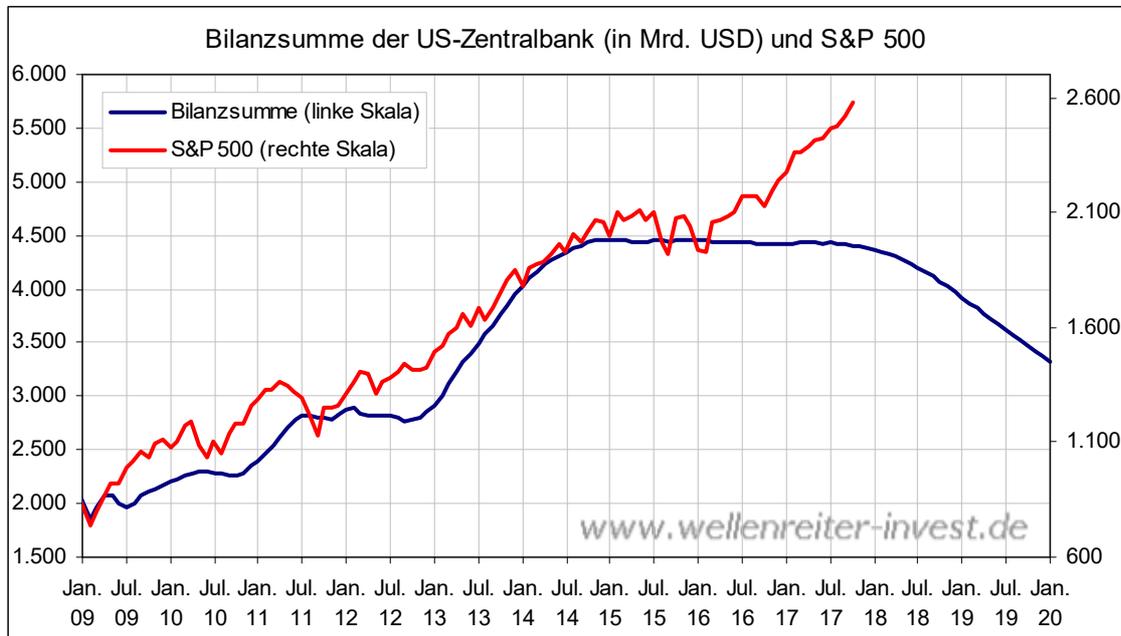


Abb. 2.3: Bilanzsumme Fed und S&P 500

Seit Oktober 2014 hielt die FED ihre Notenbankbilanz konstant im Bereich von 4.400 Mrd. US-Dollar. Seit Oktober 2017 reduziert sie ihre Bilanz zunächst um 10 Mrd. Dollar pro Monat. Im ersten Quartal 2018 wird die Summe der Bilanzverkürzung auf 20 Mrd. Dollar steigen.

Mit jedem Quartal wird sie sich um weitere 10 Mrd. US-Dollar erhöhen, bis die Bilanz ab dem vierten Quartal 2018 um 50 Mrd. Dollar monatlich schrumpfen soll. Das Ziel der FED ist nicht ein kompletter Abbau der Bilanzsumme auf das Niveau von Januar 2009, sondern eine Reduzierung in den Bereich von 2.500 bis 3.000 Mrd. US-Dollar. Dieser Prozess wird rund drei bis vier Jahre andauern und damit in die kommende Dekade reichen.

Eine Reduzierung der Liquidität an den Märkten ist ein Risikofaktor für Kursturbulenzen und eine Bust-Situation in einem Umfeld des Booms mit sehr risikofreudigen Investoren. Im Vorfeld solcher Turbulenzen würde sich eine abnehmende Marktbreite zeigen, die Flut würde sich zurückbilden. Ein weiteres Indiz wäre eine steigende Volatilität, die eine zunehmende Unruhe und Beunruhigung der Investoren indizieren würde.

Wir werden im Rahmen des Kapitels der Aktien auf einzelnen Facetten der Marktbreite eingehen und darlegen, inwiefern im aktuellen Umfeld bereits erste Anzeichen einer zurückgehenden Flut zu beobachten sind.

Die **EZB** reduziert ihr Anleihenkaufprogramm ab Januar 2018 auf 30 Mrd. Euro pro Monat. Dies stellt den dritten Schritt der Reduzierung dar. Es ist davon auszugehen, dass die EZB ab Oktober 2018 keine Anleihen mehr zurückkauft und damit dem Fahrplan der FED exakt um 4 Jahre hinterherhinkt. Die Entscheidung für die Zeit ab Oktober 2018 wird sie spätestens im Juli verkünden. Im Oktober 2019 wird ein Nachfolger von Mario Draghi den Vorsitz der EZB übernehmen. Draghi vermittelt bisher den Eindruck, dass er seine expansive Politik so lange wie möglich fortsetzen möchte.

Eine Zinsnormalisierung aus den Negativzinsen heraus wäre eine Verbesserung der Situation in Europa, die dem stark angeschlagenen Bankensektor helfen würde. Allerdings ist eine rasche Normalisierung momentan nicht einmal in Ansätzen erkennbar. Bei einem kurzfristigen Zinssatz von minus 0,40 Prozent notieren die Anleihen Deutschlands bis zu einer Laufzeit von 4 Jahren noch unterhalb dieses Niveaus!

Nach dem Ende des Anleihenkaufprogramms wird die EZB ihre Bilanzsumme, die im Jahr 2017 das Niveau der FED überschritten hat, zunächst für einen gewissen Zeitraum konstant halten.

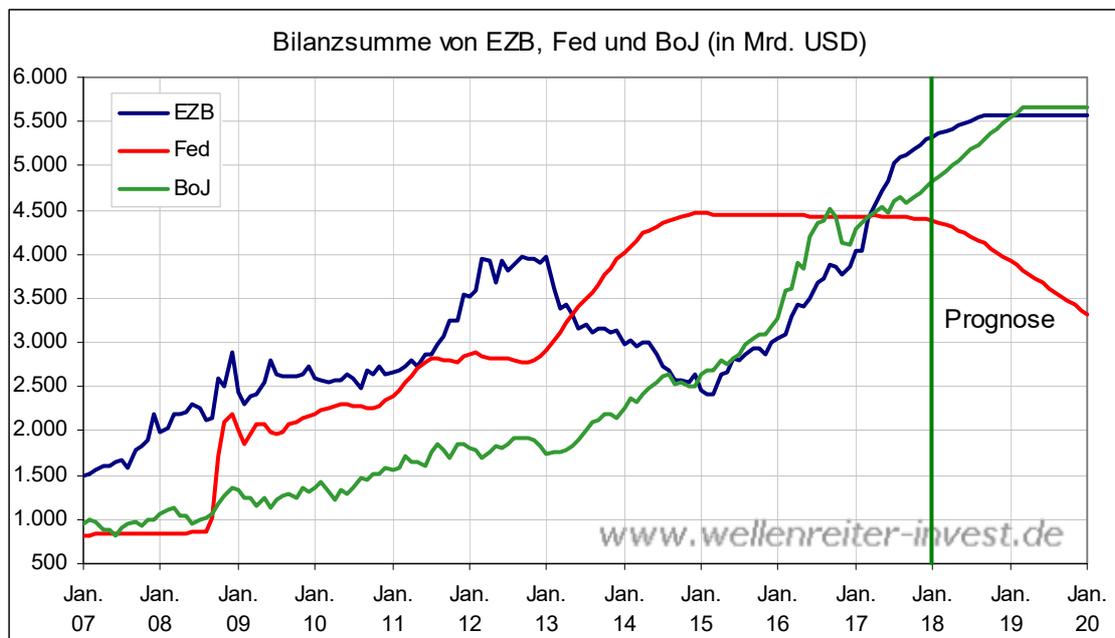


Abb. 2.4: Bilanzsumme EZB, Fed und BoJ

Die **Bank of Japan** hat knapp die Hälfte der japanischen Staatsverschuldung in ihren Büchern und dürfte ihren Kurs des Kaufprogramms bis 2019 fortsetzen. Sie hat sich bisher nicht explizit zu einer Reduzierung des Kaufprogramms geäußert und deckelt

den zehnjährigen Marktzins erfolgreich im Bereich um 0 Prozent. Der Leitzins liegt bei -0,10 Prozent. Offiziell hat sie ein Kaufprogramm von 80 Mrd Yen (etwa 70 Mrd US-Dollar) pro Monat angekündigt, allerdings hat sie dieses in den letzten Monaten nur im Umfang von etwa 50 Mrd Yen (etwa 45 Mrd USD) durchgeführt.

Damit hebt sich die Politik der japanischen Notenbank von der transparenten Notenbankpolitik der FED und der EZB ab.

Da sie zudem ihr Inflationsziel von zwei Prozent auf das Jahr 2019 verschoben hat, wird sie frühestens im zweiten Halbjahr 2018 Stellung zu einer offiziellen (weiteren?) Reduzierung ihres Kaufprogramms beziehen. Da die japanische Notenbank anhand der Vorbilder der FED und der EZB gesehen hat, dass eine sukzessive Reduzierung des Anleihenkaufprogramms ein erfolgreicher Weg ist, um Unruhen an den Märkten zu vermeiden, dürfte sie diesen Weg bestreiten. Daher dürfte sie im Jahr 2019 ihr Kaufprogramm in einem ersten Schritt halbieren oder den Betrag pro Quartal sukzessive reduzieren. Zudem kauft sie ETFs auf den Topix und investiert somit zusätzlich am heimischen Aktienmarkt.

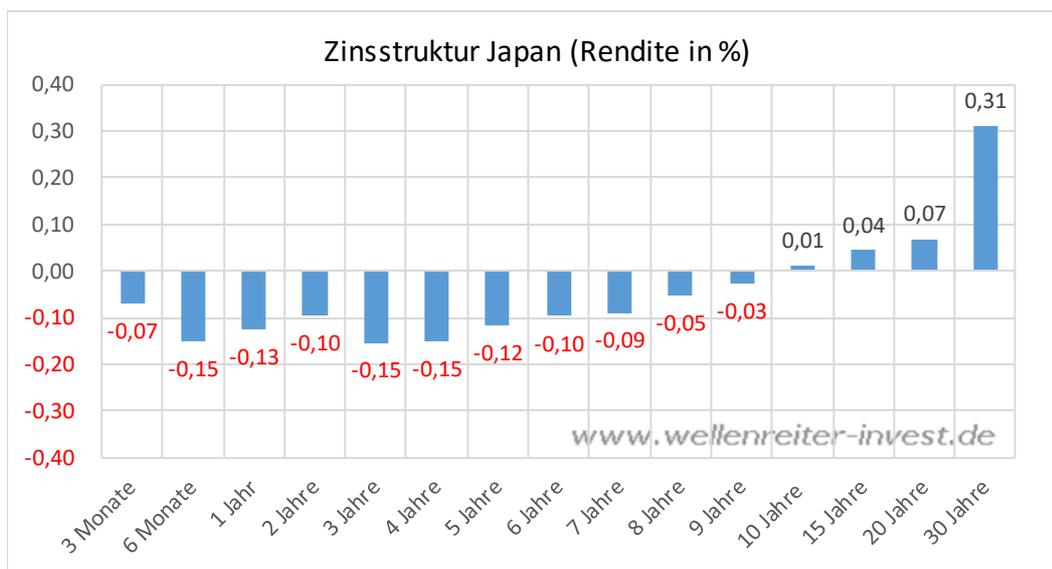


Abb. 2.5: Zinsstruktur Japan

Die Folge ihrer Politik ist eine nahezu komplett flache Zinsstrukturkurve, da die Rendite zwischen einer Laufzeit von drei Monaten wie auch 9 Jahren nahezu identisch ist und um den Leitzins oszilliert.

Die Kaufprogramm der drei großen Notenbanken haben wir in einer Grafik aggregiert und vergleichen sie mit der Entwicklung des MSCI World, um eine Vergleichbarkeit für die globale Liquiditätsentwicklung zu bekommen.

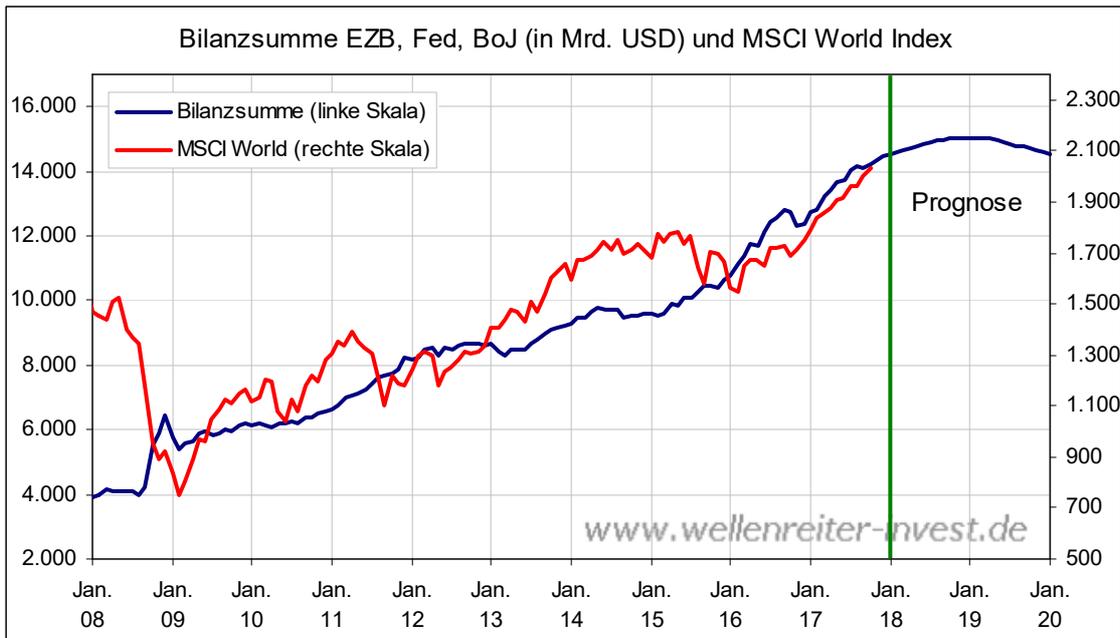


Abb. 2.6: Bilanzsumme gesamt

Die Prognose ab Januar 2018 ist zwar wie alle Prognosen mit Unsicherheit behaftet, das Momentum der Aufwärtsbewegung lässt aber unstrittig nach. Während der Nettosaldo bei der EZB und der FED im dritten Quartal 2017 noch bei etwa 70 Mrd. US-Dollar (EZB: 60 Mrd. Euro) lag, sinkt er im dritten Quartal 2018 bereits auf etwa 15 Mrd. Dollar ab und wird im vierten Quartal 2018 sehr wahrscheinlich bei minus 50 Mrd. Dollar liegen. Die Unbekannte ist das Kaufvolumen der japanischen Notenbank. Würde es auf dem Niveau des zweiten Halbjahres 2017 verharren, wäre auf globaler Basis die Nettobilanz der drei großen Notenbanken bereits marginal negativ.

In den Wachstumsregionen der **BRIC-Staaten** mit Ausnahme Chinas gab es teilweise sehr deutliche Zinssenkungsschritte der jeweiligen Notenbanken, die das Wirtschaftswachstum ankurbeln. Als extremes Beispiel sei die brasilianische Notenbank genannt, die den Leitzinssatz von 13,75 Prozent auf 7,00 Prozent gesenkt hat. Die Zinssenkungsschritte dürften sich im Jahr 2018 nicht wiederholen, sondern es dürfte sich ein Beibehalten des Status Quo bilden.

Die chinesische Zentralbank hat die Zinsen wie in den USA leicht angehoben, wobei die Zinsschritte insgesamt nur 25 Basispunkte ausmachten. Eine Bremspolitik ist insbesondere im Unternehmensbereich zur Eindämmung der Verschuldung gewollt. Daher gehören die China zu der Minderheit, die das Wachstum dämpfen möchte.



Abb. 2.7: Renditen China

Die Bremspolitik Chinas drückt sich vor allem durch einen deutlichen Renditeanstieg in den letzten 12 Monaten aus. Die Zinsstrukturkurve Chinas ist sehr flach geworden. Ähnlich deutliche Renditeanstiege in den letzten 10 Jahren führten zur Ausbildung von wichtigen Hochpunkten in unterschiedlichen Märkten.

Auf einer globalen Basis dominieren seit dem zweiten Halbjahr die vorsichtigen Schritte der Straffung mit ersten Leitzinssatzerhöhungen. Diese waren in vielen Ländern von Kanada über Großbritannien bis nach Australien oder Südkorea zu beobachten. Die Leitzinsen bewegen sich in allen genannten Ländern historisch betrachtet auf extrem niedrigen Niveaus, der Blickwinkel geht wieder nach oben in Richtung steigende Leitzinsen.

Fazit

Die FED hat im Dezember 2016 den eigentlichen Startschuss für einen Straffungszyklus gegeben. Im letzten Zyklus von 2004-2006 dauerte dieser zwei Jahre an und somit dürfte er sich im Jahr 2018 fortsetzen. Der Straffungszyklus dürfte dabei größer ausfallen als momentan von den Investoren erwartet wird. Die zusätzliche Liquidität, die die drei großen Notenbanken in den letzten Jahren durch ihre Erweiterung ihrer Bilanzsummen den Marktteilnehmer zur Verfügung gestellt haben, nimmt deutlich ab und wird sehr wahrscheinlich im Jahr 2018 einen Hochpunkt ausbilden.

3. Der Anleihemarkt

3.1 Übersicht

82 Prozent der Teilnehmer einer BofA/Merrill-Lynch Fondsmanagerumfrage sind der Meinung, dass die Renditen in den kommenden 12 Monaten steigen werden. Dies entspricht nahezu einem Rekordniveau. Für fallende Zinsen können sich nur drei Prozent erwärmen.

In 12 Monaten werden die Zinsen am langen Ende...

Exhibit 17: In 12 months' time, global long-term interest rates will be...

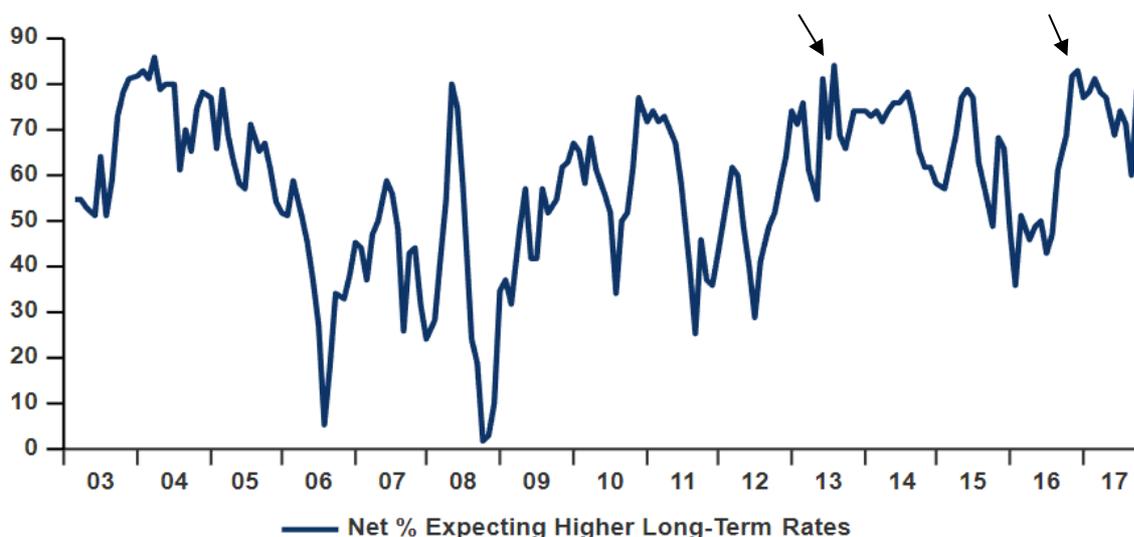


Abb. 3.1: Zinserwartungen

Quelle: BofA Merrill Lynch Fondsmanagerumfrage

Die beiden Pfeile auf dem obigen Chart bezeichnen ebenfalls Zeitpunkte, an denen die Investoren auf deutlich steigende Zinsen setzten. Diese Signale waren Kontraindikatoren, denn sowohl Mitte 2013 als auch Ende 2016 markierten die Zinsen am langen Ende Hochpunkte. Insofern würde eine große Überraschung für die Investoren im Jahr 2018 darin bestehen, dass die langfristigen Renditen nicht steigen, sondern stagnieren oder fallen.

Der Zinstrend ist im großen Bild weiterhin abwärtsgerichtet. Seit den frühen 1980er Jahren fallen die Renditen in den USA, Deutschland und Japan (folgender Chart).

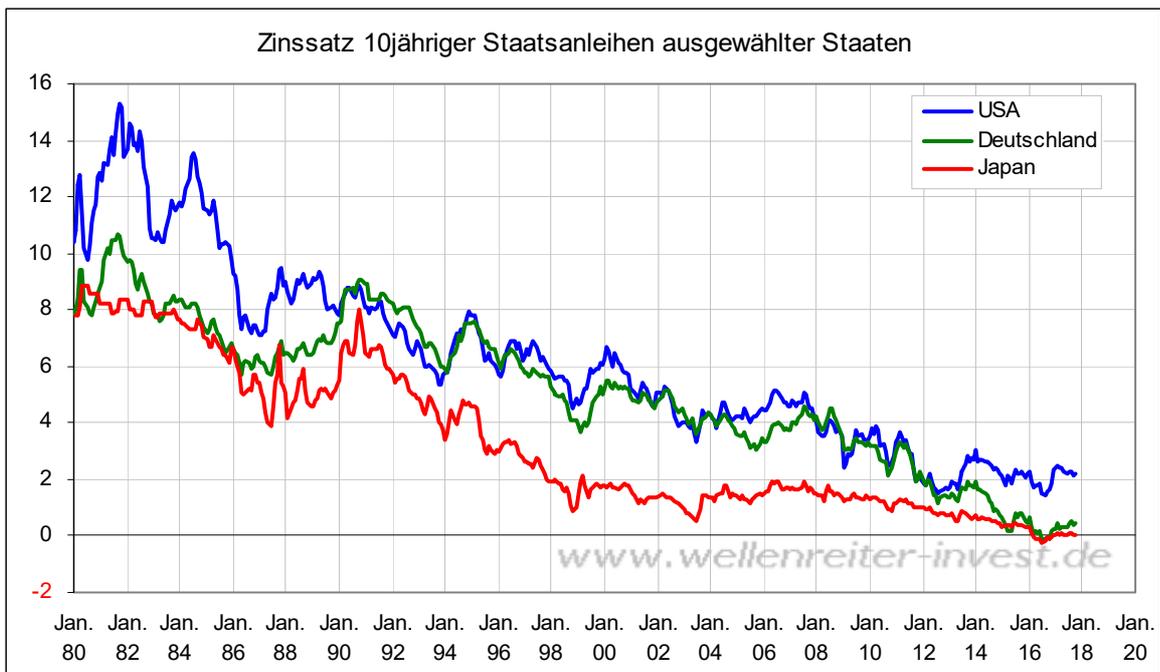


Abb. 3.2: Rendite 10jähriger Anleihen – USA, Deutschland, Japan

Während Deutschland und Japan ihre Zinstiefs im Jahr 2016 gesetzt haben, markierte die Rendite 10jähriger US-Anleihen ein Doppeltief 2012/2016. Sie zeigt damit relative Stärke.

3.2 Entwicklung der US-Staatsanleihen

Der 30-Jahres-Zyklus der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen erreichte im Jahr 2012 mit einem Jahresendstand von 1,75 Prozent sein zyklisches Tief.



Abb. 3.3: Zinszyklus 10jähriger Staatsanleihen USA 1800-2050

Die Phase der Bodenbildung ist noch nicht abgeschlossen. Eine Überwindung der Drei-Prozent-Marke wäre dafür erforderlich.

Man sagt, die Rendite am langen Ende folgt der US-Inflationsrate. Der folgende Chart zeigt, dass dies auch in etwa stimmt.

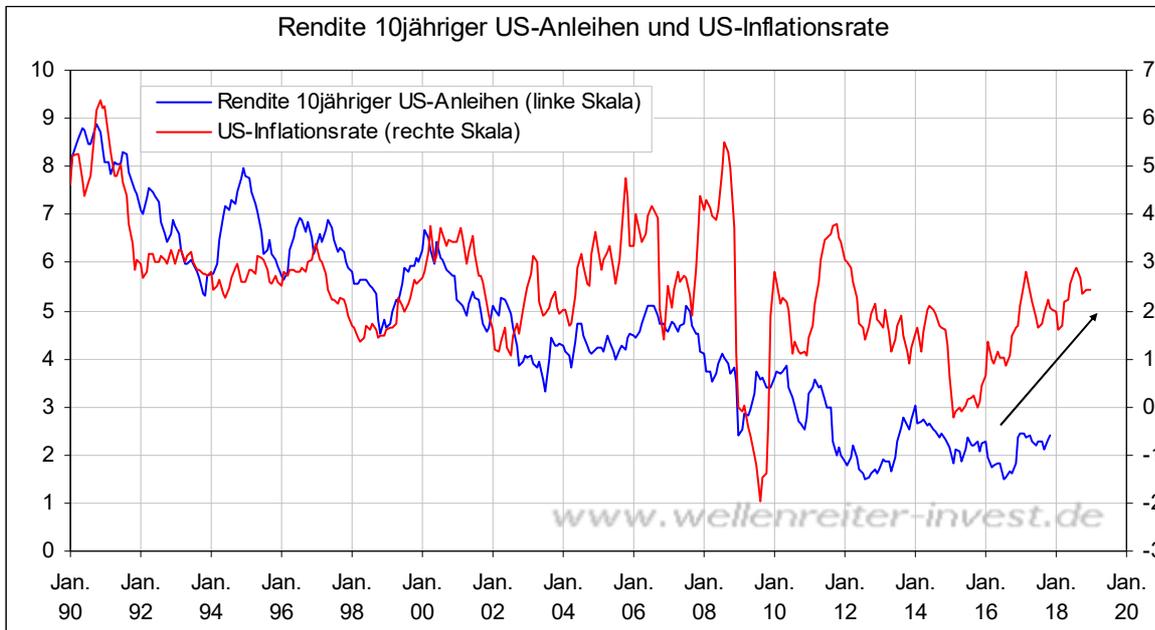


Abb. 3.4: Rendite 10jähriger US-Anleihen und US-Inflationsrate

Das Inflationstief des Jahres 2009 war eine spikeartige, der Finanzkrise geschuldete Bewegung. Im Jahr 2015 entstand ein höheres Tief, dem eine Aufwärtsbewegung in die Nähe der 3-Prozent-Marke folgte. Die rote Linie ab 2018 entspricht unserer Inflationsprognose.

Die Rendite (blaue Linie) fällt seit den 1980er Jahren. Sie folgt in etwa der Inflationsrate, allerdings ist ihr ein gewisser Eigensinn nicht abzusprechen. Die seit dem Jahr 2015 steigende Inflationsrate kann von der Rendite zwar einige Zeit, aber nicht auf Dauer ignoriert werden. Entsprechend müsste die Rendite 10jähriger US-Anleihen im Jahr 2018 steigen.

Der USD/Yen korreliert positiv mit der Entwicklung der Rendite 10jähriger Anleihen.

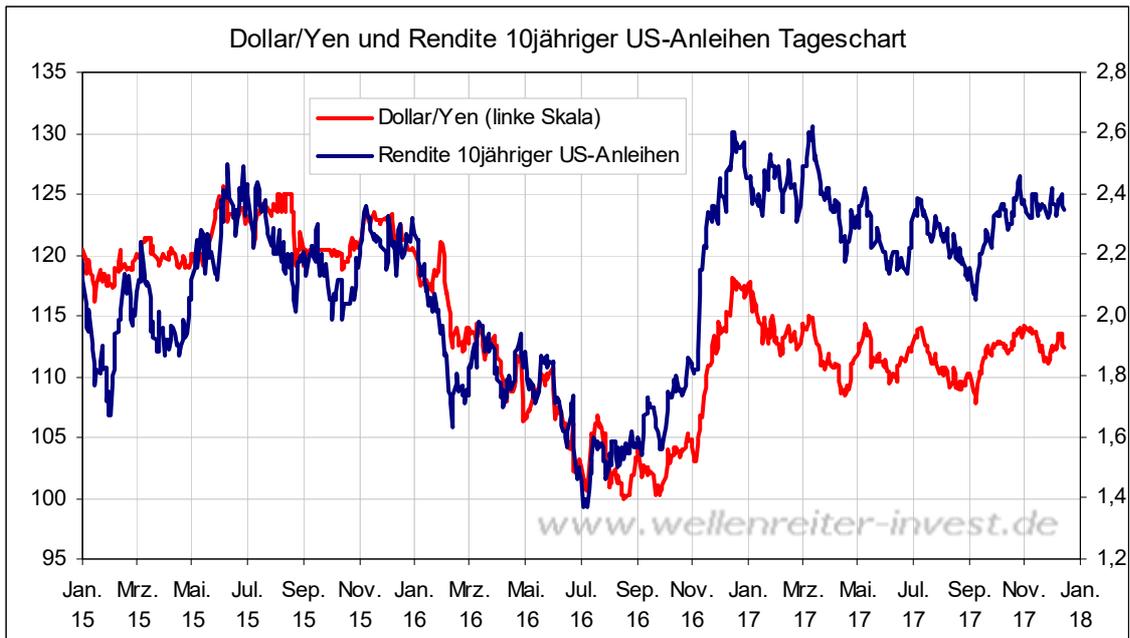


Abb. 3.5: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart

Auffällig ist, dass der Dollar/Yen und die Rendite 10jähriger US-Anleihen Anfang September 2017 einen Tiefpunkt ausgebildet haben.

Die Auswirkungen des Zinserhöhungszyklus der FED, die nach einem ersten Schritt im Dezember 2015 ein Jahr auf weitere Schritte gewartet hatte und bis dato in fünf Stufen den Leitzins um jeweils 25 Basispunkte angehoben hat, sind mittlerweile deutlich an der flacher werdenden Zinsstrukturkurve ablesbar. Die geringer werdende Differenz der Zinsspanne der 10jährigen zu 3monatigen US-Anleihen hat in den Jahren 2016 und 2017 die Ein-Prozent-Marke erreicht.



Abb. 3.6: Zinsspanne 10 Jahre minus 3 Monate

Solange die Rendite am kurzen Ende nicht stärker steigt als diejenige am langen Ende, fällt die Zinsspanne nicht weiter. Ein Unterschreiten der Ein-Prozent-Marke wird aber in den kommenden Monaten im Umfeld weiterer Leitzinssatzerhöhungen wahrscheinlich. Die Verengung zwischen dem kurzen und langen Ende wird auf dem folgenden Chart deutlich.

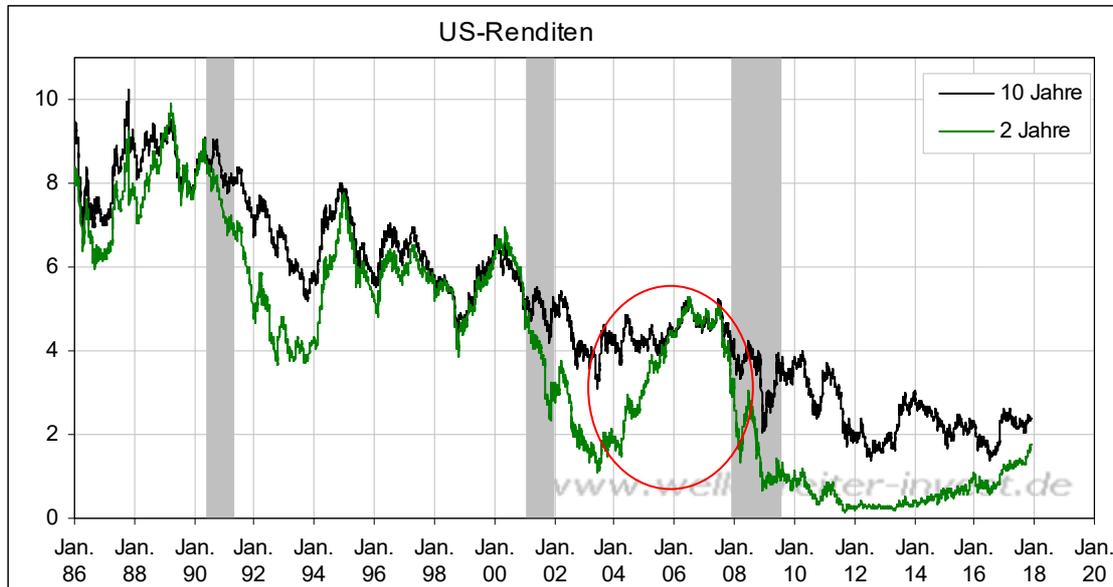


Abb. 3.7: US-Renditen in einem Chart

Die Rendite in den kurzen Laufzeiten reagiert stärker als die Rendite in den langen Laufzeiten. Im letzten Zinserhöhungszyklus zwischen 2004 und 2006 (siehe Kreis) konnte dieses Phänomen ebenfalls beobachtet werden. Für die US-Wirtschaft wurde es immer dann gefährlich, wenn die Rendite 10jähriger US-Anleihen unter die Rendite 2jähriger US-Anleihen fiel. Dann kam es regelmäßig innerhalb von ein bis zwei Jahren zu einer Rezession.

Im letzten Zinserhöhungszyklus zwischen 2004 und 2006 passierte etwas, das in vorherigen Zyklen in dieser Form nicht aufgetreten war.

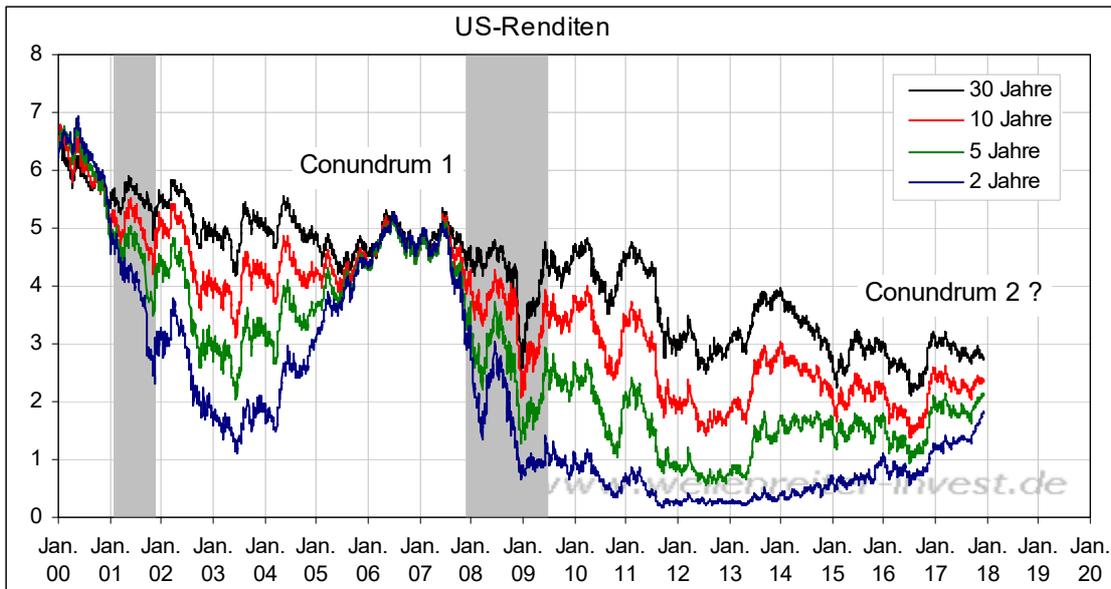


Abb. 3.8: Conundrum

Der damalige FED-Vorsitzende Alan Greenspan sprach im Frühjahr 2005 von einem „Conundrum“, denn trotz Leitzinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkten bei jeder FED-Sitzung blieben die lang laufenden Renditen stabil. Eine solche Entwicklung gab es in den 70iger, 80iger oder auch 90iger Jahren nicht. Am langen Ende wurden wichtige Zwischenhochs aus den Jahren 2003 und 2004 nicht überschritten. Auffällig ist, dass die Renditen am kurzen und langen Ende erst im letzten Drittel des Zinserhöhungszyklus gemeinsam stiegen. Zuvor stiegen die Renditen nur am kurzen Ende.

Wichtige preisliche Zwischenhochs liegen bei den zehnjährigen Anleihen bei 3 Prozent (2013) sowie 2,60 Prozent (2015, 2017). Die Projektion der US-Notenbank bei den Leitzinsprognosen (dots) liegt bei 2,69 Prozent (2019), 2,875 Prozent (2020) und 2,75 Prozent langfristig. Für die Entwicklung der Staatsanleihen in den langen Laufzeiten wird in Jahr 2018 entscheidend sein, ob das neugewählte Board den genannten Pfad aufrecht erhält oder die Projektion erhöhen wird. Wenn die Projektion auf dem aktuellen Niveau verbleibt, dann dürfte die zehnjährige Rendite auch unterhalb des Hochs von 2013 verharren.

Momentan sprechen weder Amtsträger von Notenbanken noch die Investoren von einer Neuauflage des „Conundrums“, vielleicht auch deshalb, weil im aktuellen Zyklus etwas Ähnliches geschieht wie in der vorherigen Dekade. Die FED stoppte im Oktober 2014 ihr damals drittes und letztes QE-Programm und die lang laufenden Renditen fallen seit Anfang 2014.

Am langen Ende von 30 Jahren dominiert der Abwärtstrend der Rendite.

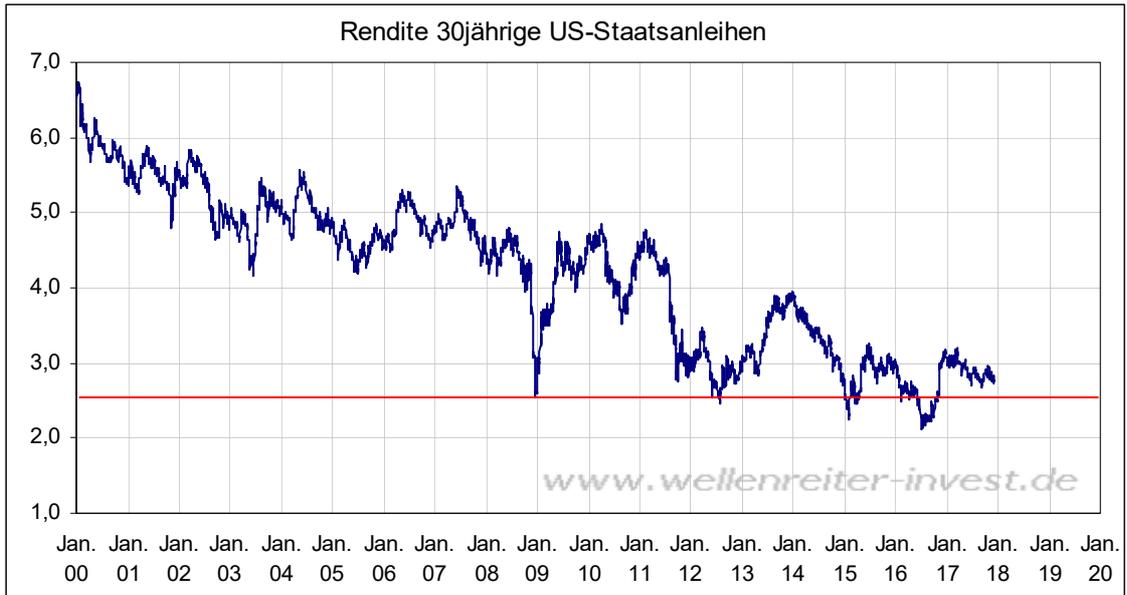


Abb. 3.9: Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen

Für eine Trendwende in einem solchen langanhaltenden Trend fehlt aus technischer Sicht noch etwas Elementares: Ein zweites Preistief. Dieses könnte sich als eine Art preisliches Doppeltief, aber auch als ein höheres zweites Preistief ausbilden. Auch eine Kursformation wie eine inverse Schulter-Kopf-Schulter-Formation erscheint möglich, wobei unter dem Gesichtspunkt Zeit dann ein höheres Preistief im kommenden Jahr zu erwarten ist.

Die Politik der Notenbank beeinflusst die kurz- bis mittelfristigen, aber kaum die sehr langen Laufzeiten. Die gilt jedoch nicht für die Einflussnahme über QE-Programme, die stets die Rendite am langen Ende bewegen.



Abb. 3.10: US-Rendite seit 2008

Seit Oktober 2017 bremst die FED durch den einsetzenden Abbau ihrer Bilanzsumme mit einem „Quantitative Tightening (QT)-Programm“. In den letzten Jahren führte das Zurückfahren der expansiven Politik zu fallenden Renditen in den Folgemonaten. Daher stellt sich die Frage, ob dieses Muster im kommenden Jahr durchbrochen werden wird.

Temporäre Anstiege der Renditen lösten in den beiden letzten Jahren immer wieder Rotationen am US-Aktienmarkt innerhalb verschiedener Sektoren aus. Steigende Renditen beflügelten Aktien aus dem Finanzsektor (Banken, Versicherungen), es litten defensive Sektoren (REITs, Telecoms), aber auch Wachstumsaktien aus dem Technologiesektor. Wie würde der breite US-Aktienmarkt reagieren, wenn die US-Renditen am langen Ende steigen würden?

Als Beispiel für einen die Aktienmärkte negativ beeinflussenden Renditeanstieg am langen Ende steht der Zeitraum von 1953 und 1957. Die Rendite am langen Ende stieg jeweils steil an (siehe Pfeile folgender Chart).

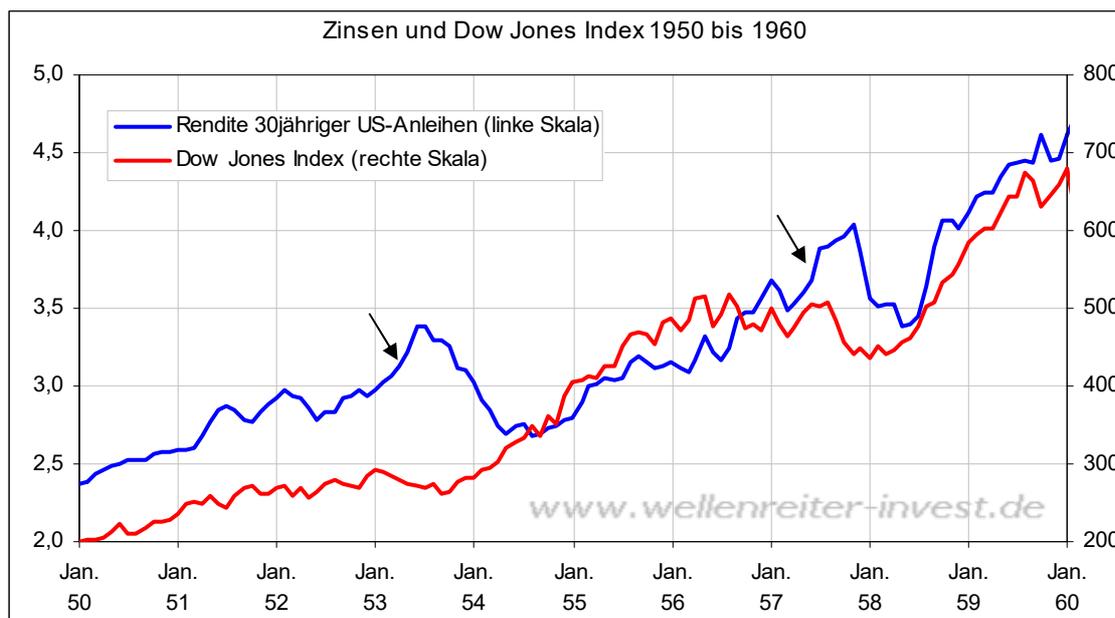


Abb. 3.11: US-Rendite und S&P 500 1950 – 1960

In beiden Phasen wurde die Beschleunigung der Renditen von den Aktienmärkten nicht gut vertragen. Auch im Jahr 2018 ist ein Szenario denkbar, in dem die Aktienmärkte von steigenden Renditen unter Druck gesetzt werden. Ein heftiger Anstieg wäre eine Bewegung von einem Prozentpunkt oder mehr innerhalb von einem Quartal. Die entscheidende Marke ist dabei das Renditehoch bei 3 Prozent aus dem Jahr 2013. Unterhalb dieser Marke ist nicht mit einer substantziellen Abbremsung des US-Aktienmarktes zu rechnen.

Am US-Terminmarkt war Anfang des Jahres 2017 eine extreme Spekulation auf steigende Renditen vorhanden. Die 10jährige Rendite toppte bei 2,60 Prozent und fiel bis Anfang September bis auf 2,03 Prozent zurück. Die Spekulation fiel in diesem Zeitraum in die Nähe früherer Allzeittiefs (folgender Chart).

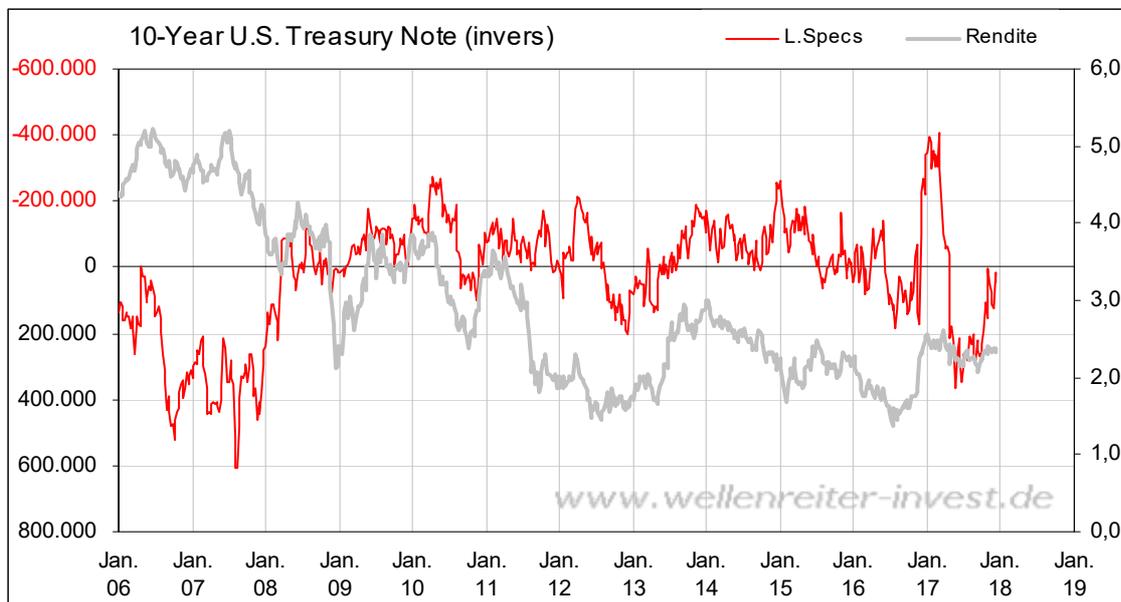


Abb. 3.12: Spekulanten 10-jährige Renditen

Aktuell befindet sich die Netto-Spekulation auf einem Niveau knapp unterhalb der Null-Linie. Eine solche Positionierung lässt Raum für eine Bewegung in beide Richtungen.

Aus saisonaler Sicht ist die durchschnittliche Preisschwäche der Renditen im zweiten Halbjahr auffällig.

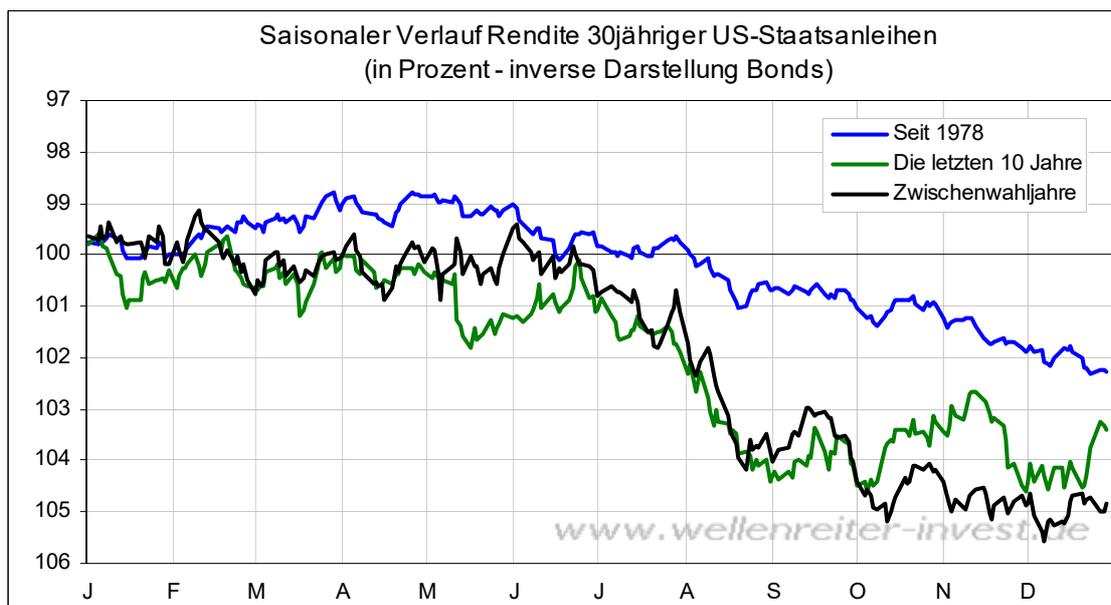


Abb. 3.13: Saisonaler Verlauf 10-jährige Renditen

Die sich in der Bodenbildungsphase befindende Rendite 10jähriger US-Anleihen hat Raum für einen Anstieg in die Nähe der 3-Prozent-Marke. Sollte diese Marke erreicht werden, würde dort eine Negativreaktion erfolgen.



Abb. 3.14: Rendite 10jähriger US-Anleihen

Fazit

Die langfristigen US-Renditen sollten allenfalls moderat steigen. Spätestens an der Drei-Prozent-Marke würde die Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen auf einen Widerstand treffen, von dem wir annehmen, dass er im Jahr 2018 nicht zu überwinden sein wird.

3.3 Entwicklung der europäischen Staatsanleihen

Im Gegensatz zu den USA können die europäischen Staatsanleihen nicht mit einem Doppeltief 2012/2016 aufwarten. Das Jahr 2016 scheint aber einen bedeutenden Tiefpunkt zu signalisieren.

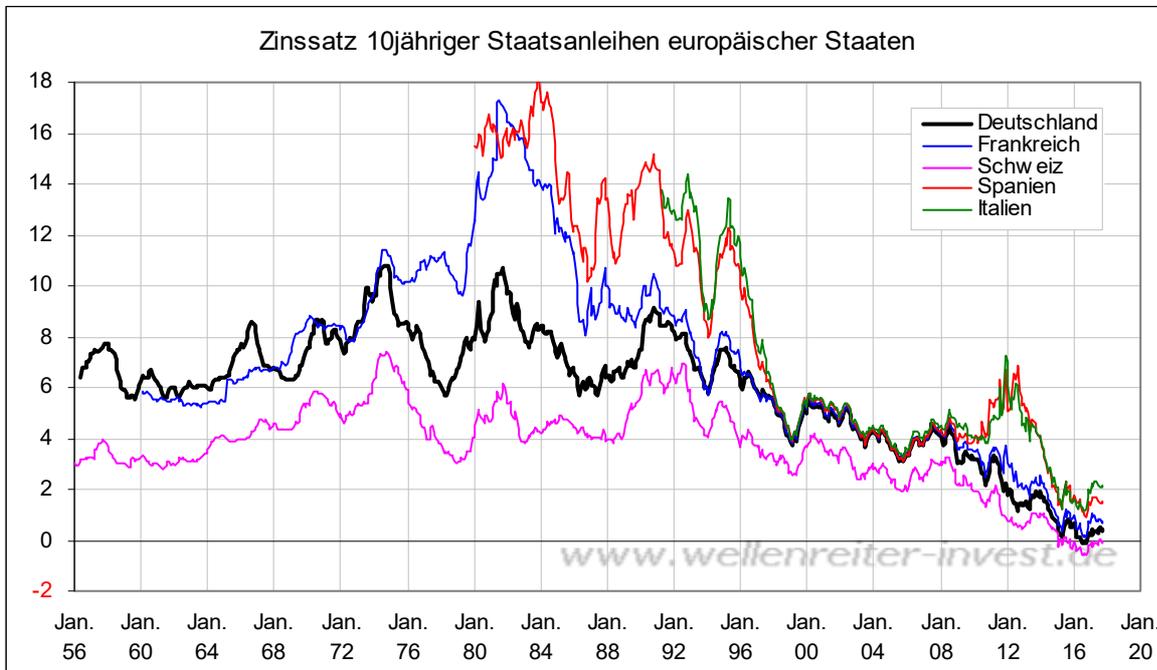


Abb. 3.15: Rendite 10jähriger Anleihen Deutschland, Schweiz, Japan

Über den langen Zeitraum betrachtet scheint der Renditeanstieg italienischer und spanischer Staatsanleihen im Jahr 2012 eine Anomalie gewesen zu sein, die im Verlauf der letzten Jahre korrigiert wurde. Die Einengung des Spreads erfolgte nach dem „whatever it takes“-Satz des EZB-Präsidenten Mario Draghi, der das Vertrauen in eine anhaltende Eurozugehörigkeit der peripheren Euroländer zurückbrachte. Aktuell laufen die Renditen in einem recht engen Korsett nebeneinander her.

Dies zeigt auch der Verlauf des Renditespreads ausgewählter europäischer Staaten gegenüber deutschen Bundesanleihen (folgender Chart).

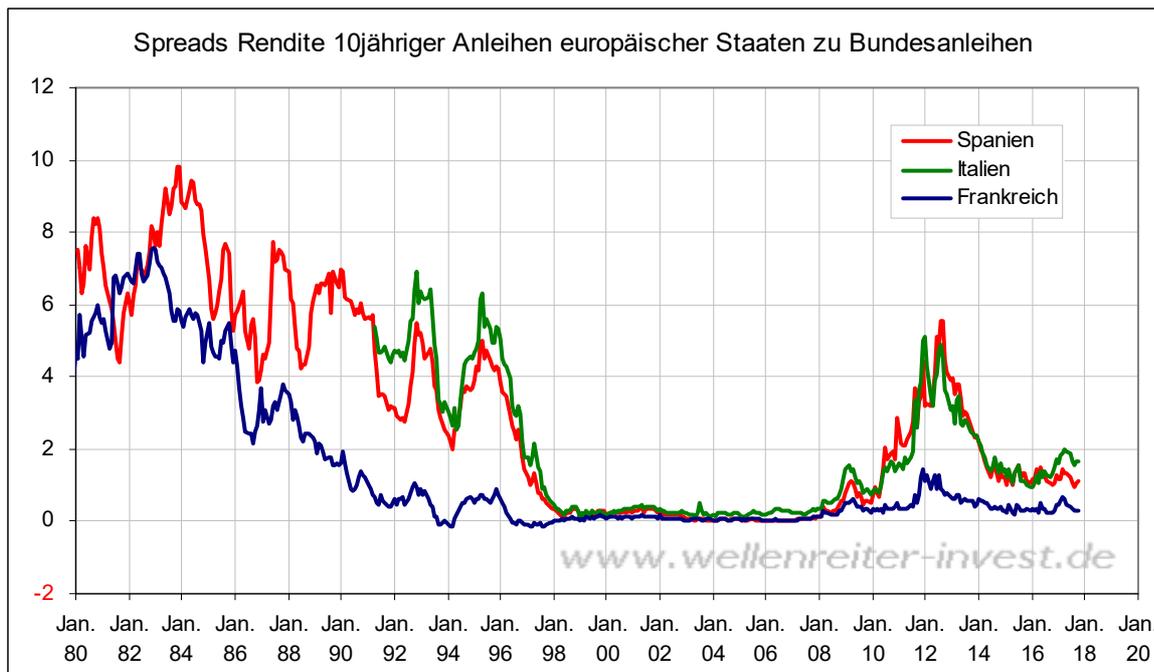


Abb. 3.16: Renditespreads 10jähriger Anleihen – europäische Staaten

Man betrachte die Spreads vor und nach Einführung des Euro. Wenn man so will, ging die früher den Spreads innewohnende Unruhe in eine Ruhephase über, die lediglich von den Ereignissen des Jahres 2012 unterbrochen wurde. Die Spreads bleiben wesentlich geringer als in den 1980er und 1990er Jahren, als bereits feste Wechselkurse durch das EWS-System die Norm waren.

Im aktuellen Umfeld sorgen anstehende Wahlen immer wieder für Nervosität unter den Investoren. Während die politischen Unruhen in Spanien rund um die Wahlen zur Unabhängigkeit Kataloniens keine erkennbare Veränderung des Spreads gegenüber Deutschland gebracht haben, hat sich der Spread Italiens gegenüber Deutschland im Jahr 2017 leicht erhöht.

Spätestens im Mai 2018 finden in Italien Wahlen statt, im Vorfeld der Wahlen werden die Investoren gegenüber italienischen Anleihen zurückhaltender. Auch gegenüber Frankreich wurden die Investoren im Vorfeld der Wahlen im April 2017 etwas vorsichtiger, der Wahlsieg Macrons führte sowohl zu einer Befestigung des Euro/USD als auch zu sinkendem Spread französischer Anleihen gegenüber deutschen Anleihen.

Die politischen Kräfte in Italien sind sehr gespalten, momentan liegen die Befürworter des Euros in den Umfragen nicht in Führung. Sollte die italienische Wahl einen Wahlsieg der Befürworter des Euros und Europas bringen, dann wäre mit einer besseren Entwicklung italienischer gegenüber deutschen Staatsanleihen zu rechnen und auch der Euro/USD würde zumindest temporär profitieren. Im Vorfeld der Wahlen ist allerdings mit einer vorsichtigeren Haltung der Investoren gegenüber Europa zu rechnen.

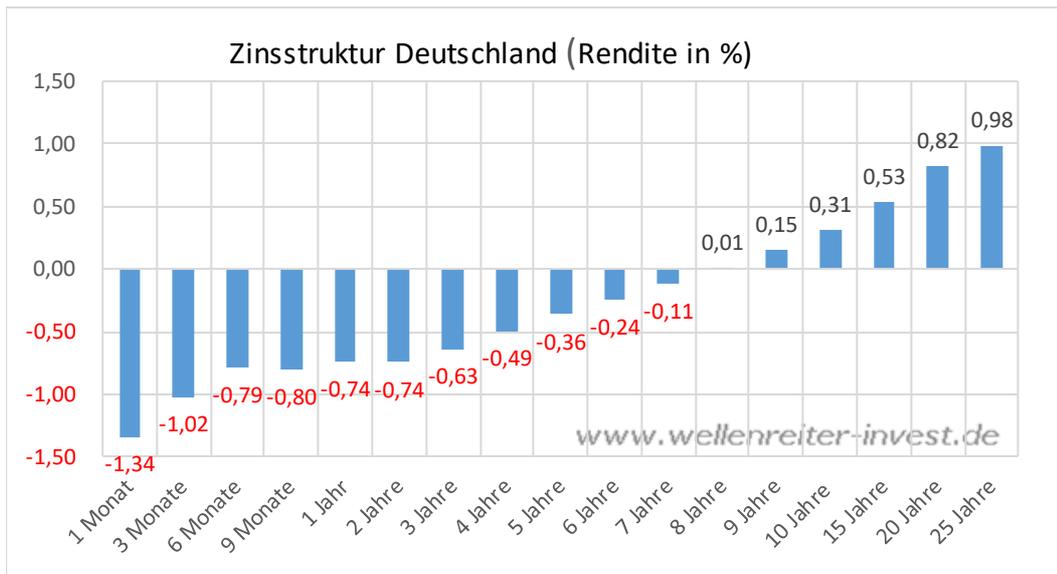


Abb. 3.17: Zinsstruktur Deutschland

Absolut betrachtet befinden sich die Renditen deutscher Staatsanleihen bis zu einer siebenjährigen Laufzeit weiterhin im negativen Terrain. Überraschend ist dabei der extrem stark negative Zinssatz von mehr als einem Prozent im Negativbereich bei den kurz laufenden Anleihen bis drei Monaten. Aber auch Anleihen mit einem Zinssatz von minus 0,74 Prozent sind bemerkenswert, weil die Investoren offensichtlich keinen wirklichen Wechsel der EZB-Politik avisieren.

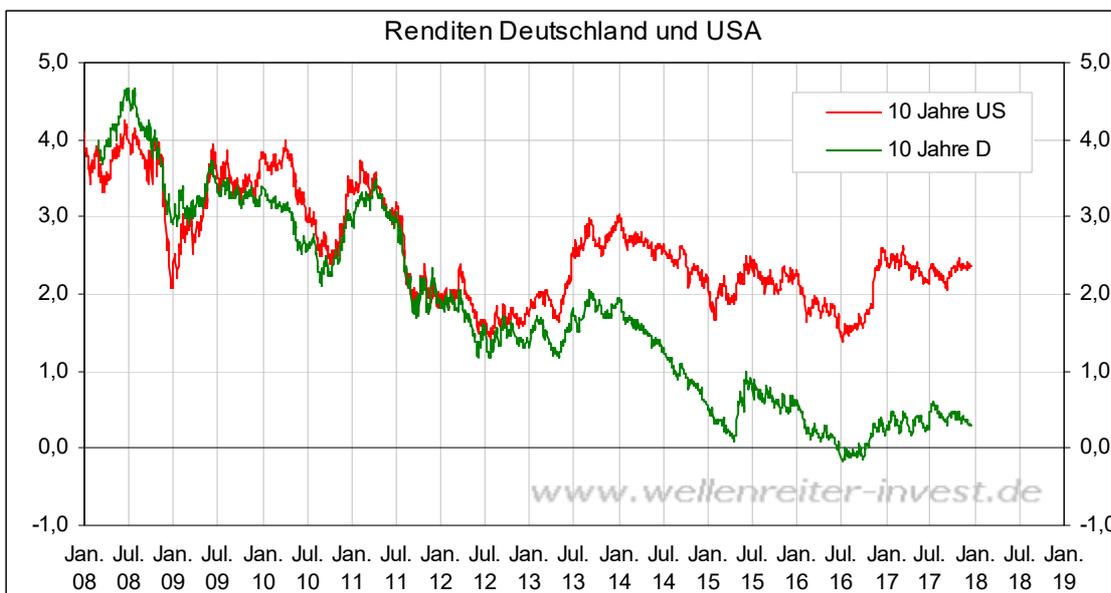


Abb. 3.18: Renditen Deutschland und USA

Historisch entwickelt sich die deutsche Rendite ganz ähnlich wie die US-Rendite, da die US-Volkswirtschaft weiterhin der Taktgeber für die globalen Trends an den Kapitalmärkten darstellt. Im Jahr 2014 fielen die Renditen in Deutschland signifikant stärker

als in den USA. Diese Divergenz war die Folge der sukzessive vollzogenen Ausweitung der geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Zunächst wurde ein ABS-Programm für Kreditverbriefungen aufgelegt, im Januar 2015 wurde offiziell der Kauf von Staatsanleihen verkündet. Das Programm im Volumen von 60 Mrd. Euro pro Monat wurde durch weitere Zinssatzsenkungen im Dezember 2015 und März 2016 flankiert.

Zudem wurde im März 2016 eine Ausweitung des Kaufprogramms auf 80 Mrd. Euro pro Monat beschlossen. Ab Januar 2017 folgte eine Reduzierung des Kaufvolumens auf 60 Mrd. Euro pro Monat, ab Januar 2018 werden es nur noch 30 Mrd. Euro pro Monat sein und das Ende des Programms ist zumindest offiziell noch offen.

Der Effekt des QE-Programms in Europa war ein anderer als in den USA. In den USA stiegen die Renditen am Anfang eines QE-Programms, in Deutschland fielen sie zunächst noch bis nahe an den Null-Punkt, bevor eine scharfe Gegenbewegung einsetzte. Die Ankündigungen, das Kaufniveau zu reduzieren, brachte keinen Renditerückgang wie in den USA, sondern führte zu einer volatilen Seitwärtsbewegung.

Die deutsche Rendite mit einer zehnjährigen Laufzeit liegt mit etwa 0,30 Prozent weiterhin nahe am Null-Punkt. Eine Frage, die sich Investoren vor dem Hintergrund des Endes des QE-Programmes stellen, ist, inwiefern die deutsche Rendite gegen Ende des QE-Programmes steigen wird. Der Spread gegenüber den USA sollte sinken, aber ein solcher Schritt ist momentan nicht erkennbar.

Auch im Hinblick auf die negativen Laufzeiten in Deutschland bis zu 7 Jahren spekulieren die Investoren offensichtlich auf anhaltende Wertpapierkäufe über den September 2018 hinaus. Sollte diese Annahme verkehrt sein und die EZB zu Beginn des dritten Quartals das Ende der QE-Phase verkünden, dann müssten insbesondere die kürzeren Laufzeiten deutlich steigende Renditen zeigen, die sich in etwas abgeschwächter Form über alle Laufzeiten ausbreiten würde.

Fazit

Noch hält die EZB dem Zinserhöhungsdruck der US-Notenbank stand. Die negative Divergenz der 10jährigen deutschen Renditen zu den 10jährigen US-Renditen bleibt eine Anomalie, die allerdings nicht in Stein gemeißelt ist. Folgt dem stabilen europäischen Wirtschaftswachstum eine Entsprechung in der Inflationsrate, dann kann und wird die EZB nicht mehr so ultralocker sein wie bisher. In der Folge würden sich die Renditen Deutschlands und der USA anzugleichen beginnen. Die hätte Auswirkungen auf den Währungsmarkt in Form eines steigenden Euro/Dollar.

4. Der Währungsmarkt

4.1 US-Dollar-Index

Im Zeitabstand von 16 Jahren haben sich bedeutende Hochpunkte im US-Dollar-Index (und damit Preistiefs im Euro/USD) ausgebildet. Dies gilt für die Jahre 1985, 2001 und 2017.

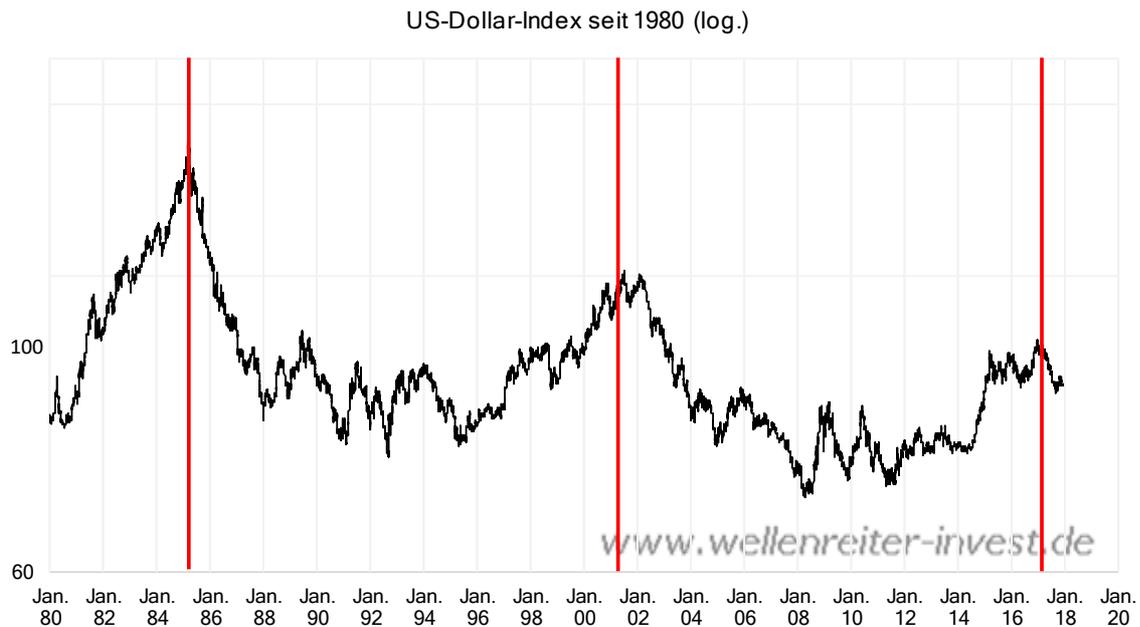


Abb. 4.1: US-Dollar-Index 16-Jahres-Zyklus

Während im Jahr 1985 durch den Plaza-Accord eine schnelle Umkehrformation entstand, bildete sich im Jahr 2001 ein Preishoch über einen längeren Zeitraum aus. Das Kurshoch des Jahres 2017 unterscheidet sich wiederum von den beiden Vorgängern.

Der US-Dollar-Index erreichte sein Jahreshoch 2017 bereits am ersten Handelstag. Von dort fiel die US-Währung kontinuierlich. Zu einem Aufbäumen kam es lediglich im September und Oktober. Langfristig bleibt der Trend des US-Dollar-Index abwärtsgerichtet.

US-Dollar-Index seit 1980 (log.)



Abb. 4.2: US-Dollar-Index langfristig

Allerdings verfügt der Dollar-Index bei 92,50 und 89,50 Punkten über massive Unterstützungen (siehe Pfeile an blauen Linien obiger Chart).

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

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

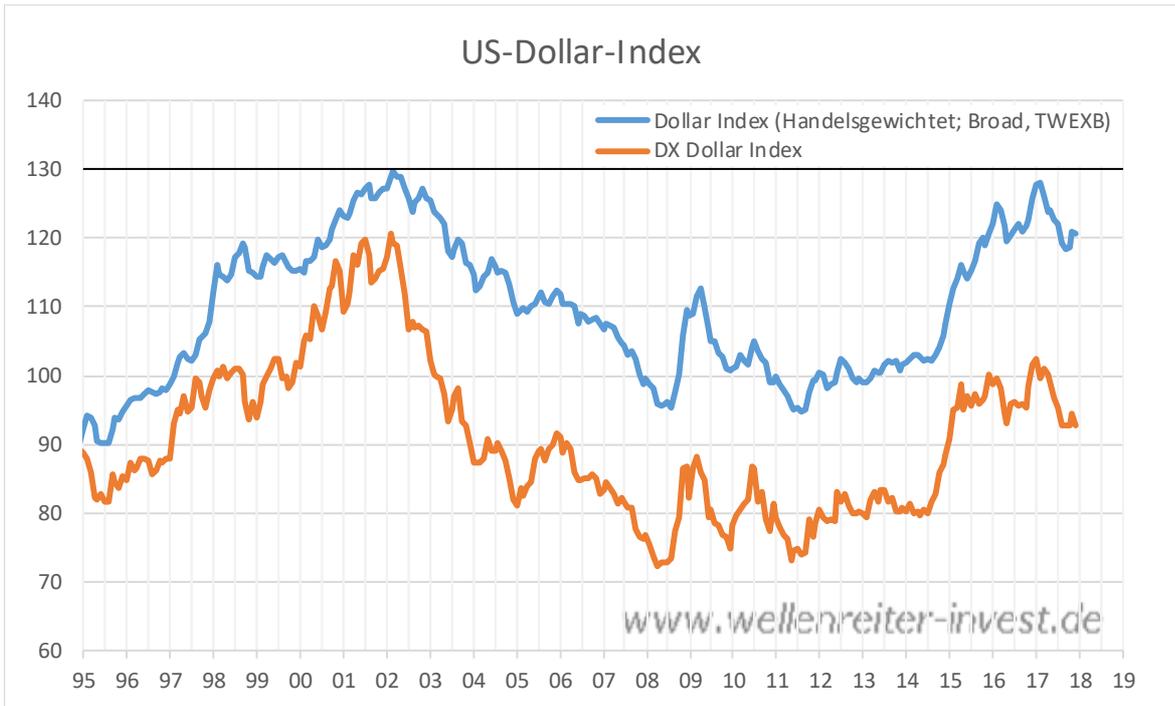


Abb. 4.3: handelsgewichteter US-Dollar-Index

Das Hoch des Jahres 2002 bei 130 Punkten wurde Anfang 2017 zwar angelaufen, aber nicht erreicht. Die 130-Punkte-Marke bleibt ein wichtiger Widerstand, deren Überwindung allerdings eine bullische Tasse/Henkel-Formation hervorrufen würde. Die Emerging Markets profitieren in der Regel von einem schwachen US-Dollar. Würde der US-Dollar zulegen, würde der Run auf Emerging Markets Aktien und Hochzinsanleihen auslaufen.

Am US-Terminmarkt ist auffällig, dass die Großspekulanten auf einen weiter fallenden US-Dollar setzen.

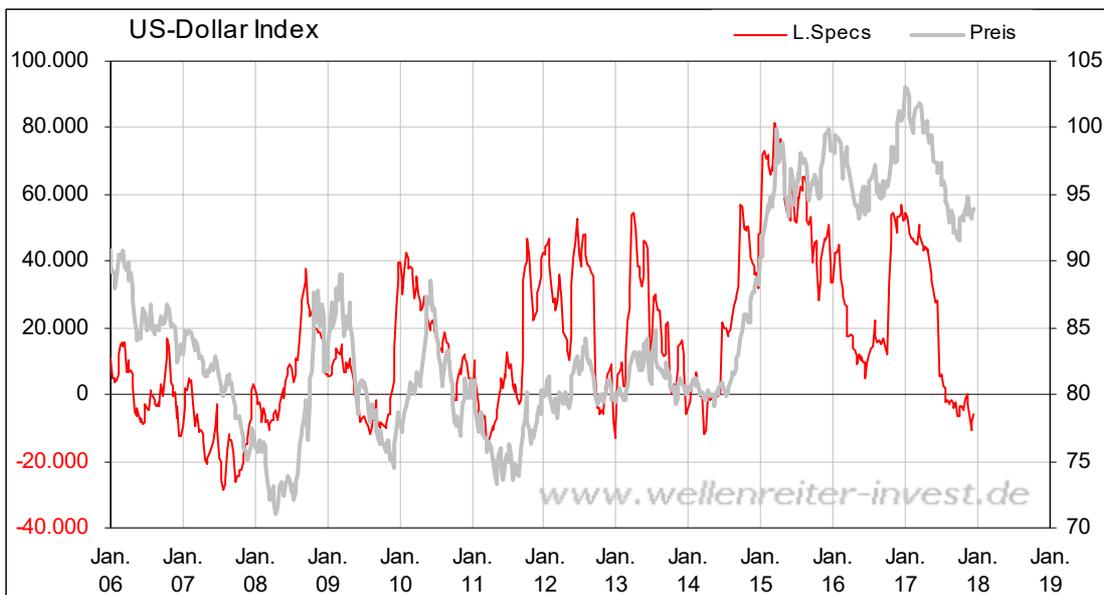


Abb. 4.4: Spekulation US-Dollar-Index

Die jüngst erreichte Spekulation ist üblicherweise nahe an Tiefpunkten im US-Dollar-Index zu beobachten. Somit könnte der US-Dollar-Index ein zweites höheres Preistief ausbilden.

Der US-Dollar-Index neigt einem US-Zwischenwahljahr zur Schwäche.

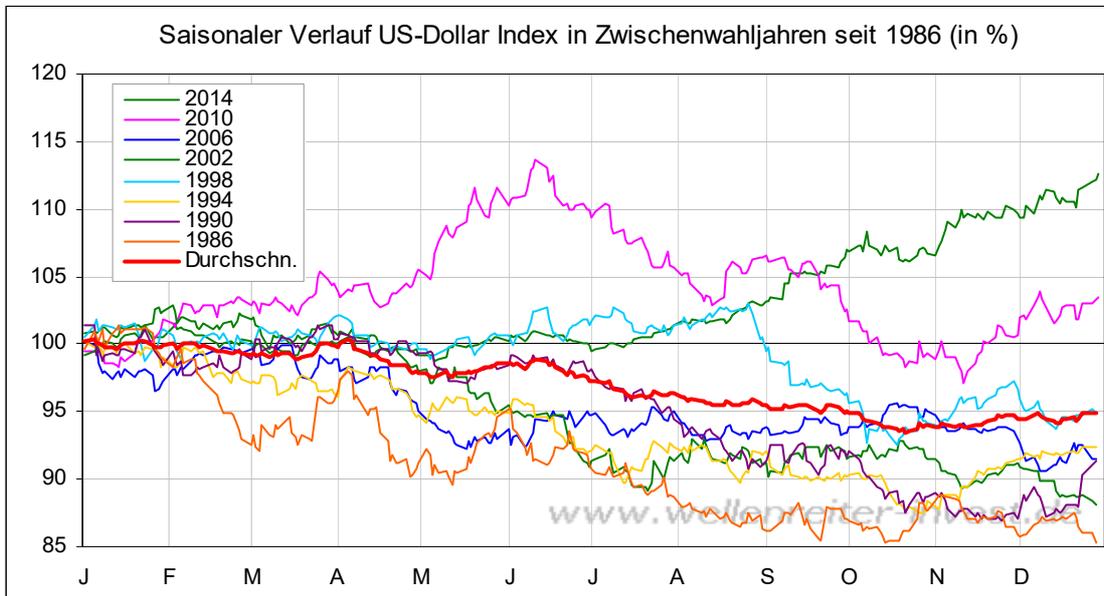


Abb. 4.5: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index

In den acht Zwischenwahljahren seit 1986 reichte es nur zweimal (2010 und 2014) zu einem positiven Verlauf.

Ein fundamentaler Aspekt, der den US-Dollar als Sonderfaktor unterstützen könnte, ist die Steuerreform in den USA. Im Rahmen dieser Reform werden Auslandsgelder von US-Firmen bei einer Repatriierung der Gelder mit einem ermäßigten Steuersatz belegt. Mit 14,5 Prozent fällt dieser Steuersatz allerdings höher aus als von Analysten erwartet und liegt signifikant oberhalb des Steuersatzes von 5,25 Prozent im Jahr 2005, als zuletzt eine Steuervergünstigung für US-Unternehmen bei der Repatriierung von US-Dollars bestand. Daher sollte die zusätzliche Nachfrage nach US-Dollars gedämpft ausfallen. Der von den Investoren antizipierte Effekt dürfte am ehesten im ersten Quartal 2018 zu beobachten sein, wenn er überhaupt auftritt.

4.2 Euro/Dollar

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

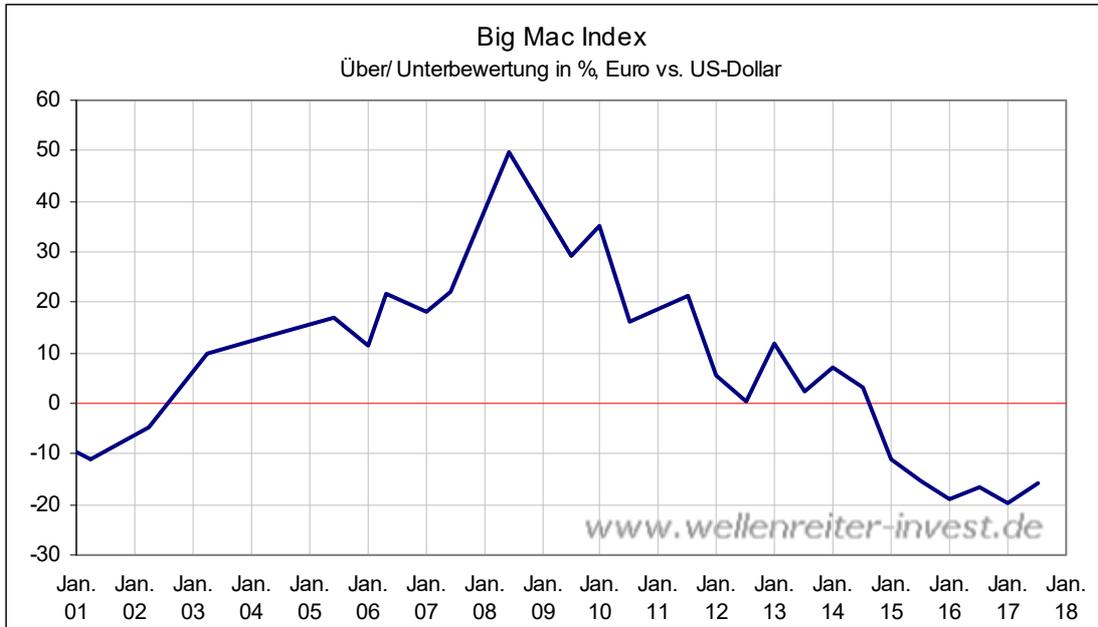


Abb. 4.6: Big Mac Index

Da die letzte Erhebung im Juli stattfand, als der Euro/Dollar bei etwa 1,15 notierte, gehen wir davon aus, dass die Unterbewertung bei einem Kurs von 1,20 auf etwa 10 Prozent abgebaut werden würde. Der nach Pro-Kopf-BIP adjustierte Big Mac Index sieht den Euro/Dollar auf einem der Kaufkraft entsprechenden Niveau.

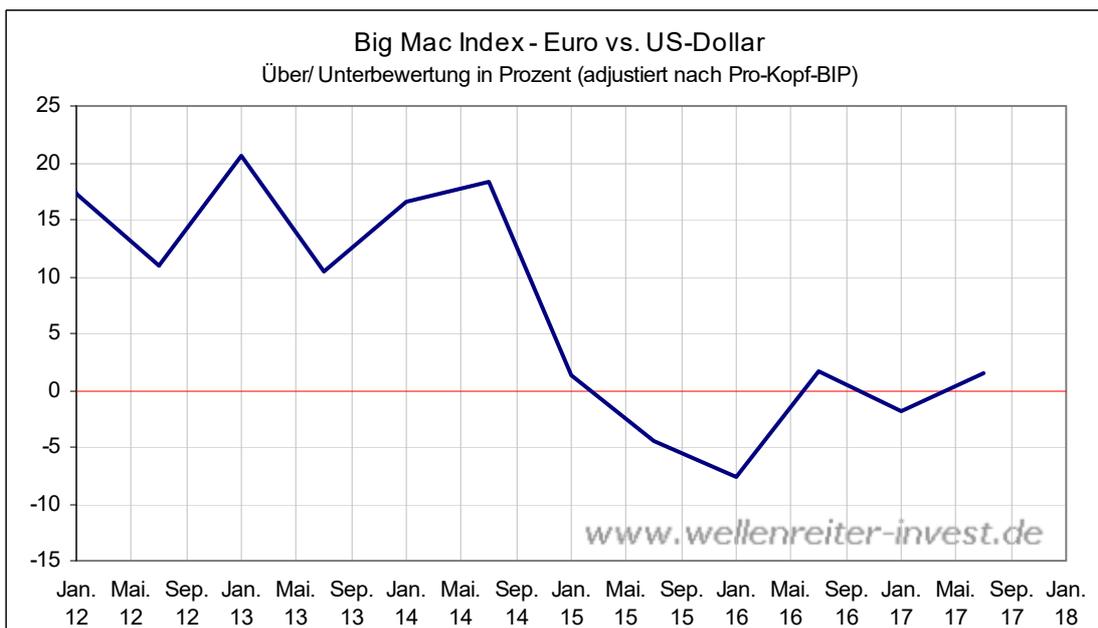


Abb. 4.7: Big Mac Index adjustiert

Im Pro-Kopf-BIP wird das höhere Pro-Kopf BIP der USA (USD 57.000) gegenüber der Eurozone (USD 44.000) berücksichtigt. Ein Kurs zwischen 1,10 und 1,20 würde damit der Kaufkraft entsprechen.

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

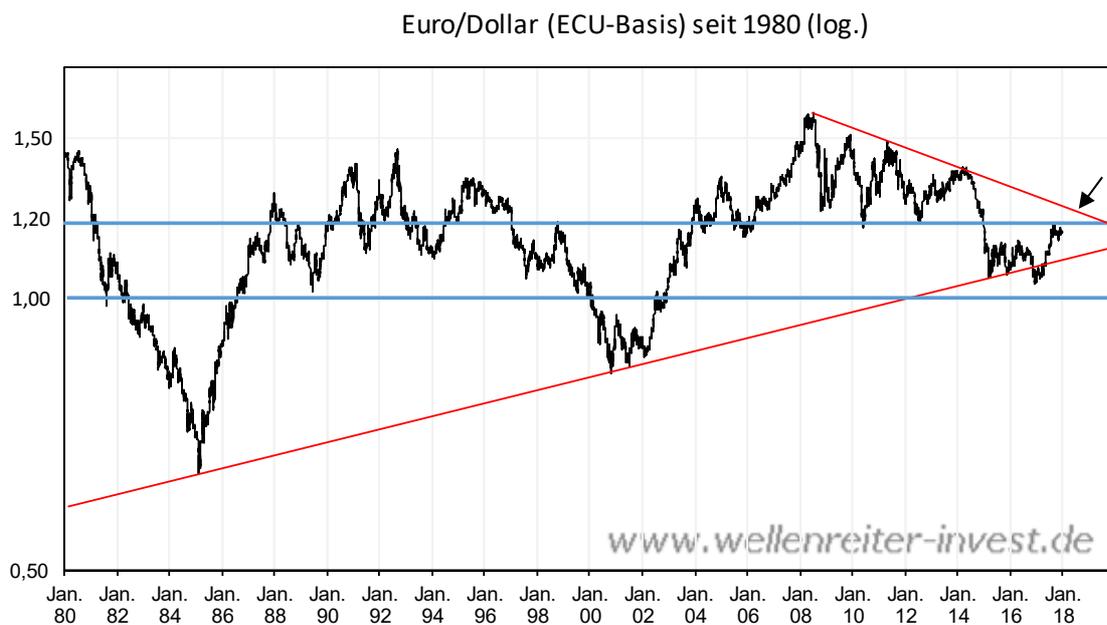


Abb. 4.8: Euro/Dollar seit 1980

Charttechnisch befindet sich der Euro/Dollar auf dem Weg an die Marke von 1,20. Zudem bedeutet die Marke von 1,25 (Abwärtstrend rote Linie, siehe Pfeil) einen wichtigen Widerstand.

Wir stellen die Entwicklung der nominalen Zinsdifferenz und den Kursverlauf des Euro/Dollar im folgenden Chart dar. Die nominale Zinsdifferenz 10jähriger deutscher Anleihen zu 10jährigen US-Anleihen lässt die Betrachtung der Inflation außen vor, zeigt aber üblicherweise die Währungsentwicklung gut an. Vor einem Jahr bestand die größte negative Differenz seit 1989 (siehe Pfeil folgender Chart). Die Folge: Der Euro markierte bei 1,0360 ein 15-Jahres-Tief und stieg anschließend kontinuierlich.

Die Zinsdifferenz entwickelte sich im Verlauf des Jahres 2017 schwächer als der Euro (folgender Chart).

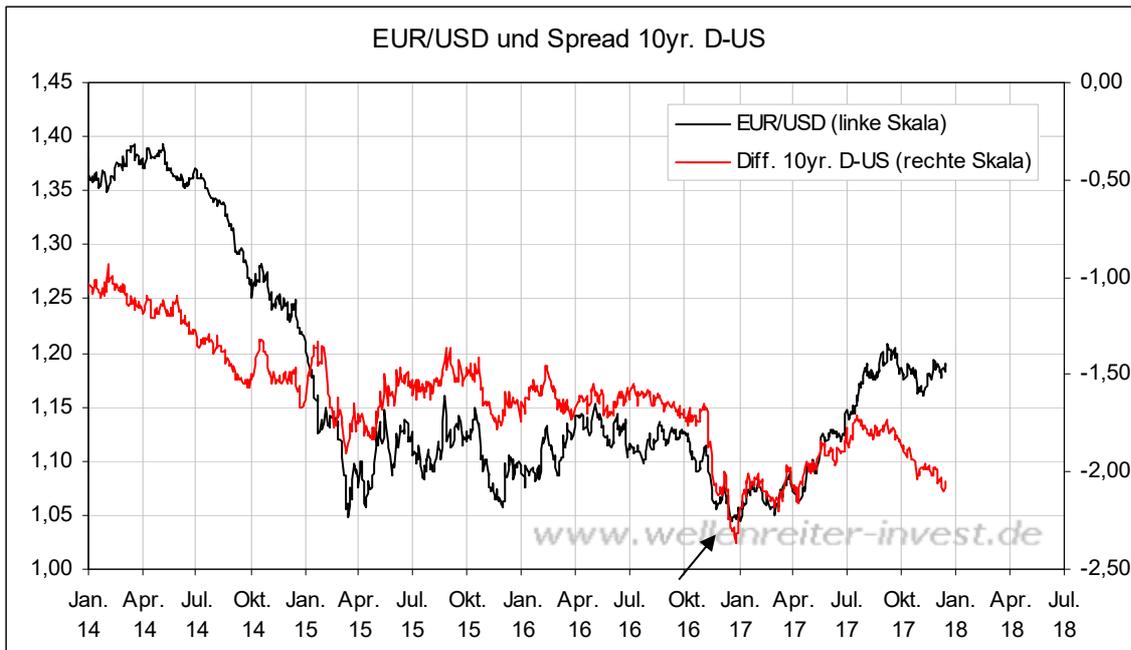


Abb. 4.9: Nominalzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Bereits seit dem Juli weitet sie sich wieder aus, während der Euro weiter stieg und erst im September ein Hoch ausbildete. Insofern lässt sich feststellen, dass der Euro/USD eigentlich auf einem „zu hohen“ Niveau notiert. Diese relative Stärke ist erstaunlich.

Die Spekulation im Euro hat den höchsten Stand seit dem Jahr 2007 erreicht. Aus Sicht der Commitment of Traders Daten erscheint das Aufwärtspotential des Euro begrenzt.

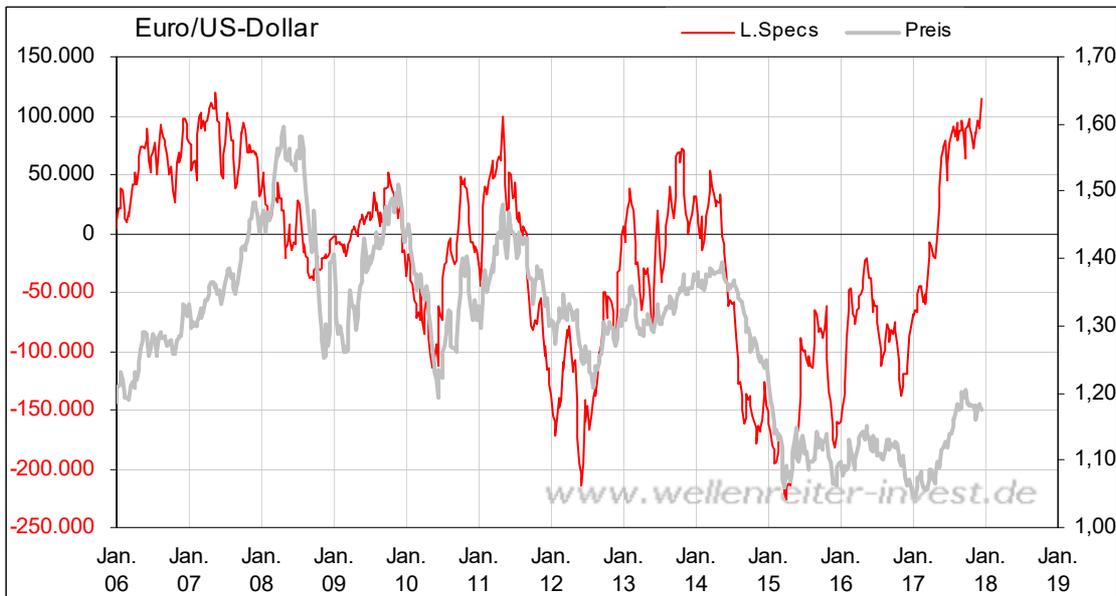


Abb. 4.10: Nominalzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Allerdings tendiert der Euro dazu, erst dann nach unten zu drehen, wenn sich die Spekulation bereits einige Wochen im Rückwärtsgang befindet. Aktuell ist der Aufwärtstrend der Spekulation ja noch intakt.

Fazit

Zwei Dinge sprechen gegen einen steigenden Euro. Erstens liegt die Spekulation auf einen steigenden Euro/Dollar auf einem Rekordniveau, und zweitens ist der charttechnische Widerstand im Bereich von 1,20 bis 1,25 ist groß. Wir vermuten, dass der Euro im ersten Quartal seitwärts oder etwas schwächer verläuft, um dann im zweiten Halbjahr zuzulegen. Letzteres basieren wir auf einer allmählichen Abkehr der EZB von der extremen Lockerungspolitik.

4.3. Dollar/Yen

Der Dollar/Yen hält sich in einer zwischen 100 und 120 liegenden Handelsspanne auf und verengt sich etwa in der Mitte mit einer Handelsspanne zwischen 108 und 114,50.



Abb. 4.11: Dollar/Yen Tageschart seit 1990

Der Blick auf die Nominalzinsdifferenz der zehnjährigen Renditen zwischen den USA und Japan und den Dollar/Yen zeigt eine ähnliche Entwicklung wie im Euro/Dollar. Die japanische Notenbank versucht den Zehnjahreszinssatz im Bereich um null Prozent zu fixieren, so dass die Entwicklung der US-Rendite der entscheidende Einflussfaktor für die Entwicklung des USD/Yen darstellt.

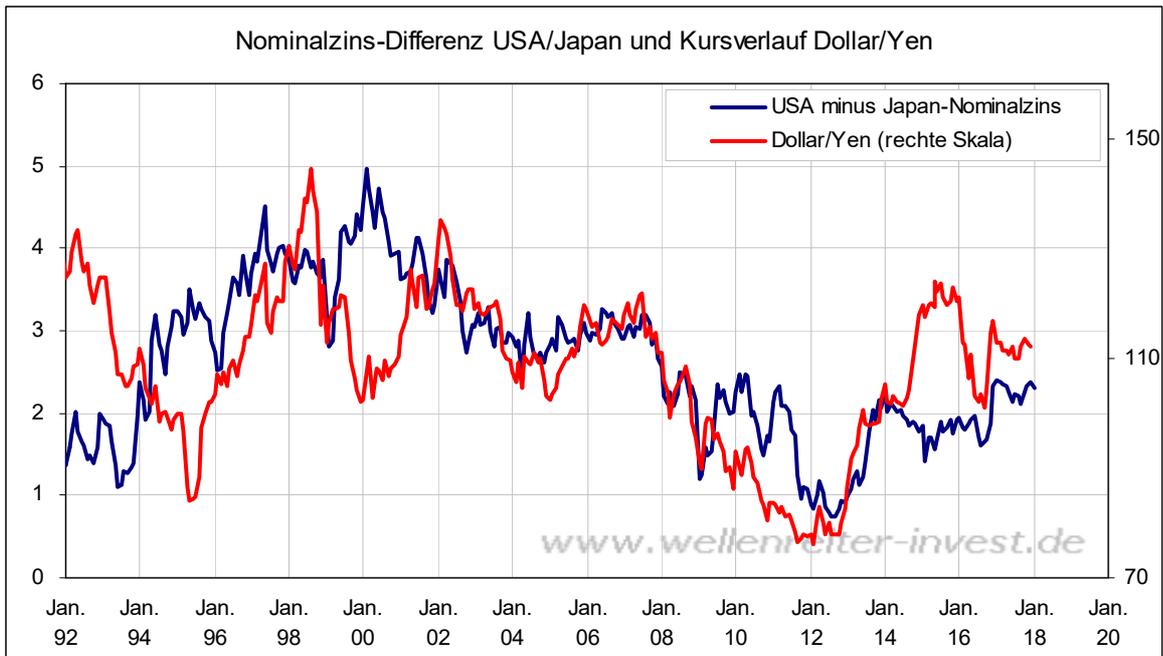


Abb. 4.12: Nominalzins-Differenz USA/Japan 10jährige Anleihen

Diese Fixierung um den Null-Prozent-Bereich ist ähnlich wie der Mindestkurs der Schweizer Notenbank kein unendlicher Prozess. Eine Aufgabe dieses Ziels würde einen Rückgang des USD/Yen auslösen. Allerdings erscheint eine Aufgabe der Fixierung der japanischen Rendite im Jahr 2018 nicht sehr wahrscheinlich. Die japanische Inflationsrate lag im Oktober 2017 bei 0,8 Prozent und notiert deutlich unterhalb des Inflationsziels der Bank of Japan von 2 Prozent.

Bei steigenden US-Renditen wird der USD/Yen steigen, bei fallenden US-Renditen entsprechend fallen. Zu erwarten wäre eine Beibehaltung der Zinsdifferenz zwischen zwei und drei Prozent, da der Straffung der Fed einer Fortsetzung der Status Quo-Politik der japanischen Zentralbank gegenübersteht. Der Dollar/Yen sollte im Jahr 2018 zunächst etwas steigen, bevor er im weiteren Jahresverlauf unter Druck geraten könnte.

4.4 Rohstoff-Währungen

Der australische und der kanadische Dollar korrelieren mit Gold und dem Ölpreis. Der australische Dollar zeigt seit Anfang 2016 einen eher mageren Aufwärtstrend.

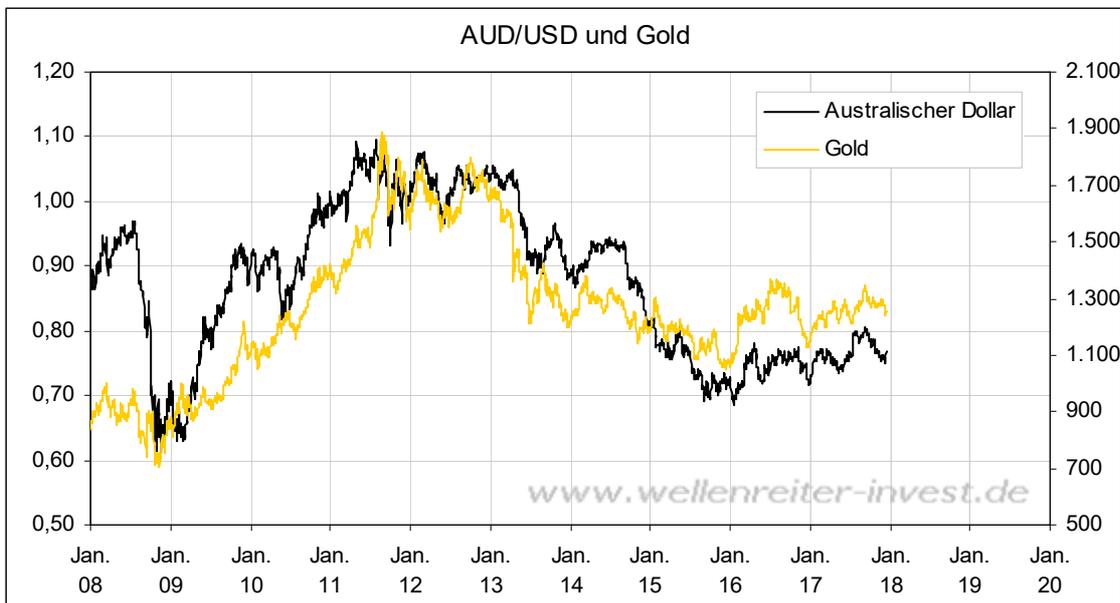


Abb. 4.13: Australischer Dollar und Gold

Dieser reflektiert das Nicht-vom-Fleck-Kommen des Goldpreises in den letzten Jahren. In den letzten Monaten neigt der Australische Dollar zur relativen Schwäche und deutet damit an, dass der Goldpreis auf der Unterseite folgen sollte.

Die Korrelation des australischen Dollar zum Goldpreis entspricht der Korrelation des kanadischen Dollar zum Ölpreis.

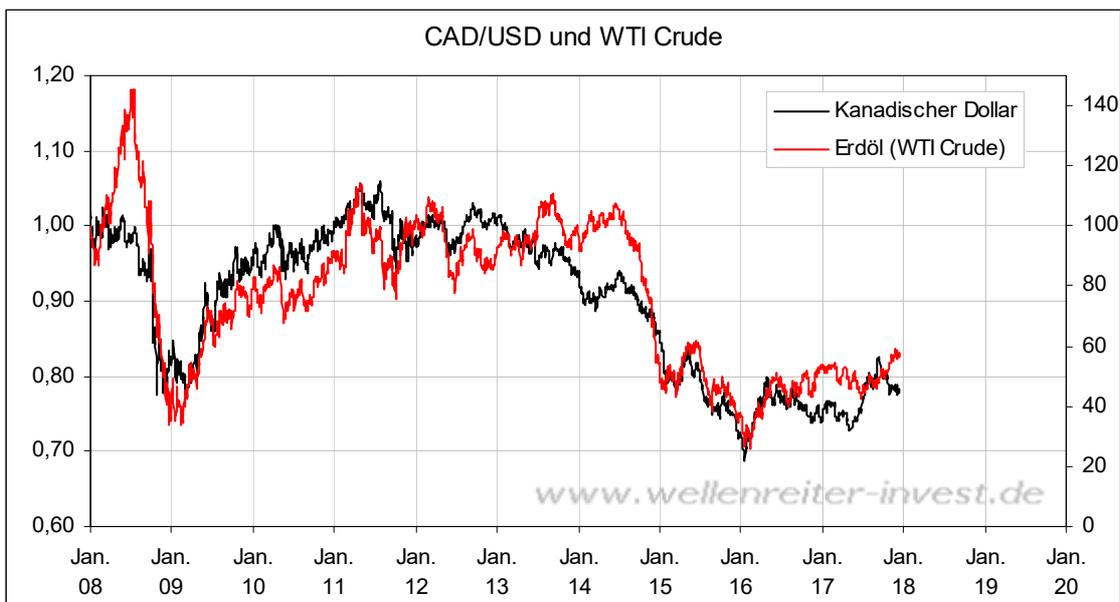


Abb. 4.14: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl

Der Ölpreis zeigt relative Stärke zum kanadischen Dollar. Auch im Kanadischen Dollar lässt sich eine Divergenz gegenüber dem Ölpreis erkennen, die als Schwächezeichen für den Ölpreis zu werten ist.

4.5 Britisches Pfund

Das britische Pfund notiert gegenüber dem US-Dollar seit dem Brexit-Referendum Mitte 2016 unterhalb der wichtigen Marke von 1,40.

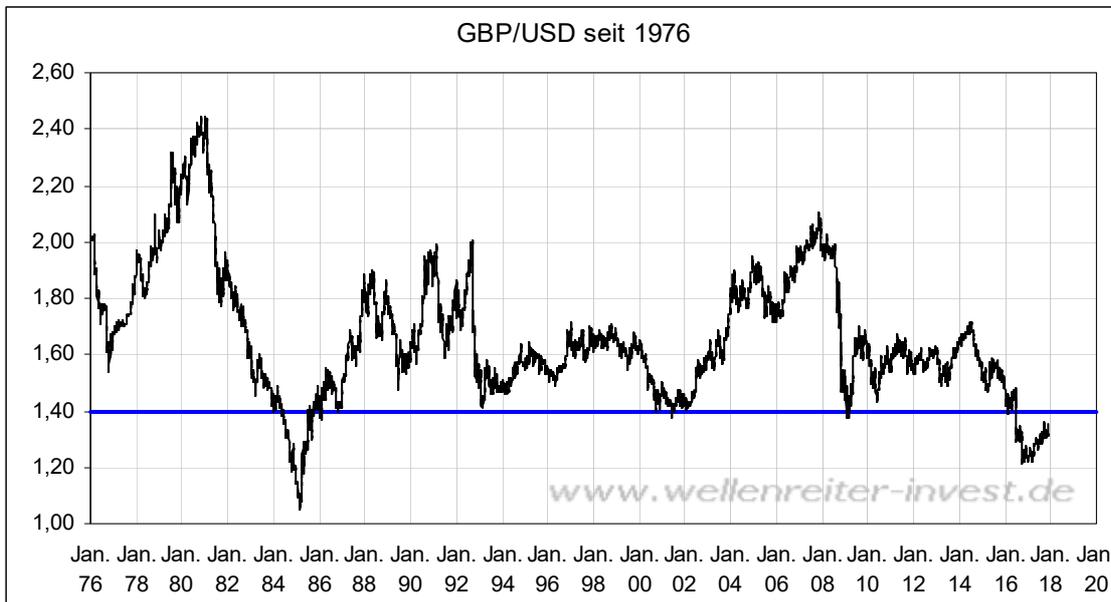


Abb. 4.15: GBP/USD seit 1976

Das Potential bis an diese Marke beträgt etwa 4 Prozent. Auch wenn sich der „Brexit“ im Jahr 2018 entscheiden sollte – die Investoren am Devisenmarkt sehen in den letzten Monaten wenig Grund zur Beunruhigung, da sich das Britische Pfund ebenso wie der Euro gegenüber dem USD im Jahr 2017 erholt hat und sich somit das Währungspaar GBP/Euro nahezu unverändert in einer engen Handelsspanne zeigt.

4.5 Schweizer Franken

Heimlich, still und leise robbt sich der Kurs des Euro/Franken an die frühere Mindestkursmarke von 1,20 heran.

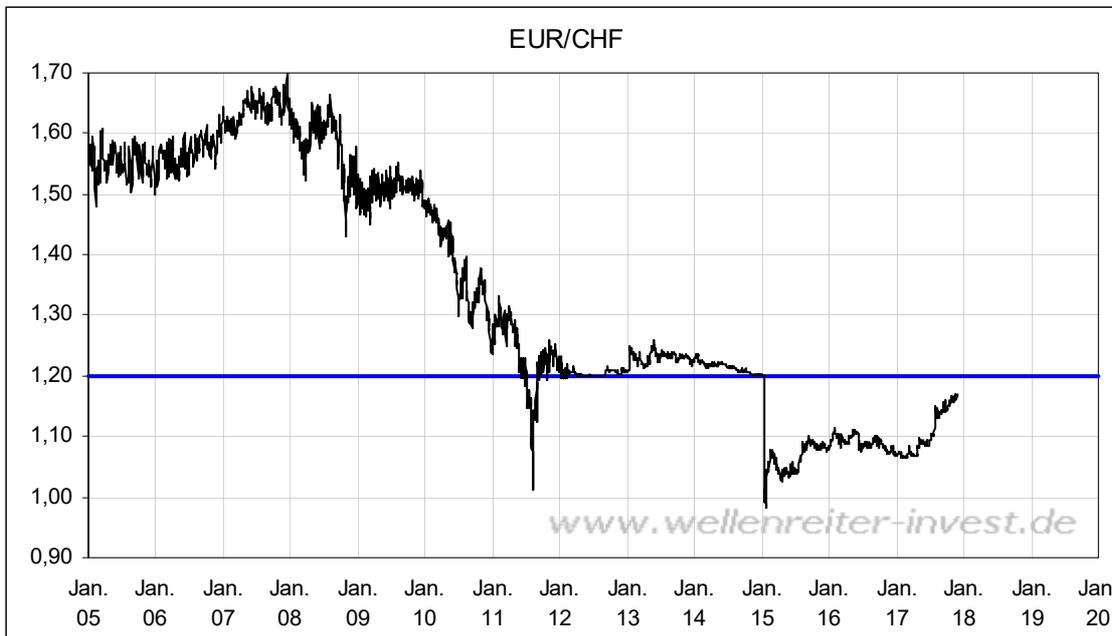


Abb. 4.16: EUR/CHF seit 2005

Das Potential bis an den extremen Widerstand beträgt ähnlich wie im Britischen Pfund etwa 3 Prozent.

Fazit

Die starken Widerstände in den einzelnen Währungspaaren (siehe Pfund und Schweizer Franken) lassen für 2018 eine Entwicklung erwarten, in der der Devisenmarkt nicht die Schlagzeilen dominieren wird. Die Chancen auf eine Befestigung des US-Dollars sind im ersten Halbjahr 2018 gegeben, wobei der USD-Index seinen Hochpunkt von Januar 2017 nicht übertreffen dürfte. Von einem niedrigeren Hochpunkt aus sollte er zur Schwäche neigen und neue Tiefs markieren, die in den Einzelwährungen einen Anstieg an große Widerstände (Euro 1,25, Britisches Pfund 1,40, Schweizer Franken 1,20) bedeuten.

5. Der Rohstoffmarkt

5.1 Rohstoffmarkt langfristig

Der Reuters CRB-Index ist der älteste Rohstoffindex (seit 1957), auf den Finanzprodukte emittiert werden. Er berücksichtigt 17 Rohstoffe. Der CRB-Rohstoffindex markierte Anfang 2016 sein gültiges Verlaufstief. Der seit zwei Jahren laufende Anstieg zählt zu der Sorte „magere Aufwärtsbewegung“. Anders als beispielsweise im Jahr 2009 ist eine dynamische Entwicklung nicht erkennbar.

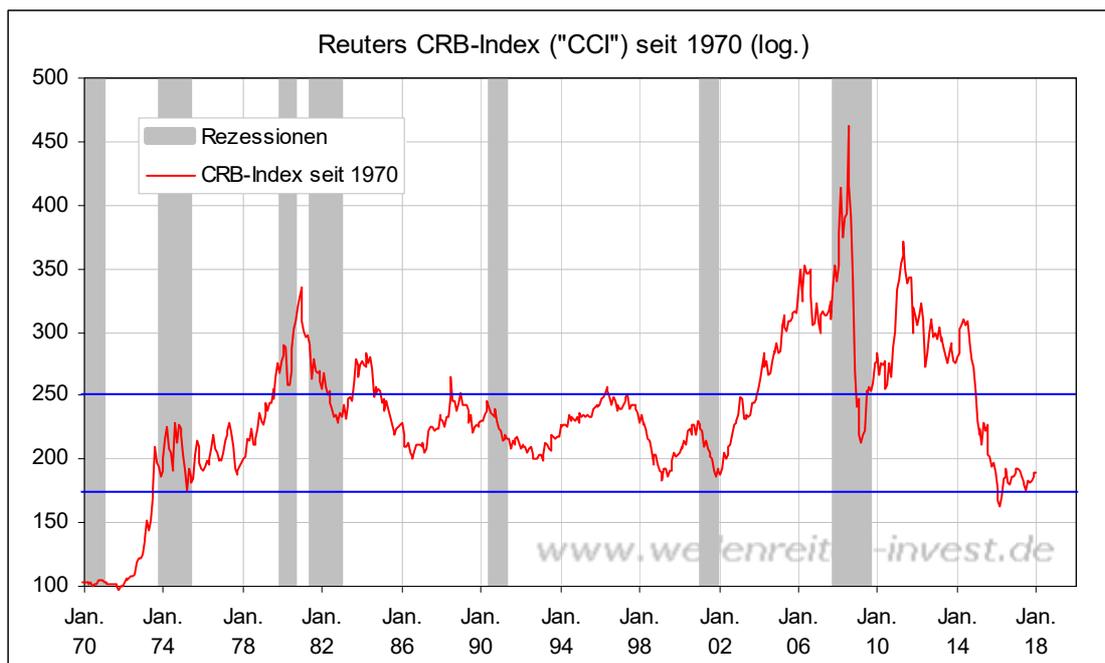


Abb. 5.1: CRB-Index seit 1970

Es bleibt wichtig festzuhalten, dass der CRB-Index jeweils im Vorfeld einer US-Rezession anstieg, ob 1973, 1980/82, 1990, 2001 oder 2007. Insofern wäre es logisch, wenn die Rohstoffpreise ausgehend vom aktuellen Niveau vor der nächsten Rezession steigen würden.

Unser 30-Jahres-Vergleich würde im ersten Halbjahr 2018 einen Hochpunkt zulassen (siehe Pfeil folgender Chart).

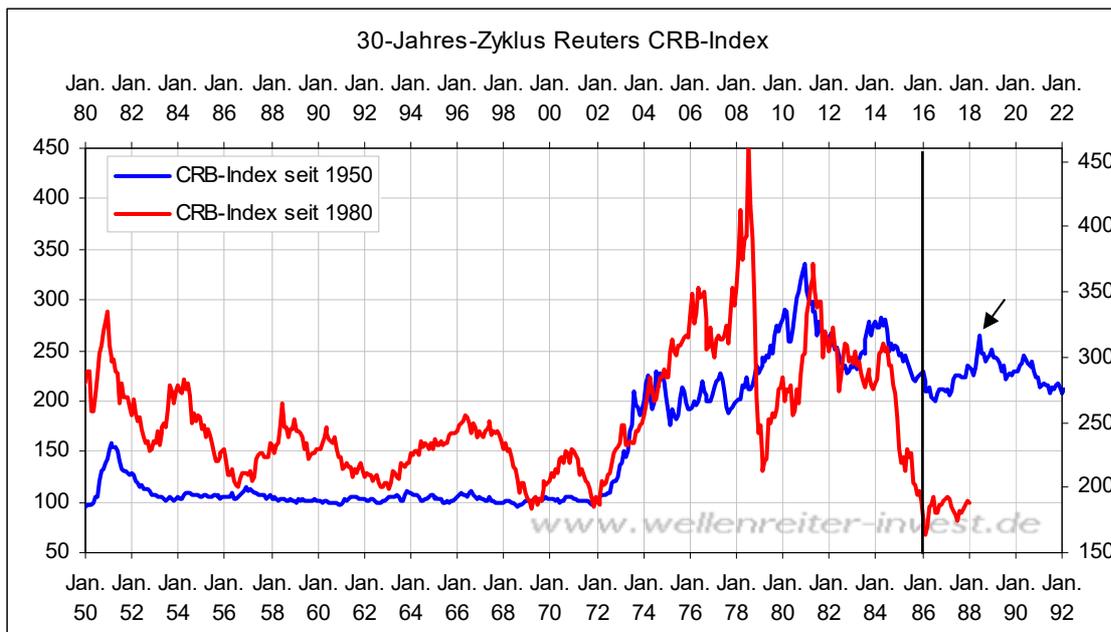


Abb. 5.2: Reuters CRB-Index Zyklus

Danach wäre wieder mit fallenden Kursen zu rechnen, so dass der Anstieg der Rohstoffpreise seit 2016 den Charakter einer zyklischen Erholung tragen würde.

Der CRB-Index und die US-Inflationsrate sind positiv korreliert. Die US-Inflationsrate stieg im Jahr 2016 stärker als der CRB-Index. Die Hochpunkte von Anfang 2017 (grüne vertikale Linie folgender Chart) stimmen allerdings überein, so wie es sein sollte.

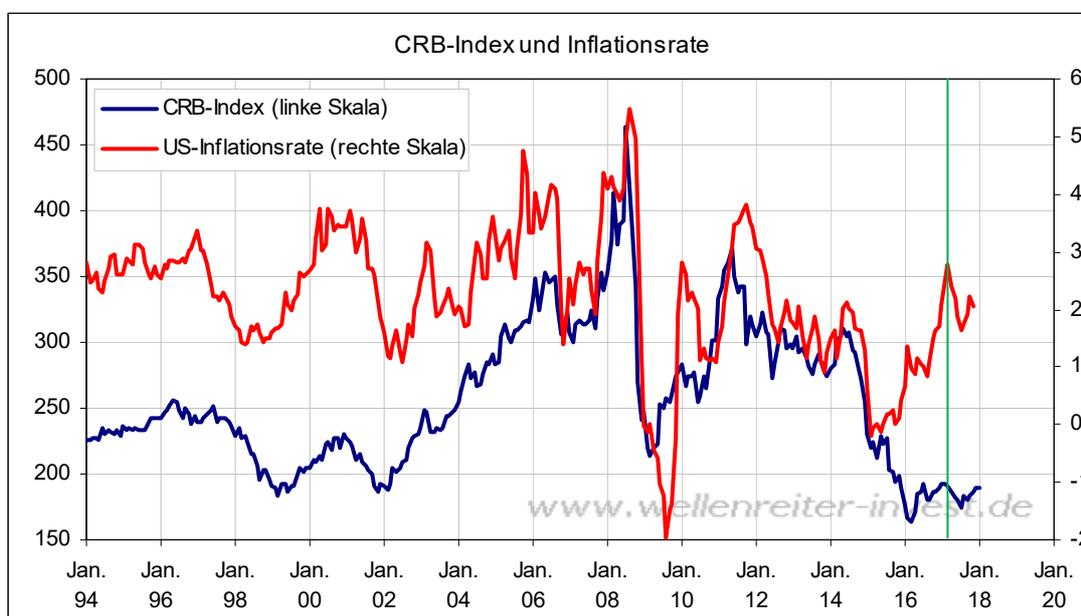


Abb. 5.3: CRB-Index und US-Inflationsrate

Eine steigende US-Inflationsrate im ersten Halbjahr 2018 ist alleine aufgrund der Basiseffekte des Ölpreises zu erwarten. Die Erholung der Rohstoffpreise wirkt noch nicht beendet, das weitere Potential wollen wir im Verlaufe dieses Kapitels für Öl und Gold untersuchen.

Auch der Euro/Dollar korreliert langfristig positiv mit dem CRB-Index. Große Trendbewegungen erfolgen gemeinsam. CRB-Index und US-Dollar korrelieren negativ.

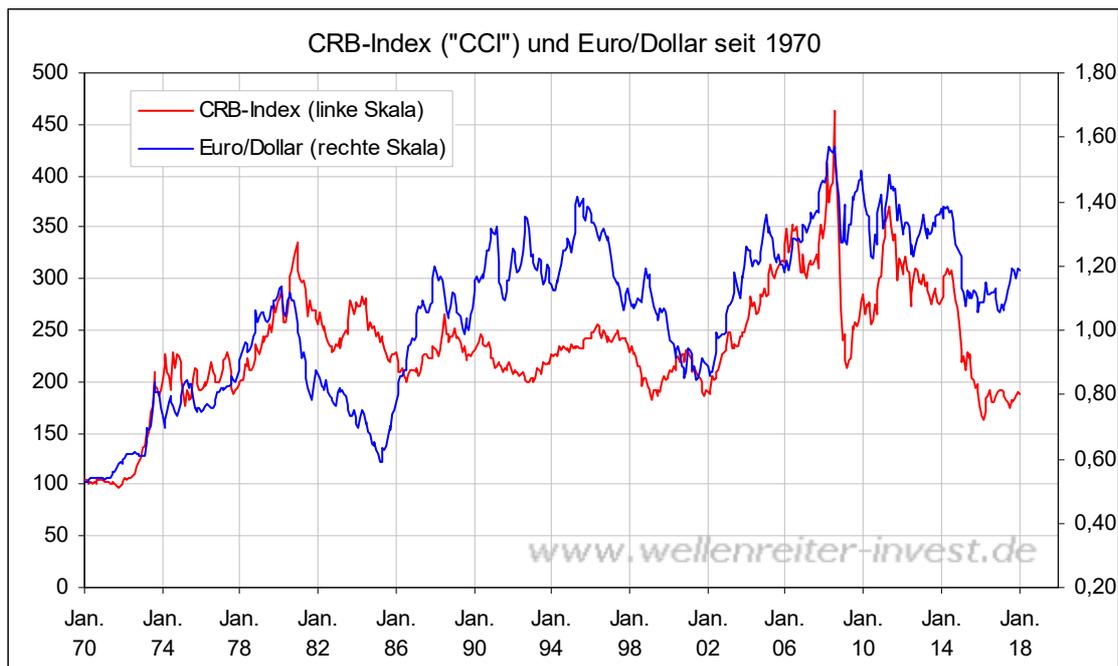


Abb. 5.4: Euro/Dollar und CRB-Index

Dies bedeutet, dass ein Aufwärtstrend bei den Rohstoffpreisen einen positiven Verlauf des Euro/Dollar begünstigt.

5.2 Erdöl

Der Welt-Erdöl-Verbrauch steigt seit Jahren kontinuierlich an. Etwa 98 Mio. Barrel Öl werden täglich konsumiert.

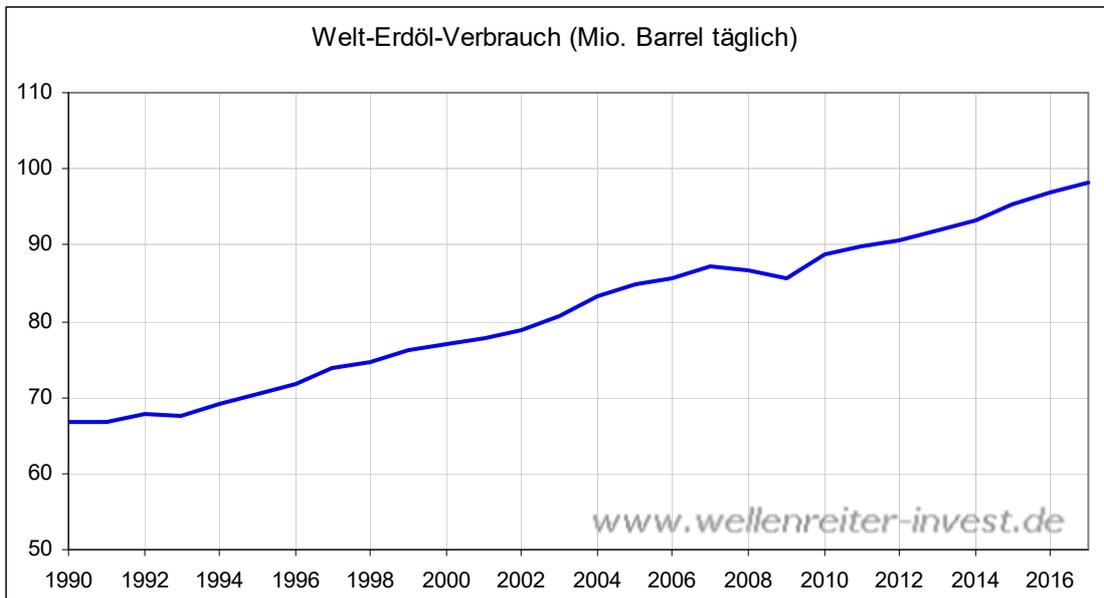


Abb. 5.5: Welt-Erdöl-Verbrauch

Die US-Erdölproduktion steigt seit dem Tief im September 2016 mit 8,4 Mio. Barrel pro Tag wieder an.

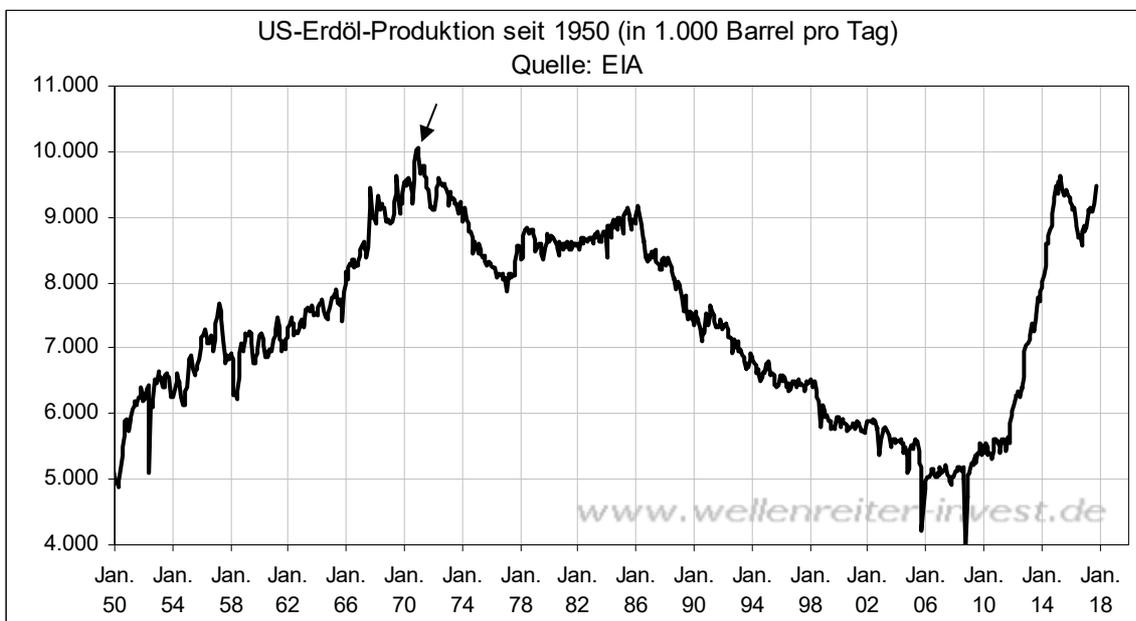


Abb. 5.6: US-Erdöl Produktion

Mittlerweile werden 9,5 Mio. Barrel pro Tag gefördert. Das Verlaufshoch aus dem April 2015 (9,6 Mio. Barrel) ist beinahe erreicht. Für das Gesamtjahr 2018 erwartet die US-Energiebehörde EIA eine Produktion von durchschnittlich 10 Mio. Barrel pro Tag. Dies bedeutet, dass im Verlaufe des Jahres 2018 nicht nur das Hoch vom April 2015, son-

dem auch das Allzeithoch aus dem November 1970 erreicht werden wird. Damals wurden 10,04 Mio. Barrel pro Tag gefördert (siehe Pfeil obiger Chart).

Das Jahr 2017 war von einer ausgeglichenen Situation bei Angebot und Nachfrage geprägt.

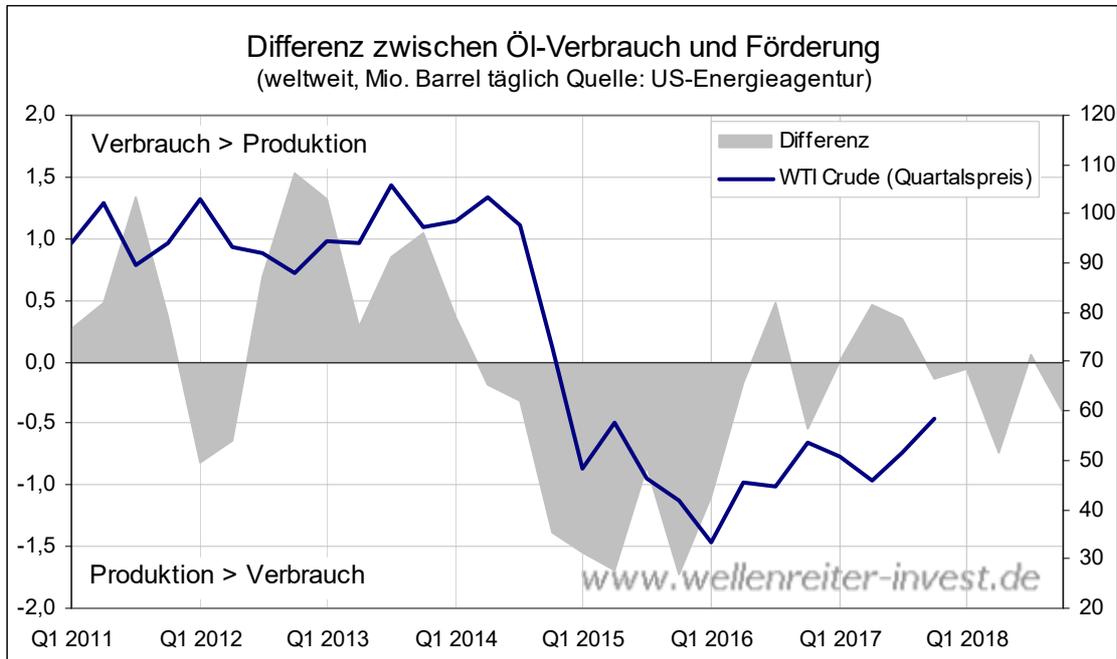


Abb. 5.7: Differenz Ölverbrauch und Förderung

Auch im Jahr 2018 sollte laut der US-Energieagentur die Differenz zwischen Verbrauch und Produktion marginal sein. Lediglich im zweiten Quartal könnte es zu einem leichten Angebotsüberhang kommen. Wenn überhaupt, wäre dies ein kleinerer Negativfaktor für die Ölpreisentwicklung im zweiten Quartal 2018.

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

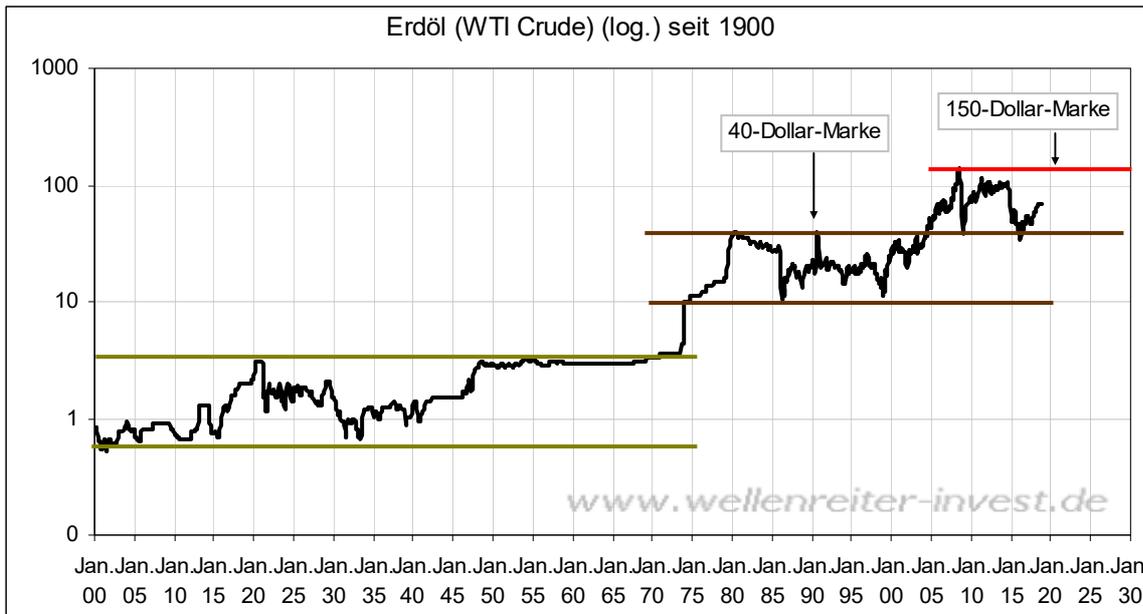


Abb. 5.8: Ölpreis seit 1900 Stufenchart

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

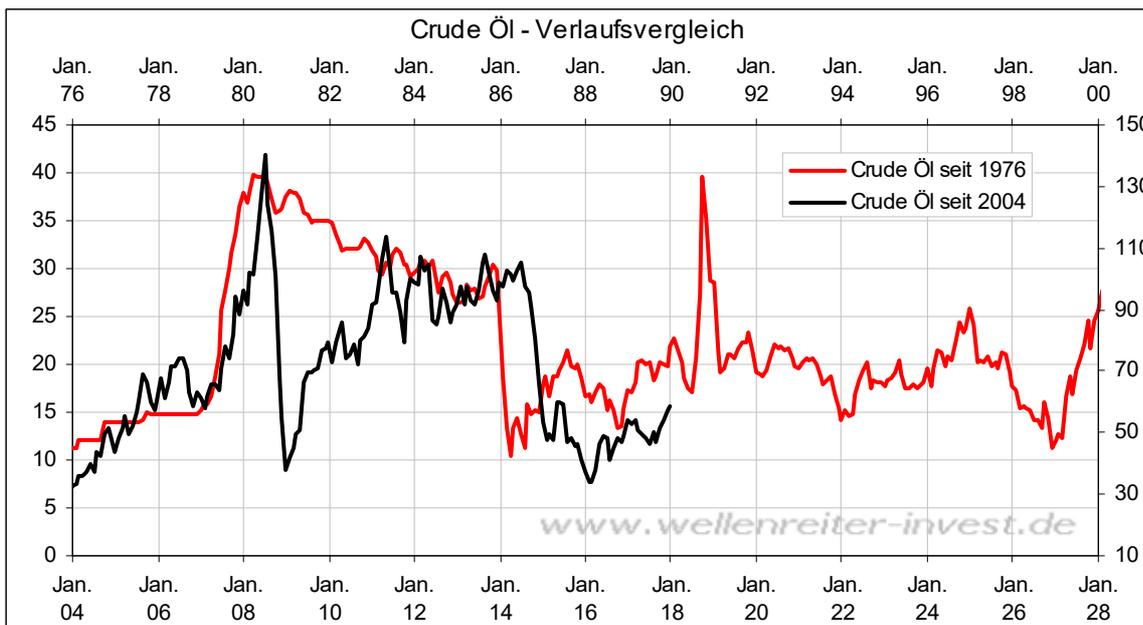


Abb. 5.9: Verlaufsvergleich 1986 und 2014

Die Erholung des Ölpreises geht mit einem signifikanten Anstieg der offenen Kontrakte (Open Interest) bei Erdöl am US-Terminmarkt einher.

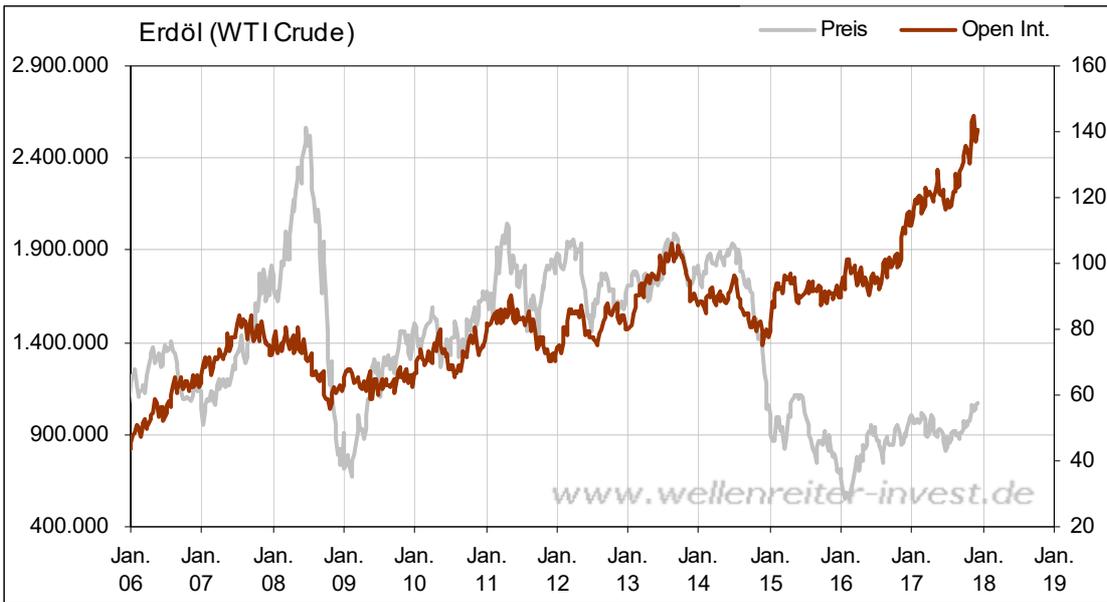


Abb. 5.10: WTI Crude Open Interest

Solange das Open Interest weiter ansteigt, ist eine bedeutende Wende nicht zu erwarten. Kam es in der Vergangenheit zu substantziellen Rückgängen am Aktienmarkt (2008, 2011, 2015/16), dann war auch das Open Interest rückläufig und führte zu sinkenden Ölpreisen.

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

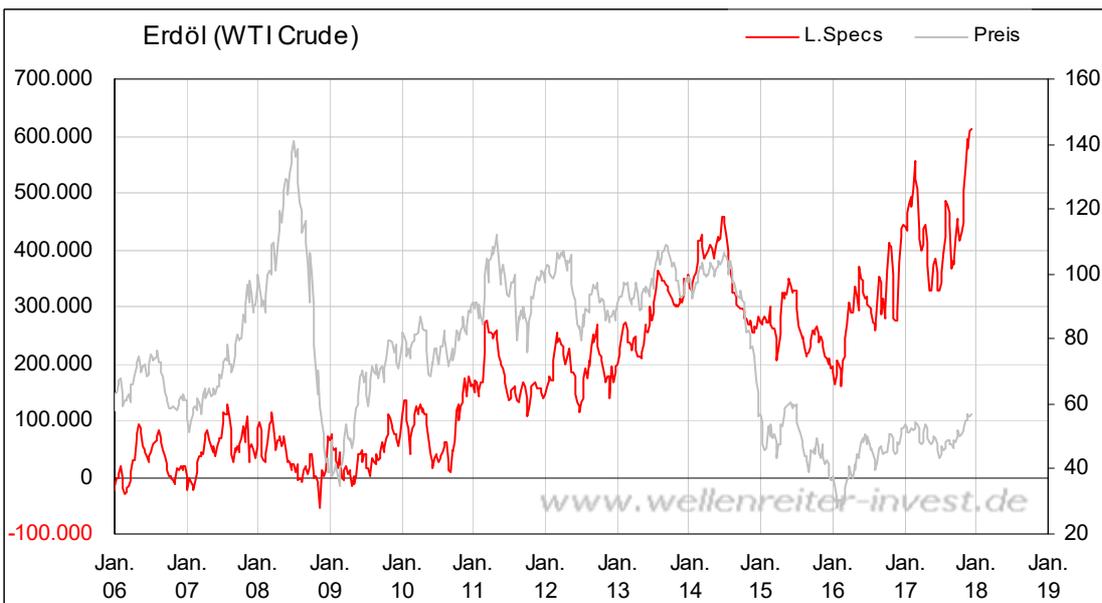


Abb. 5.11: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulanten

Das weitere Potential auf der Oberseite erscheint limitiert.

Der Ölpreis neigt in Zwischenwahljahren gegenüber den Durchschnittsverläufen zu relativer Schwäche.

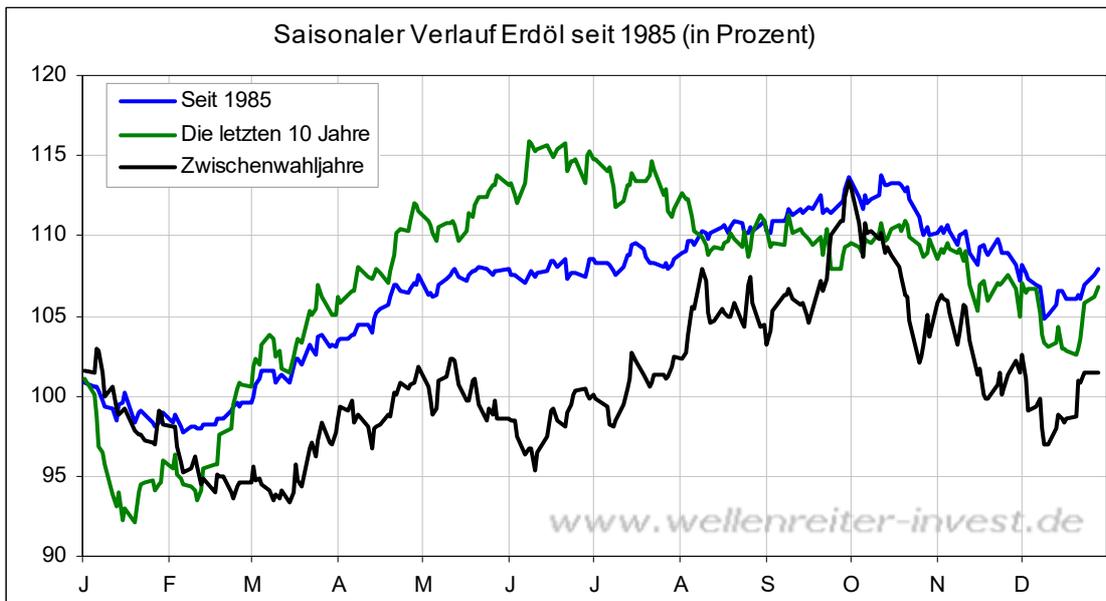


Abb. 5.12: Saisonalen Verlauf Erdöl

Die saisonal beste Phase ist in Zwischenwahljahren diejenige von März bis Mai. Eine zweite Gelegenheit tut sich zwischen Juni und September auf. Ab Anfang Oktober ist mit einer deutlichen Preisschwäche zu rechnen.

Eine Rückkehr zum normalen Muster im Jahr 2018 würde einen Basiseffekt erzeugen, der in einer Jahresveränderung von 50 Prozent gipfeln könnte (siehe Pfeil folgender Chart, Prognose).

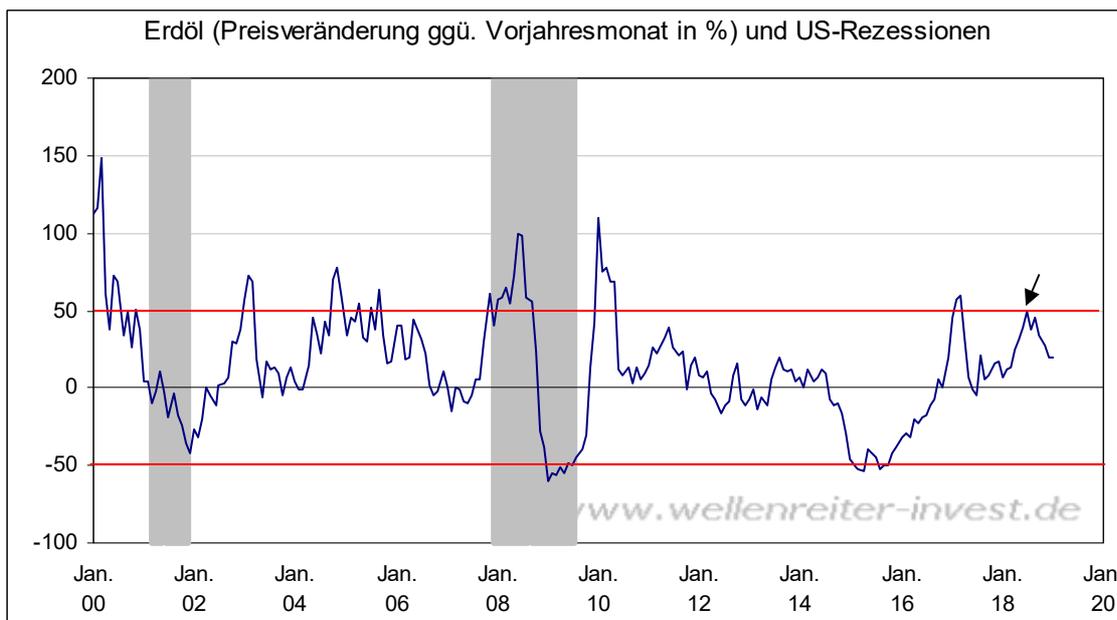


Abb. 5.13: Erdöl Preisveränderung

Damit dieses Bild so entsteht, würde es ausreichen, wenn der Ölpreis bis Juni 2018 auf 69 US-Dollar steigt.

Die Preisdifferenz zwischen dem Front-Monat und dem Drei-Monats-Kontrakt gibt häufig dann ein Signal für ein Hoch im Ölpreis, wenn sie die Null-Linie überschreitet. Die Null-Linie bedeutet den Übergang vom Normalzustand Contango (entfernter Future ist teurer als der naheliegende Future) in die Backwardation (entfernter Future ist preiswerter als der am nächsten gelegene Future).

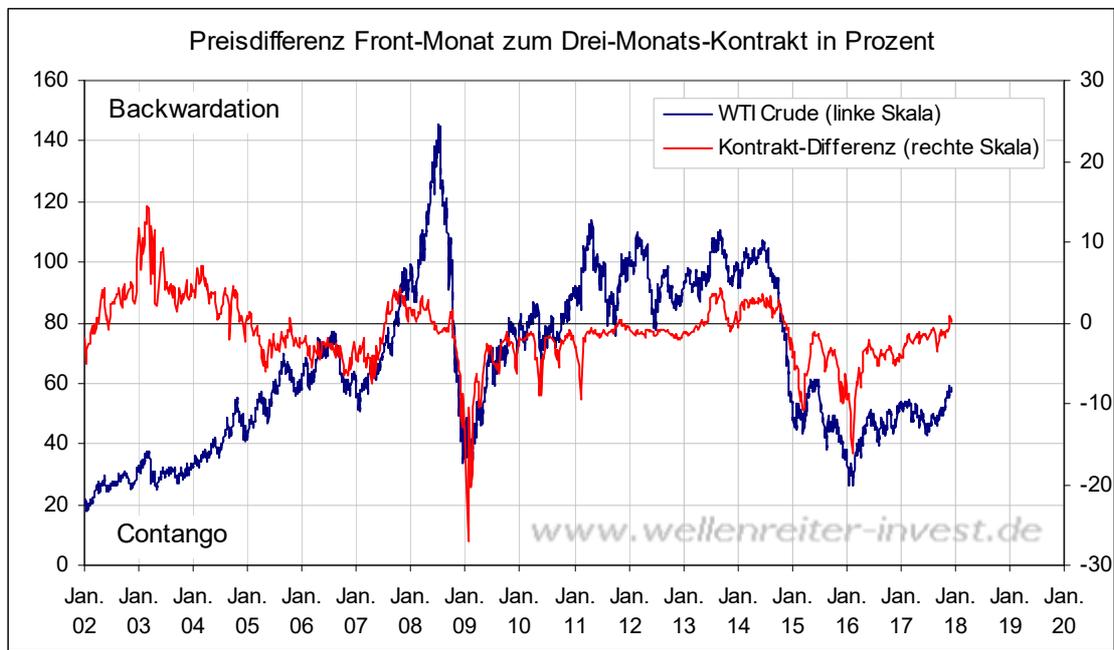


Abb. 5.14: Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent

Tatsächlich ergibt sich per Dezember 2017 zum ersten Mal seit dem Herbst 2014 wieder eine Backwardation. Der Chart zeigt, dass eine solche Situation im Hinblick auf einen Hochpunkt nicht sofort wirksam werden muss (siehe 2007 oder auch 2013/14). Solange die Backwardation anhält, ist der Ölpreis unterstützt. Dennoch ist es ein Zeichen dafür, dass der Ölpreis bereits weit gelaufen ist.

WTI Crude Monatschart

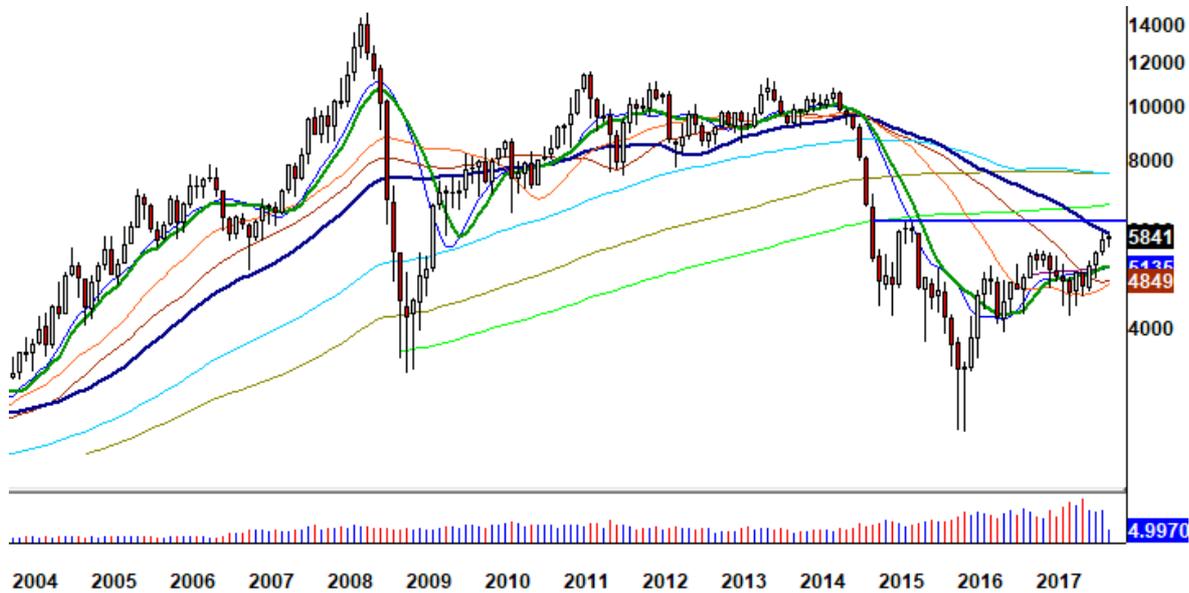


Abb. 5.15: WTI Crude Monatschart

Auf dem aktuellen WTI-Crude-Monatschart bezeichnet die blaue, abwärts tendierende Linie den 4-Jahres-GD (1.000 Tage). Diese verläuft im Bereich des aktuellen Kurses. Wir vermuten einen Rücklauf auf 52 bis 54 Dollar bis Ende Januar oder in den Februar hinein. Dann sollte WTI Crude bis zum Sommer eine positive Tendenz aufweisen. Dort rechnen wir mit einer Überwindung dies 4-Jahres-GDs und einem Anstieg in den Bereich von 70 US-Dollar.

Fazit

Das Thema Elektromobilität ist bis dato kein Bremsfaktor für die Ölnachfrage gewesen. Da in den kommenden Jahren deutlich mehr E-Autos verkauft werden, ist mit einer Dämpfung der Ölnachfrage zu rechnen. Übergeordnet sollte es bei der Seitwärtsphase wie in den 1990er Jahren bleiben. Die Widerstände liegen bei 62 und 66 Dollar. Die 70-Dollar Marke sollte einen Hochpunkt darstellen.

5.3 Gold

Der Goldpreis stieg bis zum Jahr 2011 im Rahmen eines Aufwärtstrends. Nach einer kurzen Abwärtsphase bewegt sich der Goldpreis seit dem Jahr 2013 seitwärts.

Gold Monatschart

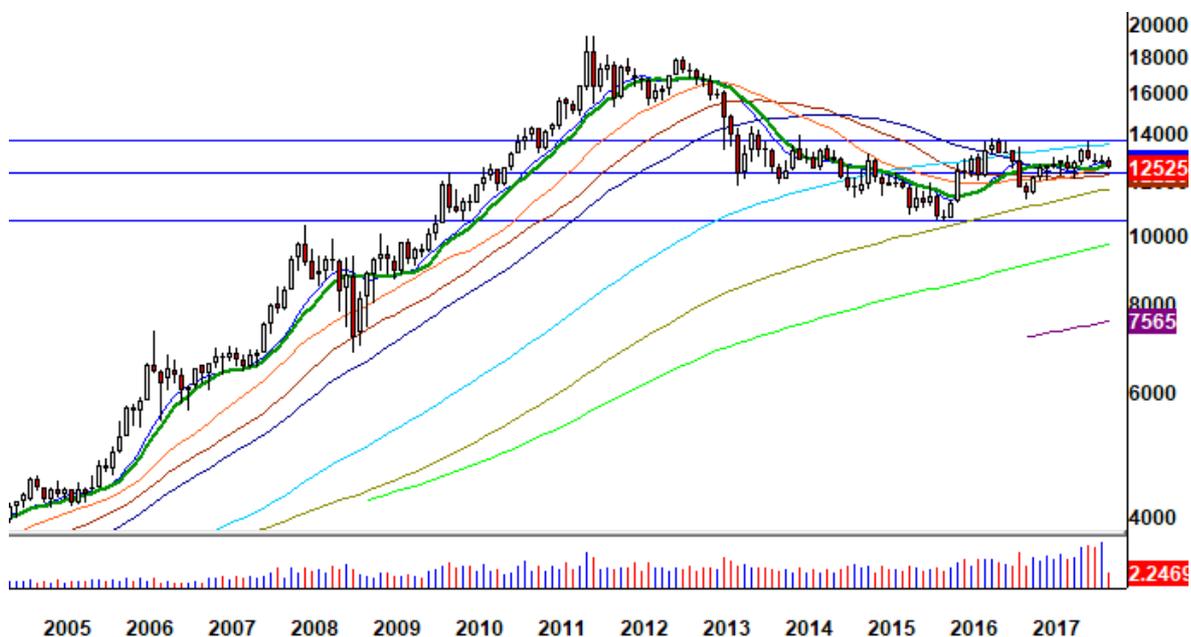


Abb. 5.16: Gold Monatschart

Die 1.050-Dollar-Marke bezeichnet das Verlaufstief und stellt somit eine wichtige Unterstützung dar. Der Goldpreis bildete in den Jahren 2016 und 2017 ein Doppelhoch im Bereich 1.350/60 Dollar aus. Der Aufwärtstrend der Tiefpunkte vom jeweiligen Preistief von 2015 und 2016 verläuft im Bereich von 1.200 Dollar. Auf diesem Preisniveau haben sich zudem im März und Juli 2017 Preistiefs gebildet, so dass dieser

Preisbereich ein Schlüsselniveau darstellt. Bei einem Unterschreiten würde der Bereich 1.050/1.100 Dollar in den Fokus rücken.

Die Entwicklung zwischen Anleihen und dem Goldpreis verläuft in den letzten zehn Jahren mehr oder weniger parallel.

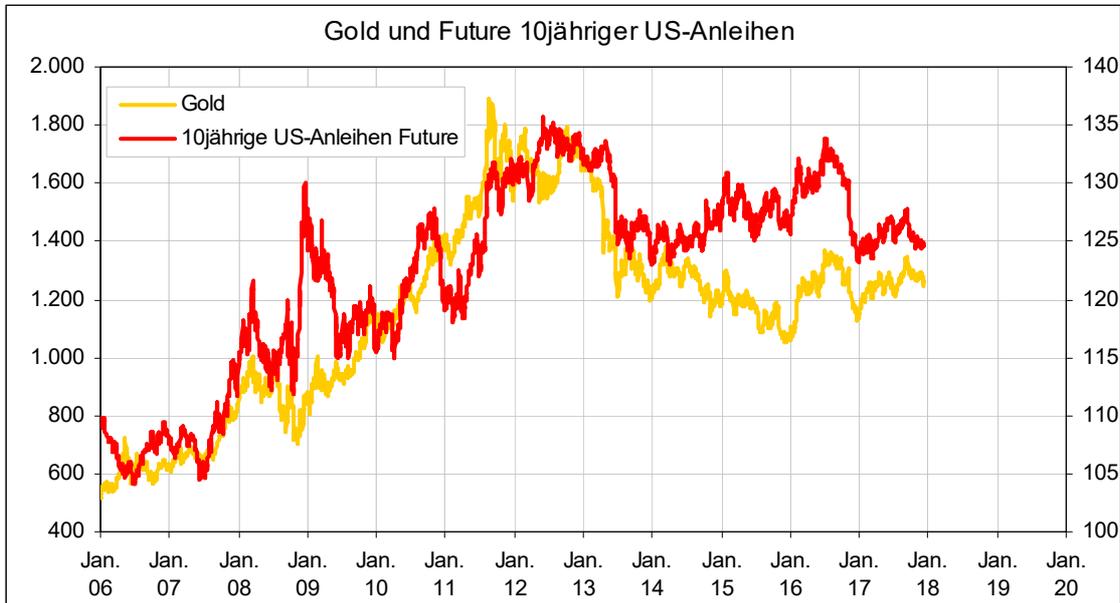


Abb. 5.17: Gold und Anleihen

Die Fortsetzung des Seitwärtstrends in Anleihen (= steigende Renditen) würde demnach eine Seitwärtsphase im Goldpreis suggerieren. Doch ganz so einfach ist es nicht. Denn entscheidend ist der Realzins, also das Verhalten der Rendite unter Berücksichtigung der Inflationsrate (Zinssatz minus Inflationsrate).

Je negativer der Realzins, desto besser für den Goldpreis. Ein „Anstieg“ des Realzinses in den Minusbereich würde dann erfolgen, wenn die US-Inflationsrate oberhalb der Rendite 10jähriger US-Anleihen liegen würde, also beispielsweise eine Inflationsrate von 3 Prozent bei einer Rendite von 2,4 Prozent. Der Realzins würde minus 0,6 Prozent betragen.

Der folgende Chart zeigt, wie eng die Entwicklung des Goldpreises am (invers dargestellten) Realzins hängt. Wir rechnen eine Variante, die für uns recht plausibel klingt. Die Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen verharrt in den ersten sechs Monaten des Jahres 2018 um etwa 2,4 bis 2,5 Prozent, während die US-Inflationsrate bis zum Sommer auf etwa drei Prozent steigt. Der Pfeil auf dem folgenden Chart zeigt, was dies für den Realzins und damit auch für die Goldpreisentwicklung bedeuten würde.

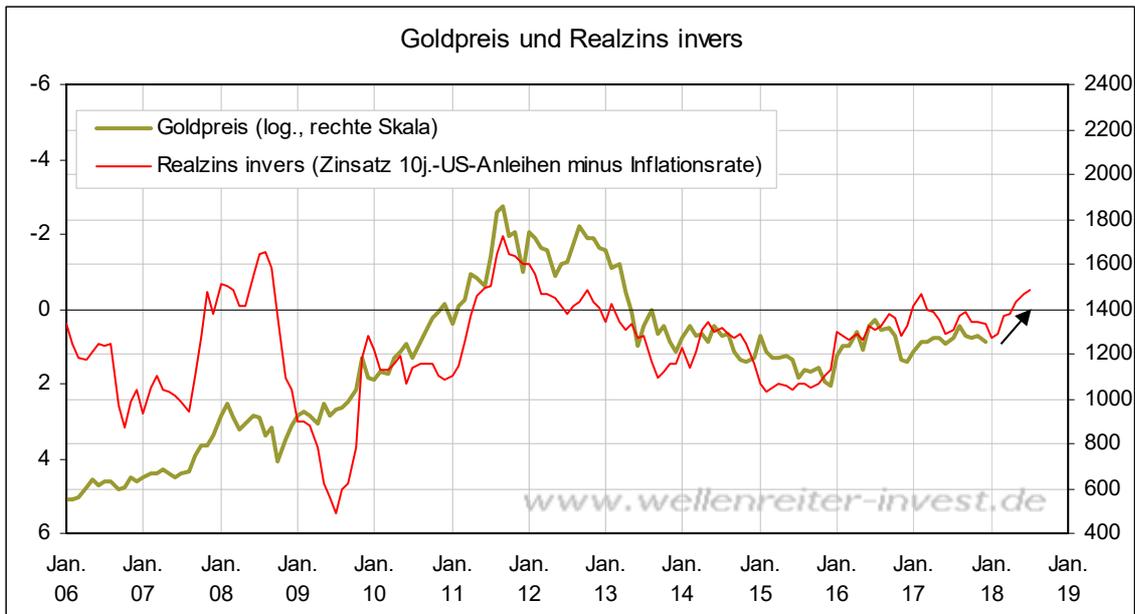


Abb. 5.18: Goldpreis und Realzins

Wir rechnen demnach mit einem positiven Verlauf des Goldpreises im ersten Halbjahr 2018.

Gold handelt meist invers zum US-Dollar-Index, was bedeutet, dass Gold und Euro positiv korreliert sind. Diese Korrelation kann auch mal zusammenbrechen, wie beispielsweise im Jahr 2013. Zuletzt aber markierten Gold und Euro/Dollar gemeinsame Hochpunkte (siehe Pfeile folgender Chart).

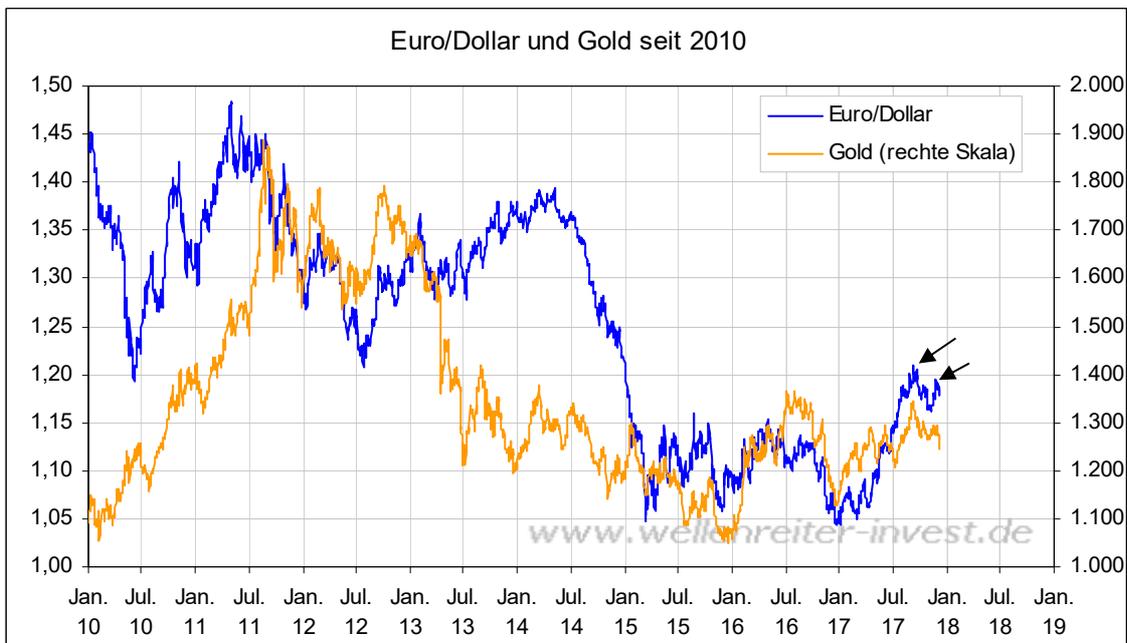


Abb. 5.19: Euro und Gold seit 2010

Ein Tief im Goldpreis zur Jahreswende oder im Verlauf des Januars erscheint durchaus wahrscheinlich. Gold würde dem Euro vorauslaufen (siehe Kapitel Währungen).

In Zwischenwahljahren verzeichnet der Goldpreis meist überdurchschnittliche Gewinne. Die beste Saisonzeit offerieren die Monate Januar bis April sowie der Zeitraum Juli bis September.

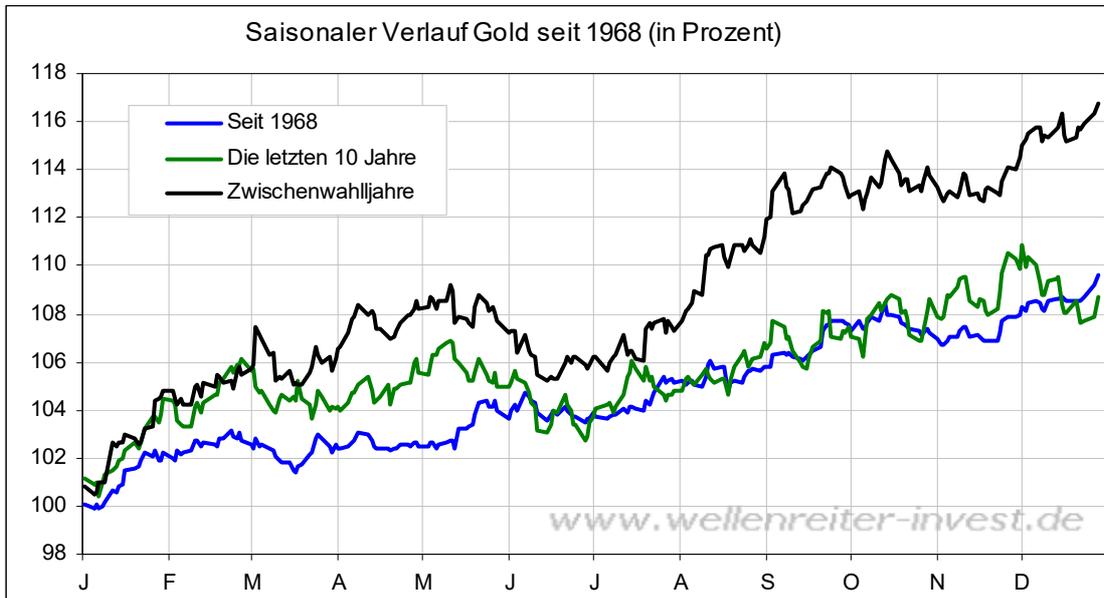


Abb. 5.20: saisonaler Verlauf Gold

Die Terminmarktdaten zeigen eine sich abbauende Spekulation (folgender Chart). Es geht in die richtige Richtung.

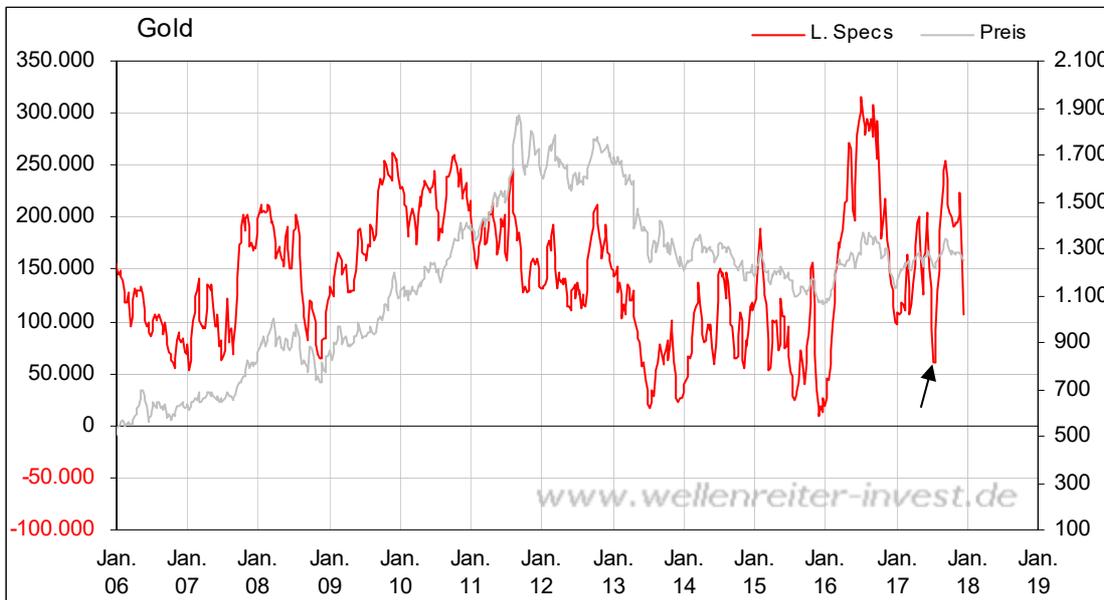


Abb. 5.21: Positionierung Großspekulanten

Damit der Goldpreis eine echte Chance auf einen längerfristigen Anstieg hat, wäre ein Rückgang der Netto-Spekulation auf das Tief des Jahres 2017 wünschenswert (siehe Pfeil obiger Chart). Die Spekulation liegt bereits auf einem Niveau wie zum Jahreswechsel 2016/17. Damals bildete sich ein Tief im Goldpreis.

Der XAU-Goldminenindex markierte im Januar 2016 ein wichtiges Tief. Die starke Erholung endete in einem starken Widerstandsbereich um 110 Punkte. Im Jahr 2017 zeigte der Index deutliche relative Schwäche und notiert an den Jahrestiefs.

XAU-Goldminenindex Monatschart

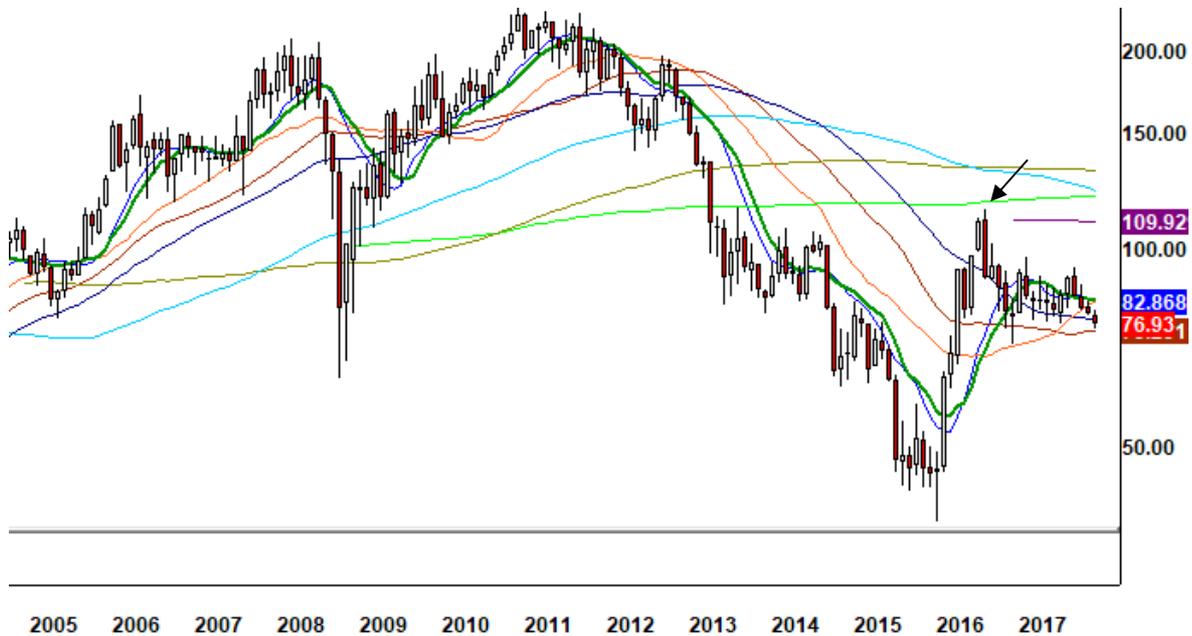


Abb. 5.22: XAU-Goldminen-Index

Bei den Minenaktien besteht die Chance auf eine Erholung im ersten Halbjahr 2018. Das Juli-2016-Hoch bei 110 Punkten (siehe Pfeil) wäre das maximale Ziel der Bewegung.

Fazit

Der Goldpreis hat eine gute Chance, im ersten Halbjahr 2018 zu steigen. Der Auslöser ist die sich abzeichnende negative Realverzinsung, die sich im zweiten Quartal ausbilden müsste.

6. Bitcoin und Kryptowährungen

In diesem Kapitel wollen wir herausarbeiten, ob und wie Bitcoin als Puzzleteilchen des Finanzmarktes verstanden werden kann. Wir konzentrieren uns auf Bitcoin, weil diese Kryptowährung die Nummer eins ihrer Anlageklasse ist und weil sie über die längste Preishistorie verfügt. Bitcoin ist ein Phänomen dieser Dekade. Deshalb sind alle nachfolgenden Schlussfolgerungen mit etwas Vorsicht zu genießen. Wir können keine Vergleiche bis beispielsweise zum Jahr 1900 rückwärts ziehen.

Das einzige Jahr, in dem Bitcoin bisher Federn lassen musste, war das Jahr 2014. Der Preis fiel von 1.130 US-Dollar im November 2013 auf nur noch 190 Dollar im Januar 2015. Das Jahr 2014 war das Jahr, in dem der Ölpreis drastisch fiel und der US-Dollar deutlich aufwertete. Im Gegenzug fielen auch der Euro und die Renditen. An den Märkten wurde eine deflationäre Phase eingeleitet.

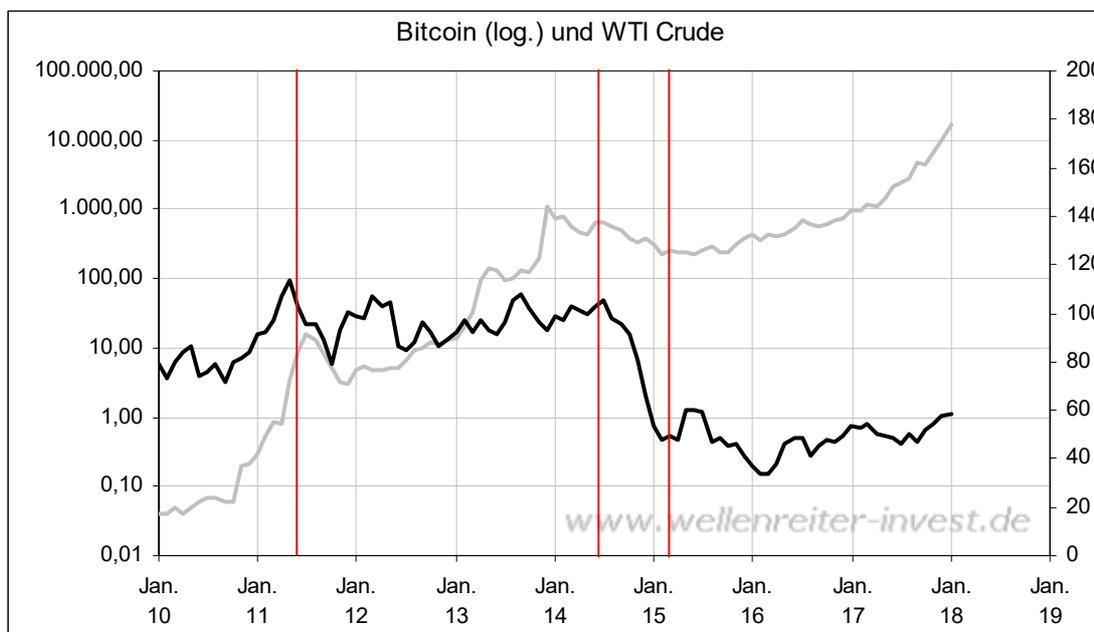


Abb. 6.1: Bitcoin und WTI Crude

Auf dem obigen Chart haben wir die Abwärtsphase von WTI Crude und Bitcoin im Jahr 2014 eingezeichnet. Zu erkennen ist ein nur um wenige Monate auseinanderliegendes Hoch im Jahr 2011. Da der Ölpreis ein guter Inflationsindikator ist, scheint ein Zusammenhang zwischen Bitcoin und der US-Inflationsrate zu existieren. Auf dem folgenden Chart ist das gemeinsame Bitcoin- und Inflationshoch des Jahres 2011 zu erkennen.

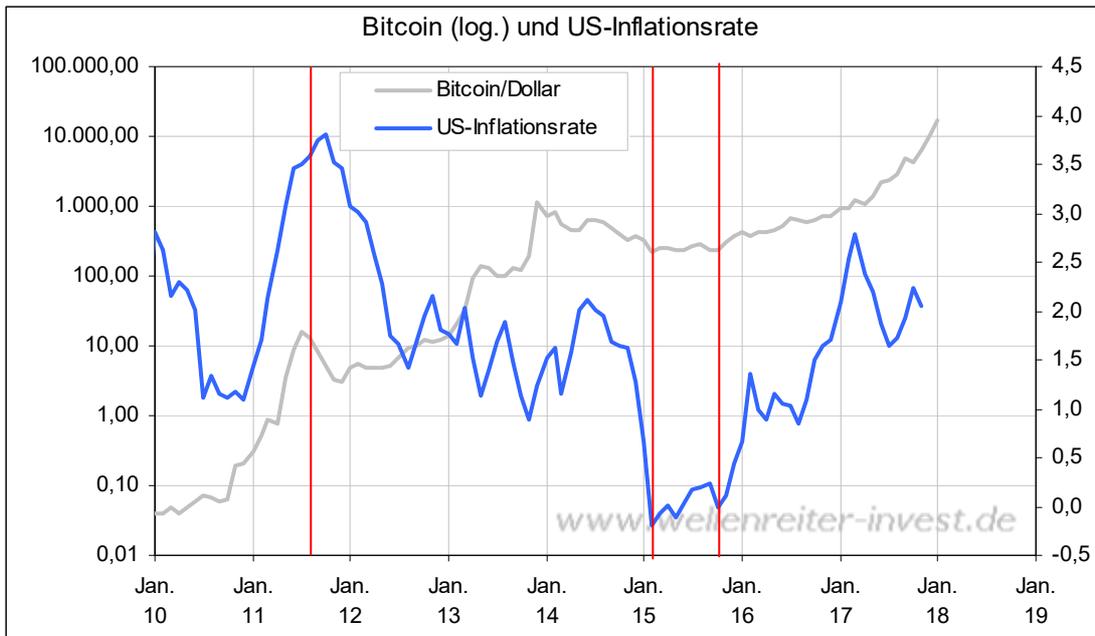


Abb. 6.2: Bitcoin und US-Inflationsrate

Man achte auf das Inflationsdoppeltief des Jahres 2015. Es stimmt exakt mit dem damaligen Bitcoin-Doppeltief überein.

Die wohl stärkste Korrelation ergibt sich zwischen der Rendite langfristiger US-Anleihen und Bitcoin. Hier fällt insbesondere das gemeinsame Hoch Ende 2013/ Anfang 2014 auf, aber auch das Tief Anfang 2015.

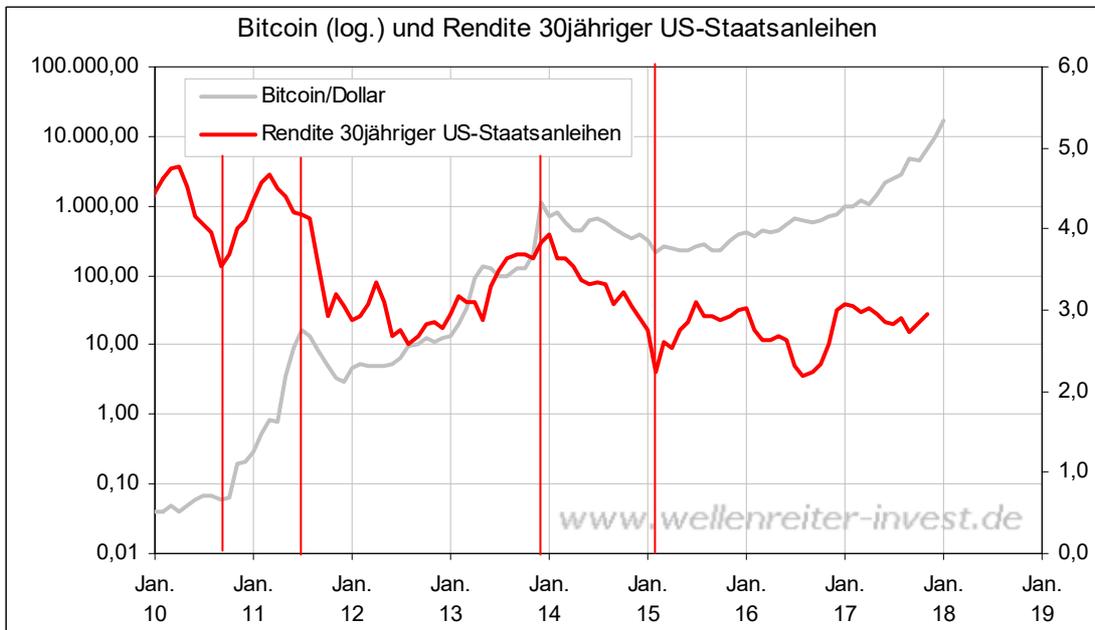


Abb. 6.3: Bitcoin und Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen

Bitcoin operiert nicht im luftleeren Raum. Die Kryptowährung tendiert in Phasen steigender Inflation nach oben. Deflationäre Phasen gefallen der Kryptowährung

hingegen nicht. Die Jahre 2014 und 2015 dienen als Vorlage für eine negative beziehungsweise stagnierende Entwicklung.

Hier noch ein Blick auf die Beziehung des Euro zum Bitcoin-Kurs.

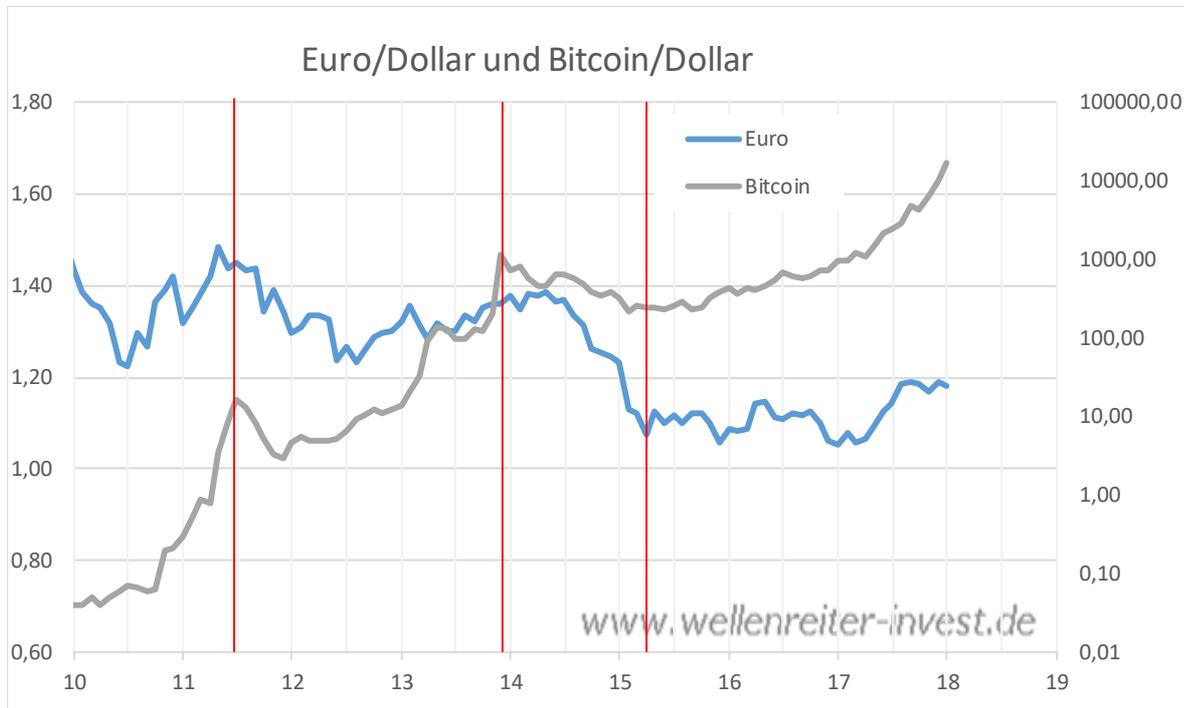


Abb. 6.4: Bitcoin und Euro

Während Bitcoin und Euro positiv korrelieren, besteht zwischen Bitcoin und dem US-Dollar eine negative Korrelation. Wenn unsere Annahme richtig ist, dass die US-Inflationsrate bis zum Sommer 2018 weiter steigen wird, dann sollte sich der Anstieg von Bitcoin und anderer Kryptowährungen bis dorthin fortsetzen.

Ein weiterer Schlüssel zum Verständnis des Phänomens Kryptowährungen liegt in der Erkenntnis, dass Überschussliquidität die Märkte treibt. Ob Internetwerte im Jahr 2000 oder die ABS-getriebene Hausbau-Blase im Jahr 2006/07: Der Investor hatte überschüssiges Kapital zur Verfügung, welches er in die Märkte allokierten konnte.

Einer der besten Liquiditätsindikatoren ist der Aktienkurs des Auktionshauses Sothebys. Immer dann, wenn Kunstwerke oder andere Auktionsgüter Rekordpreise erzielen, profitiert der Aktienkurs von Sothebys besonders.

Es ist kein Zufall, dass Sothebys sein Allzeithoch am 25. Juli 2017 markierte, während praktisch zeitgleich der Neymar-Transfer zu Paris Saint-Germain eingetütet wurde. Verkündet wurde der 222-Millionen Wechsel am 03. August 2017. Ein Fußball-Transfer als Zeichen massiv vorhandener Überschussliquidität.

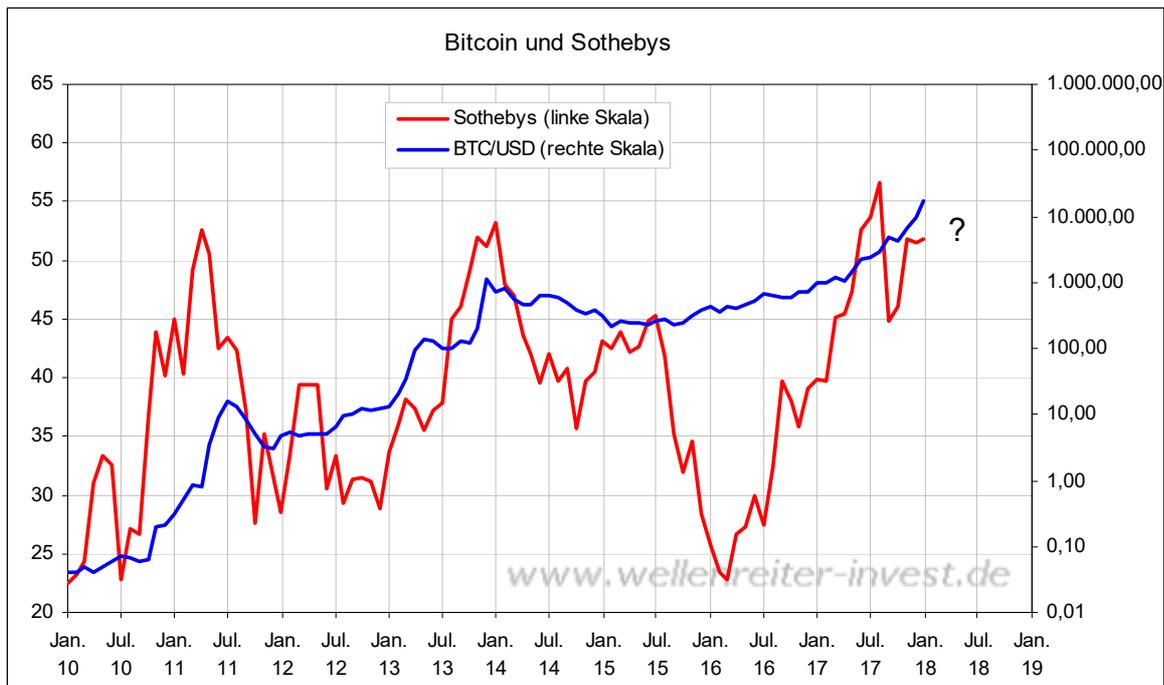


Abb. 6.5: Bitcoin und Sothebys

Sothebys hat bisher noch jede Blase seit dem Jahr 2000 angezeigt, und das bis zu einem Jahr im Voraus. Dies gilt für die Finanzkrise von 2007, den Aktienmarktcrash von 2011 oder den Öl-Crash ab 2014. Bitcoin bildete Mitte 2011 sowie zum Jahreswechsel 2013/14 jeweils ein Blasenhoch aus. Diese Hochs gingen mit Sothebys-Hochpunkten einher.

Natürlich kann man argumentieren, dass Bitcoin in den Jahren 2011 und 2013 medial noch keine Rolle spielte. Aber das stimmt nicht. Über den Anstieg im Jahr 2013 von 100 auf 1.000 Dollar wurde breit berichtet.

Die Erkenntnis ist, dass Bitcoin oder auch der Kryptowährungsmarkt dann besonders gut laufen, wenn eine vergleichsweise hohe Überschussliquidität (sprich: Spielgeld) zur Verfügung steht und eine reflationäre oder inflationäre Phase an den Märkten vorherrscht. Die jahrelange Niedrigzinspolitik der Fed in Kombination mit niedrigen Inflationsraten führte zu steigenden Aktien- und Anleihemärkten. Und dies nicht nur in den USA und Europa, sondern zuletzt auch in Korea und Japan. Es ist nicht verwunderlich, dass dort Millionen von Menschen an den Kryptobörsen aktiv sind.

Häufig wird kolportiert, dass Bitcoin erst dann richtig durch die Decke geht, wenn in einer nächsten Rezession die Finanzmärkte an den Rande des Zusammenbruchs gedrängt werden würden und Bitcoin beziehungsweise andere Kryptowährungen dann den Part der Fiat-Währungen übernehmen würden (so wie einige dies Gold zutrauen).

In einer deflationären, rezessiven Phase schmilzt die Überschussliquidität wie der Schneemann in der Sonne. Zudem haben wir weiter oben gesehen, dass Bitcoin dann unter Druck gerät, wenn Inflation, Ölpreis, Euro und die Renditen fallen. Wir nehmen deshalb an, dass der Beginn einer erneuten deflationären Phase oder einer Rezession einen Crash oder starken Rückgang der Kryptowährungen wahrscheinlich macht.

Ende des Jahres 2017 ist eine Menge Spielgeld vorhanden. Absolut betrachtet hat das Kapital, welches sich im Kryptomarkt tummelt, mit 600 Mrd. US-Dollar noch keine erschreckende Größenordnung erreicht. Die Kapitalisierung von Google Alphabet und Microsoft ist höher, und die von Apple sowieso.

Blasen laufen in mehreren Phasen ab. Zuerst werden einzelne Werte weitgehend unter dem Ausschluss der Öffentlichkeit gekauft. In dieser Phase werden diejenigen, die dies tun, von vielen belächelt.

In einer zweiten Phase nimmt die Zahl der Akteure stark zu. Der Handel gewinnt an Breite. Diese Vertiefung und Verbreiterung führt bei weiter steigenden Kursen schließlich dazu, dass die Angst, etwas zu verpassen, auch diejenigen Marktteilnehmer aktiviert, die sich bisher dem „neuen Markt“ verweigert haben. Die Zahl der IPOs (ICOs) nimmt zu, das Herausgeben einer eigenen Währung wird zur Modeerscheinung.

Die scheinbare Leichtigkeit, mit der im neuen Markt Geld zu machen ist, führt zu immer neuen Marktteilnehmern. Solange die Kurse steigen und die Charts gut aussehen, bleiben die Käufer gegenüber den Verkäufern in der Überzahl. Schließlich steigen die Kurse an einem Punkt X sehr deutlich, das Handelsvolumen nimmt exorbitant zu und die Gewinne der Erstkäufer steigen auf erstaunliche Höhen. Jetzt sind die Märkte nahe daran, eine wichtige obere Umkehr zu vollenden.

Wie ordnet sich der Markt der Kryptowährungen in dieses Ablaufmuster ein? Sicherlich steht der Markt nicht mehr am Anfang. Die Pioniere haben gekauft und teilweise bereits verkauft. Die Nr. 2 der Kryptowährungen, Ethereum, wurde von Anlegern im Frühjahr 2017 entdeckt und bis in den Sommer hinein nach oben getrieben. Gleiches gilt für Litecoin. IOTA sprang hingegen erst im November 2017 an.

Ein genaues Anfangsdatum für den Übergang von Phase 1 (Pioniere) zur Phase 2 (Verbreiterung des Marktes) zu finden, erscheint daher schwierig. Aber es dürfte das Jahr 2017 gewesen sein, und zwar entweder das Frühjahr oder der Monat November. Für das Frühjahr 2017 spricht, dass damals das Hoch der Marktkapitalisierung aus dem Jahr 2013 überwunden werden konnte.

Marktkapitalisierung Kryptowährungen



Abb. 6.6: Marktkapitalisierung Kryptowährungen (Coinmarketmap.com)

Also nehmen wir an, dass sich der Kryptowährungsmarkt seit dem Frühjahr 2017 in der Phase der Marktverbreiterung befindet. Immer mehr Marktteilnehmer gesellen sich hinzu. Es wird nicht nur der Marktführer Bitcoin gekauft, sondern es findet eine Ausweitung auf weitere Kryptowährungen statt. Eine eigene Anlageklasse ist entstanden. Man kann sich darüber streiten, wie lange diese Phase der Reife bereits dauert. Neun Monate wären etwas kurz, zumal die reflationäre beziehungsweise inflationäre Phase an den Märkten weiter anhält.

Wir vermuten, dass die Endphase der Blasenentwicklung dann stattfindet, wenn die US-Inflation einen Höhepunkt ausbildet. Dies dürfte im Sommer 2018 der Fall sein. Wir müssen daher annehmen, dass der Kryptomarkt noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht hat. Würde Sothebys das Hoch vom Sommer 2017 nicht mehr überwinden können, dann würde ein Jahr nach dem Sothebys-Hoch ein Inflationshoch stattfinden. Das läge noch im Rahmen des Erwartbaren.

Selbst wenn im Sommer eine Blase platzt, dann ist das voraussichtlich nicht das Ende der Kryptowährungen. Einzelne Währungen dürften überleben, darunter Bitcoin, Ethereum und möglicherweise auch IOTA. Bei letzterer Währung ist es wichtig, dass die konzeptionelle Phase bald endet und erste vielversprechende Anwendungen ihre Tests bestehen. Die Technik (Distributed Ledger, Blockchain, Tangle) wird in den kommenden Jahren weiterentwickelt und Bestandteil des Digitalisierungstrends bleiben.

7. Der Aktienmarkt

7.1 Bewertung

Nach der globalen Umfrage von Merrill Lynch ist jeder zweite der Meinung, dass die Aktien überbewertet sind. Wir wollen dies nachfolgend überprüfen. Der „Tobins Quotient“ ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl zur Unternehmensbewertung, benannt nach James Tobin. Dieser Quotient wird ermittelt, indem der Marktwert (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten) durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände (Substanzwert) geteilt wird. Man nennt dies Marktwert-/Substanzwert-Verhältnis. Ein Wert von 1 zeigt nach Tobin eine faire Bewertung an.

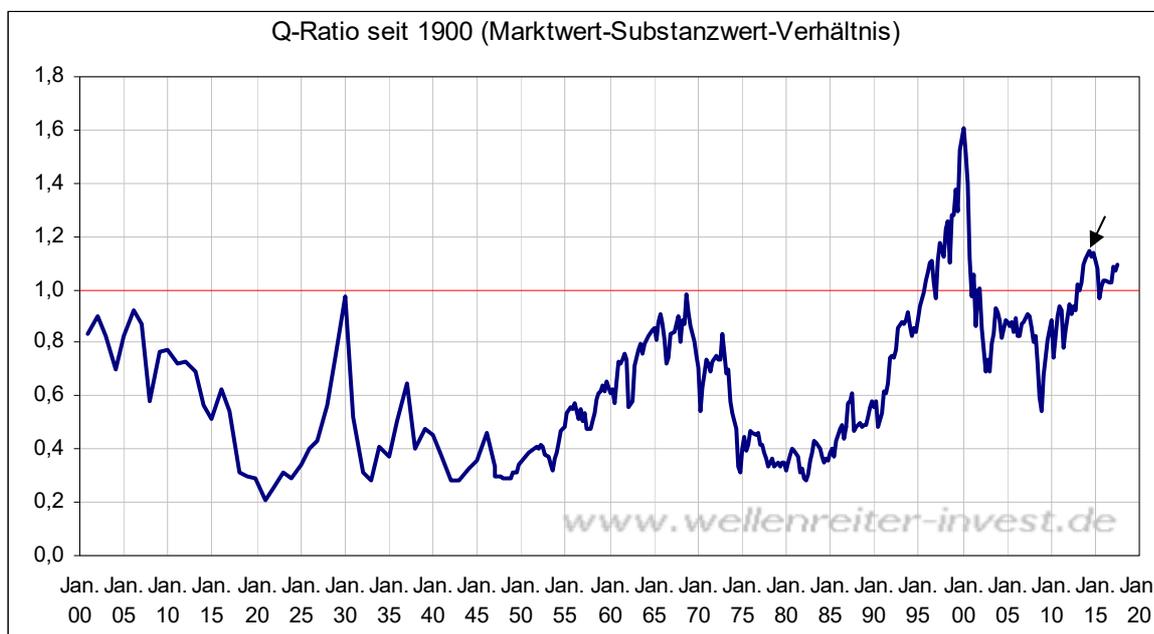


Abb. 7.1: Q-Ratio

Im zweiten Quartal 2014 wurde eine Verlaufsspitze mit einem Wert von 1,14 notiert (siehe Pfeil obiger Chart). Danach fiel der Quotient unter 1, nur um im Rahmen einer erneuten Aufwärtsbewegung auf einen Wert von aktuell 1,09 anzusteigen (Stand Ende Oktober 2017).

Die Marktkapitalisierung der Unternehmen hat zum Jahresende zugenommen, sodass wir zum Redaktionsschluss eine Q-Ratio von etwa 1,11 bis 1,12 vermuten. Das Hoch des Jahres 2014 wäre damit fast erreicht. Im Jahr 2015 reagierte der Aktienmarkt ab dem Sommer negativ.

Eine zweite Bewertungskennziffer stellt der sogenannte Buffett-Indikator dar. Hier wird die Gesamtkapitalisierung des US-Aktienmarktes mit dem nominalen BIP

verglichen. Es geht darum zu erkennen, inwieweit sich die Börsen von der Realwirtschaft entkoppelt haben.

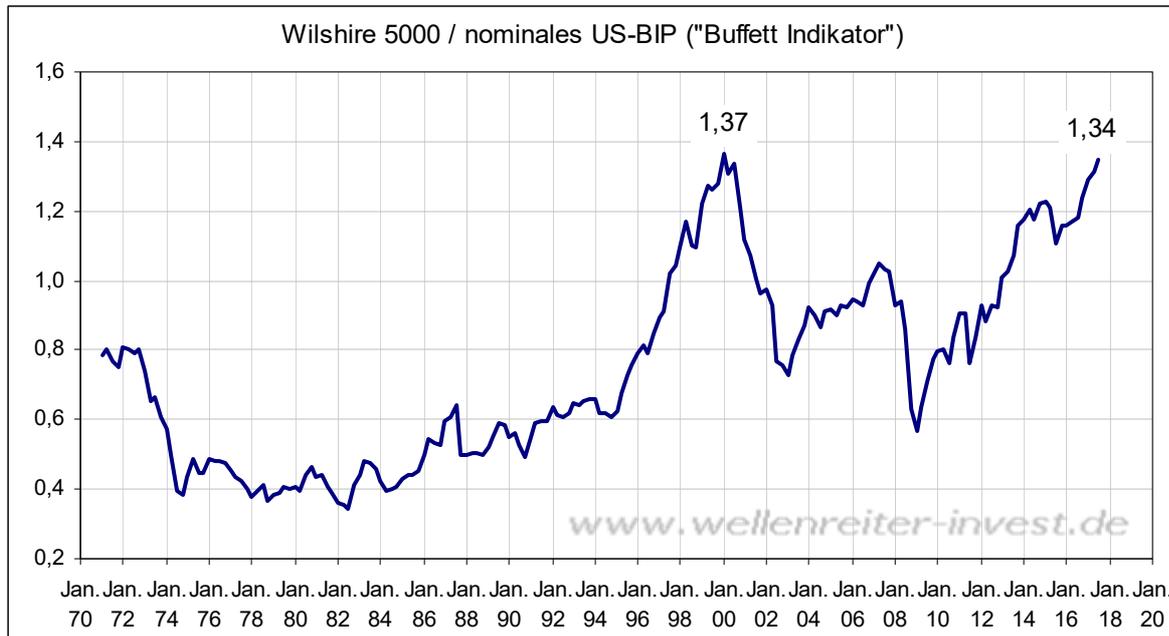


Abb. 7.2: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP

Die Asset-Price-Inflation ist der wirtschaftlichen Entwicklung nicht mehr angemessen. Im Verhältnis zum BIP ist der US-Markt so teuer wie im Jahr 2000. Die Hochpunkte der Jahre 2007 und 2015 wurden zurückgelassen.

Eine dritte Bewertungskennziffer, das Shiller-KGV, notiert mit 31,80 nahezu auf dem Niveau des Septembers 1929 (32,50). Der Kurs des S&P 500 wird in Relation zum inflationsbereinigten Durchschnitts-KGV der vergangenen 10 Jahre gesetzt. Ein Wert von 31,80 bedeutet, dass die Aktienmärkte anfällig für eine Korrektur sind.



Abb. 7.3: KGV 10 (Shiller-KGV)

Seit dem Jahr 2008 notiert die Gewinnrendite des S&P 500 oberhalb der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen. Der inverse Wert des Shiller-KGVs ergibt die Gewinnrendite.

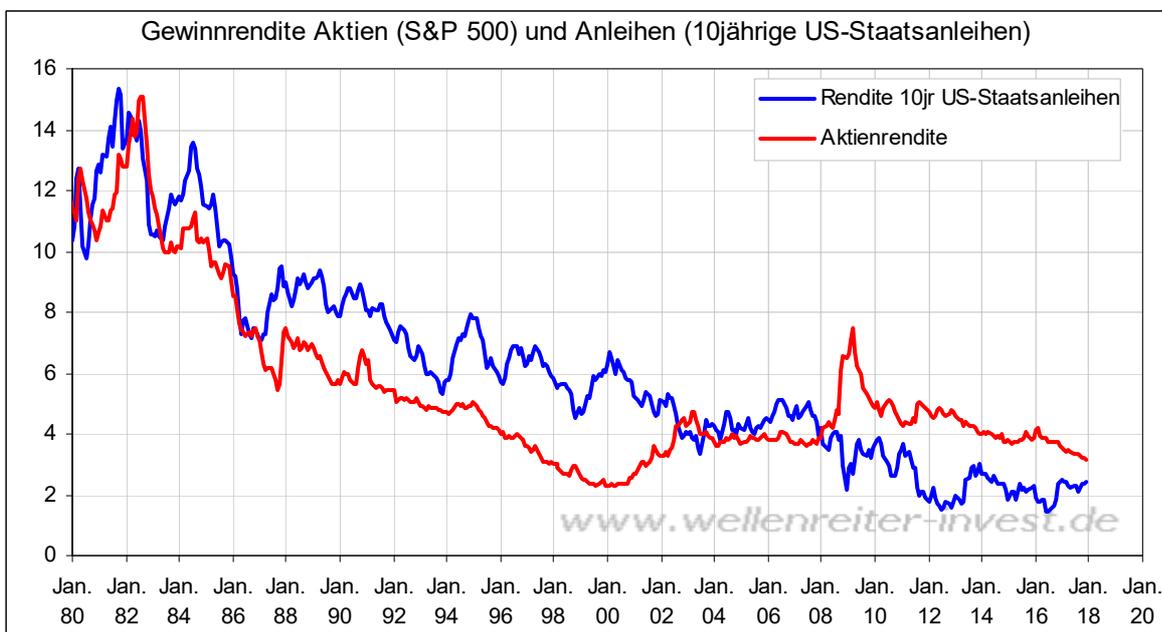


Abb. 7.4: Gewinnrendite Aktien und Anleihen

Wir beobachten eine seit Jahren fallende Aktien- und eine seit Mitte 2016 steigende Anleihenrendite. Die Aktienrendite notiert bei 3,15, die Anleihenrendite bei 2,40 Prozent. Würde die Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen auf 3,20 Prozent steigen, würde eine Wanderungsbewegung von den Aktien- zu den Anleihemärkten einsetzen. Je weiter der Aktienmarkt steigt, umso weniger muss die Rendite zulegen, um den gleichen Effekt zu erzielen.

Wir stellen fest, dass sich der US-Aktienmarkt mehr und mehr einer fairen Bewertung entzieht. Wann genau eine Rückkehr zu Durchschnittswerten beginnt, lässt sich nicht ableiten. Sicher ist jedoch, dass ein oberes Extrem nicht lange gehalten werden kann. Der Markt wird korrigieren.

Große US-Investmenthäuser lassen in ihre Bewertung des Risikos für einen Bärenmarkt Faktoren wie den ISM-Index, die US-Arbeitslosenquote, das Shiller KGV, die Steilheit der Zinsstrukturkurve und die Entwicklung der US-Inflationsrate einfließen. Festzustellen ist, dass die ersten drei genannten Faktoren (hoher ISM-Index, niedrige US-Arbeitslosenquote, hohes Shiller-KGV) einen Bärenmarkt rechtfertigen würden. Es fehlt eine flachere Zinsstrukturkurve und eine Inflationsrate, die an der 3-Prozent-Marke notiert.

Der US-Aktienmarkt bewegt sich innerhalb des so genannten Wohlfühlkorridors. Dieser definiert sich über eine Inflationsrate zwischen 1 und 3 Prozent. Die durchschnittliche Performance des Aktienmarktes beträgt 12 Prozent, wenn sich die US-Inflationsrate in diesem Korridor bewegt. Stieg die Inflationsrate innerhalb des Korridors, stieg auch der Aktienmarkt. Der Aktienmarkt mag weder eine hohe Inflationsrate noch einen Zustand nahe oder in der Deflation. Nicht umsonst legen die Zentralbanken ihr Inflationsziel auf 2 Prozent fest, um die konjunkturelle Situation in der goldenen Mitte zu halten. Wir gehen davon aus, dass die US-Inflationsrate Mitte 2018 die 3-Prozent-Marke erreicht und Gefahr läuft, den Korridor zumindest kurzfristig zu verlassen.

Der Dow Jones Index legte in dieser Dekade rund 130 Prozent zu.

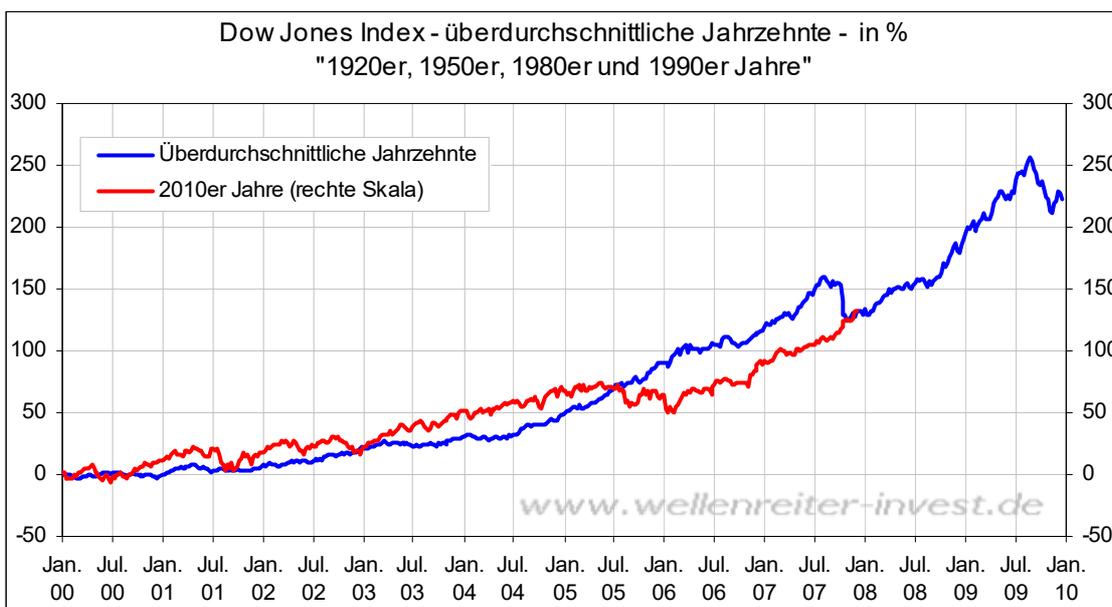


Abb. 7.5: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %

Die 2010er Jahre bleiben Teil der Kategorie überdurchschnittliche Dekaden, zu denen auch die 1920er, 1950er, 1980er und 1990er Jahre gehören. Der Dow bewegt sich genau auf der Durchschnittslinie. Demnach würde er in den beiden kommenden Jahren vor deutlichen Zugewinnen stehen, wenn der isolierte Blick auf die bisherigen vier Verlaufsvergleiche fällt.

7.2 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2018 ist ein Zwischenwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Nachwahl- und Zwischenwahljahre bilden die erste, normalerweise fiskal- und investitionspolitisch wenig wirksame Phase der vierjährigen Wahlperiode. Solche Maßnahmen waren der zweiten Phase (Vorwahl- und Wahljahr) vorbehalten. Die amtierenden US-Präsidenten schoben die Wirtschaft an, um für die Wahl der eigenen Partei gutes Wetter zu machen.

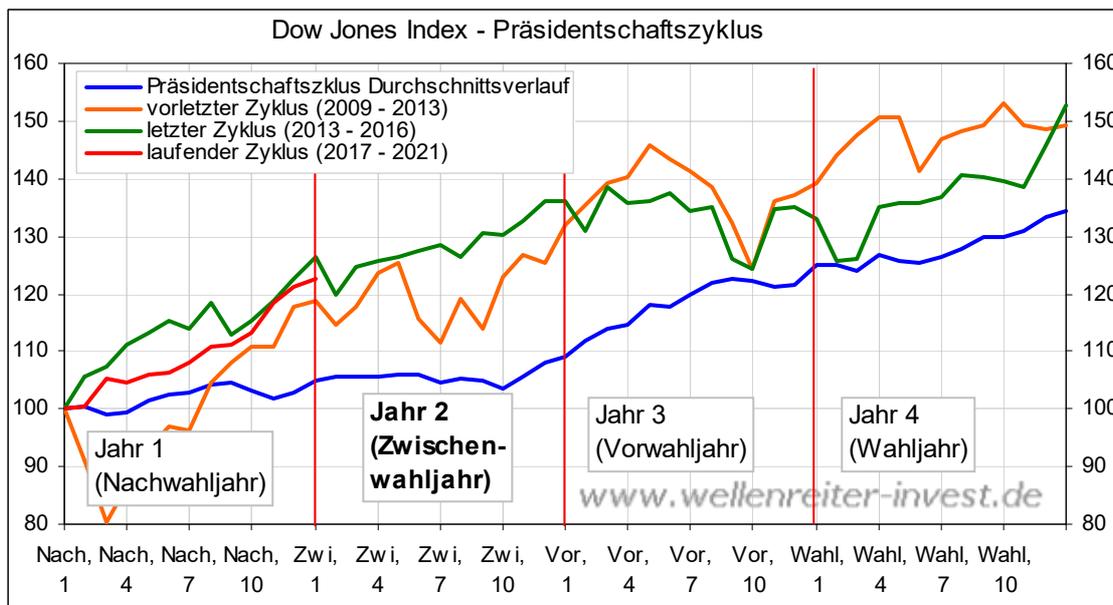


Abb. 7.6: US-Präsidentschaftszyklus

In den letzten Zyklen hat sich dieses Verhalten verändert. Als Barack Obama im November 2008 US-Präsident wurde, griffen auf dem Höhepunkt der Finanzkrise umfassende geldpolitische Maßnahmen der Fed, die dazu beitrugen, dass die Rezession im Sommer 2009 ad acta gelegt werden konnte. Die Aktienmärkte im ersten Jahr seiner Amtszeit (2009) stiegen genauso wie im fünften Jahr (2013), als die Wirkung der geldpolitischen Maßnahme namens QE3 die Aktienmärkte trieb.

Auch im ersten Jahr der US-Präsidentschaft von Donald Trump wurde die Wirtschaft gedopt, diesmal durch die Aussicht auf das fiskalpolitische Instrument der Steuerreform. Diese Steuerreform wird im Jahr 2018 umgesetzt und stellt eine Unterstüt-

zungsmaßnahme dar, die in den letzten Wochen zumindest in Teilen bereits von den Investoren antizipiert wurde. Bremsend wirkt hingegen die US-Notenbank mit ihrem Zyklus der Leitzinssatzerhöhungen und der Reduzierung ihrer Bilanzsumme.

Im obigen Chart zeigen wir die prozentualen Verläufe der vergangenen beiden Präsidentschaftszyklen plus das erste Jahr des laufenden Zyklus. Das Nachwahljahr bot jeweils eine signifikante Outperformance des Durchschnitts, zuletzt im Jahr 2017. Das Zwischenwahljahr schleppt sich üblicherweise zwischen Januar und Oktober dahin. Erst das vierte Quartal ist bullish. In den vergangenen beiden Zyklen begann das Zwischenwahljahr jeweils mit einem schwachen Januar, einer Erholung bis Mai, einer mehr oder weniger großen Schwäche im Sommer und einem deutlich positiven vierten Quartal.

Historisch betrachtet sind Zwischenwahljahre die schwächsten Jahre im Wahlzyklus. Seit 1896 verliefen 18 Zwischenwahljahre positiv und 12 negativ. Das stärkste Minus-Zwischenwahljahr war das Jahr 1930 mit einem Verlust von 34 Prozent.

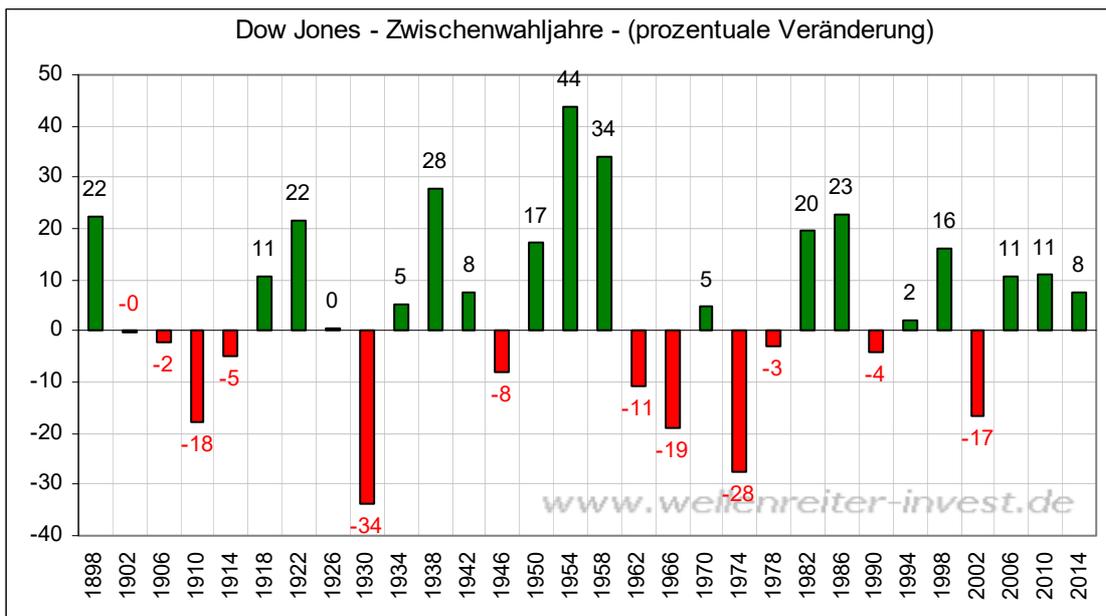


Abb. 7.7: Dow Jones Index Verteilung Zwischenwahljahre

Seit 1982 verliefen nur zwei Zwischenwahljahre (1990 und 2002) negativ. Beide Jahre waren von einer Rezession beziehungsweise deren Nachwirkungen geprägt.

Der folgende Chart zeigt, dass sich die Performance des Dow Jones Index seit 1962 im Zeitraum April bis Oktober signifikant verschlechterte, dafür das vierte Quartal umso stärker wurde.

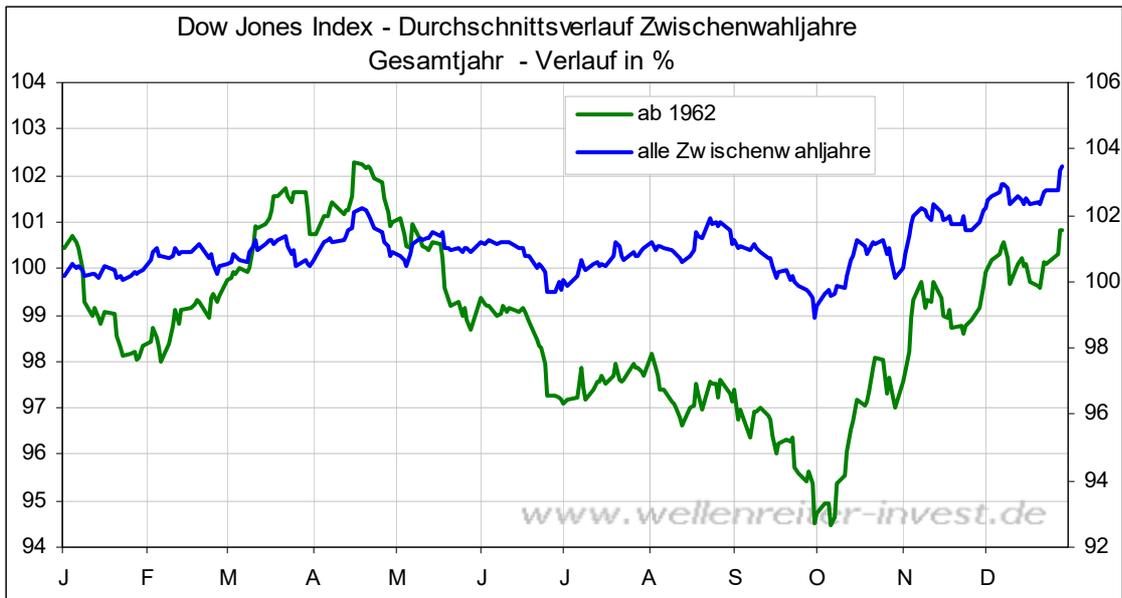


Abb. 7.8: Durchschnittsverlauf Zwischenwahljahre

Der Verlauf legt für den Investor ein „Sell before May“-Verhalten nahe. Betrachtet man die fünf Zwischenwahl-Einzelverläufe der jeweils frisch gewählten republikanischen Präsidenten seit 1953, so fällt auf, dass diese Phasen unter Eisenhower und Reagan deutlich positiv verliefen.

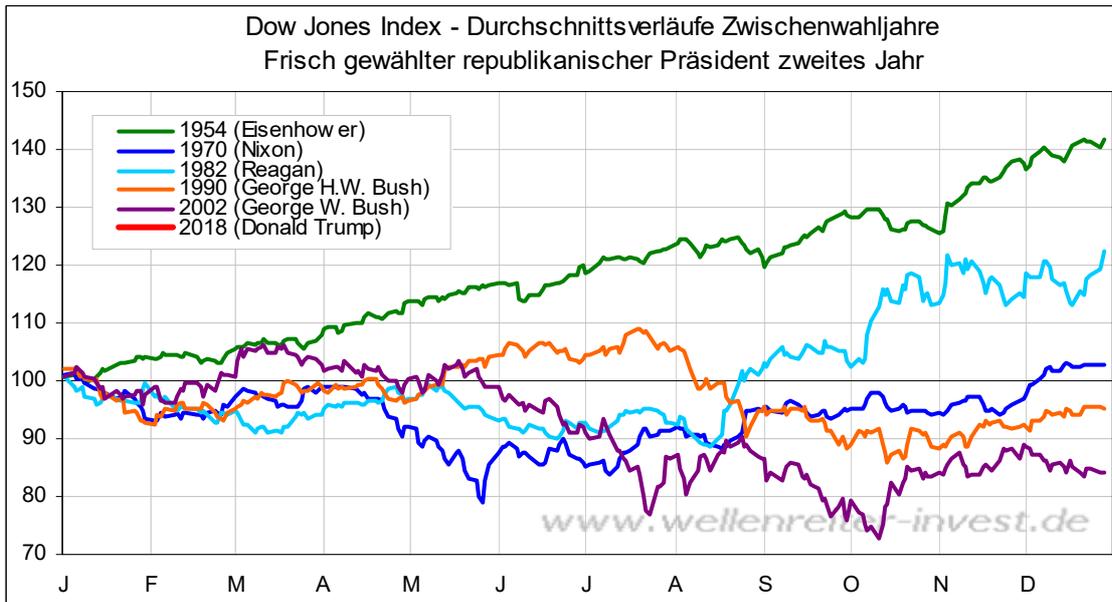


Abb. 7.9: Durchschnittsverlauf republikanischer Präsident Zwischenwahljahre

Die Bilanz von Nixon ist ausgeglichen, diejenige der beiden Bushs hingegen negativ. Beide Bushs hatten mit Rezessionen zu kämpfen.

Fazit

Das Zwischenwahljahr beginnt häufig mit einem schwachen Januar, einer Erholung bis April/Mai, einer mehr oder weniger großen Schwäche im Sommer und einem deutlich positiven vierten Quartal.

7.3 Dekadenmuster

Das Jahr 2018 ist ein „8er-Jahr“. Der Dekadenzyklus beruht auf der Erkenntnis, dass die 0er, 1er und 2er-Jahre häufig Schwäche zeigen, das 5er-Jahr das üblicherweise mit Abstand beste Jahr darstellt und im Sommer eines 7er-Jahres häufig eine obere Wende vollzogen wird.

Der Durchschnittsverlauf von 8er-Jahren ist von einem schwierigen ersten Quartal geprägt. Im zweiten Quartal kommt es zu einer Erholung, die sich – mit einer kurzen Unterbrechung im September – bis zum Jahresende fortsetzt.

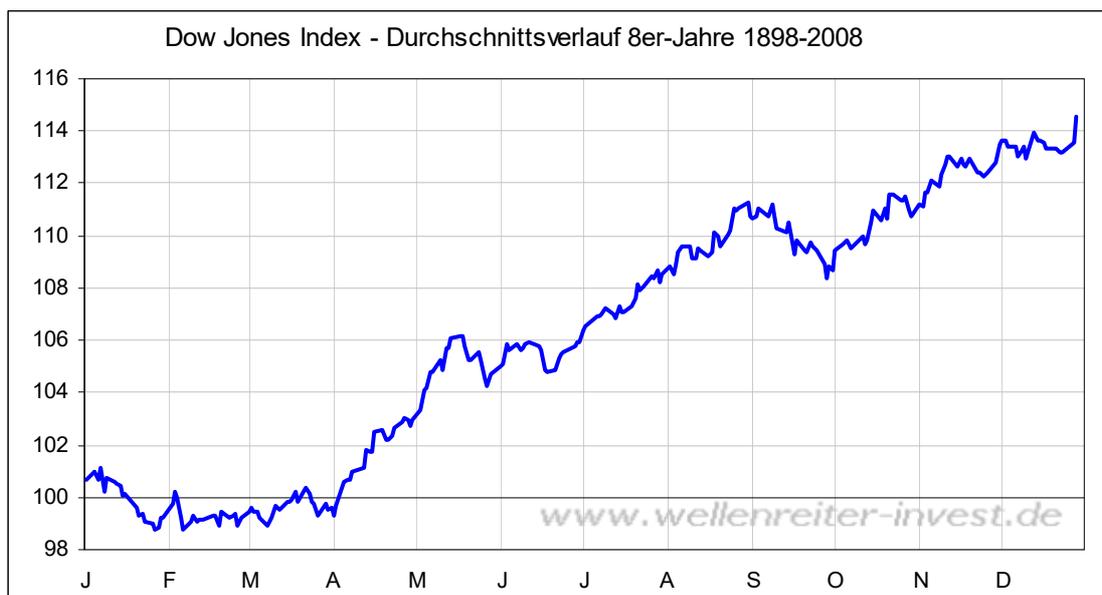


Abb. 7.10: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 8er-Jahre 1898 – 2008

Durchschnittlich steigt der Dow Jones Index in 8er-Jahren um 15 Prozent.

Es fällt auf, dass die 8er-Jahre nach dem zweiten Weltkrieg ihren sommerlichen Aufwärtsbias verloren haben. Das Jahresgewinn-Plus für 8er-Jahre von 1948 bis 2008 beträgt lediglich 3,2 Prozent. Selbst wenn man das insbesondere im Herbst schwache Jahr 2008 außen vor lässt, bleibt eine Seitwärtstendenz im Sommer bestehen (folgender Chart). Der Grund dafür ist eine generelle Tendenz der Aktienmärkte zu einem schwächeren Sommer.

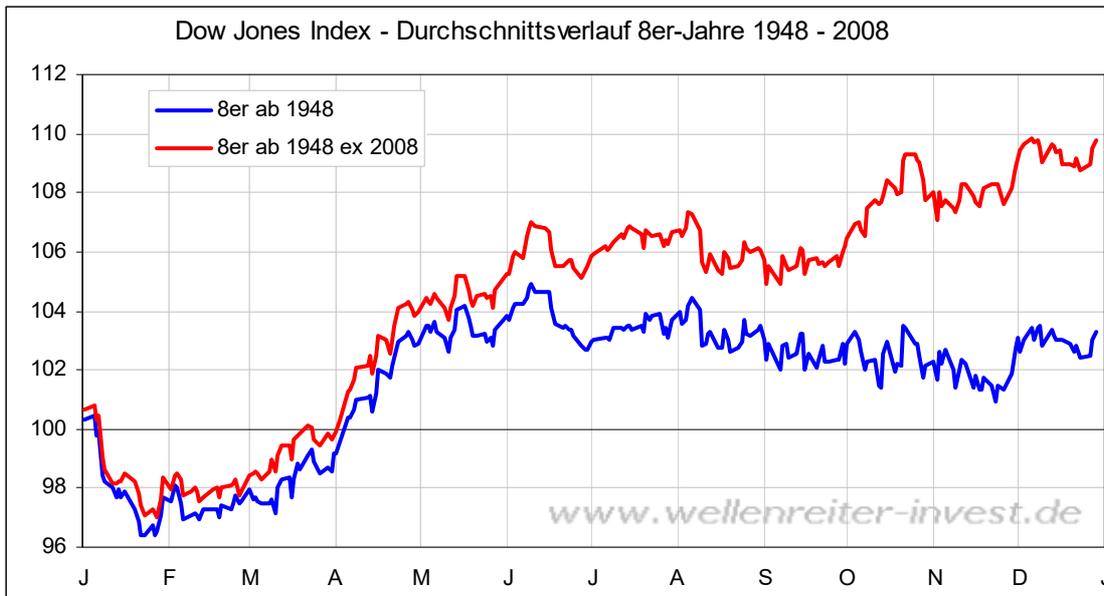


Abb. 7.11: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 8er-Jahre 1948 – 2008

Der Durchschnittsverlauf von 8er-Jahren, die gleichzeitig Zwischenwahljahre sind, ergibt ein positiveres Bild. Danach wird das erste Quartal ebenfalls schwierig, aber von April bis August steigen die Kurse deutlich an und bleiben dann auch oben.

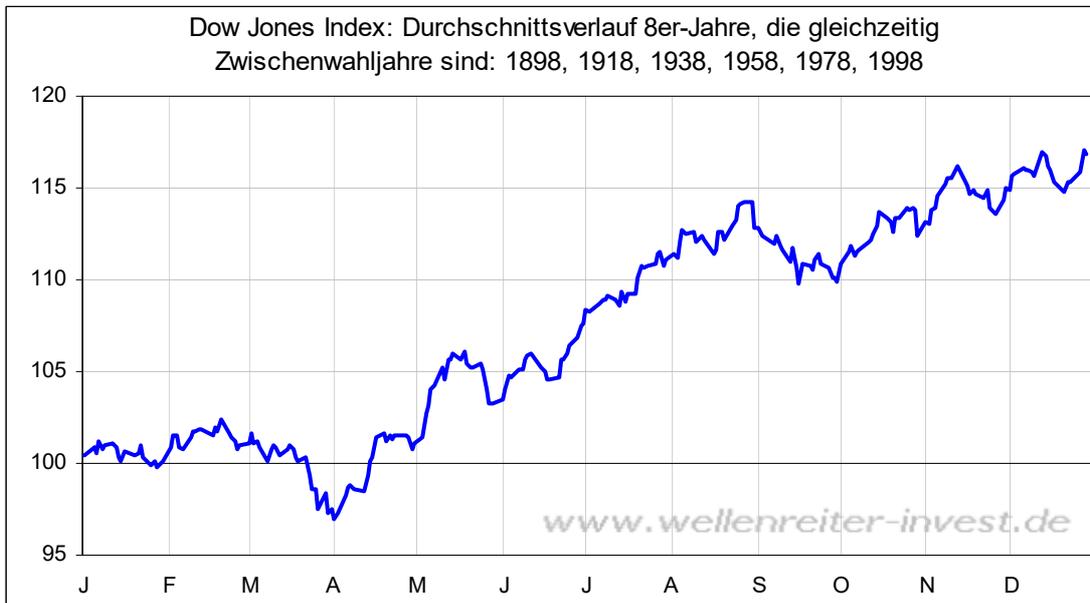


Abb. 7.12: 8er-Jahre, die auch Zwischenwahljahre sind

Fazit

Ein 8er-Jahr beginnt häufig mit einem schwierigen ersten Quartal, bevor sich im zweiten Quartal eine Erholung einstellt. Da der Januar in einem Zwischenwahljahr schwach agiert, muss man schon fast davon ausgehen, dass es in den ersten Wochen des Jahres 2018 zu Gewinnmitnahmen kommen wird. Das 8er-Jahr gestaltet sich im weiteren Verlauf positiv.

7.4 Marktstruktur

Der Transport-Index schaffte Ende November 2017 ein neues Allzeithoch und folgte damit dem Industrie-Index.

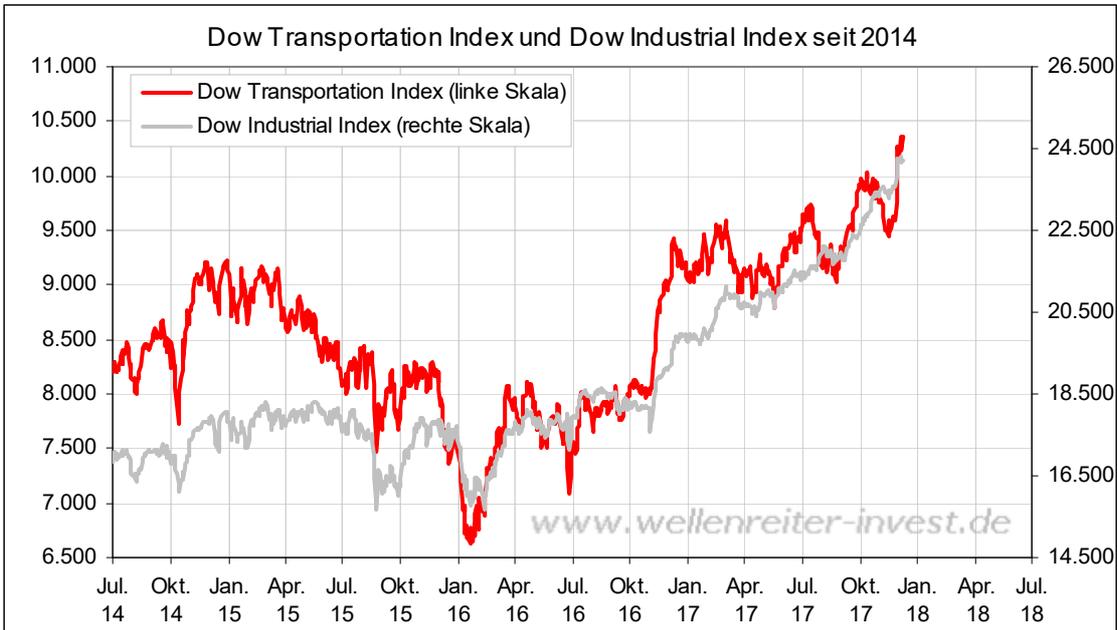


Abb. 7.13: Dow Theorie

Nach der Dow-Theorie müssen sich die beiden Indizes bestätigen. Diese Bedingung ist erfüllt.

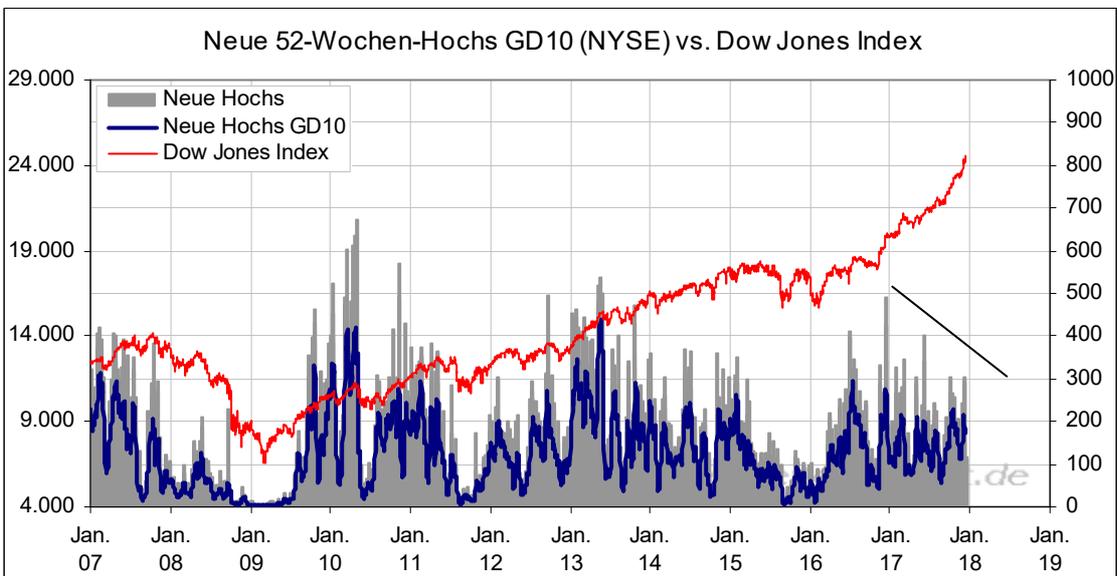


Abb. 7.14: Neue 52-Wochen-Hochs

Die Anzahl neuer 52-Wochen-Hochs erreicht nicht mehr die Hochpunkte wie nach dem sehr starken Push im Dezember 2016. Vor deutlichen Rückgängen wie im Sommer 2011 und 2015 nahm die Anzahl neuer 52-Wochen-Hochs sukzessive ab. Eine solche

Divergenz der deutlich nachlassenden Marktbreite existiert vor Weihnachten 2017 im US-Aktienmarkt noch nicht. Ein historisches Extremum erzielte der 10-Tagesdurchschnitt des S&P 500-Volatilitätsindex (VIX).

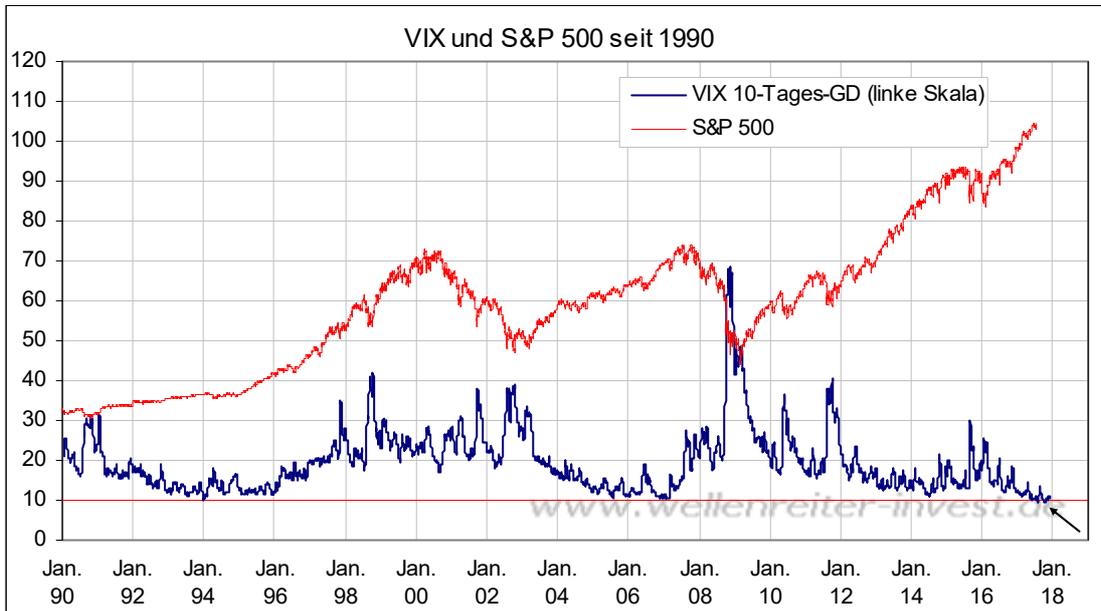


Abb. 7.15: VIX und S&P 500

Im Oktober 2017 fiel er erstmals in seiner Historie auf einen Wert von unter zehn. Ähnlich niedrige Phasen des VIX konnten zwischen 1993 und Anfang 1996 sowie überwiegend in 2005 und 2006 beobachtet werden. Selbst die starke Anstiegsphase zwischen 1996 bis 2000 brachte eine höhere Volatilität mit sich. In den Einzeljahren ab 1996 gab es temporär deutliche Rückschläge.

In diesem Jahrtausend nahm die Volatilität nach den Niedrigwerten 2005 und 2006 ab Frühjahr 2017 zu. Damals sorgte Ende Februar 2017 ein erster preislicher Rückgang für Unruhe. Trotz einer finalen Beschleunigung erhöhte sich die Volatilität deutlich. Historisch betrachtet fallen die großen Kursverluste nicht in eine Phase mit sehr niedriger Volatilität, sondern bilden sich erst dann, wenn die Volatilität gestiegen ist. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Volatilität in 2018 wieder zunimmt, ist sehr hoch.

Dabei sind Absicherungen aktuell günstig zu haben. Denn die implizierte Volatilität auf den S&P 500 (VIX) notiert mit 9,42 Punkten in der Nähe eines Allzeittiefs (blaue Linie folgender Chart).

VDAX und VIX Tageschart

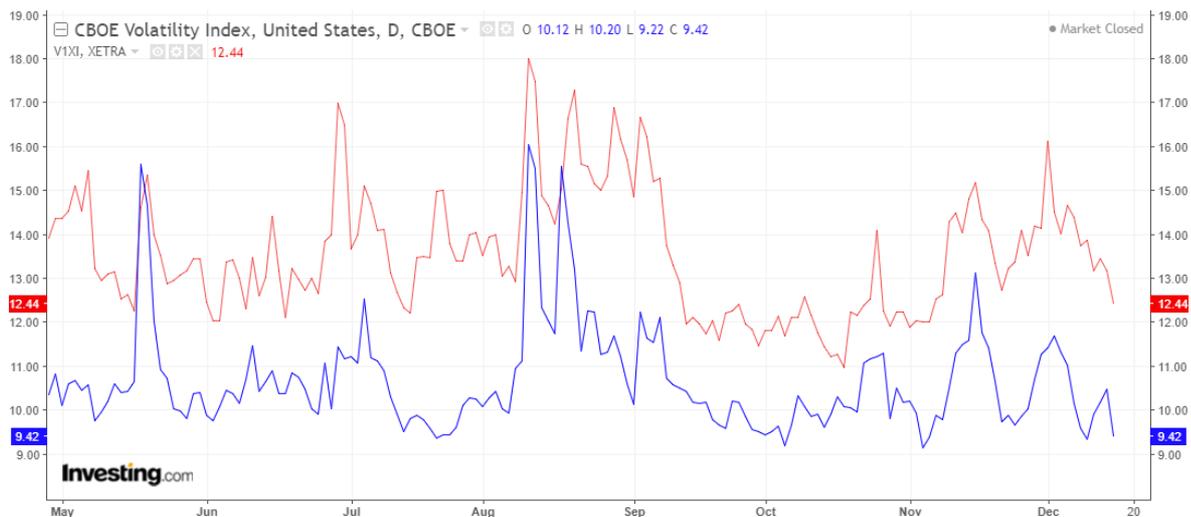


Abb. 7.16: VDAX und VIX

Der VDAX (Volatilität auf DAX-Optionen, rote Linie) bewegt sich ähnlich, zeigt aber im November und Dezember 2017 höhere Tiefs. Wir nehmen an, dass sich im Jahr 2018 Volatilitätsspitzen ergeben werden, die auch mal über die 20-Punkte-Marke hinausgehen.

Unser Liquiditätsbarometer – die Aktie des Auktionshauses Sothebys – notiert in der Nähe früherer Allzeithochs. In der Vergangenheit lief Sothebys bei oberen Wendepunkten dem Markt voraus.

Sothebys Monatschart

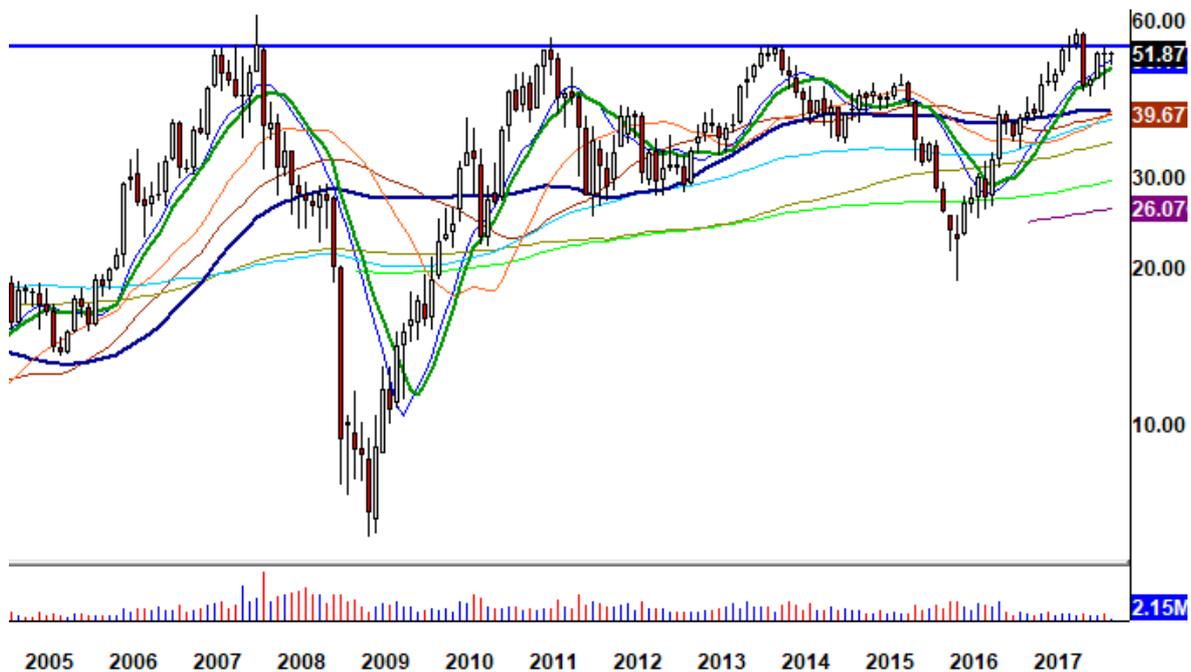


Abb. 7.17: Sothebys

Die Aktie toppte bereits im Sommer 2017 und zeigt damit relative Schwäche gegenüber dem breiten Markt. In 2011 toppte die Aktie im März und lief einem Preishoch über 4 Monate voraus. Ein weiteres Preishoch bildete sie im Januar 2014 und lief den Preishochs in 2015 sogar 18 Monate voraus. Da die Aktie bereits vor 5 Monaten ein Preishoch ausbildete, sehen wir bei Fortdauer der relativen Schwäche die Aktie als einen Frühwarnindikator für ein Preishoch des US-Aktienmarktes in 2018 an. Würde Sothebys ein niedrigeres Hoch ausbilden, wäre dies ein Zeichen für weniger Liquidität an den Märkten.

Am 20. Oktober 2017 erreichte der Relative-Stärke-Index (RSI) des Dow Jones Index einen Wert von 88,1 Punkten. In den vergangenen 100 Jahren wurden nur sechsmal Werte über 87 erzielt: Im Oktober 2017, im Dezember 2016, im November 1996, im Juli 1955, im Juni 1944 und im August 1927.

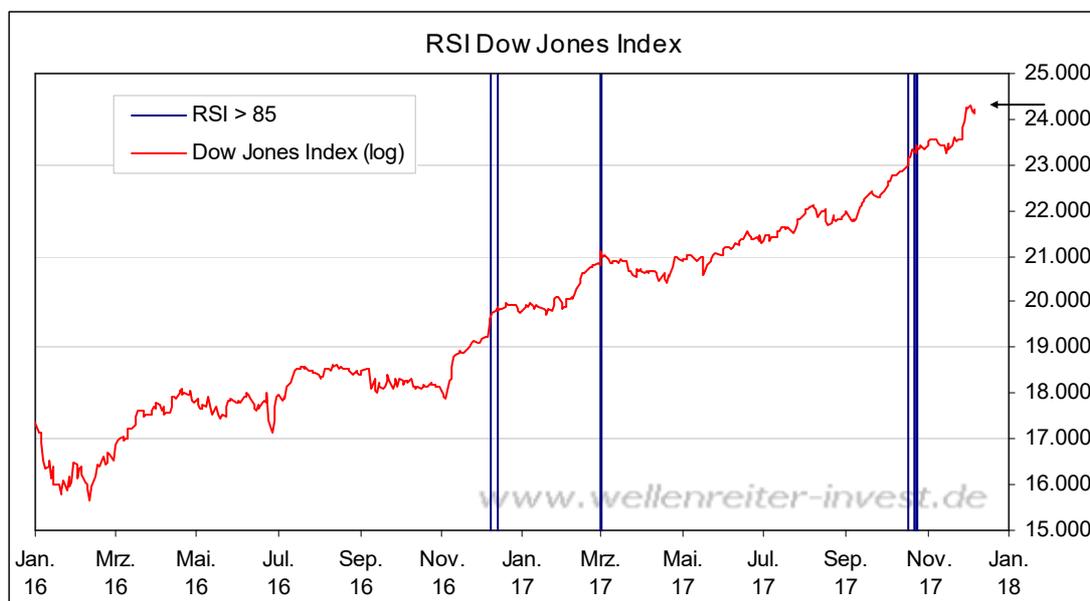


Abb. 7.18: RSI Dow Jones Index

Ein derart hoher Wert führte in der Vergangenheit zu einem temporären Momentumverlust über einige Wochen. Anschließend setzte sich die Aufwärtsbewegung fort. Der RSI wird voraussichtlich mit einer negativen Divergenz in das Jahr 2018 starten (folgender Chart).

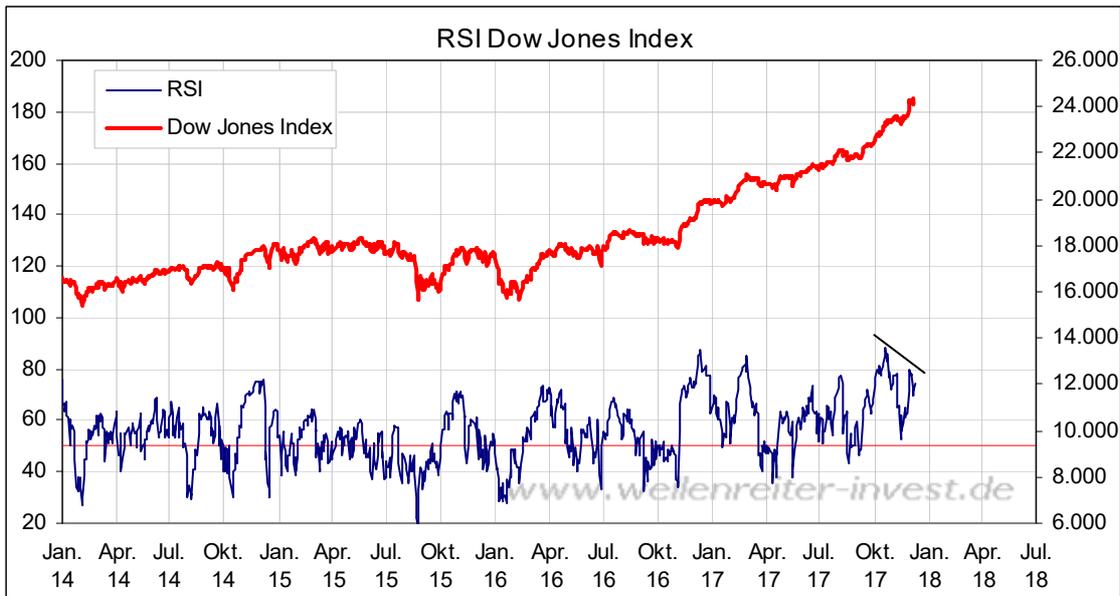


Abb. 7.19: RSI Dow Jones Index Divergenz

Diese Divergenz könnte für einen kühlen Jahresbeginn an den Märkten sprechen.

7.5 Sentiment

Die US-Börsenbriefschreiber sind laut den Zahlen von Investors Intelligence optimistisch wie lange nicht mehr. Am 8.12.2017 betrug der bullische Anteil der US-Börsenbriefschreiber 64,2 Prozent. Seit den 1980er Jahren wurde ein derartiger Optimismus nicht mehr registriert. Nur in den Jahren 1985, 1986 und 1987 gab es vergleichbare Optimismusspitzen.

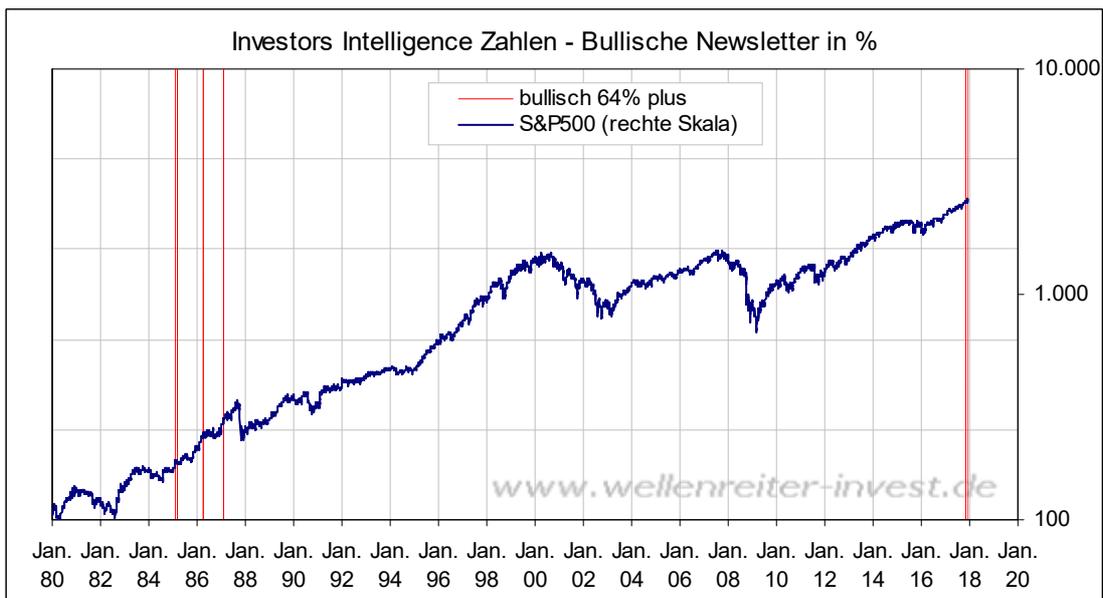


Abb. 7.20: Bullische Börsenbriefverfasser

Damals bremste der hohe Optimismus die starke Aufwärtsbewegung temporär bei moderaten Kursverlusten, bevor sich der übergeordnete Aufwärtstrend fortsetzte.



Abb. 7.21: Bullische Börsenbriefverfasser 1985 - 1987

Der 10-Tage-Durchschnitt der CBOE-Put-Call-Ratio notiert mit 0,8 auf dem niedrigsten Stand seit dreieinhalb Jahren. Die Marktteilnehmer sind praktisch angstfrei, Absicherungen erscheinen ihnen überflüssig.

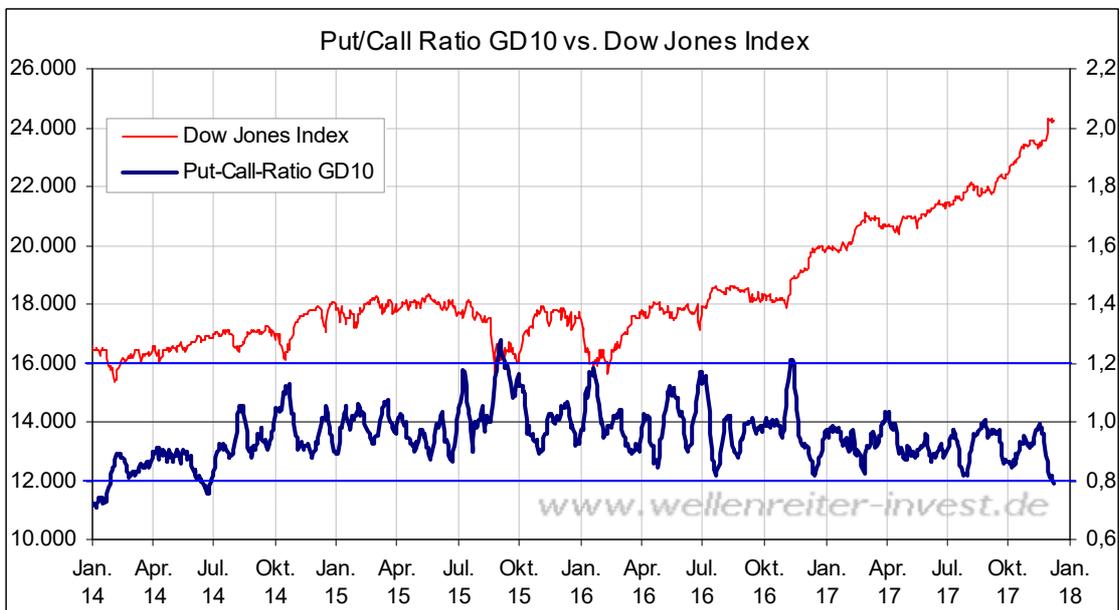


Abb. 7.22: Put-Call-Ratio

Der Cash-Anteil der US-Privatanleger befindet sich im November 2017 mit 13,9 Prozent auf dem niedrigsten Stand seit Dezember 1999. Wir stellen den Cash-Anteil auf dem folgenden Chart invertiert dar, um die Synchronität mit dem S&P 500 hervorzuheben.

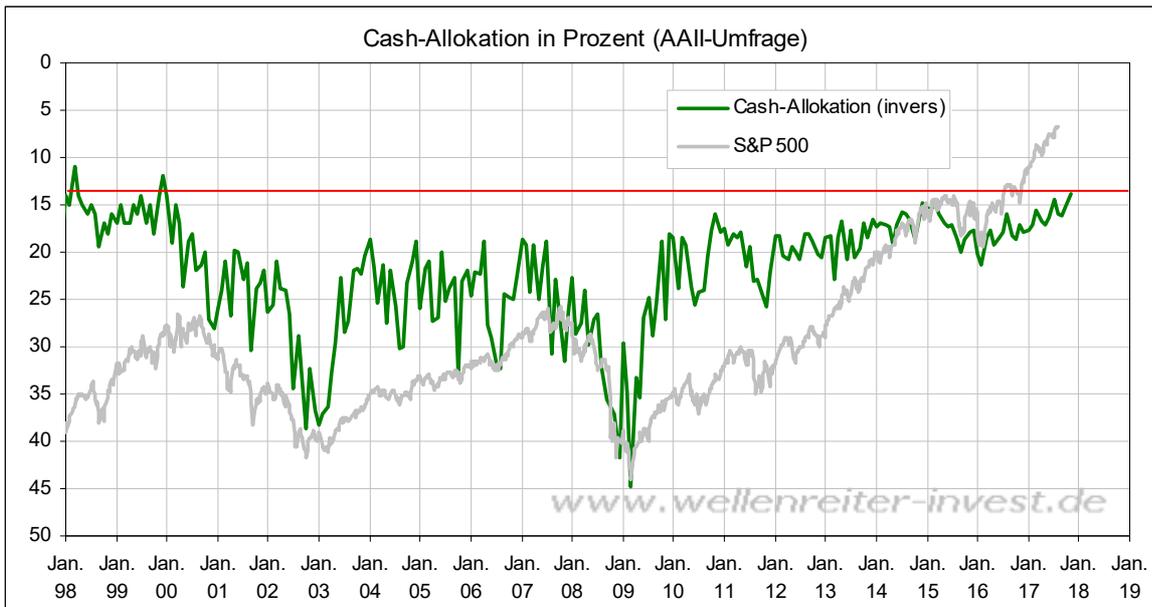


Abb. 7.23: Cash-Allokation

In Phasen von Marktstress wie 2002 oder 2008/9 kann der Cash-Anteil am Gesamtportfolio (Aktien/Anleihen/Cash) schon mal 30 bis 40 Prozent betragen. Lang ist` s her, kann aber durchaus wieder vorkommen.

Eine Aktienallokation von etwa 70 Prozent war in der Vergangenheit häufig für Hochpunkte gut. Nur das Hoch im Jahr 2000 gab sich damit nicht zufrieden, es benötigte 76 Prozent.

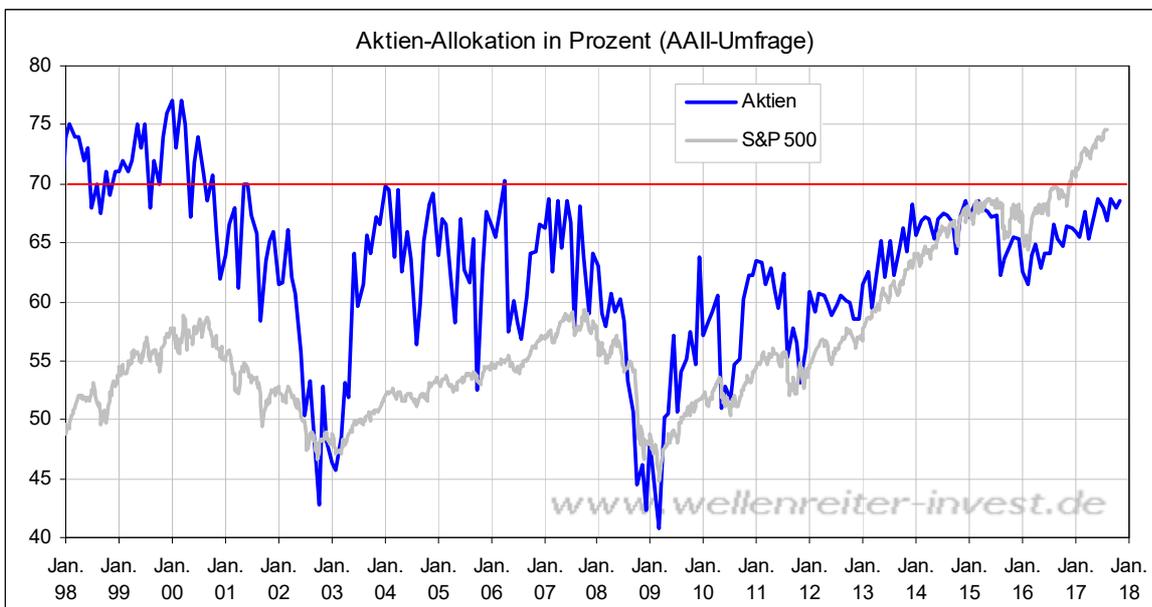


Abb. 7.24: Aktien-Allokation

Die Hochs der Jahres 2007 und 2015 waren jeweils bei einem Aktien-Anteil von 68,6 Prozent eingeloggt. Im November 2017 beträgt der Aktienanteil ebenfalls 68,6 Prozent. Der historisch niedrige Cash-Anteil plus eine Aktienallokation nahe 70 Prozent sind Zeichen für eine Überhitzung der Marktstimmung.

7.6 S&P 500 Sektoren

Im Jahr 2017 waren die Tech-Werte die großen Gewinner. Sie zogen den S&P 500 nach oben. Der Tech-Anteil im S&P 500 steigt seit Jahren kontinuierlich. Mittlerweile ist „Information Technology“ der mit Abstand größte Sektor (Anteil: 22,3 Prozent)

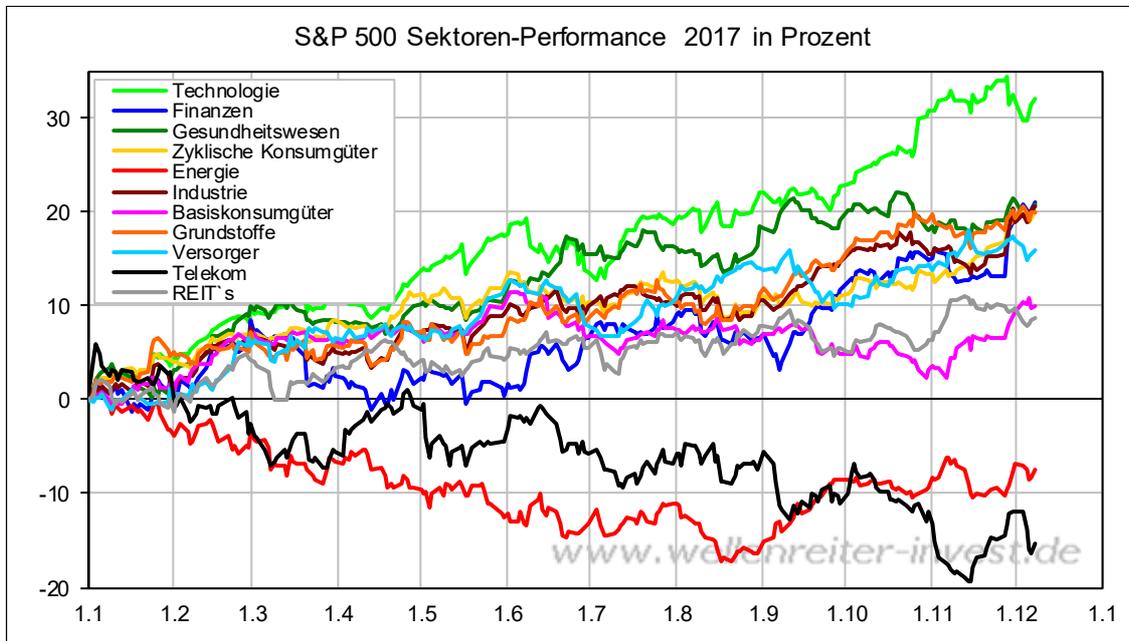


Abb. 7.25: S&P 500-Sektoren

Es folgen fast gleichauf das Gesundheitswesen, der Finanzsektor, die zyklischen Konsumgüter und der Industriesektor. Weit zurück blieben der Energie- und Telekomsektor.

In einer Phase steigender Renditen würde insbesondere der Finanzsektor profitieren. Versorger und REIT`s würden zurückfallen.

7.7. Leit-Aktienindizes

7.7.1 US-Aktienmarkt

7.7.1.1 S&P 500

Der S&P 500 Index verläuft sauber in einem aufwärts strebenden Trendkanal. Der US-Leitindex bewegt sich oberhalb von 50- und 200-Tage-Durchschnitt. Das Jahr 2017 ist das siebte Jahr seit 1928, in dem eine 5-Prozent-Korrektur ausblieb. Die anderen Jahre waren: 1954, 1958, 1961, 1964, 1993, 1995; allesamt Bullenmärkte.

Wie sieht der Verlauf des Folgejahres nach dem Ausbleiben einer 5-Prozent-Korrektur aus? Wir stellen den Verlauf der jeweiligen Folgejahre der oben genannten Jahre in der folgenden Grafik dar.

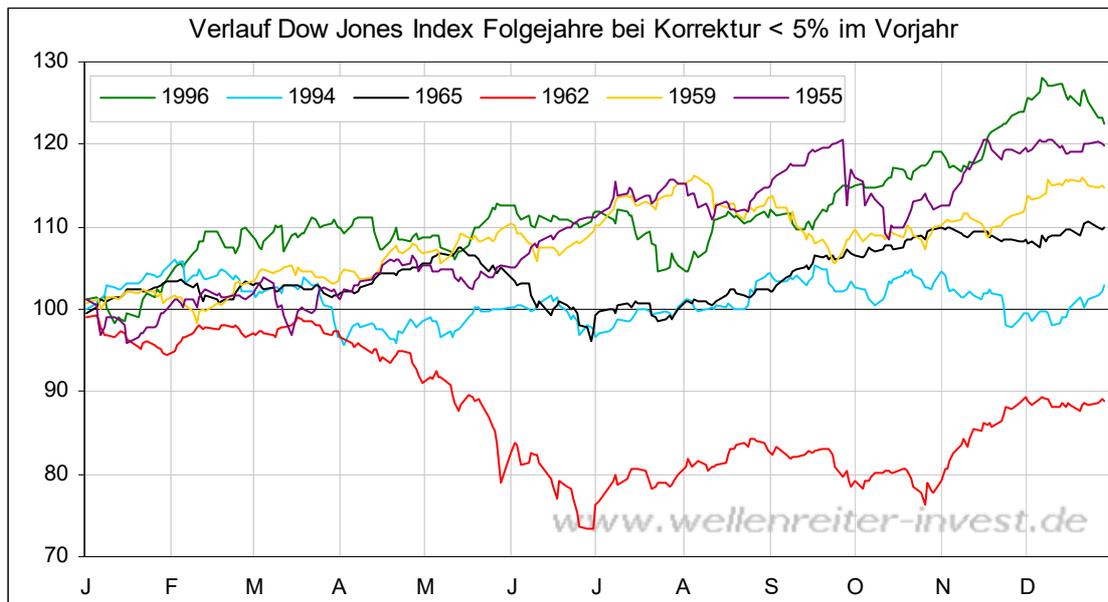


Abb. 7.26: Korrektur < 5%

Zunächst sind nicht viele Gemeinsamkeiten zu erkennen. Die Jahre 1962 und 1994 brachten Volatilität und fallende Kurse mit sich, während die anderen Jahre ein zweistelliges Plus aufweisen. Die Maximalkorrekturen betragen:

- 1955: 12 Prozent im Herbst
- 1959: 10 Prozent im Herbst
- 1962: 25 Prozent im Frühjahr
- 1965: 10 Prozent im Frühsommer
- 1994: 10 Prozent im Frühjahr
- 1996: 7 Prozent im Sommer

Als Aussage lässt sich ableiten: Wenn der Trend so stark ist wie in diesem Jahr, dann folgt mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Korrektur im Jahr 2018, die im Rahmen von 10 Prozent liegt. Ausnahme 1996 nach oben und 1962 nach unten. Allerdings ist die Fallzahl mit sechs Jahren gering, ein Statistiker würde mindestens 30 Datensätze einfordern. Zudem ist das Jahr 2017 erst das vierzehnte Jahr, in dem der Index vollständig oberhalb der 200-Tage-Linie verlief.

Die Ausbildung von Hochs benötigt Zeit. Im S&P 500 ist auf Monatsbasis nicht einmal der Ansatz einer Top-Bildung zu erkennen.

S&P 500 Monatschart

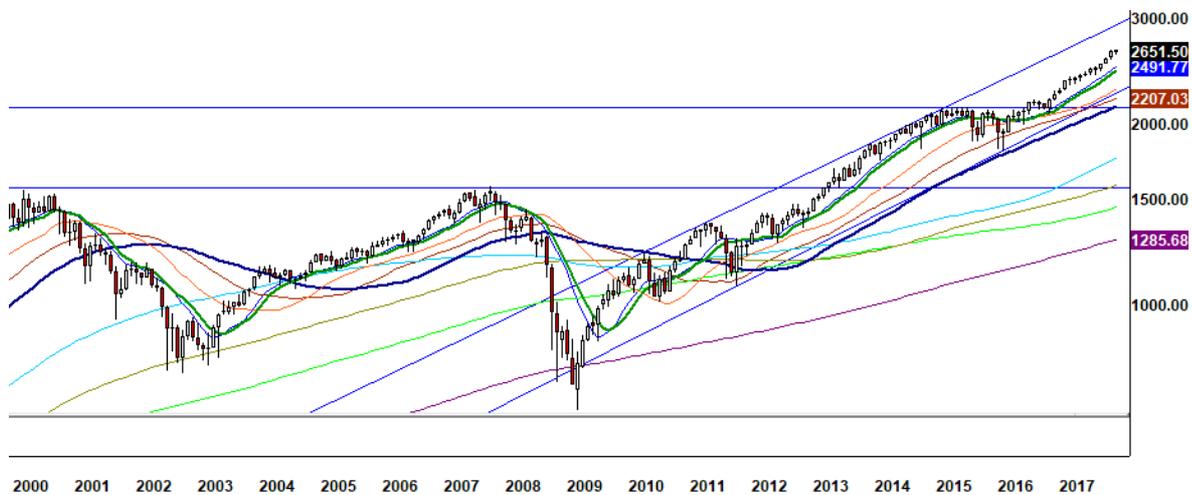


Abb. 7.27: S&P 500 Monatschart

Ein erster Dip wird gekauft. Sollte dieser im Januar 2018 stattfinden (was gut möglich erscheint), so sollte man sich auf ein „Buy the Dip“ vorbereiten. Ein Kursziel könnte die 3.000-Punkte-Marke am oberen Ende des Trendkanals sein.

7.7.1.2 Nasdaq Composite Index

Der Nasdaq Composite Index testete das „New Economy-Hoch“ des Jahres 2000 in den Jahren 2015 und 2016, bevor die Überwindung im Herbst 2016 gelang. Es folgte ein schulbuchförmiger Aufwärtstrend.

Nasdaq Composite Index Monatschart

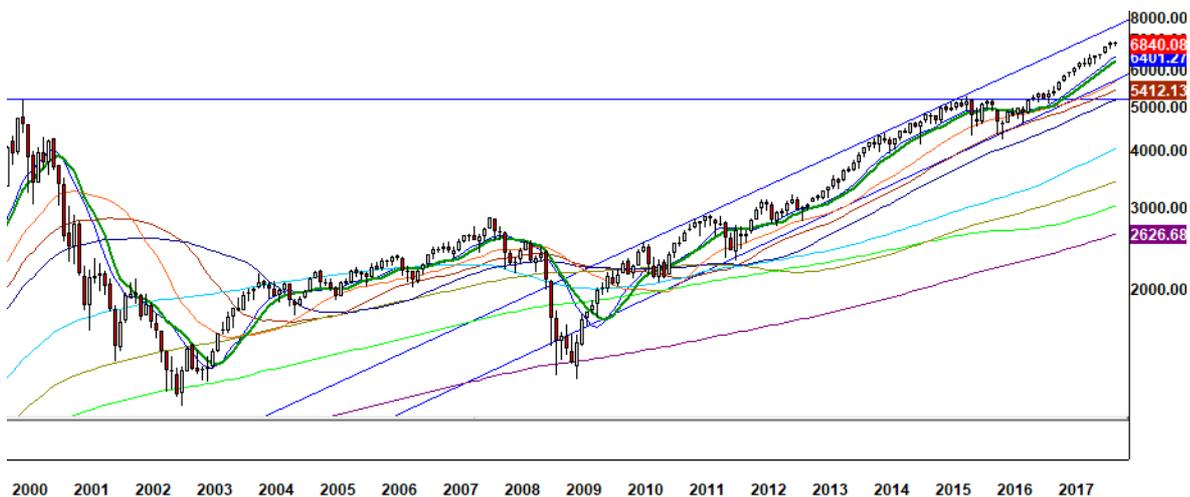


Abb. 7.28: Nasdaq Composite Index Monatschart

Der US-Halbleiterindex steht jetzt vor der gleichen Aufgabe, die den Nasdaq Composite Index viele Monate lang beschäftigte, ohne voranzukommen: Er notiert am Hoch des Jahres 2000.

US-Halbleiterindex (SOX) Monatschart

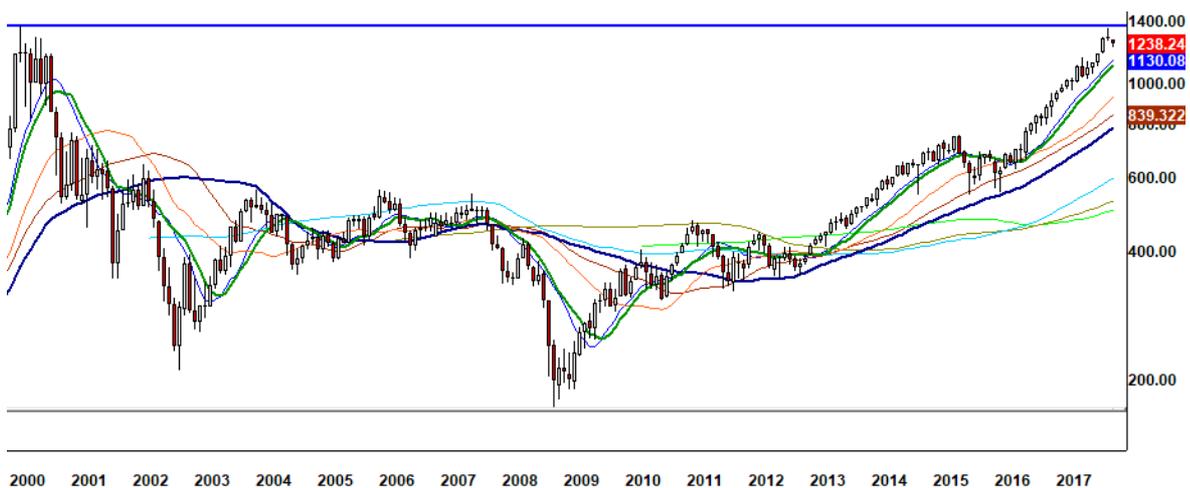


Abb. 7.29: US-Halbleiterindex Monatschart

Wir vermuten, dass der US-Halbleiterindex sein Hoch zunächst erreicht hat und im ersten Quartal korrigieren wird. Dies bedeutet für die Tech-Werte eine insgesamt weniger dynamische Entwicklung. Auch wenn sich die Formation zu einer übergeordnet bullischen Tasse-Henkel-Formation entwickeln sollte, würde die Ausbildung eines

rechten Henkels einige Monate Zeit benötigen und einen Preisrückgang von 20-30 Prozent in diesem Sektor ermöglichen.

Die Ratio des Technologiesektors gegenüber dem S&P 500 zeigte im Vorfeld der deutlichen Kursrückgänge der Jahre 2007/08, 2011 und 2015/16 relative Schwäche.

Ratio US-Halbleiterindex zu S&P 500 Monatschart

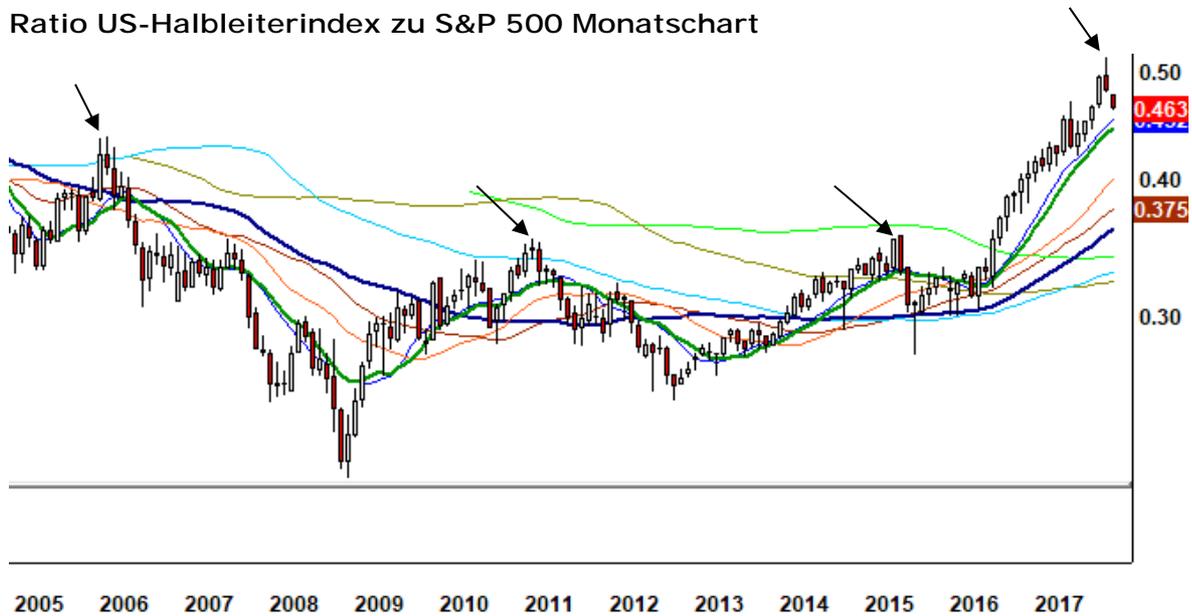


Abb. 7.30: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500

Eine negative Divergenz der relativen Schwäche könnte sich in den kommenden Wochen ausbilden, wenn der Halbleiterindex sein Bewegungshoch von November 2017 nicht mehr übertreffen kann.

7.7.1.3 Russell 2000

Der US-Nebenwerteindex Russell 2000 verläuft ebenfalls in einem intakten Aufwärtstrendkanal. Auch hier sind noch keine Bremsspuren zu erkennen.

Russell 2000 Index Monatschart

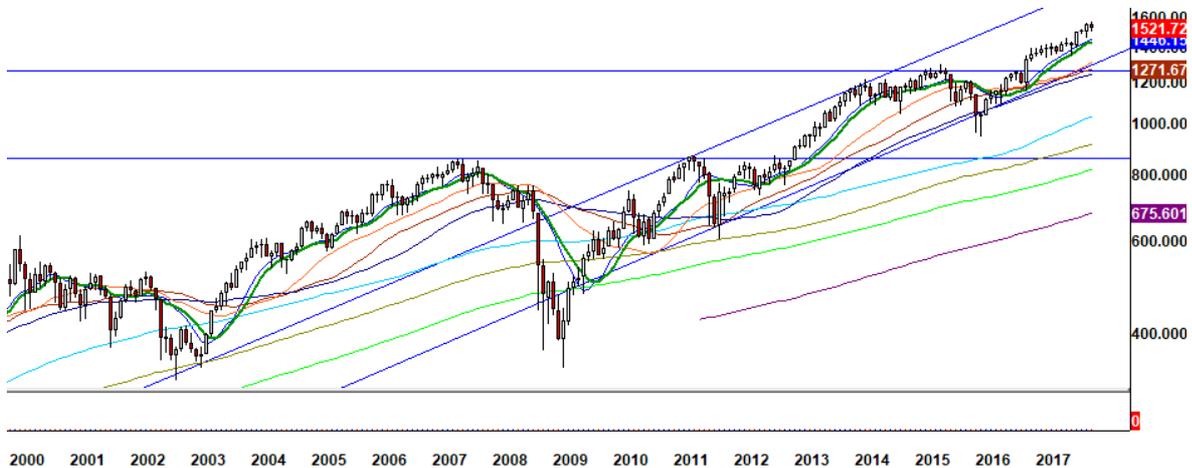


Abb. 7.31: Russell 2000 Monatschart

Der US-Halbleiterindex weist als einer der wenigen Indizes auf einen Hochpunkt hin. S&P 500 und Russell 2000 zeigen kaum Ermüdungserscheinungen. Selbst wenn zu Jahresbeginn eine erste Korrektur einsetzen sollte, würde der erste Dip wahrscheinlich gekauft werden.

Die Nebenwerte zeigen allerdings relative Schwäche gegenüber den Large Caps-Aktiensektoren.

7.8.2 Europäischer Aktienmarkt

7.8.2.1 Stoxx Europe 600

Der Stoxx Europe 600 bildet das Pendant des S&P 500 auf europäischer Seite. Die seit Jahren im Fokus stehende 400-Punkte-Marke (rote Linie folgender Chart) ist weiterhin der Widerstand, den es schlussendlich zu überwinden gilt.



Abb. 7.32: Stoxx Europe 600 Tageschart

Mit Novartis, Roche, GlaxoSmithKline und Sanofi sind vier der zehn Top-Aktien im Gesundheits-/Pharma-Sektor beheimatet. Banken mit 12,8 Prozent, der Gesundheitssektor mit 12,6 Prozent und Industriegüter mit 10,6 stellen die Schwergewichtssektoren im Stoxx Europe 600. Technologie hat einen Anteil von 3,6 Prozent, im S&P 500 kommt der Tech-Sektor auf knapp 20 Prozent. Zyklische Werte verfügen über eine vergleichsweise geringe Gewichtung. Als Beispiel sei der Automobilsektor mit einer Gewichtung von 3,2 Prozent genannt. Ein Ausbruch des Stoxx Europe 600 nach oben ist weiterhin kein Selbstläufer.

6.8.2.2 Euro Stoxx 50

Der Euro Stoxx 50 bildet das Gegenstück zum Dow Jones Index auf europäischer Seite. Die Gewichtung erfolgt allerdings nicht wie im Dow nach Preis, sondern nach Marktkapitalisierung. Der Euro Stoxx 50 konsolidiert seit Mai 2017 im Rahmen einer Seitwärtsbewegung.

Euro Stoxx 50 Wochenchart



Abb. 7.33: Euro Stoxx 50 Wochenchart

Charttechnisch hätte die Formation bei einer Überwindung des Widerstands bei 3.670 Punkten (blaue Linie obiger Chart) durchaus Potential.

7.8.2.3 KDAX

Im Gegensatz zum DAX hat der Kurs-DAX (KDAX) die Hochpunkte der Jahre 2000 und 2015 bisher nicht unter sich lassen können.

KDAX Monatschart

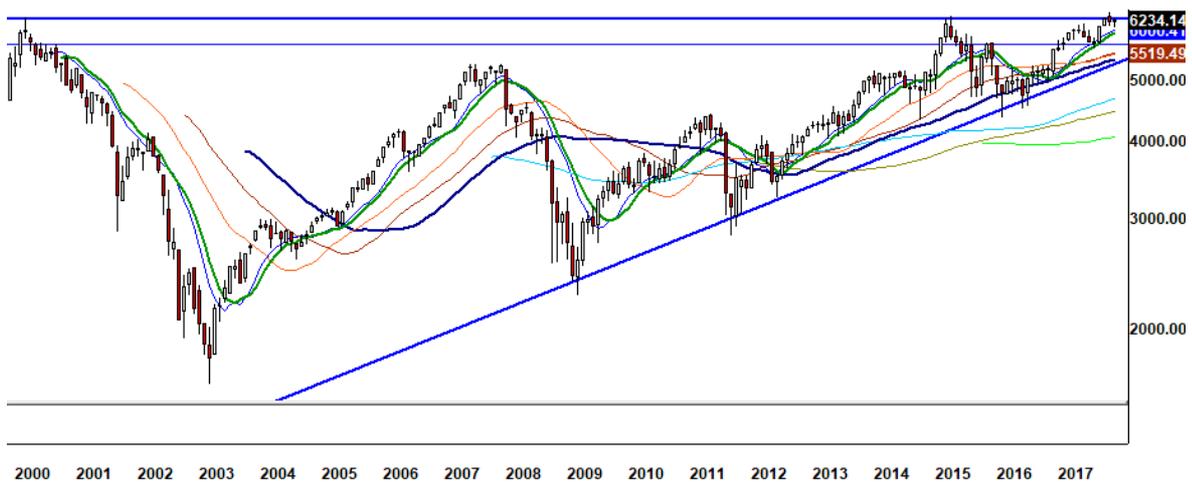


Abb. 7.34: KDAX Monatschart

Der Blick auf den KDAX in US-Dollar zeigt, dass für Anleger auf der anderen Seite des Atlantiks das Hoch des Jahres 2007 maßgeblich ist (siehe Pfeil folgender Chart).

KDAX in US-Dollar Monatschart

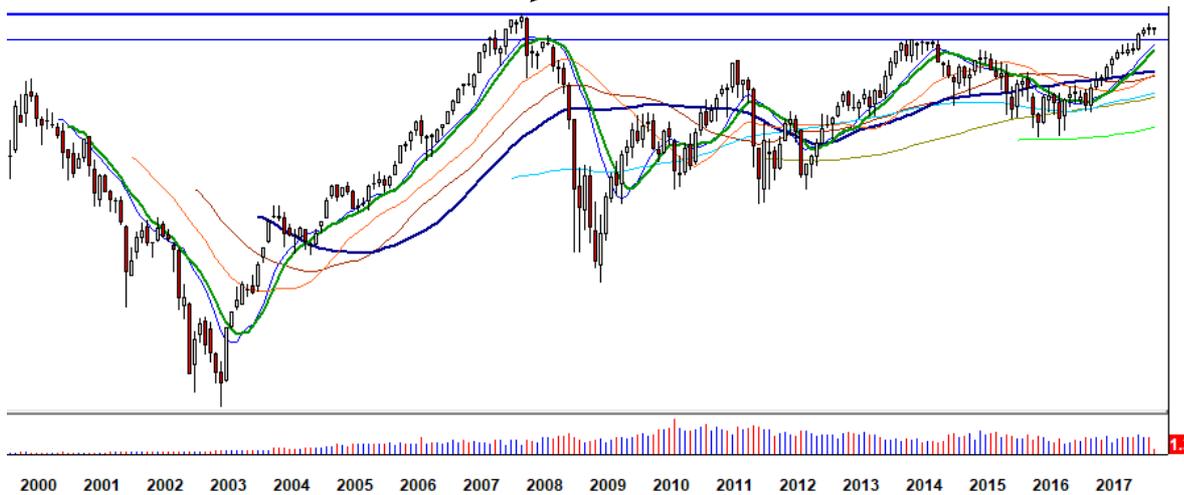


Abb. 7.35: KDAX in US-Dollar Monatschart

Wie man es auch betrachtet: Der KDAX befindet sich ganz in der Nähe des Allzeithochs. Auf dem Wochenchart ist der Widerstand des Jahres 2015 gut erkennbar. Positiv ist, dass der KDAX das Frühjahrshoch 2017 als Unterstützung nutzt (folgender Chart).

KDAX Wochenchart



Abb. 7.36: KDAX Wochenchart

Die Phase der Underperformance Deutschlands gegenüber den USA scheint einen Tiefpunkt erreicht zu haben (folgender Chart).

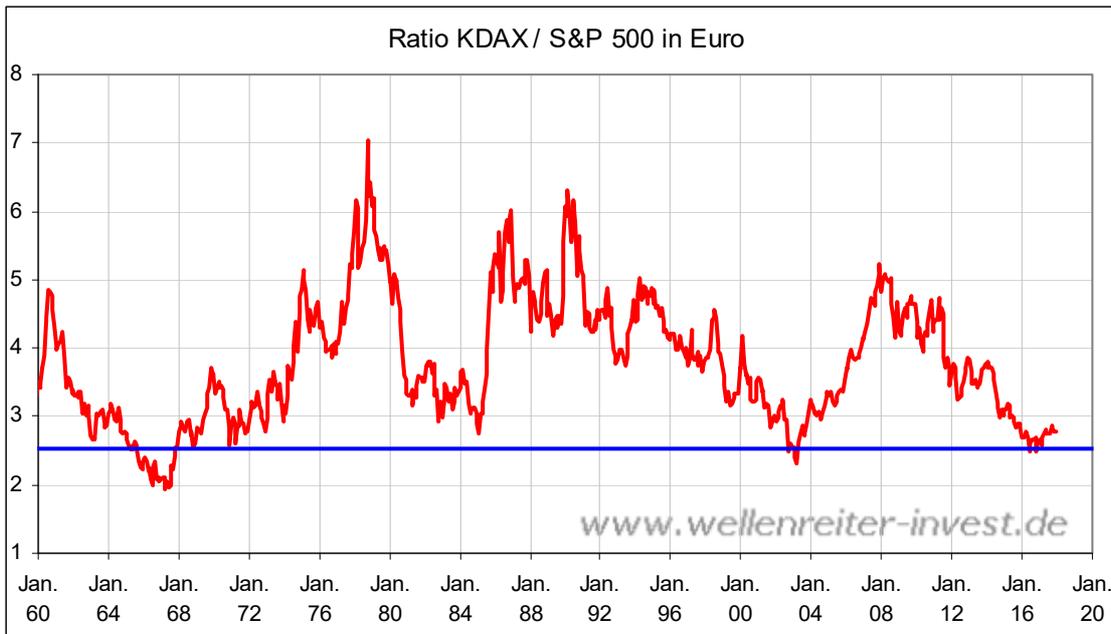


Abb. 7.37: KDAX / S&P 500 Ratio

Der Euro/Dollar ist ein bedeutsamer Einflussfaktor dieser Ratio. Er stieg seit Jahresbeginn um 11 Prozent. Der Anstieg des Euro/Dollar gleicht die Differenz zwischen dem KDAX-Anstieg 2017 (plus 11 Prozent) und dem Anstieg des S&P 500 (plus 18 Prozent) mehr als aus. Sprich: Ein deutscher Anleger war in diesem Jahr mit einer Investition in den DAX besser beraten als mit einer nicht-währungsgesicherten Anlage im S&P 500.

Im Hinblick auf das Jahr 2018 würde eine erwartete Dollar-Stärke zunächst Investments in den USA begünstigen. Allerdings notiert die Ratio des KDAX zum S&P 500 auf einem derart niedrigen Niveau, so dass wir eine Dollar-Stärke als temporär ansehen.

7.8.2.4 Swiss Market Index (SMI)

Der SMI fügt sich charttechnisch in die bereits dargestellten Muster ein. Auch der SMI notiert knapp unterhalb seines Allzeithochs und würde bei einem Ausbruch der europäischen Leitindizes Stoxx Europe 600 und Euro Stoxx 50 sicherlich mitgehen.

SMI Monatschart

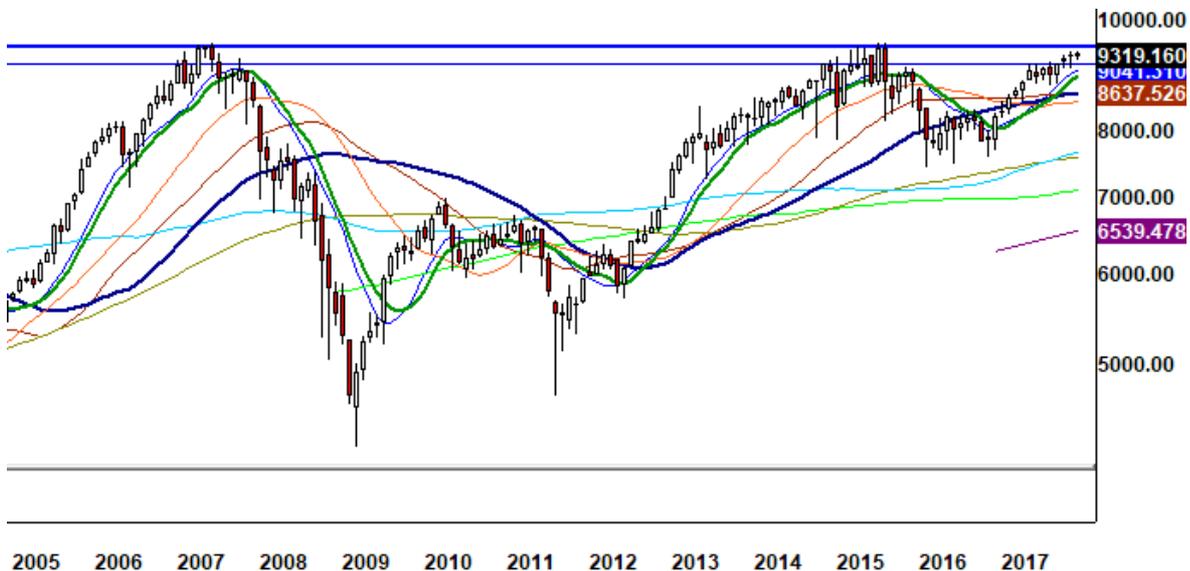


Abb. 7.38: Swiss Market Index

Ein Ausbruch von Stoxx Europe 600, Euro Stoxx 50, KDAX und SMI erscheint möglich. Dieser würde viel Geld aus dem Dollar-Raum anziehen und den Euro erstarren lassen.

7.8.3 Aktienmärkte Asien/Pazifik

7.8.3.1 Japan

Die Hausse des Nikkei Index war bis Mitte 2016 eine reine Abwertungshausse, zu erkennen an der hohen positiven Korrelation zwischen der Entwicklung des Nikkei-Index und des Dollar/Yen. Dann aber begann der Nikkei Index relative Stärke zum Dollar/Yen zu zeigen. Die Nikkei-Hausse gewinnt an Eigenständigkeit.

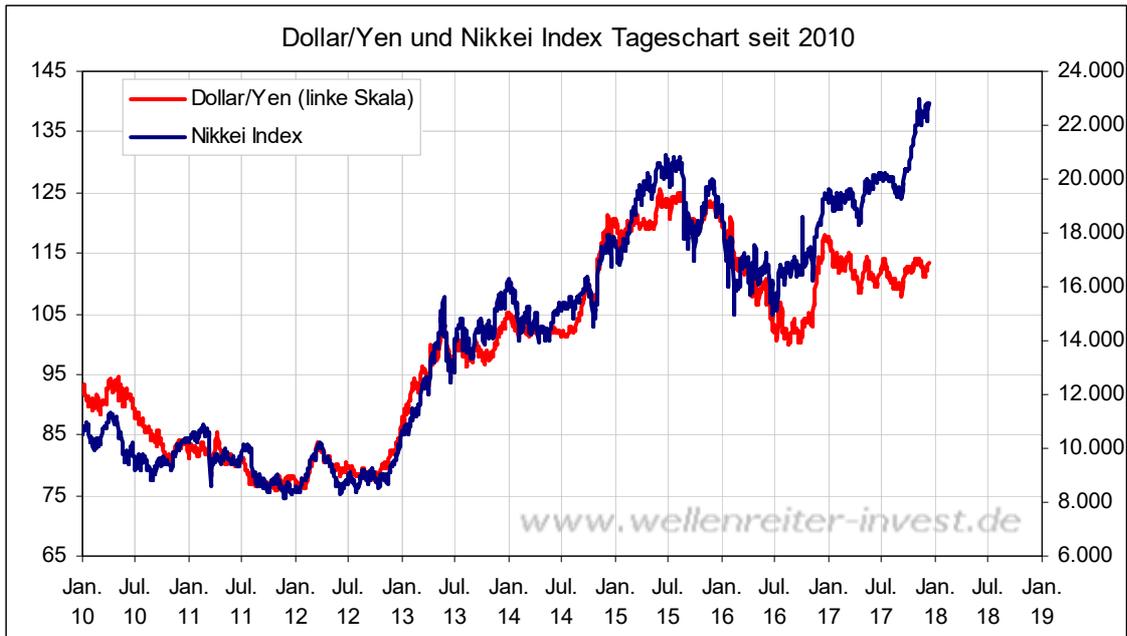


Abb. 7.39: Dollar/Yen und Nikkei Index

Die seit Juli 2016 bestehende relative Stärke des Nikkei Index gegenüber dem Dollar/Yen ist auf dem folgenden Chart zu erkennen.

Ratio Nikkei Index zum Dollar/Yen Wochenchart



Abb. 7.40: Ratio Nikkei Index zum Dollar/Yen

Die Formation bestätigt den Aufwärtstrend. Die Chancen auf eine Fortsetzung der seit Ende 2012 laufenden Aufwärtsbewegung sind aus zyklischer Sicht als gut anzusehen. Der Nikkei Index folgt den Vorlagen der Goldpreisentwicklung ab 1980 und des Dow Jones Index ab 1929.

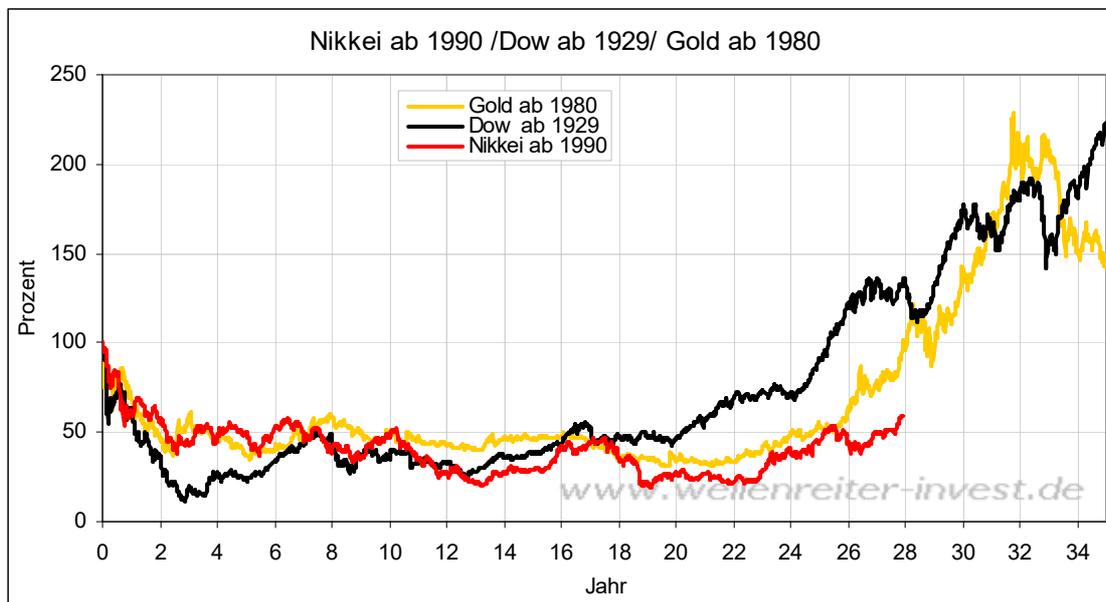


Abb. 7.41: Blasenverläufe und Nikkei-Index

Das 28. Jahr nach dem Hochpunkt geht mit einer Schwäche zu Jahresbeginn (Dow) beziehungsweise zur Jahresmitte (Gold) einher. Die Tiefpunkte sollten ein hervorragender Einstieg in die letzte und intensivste Phase der Hausse sein.

7.8.3.2 China

Der Shanghai Composite Index ist einer der wenigen international wichtigen Indizes, der nicht mal in die Nähe seines 2015er Hochs gelangt. Ein Allzeithoch erscheint als Utopie, dafür müsste sich der Index verdoppeln. Die seit Anfang 2016 laufende Erholungsbewegung ist alles andere als dynamisch.

Shanghai Composite Index Monatschart

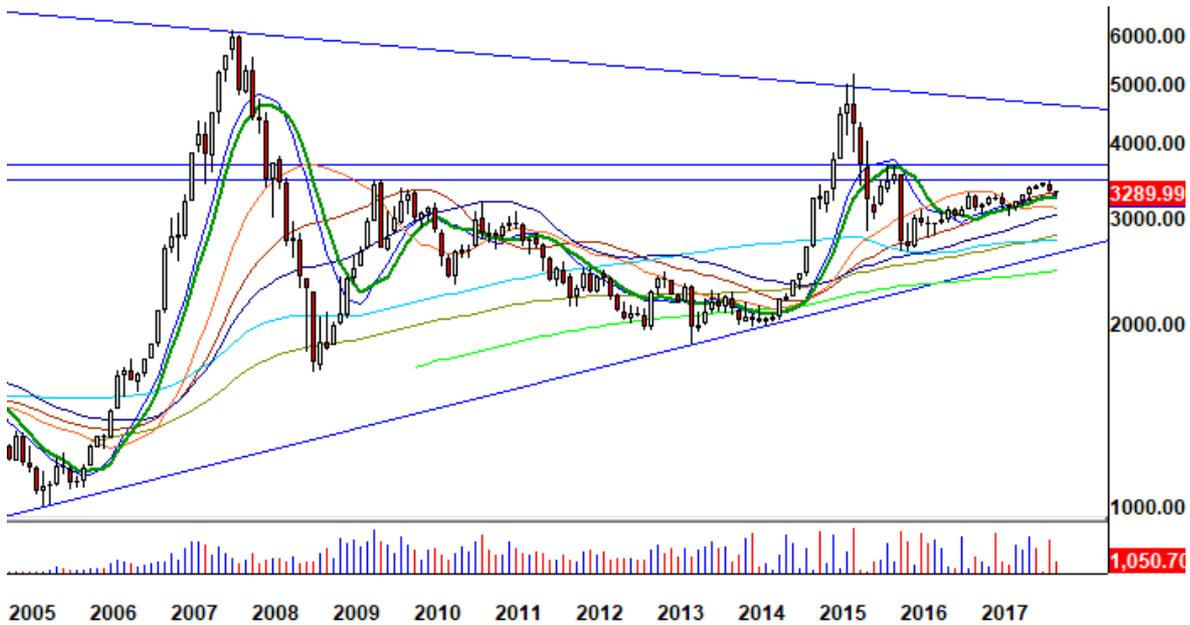


Abb. 7.42: Shanghai Composite Index Wochenchart

Seltsamerweise konnte der chinesische Aktienmarkt im Jahr 2017 kaum von der Yuan-Stärke profitieren. Im Jahr 2018 könnten steigende US-Zinsen Kapitalabflüsse auslösen, die den Yuan schwächen und somit auch den Aktienmarkt unter Druck setzen. Die chinesische Zentralbank scheint jedenfalls fest entschlossen, den begonnenen Deleveraging-Prozess im Jahr 2018 fortzusetzen und die Zinsen am kurzen Ende weiter anzuziehen. Diese Liquiditätsverknappung könnte dafür sorgen, dass nicht nur der chinesische Aktienmarkt, sondern auch die Emerging Markets insgesamt weniger Zuflüsse erhalten.

7.8.3.3 Indien

Der indische Sensex bewegt sich in einem klar definierten Aufwärtstrendkanal. Zudem notiert er oberhalb seiner 200-Tage-Linie und unmittelbar an seinem Allzeithoch.

Sensex Monatschart

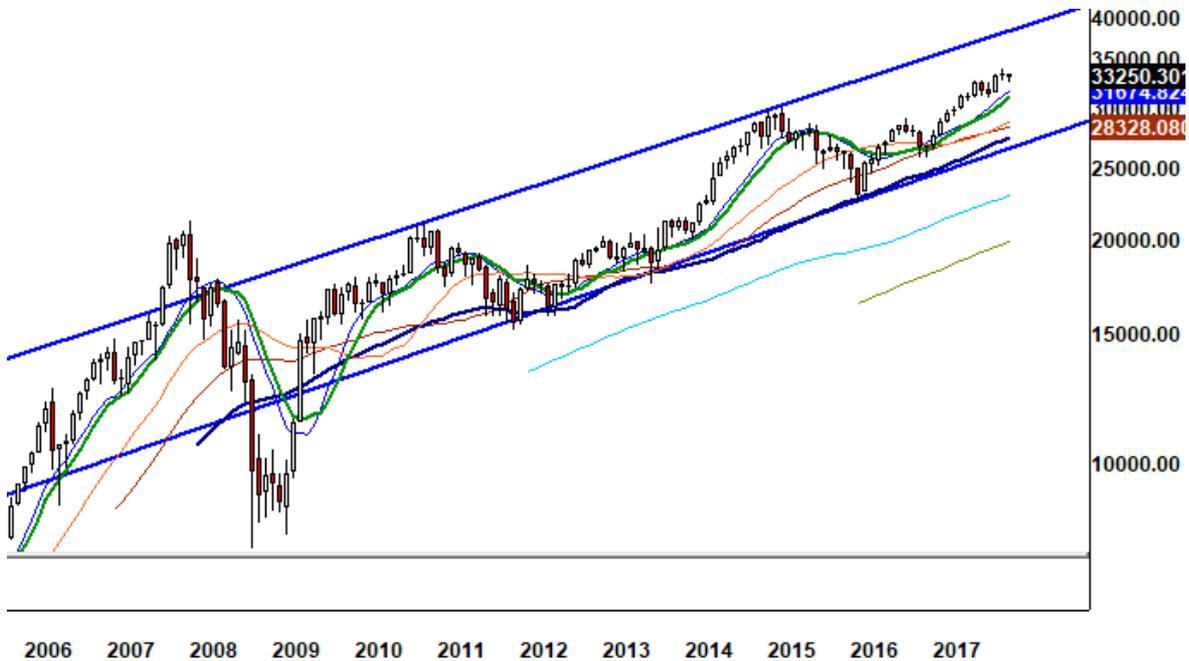


Abb. 7.43: Sensex

Das Jahr 2018 könnte insofern herausfordernd sein, als dass eine Kapitalverknappung in den Emerging Markets auch den indischen Markt treffen würde.

Fazit

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

8. Fazit für den Finanzmarkt

Unser „Ablaufplan“ sieht wie folgt aus:

Erstes Quartal

Bereits im Januar gerät der US-Aktienmarkt unter Druck. Ein Tief bildet sich noch im ersten Quartal aus. Dieses Tief bedeutet eine gute Einstiegschance. Im März erfolgt die erste Zinserhöhung des Jahres der US-Notenbank. Der neue Fed-Vorsitzende Jerome Powell und seine Mitstreiter erhöhen den Leitzins auf die Spanne von 1,50 bis 1,75 Prozent. Der Handel mit Kryptowährungen infiltriert weitere Bevölkerungskreise, ein erster Bitcoin-ETF wird aufgelegt.

Zweites Quartal

Die Aktienmärkte steigen deutlich, genauso wie die Kryptowährungen und die Edelmetalle. Die Renditen am langen Ende beginnen sich nach oben zu bewegen. Zweit-rundeneffekte führen zu einem von Marktteilnehmern und Zentralbanken unerwarteten Anspringen der Inflationsrate. Die Fed erhöht den Leitzins im Juni auf 1,75 bis 2,00 Prozent. Die Zinsstrukturkurve flacht ab, da das kurze Ende stärker als das lange Ende steigt.

Drittes Quartal

Die Inflation treibt die Notenbanken vor sich her. Eine US-Inflationsrate von 3 Prozent führt zu einer weiteren Zinserhöhung im September auf 2,00 bis 2,25 Prozent. EZB-Präsident Mario Draghi verkündet im Juli das Ende des Anleihen-Kaufprogramms ab Oktober. Den Aktienmärkten schmeckt diese Entwicklung nicht. Sie beginnen eine 5- bis 10-Prozent-Korrektur. Der Ölpreis markiert sein Jahreshoch im August. Der Euro legt dank der EZB-Straffung zu. Die Kryptowährungen geraten nach einem starken Überschießen in eine schwierige Phase.

Viertes Quartal

Die EZB setzt ihren Beschluss vom Juli um. Sie beendet das Anleihenkaufprogramm. Die Bank of Japan gerät zunehmend unter Druck, ihre Null-Zins-Linie bei den zehnjährigen Renditen zu kassieren. Schließlich gibt sie dem Druck nach, was für temporäre Turbulenzen zu Beginn des vierten Quartals sorgt. Anschliessend erholen sich die Aktienmärkte, da Inflationsrate und Zinsen leicht rückläufig sind.

9. Unsere 10 Thesen für 2018

1. Die Weltwirtschaft entwickelt sich schwächer als in 2017

Die im Herbst 2017 extrem positiven Konjunkturzahlen werden trotz US-Steuerreform im Jahr 2018 nicht mehr ganz bestätigt. Die Weltkonjunktur erreicht ihr zyklisches Hoch. Goldilocks endet. China sorgt für eine Phase mit Wachstumsängsten.

2. Die US-Inflationsrate übersteigt die 3-Prozent-Marke

Die US-Steuerreform in Verbindung mit der niedrigen Arbeitslosenquote bewirken spätzyklische Zweitrundeneffekte, die in Verbindung mit dem bereits steigenden US-Erzeugerpreisindex für eine Überschreitung der US-Inflationsrate von 3 Prozent sorgen.

3. Kryptowährungen profitieren von steigender Inflation

Die Überschussliquidität in Verbindung mit höherer Inflation schiebt die Kryptowährungen in der ersten Jahreshälfte weiter nach oben.

4. Die Notenbanken straffen weiter

Die FED bleibt der Vorreiter des Straffungszyklus. EZB und BoJ geraten unter Zugzwang. Die Zinsen steigen am kurzen Ende auch in Europa, Japan und China. China droht zuerst eine inverse Zinsstruktur, gefolgt von den USA und Europa.

5. Aktien mit Schwäche zu Jahresbeginn

Im ersten Quartal sollte es zu einer Preisschwäche an den Aktienmärkten kommen, gefolgt von einer Aufwärtsbewegung im zweiten Quartal. Diese erhält im Sommer mit einem Anstieg der Inflationsrate auf 3 Prozent einen Dämpfer.

6. Die Rendite 10jähriger US-Anleihen kann die 3-Prozent-Marke nicht überwinden

Am langen Ende kommt es zu einem zweiten Conundrum. Obwohl die Zinsen am kurzen Ende steigen, kommen die Zinsen am langen Ende kaum voran.

7. Euro/US-Dollar erholt sich im zweiten Halbjahr

Die Differenz zwischen den Renditen 10jähriger deutscher und US-Staatsanleihen verringert sich insbesondere im zweiten Halbjahr. Der Euro steigt auf 1,25. Dort befindet sich ein heftiger Widerstand.

8. Der Goldpreis überrascht auf der Oberseite

Der negativer werdende Realzins sorgt für einen Goldpreisanstieg im ersten Halbjahr.

9. Der VIX steigt im zweiten Halbjahr auf 20 oder mehr

Die niedrige Volatilität setzt sich nicht fort. Im dritten Quartal sollte es zu einem VIX-Spike auf 20 oder mehr kommen.

10. Trotz temporärer Schwäche: Der Nikkei steigt in 2018 weiter an

Angesichts der vielfach am kurzen Ende steigenden Zinsen und einer auch in Japan anziehenden Inflationsrate nimmt der Druck auf die Japanische Notenbank zu, ihre Null-Zins-Linie bei zehnjährigen Renditen zu korrigieren. Die zunehmende Unsicherheit belastet den Nikkei-Index temporär. Insgesamt aber sollte der japanische Leitindex steigen.

Disclaimer

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

Über uns

Robert Rethfeld betreibt gemeinsam mit Alexander Hirsekorn die Website Wellenreiter-Invest, eine Onlinepublikation für wirtschaftliche, finanzielle und gesellschaftliche Entwicklungen. Hauptprodukt ist ein handelstäglich zu Börsenbeginn (ca. 9:30h) für Abonnenten erscheinender Börsenbrief („Wellenreiter-Frühausgabe“)

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

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

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

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

Abbildungsverzeichnis

- Abb. 1.1: US-Einkaufsmanager-Indizes
Abb. 1.2: Zinsspanne 10jährige zu 2jährige US-Anleihen
Abb. 1.3: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne
Abb. 1.4: US-Arbeitslosenquote
Abb. 1.5: Durchschnittlicher Stundenlohn
Abb. 1.6: Erdöl-Veränderungsrate
Abb. 1.7: Durchschnittlicher Stundenlohn und Leitzins
Abb. 1.8: Bauholz Monatschart
Abb. 1.9: US-Hausbauindex Monatschart
Abb. 1.10: NAHB-Housing-Market-Index
Abb. 1.11: Markt Eurozone Composite PMI
Abb. 1.12: Geschäftsaktivität europäische Staaten
Abb. 1.13: IFO-Index und KDAX
Abb. 1.14: Eurozone Erzeugerpreise
Abb. 1.15: Caixin China Output PMI
Abb. 1.16: Zinsstruktur China
Abb. 1.17: Zinsstruktur Australien, China, Japan
Abb. 1.18: US-Inflation und Kerninflation
Abb. 1.19: US-Erzeugerpreisindex
Abb. 1.20: US-Inflation im Wohlfühlkorridor
Abb. 1.21: USA, Deutschland, Japan seit 1982
Abb. 1.22: Einkaufspreise europäischer Einzelhandel
- Abb. 2.1: US-Leitzinsentwicklung Einschätzung
Abb. 2.2: Leitzinsen Europa, USA
Abb. 2.3: Bilanzsumme Fed und S&P 500
Abb. 2.4: Bilanzsumme EZB, Fed und BoJ
Abb. 2.5: Zinsstruktur Japan
Abb. 2.6: Bilanzsumme gesamt
Abb. 2.7: Renditen China
- Abb. 3.1: Zinserwartungen
Abb. 3.2: Rendite 10jähriger Anleihen – USA, Deutschland, Japan
Abb. 3.3: Zinszyklus 10jähriger Staatsanleihen USA 1800-2050
Abb. 3.4: Rendite 10jähriger US-Anleihen und US-Inflationsrate
Abb. 3.5: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart
Abb. 3.6: Zinsspanne 10 Jahre minus 3 Monate
Abb. 3.7: US-Renditen in einem Chart
Abb. 3.8: Conundrum
Abb. 3.9: Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen
Abb. 3.10: US-Rendite seit 2008
Abb. 3.11: US-Rendite und S&P 500 1950 – 1960
Abb. 3.12: Spekulanten 10-jährige Renditen
Abb. 3.13: Saisonaler Verlauf 10-jährige Renditen
Abb. 3.14: Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 3.15: Rendite 10jähriger Anleihen Deutschland, Schweiz, Japan
Abb. 3.16: Renditespreads 10jähriger Anleihen – europäische Staaten
Abb. 3.17: Zinsstruktur Deutschland

Abb. 3.18: Renditen Deutschland und USA
Abb. 4.1: US-Dollar-Index 16-Jahres-Zyklus
Abb. 4.2: US-Dollar-Index langfristig
Abb. 4.3: handelsgewichteter US-Dollar-Index
Abb. 4.4: Spekulation US-Dollar-Index
Abb. 4.5: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index
Abb. 4.6: Big Mac Index
Abb. 4.7: Big Mac Index adjustiert
Abb. 4.8: Euro/Dollar seit 1980
Abb. 4.9: Nominalzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar
Abb. 4.10: Nominalzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar
Abb. 4.11: Dollar/Yen Tageschart seit 1990
Abb. 4.12: Nominalzins-Differenz USA/Japan 10jährige Anleihen
Abb. 4.13: Australischer Dollar und Gold
Abb. 4.14: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl
Abb. 4.15: GBP/USD seit 1976
Abb. 4.16: EUR/CHF seit 2005

Abb. 5.1: CRB-Index seit 1970
Abb. 5.2: Reuters CRB-Index Zyklus
Abb. 5.3: CRB-Index und US-Inflationsrate
Abb. 5.4: Euro/Dollar und CRB-Index
Abb. 5.5: Welt-Erdöl-Verbrauch
Abb. 5.6: US-Erdöl Produktion
Abb. 5.7: Differenz Ölverbrauch und Förderung
Abb. 5.8: Ölpreis seit 1900 Stufenchart
Abb. 5.9: Verlaufvergleich 1986 und 2014
Abb. 5.10: WTI Crude Open Interest
Abb. 5.11: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulanten
Abb. 5.12: Saisonaler Verlauf Erdöl
Abb. 5.13: Erdöl Preisveränderung
Abb. 5.14: Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent
Abb. 5.15: WTI Crude Monatschart
Abb. 5.16: Gold Monatschart
Abb. 5.17: Gold und Anleihen
Abb. 5.18: Goldpreis und Realzins
Abb. 5.19: Euro und Gold seit 2010
Abb. 5.20: saisonaler Verlauf Gold
Abb. 5.21: Positionierung Großspekulanten
Abb. 5.22: XAU-Goldminen-Index

Abb. 6.1: Bitcoin und WTI Crude
Abb. 6.2: Bitcoin und US-Inflationsrate
Abb. 6.3: Bitcoin und Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen
Abb. 6.4: Bitcoin und Euro
Abb. 6.5: Bitcoin und Sothebys
Abb. 6.6: Marktkapitalisierung Kryptowährungen

Abb. 7.1: Q-Ratio
Abb. 7.2: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP

Abb. 7.3: KGV 10 (Shiller-KGV)
Abb. 7.4: Gewinnrendite Aktien und Anleihen
Abb. 7.5: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %
Abb. 7.6: US-Präsidentschaftszyklus
Abb. 7.7: Dow Jones Index Verteilung Zwischenwahljahre
Abb. 7.8: Durchschnittsverlauf Zwischenwahljahre
Abb. 7.9: Durchschnittsverlauf republikanischer Präsident Zwischenwahljahre
Abb. 7.10: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 8er-Jahre 1898 – 2008
Abb. 7.11: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 8er-Jahre 1948 – 2008
Abb. 7.12: 8er-Jahre, die auch Zwischenwahljahre sind
Abb. 7.13: Dow Theorie
Abb. 7.14: Neue 52-Wochen-Hochs
Abb. 7.15: VIX und S&P 500
Abb. 7.16: VDAX und VIX
Abb. 7.17: Sothebys
Abb. 7.18: RSI Dow Jones Index
Abb. 7.19: RSI Dow Jones Index Divergenz
Abb. 7.20: Bullische Börsenbriefverfasser
Abb. 7.21: Bullische Börsenbriefverfasser 1985 - 1987
Abb. 7.22: Put-Call-Ratio
Abb. 7.23: Cash-Allokation
Abb. 7.24: Aktien-Allokation
Abb. 7.25: S&P 500-Sektoren
Abb. 7.26: Korrektur < 5%
Abb. 7.27: S&P 500 Monatschart
Abb. 7.28: Nasdaq Composite Index Monatschart
Abb. 7.29: US-Halbleiterindex Monatschart
Abb. 7.30: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500
Abb. 7.31: Russell 2000 Monatschart
Abb. 7.32: Stoxx Europe 600 Tageschart
Abb. 7.33: Euro Stoxx 50 Wochenchart
Abb. 7.34: KDAX Monatschart
Abb. 7.35: KDAX in US-Dollar Monatschart
Abb. 7.36: KDAX Wochenchart
Abb. 7.37: KDAX / S&P 500 Ratio
Abb. 7.38: Swiss Market Index
Abb. 7.39: Dollar/Yen und Nikkei Index
Abb. 7.40: Ratio Nikkei Index zum Dollar/Yen
Abb. 7.41: Blasenverläufe und Nikkei-Index
Abb. 7.42: Shanghai Composite Index Wochenchart
Abb. 7.43: Sensex