

Wellenreiter-Invest



Wellenreiter- Jahresausblick 2019

Warten auf die Kapitulation

**©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn**

Oberursel, im Dezember 2018

Inhaltsangabe

| | Seite |
|---|--------------|
| Editorial | 4 |
| 1. Konjunkturentwicklung | |
| 1.1 Die Situation | 5 |
| 1.2 Wichtige Indikatoren | 12 |
| 1.3 Inflation | 22 |
| 2. Notenbankpolitik und Anleihen | 27 |
| 2.1 Renditen langfristig | 27 |
| 2.2 Bilanzsummen und Staatsverschuldung | 29 |
| 2.3 USA | 33 |
| 2.4 Europa | 40 |
| 2.5 Asien | 47 |
| 3. Der Währungsmarkt | |
| 3.1 US-Dollar-Index | 50 |
| 3.2 Euro/Dollar | 54 |
| 3.3 Dollar/Yen | 58 |
| 3.4 Rohstoff-Währungen | 60 |
| 3.5 Britisches Pfund | 62 |
| 3.6 Schweizer Franken | 63 |
| 4. Der Rohstoffmarkt | |
| 4.1 Rohstoffmarkt langfristig | 65 |
| 4.2 Erdöl | 67 |
| 4.3 Gold | 74 |
| 4.4 Kupfer | 78 |
| 5. Der Aktienmarkt | |
| 5.1 Bewertung | 79 |
| 5.2 US-Präsidentschaftszyklus | 84 |
| 5.3 Dekadenmuster | 88 |
| 5.4 Marktstruktur | 91 |
| 5.5 Sentiment | 101 |
| 5.6 S&P 500 Sektoren | 104 |

| | | |
|-----------|----------------------------------|------------|
| 5.7 | Leit-Aktienindizes | 106 |
| 5.7.1 | US-Aktienmarkt | 106 |
| 5.7.2 | Europäischer Aktienmarkt | 110 |
| 5.7.3 | Aktienmärkte Asien/Pazifik | 114 |
| 6. | Fazit für den Finanzmarkt | 118 |
| 7. | Unsere 10 Thesen für 2019 | 120 |
| | Disclaimer | 122 |
| | Über uns | 123 |
| | Abbildungsverzeichnis | 124 |

Editorial

War das Jahr 2017 noch das Jahr der Rekorde, indem die Investoren ausgelassen die Börsenparty zelebrierten, so hörte diese Musik Ende Januar 2018 auf zu spielen. Alle Anlageklassen erlebten im Jahr 2018 temporär crashartige Phasen. Eine deflationäre Entwicklung der Vermögenspreise sorgt dafür, dass das Stimmungsbild für das Jahr 2019 angeschlagen ist.



Quelle: Börse Online, Nr. 49/2018

Das Titelbild der BÖRSE ONLINE drückt die Hoffnung der Marktteilnehmer für das neue Jahr aus: 2019 kann nur besser werden.

Als Wellenreiter wollen wir natürlich zunächst die Antwort geben, ob überhaupt eine Trendwende ansteht oder ob sich der begonnene Trend im Jahr 2019 fortsetzen wird. Selbstverständlich interessieren uns auch die Frage des Timings und die Indizien, die auf eine Trendwende hinweisen können.

Wir wünschen Ihnen bei der Lektüre unseres 15. Jahresausblicks für das Jahr 2019 viel Vergnügen und gewinnbringende Erkenntnisse für Ihre eigene Anlagestrategie im neuen Jahr.

Oberursel, im Dezember 2018

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

1. Konjunkturentwicklung

1.1 Die Situation

Das Bruttoinlandsprodukt der USA dürfte im Jahr 2018 um etwa 3 Prozent gestiegen sein. Im ersten Quartal betrug das Wachstum 2,2 Prozent, bevor im zweiten und dritten Quartal Wachstumsraten von 4,2 und 3,5 Prozent verzeichnet wurden. Für das vierte Quartal kann mit einem Wachstum von 2,5 Prozent gerechnet werden.

Die ISM-Indizes notieren mit 59,3 Punkten (Verarbeitendes Gewerbe) und 60,7 Punkten (Dienstleistungen) nahe ihren im August bzw. September 2018 erzielten Verlaufshochs.

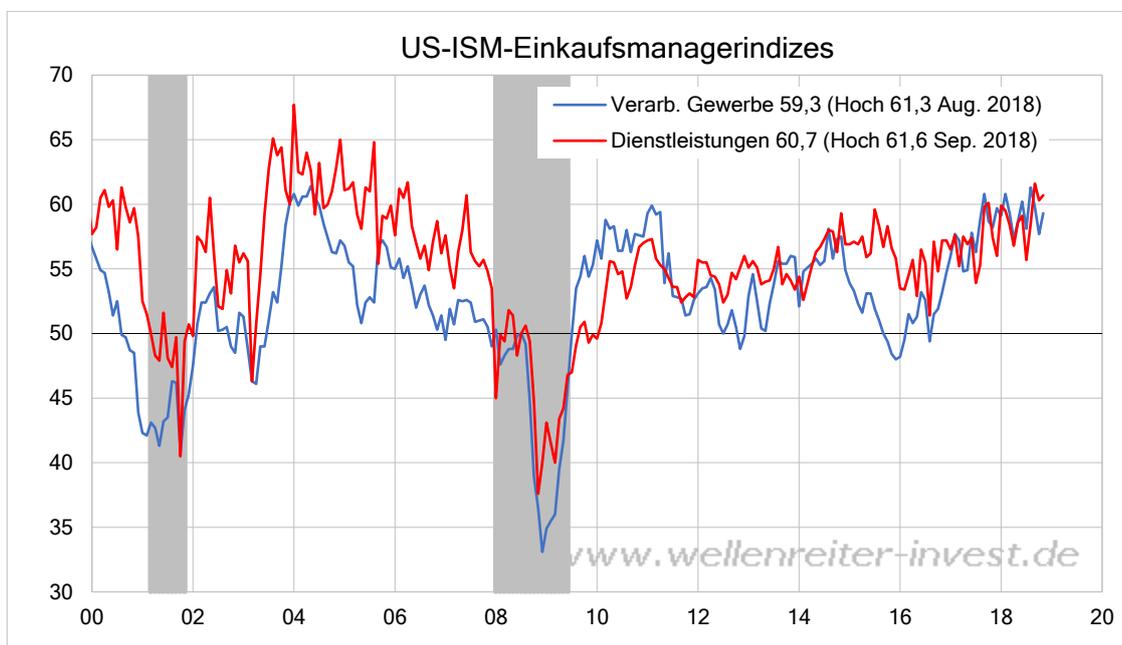


Abb. 1.1: US-Einkaufsmanager-Indizes

Sie halten diese Niveaus praktisch seit der Wahl Donald Trumps im November 2016. Somit befinden sich die US-Einkaufsmanagerindizes weiterhin auf einem „Boom“-Niveau. Die Hochpunkte vom August/September könnten sich allerdings als zyklisch wichtige Wendepunkte erweisen.

Der Blick auf den US-Arbeitsmarkt zeigt eine offizielle Arbeitslosenquote von 3,7 Prozent. Der Rückgang setzte sich im Jahr 2018 fort, der US-Arbeitsmarkt sieht die Nachfrager von Arbeit im Vorteil.

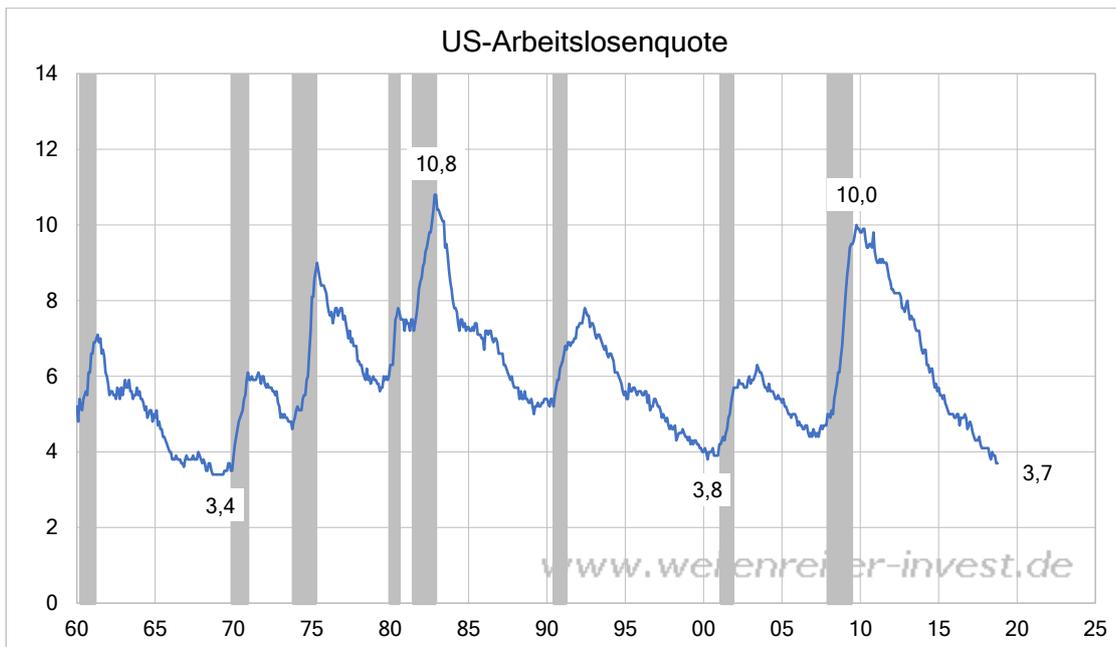


Abb. 1.2: US-Arbeitslosenquote

Die US-Arbeitslosenquote notiert damit auf dem niedrigsten Niveau seit 1969. Erfolgte ein Trendwechsel von einem solch niedrigen Niveau (wie 1969 oder 2000), dann war die zeitliche Distanz zu einer Rezession nicht mehr groß. Die Aktienkurse gaben bereits in den Jahren 1969 und 2000 nach.

Auch wenn in den monatlichen Daten noch kein Wendepunkt erkennbar ist, so scheinen doch erste Wolken am Horizont aufzutauchen. Die wöchentlich erhobenen Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe markierten ihr Tief bei 206.000 am 15. September 2018.

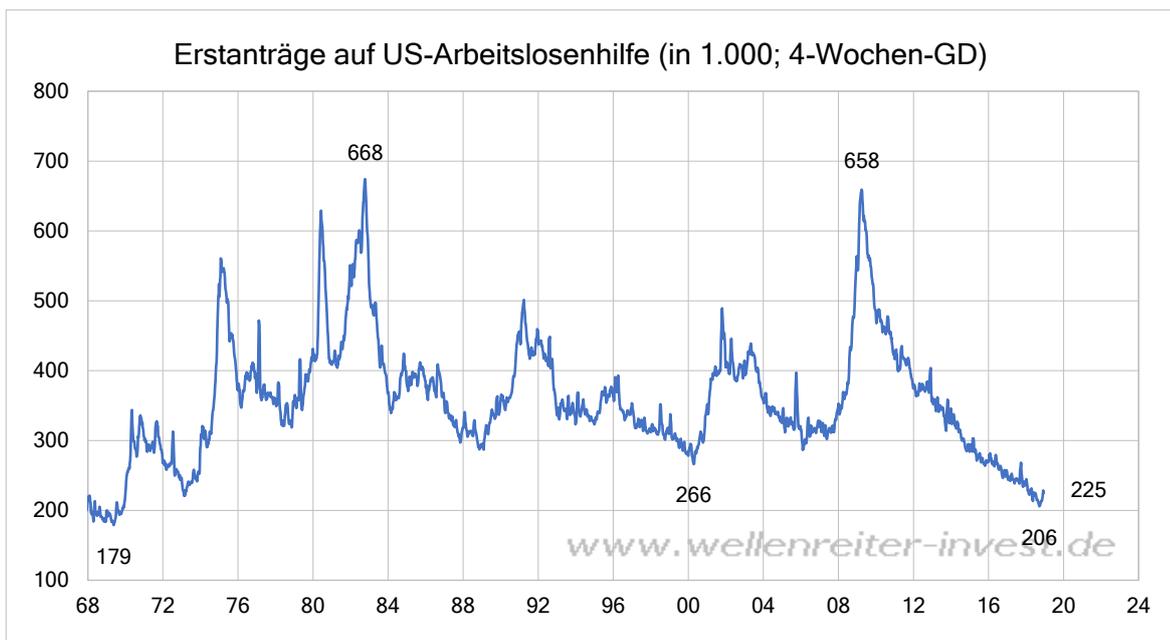


Abb. 1.3: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe

Das S&P 500-Tief im März 2009 korrespondierte mit einem Hoch bei den Erstanträgen. Genauso geht das S&P 500-Hoch vom 20. September 2018 mit einem Tiefpunkt bei den Erstanträgen einher (siehe Pfeil folgender Chart).

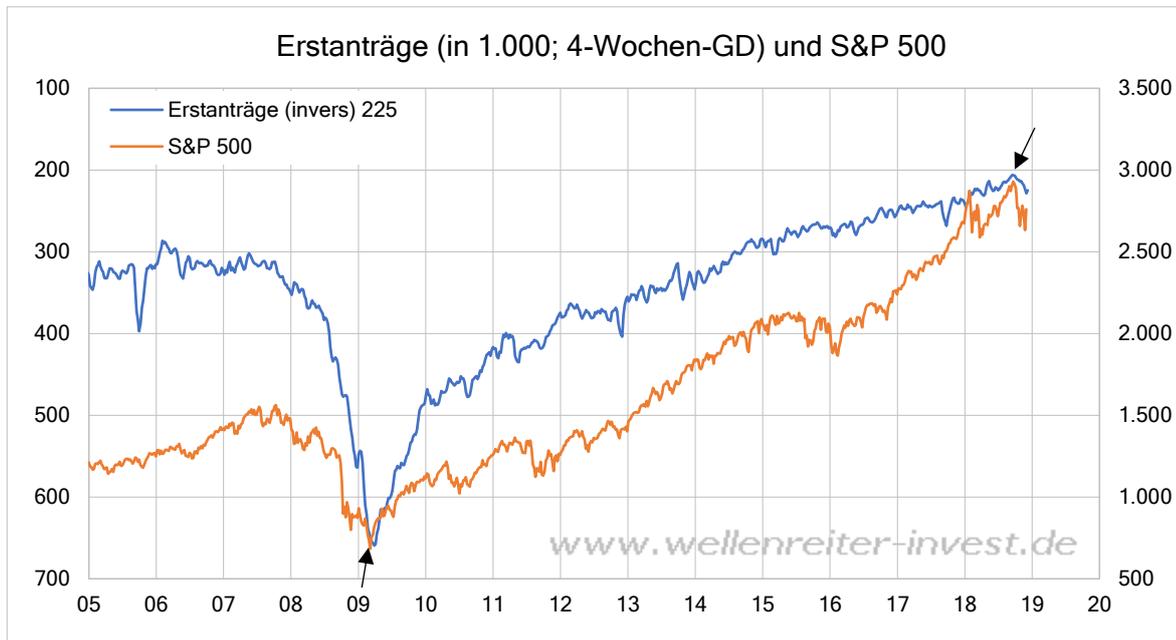


Abb. 1.4: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe und S&P 500

Ein signifikanter Früh-Rezessionsindikator ist der US-Hausbaumarkt. Die Zahl der US-Baugenehmigungen erreichte im April 2018 einen Hochpunkt. Die steigenden Zinsen bremsen den US-Immobilienmarkt.

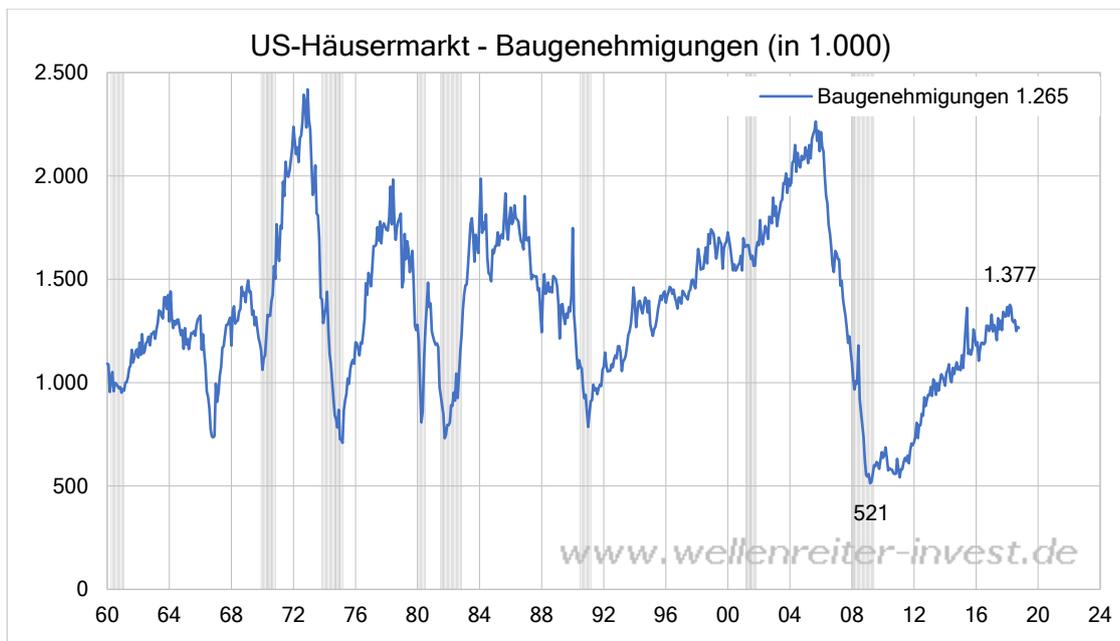


Abb. 1.5: US-Baugenehmigungen

Der US-Hausbaumarkt ist schon häufig ein Frühindikator für US-Rezessionen gewesen. Der Vorlauf kann ein bis zwei Jahre betragen.

Die Verkäufe neuer Häuser korrelieren mit der US-Geburtenrate. Typischerweise bal-
 len sich die Hausverkäufe in der Altersgruppe der 40 bis 50jährigen mit einer Spitze in
 der Gruppe der 47jährigen. Die Familiengründungen und der Bezug eines neuen
 Hauses mit kleinen Kindern fallen in diese Altersgruppe.

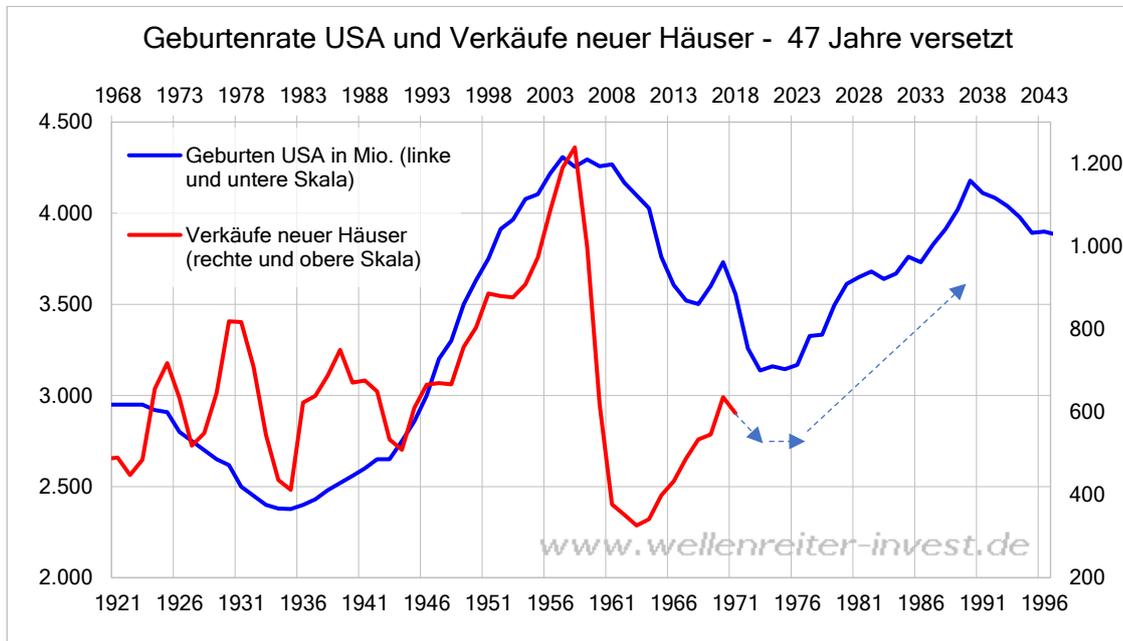


Abb. 1.6: US-Geburtenrate und Verkäufe neuer Häuser

Die Altersklasse der 1971 bis 1975 geborenen US-Amerikaner rückt jetzt in dieses
 Rampenlicht, sie umfasst eine geringere Anzahl Neugeborener. Die Geburtenstärke
 nimmt erst mit den Jahrgängen ab 1976 wieder deutlich zu, und zwar kontinuierlich
 über 15 Jahre.

Dies schafft eine solide Nachfrage für den US-Hausbaumarkt, aber eben erst ab dem
 Jahr 2023. Folgerichtig bewegten sich die Verkäufe neuer Häuser im Jahr 2018 nach
 unten. Dieser Trend sollte sich in den Jahren 2019 und 2020 fortsetzen. Aus Sicht des
 US-Hausbaumarktes erscheint eine US-Rezession in den Jahren 2019 und/oder 2020
 denkbar.

Während in den USA die Einkaufsmanagerindizes noch auf sehr hohen Niveaus liegen,
 befinden sich die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) für die Eurozone in einer Abküh-
 lungsphase. Sie erreichten ihren Hochpunkt bereits zu Jahresbeginn 2018 und sinken
 seitdem kontinuierlich. Der zusammengesetzte Eurozone Index (Industrie und Dienst-
 leistungen) fiel im Dezember auf 51,3 Punkte. Werte über 50 Punkte bezeichnen eine
 Phase der wirtschaftlichen Expansion.

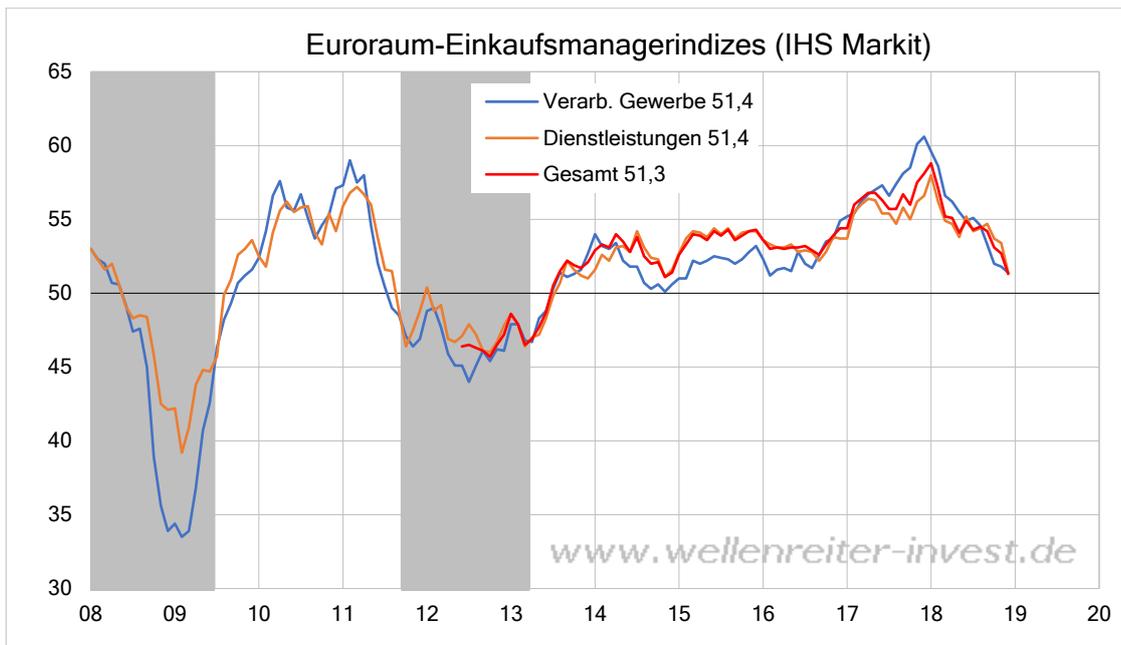


Abb. 1.7: Markt Eurozone Composite PMI

Allgemeine Schrumpfungsprozesse wie in den Jahren 2008/09 und 2012/13 sind bisher nicht an der Tagesordnung. Allerdings erscheint die Situation grenzwertig, denn in Zusammenhang mit den „Gelbwesten“-Protesten unterschritt auch der französische Gesamt-PMI im Dezember die 50-Punkte-Marke. In Italien fiel die Geschäftsaktivität im Industriesektor unter diese Marke, die Expansion und Schrumpfung trennt.

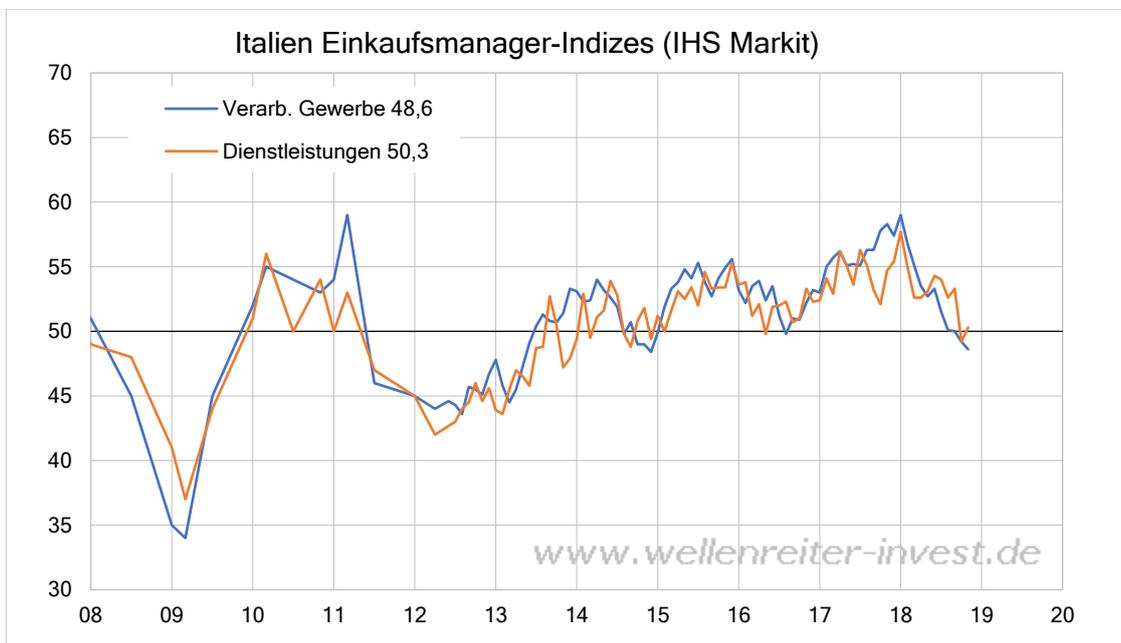


Abb. 1.8: Markt Italien PMI

Der ifo-Index verliert bereits seit November 2017 an Höhe. Die grundsätzliche Übereinstimmung von ifo-Index und KDAX funktionierte auch im Jahr 2018 gut.



Abb. 1.9: IFO-Index und KDAX

Ein rückläufiger IFO-Index korreliert mit einem fallenden deutschen Aktienmarkt. Historisch betrachtet liegt der IFO-Index noch immer auf einem relativ hohen Niveau und hat deutlich Raum auf der Unterseite.

Der chinesische Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes notierte im November 2018 bei 50,2 Punkten. Der Dienstleistungsindex blieb im Rahmen seiner Schwankungsbreite zwischen 50 und 55 Punkten. Seit Auflage des Index im Jahr 2006 unterschritt der Dienstleistungsindex zu keinem Zeitpunkt die Marke von 50 Punkten.

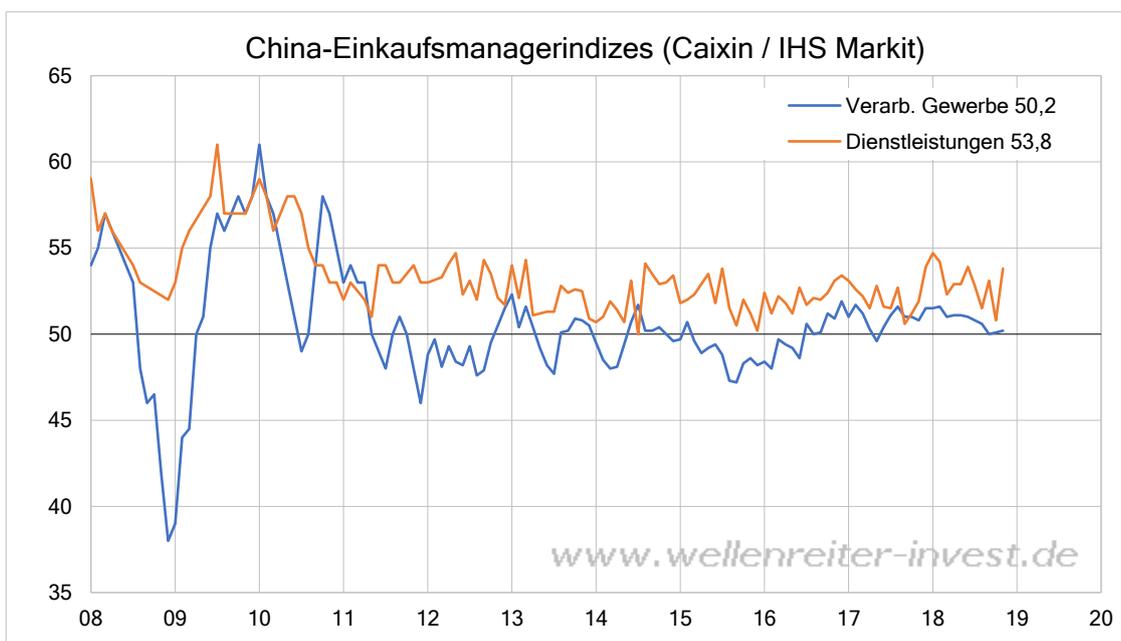


Abb. 1.10: Caixin China PMI

Die chinesische Industrieproduktion wuchs im November lediglich um 5,4 Prozent. Eine ähnlich niedrige Zahl gab es zuletzt Anfang 2016.

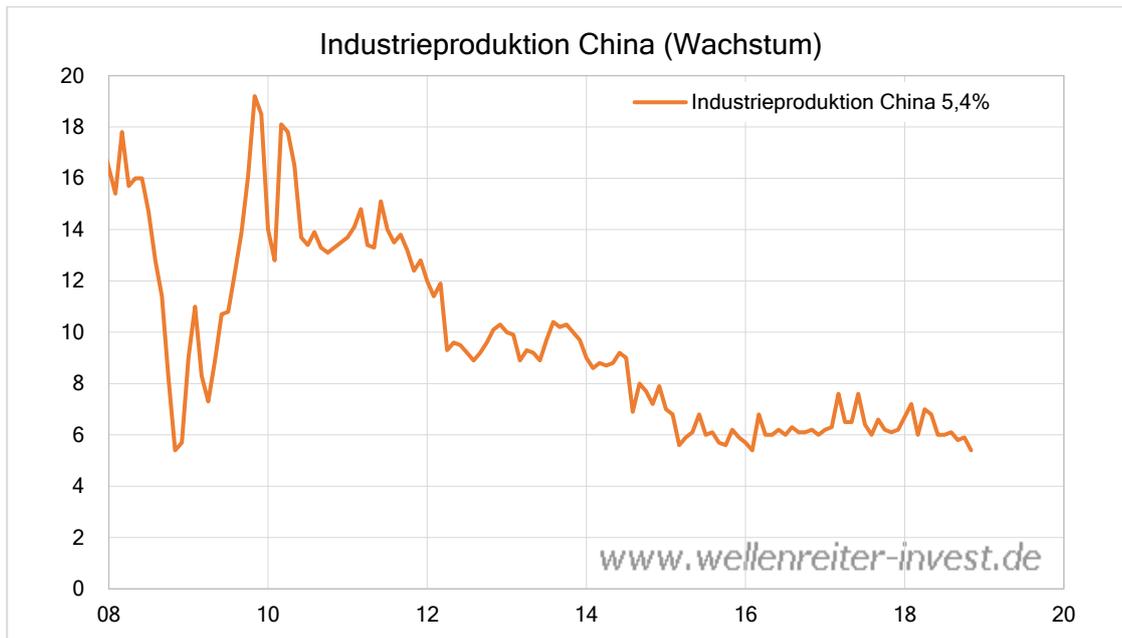


Abb. 1.11: Industrieproduktion China

Der Wachstumstrend ist abwärtsgerichtet. Das Land scheint das natürliche Schicksal eines Schwellenlandes, das im Übergang zu einem wirtschaftlich entwickelten Land steht, zu teilen. Das Land dürfte in Richtung einer Dienstleistungsgesellschaft steuern, so wie es in Europa und die USA geschah. Allerdings wuchsen die Einzelhandelsumsätze im November „lediglich“ um 8,1 Prozent. Erwartet wurden 8,8 Prozent. Eine Rate von 8,1 Prozent bedeutet das geringste Einzelhandelswachstum seit dem Jahr 2003. Die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze werden von der nationalen Statistikbehörde monatlich publiziert.

Die Weltkonjunktur verläuft auf unterschiedlichen Bahnen. Während Europa und Asien Wachstumsabschwächungen hinnehmen müssen, zeigten sich die USA im Jahr 2018 resistent. Für das Jahr 2019 lassen sich zwei Modelle entwickeln. Entweder erholt sich die Weltwirtschaft ausgehend von Asien und den Schwellenländern, oder eine Schwächephase der USA lässt in Asien und Europa keine Erholung zu. Letzteres wäre bearish für die Weltkonjunktur.

1.2. Wichtige Indikatoren

Während die Volkswirtschaften expandieren – wenngleich in einer unterschiedlichen Dynamik –, so zeigen die Liquiditätsbarometer der wichtigsten Volkswirtschaften nach unten.

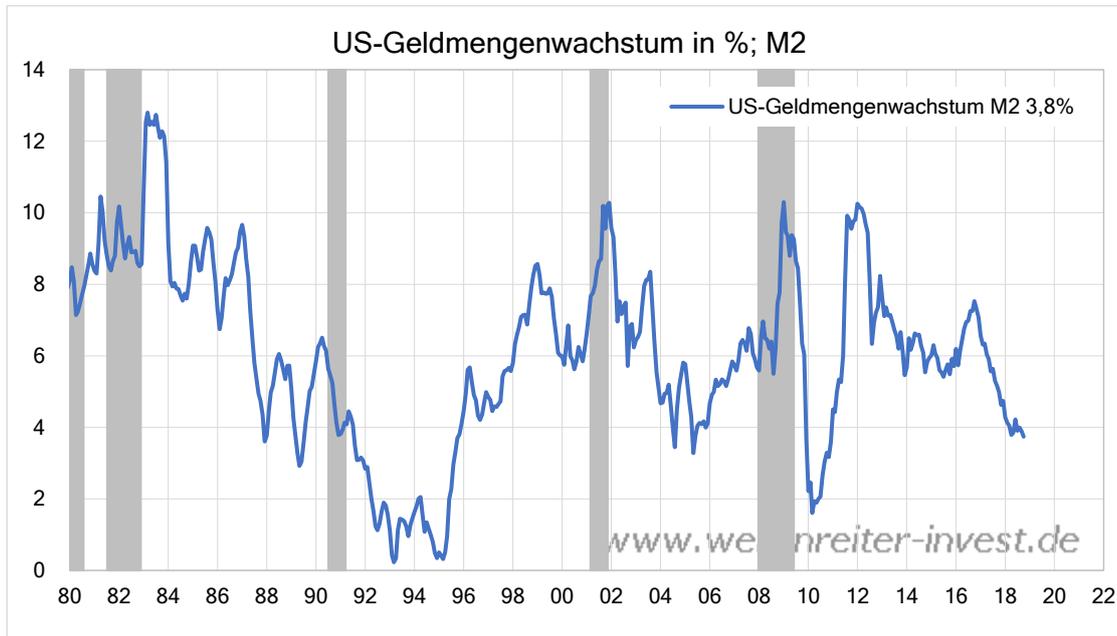


Abb. 1.12: US-Geldmengenwachstum M2

Stark fallende Geldmengen wie in den Jahren 1993-1994 führten nicht zwangsläufig zu Rezessionen, allerdings waren fallende Geldmengen im Vorfeld von Börsenturbulenzen immer wieder zu beobachten. Momentan liegt das Geldmengenwachstum nur auf dem Niveau des nominalen BIP-Zuwachses, da M2 in den letzten Wochen nur noch ein Wachstum von 3,8 Prozent aufweist. Da zudem die US-Notenbank seit Oktober 2018 Liquidität von 50 Mrd. US-Dollar/Monat aus dem Markt zieht, wird dies sukzessive knapper. Dem Börsenmotor fehlt das Schmiermittel und er beginnt zu stottern, was sich auch in der konjunkturellen Entwicklung zeigt.

Das Geldmengenwachstum in Europa weist in dieser Dekade das niedrigste Wachstum seit den 70iger Jahren auf. Der Kreditboom der Jahre 2005-2007 kehrte nach der Finanzkrise nicht zurück.

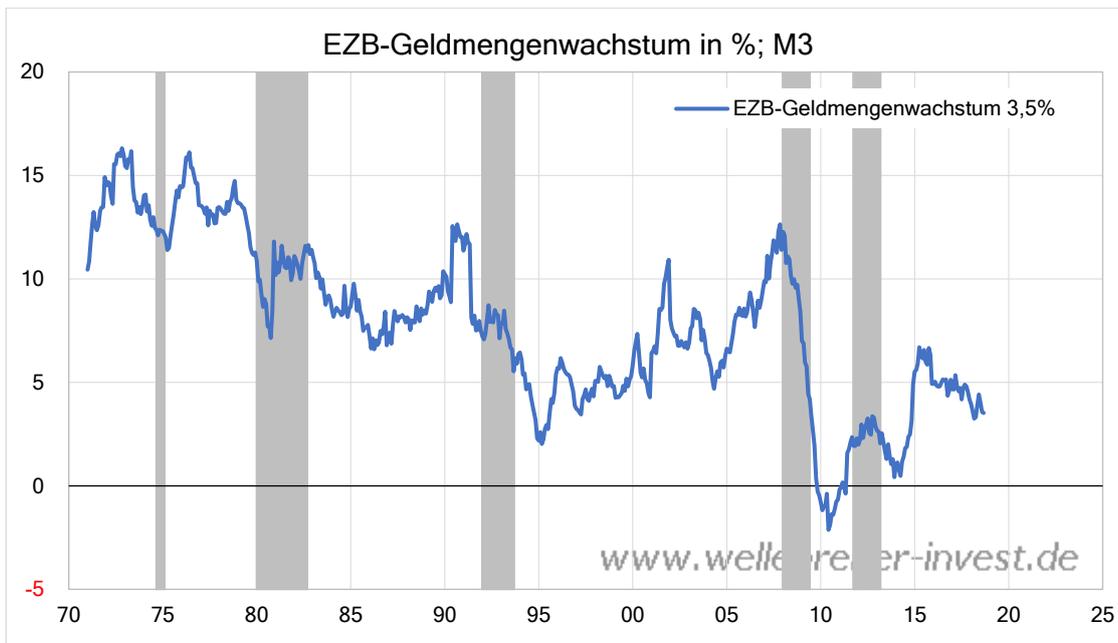


Abb. 1.13: EZB-Geldmengenwachstum M3

Den Investoren fehlt der Mut nach dieser Krise, um Kredite *en masse* nachzufragen und den Banken fehlt die Motivation, diese Kredite zu vergeben, da die Zinsstrukturkurven durch das am Jahresende 2018 endende QE-Programm der EZB relativ flach verlaufen.

Die abnehmende Liquidität stellt einen Belastungsfaktor für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung dar. Bei deren Entwicklung spielen die Zinsstrukturkurven eine besondere Rolle. Eine Inversion der US-Zinsstrukturkurve hatte in der Vergangenheit eine herausragende Bedeutung als US-Rezessionsindikator. Die Kurve wird deshalb vom Markt besonderes beachtet.

Erstmals seit langer Zeit liegt die Rendite 5jähriger US-Anleihen (2,79%) unter der 2jährigen Rendite (2,80%). Diese Inversion konnte erstmals am 04.12.2018 beobachtet werden. Die Zinskurve hängt sozusagen durch, sie ist teilinvertiert.

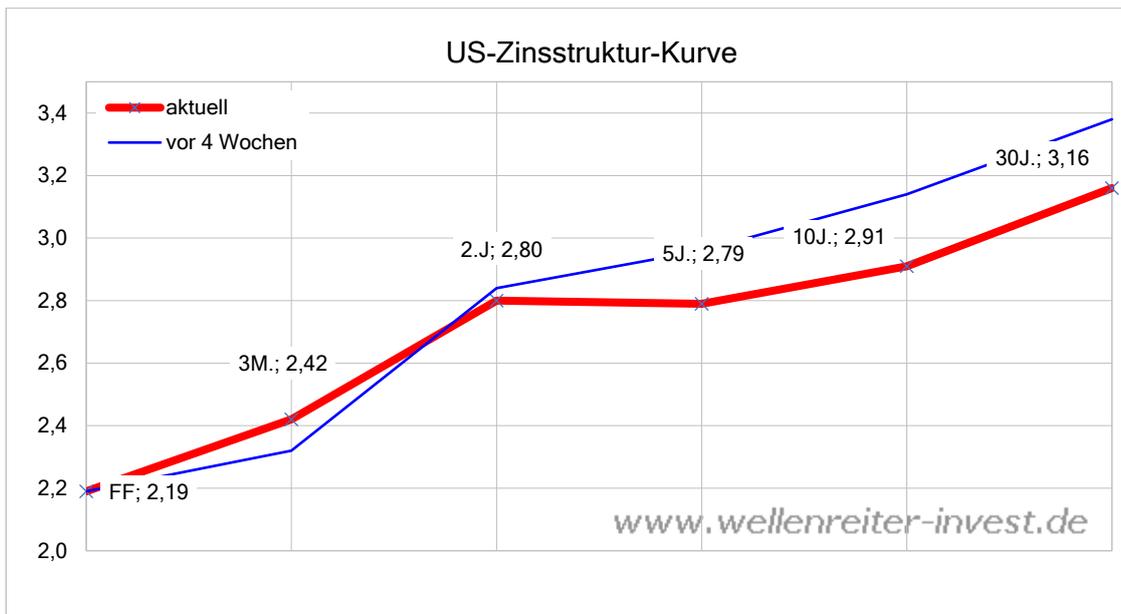


Abb. 1.14: US-Zinsstrukturkurve

Gleichzeitig ist zu sehen, dass die Distanz zwischen der 3-Monats-Rendite (2,42%) und der 2-Jahres-Rendite (2,80%) mit 38 Basispunkten noch recht groß ist.

Auf dem folgenden Chart stellen wir die US-Renditeentwicklung im Zeitverlauf dar.

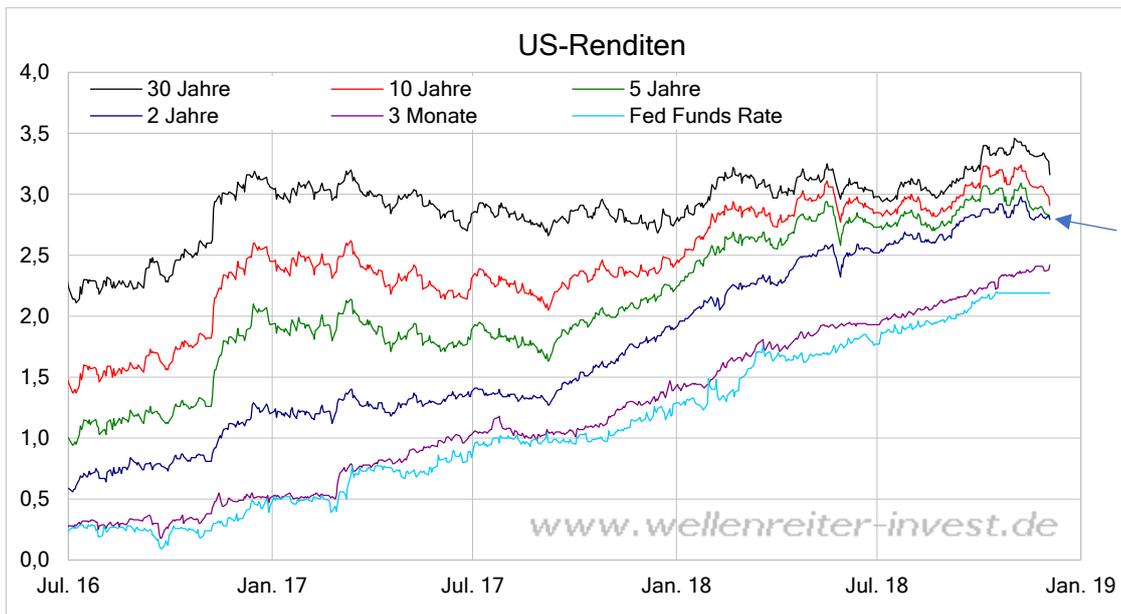


Abb. 1.15: US-Renditen

Der Pfeil verweist auf die Inversion 5 Jahre minus 2 Jahre.

Dargestellt ist nachfolgend die Zinsspanne zwischen der Rendite 5- und 2jähriger US-Anleihen. Im Vorfeld früherer US-Rezessionen (grau) invertierte diese Zinsspanne regelmäßig.

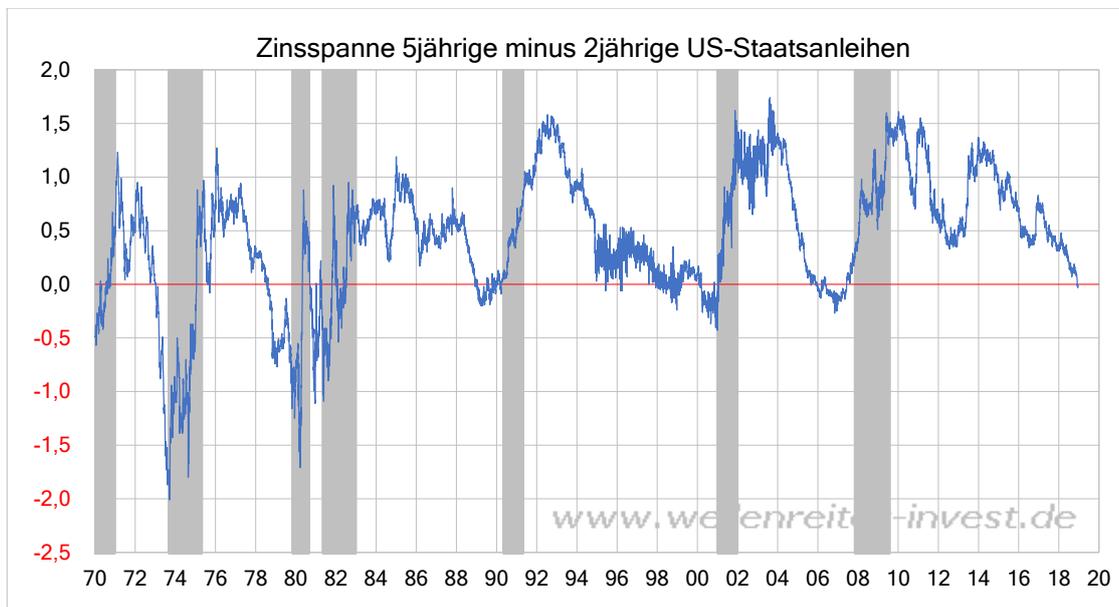


Abb. 1.16: Zinsspanne 5jährige minus 2jährige US-Staatsanleihen

Sie agiert quasi als „Rezessionsversprechen“. Innerhalb von ein bis zwei Jahren folgte regelmäßig eine US-Rezession und auch die Aktienkurse bildeten im Durchschnitt mehr als ein Jahr später ihren Hochpunkt aus.

Als eine Ausnahme gilt dies in der Phase des Aktienmarkthochs im Januar 1973 zu notieren. Damals erfolgte die erste Inversion der Zinsspanne erst nach einem finalen Hochpunkt. Ein Fehlsignal für Investoren bildeten die 1990er Jahre: Bereits im Jahr 1995 kehrte sich dieser Spread zum ersten Mal um. Eine Rezession folgte erst 6 Jahre später, nämlich von März bis November 2001. Die Zinsspanne der fünfjährigen Laufzeit gegenüber der zweijährigen Laufzeit übt die Rolle als Frühwarnsystem aus, da sie zeitlich vor der Spanne der 10jährigen minus der zweijährigen Rendite ihre Signale aussendet.

Über einen besseren „Track Record“ verfügt die Spanne 10jährige minus 2jährige US-Anleihen (aktuell +11 Punkte), da sie in den 90iger Jahren erst im Jahr 1998 invertierte (siehe Pfeil folgender Chart).

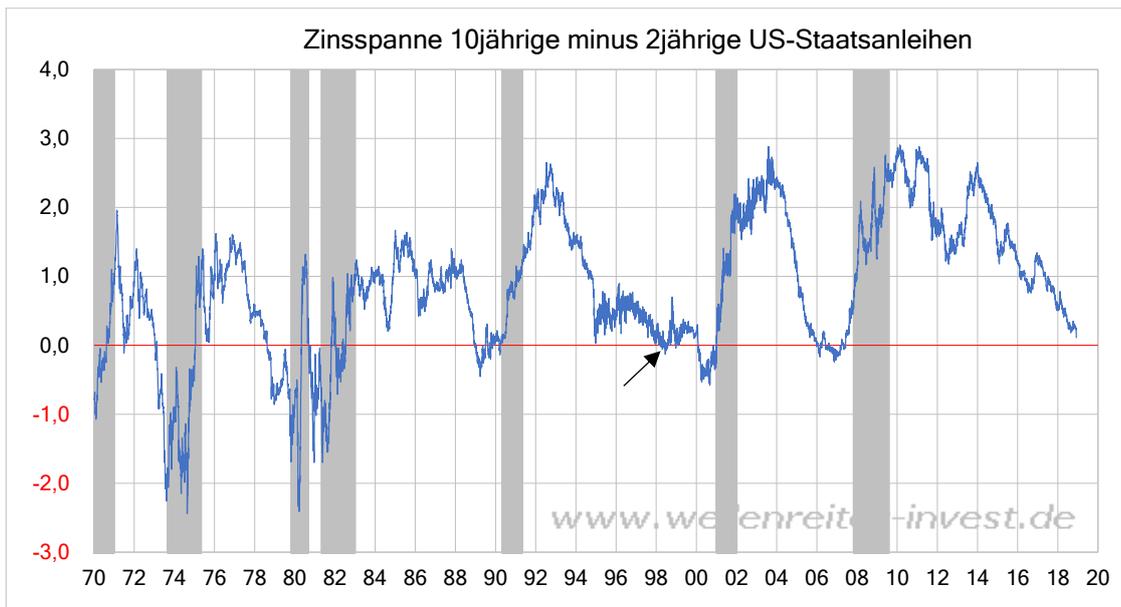


Abb. 1.17: Zinsspanne 10jährige minus 2jährige US-Staatsanleihen

Die größte Präzision gebührt der Zinsspanne 10 Jahre minus 3 Monate (aktuell +49 Punkte). Sie fiel praktisch erst im Jahr 2000 ins Minus, wenn man von einem kleinen Einsprengsel im Jahr 1998 absieht.

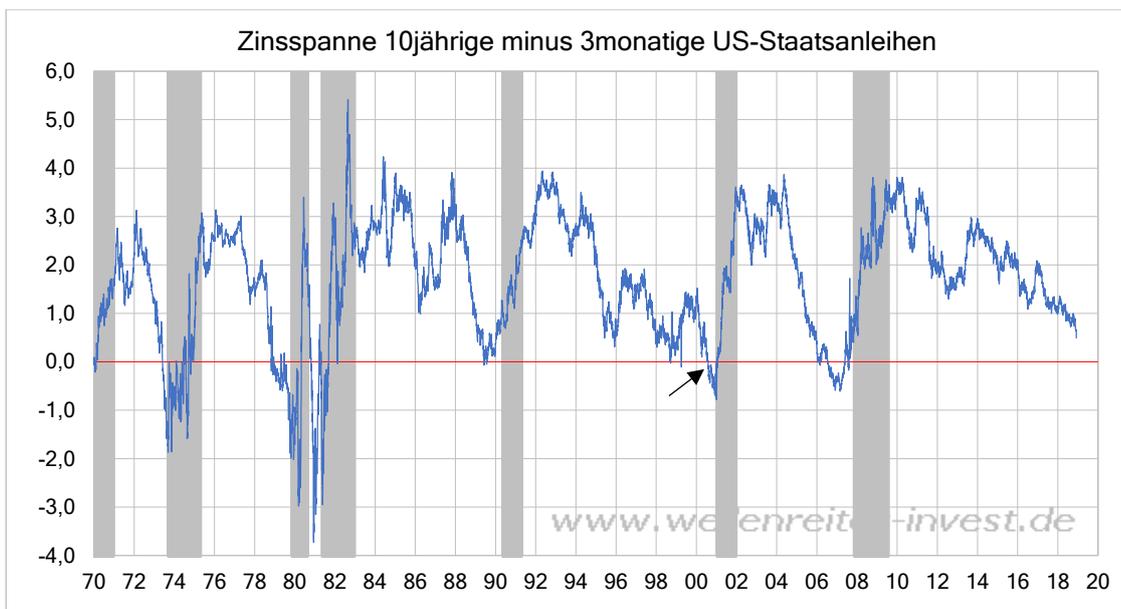


Abb. 1.18: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen

Im aktuellen Umfeld fällt sie zuletzt deutlich, ist allerdings noch nicht invertiert. Danach wäre bis zur nächsten Rezession noch ein längerer Weg zu gehen.

Doch ganz so einfach ist die Angelegenheit nicht. Denn die Differenz 10jährige zu 5jährigen TIPS-Renditen (inflationsgeschützte Anleihen) weist mit einem Wert von -0,07 eine Inversion auf (folgender Chart). Die Erstinversion erfolgte im September 2018.

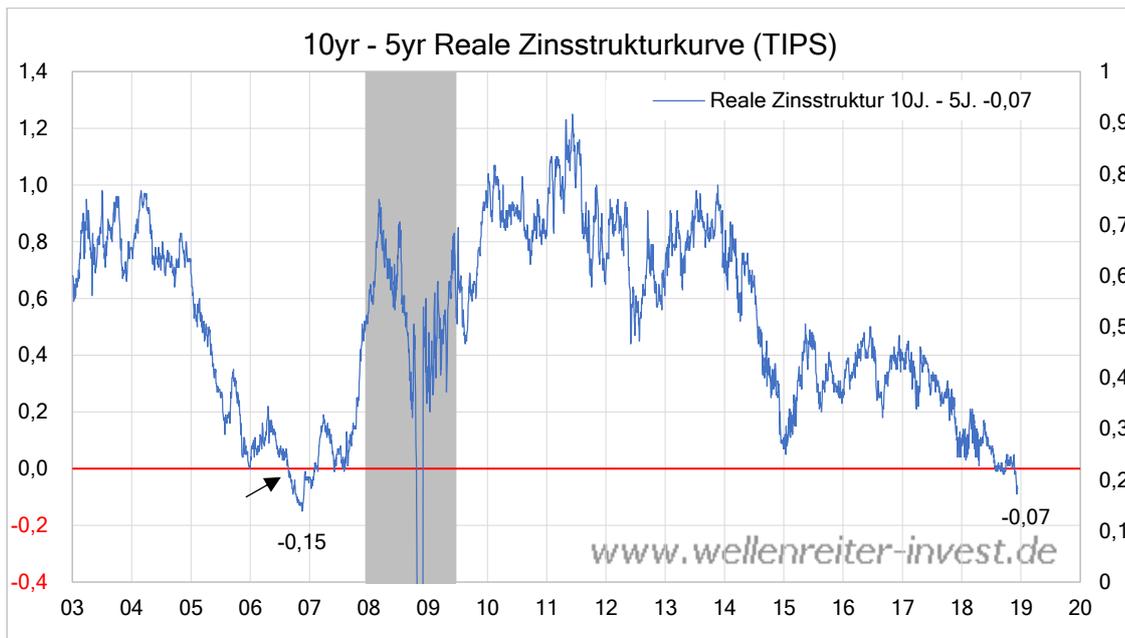


Abb. 1.19: Zinsspanne 10jährige minus 5jährige inflationsgeschützte US-Staatsanleihen

Auch im Herbst 2006 lag eine Inversion vor (siehe Pfeil). TIPS-Daten werden erst seit dem Jahr 2003 veröffentlicht, so dass wir Reaktionen auf frühere Rezessionen nicht beurteilen können.

Es erscheint uns aber plausibel, dass eine Inversion der realen Zinsdaten unter Einbeziehung der erwarteten Inflation eine Aussagekraft in Bezug auf die Entwicklung der US-Konjunktur hat. Der Einbruch der Zinsstrukturkurve im November 2008 ist dem damaligen Extremanstieg der TIPS-Rendite in der 5jährigen Laufzeit zu verdanken (Flucht aus Anleihen wegen Angst vor einem Zusammenbruch des Finanzsystems).

In der Rezessionsdebatte wiegt die reale Zinsstruktur schwer und lässt eine US-Rezession im Jahr 2019 durchaus zu.

Die Spanne zwischen der Rendite der Hochzinsanleihen und den 10jährigen US-Staatsanleihen stellt einen weiteren aussagekräftigen Stressindikator dar. Der BofA/ML High Yield Spread steigt seit Oktober 2018 (folgender Chart).

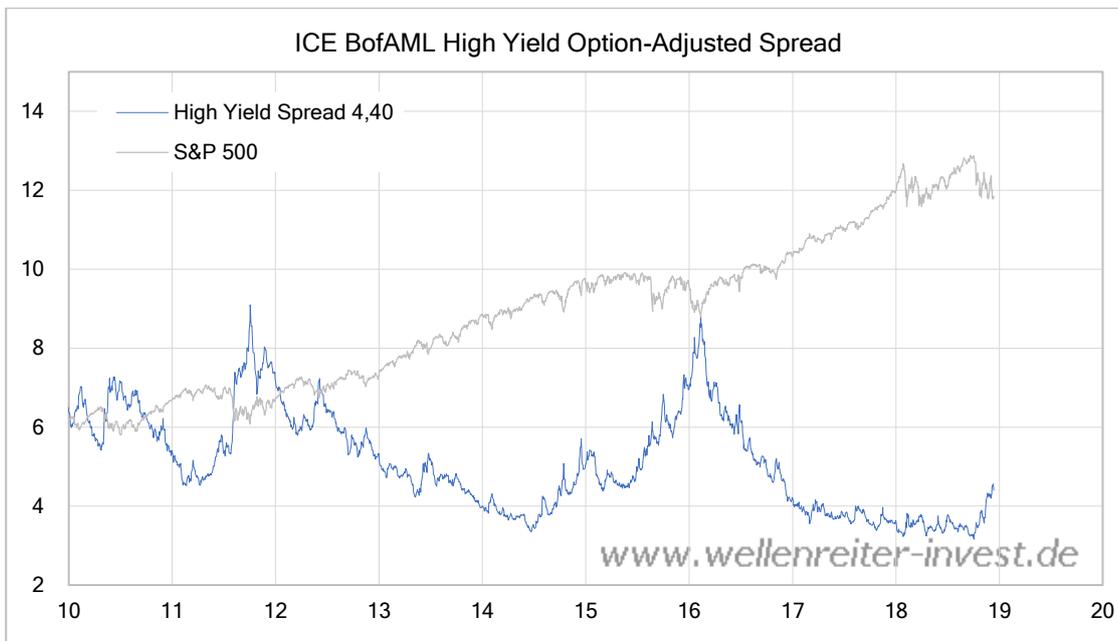


Abb. 1.20: ICE High Yield Spread

Ein Drehen des Trends nach oben indiziert einen steigenden systemischen Stress und drückt oftmals mit etwas Zeitverzögerung die Aktienkurse (siehe 2011 und 2015). Hält der aktuelle Aufwärtstrend in den kommenden Wochen und Monaten an, dann wird sich der Stress negativ am US-Aktienmarkt auswirken. Für die Hochzinsanleihen bedeutet ein Ansteigen des Spreads gegenüber den Staatsanleihen Kursverluste.

Ein ähnliches Bild zeigt die Spanne zwischen den US-Unternehmensanleihen mittlerer Güte (BAA) und denjenigen hervorragender Bonität (AAA).

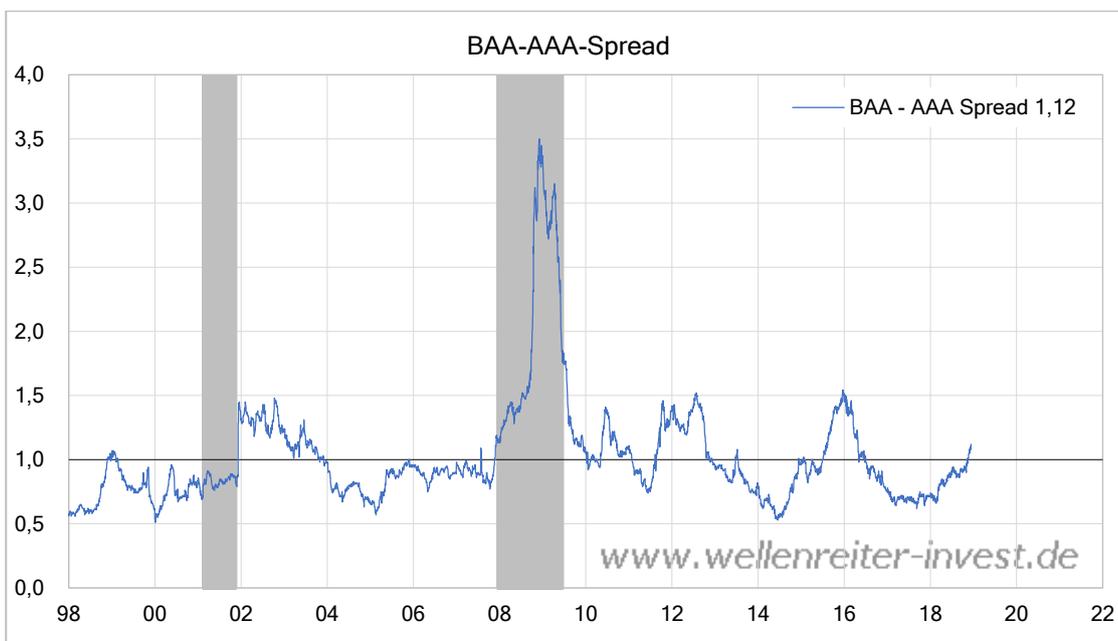


Abb. 1.21: BAA - AAA-Spread

Auch dieser Spread steigt, allerdings bereits seit Anfang des Jahres 2018. Die wichtige 1-Prozent-Marke wurde marginal überwunden. Ein weiterer Anstieg in Richtung 1,5

Prozent wie in den Jahren 1991, 2002, 2011/12 oder Ende 2015 wäre für den US-Aktienmarkt ein Indiz für eine Fortentwicklung des Abwärtsdrucks. Ebenso geraten die Unternehmensanleihen mittlerer Bonität unter Kursdruck, während die Unternehmen mit der besten Bonität als „sicherer Hafen“ angesehen werden.

Der Libor ist der Satz, zu dem sich Banken gegenseitig Geld leihen. Die effektive Fed Funds Rate ist der Zinssatz, zu dem sich Banken bei der Fed kurzfristig refinanzieren können. Die Spanne zwischen dem 3-Monats-Dollar-Libor und der effektiven Fed Funds Rate (Libor/OIS-Spread) gilt als Gradmesser für das Bankenvertrauen. Aktuell beträgt der Libor/OIS-Spread 56 Basispunkte. Er steigt seit Oktober deutlich, hat aber das Frühjahrshoch 2018 noch nicht erreicht.

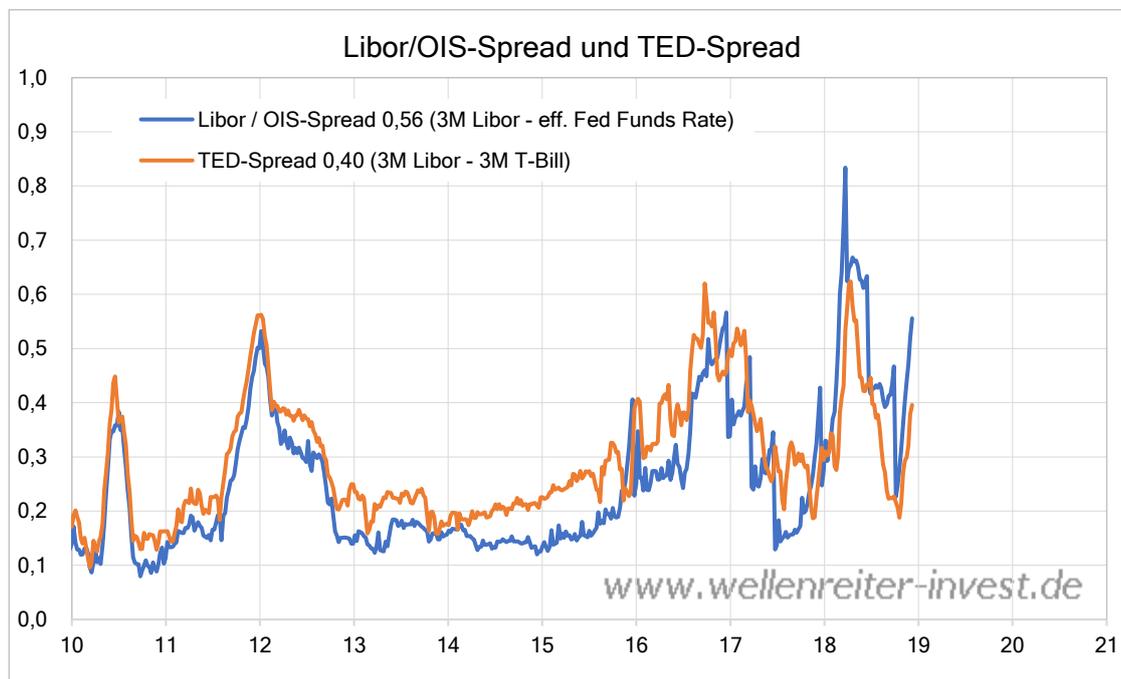


Abb. 1.22: Libor/OIS-Spread und TED-Spread

Der TED-Spread – er beschreibt die Differenz zwischen dem 3-Monats-Libor und der Rendite 3monatiger US-Anleihen – markierte im Oktober 2018 einen Tiefpunkt und steigt seitdem an. Alle Stressindikatoren eint der Anstieg der letzten Wochen.

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

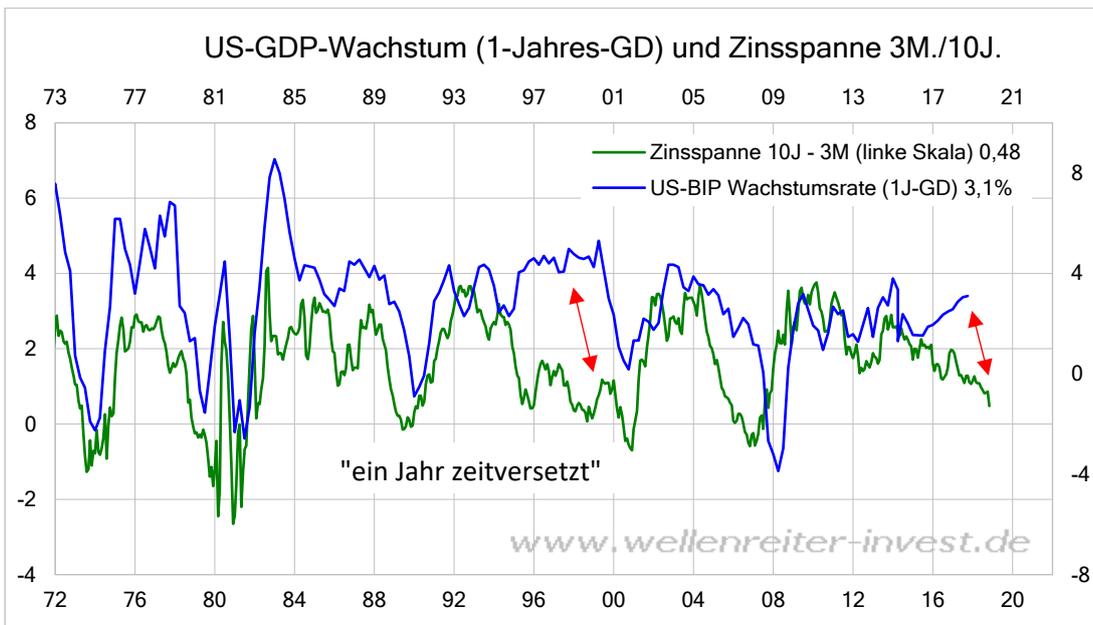


Abb. 1.23: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Dieser Indikator hatte für das Jahr 2018 eine wirtschaftliche Abkühlung vorhergesagt. Eine solche trat bekanntlich in den USA nicht ein. Auch für das Jahr 2019 weist die Verringerung der Zinsspanne auf eine kühlere Phase hin.

In der Phase 1996 bis 2000 stellte das US-BIP die Ohren ebenfalls auf Durchzug. Im Jahr 2001 kam zu einer kurzen US-Rezession. Ansonsten aber hieß es stets: Fällt die Zinsspanne, fällt auch das BIP.

Ein Signal liefert auch die CO₂-Wachstumsrate. Nach einer wichtigen CO₂-Spitze (rote Pfeile folgender Chart) vergingen durchschnittlich etwa zweieinhalb Jahre, bis es zu einer US-Rezession kam. Die letzte CO₂-Spitze stammt aus dem April 2016.

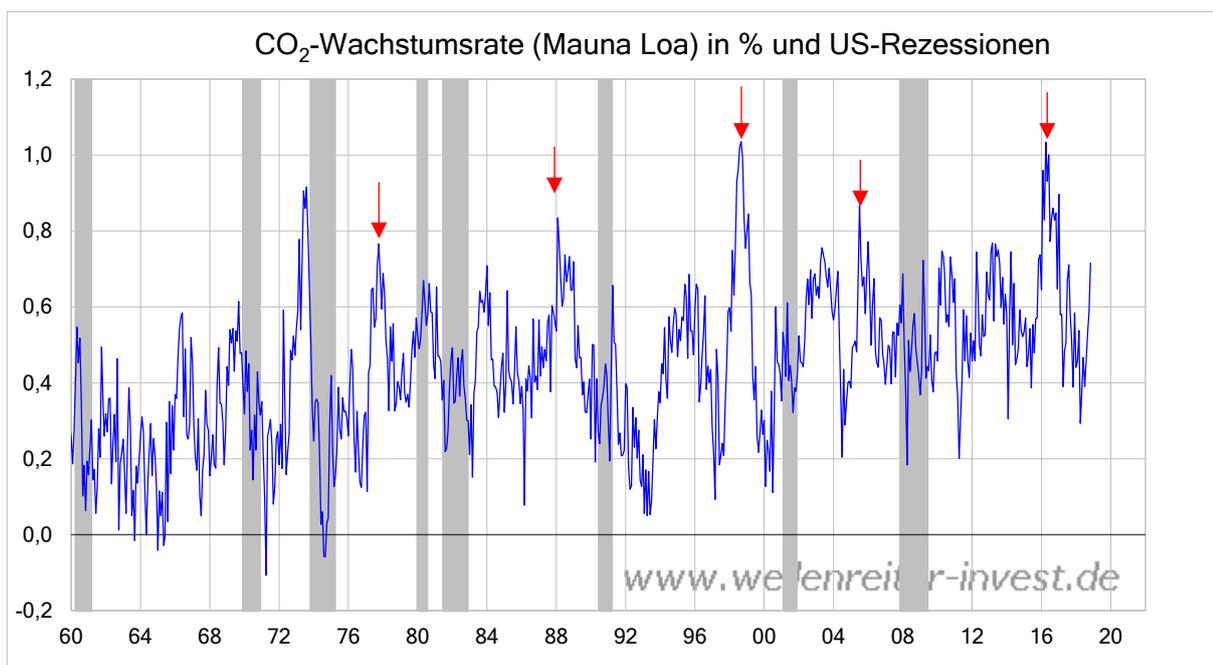


Abb. 1.24: CO₂-Wachstumsrate und US-Rezessionen

Mit Hilfe der nachfolgenden Tabelle stellen wir den Zusammenhang zwischen den CO₂-Spitzen und US-Rezessionen dar.

| CO₂-Peak | Rezession | |
|----------------------------|------------------|--------------------------|
| Okt. 77 | Jan. 80 | 2 Jahre, 3 Monate |
| Feb. 88 | Jul. 90 | 2 Jahre, 5 Monate |
| Sep. 98 | Mrz. 01 | 2 Jahre, 6 Monate |
| Jul. 05 | Dez. 07 | 2 Jahre, 5 Monate |
| Apr. 16 | <i>Okt. 18?</i> | <i>2 Jahre, 6 Monate</i> |

Auch wenn eine US-Rezession noch nicht vorliegen sollte, so ist eine Abkühlung der wirtschaftlichen Aktivität im Weltmaßstab seit einigen Monaten sicher ablesbar. Eine geringere Aktivität reduziert den CO₂-Ausstoß.

Dieser Indikator sollte irgendwann nicht mehr funktionieren. Nämlich dann, wenn sich CO₂-Ausstoß und Weltwirtschaftswachstum entkoppeln. Das Ziel ist klar, aber der Weg ist noch weit.

Den Zusammenhang zwischen Finanzkrisen und dem Bau von Wolkenkratzern mit Höhenrekorden beschrieben wir in einer Kolumne aus dem Jahr 2005 namens „Babylon und Börsenboom“. Derartige Gebäude werden im Boom geplant und meist in der Baisse oder kurz danach eröffnet. Der Burj Khalifa (828m, Baubeginn 2004) wurde als höchstes Gebäude der Welt im Jahr 2010 in Dubai eröffnet. Von 2006 bis 2008 fiel der Aktienindex von Dubai um 83 Prozent.

Im Jahr 2020 soll der Jeddah Tower in Dschidda an der Westküste von Saudi-Arabien fertiggestellt werden (Baubeginn war im Jahr 2013). Die Höhe soll 1.007 Meter betragen. Uns beschleicht eine leise Ahnung, dass die Saudis in der nächsten Krise eine größere Rolle spielen werden. Das Sprichwort „Hochmut kommt vor dem Fall“ gilt mindestens seit Babylon. Beispielsweise würde ein geringerer als ein allgemein erwarteter Ölpreis das Land empfindlich treffen.

Fazit

Die US-Konjunktur rettete ihr hohes Wachstumstempo aus dem Jahr 2017 in das Jahr 2018. Anderen Regionen gelang dies nicht. Einige Stressindikatoren beginnen zu steigen. Wir gehen davon aus, dass sich diese Bewegung im Jahr 2019 intensiviert. Die US-Wirtschaft dürfte sich im Jahr 2019 abkühlen. Auch die Gefahr einer Rezession ist unübersehbar.

1.3 Inflation

Hohe Inflationsraten waren in der westlichen Welt in den 1970er-Jahren ein Malus. China durchlief eine solche Episode Ende der 1980er und Mitte der 1990er Jahre.

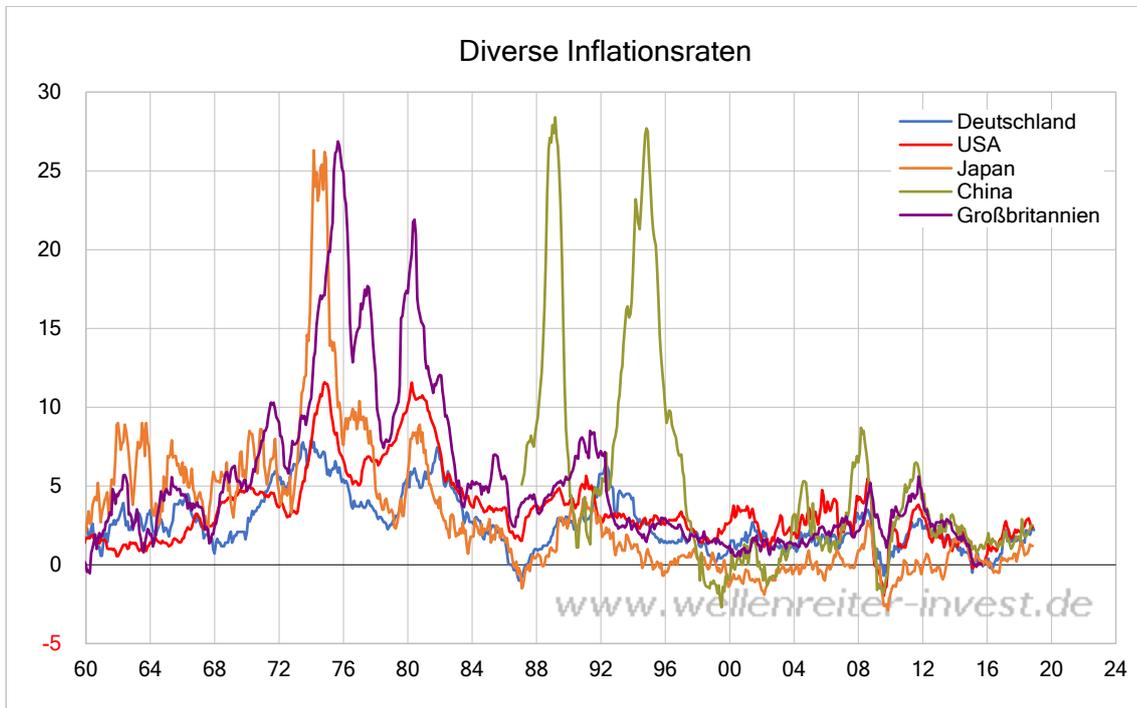


Abb. 1.25: Diverse Inflationsraten

Seither gelten die Inflationsraten - abgesehen von einem kurzen Aufbäumen in den Jahren 2008 und 2011 - als gezähmt. Das Inflationstief des Jahres 2009 ist das Nachkriegstief schlechthin. Fallenden Raten in den Jahren 2011 bis 2015 folgte in den Jahren 2016 bis 2018 ein Mini Aufwärtszyklus.

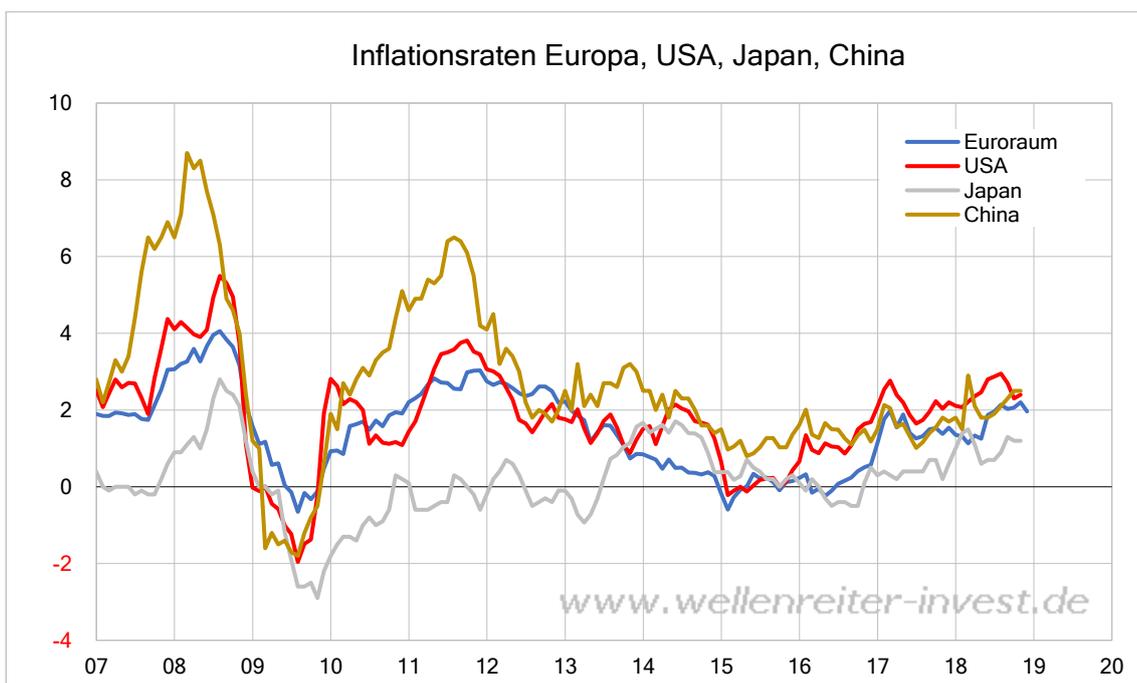


Abb. 1.26: Inflationsraten Europa, USA, China, Japan

Seit Mitte 2018 ist eine Abflachung zu beobachten. Der Zyklus wurde von einem steigenden Ölpreis mitgeprägt. Hinzu kam ein Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne durch die positive Wirtschaftsentwicklung, die zu fallenden Arbeitslosenquoten führten.

Die Lohninflation ist für jede Zentralbank ein wichtiger Faktor. In Phasen steigender Arbeitnehmergehälter hat die Fed stets so lange die Zügel angezogen, bis ein oberer Wendepunkt erreicht wurde.

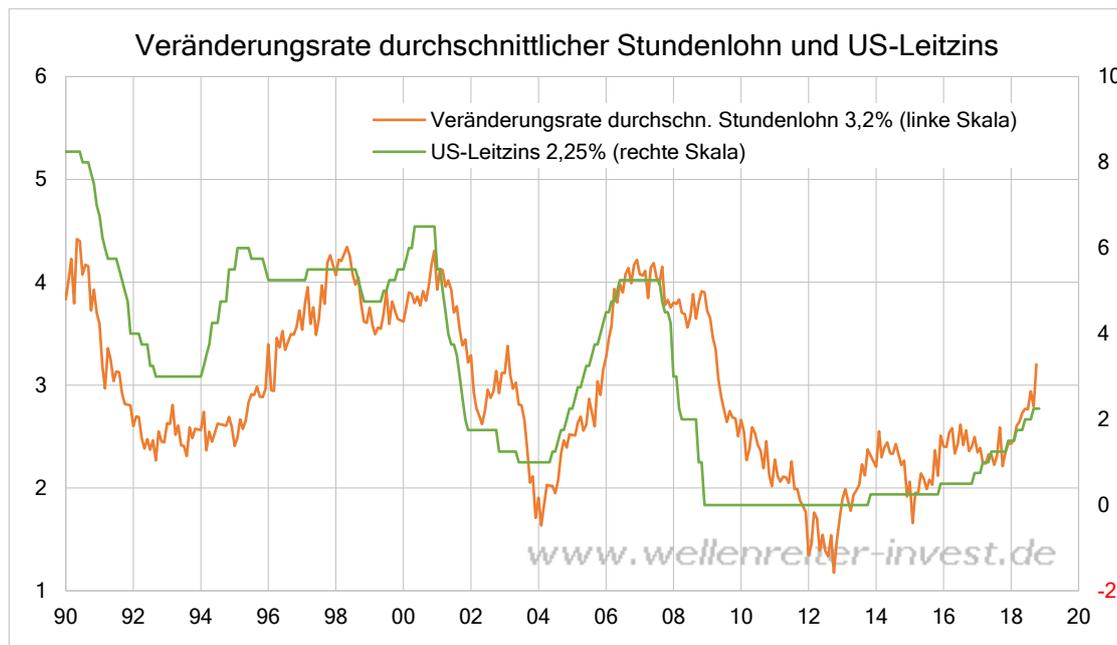


Abb. 1.27: Durchschnittlicher Stundenlohn und Leitzins

Die US-Lohninflation notiert bei 3,1 Prozent und liegt damit deutlich unterhalb der jeweiligen Hochpunkte aus den vergangenen Dekaden. Sie reagiert träge und gilt tendenziell als nachlaufender Indikator auf die Entwicklungen am US-Arbeitsmarkt.

In früheren Zyklen lag der US-Leitzins am Ende eines Zinserhöhungszyklus oberhalb der Veränderungsrate des durchschnittlichen Stundenlohnes. Momentan hinkt die US-Notenbank der Entwicklung der Lohnentwicklung etwas hinterher. Angesichts erster Anzeichen von Schwäche am US-Arbeitsmarkt halten wir einen Verlust der Anstiegsdynamik der durchschnittlichen Stundenlöhne innerhalb der kommenden Monate für wahrscheinlich.

Die 5-Jahres-Breakeven Inflationsrate (folgender Chart) beschreibt die Renditedifferenz 5jähriger US-Staatsanleihen zu 5jährigen inflationsgeschützten Anleihen (TIPS).

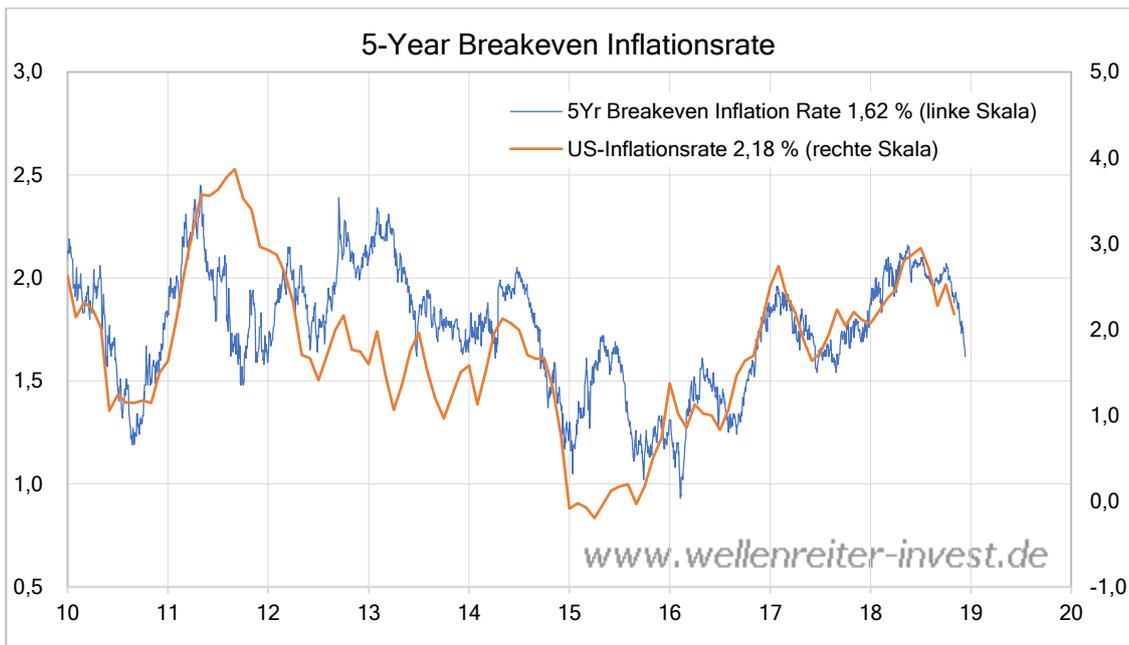


Abb. 1.28: US-Break-Even-Inflation

Diese Methode hat den Vorteil einer Marktpreisbetrachtung. Sie basiert nicht auf Umfragen oder Einschätzungen. Die 5-Jahres-Breakeven Inflationsrate weist deutlich nach unten.

Ein wichtiger Einflussfaktor für die Erwartungen der Investoren bezüglich der Entwicklung der Inflationsdaten ist die Entwicklung des Ölpreises.

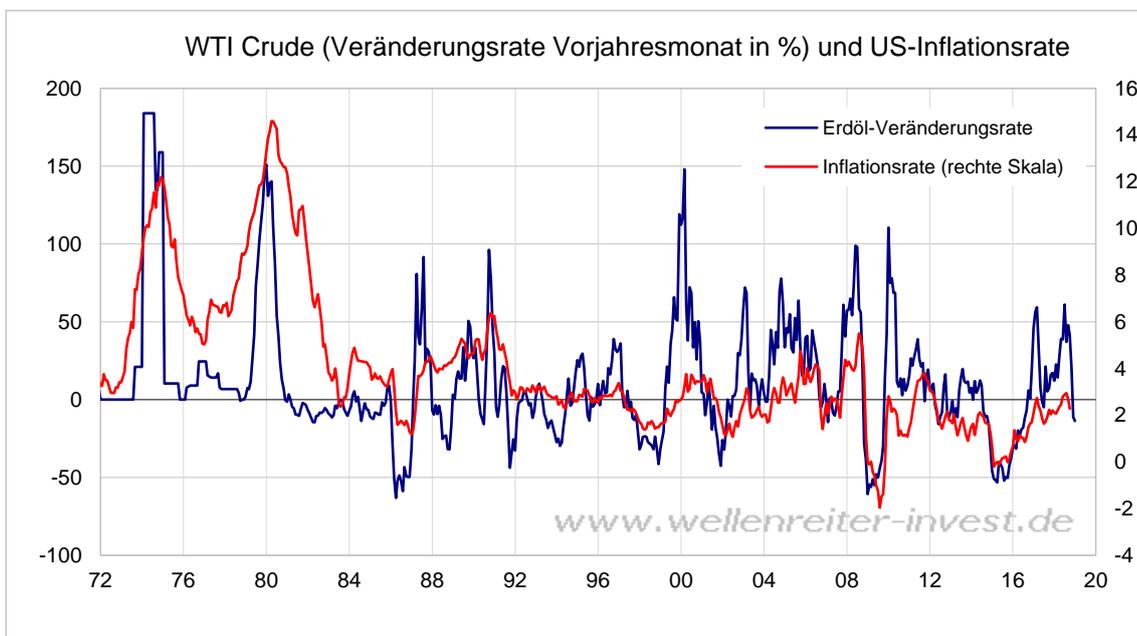


Abb. 1.29: WTI Crude Preisveränderung und US-Inflationsrate

Der deutliche Rückgang des Ölpreises ab Anfang Oktober 2018 dämpft die Inflationserwartungen. Die Erdöl-Veränderungsrate wird mit Blick auf die Basiseffekte insbesondere im ersten Halbjahr 2019, aber wahrscheinlich auch bis in das vierte Quartal 2019 negativ ausfallen.

Aus den genannten Gründen rechnen wir für das kommende Jahr mit einer sich abschwächenden US-Inflationsrate.

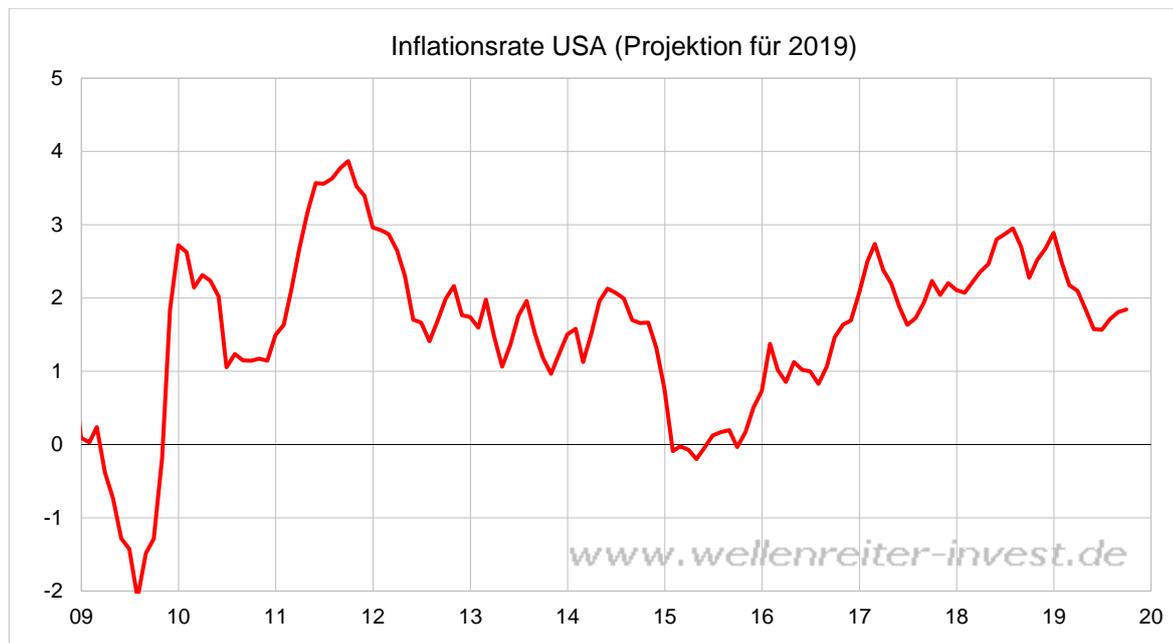


Abb. 1.30: US-Inflation

Zur Jahresmitte sollte die US-Inflationsrate um die 1,5 Prozent notieren. Im Falle einer Rezession könnte die 1-Prozent-Marke in das Blickfeld rücken.

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

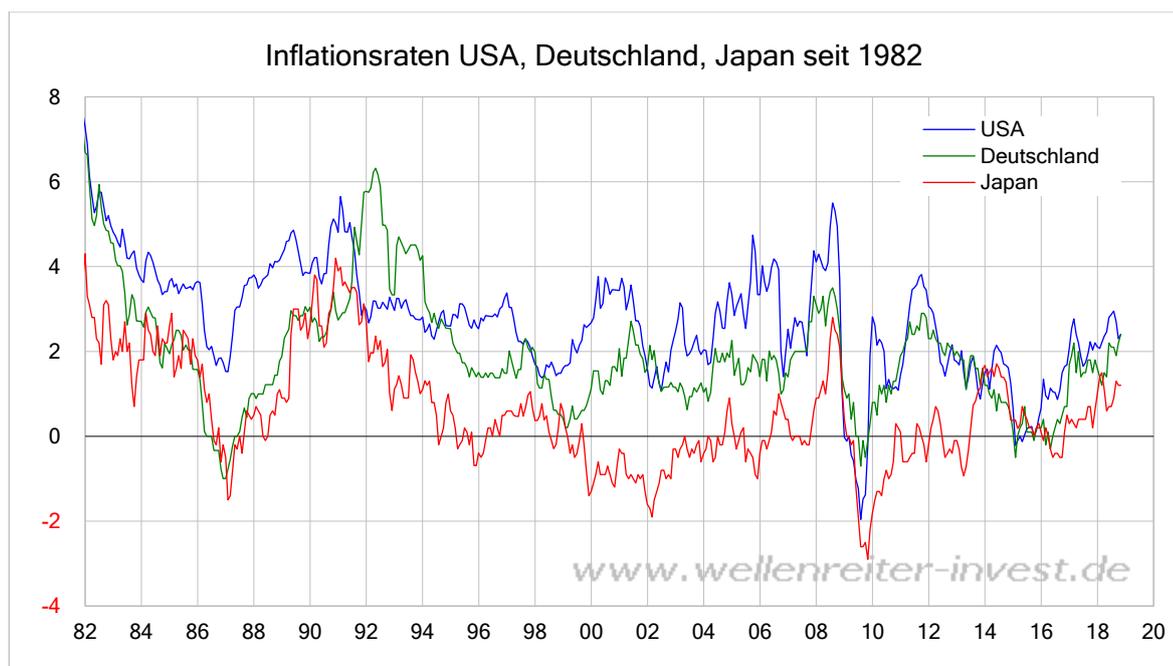


Abb. 1.31: USA, Deutschland, Japan seit 1982

Insbesondere in Deutschland wurden die Inflationsraten im Herbst 2018 aufgrund des ungewöhnlich niedrigen Pegels des Rheins nach oben verzerrt, da die Heizöl- und Benzinpreise sehr deutlich anstiegen. Dieser Basiseffekt wird im vierten Quartal 2019 die deutsche Inflationsrate deutlicher als in den anderen Ländern absinken lassen.

Fazit

Das Jahr 2019 sollte von einer insbesondere in der ersten Jahreshälfte fallenden Inflationsrate geprägt sein. Eine fallende Inflationsrate gibt den Notenbanken die Gelegenheit, weniger stark restriktiv vorzugehen. Deren zu erwartende Vorgehensweise beleuchten wir im folgenden Kapitel. Perspektivisch scheinen höhere Inflationsraten dann möglich, wenn das Einführen von Schutzzöllen zu einem globalen Trend wird.

2. Notenbankpolitik und Anleihen

2.1. Renditen langfristig

Das zyklische Bild für die zehnjährigen US-Staatsanleihen zeigt eine klassische Doppeltiefformation in den Jahren 2012 und 2016, wobei auf Jahresbasis bereits das Jahr 2012 für ein finales Tief nach einer 31jährigen Abwärtsbewegung steht.

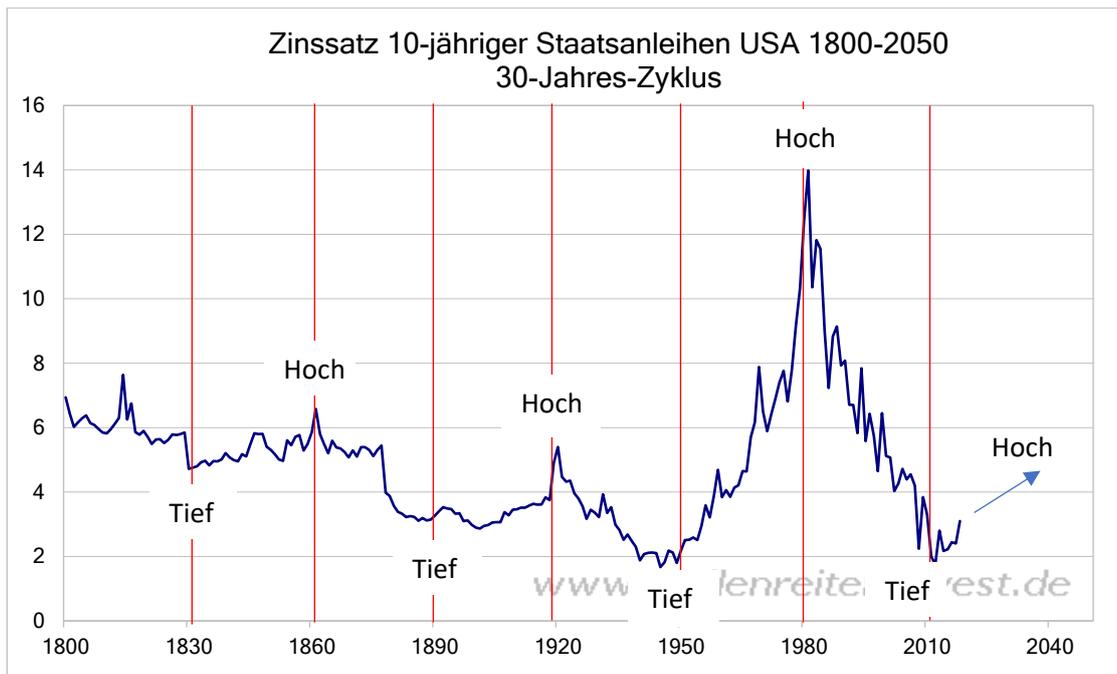


Abb. 2.1: Zinszyklus 10jähriger Staatsanleihen USA 1800-2050

Ein Trendwechsel hin zu höheren Renditen ist eingeleitet, allerdings zeigt der Blick auf die Historie, dass ein solcher Trendwechsel zunächst auch mit zeitlich ausgedehnten Seitwärtsbewegungen und anfangs nur einem sukzessiven Anstieg verbunden sein kann. Das Handeln der Notenbanken unterstützt die zyklischen Bewegungen, aber die Notenbanken selbst agieren nicht autark, sondern sind selbst abhängig von externen Faktoren (Inflations- und wirtschaftliche Entwicklung).

Die EZB liegt im Zyklus hinter den USA und hat bisher noch nicht mit einem Zinserhöhungszyklus begonnen. Trotzdem hat sich auch in Europa bei den zehnjährigen Renditen im Jahr 2016 ein wichtiges Renditetief ausgebildet.

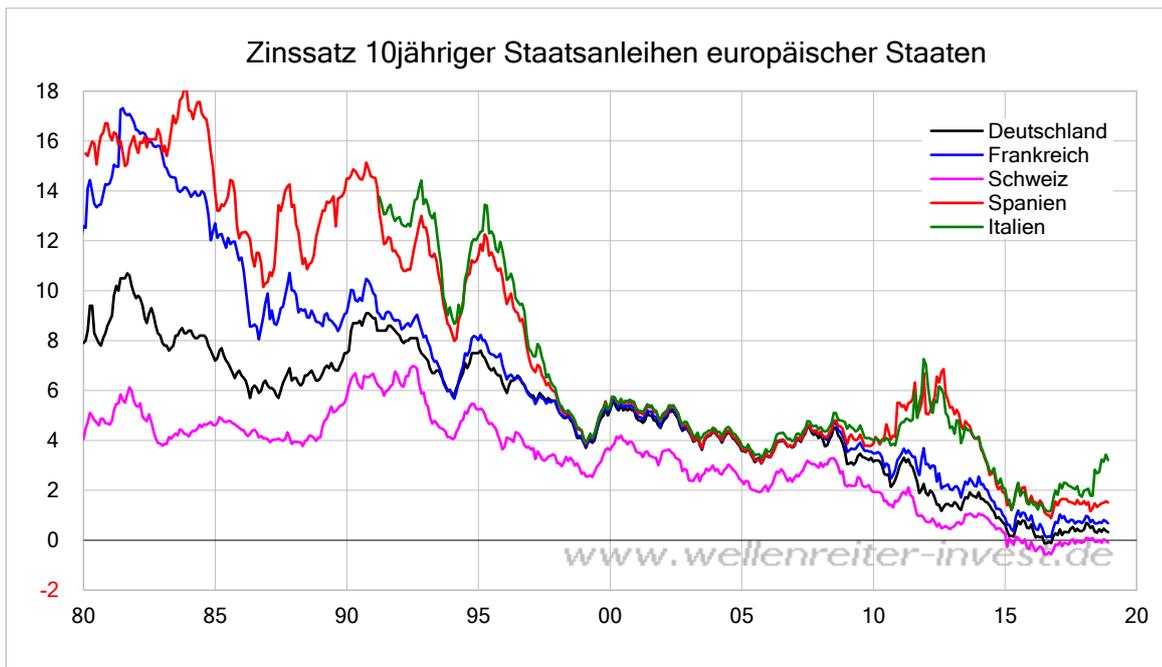


Abb. 2.2: Rendite 10jähriger Anleihen – USA, Deutschland, Japan

In Europa ging der anschließende Renditeanstieg in den letzten 12 Monaten in eine Seitwärtsbewegung über, so dass die Renditen schwächer als in den USA notierten. Hier spielt die kurzfristige Politik der EZB eine Rolle. Auch in Asien und in den Schwellenländern ist das Jahr 2016 als Zinsboden erkennbar.

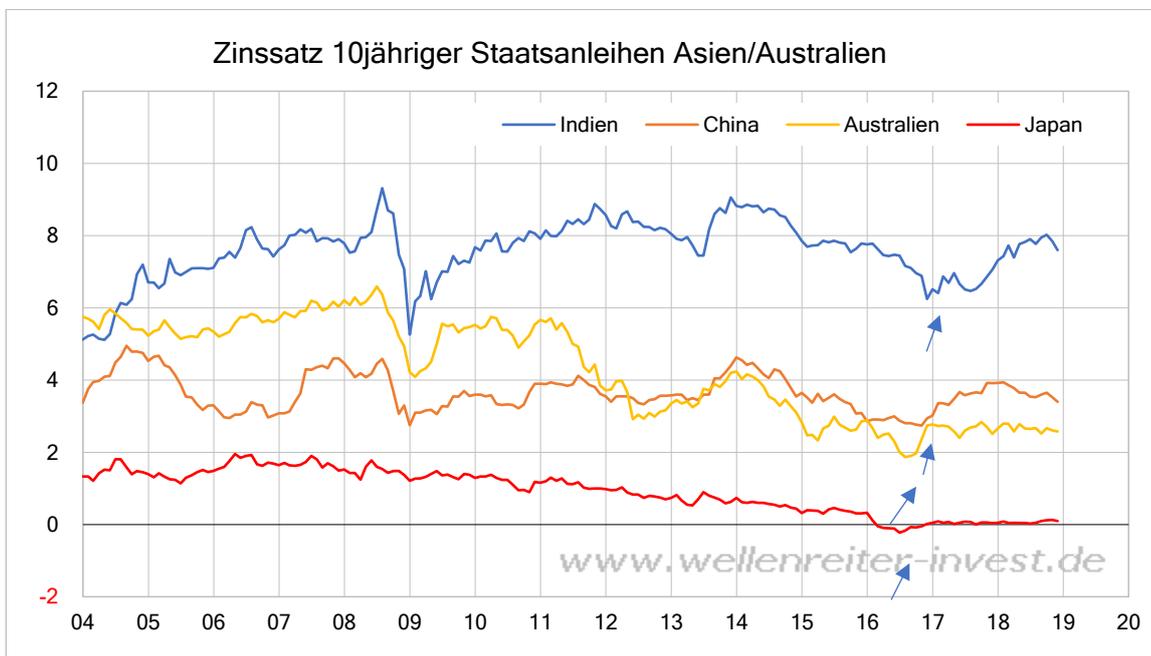


Abb. 2.3: Rendite 10jähriger Anleihen – Asien, Australien

Im Wachstumsland China konnte im Jahr 2018 ein Trend zu leicht fallenden Renditen beobachtet werden. In Australien wie in Europa dominierte eine Seitwärtsbewegung und in Indien stieg die Rendite wie in den USA bis in den Herbst. Japan spielt weiterhin eine Sonderrolle, da die japanische Zentralbank die Rendite der 10jährigen japanischen Staatsanleihen nahe null (bis 0,10 Prozent) hält. Da die dortige Notenbankpolitik unverändert expansiv bleibt, wird Japan diese Rolle beibehalten.

2.2. Bilanzsummen und Staatsverschuldung

Die Bilanzsumme der Fed schrumpft seit Oktober 2017, diejenige der EZB stagniert ab Januar 2019. Aktuell stimuliert nur noch die Bank of Japan über den Kauf von Wertpapieren. Die Ausweisung in US-Dollar führt aufgrund des im Jahr 2018 gefallenden Euro/Dollar zu einer Verringerung der EZB-Bilanzsumme in US-Dollar, obwohl sie sich in Euro ausweitete.

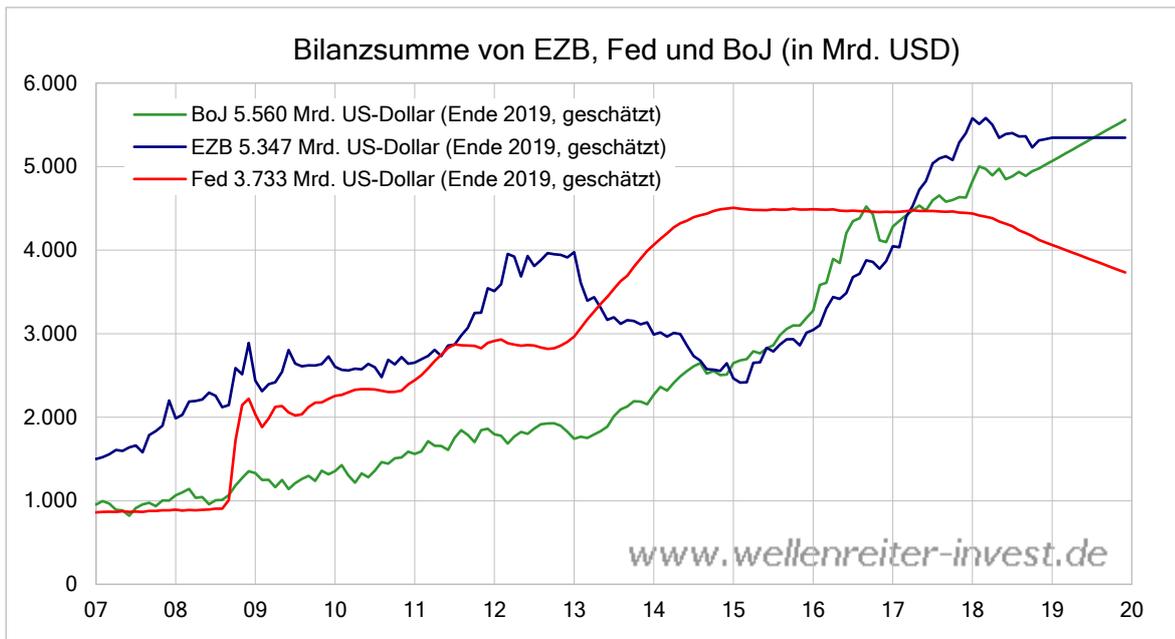


Abb. 2.4: Bilanzsumme BoJ, FED und EZB Entwicklung bis 2019

Die Bilanzsummen der drei großen Notenbanken aggregieren wir nachfolgend.

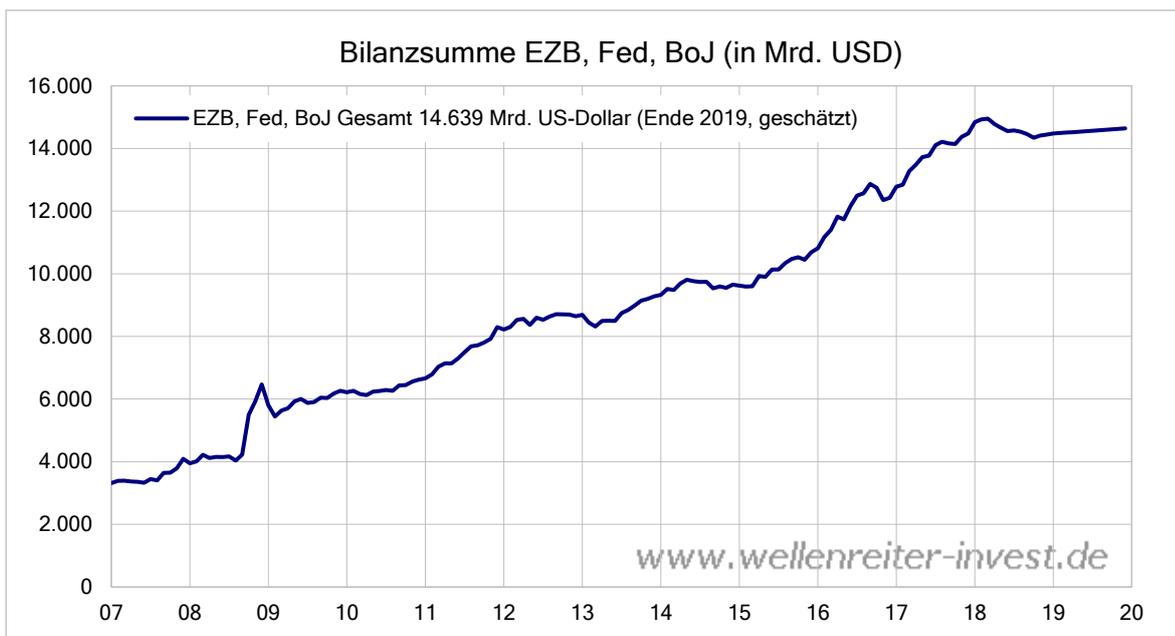


Abb. 2.5: Bilanzsumme BoJ, FED und EZB gesamt

Die Zeit der Expansion der Bilanzsummen der Notenbanken dieser drei großen Wirtschaftsnationen ist seit dem Jahr 2018 vorüber, zuletzt gab es im Oktober 2018 einen Knick. im Jahr 2019 ist aggregiert betrachtet mit einer in etwa stabilen Entwicklung zu rechnen.

Das offizielle Kaufprogramm der Japaner hat zwar einen monatlichen Umfang von 80 Mrd Yen (etwa 70 Mrd US-Dollar) pro Monat, sie nutzte diesen Umfang allerdings zuletzt nicht mehr komplett aus. Auf der anderen Seite reduzieren die Amerikaner ihre Bilanz seit Anfang Oktober 2018 um 50 Mrd US-Dollar pro Monat. Damit erhöht die US-Notenbank das Angebot an US-Staatsanleihen.

Zudem müssen Jahr für Jahr Staatsanleihen emittiert werden, denn die Haushaltsdefizite steigen nach der Steuerreform zunächst an. Das US-Haushaltsdefizit soll im Jahr 2019 noch einmal höher liegen als im Vorjahr. Nach den Projektionen soll dieses Defizit auch in den kommenden Jahren jeweils mehr als eine Billion US-Dollar betragen (Projektion US-Kongressbüro für Finanzen, CBO). Ein deutlicher Konjunkturrückgang (siehe steigende Defizite in den Jahren 2008 und 2009) wurde nicht berücksichtigt.

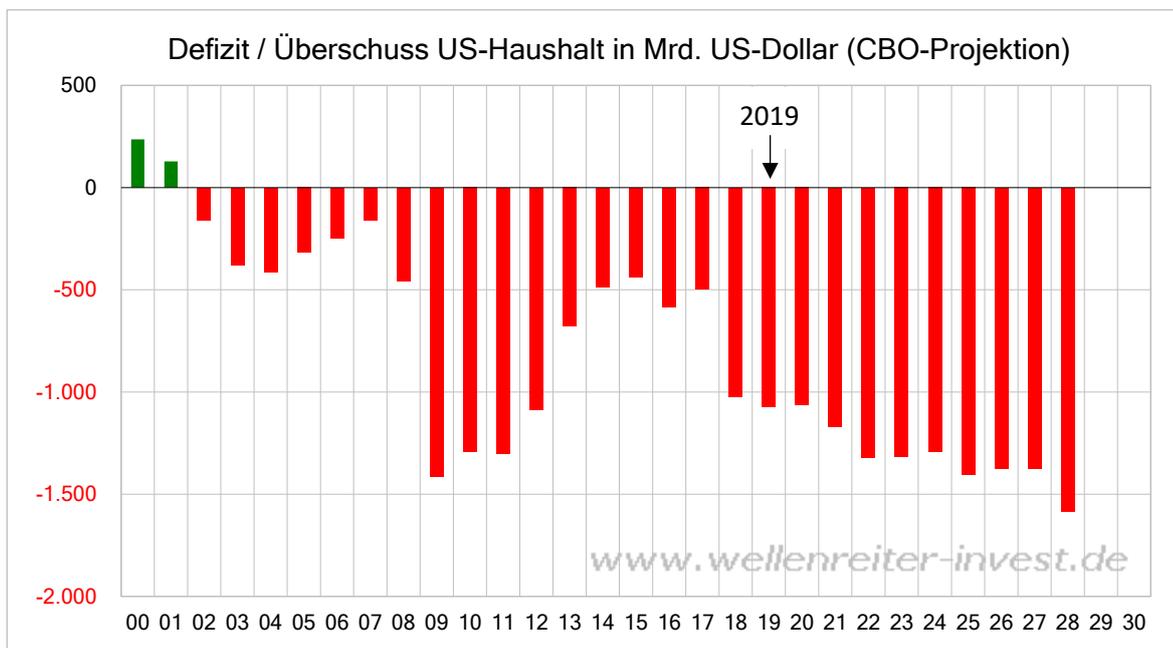


Abb. 2.6: Defizit/Überschuss US-Haushalt (CBO-Projektion)

Auch wenn das US-Wirtschaftswachstum in den vergangenen Jahren höher als in Europa oder Japan ausfiel, so ist die Entwicklung der absoluten US-Staatsverschuldung ein echter Hingucker.

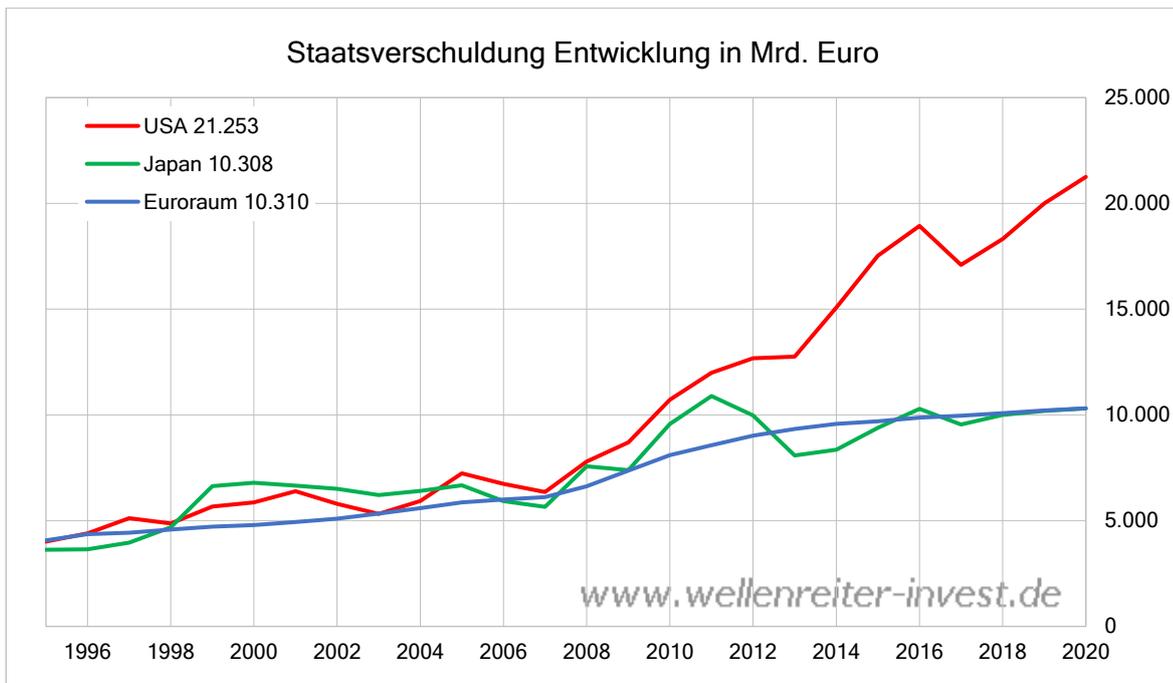


Abb. 2.7: Staatsverschuldung USA, Japan, Euroraum

Auf 21,2 Mrd. Euro soll die US-Staatsverschuldung im Jahr 2020 steigen, das wären so viele Schulden wie diejenigen des Euroraums und Japans zusammen. Noch bis zum Jahr 2011 hielten sich die Schuldenberge Japans und der USA die Waage. Die Euroraum-Verschuldung entwickelt sich hingegen relativ unspektakulär.

Diese US-Defizite müssen finanziert werden. Dabei halten sich China und Japan zurück, weil sie lediglich ihre Bestände konservieren. Da sich die US-Schulden erhöhen, führt die Stagnation der Bestände Chinas und Japans zu einer Schrumpfung der prozentualen Anteile.

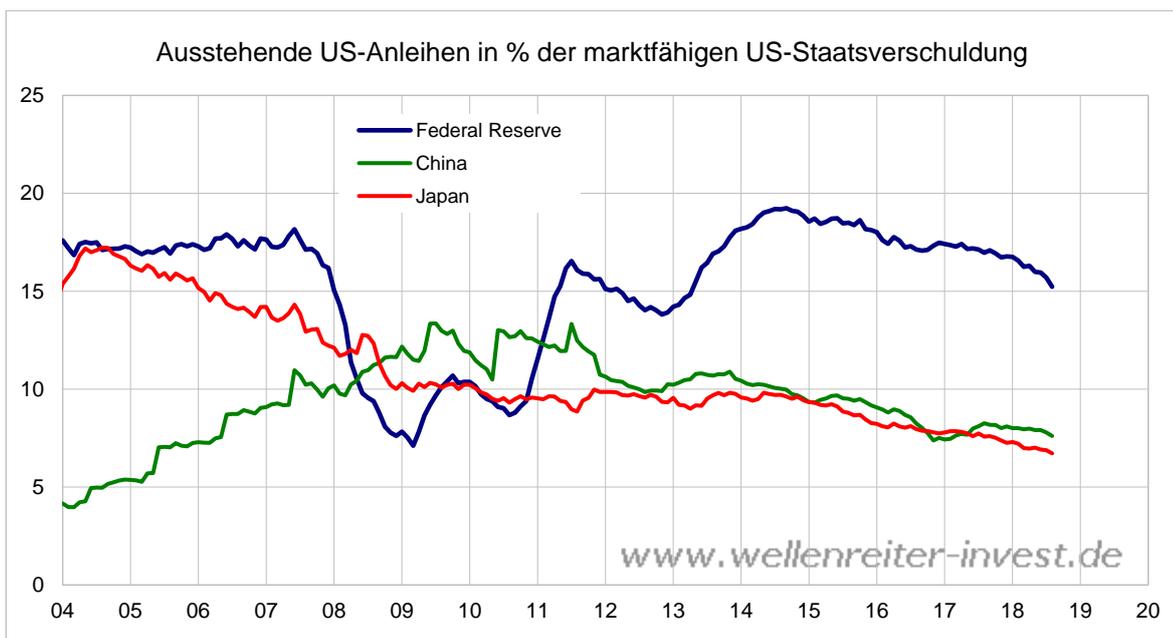


Abb. 2.8: Ausstehende US-Anleihen in % der marktfähigen Staatsverschuldung

Das angesichts steigender Neuemissionen höhere Angebot sowie der Abbau der Bilanz der US-Notenbank führen zu einem beständigen Druck auf die Anleihepreise mit der Folge steigender Renditen. Auf der Nachfragerseite sind neue Quellen als Käufer der Schulden gefragt. Dies können Privatanleger, aber vor allem institutionelle Anleger (u.a. Pensions- und Staatsfonds, Versicherungen) im In-, aber vor allem im Ausland sein. Daher müssen die USA auch im Jahr 2019 bemüht sein, ihren Zinsvorteil gegenüber den Niedrigzinsländern wie Japan oder dem europäischen Raum zu halten.

2.2. USA

„America First“ ist nicht nur das Motto vom 45. US-Präsidenten Donald Trump, sondern auch der US-Notenbank. Nach einem ersten Zinserhöhungsschritt im Dezember 2015 startete der Zinserhöhungszyklus ab Dezember 2016 mit jeweils einem Zinsschritt pro Quartal um 25 Basispunkte. Insofern dauert der Zinserhöhungszyklus exakt zwei Jahre an, wenn man den zweiten Zinsschritt als Startpunkt des eigentlichen Zyklus ansieht. Damit gleicht er zeitlich dem letzten Zyklus 2004-06. Damals erhöhte sich der Leitzins bei jeder Sitzung um 25 Basispunkte, in diesem Zyklus bisher nur bei jeder zweiten Sitzung. Der US-Leitzins notiert am Jahresende bei 2,25-2,50 Prozent.

Die US-Notenbank prognostizierte bei ihrer letzten Sitzung im September drei weitere Leitzinssatzerhöhungen für das Jahr 2019. Am 28. November sprach Fed-Chairman Jerome Powell erstmals öffentlich davon, dass der Leitzins nur noch knapp unterhalb des neutralen Niveaus liegen würde. Diese Rede war eine Abkehr von der zuvor geäußerten Erwartung dreier Leitzinsschritte. Die FED Funds Futures als Spiegelbild der Erwartungen implizieren im Jahr 2019 ein Ausbleiben jeglicher Leitzinsschritte.

FED-Zinsschritte - Markterwartungen

| Fed-Sitzung | Leitzins % (oberer Wert) | Wahrscheinlichkeiten in % | |
|-------------|-----------------------------|---------------------------|-----------------|
| | | Jetzt | Vor einer Woche |
| 2019 | | | |
| 30. Jan | 2,50 | 73 | 70 |
| 20. Mrz | 2,50 | 57 | 56 |
| 01. Mai | 2,50 | 54 | 52 |
| 19. Jun | 2,50 | 46 | 46 |
| 31. Jul | 2,50 | 43 | 44 |
| 18. Sep | 2,50 | 40 | 40 |
| 30. Okt | 2,50 | 39 | 39 |
| 11. Dez | 2,50 | 39 | 38 |

Quelle: CME-FedWatch-Tool

Abb. 3.9: US-Leitzinsentwicklung CME Fed Watch Tool

Im Vorjahr unterschätzten die Investoren den Leitzinserhöhungszyklus der FED deutlich. Für das kommende Jahr gibt es für Investoren eine Neuerung: Es wird nach jeder Notenbanksitzung eine Pressekonferenz geben, so dass die US-Notenbank flexibler in ihrem Zyklus auf wirtschaftliche Entwicklungen eingehen kann.

Die Unsicherheit für Investoren besteht darin, abschätzen zu müssen, ob die US-Notenbank den Leitzinssatz nur bis in den neutralen Bereich anheben wird oder wie weit sie restriktiver wird. Zudem erneuert sich das FED-Board jährlich und der Präsident

von Chicago, Charles Evans, der ein neutrales Zinsniveau bei 2,75 Prozent sieht und sich auch mit 3,25 Prozent wohlfühlen würde, wird im Jahr 2019 stimmberechtigt. Aus den Äußerungen einiger US-Notenbanker lässt sich herauslesen, dass der neutrale Zinssatz bei 3 Prozent plus/minus 25 Basispunkte gesehen wird.

Somit stellt sich für das Jahr 2019 die Frage, ob entweder die Investoren den Pfad der Leitzinssatzerhöhungen wieder unterschätzen oder die US-Notenbank den Zinserhöhungspfad überschätzt. Zwei weitere Leitzinssatzschritte auf ein Niveau von 2,75-3,00 Prozent wären nach den Einschätzungen der Mitglieder der FED in 2019 notwendig, um den neutralen Zinssatz zu erreichen. In einem Umfeld wachsenden Stresses am Kapitalmarkt dürfte der Zinsschritt im Dezember 2018 der letzte Zinsschritt für eine längere Zeit sein. Eine komplette Umkehr der US-Notenbank hin zu Zinssenkungen ist mit Blick auf das relativ niedrige Zinsniveau in Relation zu der Entwicklung der Stundenlöhne in den nächsten Monaten nicht zu erwarten.

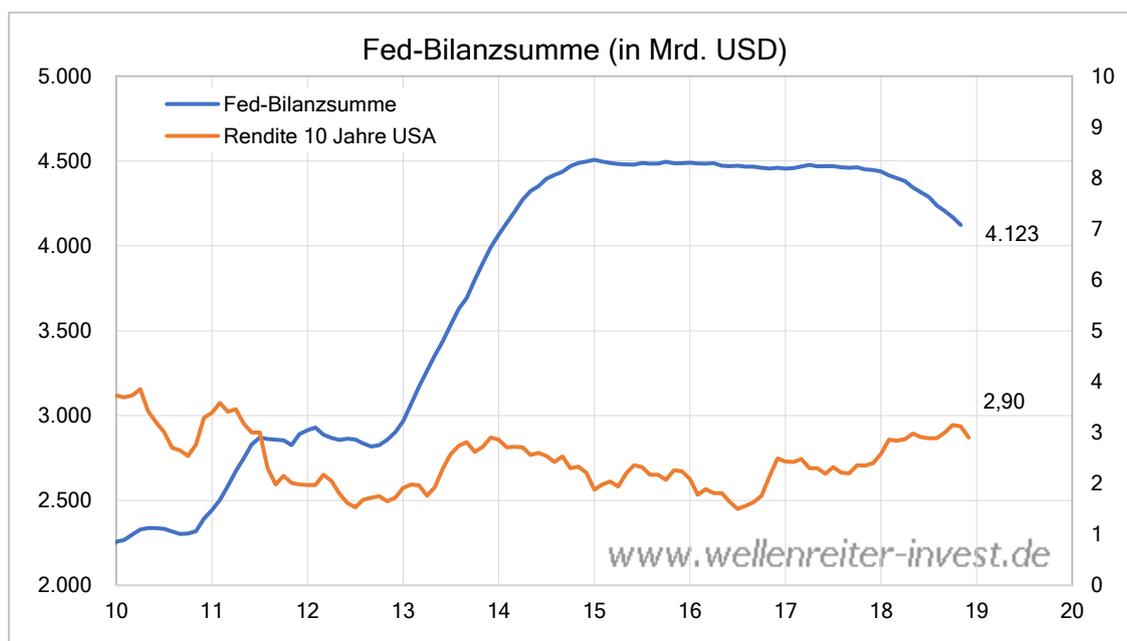


Abb. 2.9: Bilanzsumme Fed und 10jährige US-Rendite

Neben der Anhebung der Leitzinsen bremst die die US-Notenbank durch die Verkürzung der Fed-Bilanz um 50 Mrd US-Dollar pro Monat, die eine Liquiditätsverringering mit sich bringt. Insofern verfolgt die US-Notenbank mit einem Mix aus Leitzinssatzerhöhungen und Liquiditätsverringering eine starke Bremspolitik, die bei Investoren Ängste vor einem Überschießen der Bremsmaßnahmen wecken.

Das Ziel der FED ist nicht ein kompletter Abbau auf das Niveau von Januar 2009, sondern eine Reduzierung in den Bereich von 2.500 bis 3.000 Mrd. US-Dollar. Dieser Prozess wird somit bis in das Jahr 2021/22 andauern, falls er nicht durch einen deutlichen Wirtschaftsabschwung oder eine rezessive Entwicklung unterbrochen wird.

Einen solchen Bremsschritt erwarten die globalen Fondsmanager nach einer Umfrage von Bank of America/Merrill Lynch bei einem Rutsch des S&P 500 auf 2.390 Punkte. Ein Aussetzen des QT-Programmes würde den Liquiditätsrückgang am US-Markt stoppen und von den Investoren als eine positive Entwicklung wahrgenommen werden.

Die Politik der Notenbank beeinflusst stark die kurz- bis mittelfristigen, die sehr langen Laufzeiten aber nur unterdurchschnittlich. In den letzten 10 Jahren hatte die FED durch die Auflage mehrerer QE-Programme einen erheblichen Einfluss auf die Entwicklung der langen Laufzeiten.

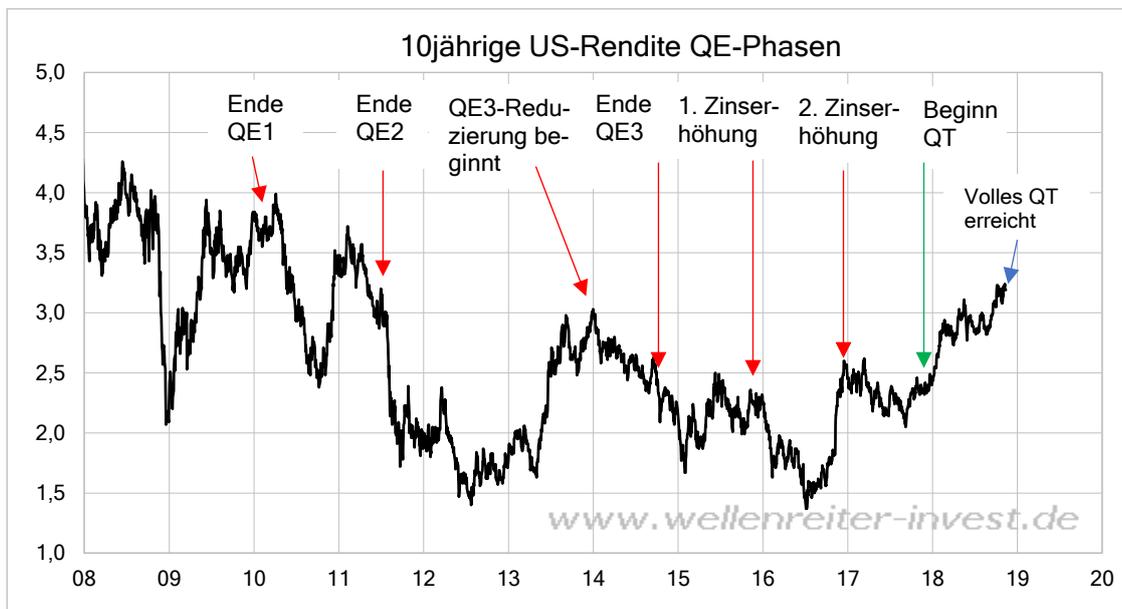


Abb. 2.10: US-Rendite QE-Phasen

Seit Oktober 2017 bremst die FED durch den einsetzenden Abbau ihrer Bilanzsumme mit einem „Quantitative Tightening (QT)-Programm“. Seit Oktober 2018 hat ihr QT-Programm den vollen Umfang von 50 Mrd. Dollar pro Monat erreicht. Seitdem entwickeln sich die Renditen rückläufig. Für Investoren stellt sich generell die Frage, wie lange die langen Laufzeiten in einem Zinserhöhungszyklus üblicherweise steigen.

Im Mai 2000 erhöhte die US-Notenbank ein letztes Mal im damaligen Zinserhöhungszyklus den Leitzinssatz, die dreißigjährigen Renditen toppten bereits im Januar und damit 4 Monate vor dem finalen Zinsschritt. Im Juni 2006 erhöhte sie den Leitzinssatz, die dreißigjährige Rendite toppte im Mai 2006.

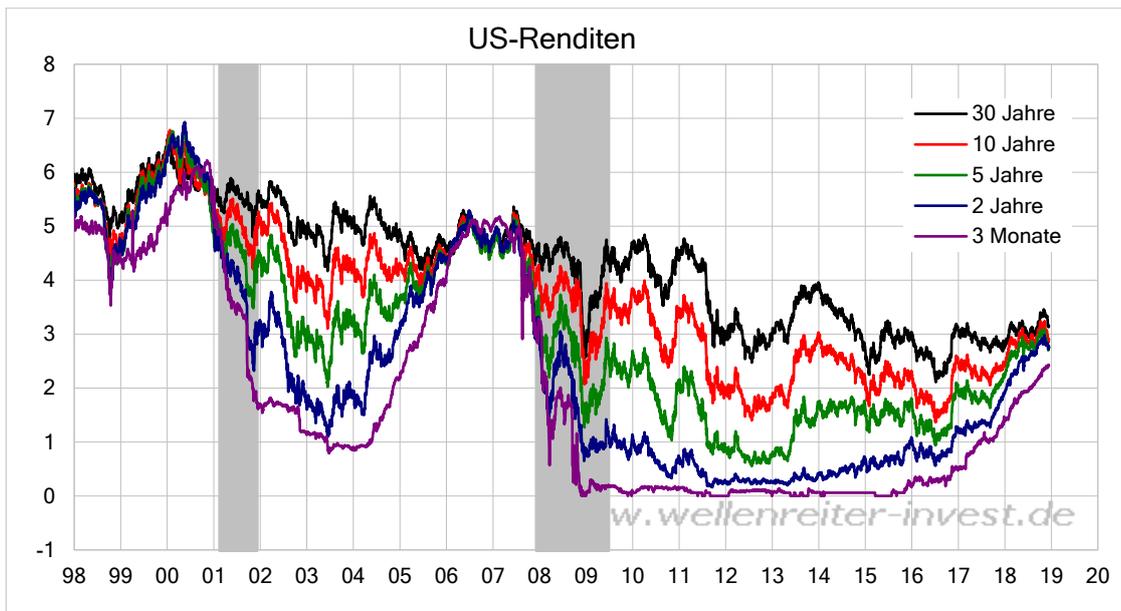


Abb. 2.11: US-Renditen seit 1998

Der Hochpunkt der 30jährigen Rendite bildete sich im Jahr 2018 im November und damit vor dem angenommenen finalen Zinsschritt. Das historische Verhalten spricht dafür, dass die Rendite am langen Ende im November ein wichtiges Hoch erzielt hat. Die Zinsstrukturkurven invertierten im Jahr 2000 nach dem letzten Zinsschritt und im Jahr 2006 davor. Daher ist die momentan fehlende Inversion noch kein Zeichen der Entspannung.

Die Spekulation auf einen Renditeanstieg erreichte Anfang Oktober 2018 ein oberes Extrem. Seither ist sie rückläufig.

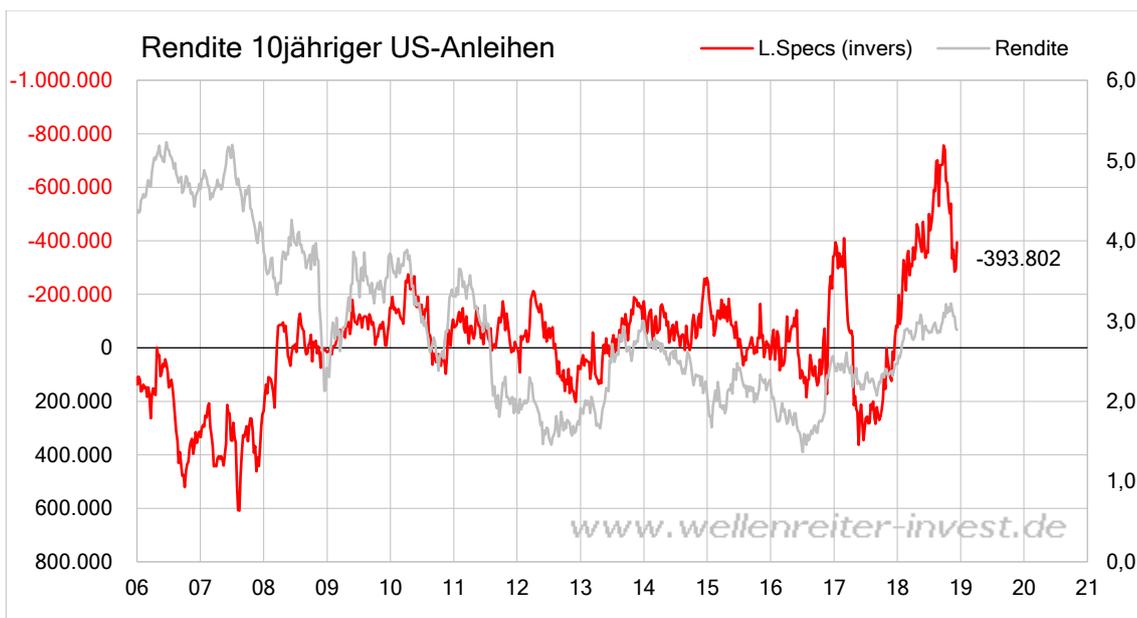


Abb. 2.12: Spekulanten Rendite 10jähriger US-Anleihen

Werte, die früher zu einem Renditetief führten, sind allerdings noch nicht erreicht.

Die Korrelation der Positionierung der Großspekulanten ist mit der dreißigjährigen Rendite am positivsten.

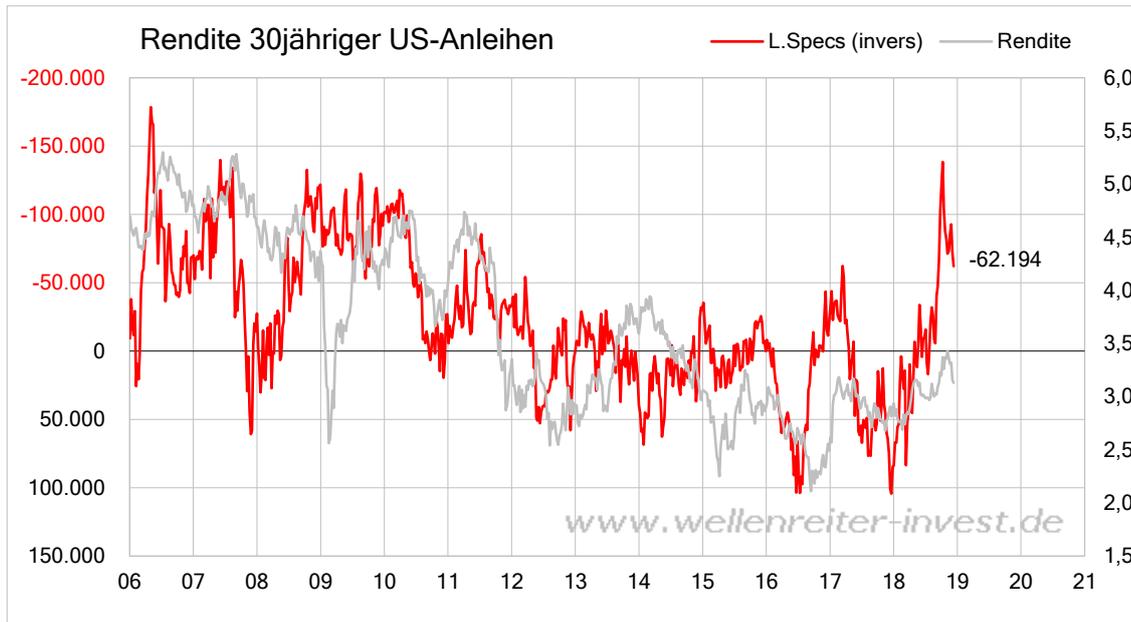


Abb. 2.13: Spekulanten Rendite 30jähriger US-Anleihen

Eine ähnlich starke Netto-Short-Positionierung der Großspekulanten wie im Herbst 2018 konnte in den Jahren 2006 und 2007 beobachtet werden. Damals bildeten die Rendite jeweils Preishochs aus. Dies spricht für eine weiter fallende Rendite am langen Ende.

Der Renditeanstieg 10jähriger US-Anleihen endete im Oktober 2018 vorläufig an seinem 16-Jahres-GD (hellgrüne Linie folgender Chart).

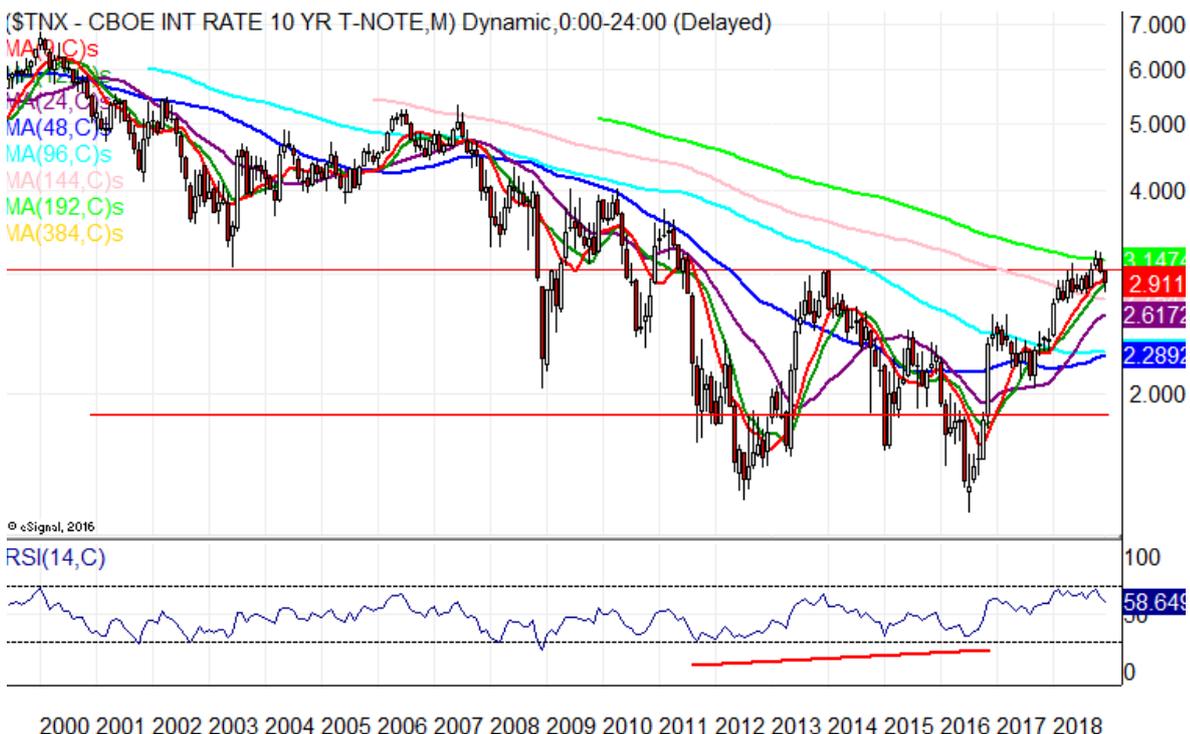


Abb. 2.14: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen Monatschart

Die langfristig potentielle W-Formation droht damit ausgerechnet an der Stelle des Ausbruchs zu höheren Renditeniveaus zu einem Fehlausbruch zu mutieren. Auf dem Wochenchart hat sich eine negative RSI-Divergenz ausgebildet, so dass ein weiterer Pullback möglich und wahrscheinlich ist.

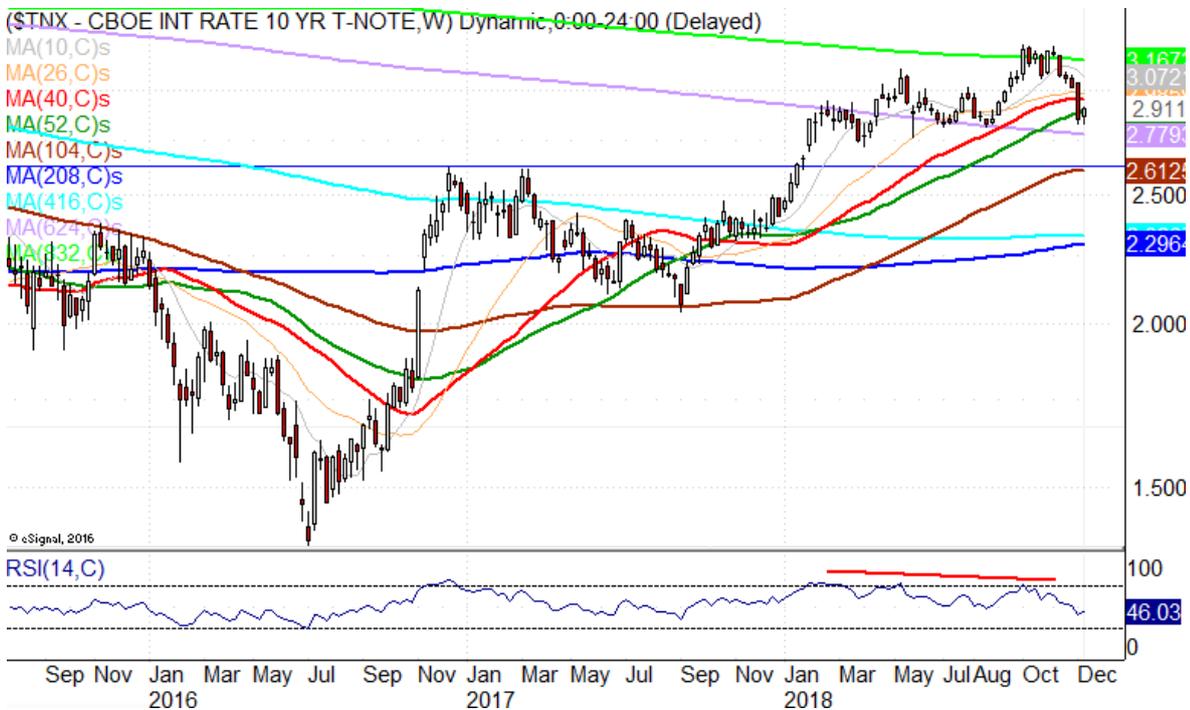


Abb. 2.15: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen Wochenchart

Der Bereich von 2,60 Prozent ist dabei als eine starke Unterstützung anzusehen. Die Rolle des „sicheren Hafens“ der Staatsanleihen kommt insbesondere dann zum Tragen, wenn die Finanzmärkte unter Stress geraten und die Liquidität zunehmend knapper geworden ist. Genau dieser Prozess ist in den letzten Wochen zu beobachten. Ein deutlicher Renditerückgang analog zu den Jahren 2008 und 2011 erscheint im Falle einer erneuten Stressbewegung möglich, sodass auch die 2,30-Prozent-Marke nicht ausgeschlossen erscheint. In einem solchen Fall wäre eine Inversion der Zinsstruktur sicher.

Fazit

In Zeiten eines zunehmenden Stresses am Kapitalmarkt agieren die US-Staatsanleihen als sicherer Hafen und als Fluchtbürg für Investoren. Aufgrund der noch hohen Spekulation am Terminmarkt sind fallende Renditen in Richtung 2,60 und 2,30 Prozent zu erwarten. Der Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank endete im Dezember 2018.

2.3 Europa

Die **EZB** stellt ihr Anleihekaufprogramm Ende 2018 ein. Am Ende der QE-Maßnahmen in dieser Dekade ist die Bilanzsumme auf 4,6 Billionen Euro angewachsen. Das entspricht mehr als einer Verdoppelung seit Auflage des Programms im März 2015.

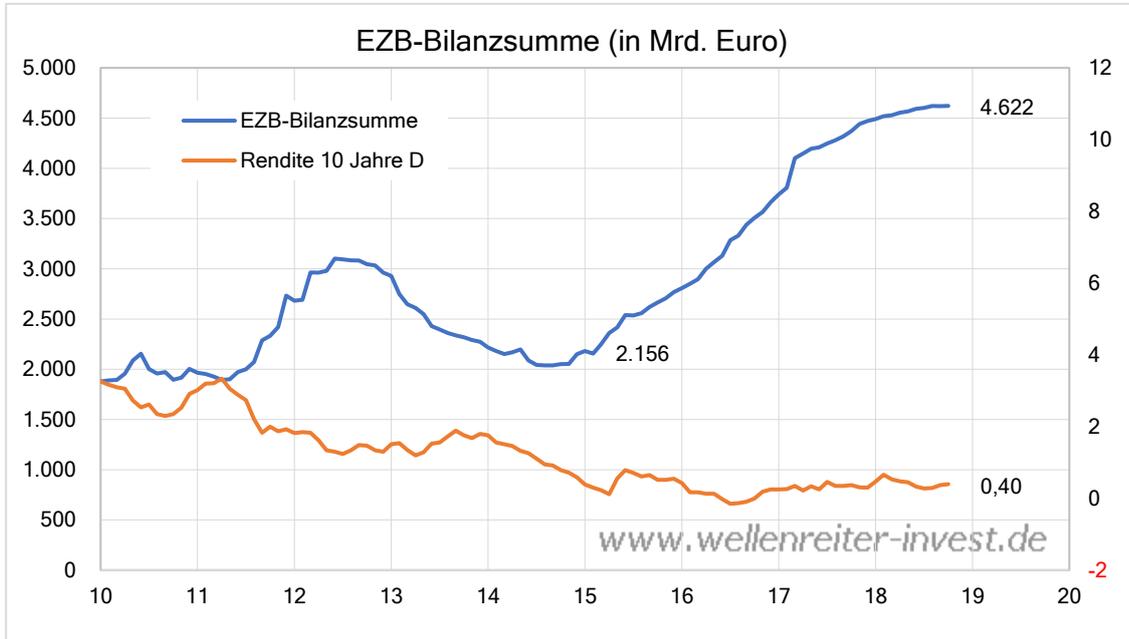


Abb. 2.16: EZB-Bilanzsumme und Rendite

Diese Expansion hielt die Nachfrage nach Staatsanleihen hoch und die europäischen Renditen in Schach. 20 Prozent der europäischen Schulden (2 von 10 Bio.) liegen jetzt auf der Eigenkapitalseite der EZB, dabei ist Deutschland der größte Profiteur. Aufgrund des Kapitalschlüssels hat die EZB 26 Prozent der deutschen Staatsanleihen erworben.

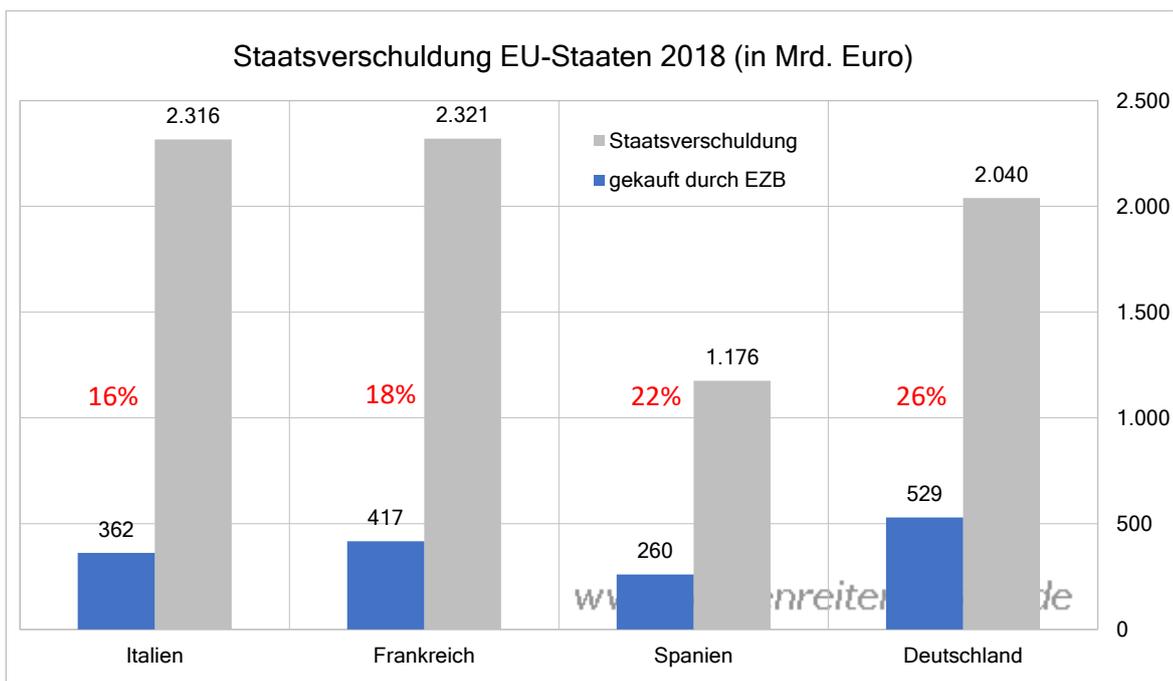


Abb. 2.17: Staatsverschuldung wichtige EU-Staaten

Die Anleihekäufe gehen in dem Sinne weiter, dass fällige Anleihen durch die Käufer neuer Anleihen ersetzt werden, sodass die Bilanzsumme gleichbleibt. Auch soll der Leitzins weiterhin bei minus 0,40 Prozent gehalten werden.

Im Oktober 2019 wird ein Nachfolger von Mario Draghi den Vorsitz der EZB übernehmen. Ein erster Schritt der Straffung wird mittlerweile von der EZB für die Zeitphase „nach dem Sommer“ kommuniziert. Ob dieser erste Schritt noch von Mario Draghi im September 2019 oder von seinem Nachfolger im Dezember 2019 vollzogen wird, erscheint uns im Hinblick auf das Timing sekundär. Ob ein solcher Schritt allerdings wie kommuniziert erfolgen wird, ist zu bezweifeln wie wir noch zeigen werden.

Für die Investoren ist die Frage interessant, welcher Nachfolger das Erbe von „Super-Mario“ antreten wird, der in die Geschichtsanalen durch seine Worte „Whatever it takes“ eingehen wird. Damit bekräftigte er den Status der EZB als „lender of last resort“ im Sommer 2012.

Als geeigneter Nachfolger für Mario Draghi könnte sich Frankreichs Notenbank-Präsident Francois Villeroy de Galhau erweisen. Mit 60 Jahren verfügt er über ausreichend Erfahrung und er wäre eine Person, die die europäische Achse Frankreich-Deutschland zusammenhalten kann. Das Schloss Villeroy de Galhau liegt im saarländischen Wallerfangen. Villeroy de Galhau spricht gut Deutsch und kennt die deutschen Befindlichkeiten. Zudem ist er ein Befürworter der Politik der letzten Jahre, so dass innerhalb der EZB Kontinuität gewahrt werden würde.

Die Staatsverschuldung in Prozent vom BIP ist in Deutschland und Portugal rückläufig. In den anderen Ländern stagniert sie. Dies gilt auch für Italien, das bereits im Jahr 1995 eine BIP-Verschuldung nahe 120 Prozent aufwies. Seither wachsen die Schulden vergleichsweise moderat.

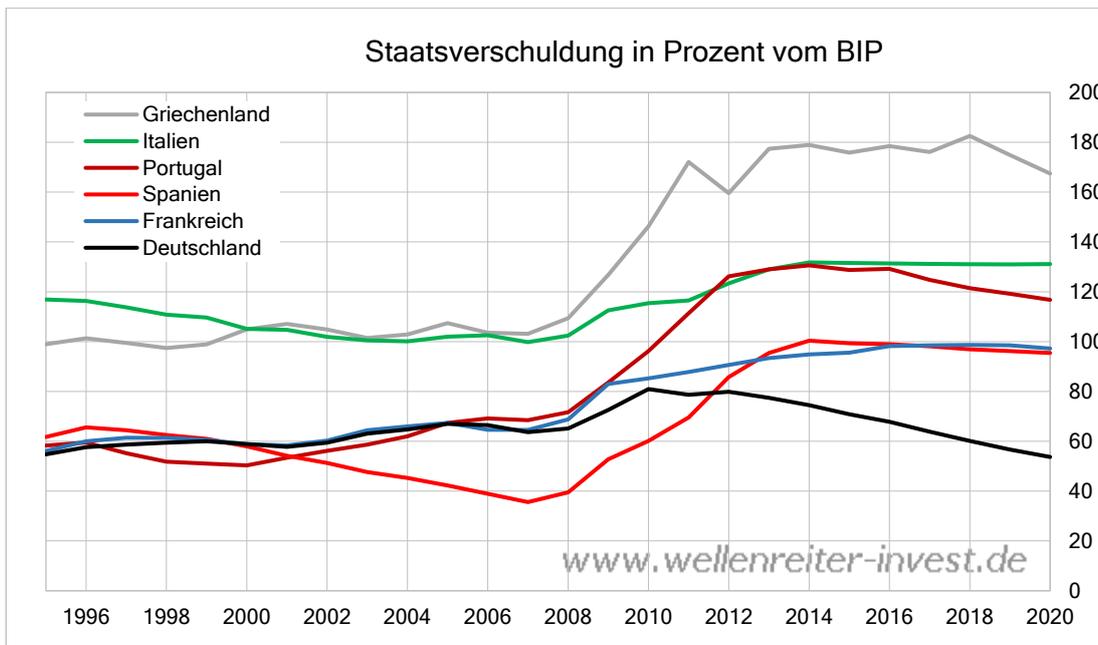


Abb. 2.18: Staatsverschuldung in Prozent vom BIP

Diese Stagnation bei der Staatsverschuldung ist allerdings nicht als Dauerzustand anzusehen. Der Trend hin zu einer steigenden Staatsverschuldung ist absehbar, da das Volk in Italien und in Frankreich höhere soziale Wohltaten einfordert. Der Streik der „Gelbwesten“ zeigt bereits erste Erfolge: Frankreichs Präsident Macron versprach einen monatlichen Aufschlag von 100 Euro für die meisten Mindestlohverdiener, brutto gleich netto bei Überstunden und steuerfreie Weihnachtsprämien für mittlere Einkommen. Die andauernden Proteste in Frankreich und das zähe Ringen von Italien mit der EU, ein höheres Defizit machen zu dürfen, zeigen einen Trendwechsel hin zu höheren Defiziten an.

Der deutsche Finanzminister muss bis zur Laufzeit von sieben Jahren keine Zinsen bezahlen, sondern erhält im Gegenteil Geld. Die „schwarze Null“ und das Erzielen von Überschüssen ist zu einem nicht geringen Anteil den sinkenden Zinszahlungen zuzuschreiben (folgender Chart).

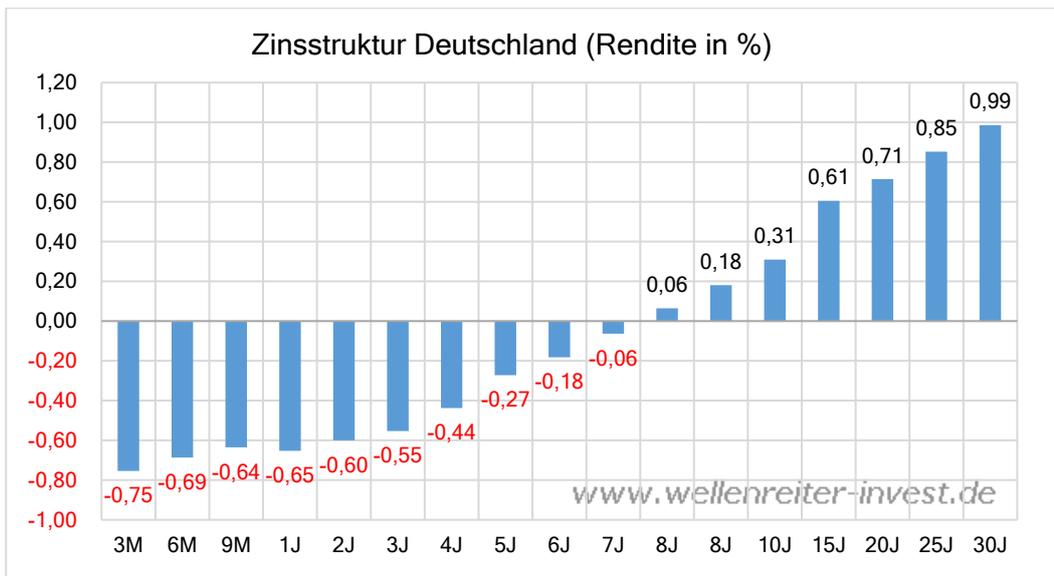


Abb. 2.19: Zinsstruktur Deutschland

Die Renditen in Deutschland liegen bis zu einer Laufzeit von 4 Jahren unterhalb des Leitzinssatzes. Die Investoren preisen keinen Anstieg der Leitzinsen in den nächsten Jahren ein. Sollten sich die Investoren irren und die EZB Ende des Jahres 2019 einen Zinserhöhungszyklus starten, ergäbe sich ein deutliches Korrekturpotential für die Renditeentwicklung in Deutschland nach oben. In einem wirtschaftlichen Abschwung ist dies allerdings unwahrscheinlich.

Negative Renditen sind übrigens in allen Euro-Ländern zu beobachten, dies gilt auch für Italien.

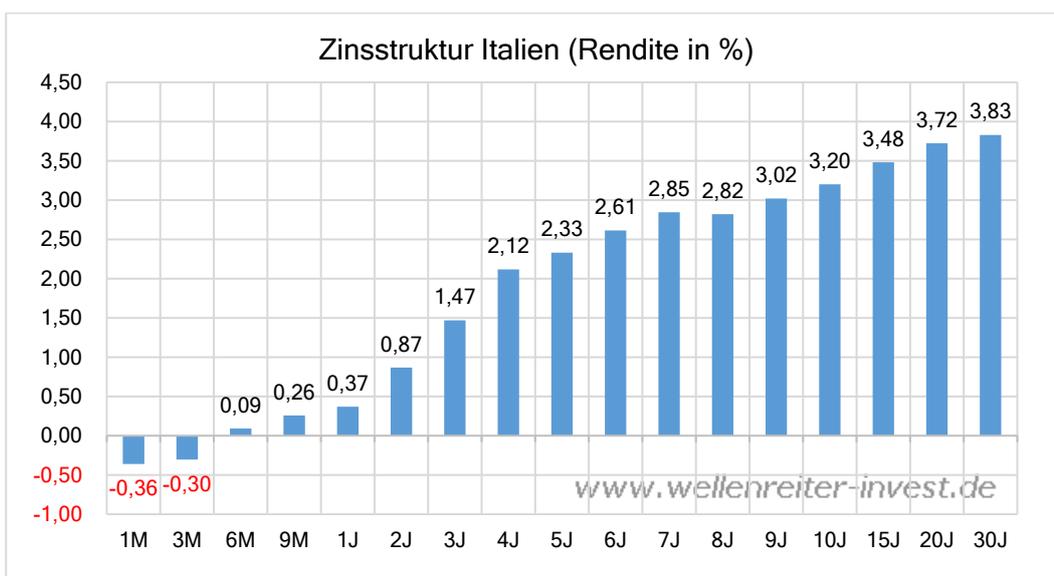


Abb. 2.20: Zinsstruktur Italien

Die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen steigen ab einer Laufzeit von zwei Jahren sprunghaft an, so dass erkennbar wird, dass die Investoren auf Sicht von 2-4 Jahren beginnen, die Entwicklung in Italien im Euroverbund zu hinterfragen.

Die Zinszahlungen der öffentlichen Haushalte in Prozent vom BIP gestalten sich in Europa überschaubar. Erst ein Reißen der 6-Prozent-Marke würde die Budgets über Gebühr belasten. Geschieht dies, wird selbst die Erfüllung von Pflichtaufgaben zum Problem.

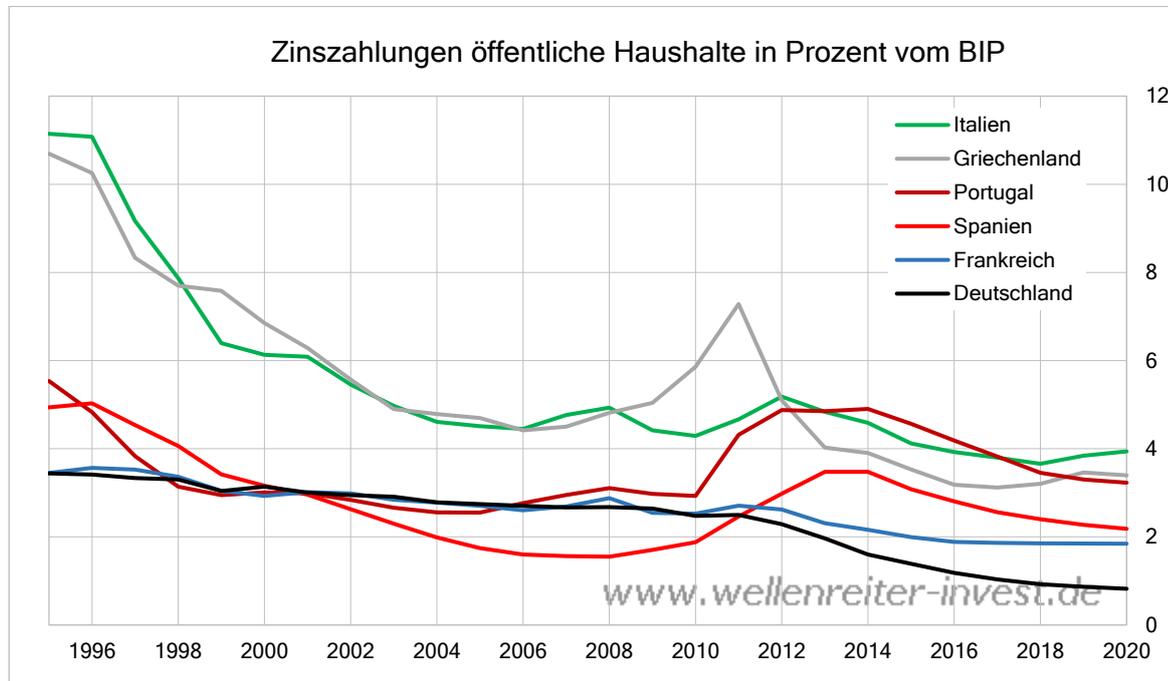


Abb. 2.21: Zinszahlungen öffentliche Haushalte

Griechenland überschreitet die 6-Prozent-Schwelle im Jahr 2011. Daraufhin wurde ein Haircut erwirkt, die Hälfte der Schulden wurden entlassen. Das Land wurde vom Zinsmarkt abgehängt und erhält seither Sonderkonditionen.

Die Projektion der Europäischen Kommission sieht für Italien für die kommenden Jahre eine Überschreitung dieser Marke nicht vor. Die Zinszahlungen Italiens sind allerdings die höchsten in Europa, zudem muss Italien momentan einen signifikanten Aufschlag gegenüber Ländern wie Spanien oder Portugal bezahlen.

Gleichwohl sorgt eine Staatsverschuldung von 130 Prozent vom BIP bei einem gleichzeitigen Verlust der Bonität für sorgenvolle Minen in der EU und bei der EZB. In einem wirtschaftlichen Abschwung fokussieren sich die Investoren auf Qualität, während die spekulativen Werte minderer Qualität besonders leiden. Dann steigt das Risiko an, dass die Renditen schwacher Schuldner – und hierzu zählt Italien – weiter steigen. Dann ist auch ein Anstieg in Richtung 6-Prozent-Marke denkbar.

Anders als im Jahr 2012 erfolgte eine Ansteckung anderer europäischer Staaten bisher nicht. Fallende Arbeitslosenquoten stabilisieren Europa bisher.

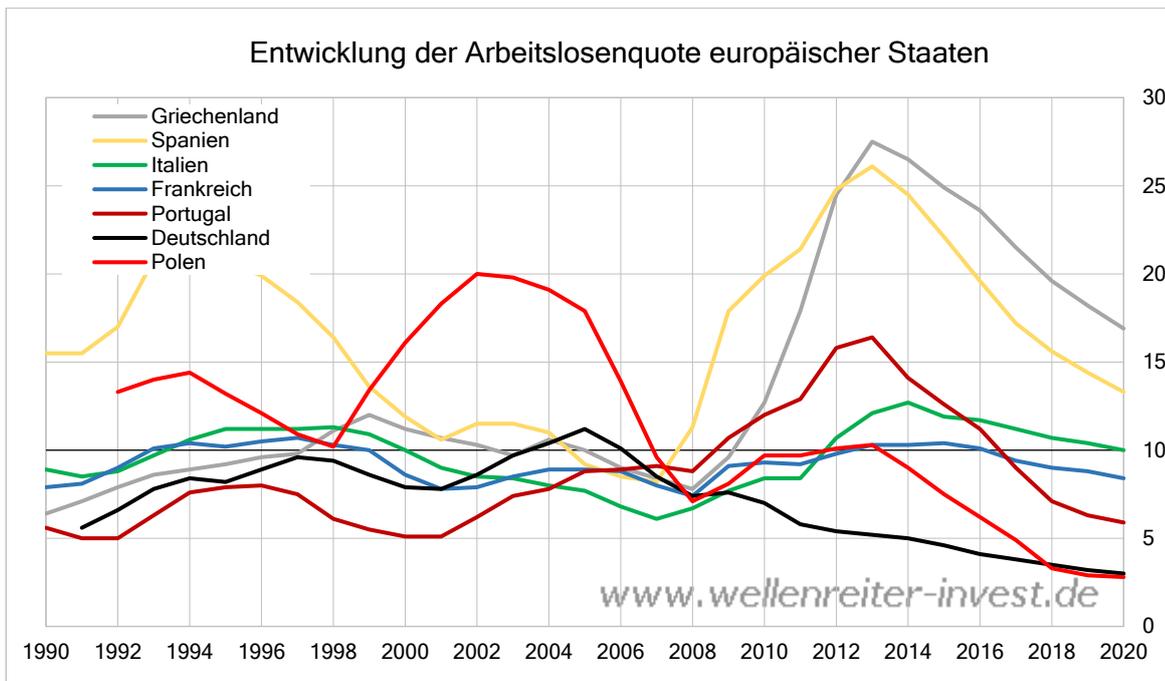


Abb. 2.22: Entwicklung der Arbeitslosenquote europäischer Staaten

Dieser Trend hält unvermindert an und ist ein signifikanter Unterschied zu den Jahren 2011 und 2012, da damals die Arbeitslosenquoten seit Ausbruch der Finanzkrise 2008 anstiegen. Eine Problemlösung für Italien („Too Big to fail“) dürfte im Rahmen einer ökonomischen Krise erfolgen. Ähnlich wie Griechenland würde Italien die Hilfe nicht bedingungslos erhalten. Erst bei einer tiefgreifenden Krise – wenn sich ein Land nicht mehr selbst finanzieren kann – kommt der Rettungsschirm ESM ins Spiel. Der ESM könnte 400 Mrd. übernehmen, aber das wäre im Falle des Falles zu wenig.

Wenn alle Stricke reißen, bleibt der Zentralbank die Aufgabe als letzte Kreditgeber („Lender of Last Resort“). Schon jetzt hält die EZB 362 Mrd. Euro (von 2.300 Mrd. Euro Verschuldung). Die EZB könnte ähnlich wie Japan eine Höchstgrenze für die italienischen Renditen definieren und somit den Druck der Investoren abmildern.

Die Bond-Vigilanten („Anleihen-Bürgerwehr“, ein von Ed Yardeni geprägter Begriff) stellen sich wirtschaftlich unvernünftig agierenden Regierungen entgegen, indem sie deren Staatsanleihen verkaufen und so die Renditen hochtreiben. Frei agieren können Politiker schon lange nicht mehr. Dafür sorgen die Bond-Vigilanten. Die EZB lässt diesen Kräften Raum zur Entfaltung und greift erst ein, wenn andere Möglichkeiten ausgeschöpft sind.

Man kann ganze Bücher zum Thema Staatsverschuldung schreiben und sich an dem Thema beharrlich abarbeiten. Aber um eins kommt man nicht herum: Die EZB wäre theoretisch – und im Extremfall auch praktisch – in der Lage, alle Schulden des Euro-raums als negatives Eigenkapital in ihrer Bilanz auszuweisen. 2.500 Mrd. hat sie

bereits dort stehen, weitere 7.500 Mrd. Euro würden sämtliche Schulden vom Tisch nehmen. Zum Vergleich: 5.000 Mrd. Euro – die Hälfte der japanischen Staatsverschuldung – liegen bereits bei der Bank of Japan.

Das Ende des Anleihekaufprogramms müsste theoretisch zu einem Zinsanstieg im Euroraum führen, sofern die Investoren nicht risikoscheuer werden würden und sich damit eine rückläufige Entwicklung wie in den USA nach der Beendigung der QE-Programme ergeben würde.

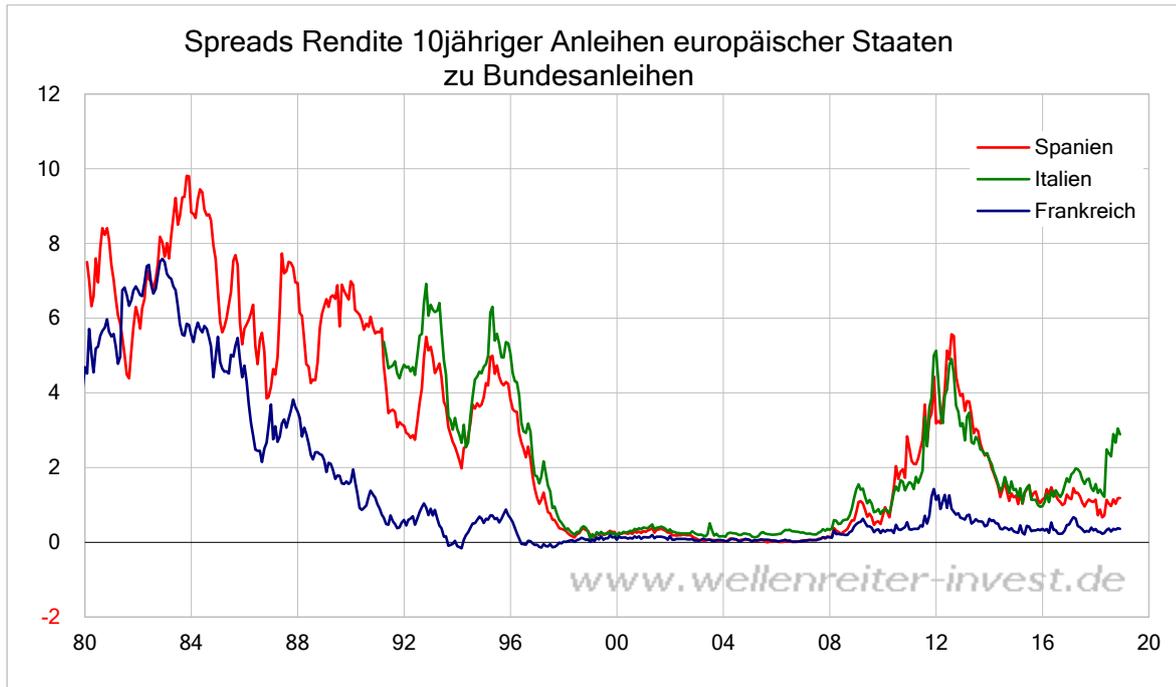


Abb. 2.23: Spread-Rendite 10jähriger Anleihen europäischer Staaten

In einer ökonomischen Krise würde der Spread der Bundesanleihen zu den Peripherie-Anleihen größer werden. Die Rendite der Bundesanleihen würde in den Bereich von 0 Prozent fallen. Eine dreijährige Anleihe hat eine Rendite von -0,55 Prozent. Eine Leitzinserhöhung der EZB wird nicht eingepreist.

Der Anstieg der italienischen Rendite ist in Europa ein Einzelfall, Ansteckungseffekte bleiben bisher aus. Die Chance, dass der Spread zwischen Italien und Deutschland wieder auf das Niveau der starken QE-Phase der EZB (2015-17) wieder zurückgehen wird, erscheint mit dem Wegfallen des starken Käufers EZB gering. Die Risikoneigung der Investoren ist global rückläufig und die Schwachpunkte Italiens (erhöhte Arbeitslosigkeit, niedrige Inflation, niedriges Wirtschaftswachstum) werden in einem wirtschaftlichen Abschwung sichtbarer. Daher sollte der Spread zwischen Deutschland und Italien auf einem höheren Niveau als in den letzten Jahren verbleiben. Italien wird die Rolle als ein Problemfall vorerst nicht loswerden.

Wir glauben allerdings, dass Italien im Jahr 2019 nicht zum Pulverfass für den Euro werden wird, weil die EZB unter der Führung von Mario Draghi bereits den Blickwinkel in Richtung eines wirtschaftlichen Abschwungs verändert hat. Die EZB ist trotz des gerade auslaufenden QE-Programmes weiterhin zum Einsatz aller Instrumente bereit und die Neuaufgabe eines neuen QE-Programmes bleibt eine Option. Ein solcher Schritt wäre ein Beitrag zu einer Verbesserung der Liquiditätslage an den Kapitalmärkten und würde initial positiv wirken. Bis zu einem solchen Schritt muss sich die wirtschaftliche Lage noch deutlich eintrüben.

Eine Langfristrefinanzierungsoption für die Banken dürfte die EZB im Jahresverlauf neu auflegen: ein drittes TLTRO-Programm. Die Verschärfung der Finanzkrise durch das Fallenlassen von Lehman Brothers hat sich als ein entscheidender Politikfehler erwiesen und dürfte sich nicht wiederholen. Im aktuellen Umfeld sind die europäischen Banken gefährdeter als die US-Banken. Die höchsten Kreditausfallraten (Credit Default Swaps) besitzt in Europa die Deutsche Bank, die in den letzten Jahren keiner Negativschlagzeilen aus dem Weg gehen konnte. Sie gilt aber weiterhin als „too big to fail“, so dass Deutschland ein vitales Interesse an einer Stützung haben muss und haben wird.

2.4 Asien

Die **Bank of Japan** führt knapp die Hälfte der japanischen Staatsverschuldung in ihren Büchern. Es handelt sich um 5.000 Milliarden Euro.

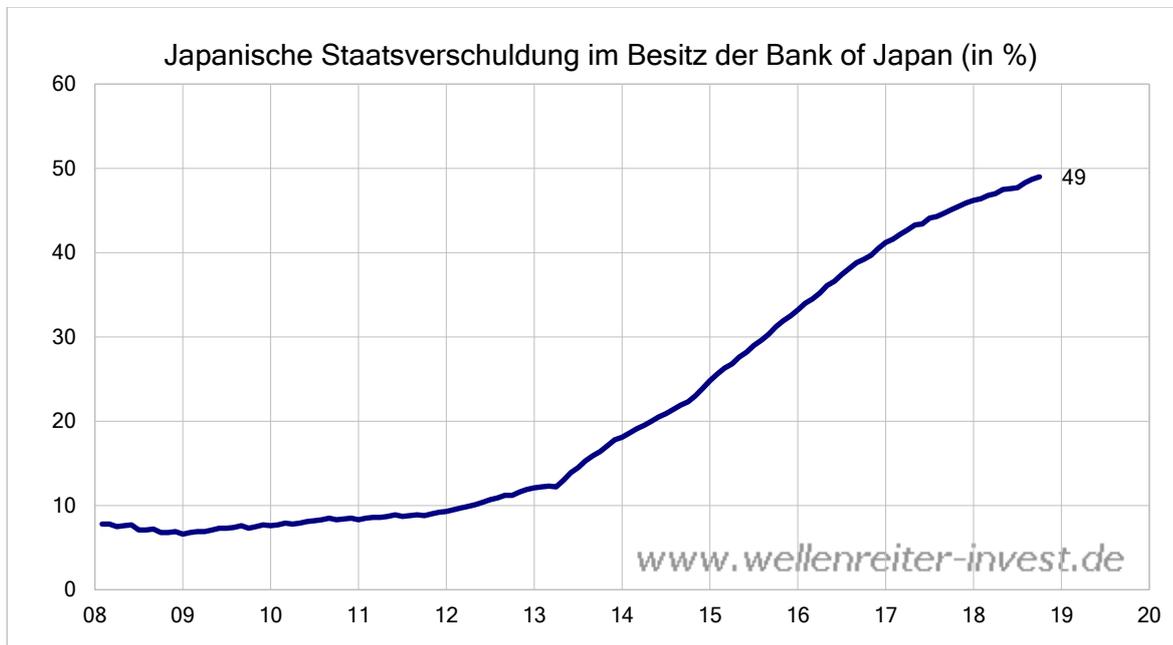


Abb. 2.24: Japanische Staatsverschuldung bei der BoJ

Sie wird ihren Kurs des Kaufprogramms auch in 2019 fortsetzen und würde auch für eine Erhöhung des Volumens in einem wirtschaftlichen Abschwung bereitstehen. Sie hat sich bisher nicht explizit zu einem Termin der Reduzierung des Kaufprogramms geäußert und deckelt den zehnjährigen Marktzins erfolgreich im Bereich um 0,10 Prozent. Der Leitzins liegt bei -0,10 Prozent.

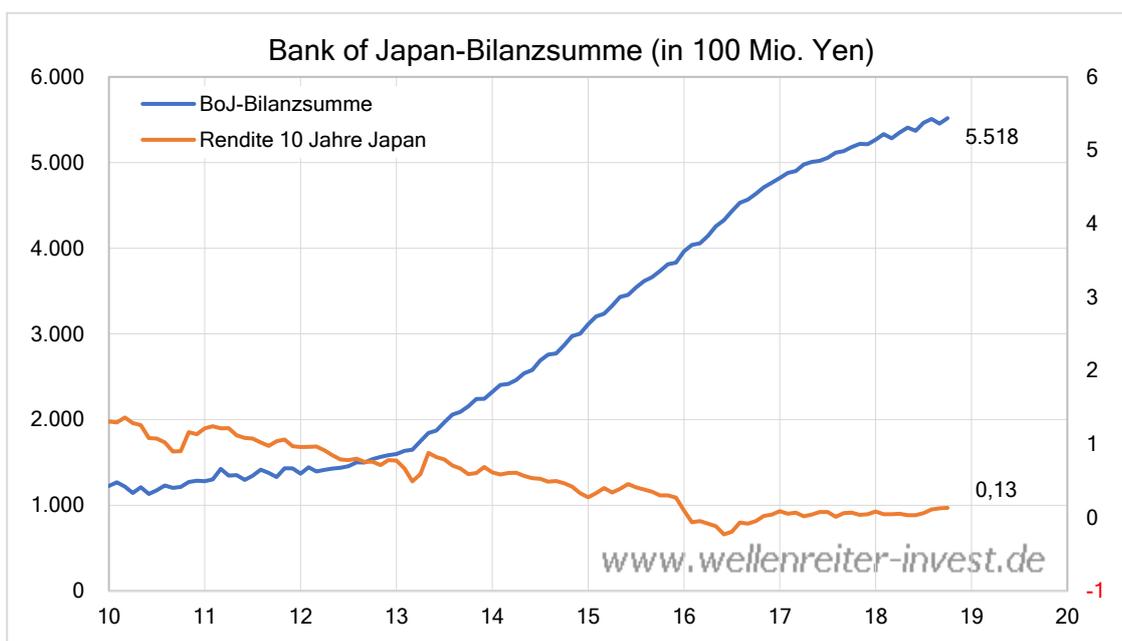


Abb. 2.25: Bilanzsumme Bank of Japan

In China fallen die Zinsen seit Anfang Januar, die Zinsstrukturkurve ist steiler geworden. Chinas Notenbank agiert in 2018 komplett anders als die US-Notenbank und hat im Oktober 2018 bereits zum dritten Mal den Mindestreservesatz gesenkt, um den chinesischen Banken mehr Liquidität zur Verfügung stellen zu können.

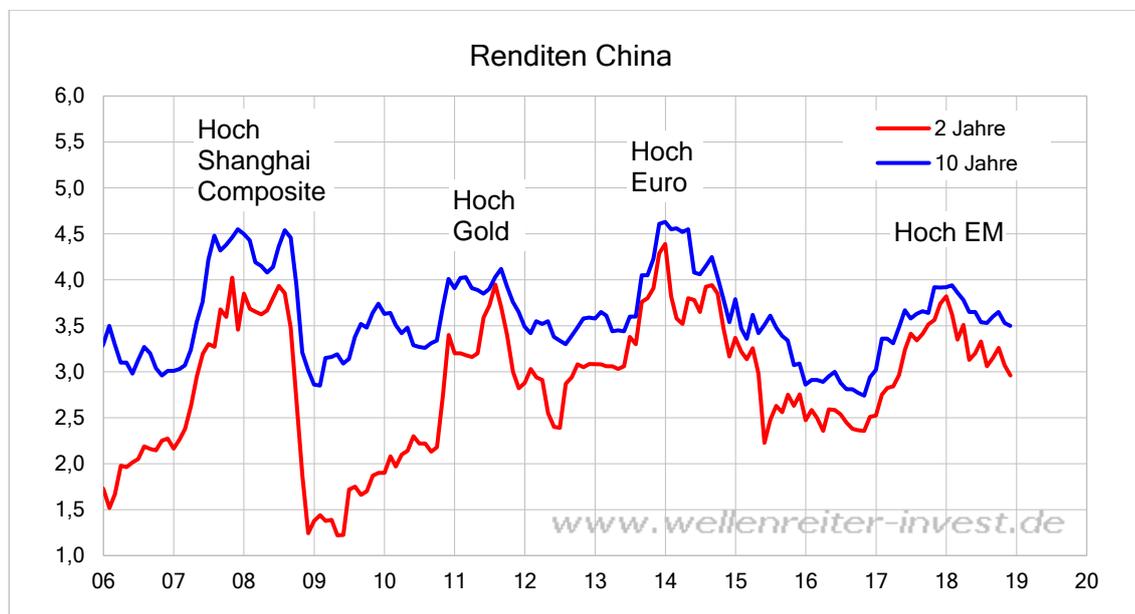


Abb. 2.26: Renditen China

Der anhaltende Handelsstreit mit den USA belastet die Entwicklung der chinesischen Volkswirtschaft. Bis zum ersten März 2019 fällt möglicherweise eine finale Entscheidung, inwiefern Chinas Volkswirtschaft durch höhere Zölle gebremst wird. Danach wäre der Zeitpunkt erreicht, an dem die chinesische Notenbank möglicherweise weitere Maßnahmen ergreifen würde, um das Wachstum anzukurbeln. Das Spektrum der chinesischen Notenbank reicht von Zinssenkungen über die weitere Reduzierung der Mindestreservesätze der Banken bis hin zu einem in China bisher nicht praktizierten QE-Programm nach westlichem Vorbild. Fiskalisch könnte China zudem mit Steuer-senkungen versuchen, den Konsum zu beleben, um die Binnenwirtschaft zu stärken.

Die Geldpolitik Chinas hebt sich von den anderen Notenbanken im asiatischen Raum ab, wobei auch die japanische Notenbank Ende Oktober die Blickrichtung hin zu einer expansiveren Politik verändert hat. Das einzig probate Mittel wäre wie im Falle Japans eine Ausweitung der Wertpapierkäufe, um mehr Liquidität zur Verfügung zu stellen.

Fazit

Die US-Geldpolitik bremst zu stark, die Liquiditätsreduzierung in ihrem QT-Programm wird sehr wahrscheinlich als ein entscheidender „Politikfehler“ in die Geschichtsbücher eingehen. Da sie die führende Notenbank der größten Wirtschaftsnation ist, besitzt ihre Politik global eine sehr wichtige Rolle. Auch wenn die ersten Notenbanken in Asien (China und Japan) beginnen, ganz langsam wieder den Blickwinkel in Richtung expansivere Maßnahmen zu verändern, so ist die Geldpolitik global restriktiver geworden.

Aufgrund des zunehmenden Stresses an den verschiedensten Stellen des Kapitalmarktes ist es sehr wahrscheinlich, dass die US-Notenbank den Zinserhöhungszyklus überschätzt und im Dezember 2018 den letzten Schritt einer Erhöhung vollzogen hat. Da eine Pause im Zinserhöhungszyklus die sinkende Liquidität nicht stoppt, wäre für Investoren ein (erster) Wendepunkt mit einem Stopp der Liquiditätsreduzierung verbunden. Dies wäre ein Einstiegssignal in die Bereiche des Risikos (Hochzinsanleihen, Aktien) und für eine Gegenbewegung auf die zuvor angefallenen Verluste.

Da sich die Wirtschaftsdaten in den USA erst im Zeitablauf verschlechtern, ist in einem ersten Schritt nicht mit einem neuen QE-Programm in den USA zu rechnen, sondern am ehesten mit einem Aufstocken des QE-Programms in Japan. In Europa könnte im Vorfeld des politischen Wechsels an der EZB-Spitze die Politik der ruhigen Hand dominieren. Eine neue Langfristrefinanzierungsoperation der Banken erscheint eine realistische Maßnahme, die Hürde für ein neues QE-Programm liegt relativ hoch. Wir glauben nicht an eine massive Verschärfung des Italien-Problems mit einem Anstieg des Renditespreads zu Deutschland in Richtung 5 Prozent. Höhere staatliche Defizite werden in Europa sukzessive einziehen und die Ära der Sparpolitik leise beenden.

3. Der Währungsmarkt

3.1 US-Dollar-Index

Bedeutende Hochpunkte im US-Dollar-Index haben sich seit 1980 mit einem Zeitabstand von 16 Jahren gebildet. Die Art der Hochpunkte in den Jahren 1985, 2001 und 2017 unterscheidet sich gravierend.

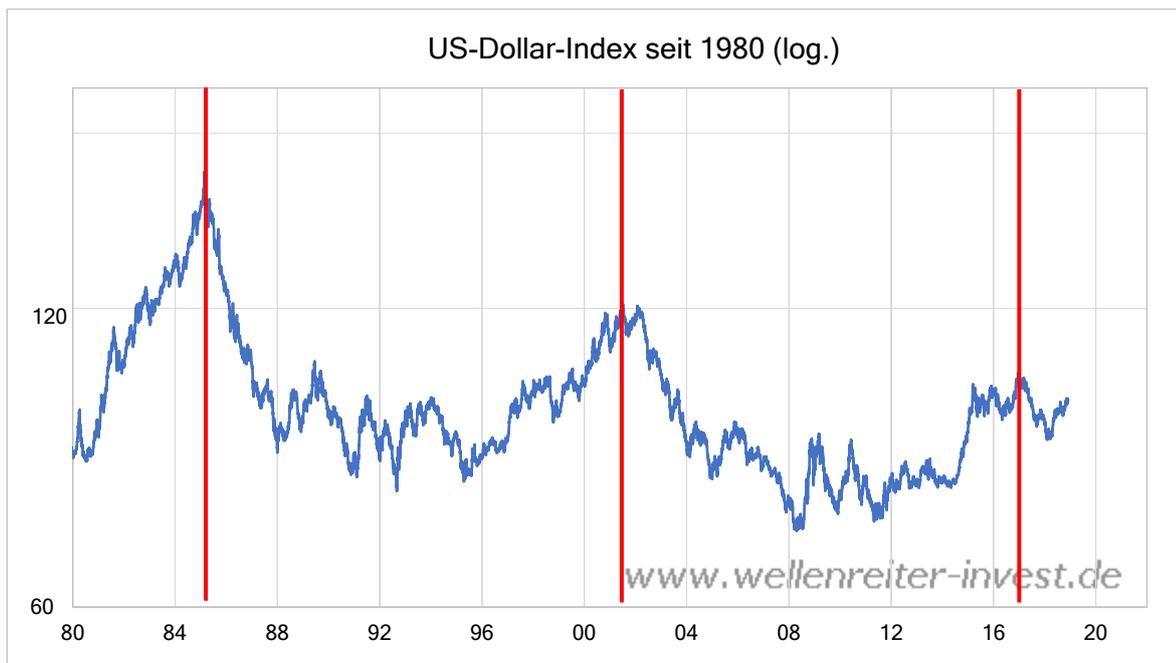


Abb. 3.1: US-Dollar-Index 16-Jahres-Zyklus

Im Jahr 1985 entstand durch den politischen Einfluss im sog. Plaza-Accord eine rasche Umkehrformation, die die Formation eines Tannenbaumes besaß. Das Hoch im Jahr 2001 entstand über einen längeren Zeitraum von über 18 Monaten und erst mit Beginn des Jahres 2002 drehte der Index nach unten. Das Kurshoch des Jahres 2017 unterscheidet sich wiederum von den beiden Vorgängern, da der Faktor Zeit noch ausgeprägter ausfällt.

Damit sich eine obere Wendeformation ausbilden kann, muss der US-Dollar-Index im Jahr 2019 einen sekundären Hochpunkt ausbilden und das Hoch des Jahres 2017 nicht mehr übertreffen. Momentan ist der Aufwärtstrend des US-Dollar-Index seit Februar 2018 intakt, das Momentum des Anstiegs hat sich im zweiten Halbjahr verlangsamt.

Im großen Bild fällt der Anstieg des US-Dollar-Index nicht groß aus, er bewegt sich seit 2015 in einer recht engen Handelsspanne. Ein wichtiger Widerstand lässt sich bei der runden Marke von 100 Punkten sowie am Hochpunkt des Jahres 2017 bei 103 Punkten ausmachen.

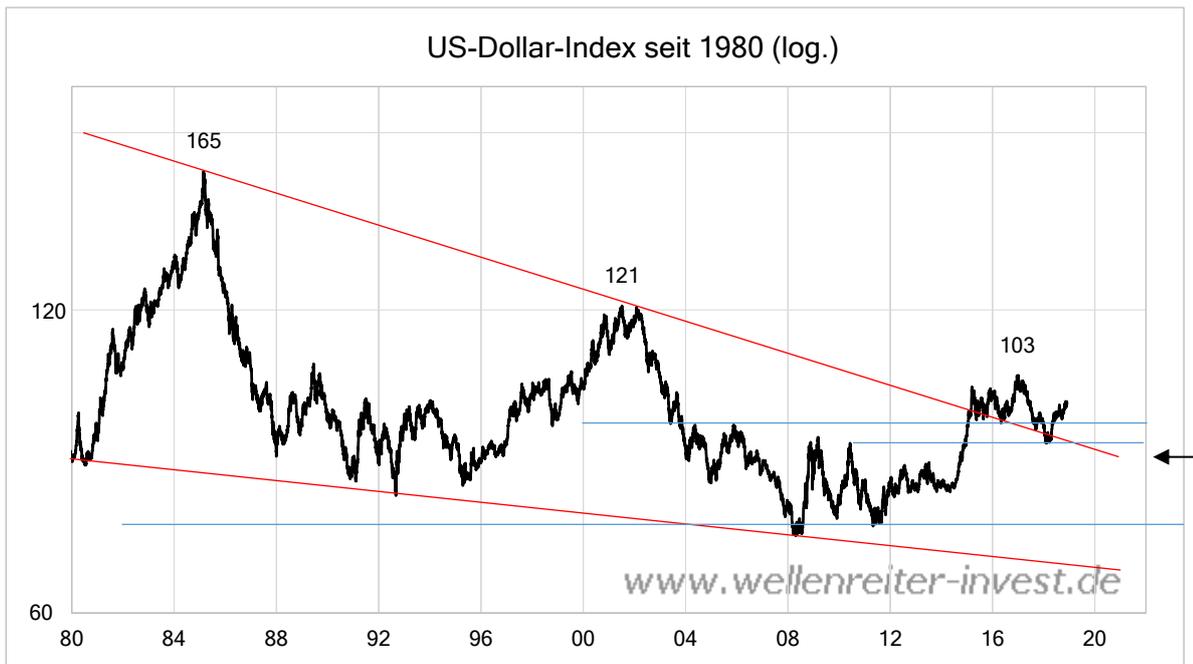


Abb. 3.2: US-Dollar-Index langfristig

Die Marke von 88,50 Punkten (das Februar-Tief) bedeutet eine wichtige Unterstützung (siehe Pfeil an blauer Linie obiger Chart).

Phasen mit einer geringen Trendintensität, die sich eher als Handel in einer gewissen Handelsspanne charakterisieren lassen, gab es auch in früheren Phasen bereits. Die Zeiträume 1988 bis 1996 und 2008 bis 2013 waren durch einen Handel in einer Handelsspanne charakterisiert. Die bisherigen 9er Jahre im US-Dollar-Index fielen in den Jahren 1989 und 1999 durch moderate Aufwärtsbewegungen auf, nur das Jahr 2009 erwies sich als Trendbewegung, die mit einem höheren Tiefpunkt endete.

Im US-Dollar-Index sind mit dem Euro, Japanischen Yen, Britischem Pfund, Kanadischem Dollar, schwedische Krone und Schweizer Franken nur 6 Währungspaare abgebildet. Das hohe Gewicht des Euro/US-Dollar sowie die Abstinenz von wichtigen Handelspartnern wie Mexiko, Kanada und China gibt somit ein leicht verzerrtes Bild der Entwicklung des US-Dollars wieder.

Deshalb vergleichen wir nachfolgend den US-Dollar-Index (orange) mit dem handelsgewichteten US-Dollar-Index (blau).

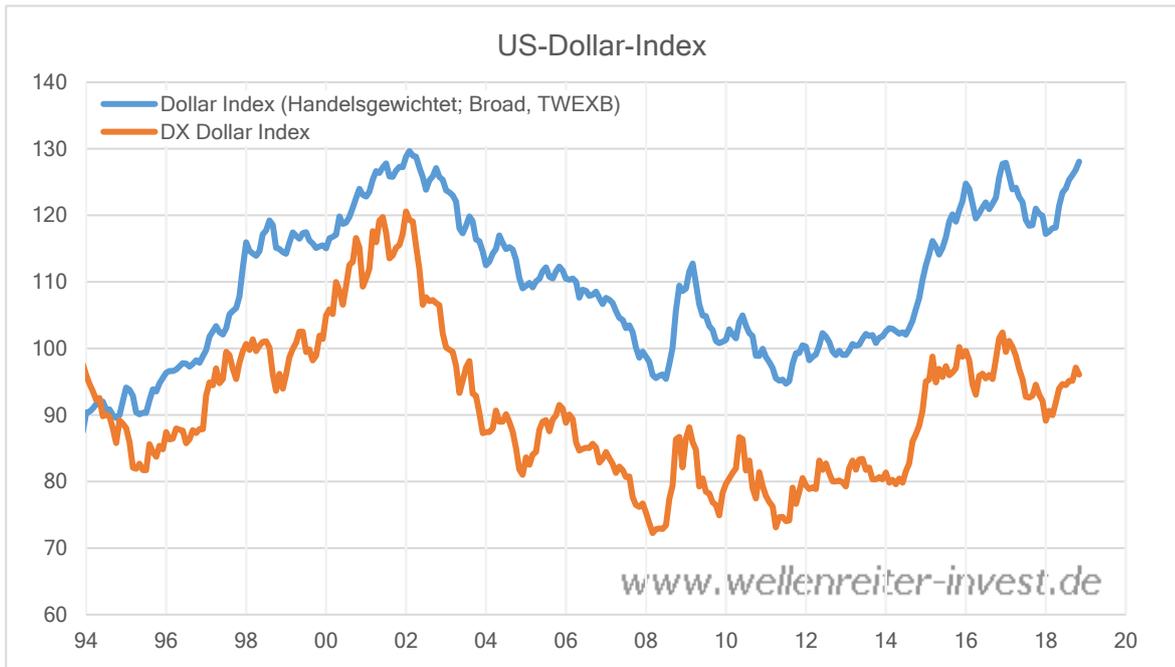


Abb. 3.3: handelsgewichteter US-Dollar-Index

Der handelsgewichtete US-Dollar-Index lief das Hoch des Jahres 2002 bei 130 Punkten. Anfang 2017 an, wurde zurückgewiesen und nimmt jetzt einen neuen Anlauf. Die 130-Punkte-Marke bleibt ein wichtiger Widerstand, deren Überwindung allerdings eine bullische Tasse/Henkel-Formation hervorrufen würde.

Im Umkehrschluss würde der handelsgewichtete US-Dollar-Index nur noch ein marginales Potential auf der Oberseite besitzen und dann nach unten abdrehen. Die Emerging Markets profitieren in der Regel von einem schwachen US-Dollar. Würde der US-Dollar zulegen, würden die Emerging Markets und auch Europa ihre seit Januar 2018 andauernde Schwächephase fortsetzen. Aus fundamentaler Sicht profitierte der US-Dollar von der Steuerreform von Donald Trump, da viele US-Unternehmen US-Dollars aus dem Ausland repatriert haben und für Aktienrückkäufe eingesetzt haben. Der Repatriierungseffekt wird sich in 2019 deutlich abschwächen.

Am US-Terminmarkt ist auffällig, dass die Großspekulanten auf einen weiter steigenden US-Dollar setzen (folgender Chart).

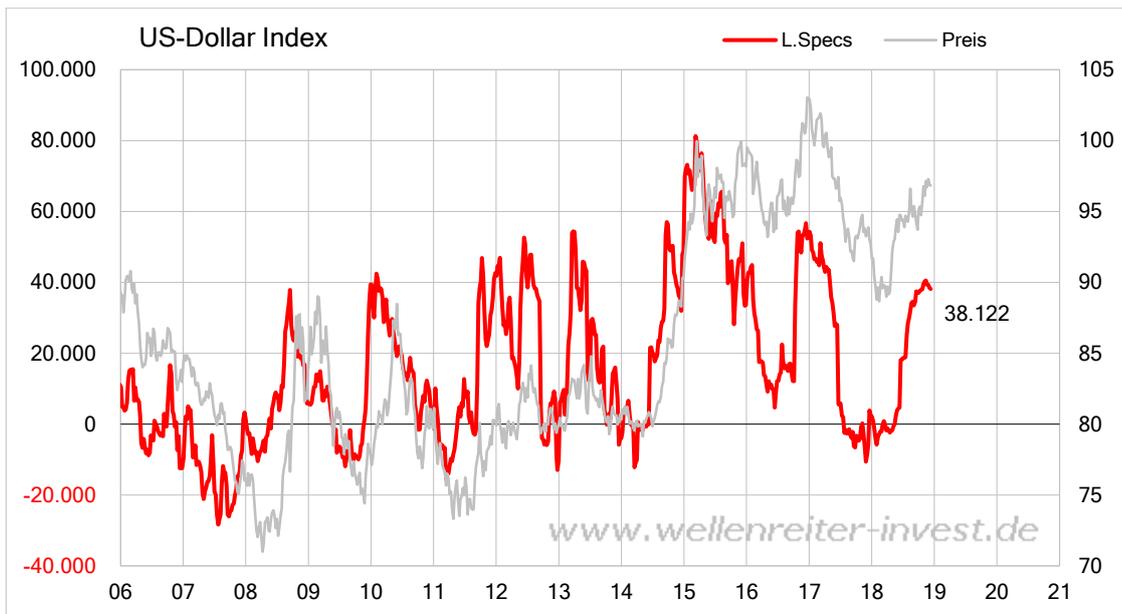


Abb. 3.4: Spekulation US-Dollar-Index

Die jüngst erreichte Spekulation ist üblicherweise nahe an Hochpunkten im US-Dollar-Index zu beobachten. Somit könnte der US-Dollar-Index ein Preishoch ausbilden. Ein wenig Luft nach oben besteht allerdings noch.

Der US-Dollar-Index neigt in der zweiten Jahreshälfte eines Vorwahljahres zur Schwäche.

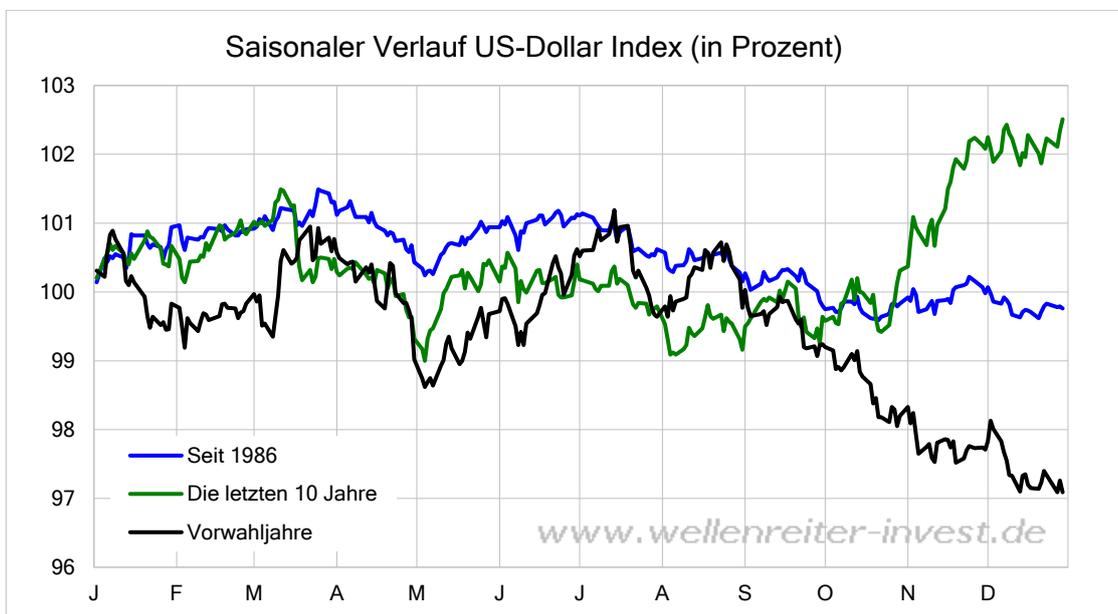


Abb. 3.5: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index

Gerade im vierten Quartal koppelt sich der US-Dollar-Index in seinen Durchschnittsverläufen deutlich nach unten ab.

3.2 Euro/Dollar

Der Euro/Dollar ist mit einem Anteil von 57,6 Prozent mit großem Abstand das Schwergewicht im US-Dollar-Index. Die Frage, ob der Euro gegenüber dem Dollar über- oder unterbewertet ist, versuchen wir aus Sicht der Kaufkraftparität zu beantworten. Der so genannte Big Mac Index wird zweimal im Jahr von der Wirtschaftszeitung „The Economist“ veröffentlicht. Die Preise für einen Big Mac werden weltweit erhoben und verglichen.

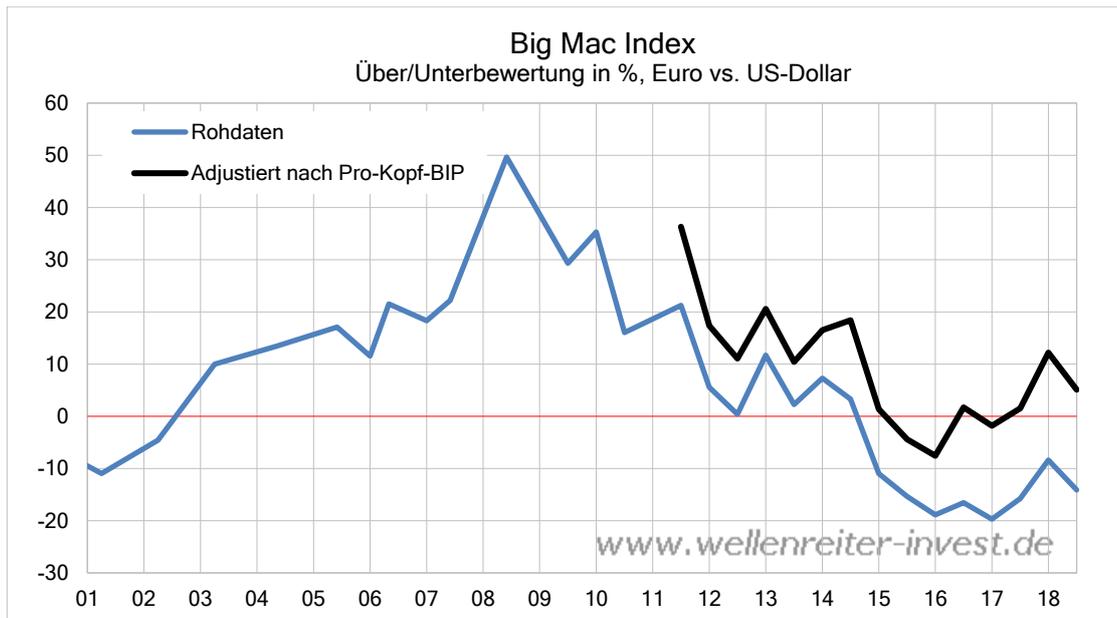


Abb. 3.6: Big Mac Index

Danach ist der Euro gegenüber dem US-Dollar um etwa 15 Prozent unterbewertet. Da die letzte Erhebung im Juli stattfand, als der Euro/Dollar bei etwa 1,17 notierte, gehen wir davon aus, dass sich die Unterbewertung in den Folgemonaten bei einem schwächeren Euro noch ausgeweitet hat. Der nach Pro-Kopf-BIP adjustierte Big Mac Index sieht den Euro/Dollar nahe einem der Kaufkraft entsprechenden Niveau.

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 eine 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. Als Basis vor Einführung des Euro dient der ECU.

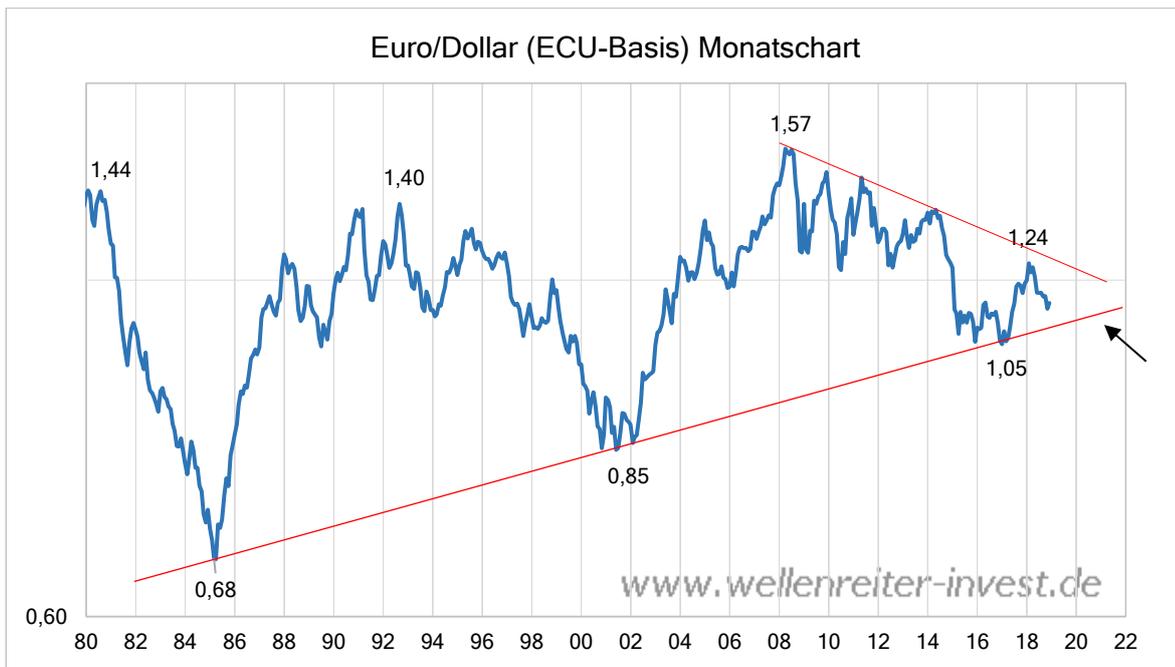


Abb. 3.7: Euro/Dollar seit 1980

Der Euro/Dollar scheiterte am Widerstandsbereich 1,24. Das Währungspaar läuft in eine Dreieckssituation hinein. Diese wird sich zwangsläufig auflösen. Die langfristige untere Aufwärtstrendlinie verläuft bei 1,09. Die rote Abwärtstrendlinie deckelt den Euro bei 1,22. Alle Bewegungen dazwischen sind ungefährlich. Kommt es allerdings zu einem Ausbruch aus dem Dreiecksmuster, ist eine Trendbewegung zu erwarten.

Eine solche würde die Währungswelt ordentlich durcheinander schütteln. Ein Ausbruch nach oben würde eine inflationäre, ein Durchsacken hingegen eine deflationäre Phase (=starker US-Dollar) einläuten. Eine Auflösung aus diesem Dreieck ist allerdings in 2019 nicht zwingend. Eine Wende von einem höheren Tiefpunkt gegenüber 2017 ist allerdings gut vorstellbar.

Ein - von uns nicht für wahrscheinlich gehaltener - Austritt Italiens aus der Eurozone würde den Euro zunächst deutlich fallen lassen, weil ihn Fluchtbewegungen aus dem Euro unter Druck setzen würden. In den Jahren 2015 (Auflösung der Fixierung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro zu 1,20) und 2016 („Brexit“-Referendum) gab es jüngst zwei Beispiele für kräftige Währungsbewegungen.

Der Euro/CHF fiel innerhalb von einer Stunde in der Spitze intraday um 20 Prozent, das GBP/USD fiel 20 Prozent in drei Monaten. Ein „Italexit“ wäre ein Schockereignis, das einen ähnlichen Kursverlust wie im CHF und GBP innerhalb eines Tages mit sich bringen könnte, da Investoren die Frage stellen würden, welches Land als nächstes austreten würde und daher die Risikospreads der südeuropäischen Länder gegenüber Deutschland steigen würden. Nur dann würden die Tiefs von 2001 in den Fokus rücken.

In einer solchen Krisensituation erwarten wir dann neue quantitative Maßnahmen der EZB zur Stabilisierung der Eurozone, möglicherweise auch Maßnahmen der FED. Diese könnten zur Stabilisierung der globalen Aktienmärkte beitragen, bis der Euro neues Vertrauen der Investoren genießen würde, würde Zeit vergehen. Erst wenn den Investoren bewusst wird, dass der „Rest-Euro“ ohne das schwächste große Land eine mittelfristige Überlebenschance besitzt, wäre der „Rest-Euro“ ein besserer und festerer Euro, so dass er an das Niveau vor dem „Italexit“ zurückkehren könnte.

Ohne ein solches externes Ereignis konzentrieren wir uns auf die zur Verfügung stehenden Bordmittel und blicken auf die Zinsdifferenz zur Bestimmung des Kursverlaufes Euro/Dollar.

Zunächst blicken wir auf die reale Zinsdifferenz und den Kursverlauf des Euro/Dollar. Die Realzinsdifferenz befindet sich auf einem neuen Verlaufstief. Lediglich in der ersten Hälfte der 80iger Jahre konnte eine höhere negative Realzins-Differenz beobachtet werden. Sie erklärt damit die Euro-Schwäche seit Frühjahr 2018.

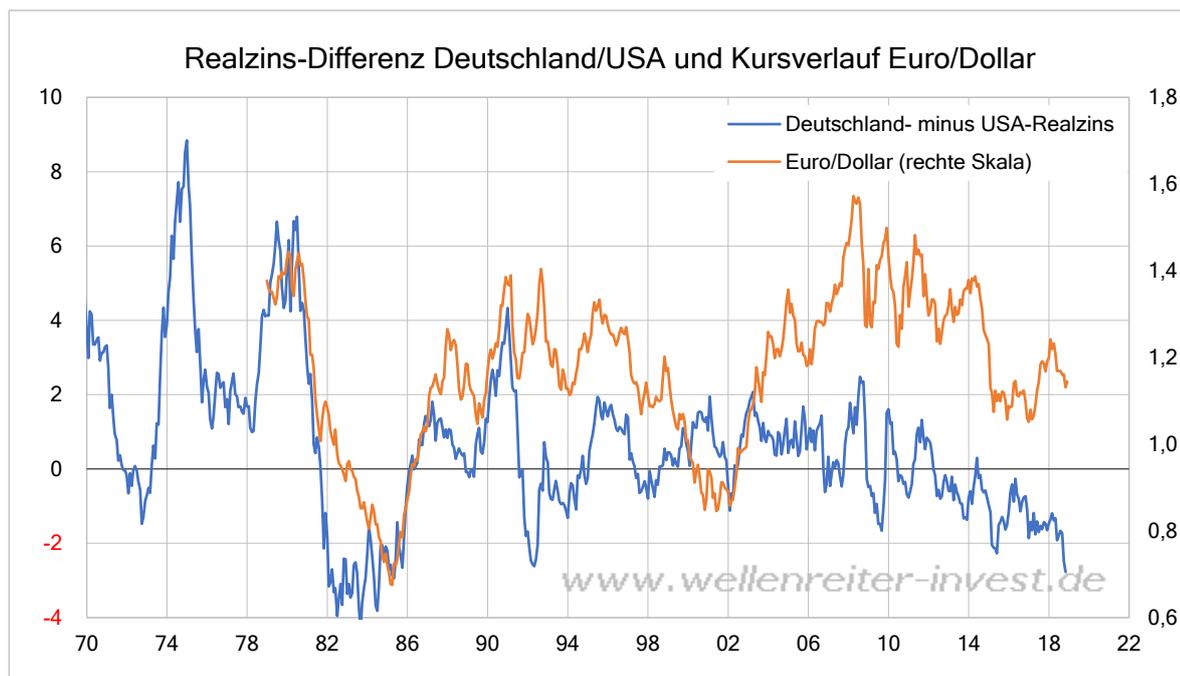


Abb. 3.8: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Die Realzinsschwäche Deutschlands zu den USA ist derart massiv, dass man damit ein Abgleiten unter die Parität hätte gut begründen können. Dies geschah allerdings nicht, der Euro/Dollar schwächt sich zuletzt nur noch langsam ab. Jetzt wird ein solcher Fall schwierig, denn die Realzinsdifferenz ist ja bereits extrem. Sie könnte nur dann extremer werden, wenn die US-Renditen deutlich zulegen, während die deutsche Rendite um das aktuelle Niveau herum notiert. Eine solche Entwicklung erwarten wir nicht.

Die Spekulation im Euro fällt seit dem Frühjahr 2018. Damals hatte sie ein extremes Hoch erreicht. Der Euro/Dollar befindet sich in einem neutralen Bereich. Tiefpunkte ergaben sich im Bereich von netto -100.000 bis -200.000 Kontrakte.

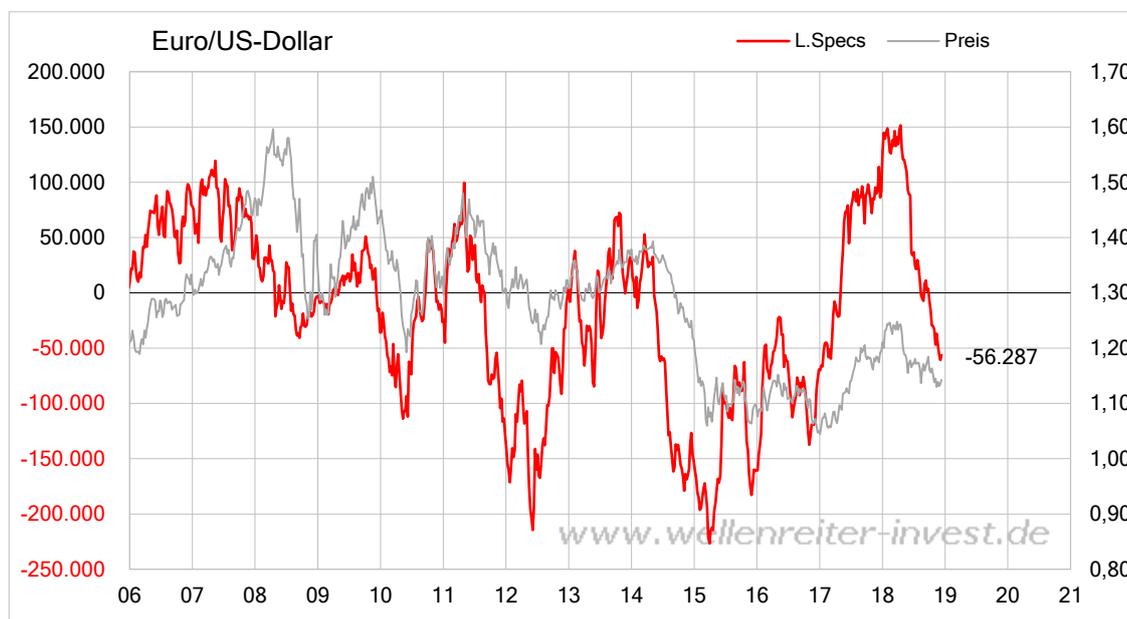


Abb. 3.9: Spekulation Euro/Dollar

Insofern lässt sich aus Sicht des Terminmarktes noch ein moderates Abwärtspotential für den Euro/Dollar erkennen. Die Investoren sind aufgrund der Probleme in Italien bereits im zweiten Quartal 2018 aus dem Euro geflüchtet. Dazu kommt, dass die globalen Fondsmanager ihre Übergewichtung von Aktien der Eurozone im Jahr 2018 beinahe komplett abgebaut haben und somit ein Großteil des Exodus der Investorengelder bereits durchgeführt wurde.

Fazit

Der Euro/Dollar dürfte sich im Jahr 2019 im Wesentlichen zwischen den Marken von 1,10 und 1,20 bewegen, die Dreiecksformation sollte sich somit weiter zuspitzen. Die wichtige Unterstützung der steigenden Trendlinie im Bereich von 1,09 sollte somit verteidigt werden. Die bereits extreme Realzinsdifferenz zwischen den USA und Deutschland sollte ein Federkissen bilden. Im zweiten Halbjahr sollte sich der Euro/Dollar befestigen.

3.3. Dollar/Yen

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

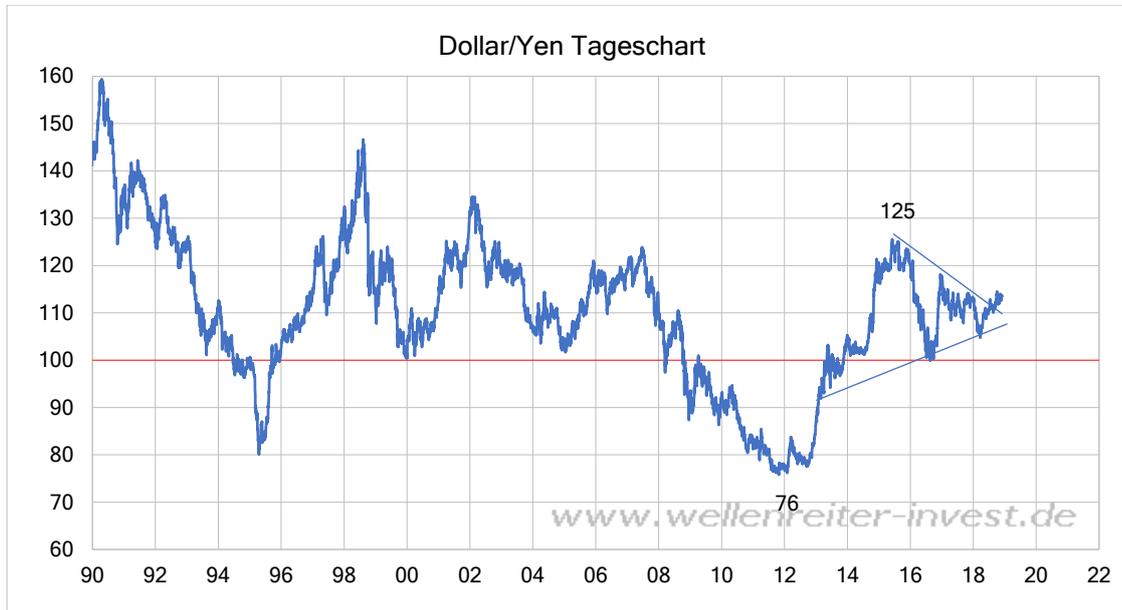


Abb. 3.10: Dollar/Yen Tageschart seit 1990

Der Dollar/Yen hat eine Dreiecksformation nach oben verlassen, steigt bei dem Ausbruch allerdings nicht dynamisch an und liegt noch unterhalb der Hochs des letzten Jahres. Daher besteht das Risiko eines Fehlausbruchs aus der Formation auf der Oberseite.

Der Blick auf die Realzinsdifferenz 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.

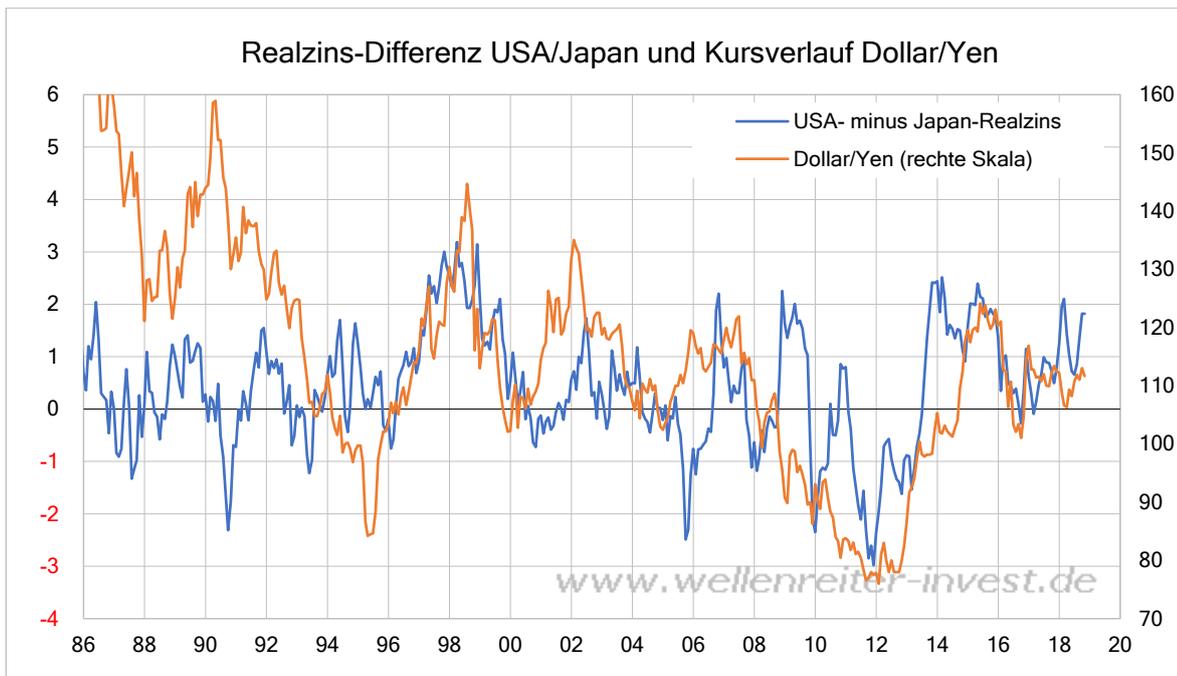


Abb. 3.11: Realzins-Differenz USA/Japan 10jährige Anleihen

Eine Aufgabe der Fixierung der japanischen Rendite im Jahr 2019 erscheint sehr unwahrscheinlich, da die japanische Notenbank bei ihrer Sitzung bei einem weiteren wirtschaftlichen Abschwung bereits eine weitere Lockerung der Geldpolitik in Aussicht gestellt hat.

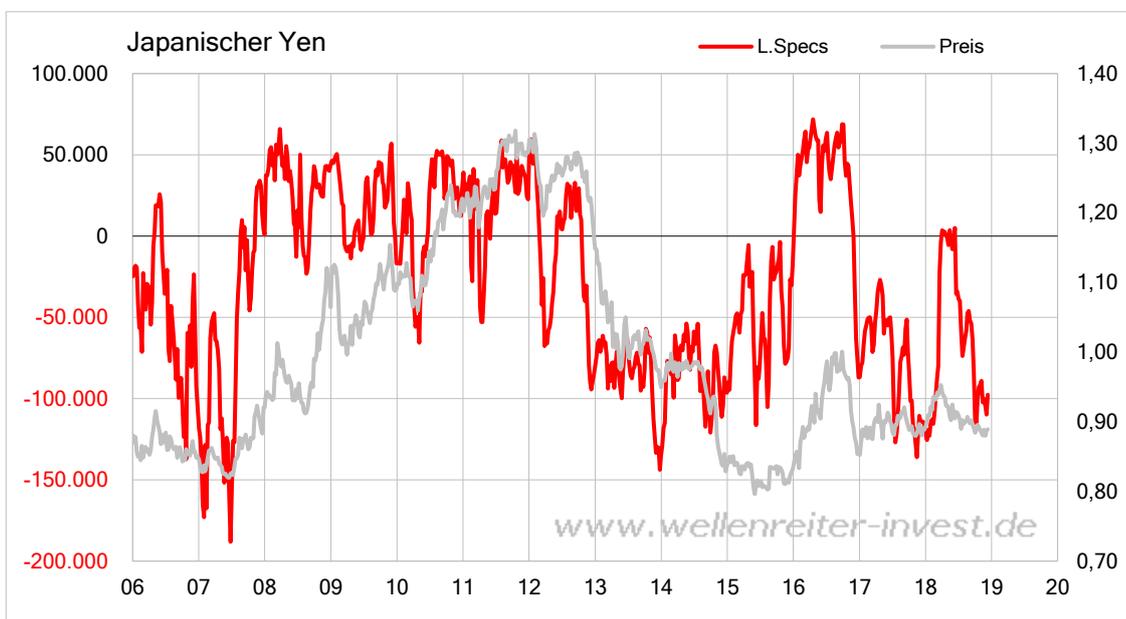


Abb. 3.12: Spekulation japanischer Yen

Die Positionierung am Terminmarkt macht ein Preistief des Yen in Kürze wahrscheinlich. Somit ist ein Anstieg des Yen/Dollar und damit ein fallender Dollar/Yen erwarten.

3.4 Rohstoff-Währungen

Der australische und der kanadische Dollar korrelieren positiv mit der Entwicklung vom Gold- und Ölpreis. Der australische Dollar zeigt seit Anfang 2016 einen eher mageren Aufwärtstrend.

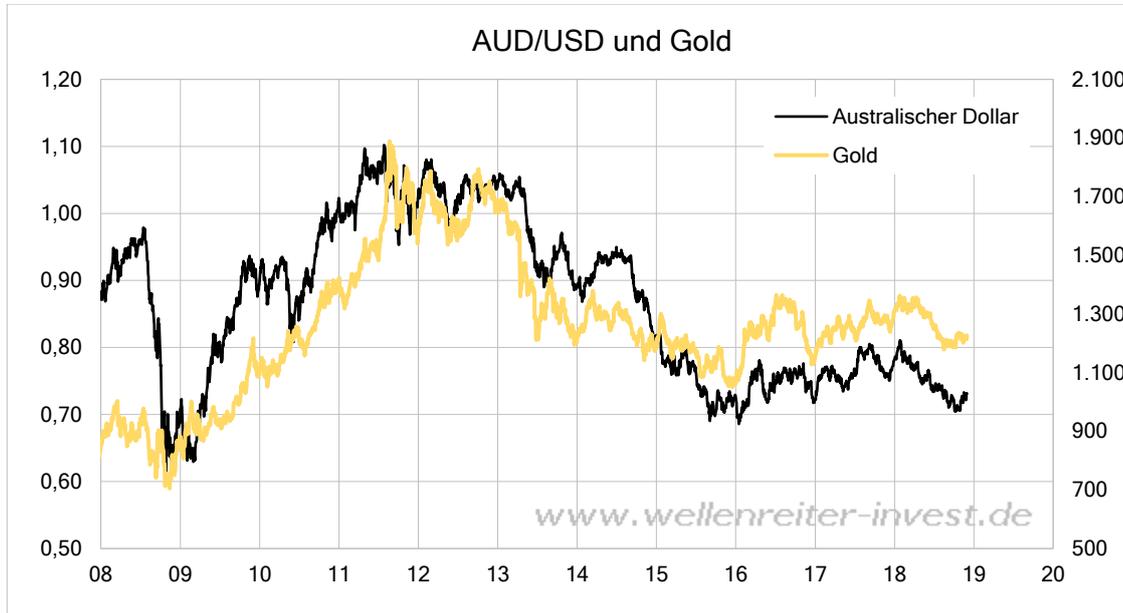


Abb. 3.13: Australischer Dollar und Gold

Der australische Dollar hat im vierten Quartal 2018 das Preistief von 2015 beinahe wieder erreicht, so dass er sehr nahe an einer starken Unterstützung notiert. Sofern er dieses Niveau verteidigen kann, ist die Entwicklung im Rahmen der Handelsspanne für den Goldpreis eine positive Nachricht, dass nach einer ausgeprägten Toppingphase zwischen Sommer 2016 und erstem Quartal 2018 keine neuen Bewegungstiefs folgen.

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

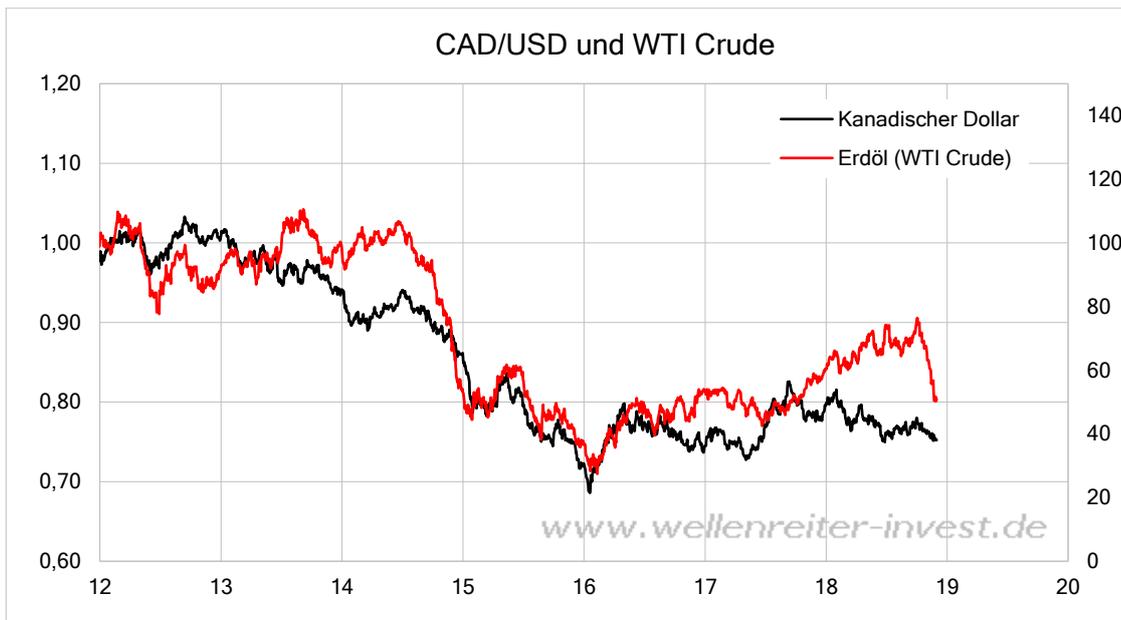


Abb. 3.14: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl

Der Ölpreis entfernte sich im Laufe des Jahres 2018 substantziell vom kanadischen Dollar. Während der Kanadische Dollar bereits in den ersten Wochen 2018 toppte und danach fiel, stieg der Ölpreis bis Anfang Oktober und holt die eigentlich zu erwartende Schwäche in Rekordgeschwindigkeit nach. Noch klafft eine Lücke beim Ölpreis gegenüber der kanadischen Währung, so dass der Ölpreisrückgang noch nicht vorüber ist.

Eine untere Umkehr des kanadischen Dollars sollte dem Ölpreis helfen. Noch ist eine solche nicht erkennbar, allerdings bewegt sich der kanadische Dollar nicht nur deutlich oberhalb des Tiefpunktes von Januar 2016, sondern er fällt auch nur mit einem geringen Momentum. Daher ist weder beim kanadischen Dollar noch beim Ölpreis mit einem Unterschreiten der 2016er Tiefs zu rechnen.

3.5 Britisches Pfund

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

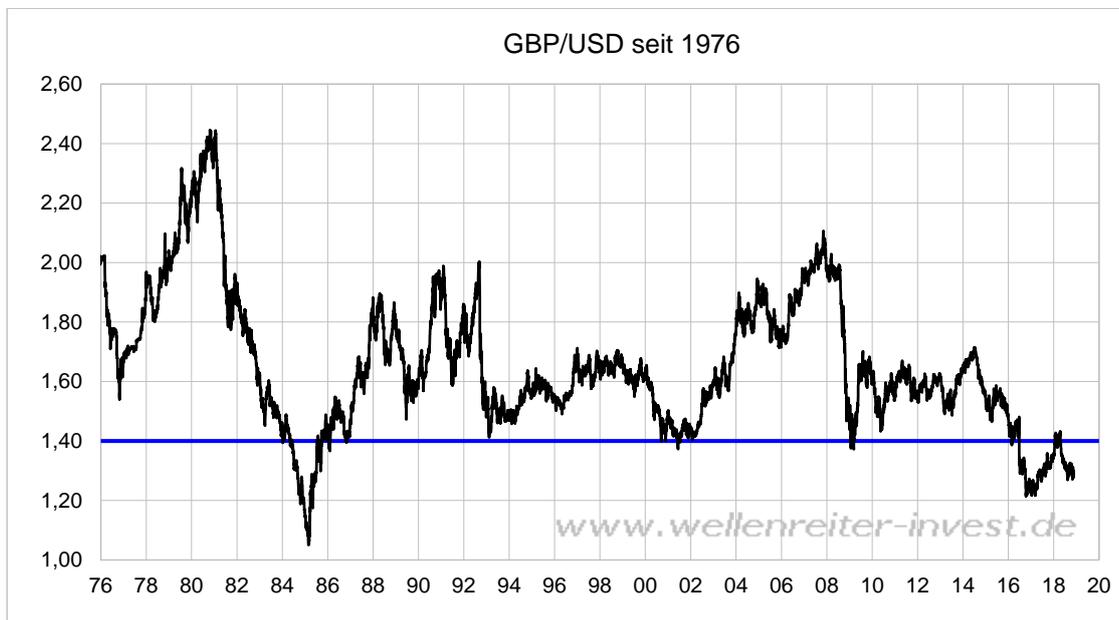


Abb. 3.15: GBP/USD seit 1976

Am Jahresanfang 2018 wurde diese Marke von unten getestet und das Britische Pfund neigte wieder zur Schwäche. Dabei wurden die Tiefs von 2016 bisher nicht wieder erreicht. Auch wenn das Thema „Brexit“ sich lange Zeit ohne wirkliche Fortschritte in die Länge zog, so waren die Marktteilnehmer in diesem Währungspaar wesentlich entspannter und es entwickelte kein Eigenleben.

Die Entwicklung im Britischen Pfund/US-Dollar unterscheidet sich kaum vom Euro/US-Dollar in den letzten 12 Monaten. Auch für das Jahr 2019 ist damit zu rechnen, dass nach dem „Brexit“ eine ganz ähnliche Entwicklung wie im Euro/Dollar zu beobachten sein wird. Diese Annahme gilt unter der Prämisse eines geregelten „Brexits“, den die Investoren durch ihr besonnenes Verhalten antizipieren. Ein „harter Brexit“ böte ein negatives Überraschungspotential. Das Preistief des Jahres 1985 (Plaza-Abkommen) würde möglicherweise getestet werden und eine kurzfristige Schockwelle wäre zu beobachten.

Auch wenn wir wie die Investoren einen solchen Schock über Nacht nicht antizipieren, so wäre eine solche negative Überraschung ein Ereignis, dass die globalen Notenbanken innerhalb von Stunden zum Handeln und damit zum Bereitstellen von mehr Liquidität bewegen würden. Die schockartige und crashartige Bewegung über Nacht könnte damit sehr schnell beruhigt werden. Den eigenwilligen Briten ist ein solches Ereignis durchaus zuzutrauen.

3.6 Schweizer Franken

Der Euro/Franken scheiterte Anfang 2018 an der früheren Mindestkursmarke von 1,20. Seither bewegt er sich in einer recht engen Handelsspanne.

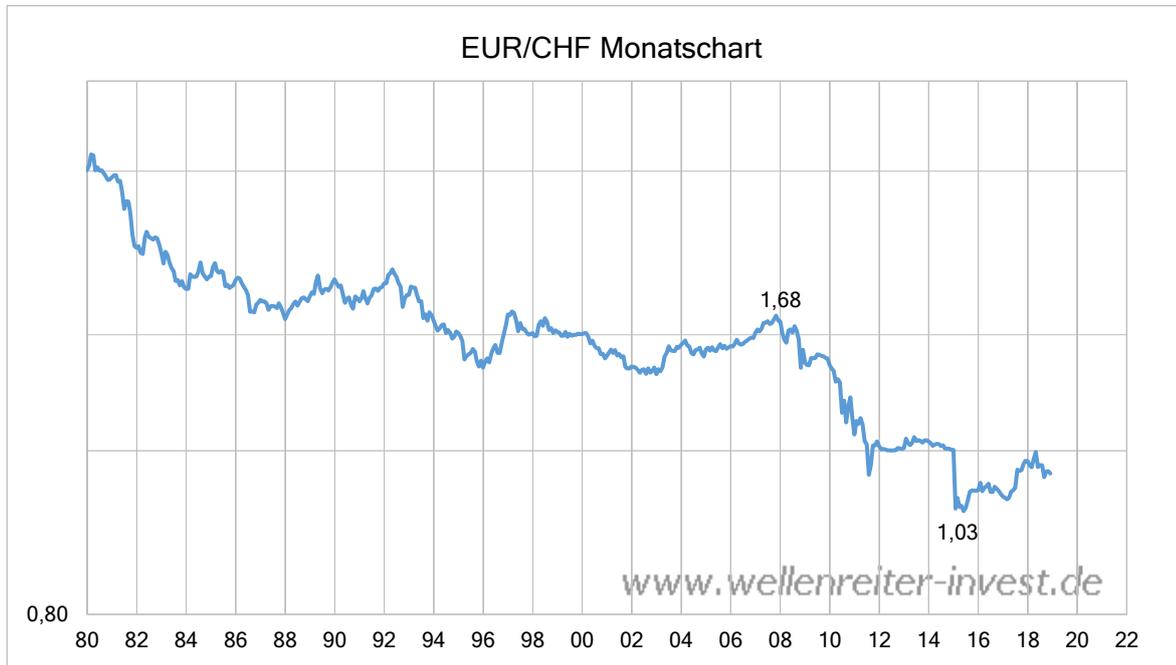


Abb. 3.16: EUR/CHF

Die Dynamik der Bewegung nach dem Scheitern an diesem Widerstand fällt nur moderat aus. Wenn es einen Chart im Währungsmarkt gibt, bei dem eine sehr enge Handelsspanne zu beobachten ist, dann gilt dies für Franken/Dollar. Das Währungspaar pendelt seit 2015 mit einer nur geringen Schwankung um die Parität.

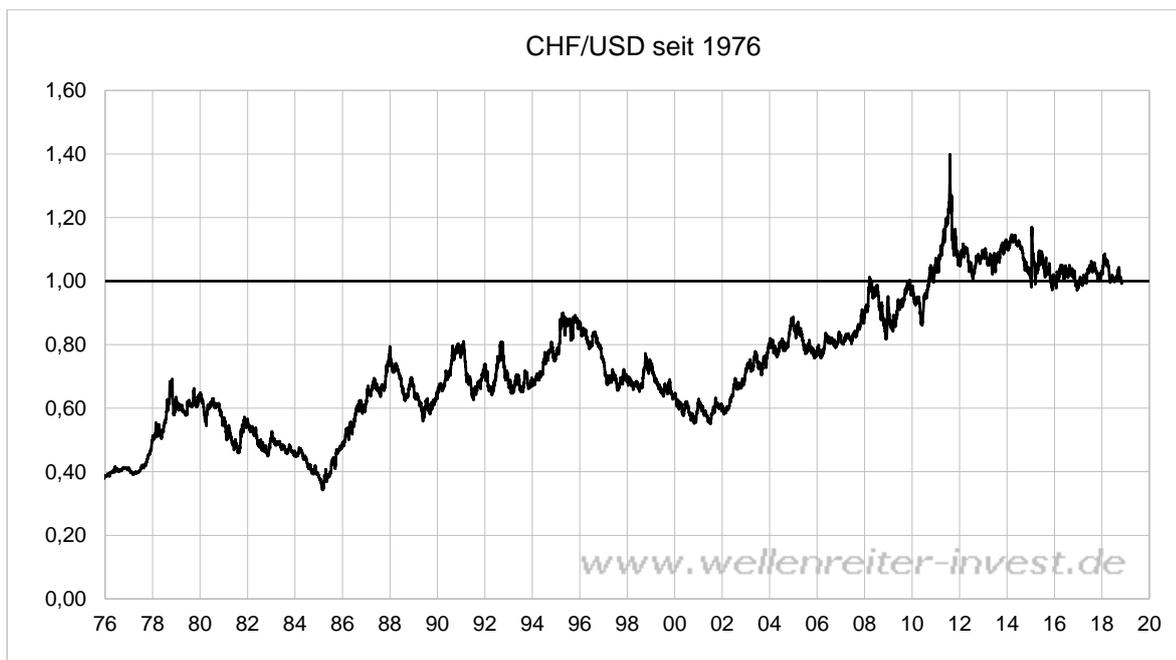


Abb. 3.17: CHF/USD seit 2005

Der Schweizer Franken gilt als „sicherer Hafen“ und ist in Zeiten erhöhter Unsicherheit gesucht. Das Jahr 2011 steht durch den Höhepunkt der Euro-Krise für eine Spike-Bewegung in den „sicheren Hafen“, den der Schweizer Franken als Aufwertungswährung genießt. Das momentane Umfeld begünstigt in den kommenden Monaten möglicherweise eine solche Bewegung in den Schweizer Franken.

Fazit

Der US-Dollar steigt zunächst weiter an, er sollte im Jahr 2019 allerdings nicht nachhaltig über 100 Punkte steigen. Eine obere Wende ist im Laufe des Jahres zu erwarten, insbesondere im vierten Quartal ist mit Schwäche zu rechnen. Wenn es eine Art „Schwarzen Schwan“ im Jahr 2019 geben sollte, dann trauen wir diese Entwicklung den eigenwilligen Briten zu.

4. Der Rohstoffmarkt

4.1 Rohstoffmarkt langfristig

Der Reuters CRB-Index berücksichtigt 17 Rohstoffe und ist der älteste Rohstoffindex (seit 1957), auf den Finanzprodukte emittiert werden. Nach einem Kursverlust von mehr als 60 Prozent zwischen Sommer 2008 und Januar 2016, erholt sich der Index nur schwach.

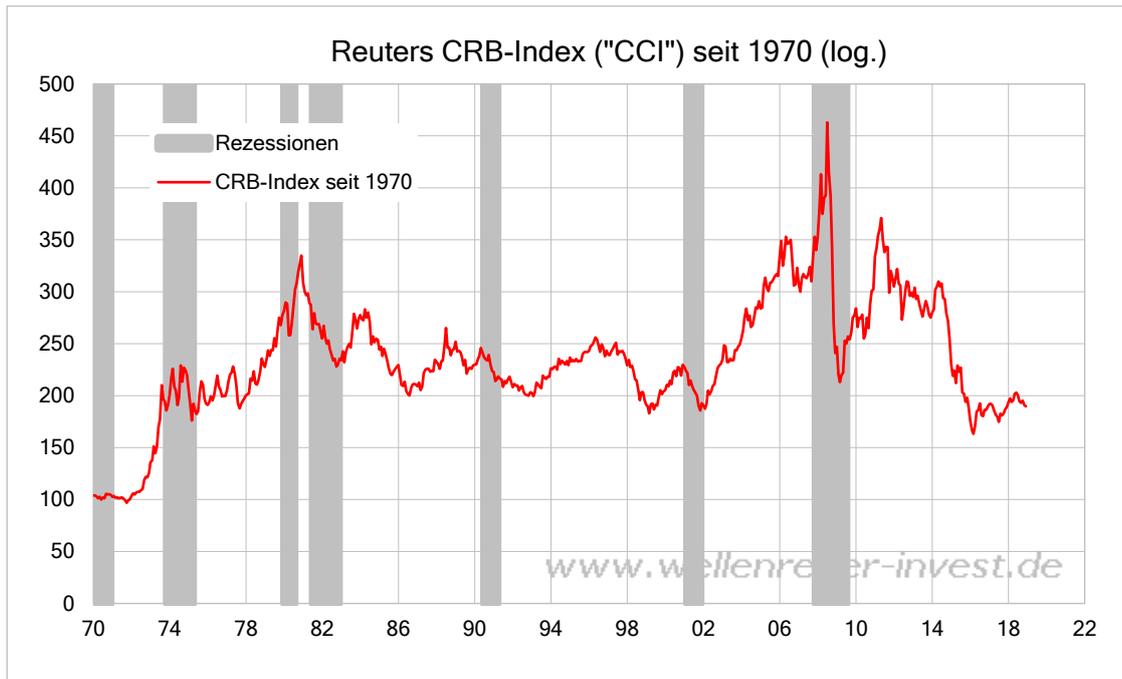


Abb. 4.1: CRB-Index seit 1970

Die in den Jahren 2016 bis 2018 in zwei Schüben abgelaufene Erholung genügt den Ansprüchen einer abgeschlossenen korrektiven Bewegung.

Die Entwicklung der Rohstoffpreise ist ein Mosaikstein bei der Einschätzung der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung. Der CRB-Index stieg jeweils im Vorfeld einer US-Rezession an. Ein solcher Anstieg war sowohl im Jahr 1973 als auch in den Jahren 1980/82, 1990, 2001 oder 2007 zu beobachten.

Im Vorfeld der Rezessionen der Jahre 1990 und 2001 zeigte die Aufwärtsbewegung eine ähnliche Schwäche wie aktuell. Ein schwacher Anstieg der Rohstoffpreise ist kein Hinderungsgrund für eine Rezession.

Aus zyklischer Sicht sagte unser 30-Jahres-Vergleich korrekterweise ein Preishoch im ersten Halbjahr 2018 voraus. (siehe Pfeil folgender Chart). Danach würde sich die Abwärtsbewegung der Rohstoffpreise bis in den Herbst 2019 fortsetzen.

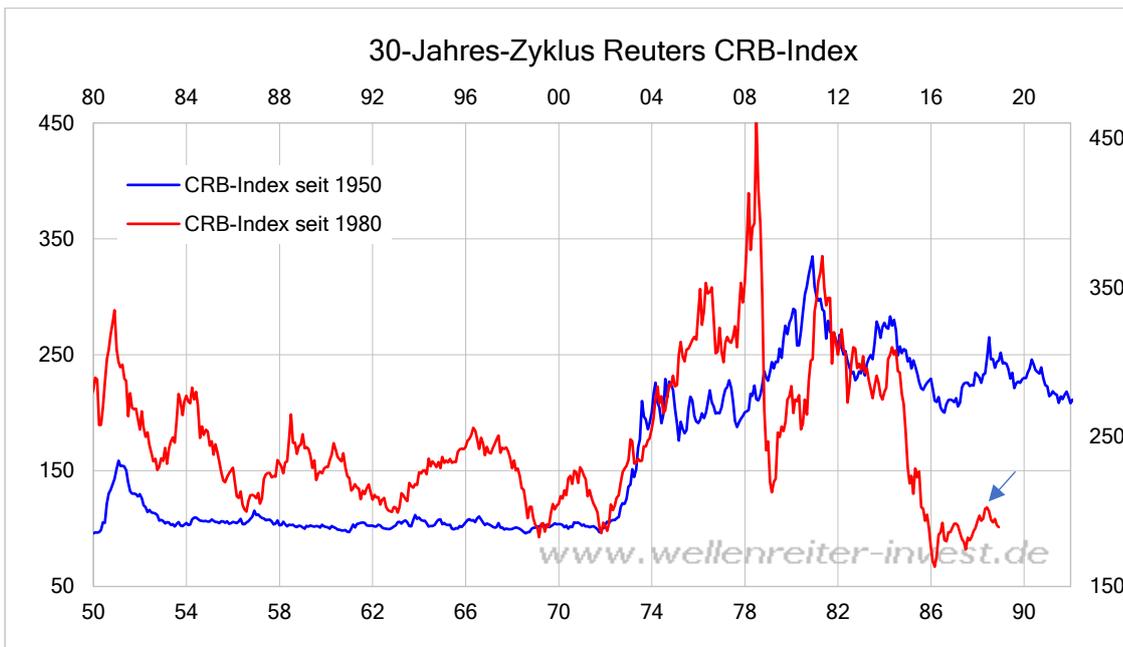


Abb. 4.2: Reuters CRB-Index Zyklus

Die Abwärtsbewegung nicht sehr dynamisch ablaufen, was für einen nur moderaten Rohstoffpreisrückgang sprechen würde. Aus Intermarketsicht ist die Bedeutung der Entwicklung des Euro/US-Dollar hervorzuheben. Der Euro/Dollar korreliert langfristig positiv mit dem CRB-Index, die großen Trendbewegungen erfolgen gemeinsam.

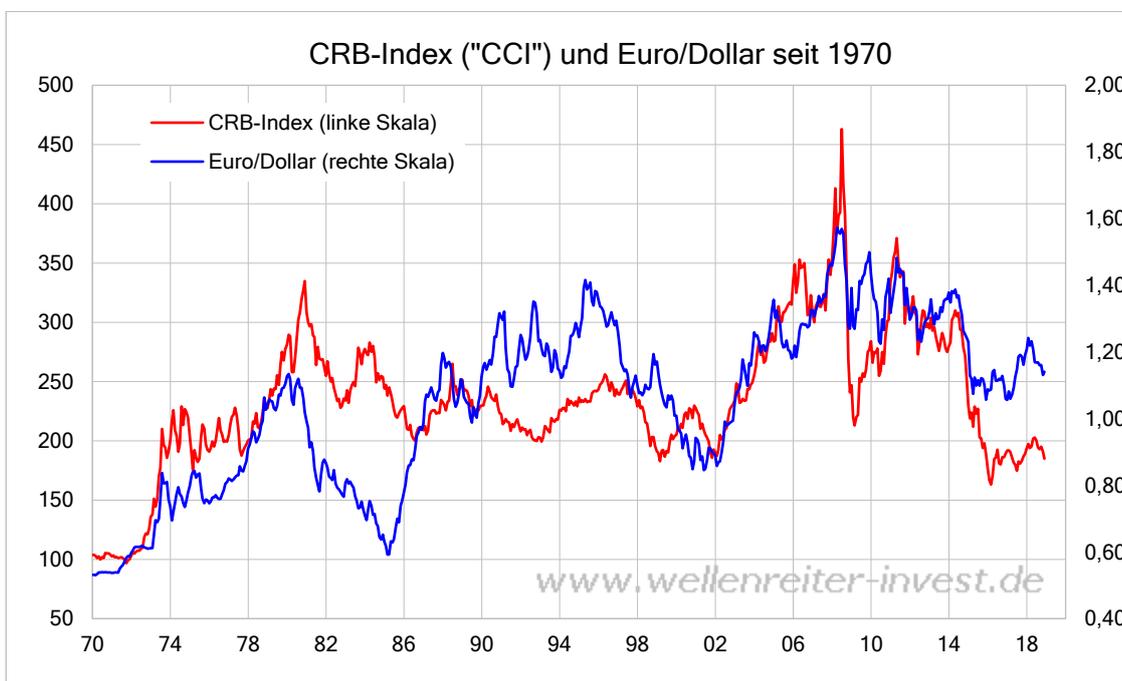


Abb. 4.3: Euro/Dollar und CRB-Index

Ein Abwärtstrend bei den Rohstoffpreisen geht mit einem negativen Verlauf des Euro/Dollar Hand in Hand. Eine temporäre Ausnahme war die Phase der Bodenbildung des Euro/Dollar in den Jahren 2000 bis 2002. Damals fiel der CRB-Index im Rahmen einer Rezession auf sein Preistief zurück. Für das Jahr 2019 keine substantielle Divergenz zwischen beiden Verläufen.

4.2 Erdöl

Der Trend eines steigenden globalen Erdölverbrauchs ist weiterhin intakt. Mittlerweile werden täglich etwa 101 Mio. Barrel Öl konsumiert.

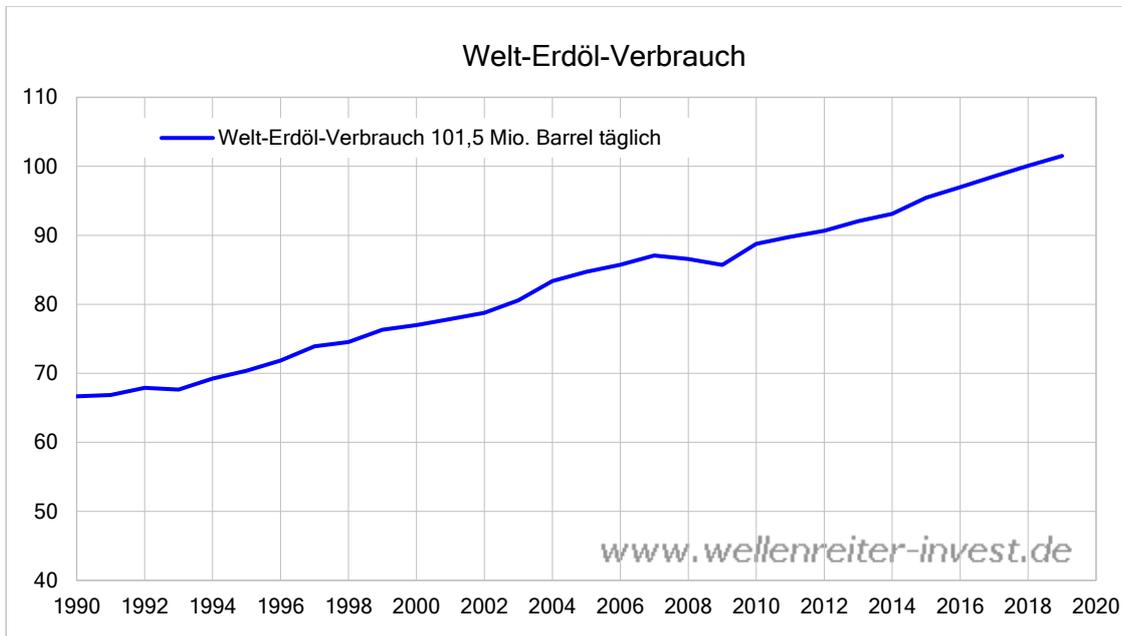


Abb. 4.4: Welt-Erdöl-Verbrauch (IEA)

Seit dem Jahr 2008 verdoppelte sich die US-Produktion, für das Jahr 2019 wird ein Produktionsvolumen von 12 Mio. Barrel pro Tag erwartet.

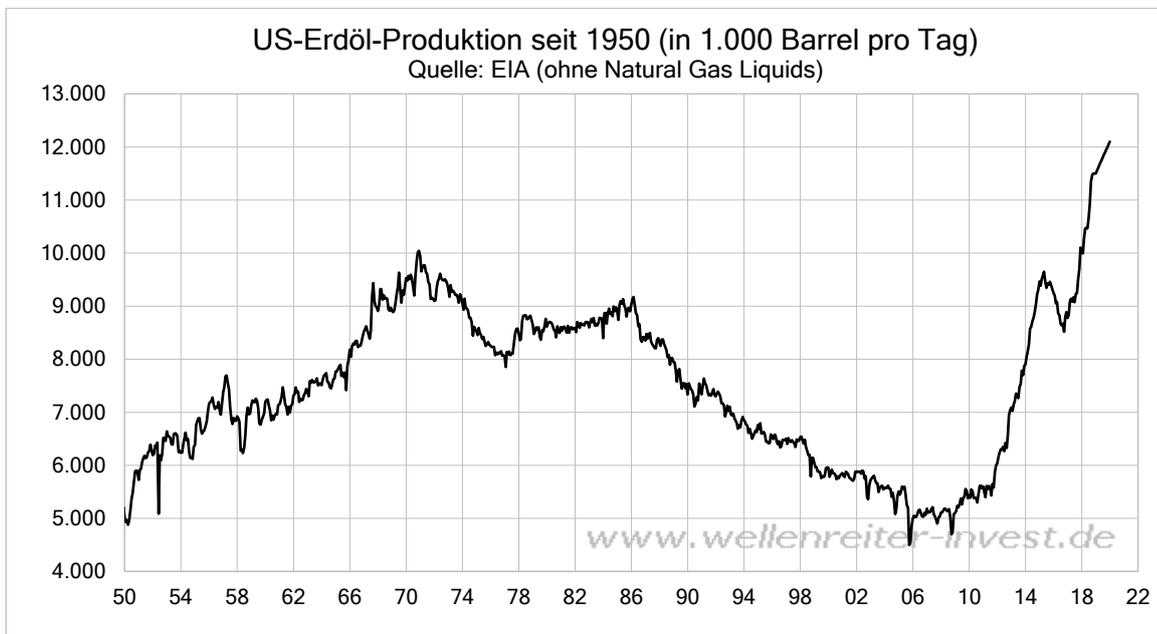


Abb. 4.5: US-Ölproduktion seit 1950

Die von der Internationalen Energieagentur (IEA) und in der BP-Statistik veröffentlichten Zahlen liegen etwa 20 Prozent höher, weil beide Organisationen die flüssigen Erdgaskomponenten („Natural Gas Liquids“) ebenfalls als „Öl“ bezeichnen, ganz im Ge-

gensatz zur US-Energy-Information-Administration (EIA). Die IEA sieht für die USA deshalb eine 2019er-Produktion von 16 Mio. Barrel täglich.

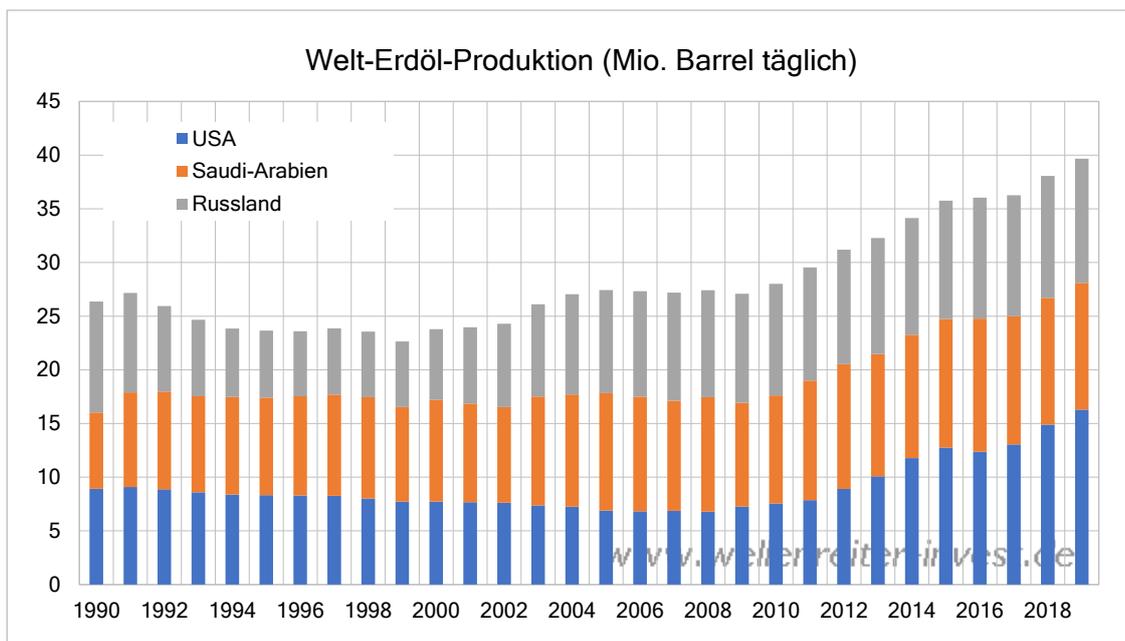


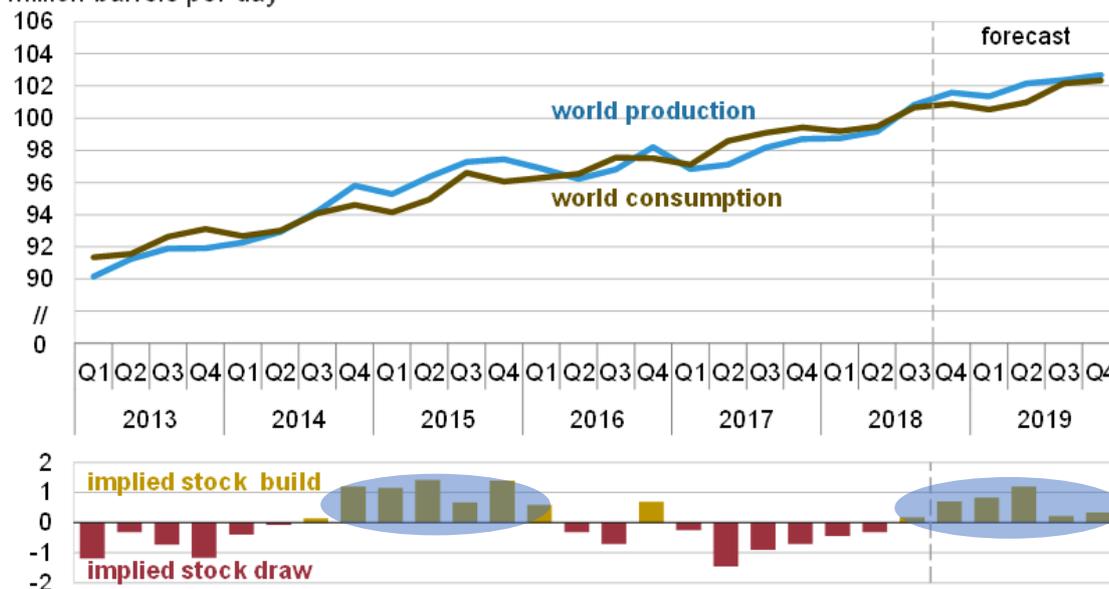
Abb. 4.6: Erdöl Produktion USA, Saudi-Arabien, Russland (BP Statistical Review, IEA)

Unabhängig davon steht fest, dass die USA, Saudi-Arabien und Russland 40 Prozent der Welt-Erdölproduktion (etwa 100 Mio. Barrel pro Tag gemäß IEA) kontrollieren. Die USA sind die größte Öl-Fördernation der Welt.

Ähnlich wie in den Jahren 2014/15 soll es im Jahr 2019 zu einem deutlichen Aufbau an Lagerbeständen kommen.

World liquid fuels production and consumption balance

million barrels per day



Source: Short-Term Energy Outlook, November 2018



Abb. 4.7: Differenz Ölverbrauch und Förderung

Damit scheint der Schweinezyklus vorgezeichnet. Die steigende Produktion bringt den Ölpreis nach unten. Dies wiederum führt zu Verlusten der US-Fracking-Explorer, die ihre Bohraktivität zurückfahren. Allmählich stellt sich ein Gleichgewichtszustand auf einem niedrigeren Niveau ein. Somit dürfte der erwartete Produktionsanstieg in den USA geringer als erwartet ausfallen.

Historisch verbringt der Ölpreis lange Zeit in breiten Seitwärtsbewegungen, bevor höhere Niveaus erreicht wurden. Nachdem er 30 Jahre lang zwischen 10 und 40 US-Dollar notierte, verbringt er mittlerweile 13 Jahre in der Handelsspanne 40 und 150 US-Dollar.

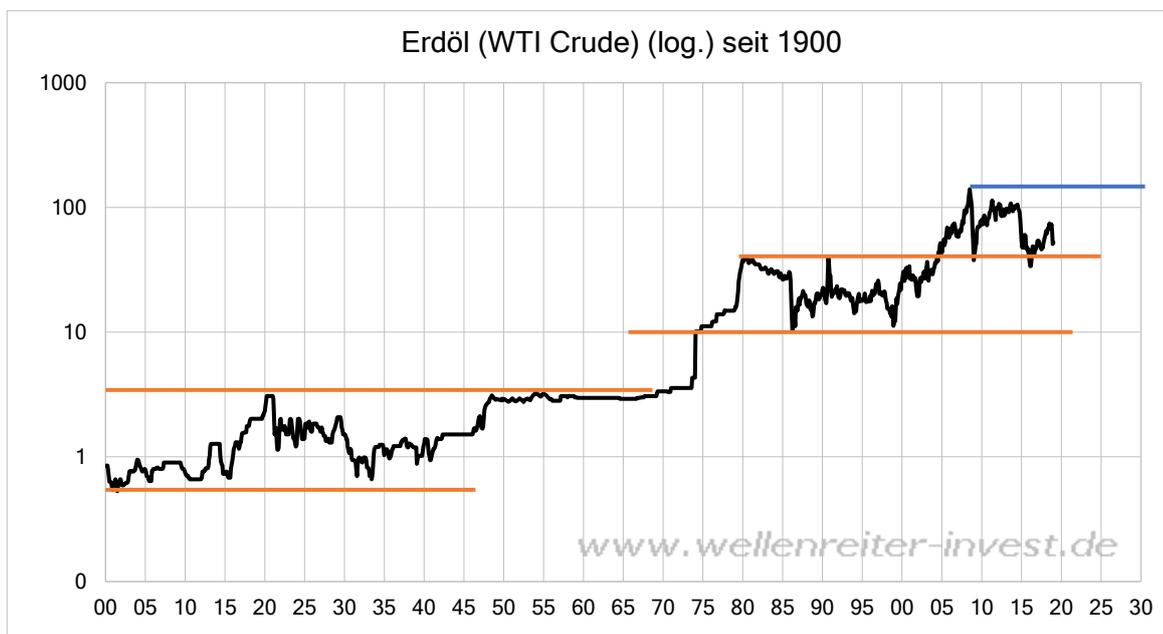


Abb. 4.8: Ölpreis seit 1900 Stufenchart

Diese Handelsspanne hat er in den Jahren 2008/2009 und 2016 zweimal auf der Unterseite getestet, ein dritter Test dieser Marke könnte erfolgen.

Am US-Terminmarkt hat sich in nach den Jahren 2008 und 2014 auch im Jahr 2018 ein wichtiger Hochpunkt ausgebildet. Dort entwickelten sich jeweils negative Divergenzen des Open Interest (folgender Chart).

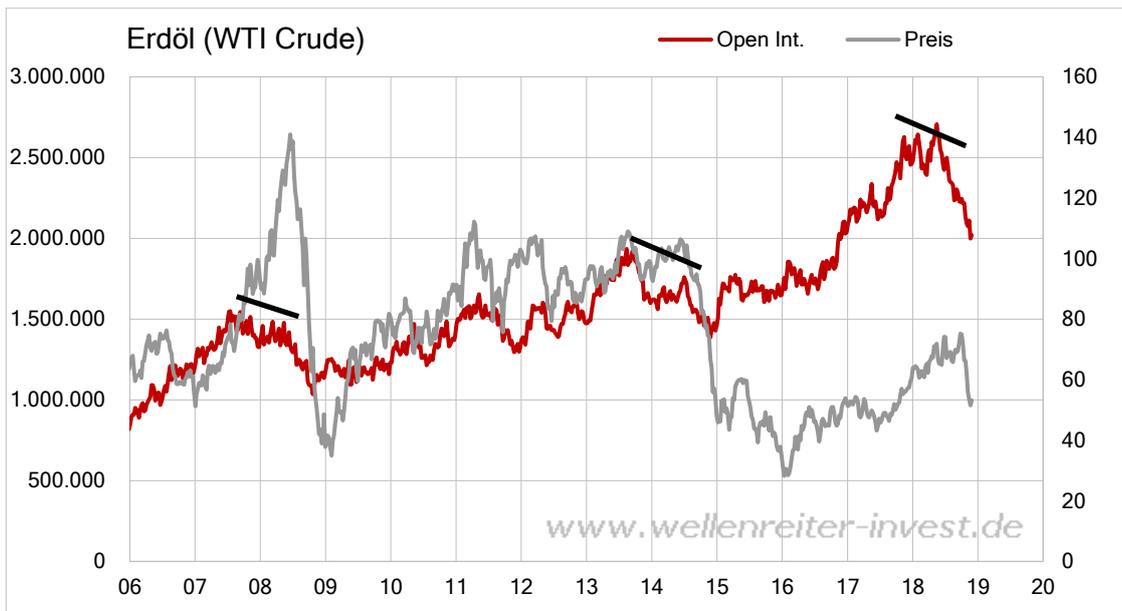


Abb. 4.9: WTI Crude Open Interest

In den Jahren 2008, 2014 und 2018 war das Open Interest bereits rückläufig, bevor der Preistrend drehte. Die Preisrückgänge setzten jeweils von niedrigeren Preishochs ein und lagen in beiden Fällen im Bereich von 75 Prozent. Einen solchen preislichen Rückgang vom 2018er Hoch, der dann ein Preisziel von 20 US-Dollar besitzen würde, erwarten wir nicht. Allerdings wäre eine Preishalbierung mit einem Kursziel im Bereich der langfristigen Unterstützung bei 40 US-Dollar gut denkbar.

Mit dem fallenden Open Interest bildet sich bei fallenden Ölpreisen auch die Spekulation im Erdölpreis zurück (folgender Chart).

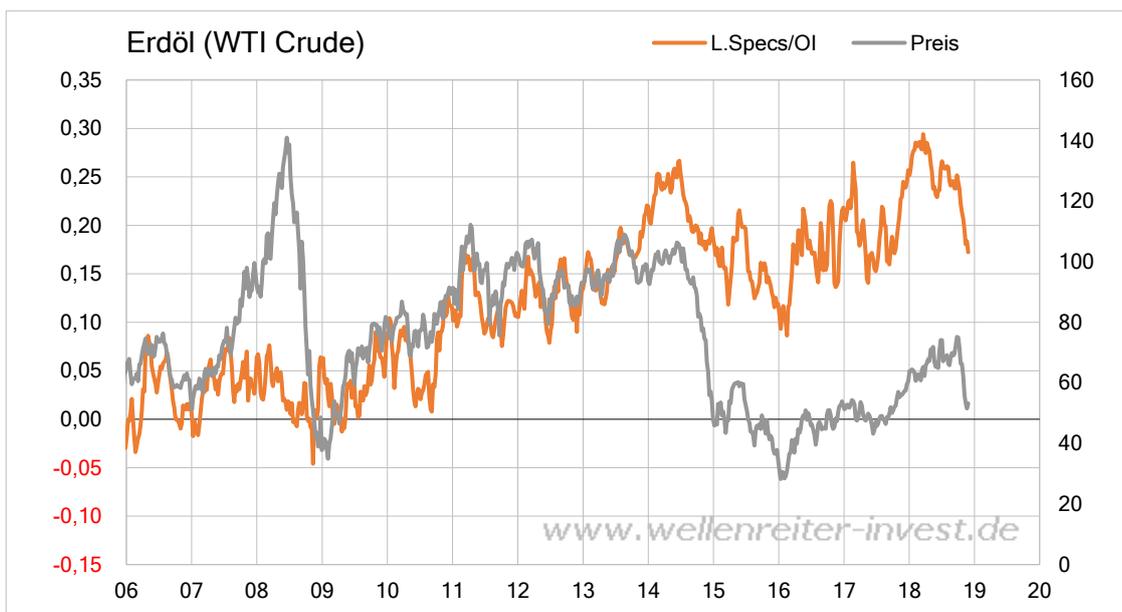


Abb. 4.10: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulant/ Open Interest

Ein wichtiges Preistief sollte sich bilden, wenn die Netto-Positionierung der Großspekulant in Abhängigkeit vom Open Interest zumindest auf dem Niveau von Januar 2016 gefallen sein sollte. Auch ein Rückgang zur Null-Linie ist denkbar. Daher ist der Abwärtstrend des Ölpreises noch nicht vorüber, sondern besitzt noch etwas Potential auf der Unterseite.

Auch die Terminstrukturkurve birgt eine Aussage über den Zustand des Ölmarktes. Der Ölpreis notiert in seinem Normalzustand, der Contango genannt wird, wenn die zukünftigen Future-Kontrakte teurer sind als der nächste Termin. Sind die zukünftigen Terminkontrakte billiger als der nächstfolgende Future, dann wird dieser Zustand Backwardation genannt. Er verweist auf eine unmittelbare Knappheitssituation.

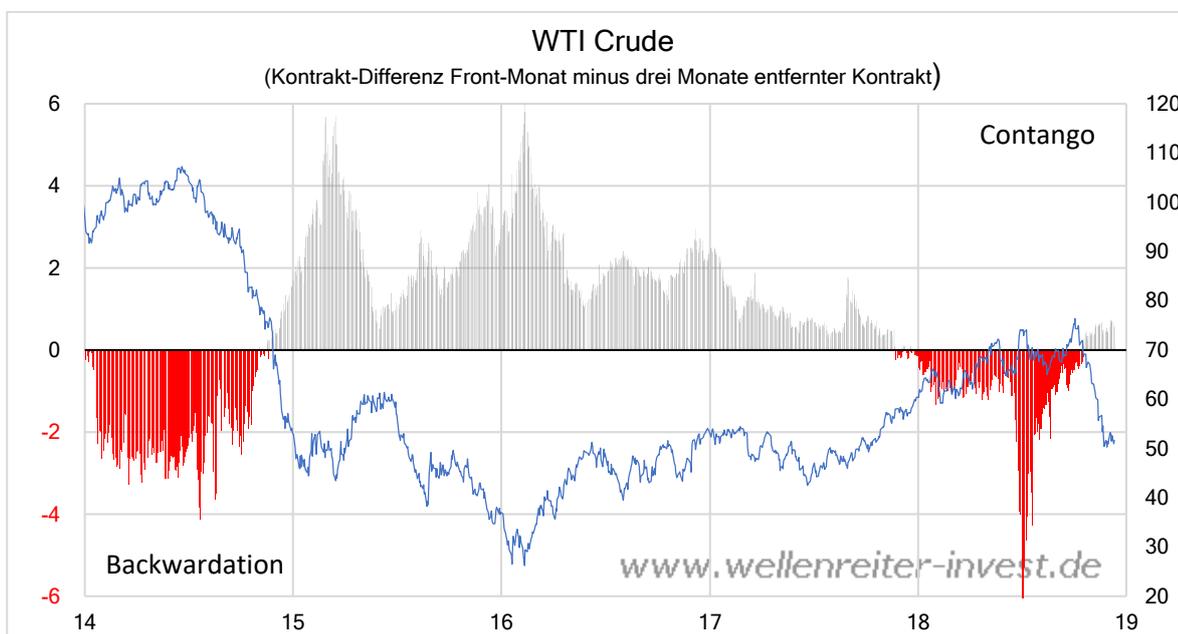


Abb. 4.11: Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent

Im Dezember 2017 bildete sich erstmals seit drei Jahren wieder eine Backwardation aus. Die Folge war ein deutlicher Preisanstieg im ersten Halbjahr 2018. Die Knappheitsprämien waren höher als im Jahr 2014. Als diese Situation endete, fiel der Ölpreis deutlich. Etwas Ähnliches passierte auch in den Jahren 2014/15. Die Contango-Situation ist noch gering, würde sich aber bei weiter fallenden Preisen vergrößern.

Hielten sich Contango und Backwardation die Waage, dann wäre der Ölmarkt nicht stark übertversorgt, sondern nahe an einem Gleichgewicht. Die Entscheidung der OPEC-Plus-Staaten (inklusive Russland) am 07. Dezember, die OPEC-Fördermenge um 1,2 Mio Barrel/Tag zu kürzen, zielt auf eine Stabilisierung des Ölpreises ab. Damit verfolgt die OPEC eine andere Strategie als vor 4 Jahren. Die Fördermengen wurden damals nicht gekürzt, weil es Saudi-Arabien um das Verteidigen von Marktanteilen gegenüber den USA ging. Die Einigkeit der OPEC-Plus-Staaten spricht dafür, dass sich

der Ölpreis in naher Zukunft stabilisieren wird. Bei einem weiteren Rückgang des Ölpreises könnten sie ihren Beschluss vom Dezember adjustieren und die Fördermenge noch einmal etwas reduzieren.

Der Ölpreis neigt in Vorwahljahren gegenüber den Durchschnittsverläufen zu relativer Stärke im Oktober/November.

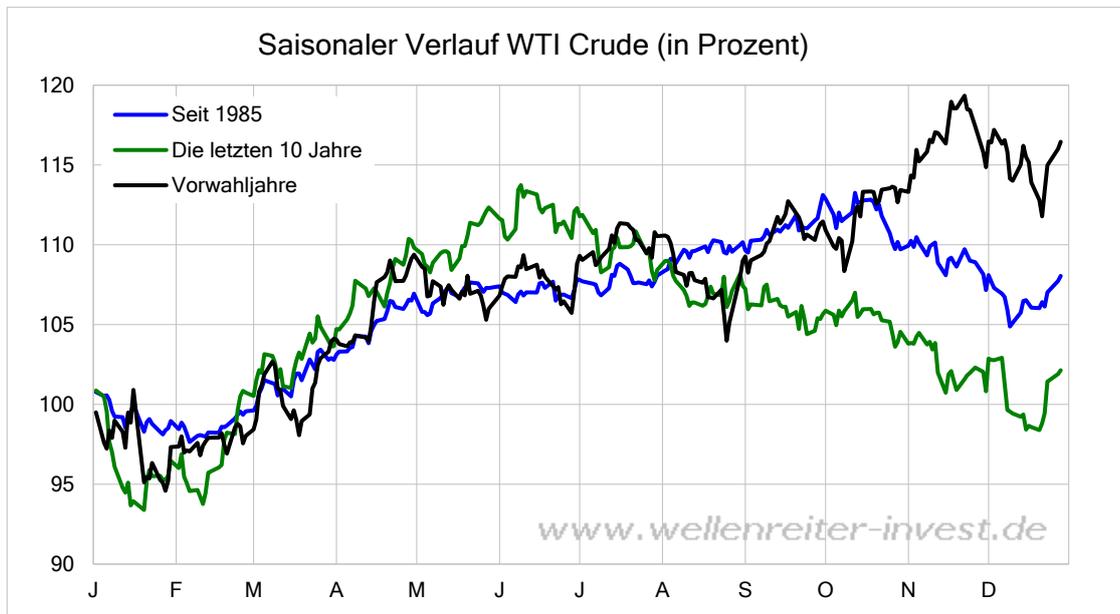


Abb. 4.12: Saisonalen Verlauf Erdöl

Ansonsten entwickelt er sich in Vorwahljahren gemäß seines saisonalen Durchschnittsverlaufes, so dass im Januar/Februar mit einem wichtigen Preistief zu rechnen ist.

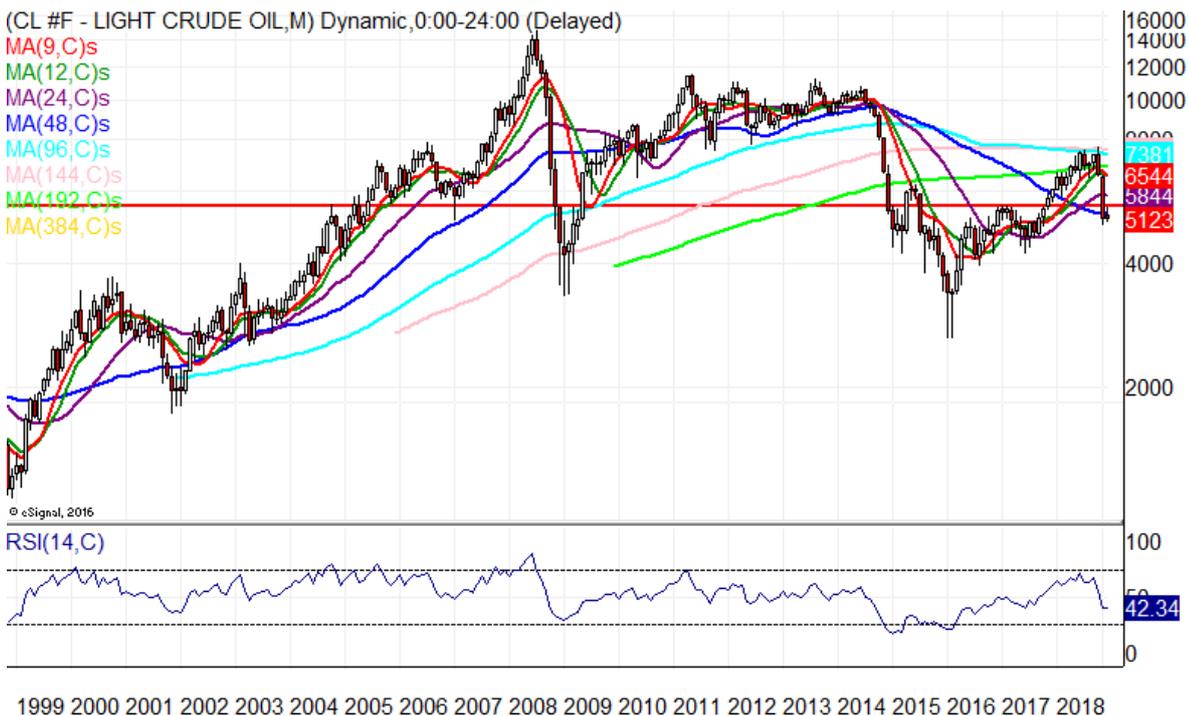


Abb. 4.13: WTI Crude Monatschart

Auf dem WTI-Crude-Monatschart ist zu erkennen, dass in den Jahren 2008 und 2014 begonnenen Abwärtsbewegungen jeweils 6 bzw. 7 Monate dauerten. Die jüngste Abwärtsbewegung ist im Oktober nach einem Scheitern am 8-Jahres-Durchschnitt gestartet und befindet sich somit erst im dritten Monat. Damit ist die Zeitspanne zu kurz, um bereits von einem wichtigen Preistief sprechen zu können.

Fazit

Auch wenn die Dämpfung der Ölnachfrage vor dem Hintergrund der aufkommenden Elektromobilität bei Fahrzeugen näher rückt, so ist bis dato kein Nachfragerückgang erkennbar. Der Ölpreis befindet sich in einer Abschwungphase, die in das neue Jahr zumindest bis in Januar/Februar reichen sollte. Die große preisliche Unterstützung bei 40 US-Dollar kann im Jahr 2019 temporär unterschritten werden. Danach ist mit einer Erholung und Stabilisierung zu rechnen, die den Ölpreis in Richtung 50/55 US-Dollar bringen dürfte. Die ölproduzierenden Länder wie Saudi-Arabien, Russland oder auch die USA werden von einer solchen Entwicklung negativ betroffen sein. Die USA würden im Bereich der Hochzinsanleihen im Explorer-Sektor ähnlich wie 2015 betroffen sein.

4.3 Gold

Nach der Abwärtsbewegung der Jahre 2011 bis 2015 erholte sich der Goldpreis etwas und notiert seit 2016 in einer Handelsspanne.

Gold Monatschart

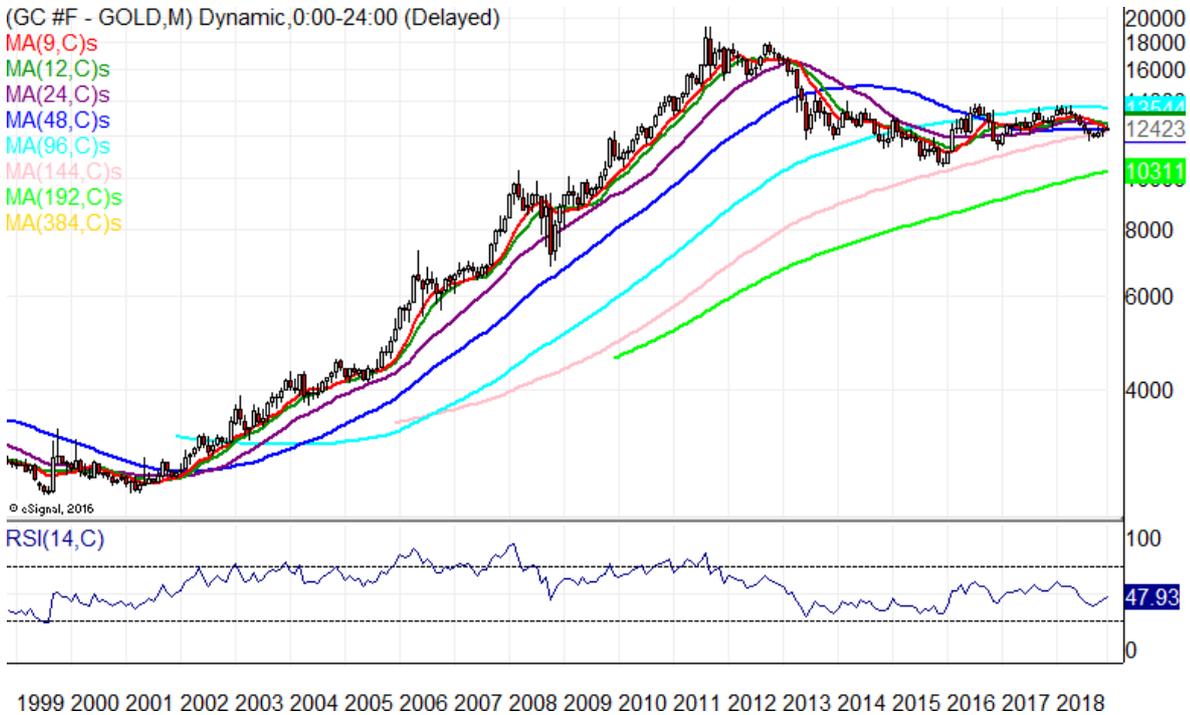


Abb. 4.14: Gold Monatschart

Auf der Oberseite hat sich der Bereich um 1.350/75 US-Dollar als unüberwindbar erwiesen, im Jahr 2018 stoppte der Goldpreis zudem am 8-Jahresdurchschnitt (hellblaue Linie obiger Chart). Auf der Unterseite hat der Goldpreis leicht steigende Tiefpunkte bei 1.120 US-Dollar (2016) und 1.160 US-Dollar (2018) ausgebildet. Insofern darf von einer breiten Handelsspanne von etwa 200 US-Dollar gesprochen werden.

Gold würde als Anlageklasse bei einem negativen Realzins interessanter werden. Ein „Anstieg“ des Realzinses in den Minusbereich lässt sich vor dem Hintergrund fallender Inflationsraten insbesondere im ersten Halbjahr 2019 nicht begründen. Daher fehlt ein fundamentaler Auslöser für einen bedeutenden Goldpreisanstieg.

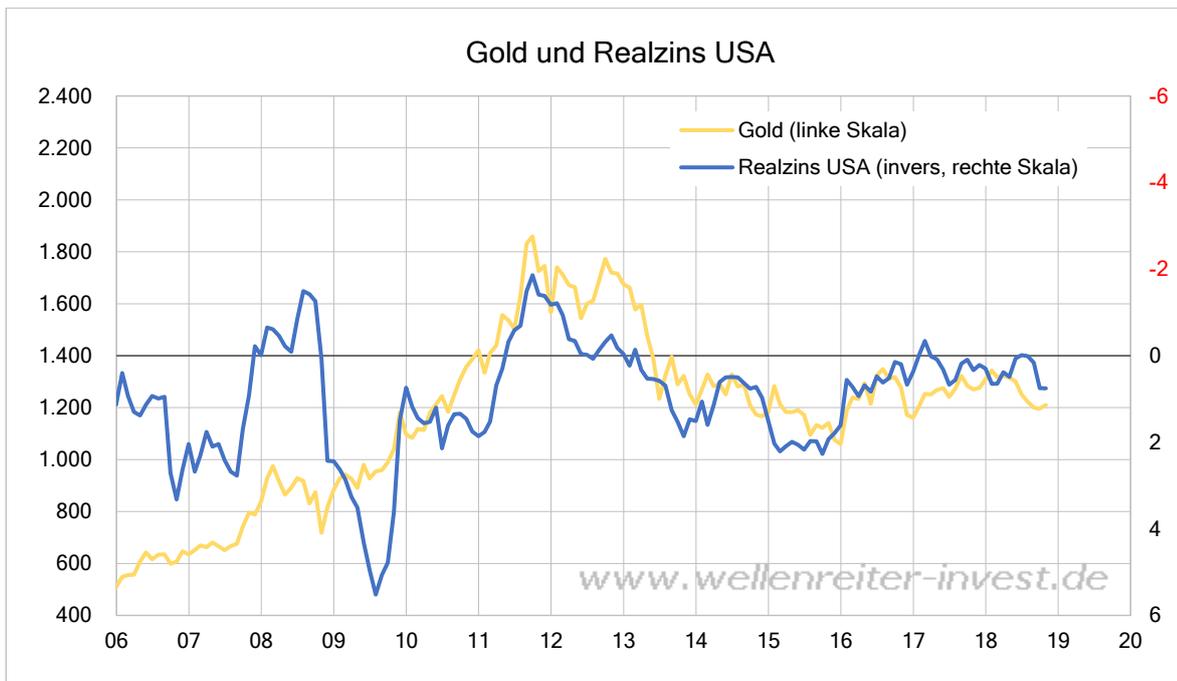


Abb. 4.15: Goldpreis und Realzins

Ein tendenziell deflationäres Umfeld (siehe 2008) stellt für den Goldpreis ebenso eine Bürde dar.

In Vorwahljahren agiert Gold in den ersten drei Quartalen schwächer als in seinen Durchschnittsverläufen, im vierten Quartal zeigt das Edelmetall besonders zum Jahresende hin relative Stärke.

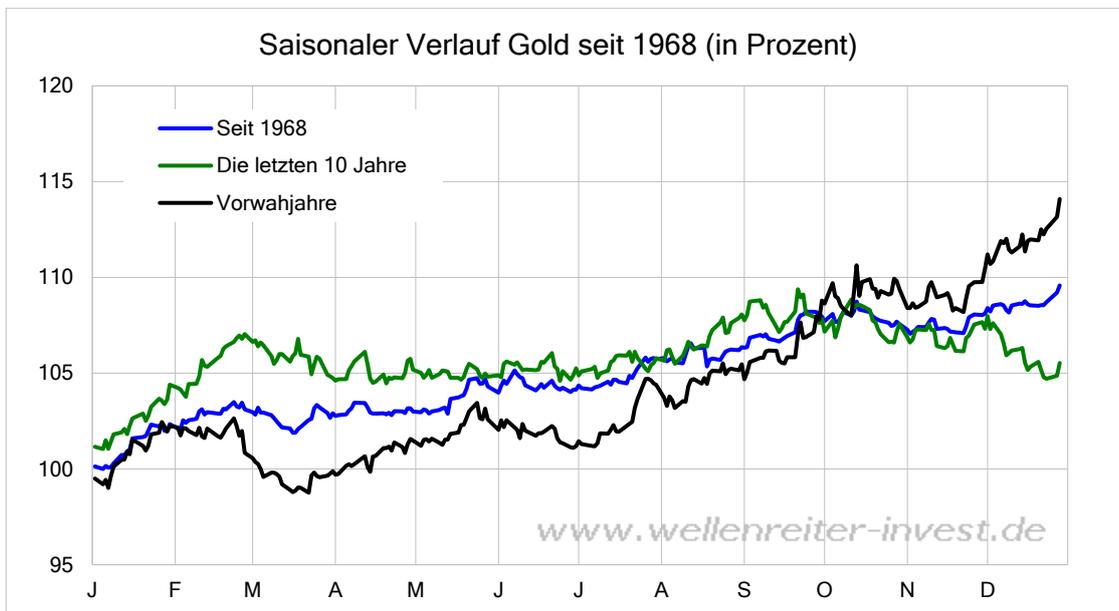


Abb. 4.16: saisonaler Verlauf Gold

Am US-Terminmarkt notiert die Spekulation seit Ende August 2018 auf einem sehr niedrigen Niveau (folgender Chart).

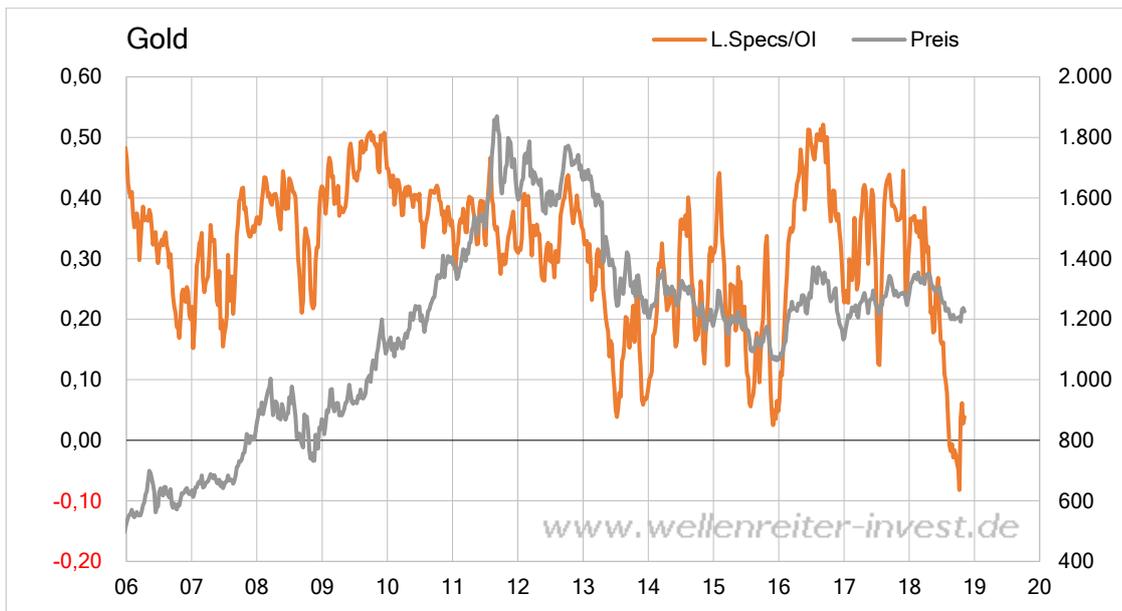


Abb. 4.17: Positionierung Großspekulanten / Open Interest

Die Großspekulanten waren temporär sogar short positioniert, eine solch bearische Netto-Positionierung war zwischen 2001 und 2017 nicht zu beobachten. In der Historie der US-Terminmarktdaten seit 1986 notierten sie netto im Rahmen der Baisse der 90iger Jahre immer mal wieder temporär auf der Negativseite. Es folgten preisliche Erholungen, aber keine starke Haussebewegung.

Der XAU-Goldminenindex zeigt momentan auch noch keine Formation für einen übergeordneten Trendwechsel an.

XAU-Goldminenindex Monatschart

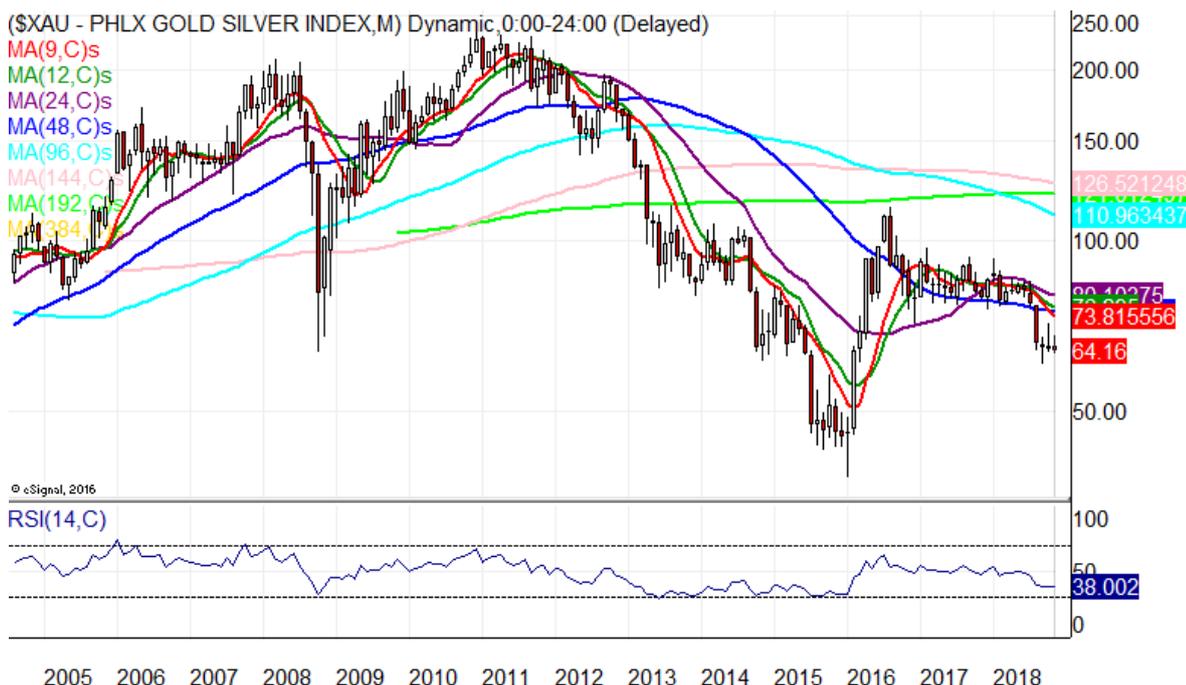


Abb. 4.18: XAU-Goldminen-Index

Das Preistief vom Januar 2016 notiert deutlich tiefer, die Dynamik der Abwärtsbewegung der Minenaktien ist nicht sehr groß. Die lange Seitwärtsbewegung von Ende 2016 bis in den Sommer 2018 wurde nach unten aufgelöst und die Minenaktien laufen in einer Handelsspanne seitwärts. Ihr Verhalten impliziert, dass der Goldpreis zunächst in seiner Handelsspanne verharren wird und dort etwa in der Mitte der Spanne gedeckelt sein dürfte.

Fazit

Die Aussichten für den Goldpreis sind für das Jahr 2019 nur durchwachsen. An der übergeordneten Seitwärtsbewegung sollte sich zunächst nichts ändern. Erst im vierten Quartal bestehen Chancen auf eine bessere Entwicklung aufgrund der dann positiven saisonalen Phase und eines wahrscheinlich reflationären Kapitalmarktumfeldes.

4.4 Kupfer

Für Investoren ist der Kupferpreis eine Beobachtung wert, da die Divergenzen gegenüber der Entwicklung des US-Aktienmarktes wertvolle Zusatzinformationen liefern.

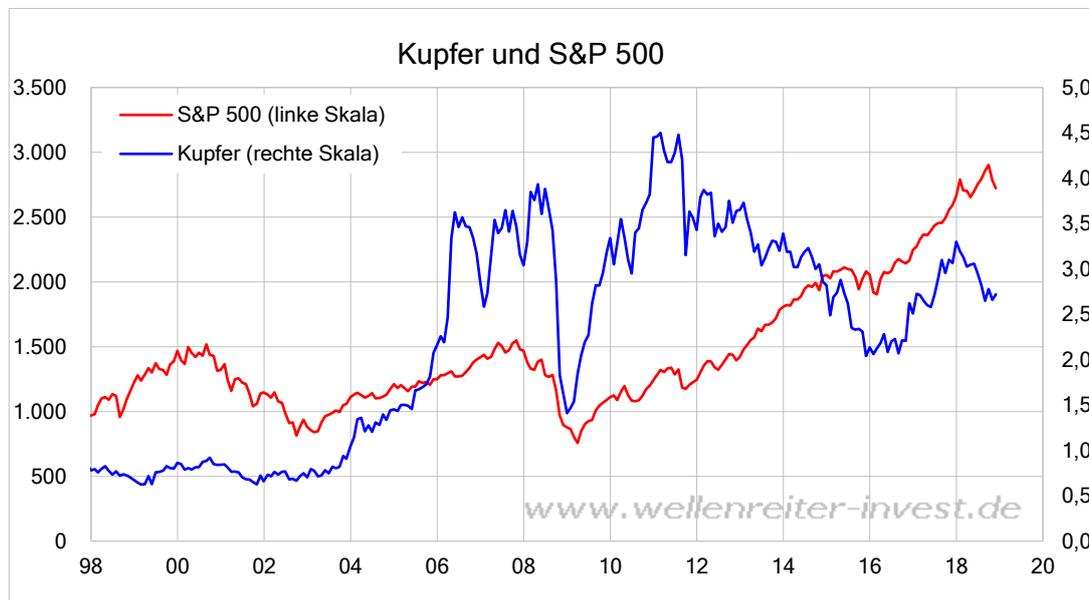


Abb. 4.19: Kupfer und S&P 500

Die Industriemetalle als Gruppe - auch Kupfer - neigten insbesondere im Sommer 2018 bereits deutlich zur Schwäche und bildeten vor dem S&P 500 ein wichtiges Preishoch aus. Der Kupferpreis zeigte im Vorfeld wichtiger Preistiefs am US-Aktienmarkt immer wieder relative Stärke, indem er keine neuen Tiefpunkte mehr markierte. Dies konnte im März 2003, im März 2009 oder auch im Januar/Februar 2016 beobachtet werden.

Fazit

Der Rohstoffsektor zeigt zyklisch eine Abwärtsbewegung, aus der auch Kupfer derzeit keinen Ausweg anzeigt. Sollte der Kupferpreis im Laufe des Jahres 2019 zu steigen beginnen, ließe sich dies als ein bullisches Signal für die Aktienmärkte verstehen. Der Kupferpreis kann ein wichtiger Hinweisgeber für Investoren am Aktienmarkt sein.

5. Der Aktienmarkt

5.1 Bewertung

Die zu erwartende Rendite am Aktienmarkt über einen längeren Zeitraum ist abhängig von seiner Bewertung.

Der „Tobins Quotient“ ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl zur Unternehmensbewertung, benannt nach James Tobin. Dieser Quotient wird ermittelt, indem der Marktwert (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten) durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände (Substanzwert) geteilt wird. Man nennt dies Marktwert-/ Substanzwert-Verhältnis. Ein Wert von 1 zeigt eine faire Bewertung an.

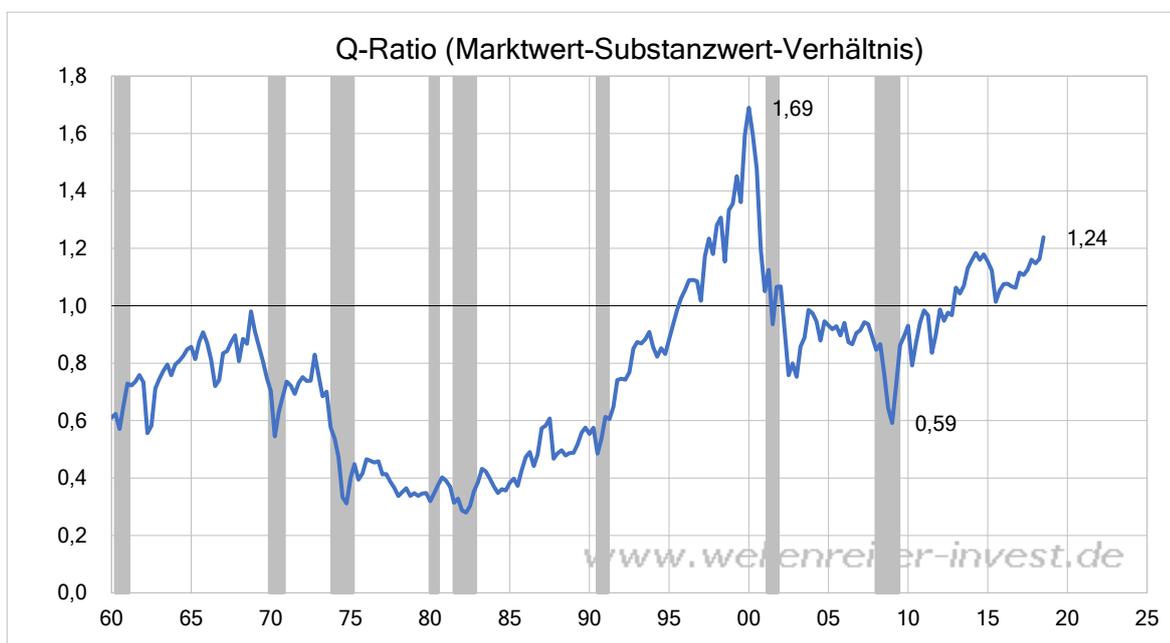


Abb. 5.1: Q-Ratio

Per Ende des dritten Quartals notierte die Q-Ratio für den US-Markt mit 1,24 oberhalb des Hochs von Ende 2014. Historisch notiert diese Ziffer im oberen Bereich dessen, was üblich ist, wenn man von der Bewertung der Jahre 1998 bis 2000 absieht. Vor 20 Jahren war die Bewertung noch etwas höher, die folgenden 10 Jahre verliefen sehr schwach. Die hohe Bewertung am Jahresende 2018 deutet auf ein schwaches und unterdurchschnittliches Potential für die kommenden 10 Jahre, ist aber kein Instrument des Timings für 2019.

Damit steht dieser Indikator nicht alleine, denn auch der sogenannte Buffett-Indikator zeigt eine deutliche Überbewertung von US-Aktien an. Der Indikator vergleicht die Gesamtmärktpitalisierung des US-Aktienmarktes mit dem nominalen BIP.

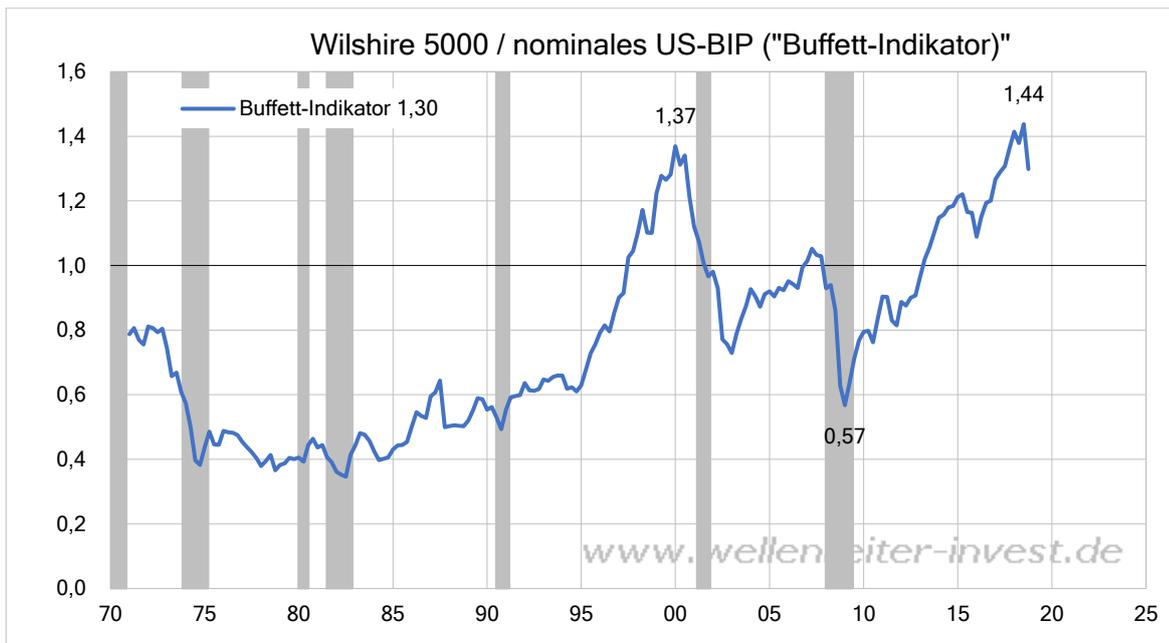


Abb. 5.2: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP

Im Verhältnis zum BIP war der US-Markt im Jahr 2018 zwischenzeitlich teurer als im Jahr 2000. Eine Überbewertung kann klar diagnostiziert werden.

Eine dritte Bewertungskennziffer, das Shiller-KGV, notiert mit 31 nahezu auf dem Niveau des Septembers 1929 (33). Der Kurs des S&P 500 wird in Relation zum inflationsbereinigten Durchschnitts-KGV der vergangenen 10 Jahre gesetzt. Ein Wert von 31 ist vergleichsweise hoch.

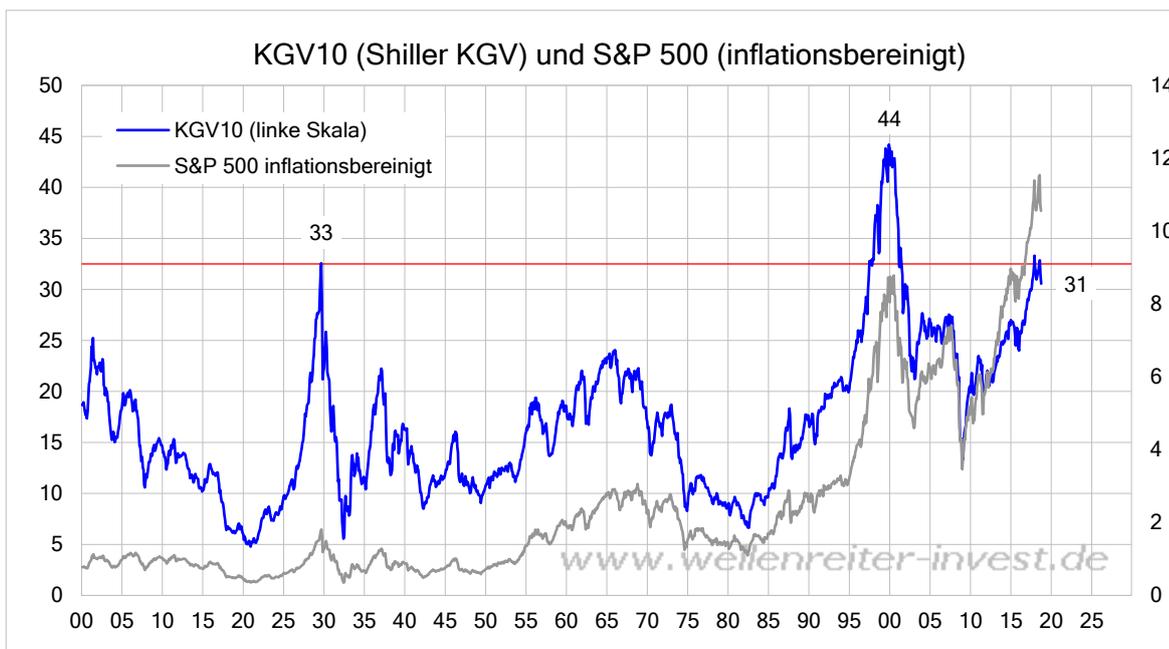


Abb. 5.3: Shiller-KGV und S&P 500

Die hohen historischen Bewertungen des US-Aktienmarktes führen zwar zur Erwartung einer niedrigeren Renditeerwartung in den kommenden zehn Jahren. Allerdings relativiert sich die hohe Bewertung der Aktien mit dem Blick auf das klassische Alternativinvestment. Die hohe Bewertung des Eigenkapitals geht mit einer nicht minder hohen Bewertung des Fremdkapitals einher. Beim Vergleich der Gewinnrendite der Aktien gegenüber zehnjährigen Staatsanleihen fällt auf, dass die Aktien zum einen günstiger als die Staatsanleihen sind und zum anderen, dass dieser Zustand historisch selten ist.

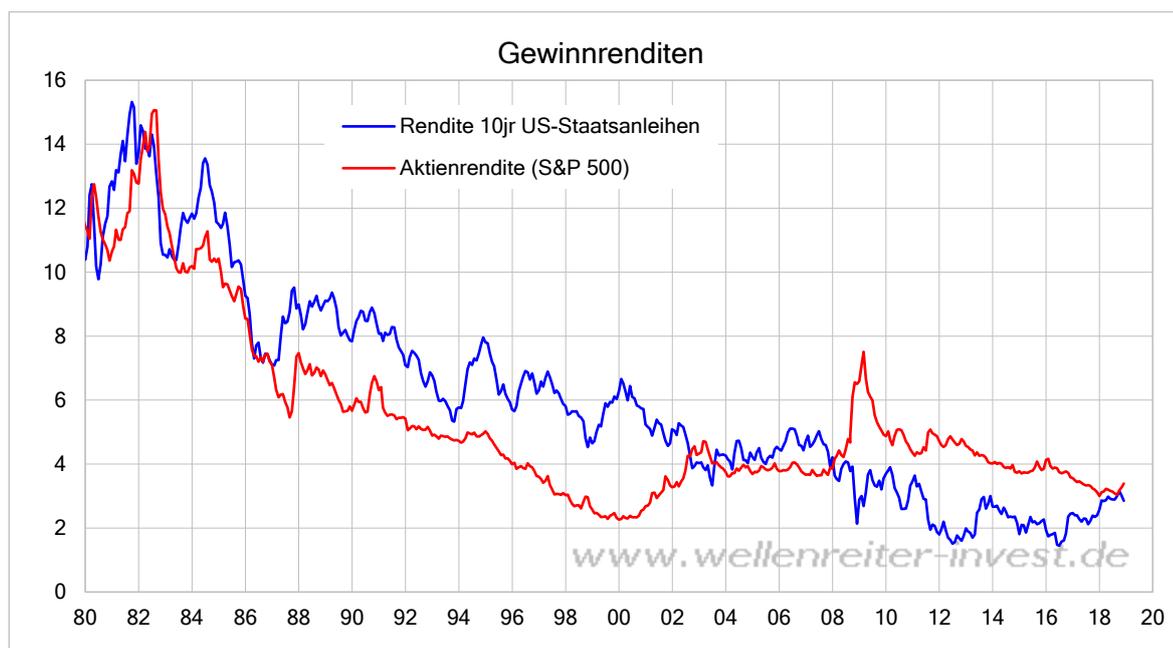


Abb. 5.4: Gewinnrendite Aktien und Anleihen

Seit zehn Jahren notiert die Aktienrendite oberhalb der („risikolosen“) Staatsanleihenrendite. Im Jahr 2018 waren beide Renditen für ganz kurze Zeit identisch. Zuletzt steigt die Aktienrendite wieder und notiert bei 3,29, während die Anleihenrendite unter die 3-Prozent-Marke gefallen ist.

Das sogenannte FED-Modell vergleicht die Spanne zwischen Anleihen- und Aktienrenditen. Diesen Vergleich der beiden Anlageklassen benutzt die US-Notenbank.

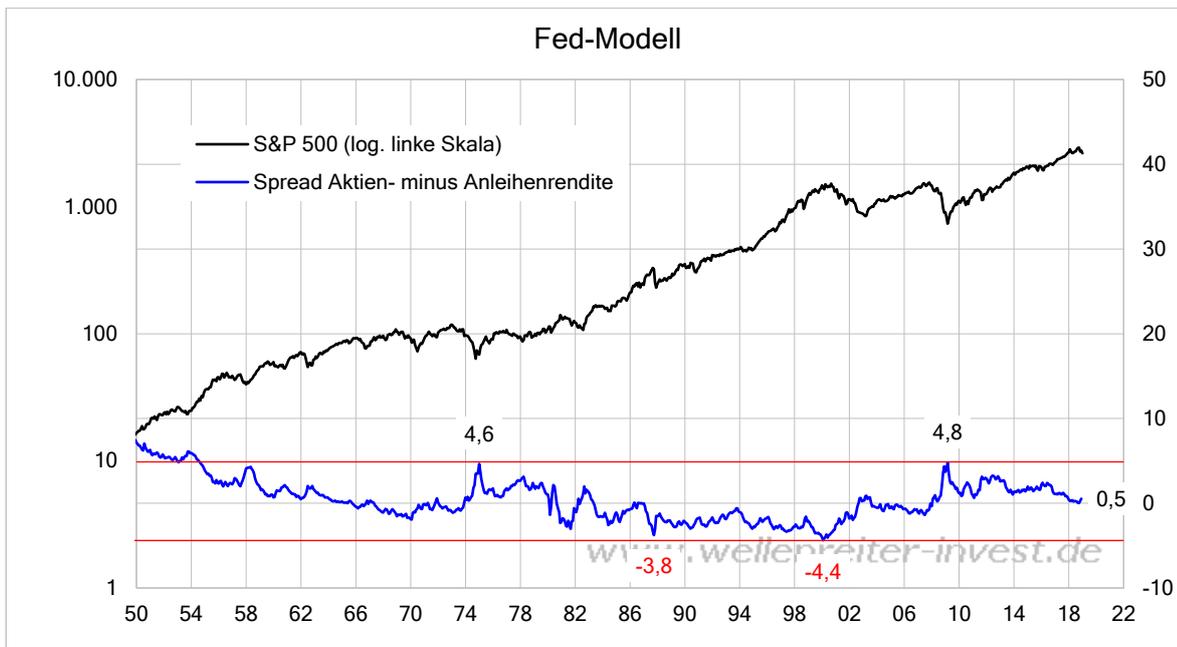


Abb. 5.5: Fed-Modell

Das Modell funktioniert sehr gut in Extremsituationen wie im Herbst 1974 (+4,6 Prozentpunkte) oder im März 2009 (+4,8 Prozentpunkte). Aktuell befindet es sich im neutralen Bereich.

Als Fazit lässt sich eine sehr hohe Bewertung des US-Aktienmarktes feststellen, die das zukünftige Renditepotential auf Sicht einer Dekade dämpft. Eine Verwundbarkeit des Aktienmarktes liegt bei steigenden Renditen vor. Es ist somit kein Zufall, dass beide Phasen der Aktienmarktschwäche Ende Januar und Anfang Oktober 2018 von steigenden Renditen ausgelöst wurden.

Auch ist der Markt verwundbar, wenn die hohen Erwartungen nicht mehr übertroffen werden können und daraus Enttäuschungen resultieren. In einem Umfeld eines wirtschaftlichen Abschwungs sind die Erwartungen an die Zukunft regelmäßig zu hoch, so dass Aktien nach der Veröffentlichung von Kennzahlen abgestraft werden.

Der Dow Jones Index legte in dieser Dekade rund 140 Prozent zu.

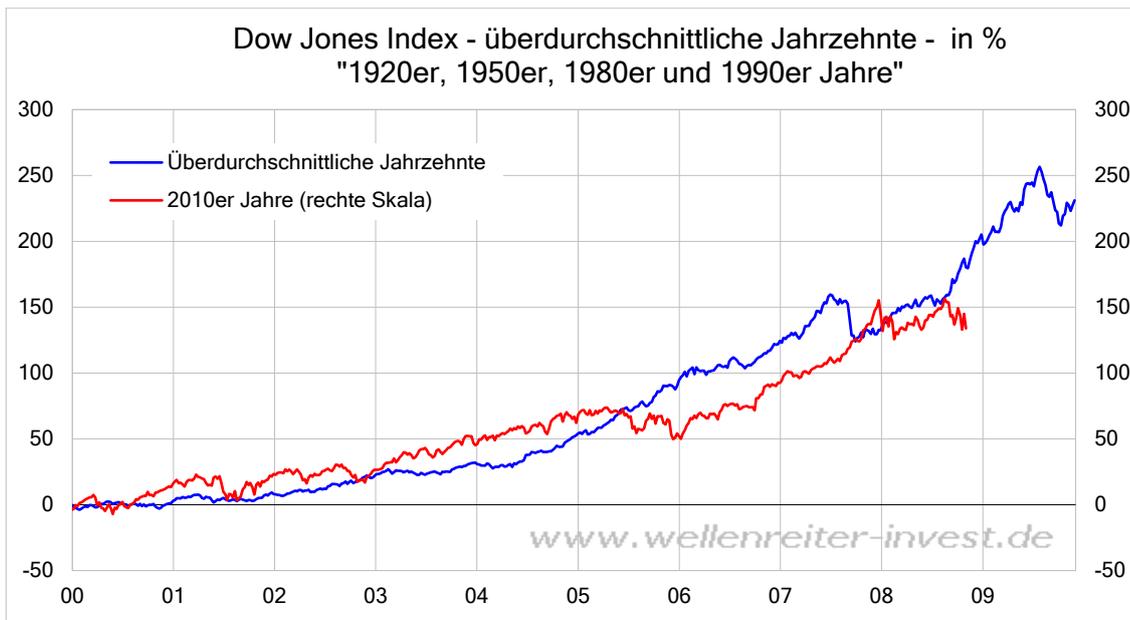


Abb. 5.6: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %

Bis zum Herbst 2018 lag der Dow Jones Industrial Average beinahe punktgenau auf dem prozentualen Pfad einer überdurchschnittlichen Dekade. Demnach müsste der US-Aktienmarkt im kommenden Jahr nach oben abheben. Allerdings ist eine Veränderung des Verhaltens im US-Präsidentschaftszyklus zu beachten.

5.2 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2019 ist ein Vorwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Im klassischen Zyklus waren das Vorwahl- und Wahljahr durch fiskal- und investitionspolitisch positive staatliche Maßnahmen beeinflusst worden. Die amtierenden US-Präsidenten schoben die Wirtschaft an, um für die (Wieder-)Wahl der eigenen Partei gutes Wetter zu machen.

In den letzten Zyklen hat sich dieses Verhalten allerdings 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 US-Präsidentschaft Trump half in den ersten beiden Jahren der Wirtschaft insbesondere durch das fiskalpolitische Instrument der Steuerreform.

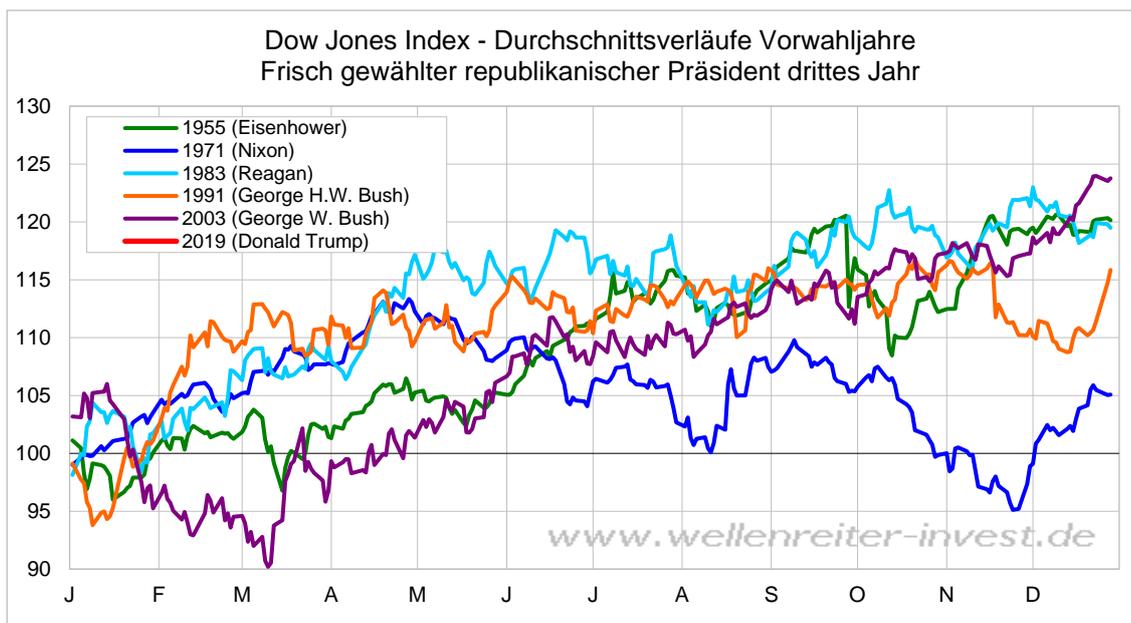


Abb. 5.7: Durchschnittsverläufe Vorwahljahre frisch gewählte republikanische Präsidenten

Historisch betrachtet ist Trumps Politik als ungewöhnlich zu beschreiben. Seine republikanischen Kollegen hatten in ihrer Amtszeit in den ersten beiden Jahren jeweils mit Krisen und Rezessionen zu kämpfen. Daher verlief in den 5 Fällen der Nachkriegsgeschichte das dritte Jahr eines republikanischen Präsidenten ausnahmslos positiv.

Für das Jahr 2019 sind keine positiven staatlichen Maßnahmen zu erwarten, zudem bremst die US-Notenbank durch den fortgesetzten Liquiditätsentzug von 50 Mrd. US-Dollar pro Monat. Eine solche Bremspolitik ist das exakte Gegenteil des historisch üblichen Musters!

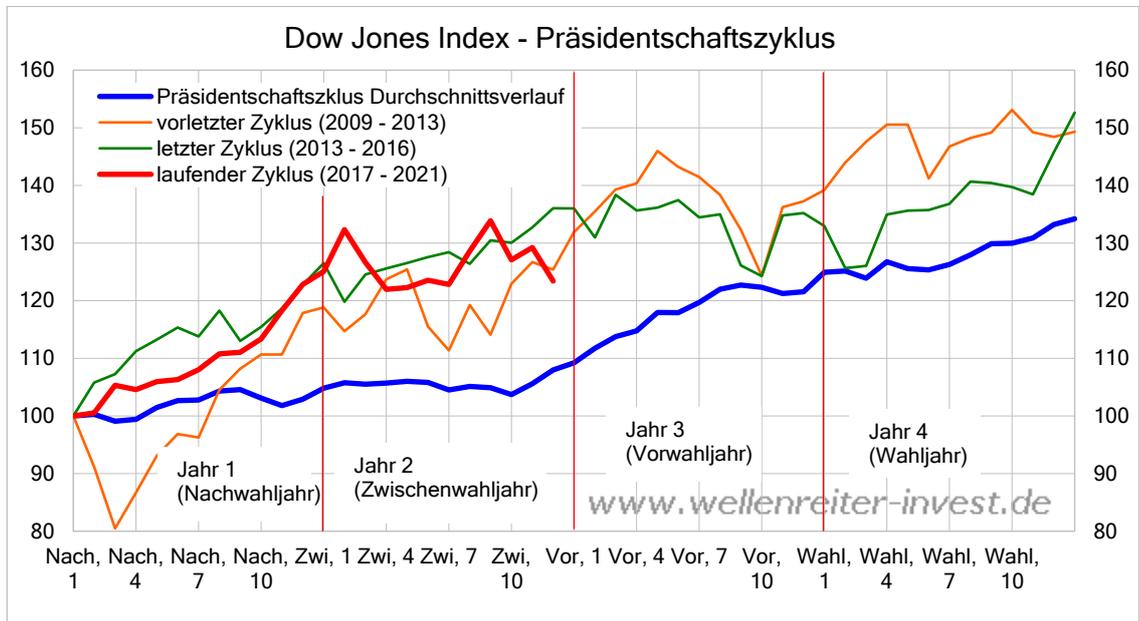


Abb. 5.8: US-Präsidentschaftszyklus

Bleibt diese Politikänderung erhalten, dann sollten das Vorwahljahr 2019 und das Wahljahr 2020 unterdurchschnittlich verlaufen. Sowohl in den Jahren 2007, 2011 und 2015 toppten die US-Aktienmärkte im Sommer, bevor sich unterschiedlich lange und signifikante Preissrückgänge ereigneten. Daher stellt sich für das Jahr 2019 die Frage, ob eine größere Preisschwäche erst ab Sommer 2019 einsetzt oder bereits früher beginnt.

Historisch betrachtet sind Vorwahljahre die stärksten Jahre im Wahlzyklus. Seit 1896 verliefen nur sechs Vorwahljahre negativ, zuletzt und erstmals seit dem Ende des zweiten Weltkriegs das Jahr 2015.

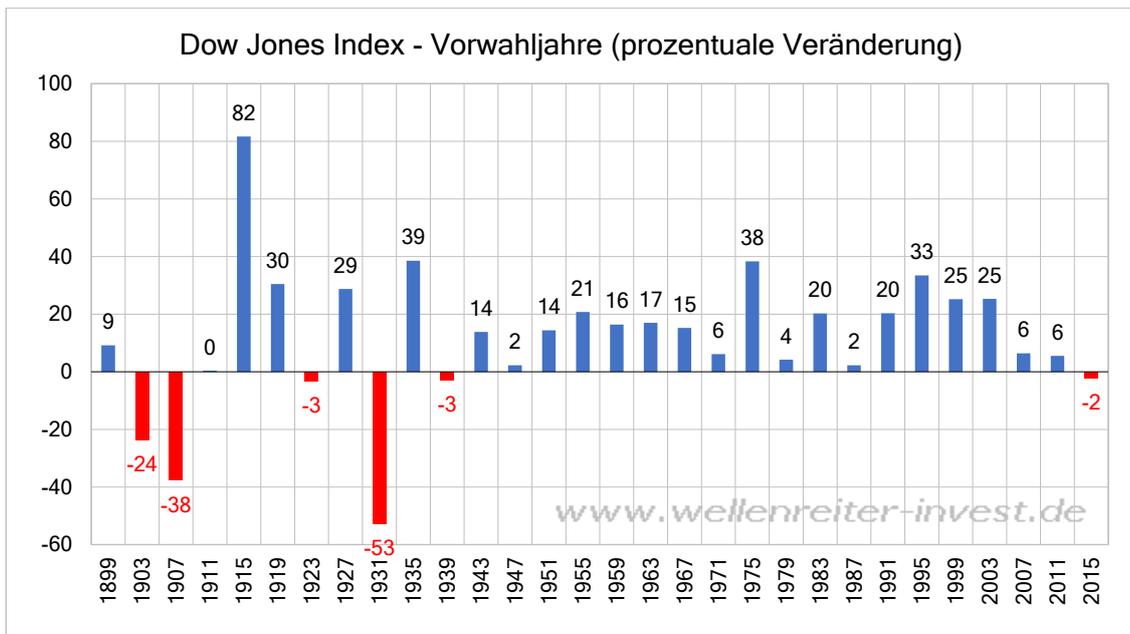


Abb. 5.9: Dow Jones Index Verteilung Vorwahljahre

Das Jahr 2015 offerierte eine deflatorische Krise aufgrund einer schwachen Chinanachfrage und eines fallenden Ölpreises. Der deflatorische Faktor der Gegenwart heißt Liquiditätsentzug (FED) bzw. Einstellen der Liquiditätszufuhr (EZB), so dass das Vorwahljahr 2019 sich in die Historie der wenigen negativen Beispiele einsortieren sollte.

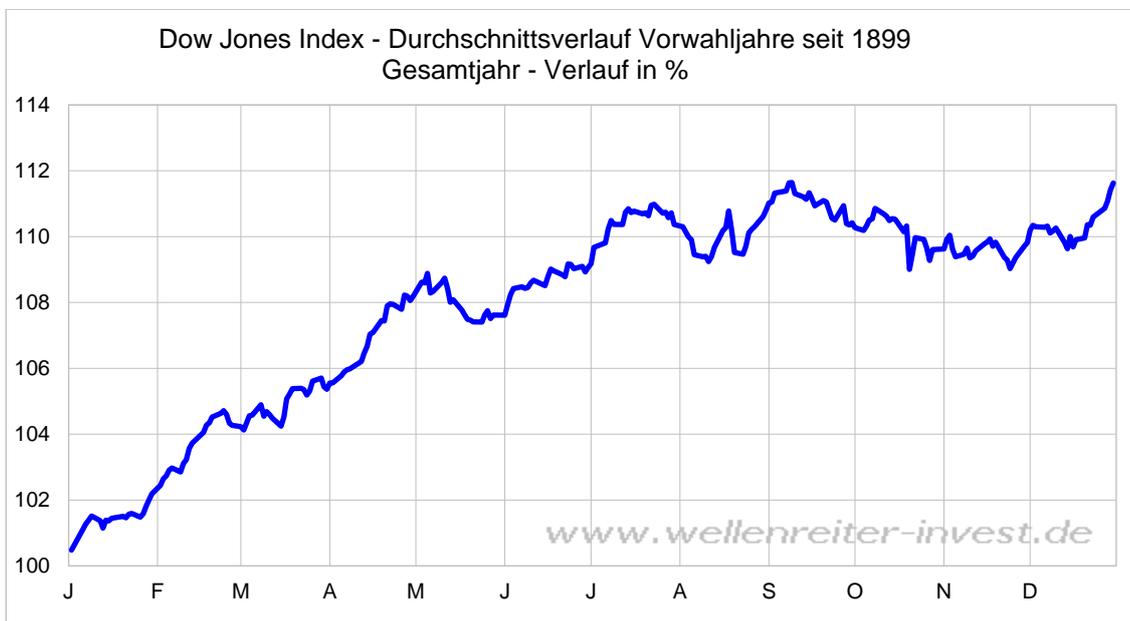


Abb. 5.10: Durchschnittsverlauf Vorwahljahre

Die durchschnittlichen Vorwahljahre verlaufen insbesondere in der ersten Jahreshälfte sehr positiv, danach dominiert ab Mitte Juli eine relativ flache Seitwärtsbewegung.

Seit der Änderung des „Befeuerungszyklus“ auf den Beginn der jeweiligen Wahlperiode zeigen die Vorwahljahre ein durchwachsendes Muster. Wir zeigen nachfolgend die Verläufe der Vorwahljahre 2007, 2011 und 2015. Der Jahresbeginn war jeweils kritisch, gefolgt von einer positiven Periode von Mitte März bis Mitte Mai bzw. Mitte Juli.

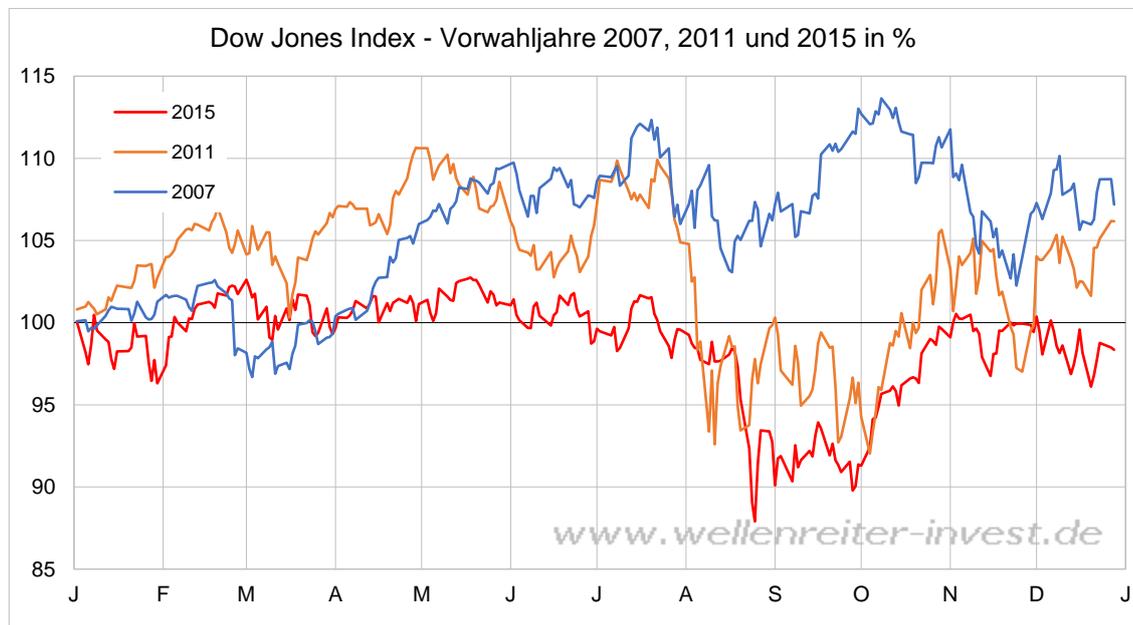


Abb. 5.11: Verläufe 2007, 2001, 2015

In allen drei Jahren setzte Mitte Juli eine substantziellere Preisschwäche ein. Insofern besteht auch für 2019 ein Risiko in einer schwachen Entwicklung in der Ferienzeit im Sommer.

Fazit

Das Vorwahljahr verläuft seit dem Jahr 2007 signifikant anders als früher. Es fehlt die bereits im Nachwahl-/Zwischenwahljahr aufgebrauchte fiskalpolitische Feuerkraft. Im Jahr 2019 wird seitens der Geldpolitik stark gebremst, so dass bereits zu Jahresbeginn mit einer überdurchschnittlichen Schwäche in den ersten beiden Monaten zu rechnen ist. Eine stabile Periode wartet von Mitte März bis Mitte Mai. Ab Mitte Juli kann es zu einer weiteren deutlichen Schwächephase kommen.

5.3 Dekadenmuster

Das Jahr 2019 ist ein „9er-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.

Die letzten drei 9er-Jahre endeten mit hohen Gewinnen für den Dow Jones Index (27, 25 und 19 Prozent). Für jedes dieser Jahre lassen sich eigene Gründe anführen. Im Jahr 1989 fiel die Mauer, im Jahr 1999 war das „Fin de Siècle“ mit einer Fokussierung auf Technologiewerten und im Jahr 2009 endete die Rezession.

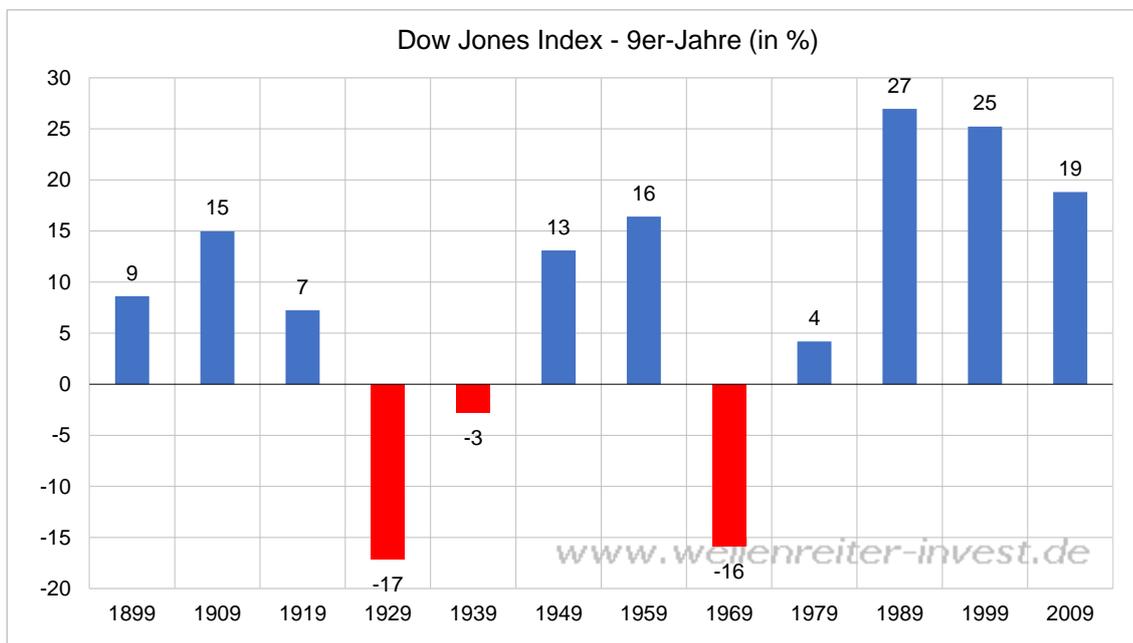


Abb. 5.12: 9er-Jahre

Die 9er-Jahre 1929 (Crash), 1939 (Beginn 2. Weltkrieg) und 1969 (Rezessionsbeginn nach langer Expansion) hatten ihre eigenen Auslöser für eine schlechte Performance.

Insofern bietet der nachfolgend dargestellte Durchschnittsverlauf lediglich eine Orientierungshilfe. Nach einem schwierigen Start im ersten Quartal kommt es ab März zu einer Erholung, die im Mai und Juni unterbrochen wird. Der Juli und August verlaufen positiv.

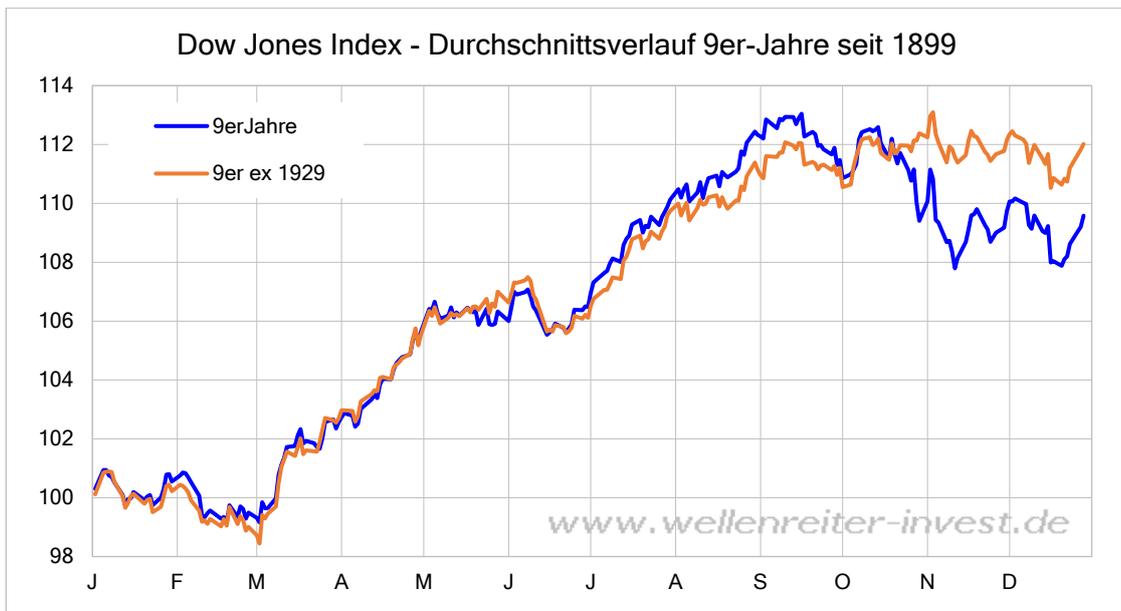


Abb. 5.13: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 9er-Jahre seit 1899

Durchschnittlich steigt der Dow Jones Index in 9er-Jahren um 10 Prozent.

Den Verlauf der sechs 9er-Jahre seit 1899, die gleichzeitig Vorwahljahre waren, bilden wir mit Hilfe des folgenden Charts ab. All diese Jahre hatten im Januar und Februar mit Problemen zu kämpfen.

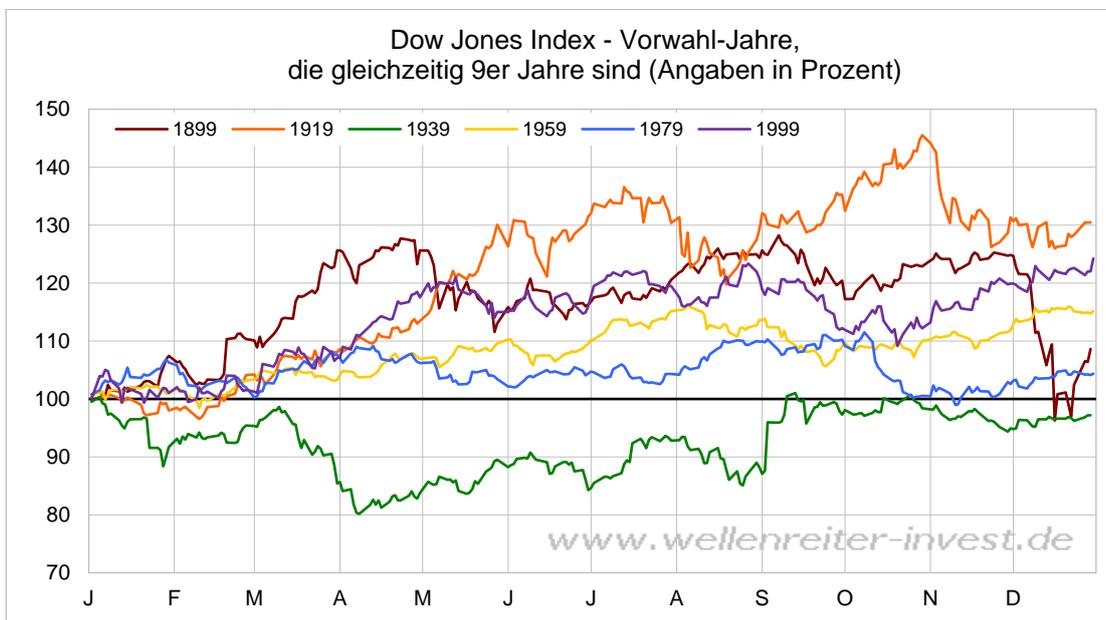


Abb. 5.14: 9er-Jahre, die auch Vorwahljahre sind

Im Minus endete nur eines, das Jahr 1939. In jenem Jahr bildete sich bereits im April das Jahrestief, die Sommerschwäche führte nicht mehr zu neuen Bewegungstiefs. Ein solches frühzeitiges Jahrestief ist zyklisch unüblich, da im April die Phase der besten sechs Monate endet. Damals war der saisonale Zyklus invertiert. Die zweite Jahreshälfte war bei allen Jahren wenig produktiv.

Im aktuellen Umfeld böte eine solche Entwicklung mit einem frühzeitigen Jahrestief am Ende der saisonal günstigen Zeit einen Überraschungsfaktor für die Investoren.

Fazit

Ein 9er-Jahr beginnt häufig mit einem schwierigen ersten Quartal, bevor sich im zweiten Quartal eine Erholung einstellt. Das zweite Quartal hat Aussichten, das beste Quartal zu werden. Die zweite Jahreshälfte könnte im Rahmen einer Handelsspanne verlaufen, wobei gleich zu Beginn frühe Gewinnmitnahmen drohen.

5.4 Marktstruktur

Es gibt sehr viele Möglichkeiten, die Marktstruktur darzustellen. Eine der bekanntesten Theorien ist die Dow-Theorie. Bei dieser Theorie existiert keine Divergenz, denn der Transport-Index schaffte im September 2018 ein neues Allzeithoch und folgte damit dem Industrie-Index.

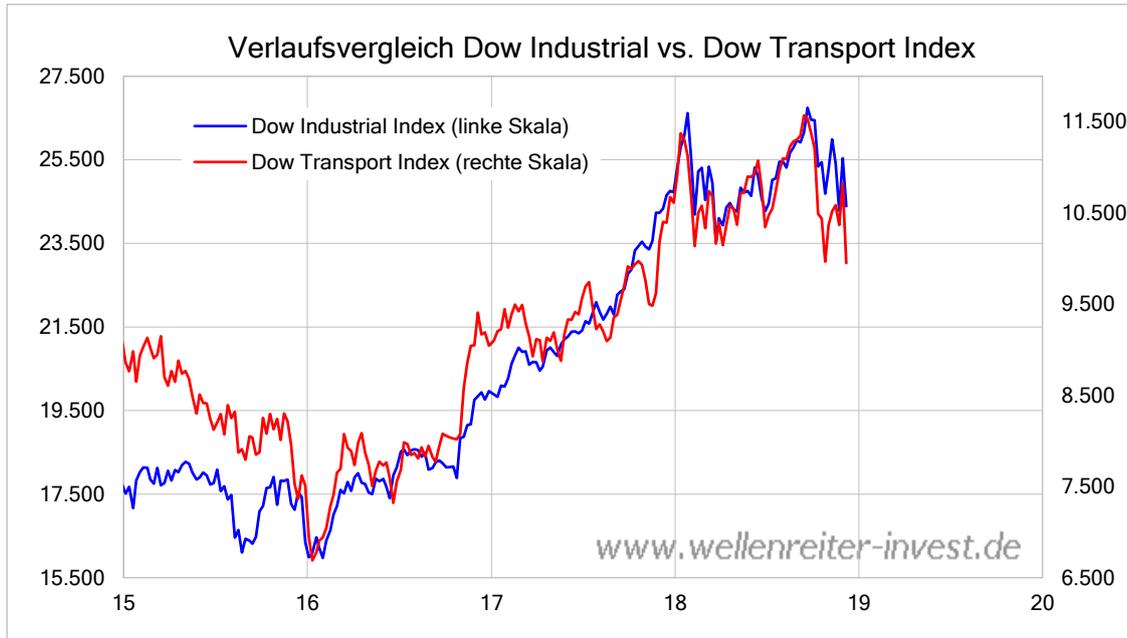


Abb. 5.15: Dow Theorie

Nach der Dow-Theorie müssen sich die beiden Indizes bestätigen. Diese Bedingung ist erfüllt. Allerdings zeigt der Transportsektor jüngst relative Schwäche gegenüber den Industrieaktien und notiert bereits auf einem neuen Jahrestief. An wichtigen Hochpunkten im Jahr 2000 oder 2007 gab es allerdings substantielle negative Divergenzen durch eine relative Schwäche der Transportaktien.

Ein anderer Weg ist die Betrachtung der neuen 52-Wochen-Hochs und -Tiefs. Bevor sich größere Preisschwächen – egal ob in den Jahren 2007, 2011, 2015 oder im Herbst 2018 – bildeten, nahm hinter der Fassade der reinen Kursindizes bereits die Partizipation von immer mehr Aktien an neuen Kurshochs ab (folgender Chart).

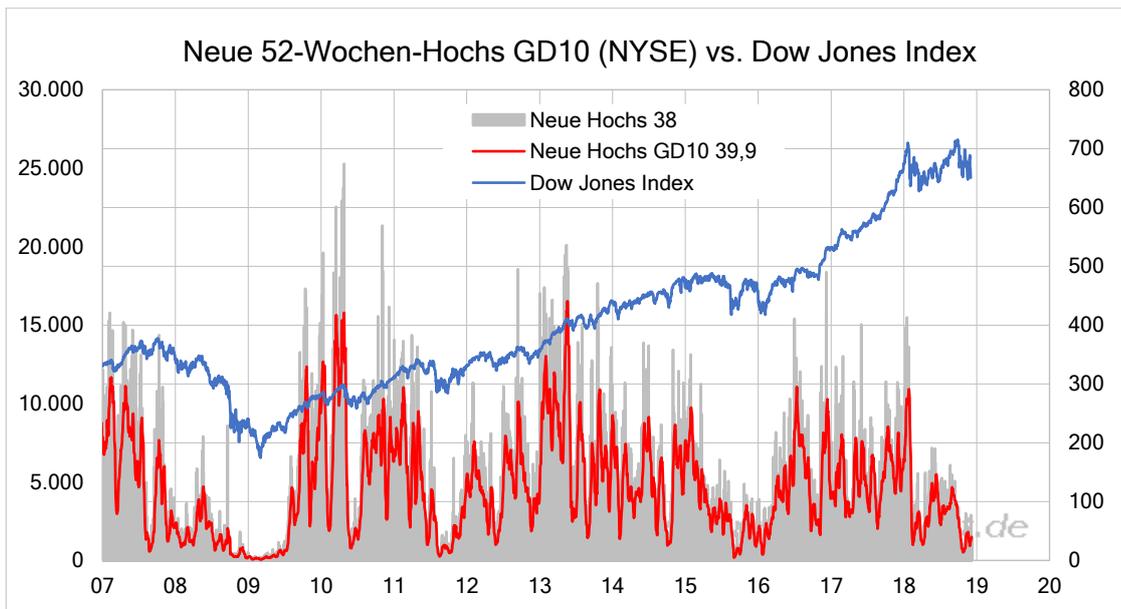


Abb. 5.16: Neue 52-Wochen-Hochs

Wurden zum Jahresbeginn 2018 sehr viele neue 52-Wochen-Hochs gezählt, waren es im Herbst 2008 weniger als die Hälfte. Im Sommer 2018 konzentrierten sich die Investoren auf hochkapitalisierte Unternehmen: Apple, Amazon.com, Alphabet (Google), Facebook, Microsoft, Netflix, Nvidia sind einige Beispiele dafür. Dabei fieberten Investoren, welches Unternehmen zuerst durch die Schallmauer einer Bewertung von 1.000 Mrd US-Dollar fliegt. Der Gewinner war Apple, gefolgt von Amazon.com, die beide kurzfristig diese Hürde überqueren konnten.

Diese Fokussierung auf hochkapitalisierte Werte ist typisch für eine sehr späte Phase einer Hausse. In einer solchen Phase sind Large Caps bei den Investoren stärker gefragt als Small und Mid Caps. Der Russell 2000 toppte bereits im Juni/Juli 2018. Innerhalb des Marktes gab es einige Divergenzen, die allerdings bei weitem nicht so groß wie in den beiden bisherigen Bärenmärkten dieses Jahrhunderts ausfielen.

Die nachlassende Marktbreite war und ist auch bei der Entwicklung der neuen 52-Wochen-Tiefs gut erkennbar. Der einsetzende Bärenmarkt im Jahr 2007 fiel sehr früh durch eine Explosion der neuen 52-Wochen-Tiefs auf, da ganze Sektoren nach unten brachen.

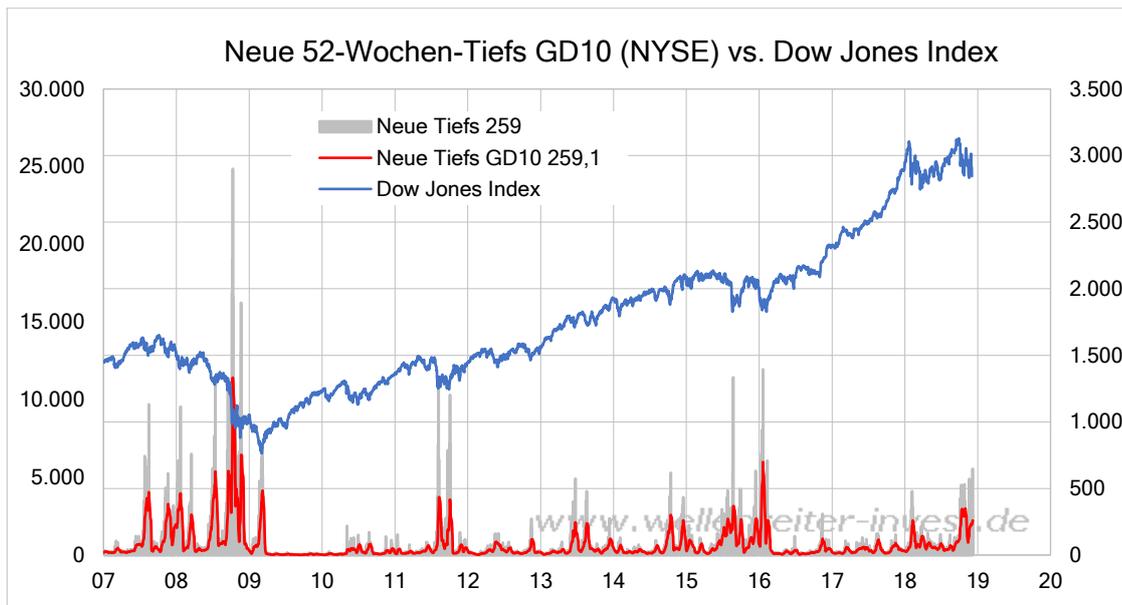


Abb. 5.17: Neue 52-Wochen-Tiefs

Diese Form der Dynamik ist momentan nicht erkennbar, aber im Oktober 2018 bildeten sich bereits viel mehr neue 52-Wochen-Tiefs als im Februar/März 2018 aus. Seit dem 24.09.2018 notiert die Anzahl neuer 52-Wochen-Tiefs kontinuierlich über der Anzahl neuer 52-Wochen-Hochs. Es fällt auf, dass es noch keine neuen Spike-Tiefs im vierstelligen Bereich gibt, wie bei großen Preistiefs üblich.

Demnach verschlechterte sich die Marktbreite im Laufe des Jahres 2018 deutlich und ist seit knapp drei Monaten negativ. Positive Divergenzen am Ende einer Abwärtsbewegung (siehe März 2009 oder Oktober 2011) mit einer Kontraktion der neuen 52-Wochen-Tiefs bei einem weiteren Preistief liegen bisher nicht vor.

Verändert hat sich zudem das Verhalten der Investoren seit Januar 2018. Wir verfolgen den „Smart Money Flow Index“ auch für den Nasdaq 100. Dessen Smart Money Flow Index vollzog die neuen Hochs im Nasdaq 100 nicht mehr nach und tendiert weiterhin zur Schwäche. Gerade in den großen Technologiewerten, die bis zuletzt gestiegen sind, dominiert das Verhalten „Sell the Rally“ (folgender Chart).



Abb. 5.18: NDX-SMFI

Der Indikator signalisiert, dass die Rückkehr von „Big Tech“ vorerst eine Illusion zu sein scheint.

Die Verschlechterung der Marktbreite zeigt sich zudem in Rahmen eines gehobenen Volatilitätsniveaus.

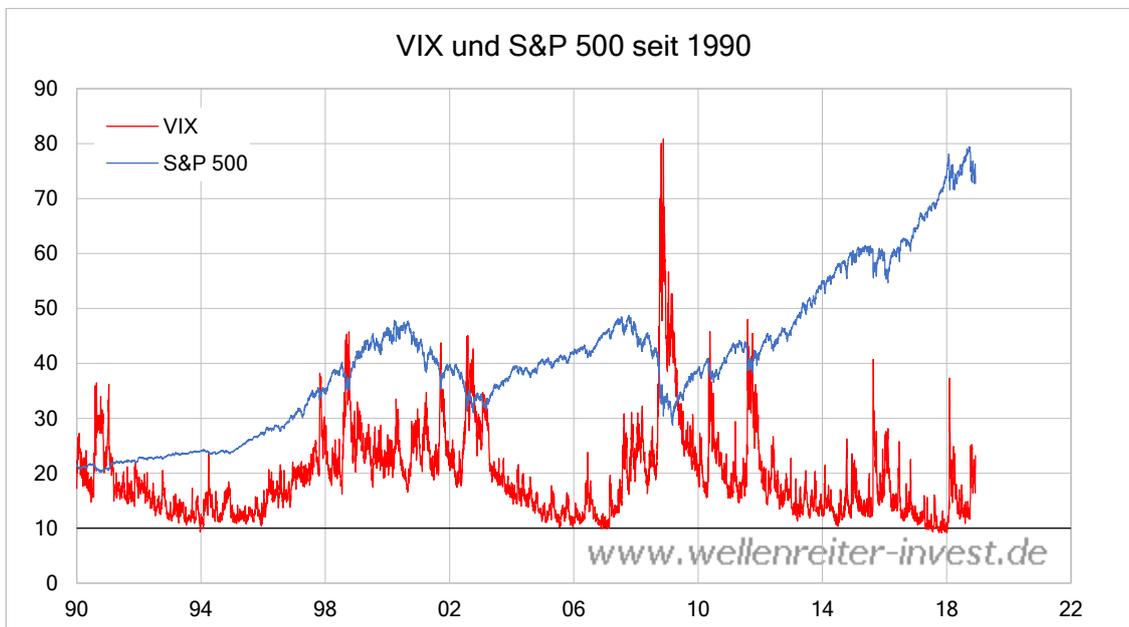


Abb. 5.19: VIX

Die Zeit der rekordniedrigen Volatilität, die sich im Dezember 2017 bildete, endete mit einem Spike auf 51 im Februar 2018. Allerdings bildet sich ein Trend höherer Volatilität aus, der einen zunehmenden Stress am Aktienmarkt ausdrückt. Die Volatilität wird bei fallenden Kursen steigen, da sich Preistiefs erst bei höheren Werten bilden.

Für die Marktstruktur spielten die initiierten und beendeten Quantitative Easing (QE)-Programme der US-Notenbank eine wichtige Rolle.

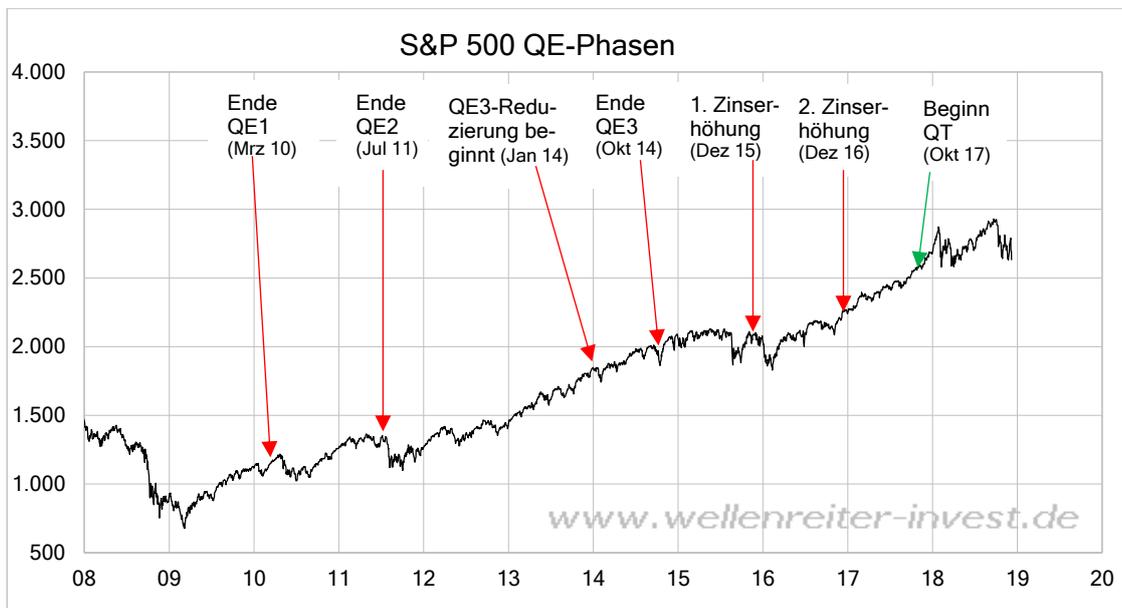


Abb. 5.20: S&P 500 und QE-Phasen

Das jeweilige Ende eines QE-Programms führte zu größeren Korrekturperioden. Dem Beginn des QT-Programms im Oktober 2017 folgte ab Ende Januar 2018 eine erste heftige Korrektur.

Seit Oktober 2018 hat das Quantitative Tightening (QT)-Programm seinen vollen Umfang erreicht, es bildete sich eine zweite bedeutende Schwächephase. Der Gegenwind aus dem QT-Programm bleibt in 2019 (zunächst) erhalten. Historisch gibt es keinen Vergleich, wie stark der Liquiditätsabzug die Märkte treffen könnte.

Wenn allerdings die QE-Programme für positiven Rückenwind sorgten und das Ende der QE-Programm mit leichter Zeitverzögerung zu fallenden Kursen führten, dann muss angenommen werden, dass der Liquiditätsentzug stärker als das Ende eines QE-Programmes wirkte. Somit ist auch eine crashartige Beschleunigung auf der Unterseite möglich. Die sinkende Liquidität ist der Hauptgrund für den zunehmenden Marktstress.

Ein weiteres Indiz nachlassender Liquidität ist die Aktie des Auktionshauses Sothebys. Die Aktie lief in der Vergangenheit bei oberen Wendepunkten dem Markt voraus.

Sothebys Monatschart

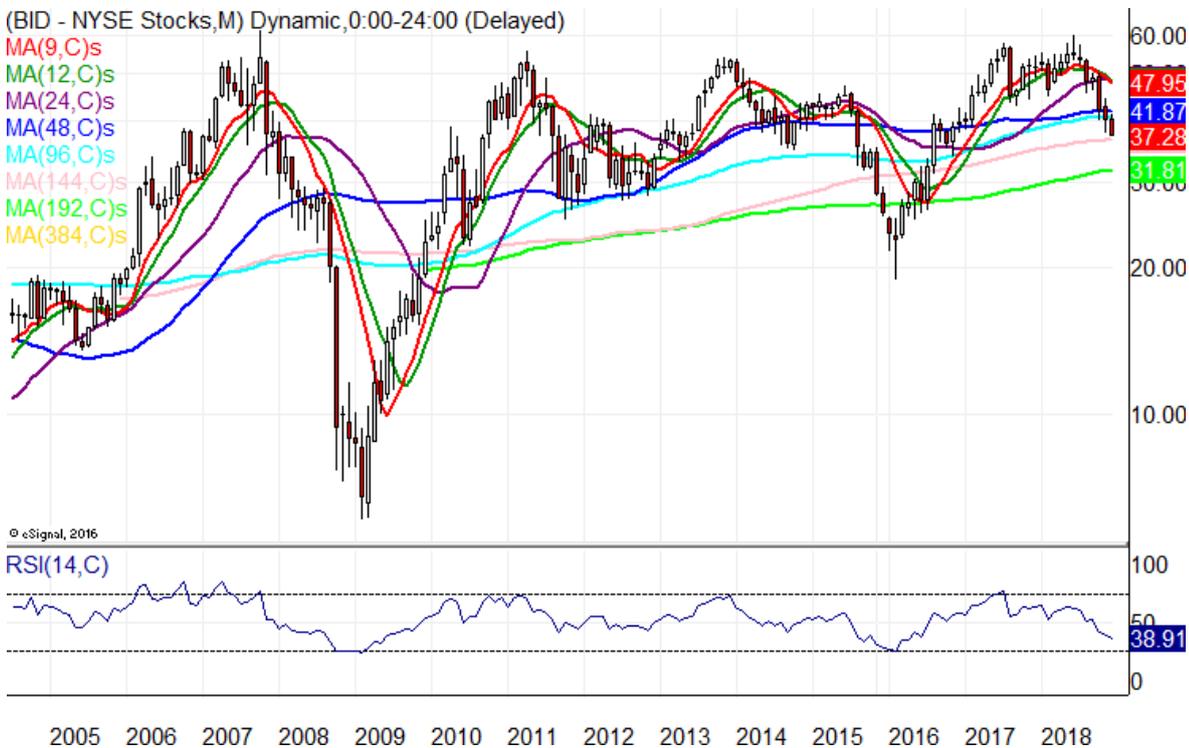


Abb. 5.21: Sothebys

Die Aktie toppte bereits im Sommer 2018 und zeigt damit relative Schwäche gegenüber dem breiten Markt. Im Jahr 2011 toppte die Aktie im März und lief einem Preishoch über vier 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 mehr als fünf Monaten das Jahreshoch generierte, hat die Aktie ihren Wert als ein Frühwarnindikator erneut unter Beweis gestellt.

Ein rares technisches Signal wollen wir heute in den Fokus der Betrachtung stellen, da die damaligen Kursmuster eine gute Orientierung für die Entwicklung des Jahres 2019 geben dürften. Am 13.12.2016 erreichte der Relative-Stärke-Index (RSI) des Dow Jones Index einen Wert von 87,4 Punkten. Davor wurden in den vergangenen 100 Jahren nur viermal Werte über 87 erzielt: im November 1996, im Juli 1955, im Juni 1944 und im August 1927.

Wir zeigen nachfolgend die Einzelverläufe des Dow Jones Index in den 1.000 Handelstagen (=4 Jahre) nach dem jeweiligen Ereignis.

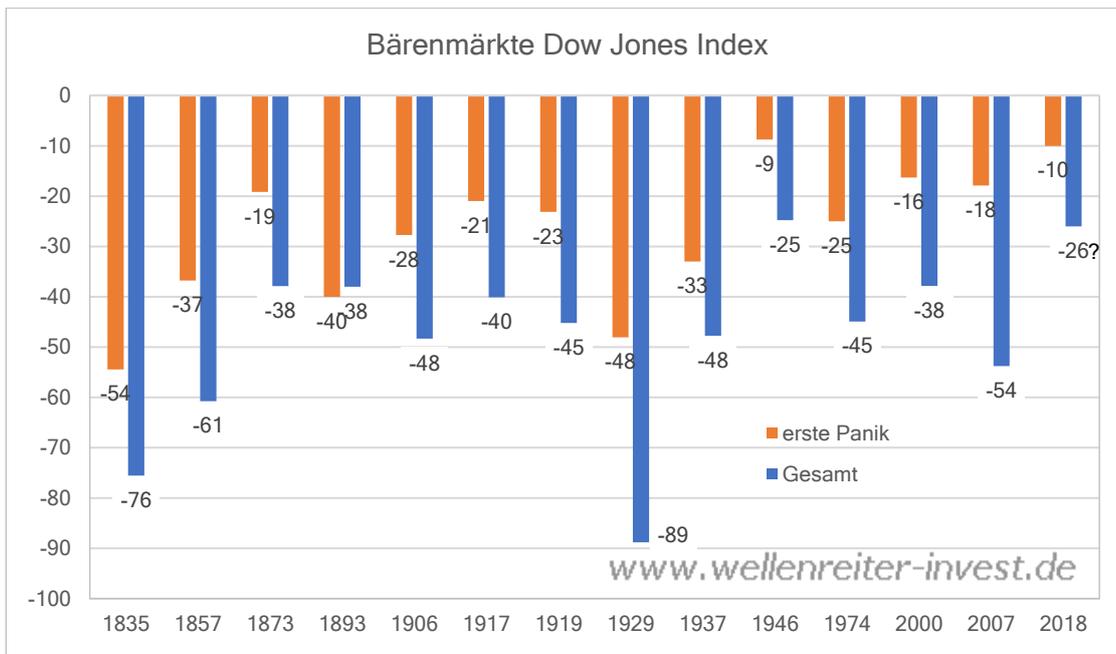


Abb. 5.23: Bärenmärkte Dow Jones Index

Die Historie zeigt unterschiedlich starke Abweichungen. Zwischen 33 und 50 Prozent der Kursverluste fallen in einer ersten Abwärtsphase an. Die erste Abwärtsbewegung im Jahr 2018 fiel historisch sehr mild aus. Ein ähnlich geringer Umfang hatte nur die Bärenmarktphase 1946ff. aufzuweisen, damals fiel der Dow Jones Industrial Average um 25 Prozent. Die erste Schwächephase im Jahr 1946 betrug 23 Prozent.

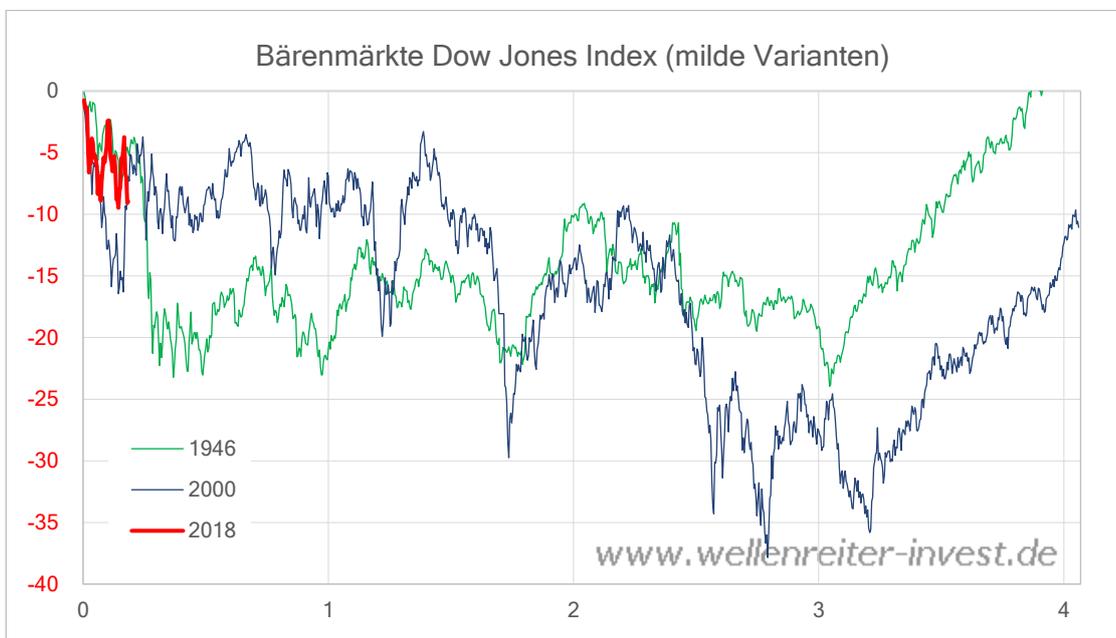


Abb. 5.24: Bärenmärkte milde Varianten

Die milde Variante in 1946 war zeitlich auf den ersten Blick ein sehr kurzer Bärenmarkt. Die Muster zur jüngsten Bewegung in 2018 sind recht ähnlich. Demnach wäre bereits im ersten Quartal nach einem starken Abverkauf mit einem Preistief zu

rechnen. Danach würde über drei Monate eine Bodenbildungsphase einsetzen, bevor eine Aufwärtsbewegung über weitere drei Monate einsetzen würde. Anschließend würde ein Rücktest des crashartigen Tiefs erfolgen. Dieser Rücktest würde ebenfalls etwa drei Monate andauern, aber erfolgreich verlaufen. Die bearische Phase würde allerdings übergeordnet noch in den Jahren 2020 und 2021 andauern, so dass im Rahmen einer Seitwärtsbewegung tendenziell bessere Chancen für tradingaffine Menschen bestehen.

Die mittelschweren Varianten dauern zeitlich etwa 1,5 Jahre.

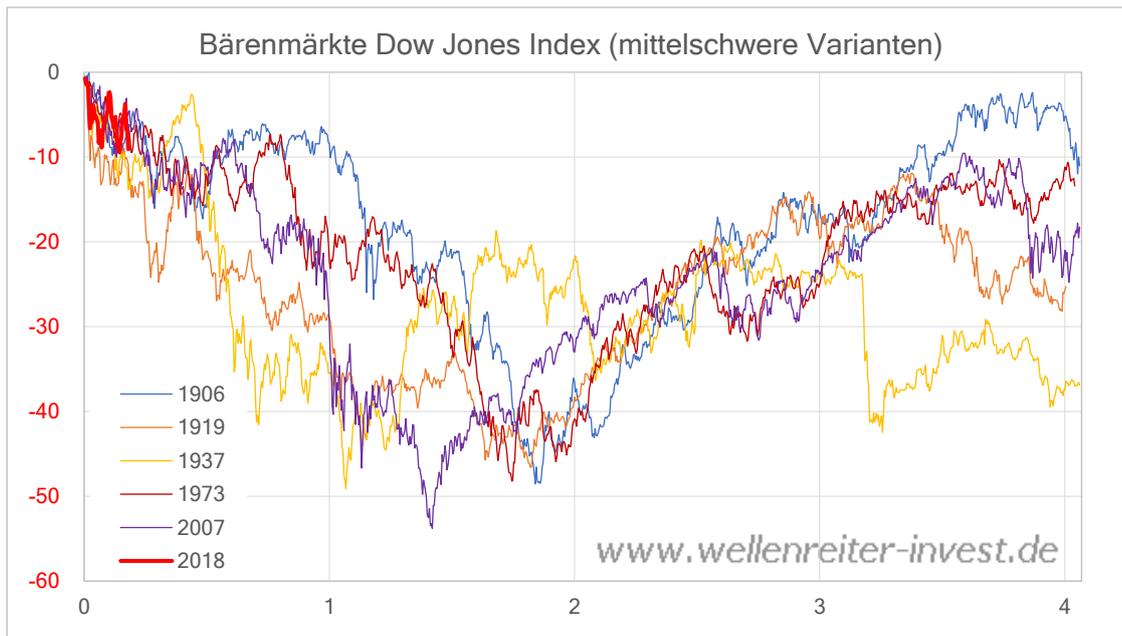


Abb. 5.25: Bärenmärkte mittelschwere Varianten

Allerdings geben wir zu bedenken, dass die beiden letzten Bärenmärkte im Jahr 2000 und 2007 einen Preisumfang von jeweils etwa 50 Prozent besaßen und nach zwei größeren Bärenmärkten auch mal wieder ein Bärenmarkt mit etwas weniger Preisrückgang, dafür allerdings auch einer gewissen zeitlichen Ausprägung vorkommen kann. Die schwere Variante (1929) stellen wir nicht dar, weil bereits die vergangenen beiden Bärenmärkte überdurchschnittlich stark waren.

Abschließend wollen wir auf einen Indikator hinweisen, den wir nicht nur gerne verwenden, sondern der historisch gute Dienste bei der Ausbildung mittelfristiger Tiefpunkte leistet. Ein Handelstag mit einem Aufwärtsvolumen von 90 Prozent und mehr indiziert, dass die Käufer wie in einem Rausch Aktien kaufen. Meistens kommen diese Signale nach einem größeren Preisrückgang zustande und indizieren, dass die Preise tief genug gefallen waren, um Käufe „um jeden Preis“ auszulösen.



Abb. 5.26: NYSE 90%-Tage

Der letzte „echte“ 90%-Aufwärtstag wurde im November 2016 kurz nach der Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten registriert. Trotz der Rückgänge haben die Investoren offenbar bisher nicht das Bedürfnis, einen erneuten 90%-Aufwärtstag auszulösen. Dicht dran waren sie am 28.11.2018 (89,5% Aufwärtstag). Solche Tage erzielten in der Vergangenheit schon mal die Wirkung eines 90%-Tages. Insgesamt sehen wir das Fehlen eines echten 90%-Handelstages als ein Negativfaktor für die weitere Entwicklung an.

5.5 Sentiment

Der Optimismus der US-Börsenbriefschreiber liegt in der Nähe des Jahreswechsels normalerweise auf einem hohen Niveau. Während die Stimmung zum Jahreswechsel 2017/18 überschäumte und auch Anfang Oktober 2018 noch einmal sehr hoch lag, befindet sie sich jetzt in einem gedämpften Stadium.

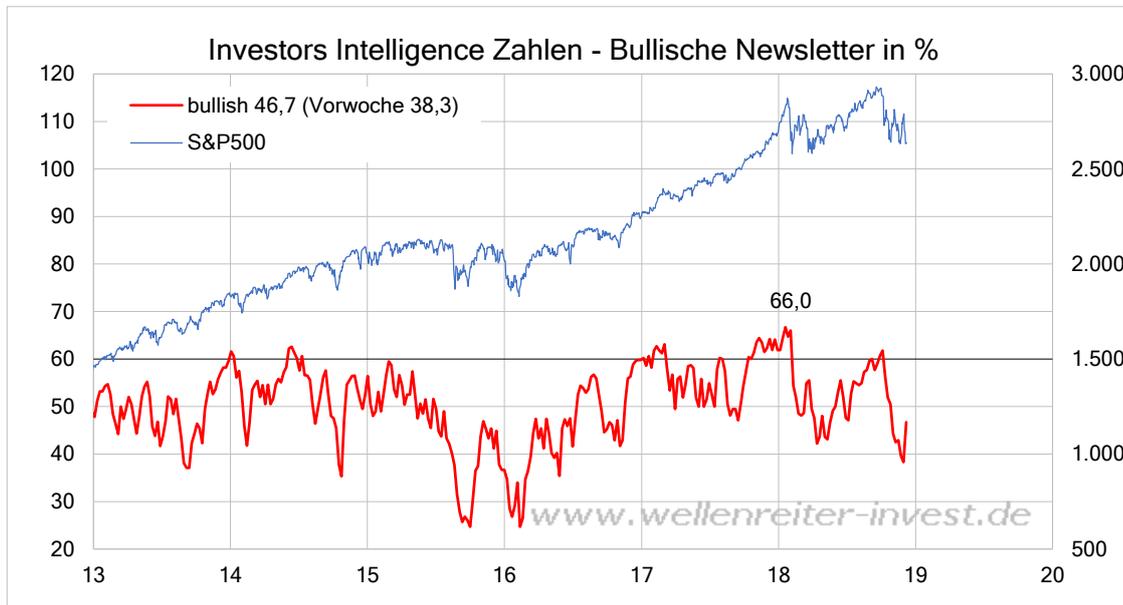


Abb. 5.27: Bullische Börsenbriefverfasser

Allerdings lag der Optimismus im Oktober 2015 oder im Februar 2016 bei ähnlicher Preisschwäche auf einem wesentlich niedrigeren Niveau. In Bärenmärkten sind wesentlich niedrigere Niveaus zu beobachten. Dort dominieren dann die Bären. Momentan ist deren Anteil mit 20,4 Prozent wesentlich geringer als der Bullenanteil (45,4 Prozent).

Bei der Put-Call-Ratio ist auffällig, dass Anfang April 2018 beim Rücktest des Februar-tiefs die Angst der Investoren sehr stark zugenommen hatte. Im Dezember ist beim bereits dritten Test des Tiefs die Angst allerdings stark rückläufig. Beim vierten Test geht die Bewegung nach unten durch.

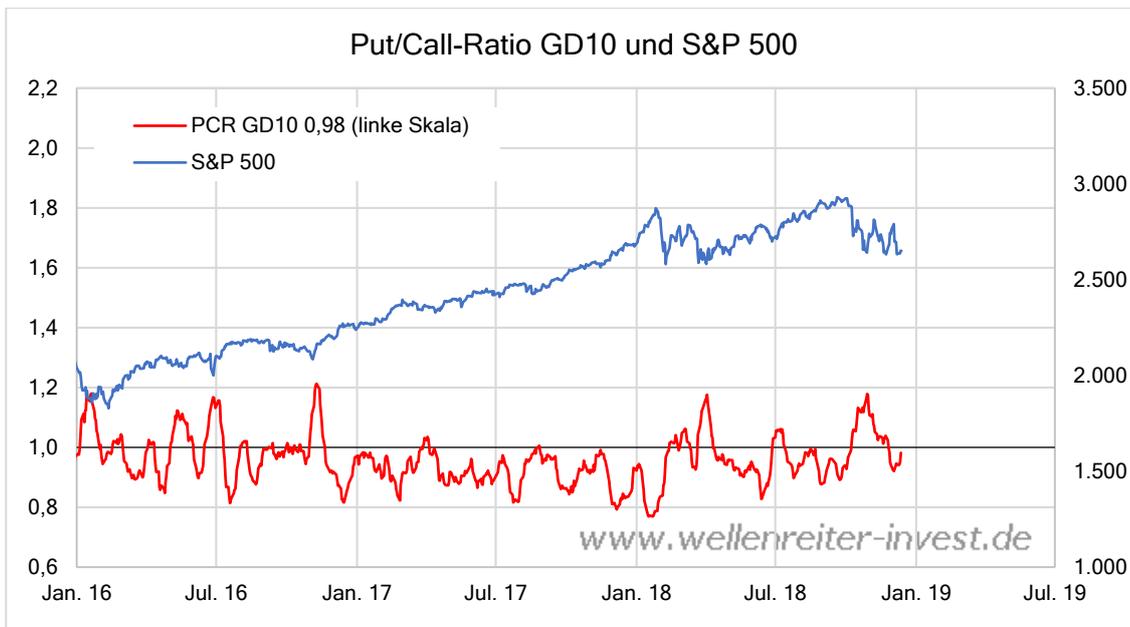


Abb. 5.28: Put-Call-Ratio

Angesichts der Saisonalität scheinen sich die Investoren zu sicher zu sein, dass auf der Unterseite kein großer Schaden entstehen kann. Die Asset-Allokation spricht allerdings ein anderes Bild. Der Aktien-Anteil der US-Privatanleger beginnt sich zu reduzieren. Allerdings sind niedrigere Niveaus um 50 Prozent in den Jahren 2010 und 2011 zu beobachten gewesen.

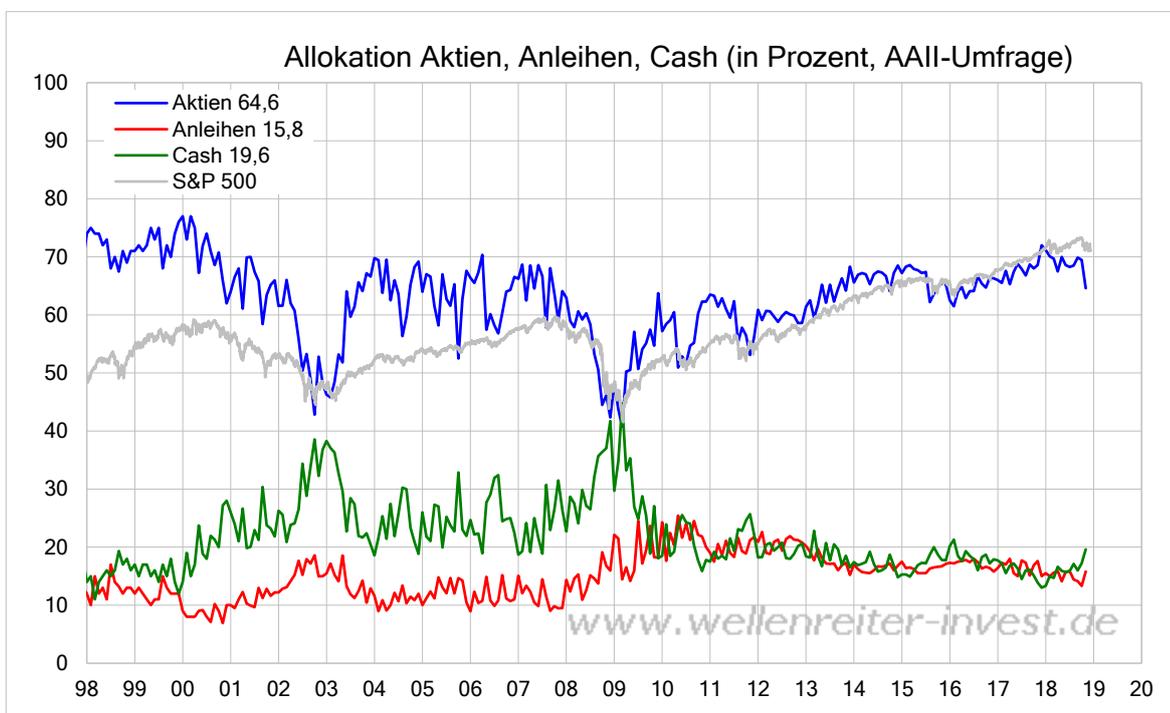


Abb. 5.29: Markt-Allokation

In Phasen von Marktstress wie in den Jahren 2002 oder 2008/09 kann der Cash-Anteil am Gesamtportfolio (Aktien/Anleihen/Cash) schon mal 40 Prozent betragen.

Die globalen Fondsmanager, die monatlich von Bank of America/Merrill Lynch befragt werden, haben im Laufe des Jahres 2018 ebenfalls ihre Übergewichtung in Aktien abgebaut. Wichtige Preistiefs in den Jahren 2011 und 2015 bildeten sich erst dann, als die Übergewichtung komplett abgebaut war. Dies war im November 2018 nicht der Fall, da sie noch zu 31 Prozent übergewichtet waren.

Diese Übergewichtung steht im Kontrast zu ihrer Einschätzung über die Konjunkturaussichten, da bereits 44 Prozent der Fondsmanager negative Erwartungen besaßen. Dies war der höchste Wert seit November 2008. Bei einer Verschlechterung der Konjunkturaussichten werden sie ihr Übergewicht folgerichtig abbauen. Insofern haben die Fondsmanager ihre negativen Erwartungen bisher nicht ausreichend in ihren Portfolios umgesetzt.

5.6 S&P 500 Sektoren

Ein Konsenstrade für das Jahr 2018 lautete unter Analysten, dass die Banken ein klarer Gewinner des Zinserhöhungszyklus seien.



Abb. 5.30: Ratio Finanzwerte zum S&P 500

Diese Erwartung erfüllte sich nicht, da die Banken im Januar 2018 wichtige Hochpunkte markierten und seitdem bereits eine relative Schwäche aufweisen, die sich auch im Dezember 2018 mit frischen Jahrestiefs fortgesetzt hat. Die Schwäche des Finanzsektors ist somit ein Warnsignal für Investoren. Diese relative Schwäche lag auch in den Jahren 2007 und 2011 vor.

Im Jahr 2018 waren die Tech-Werte - der größte Sektor am US-Aktienmarkt - bis in den frühen Herbst der Outperformer am Markt. Seit Mai zeigen defensive Sektoren eine zunehmende relative Stärke. Diese Sektoren reagieren auf der Bärenseite des Konjunkturzyklus weniger stark nach unten.

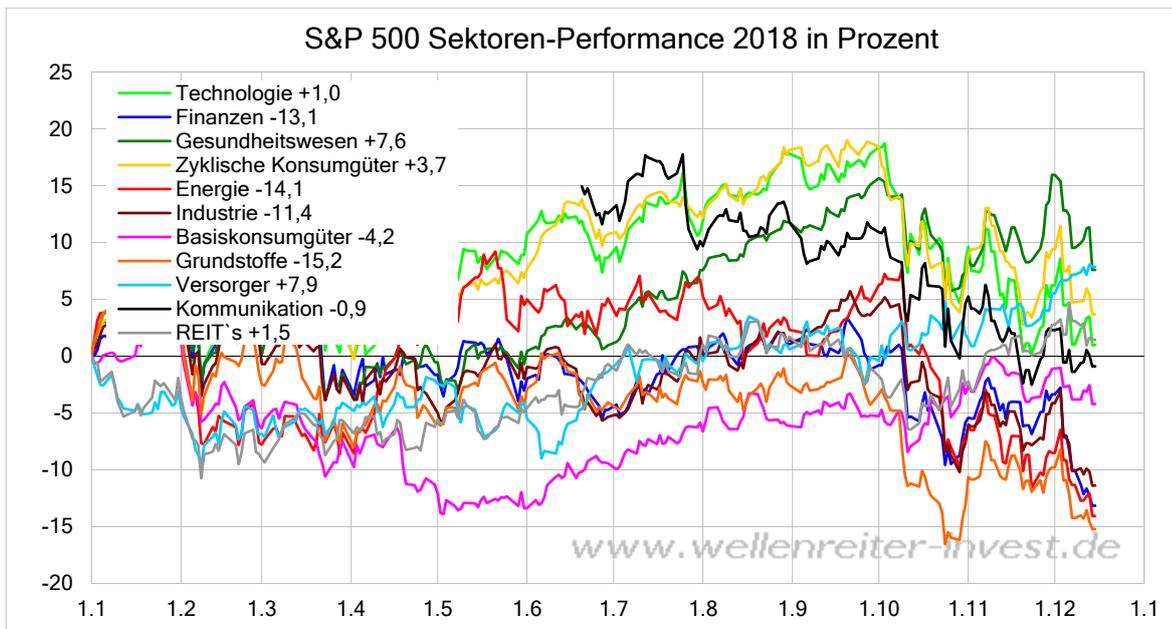


Abb. 5.31: S&P 500-Sektoren

Das sind Sektoren wie Gesundheit, Versorger oder Immobilien. Diese Verschiebung der Präferenzen der Investoren zeigt im idealisierten Konjunkturverlaufsszenario an, dass der Gesamtmarkt sich mittlerweile hinter einem wichtigen Hochpunkt befindet.

Idealisierter Konjunkturzyklus

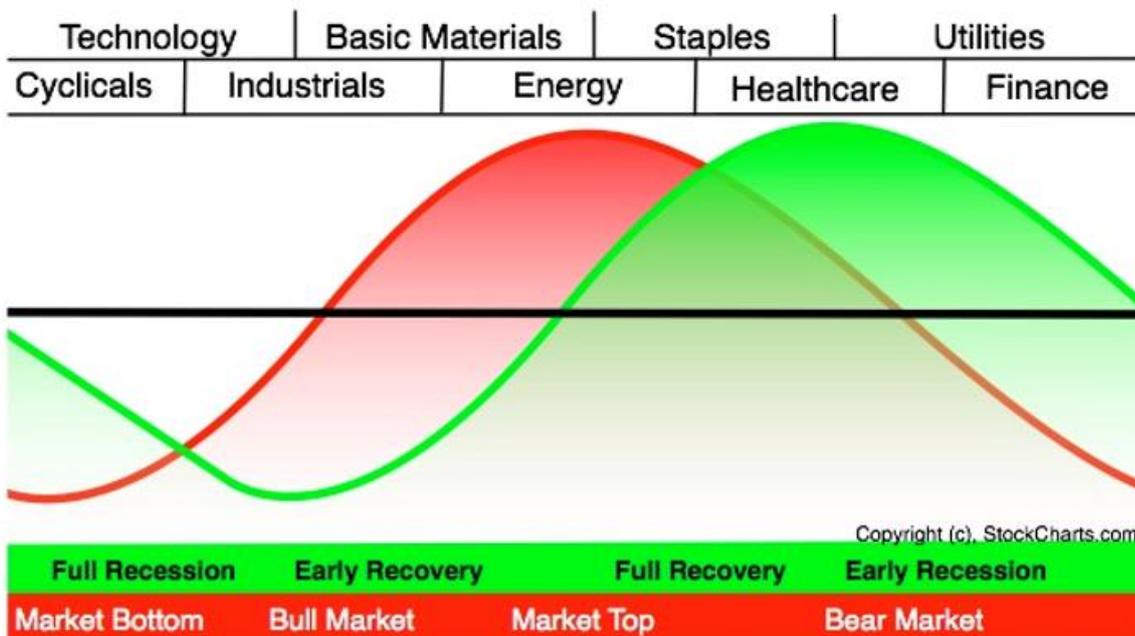


Abb. 5.32: Idealisierter Konjunkturzyklus

Quelle: Stockcharts.com

Es sind klassische Sektoren, die in einem Bärenmarkt in einer frühen Phase des wirtschaftlichen Abschwungs gesucht sind und daher absolute und relative Stärke aufweisen. Eine Situation, in der alle Sektoren breit verkauft werden, lag in den letzten Monaten nicht vor. Somit existiert auch keine Kapitulationsbewegung.

5.7. Leit-Aktienindizes

5.7.1 US-Aktienmarkt

5.7.1.1 S&P 500

Die Ausbildung von Hochs benötigt Zeit. Im S&P 500 kann das Jahr 2018 mit zwei Hochpunkten im Januar und September als eine Toppingphase angesehen werden.



Abb. 5.33: S&P 500 Monatschart

Die negative Monatschart-Divergenz des RSI auf den S&P 500 verdeutlicht die zuvor getätigten Aussagen über die nachlassende Marktbreite. Der RSI-Indikator fällt, ist aber bei weitem nicht überverkauft. Sollte die Unterstützung der Tiefpunkte von Februar/März 2018 fallen, dann fehlen auf der Unterseite durch den starken Trendanstieg in 2017 gute Unterstützungen.

Der steigende 4-Jahres-Durchschnitt (blaue Linie obiger Chart) lag zuletzt bei 2.342 Punkten und damit 20 Prozent unterhalb des Kurshochs des Jahres 2018. Eine starke horizontale Unterstützungszone befindet sich im Bereich 2.150 Punkten. Dies würde einem Rückgang von etwa 26 Prozent entsprechen. Ein solcher Rückgang erinnert an den Verlauf der 1940er Jahre.

5.7.1.2 Nasdaq 100 Index

Der Nasdaq 100 Index konnte im Herbst 2016 das Kurshoch des Jahres 2000 überwinden. Es setzte eine zweijährige Trendbewegung nach dem Ausbruch ein, die jetzt korrigiert wird.

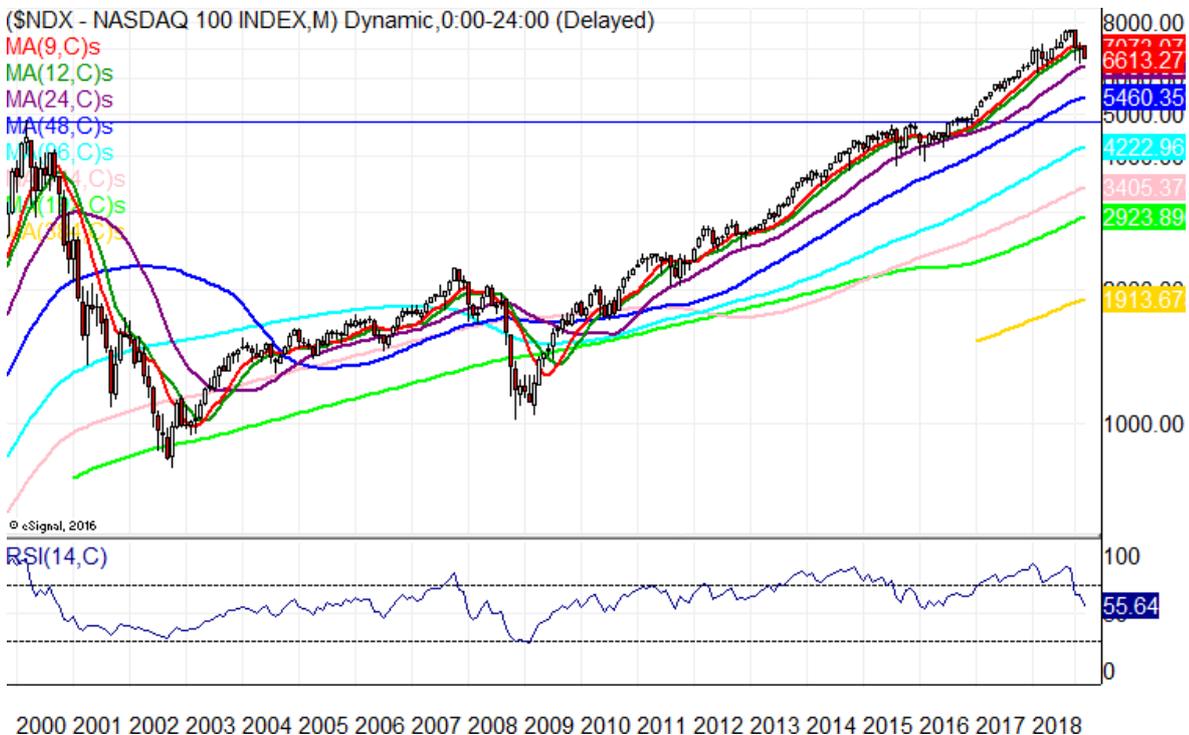


Abb. 5.34: Nasdaq 100 Index Monatschart

Der steigende 4-Jahres-Durchschnitt liegt momentan bei 5.460 Punkten, die horizontale Unterstützung im Bereich der runden Marke von 5.000 Punkten. Zu einem Rücktest eines historischen Ausbruchs gehört nicht zwingend der „perfekte Rückgang“ bis auf das Ausbruchsniveau. Ein höheres Preistief im Bereich des 4-Jahres-Durchschnitt würde den Ansprüchen eines Pullbacks genügen. Der steigende 4-Jahres-Durchschnitt (5.460 Punkte, blaue Linie obiger Chart) liegt 30 Prozent unterhalb des Kurshochs von 2018.

Der US-Halbleiterindex als zyklischer Sektor testete im Jahr 2018 das Kurshoch des Jahres 2000, konnte es aber nicht nachhaltig überwinden. Er toppte bereits im März 2018 und damit zeitlich vor dem Nasdaq 100. Die positive Deutung des Chartbildes liegt in der Formation einer 18jährigen Tasse, bei der sich die Ausbildung eines rechten Henkels im Anfangsstadium befinden würde.

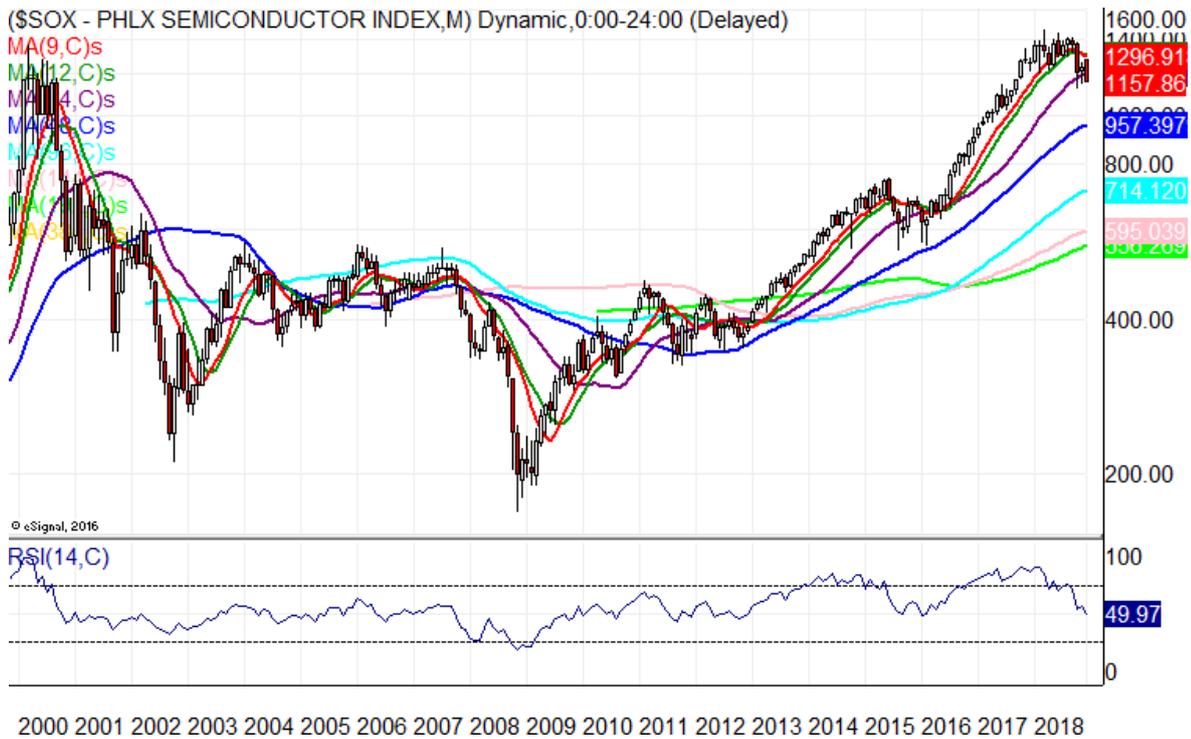


Abb. 5.35: US-Halbleiterindex Monatschart

Mangels horizontaler Unterstützungen, die erst unterhalb von 800 Punkten einsetzen, sind die steigenden gleitenden Durchschnitte als Unterstützung zu nennen. Der gleitende Vier-Jahres-Durchschnitt verläuft momentan bei 960 Punkten und tendiert damit in Richtung der psychologisch wichtigen Marke von 1.000 Punkten. Er verläuft 35 Prozent unterhalb des Jahreshochs 2018. Der Index toppte im März 2018 pünktlich zum 18jährigen Geburtstag des 2000er Hochs und damit deutlich vor dem Nasdaq 100.



Abb. 5.36: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500

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.

5.7.1.3 Russell 2000

Der US-Nebenwerteindex Russell 2000 weist bereits seit Anfang September 2018 deutliche Bremsspuren auf. Der Index zeigte sich in den letzten Monaten als ein Underperformer im US-Aktienmarkt aufgrund der zunehmenden Risikoscheu der Investoren.

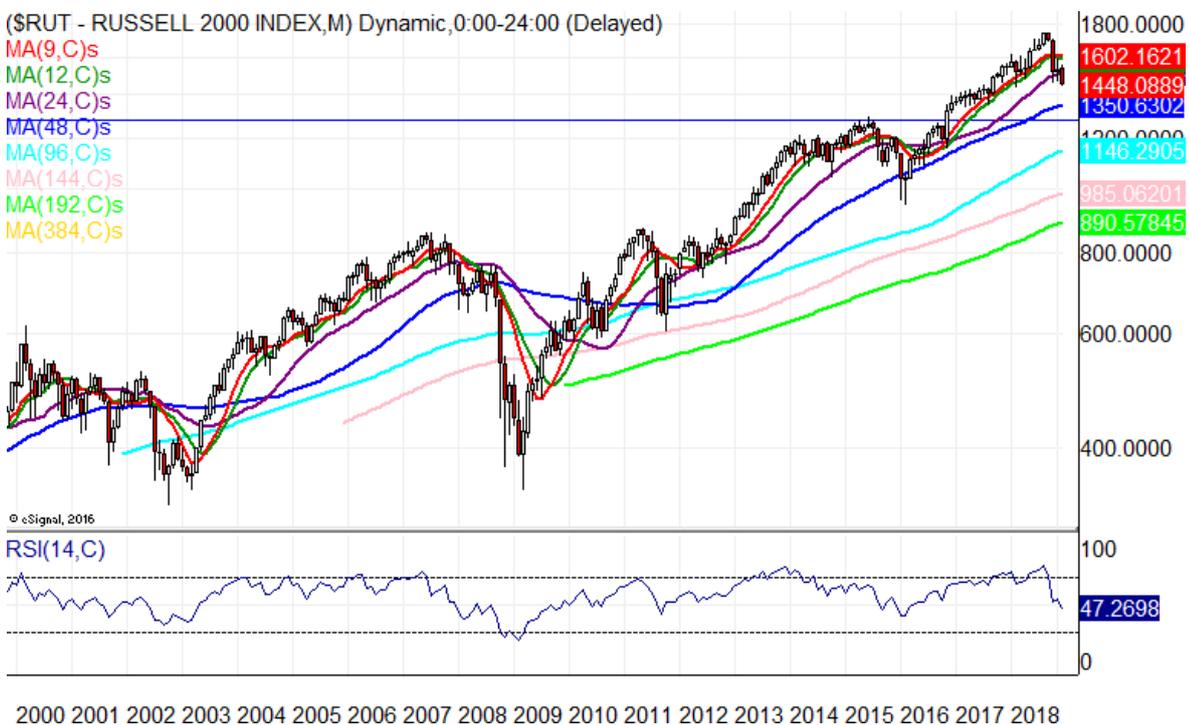


Abb. 5.37: Russell 2000 Monatschart

Der Russell 2000 hat mittlerweile bereits 18 Prozent von seinem Kurshoch im Juli 2018 eingebüßt und fällt damit deutlich stärker als die Standardwerte im S&P 500 oder Dow Jones Industrial Average. Die Unterstützungen liegen in diesem Index bei 1.350 Punkten durch den steigenden 4-Jahres-Durchschnitt sowie bei 1.300 Punkten (Hoch von 2015). Im Bereich von 1.100 und 1.200 Punkten sowie an der psychologisch wichtigen runden Kursmarke von 1.000 Punkten befinden sich weitere starke Unterstützungszonen.

Der Russell 2000 ließ im Gegensatz zum Nasdaq bereits im Jahr 2007 das Hoch aus dem Jahr 2000 weit hinter sich und betrat seit Anfang 2013 bereits den Pfad der historischen Neubewertung. Insofern besteht in diesem Sektor auch größeres Korrekturpotential, so dass wir annehmen, dass der Russell 2000 die Verluste des S&P 500 mit dem Faktor 1,5 bis 2 übertreffen wird.

5.7.2 Europäischer Aktienmarkt

5.7.2.1 Euro Stoxx 50

Der Euro Stoxx 50 bildet das Gegenstück zum Dow Jones Index auf europäischer Seite. Die Gewichtung der Aktien erfolgt in Europa nach der Marktkapitalisierung.

Euro Stoxx 50 Wochenchart

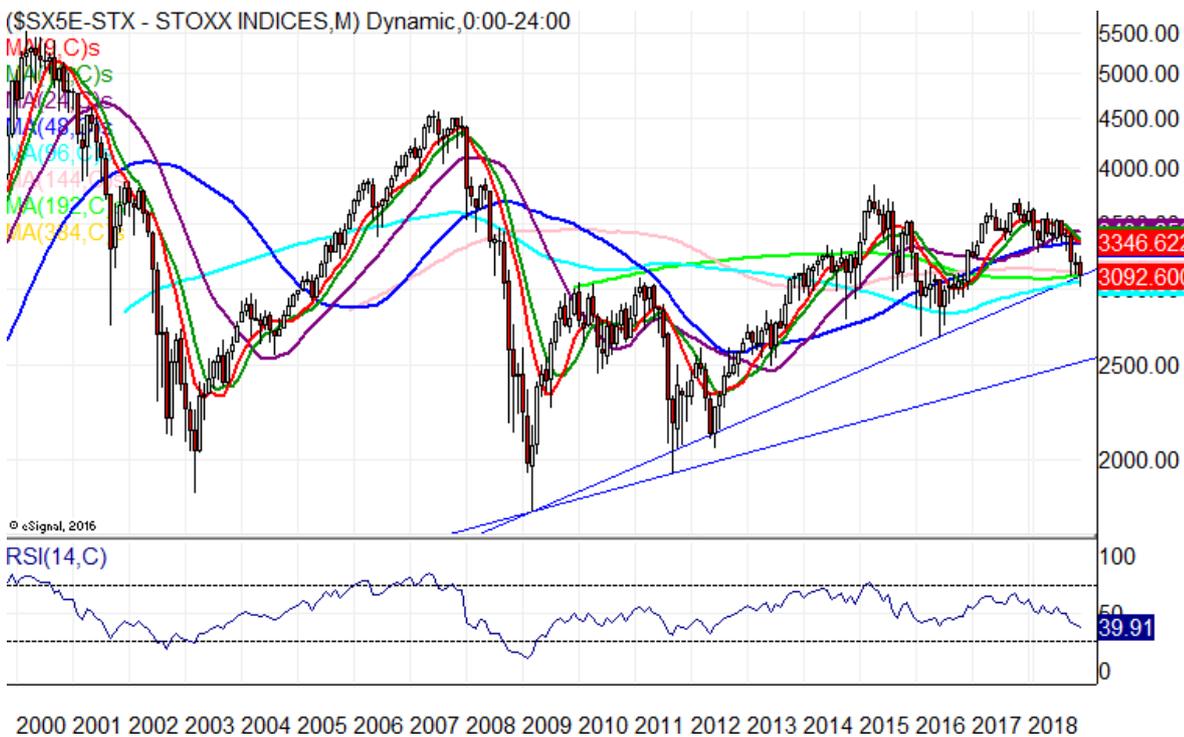


Abb. 5.38: Euro Stoxx 50 Wochenchart

Der Euro Stoxx 50 zeigt relative und absolute Schwäche. Die relative Schwäche gegenüber den US-Standardwerteindizes ist evident, da der Index weiterhin eine intakte Sequenz fallender Hochpunkte aufweist. Ein Teil der Schwäche Europas ist durch die unterschiedliche Zusammensetzung der Standardwerteindizes zu erklären. Der Dominanz der Techaktien in den USA steht in Europa nur ein geringer Anteil an Technologieunternehmen im Index entgegen.

Zudem sind zyklische Sektoren wie Autobau oder der wiedergeprüfte Bankensektor stark vertreten. In den Jahren 2017 und 2018 hat sich über einen langen Zeitraum das vierte wichtige Preishoch seit 2000 ausgebildet. Starke Unterstützungen verlaufen im Bereich 2.500 Punkte und zwischen 2.000 und 2.200 Punkten. Die steigende Trendlinie als Verbindung der Preistiefs von 2009 und 2011 verläuft mit leicht steigender Tendenz bei 2.500 Punkten.

5.7.2.2 DAX und KDAX

Das Bild am deutschen Aktienmarkt ähnelt sich sehr stark dem Bild des US-Aktienmarktes. Allerdings ist die Schwäche in Deutschland im Jahr 2018 wesentlich ausgeprägter. Der deutsche Aktienmarkt hat im Oktober 2017 und im Januar 2018 ein Doppelhoch im DAX ausgebildet und vom Kurshoch in der Spitze bereits 21 Prozent verloren.

Mit Blick auf eine klassische Analyse nach Ralph Nelson Elliott sind im Aufwärtstrend fünf Wellen bis 2018 zu beobachten, so dass ein Aufwärtszyklus abgeschlossen ist, dem klassischerweise eine A-B-C-Struktur folgen sollte.

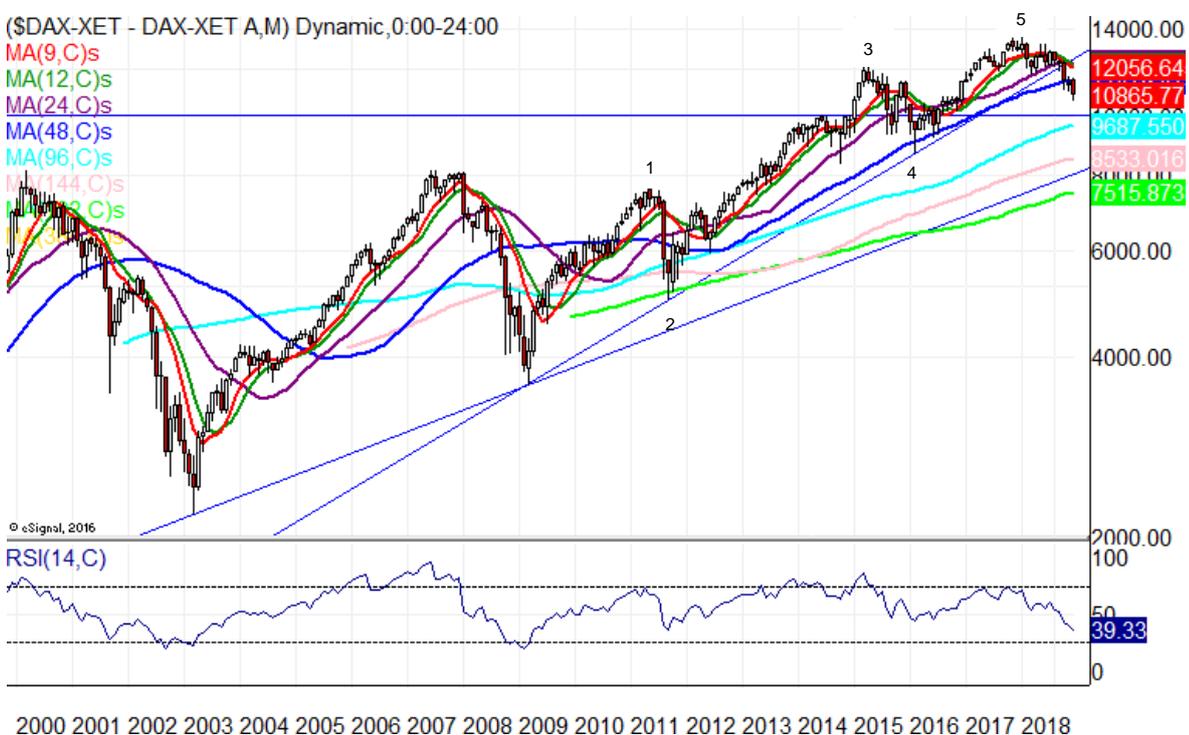


Abb. 5.39: DAX

Die Unterstützungen auf der Unterseite liegen im Bereich der psychologisch wichtigen runden Kursmarke von 10.000 Punkten, die auch als Kursziel einer Schulter-Kopf-Schulter-Formation in den Jahren 2017 und 2018 anzusehen ist. Die steigende Trendlinie seit dem Jahr 2009 wurde unterschritten. Die die Tiefpunkte der Jahre 2003 und 2009 verbindende Trendlinie verläuft bei 8.200 Punkten. Da die Korrekturphasen 2 und 4 bereits Kursverluste von 34 Prozent bzw. 30 Prozent in der Spitze aufwiesen, wäre ein Kursrückgang von mehr als 34 Prozent zu erwarten. Dann läge das Kursziel unterhalb von 9.000 Punkten.

Im Gegensatz zum DAX hat der Kurs-DAX (KDAX) drei Hochpunkte in den Jahren 2000, 2015 und 2017 ausgebildet. Die beiden Hochpunkte in den Jahren 2015 und Ende 2017 besaßen zudem eine negative Divergenz im RSI.

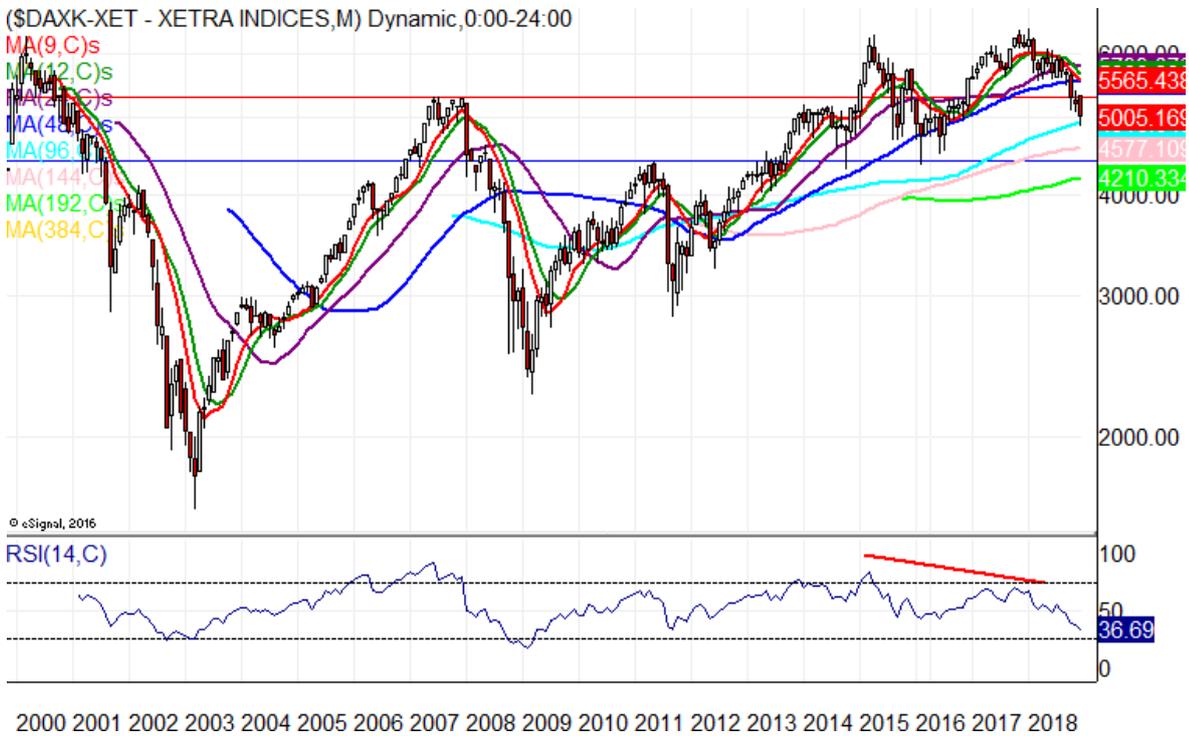


Abb. 5.40: KDAX Monatschart

Mit dem Scheitern im dritten Anlauf setzte ein Abwärtstrend ein, der sich dem überverkauften Bereich bereits in den ersten Monaten 2019 nähern wird. Eine sehr starke horizontale Unterstützung stellt der Bereich um 4.400 Punkte dar.

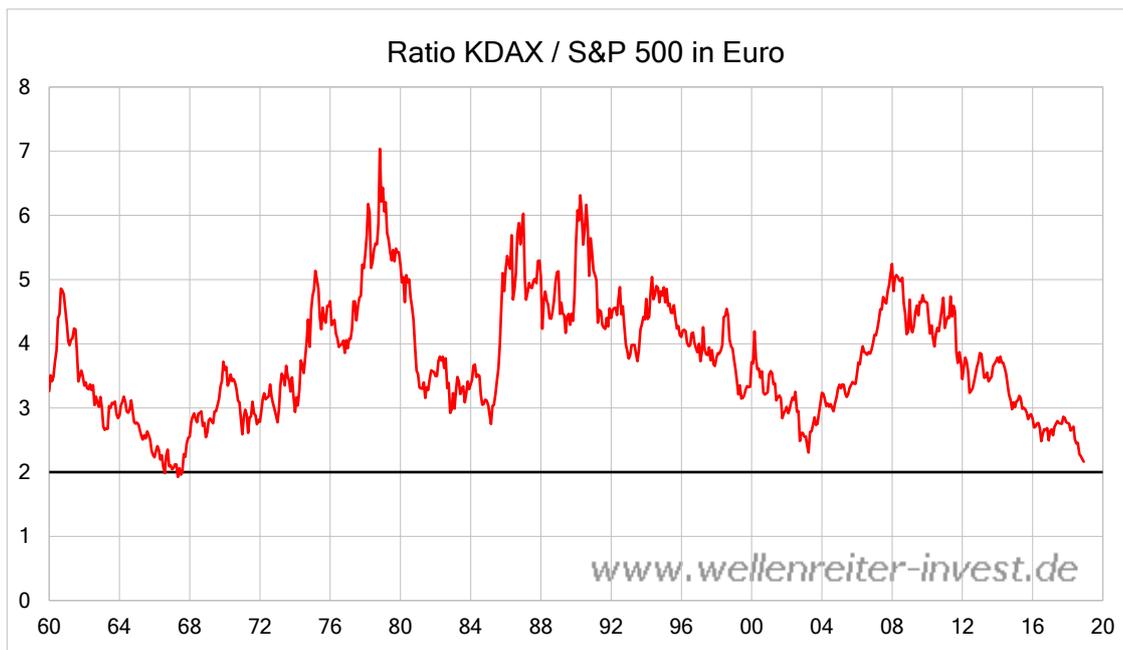


Abb. 5.41: KDAX / S&P 500 Ratio

Die Phase der Underperformance Deutschlands gegenüber den USA hält seit Januar 2008 ab und ist weiterhin intakt (obiger Chart). Auch wenn diese Phase mittlerweile elf Jahre andauert und damit recht weit fortgeschritten wirkt, ist zu berücksichtigen, dass der letzte Trend zwischen den Jahren 1990 und 2003 noch etwas länger andauerte. Insofern erscheinen die Hoffnungen auf einen Trendwechsel in einem Umfeld eines wirtschaftlichen Abschwungs fehl am Platze. Für die kommende Dekade lässt sich zu einem späteren Zeitpunkt über eine Renaissance des europäischen Marktes spekulieren.

5.7.3 Aktienmärkte Asien/Pazifik

5.7.3.1 Japan

Von Ende 2012 bis Sommer 2016 entwickelte sich der Nikkei 225 wie ein siamesischer Zwilling gegenüber dem Währungspaar Dollar/Yen. Die danach einsetzende relative Stärke des japanischen Aktienmarktes endete im Januar 2018. Seitdem entwickelte sich der Aktienmarkt wieder sehr ähnlich wie das Währungspaar.

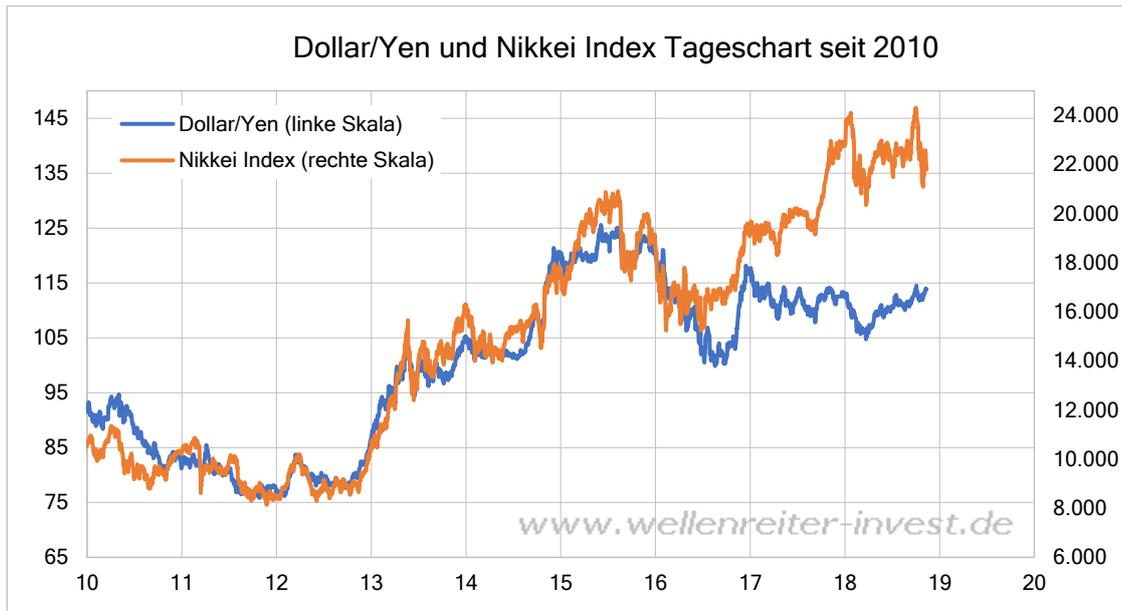


Abb. 5.42: Dollar/Yen und Nikkei Index

Die seit Juli 2016 bestehende relative Stärke des Nikkei Index gegenüber dem Dollar/ Yen ist auf dem folgenden Chart zu erkennen. Der Index hält sich über der mittelfristig wichtigen Marke von 21.000 Punkten.

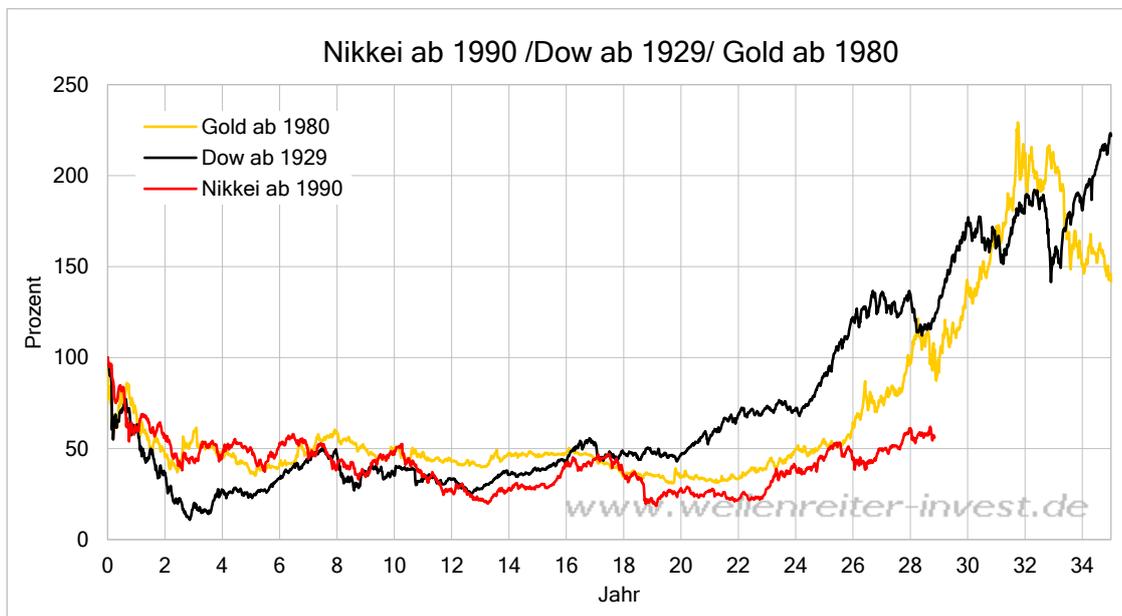


Abb. 5.43: Blasenverläufe und Nikkei-Index

Die Chancen auf eine Fortsetzung der seit Ende 2012 laufenden Aufwärtsbewegung sind rein aus zyklischer Sicht als sehr gut anzusehen. Der Nikkei Index folgt den Vorlagen der Goldpreisentwicklung ab 1980 und des Dow Jones Index ab 1929 (oberer Chart).

Das 28. Jahr nach dem Hochpunkt bildete im Dow Jones Index im Jahr 1957 ebenso einen Hochpunkt aus wie der Goldpreis im Jahr 2008. Allerdings folgte im Dow Jones Index ein viermonatiger Abverkauf mit einer Preisschwäche von 20 Prozent, der Goldpreis fiel im Rahmen der Finanzkrise um 30 Prozent. Diese Verluste erzielte der Nikkei im Jahr 2018 nicht, da er sich ähnlich wie der US-Aktienmarkt entwickelte. Insofern lässt sich eine reflatorische Bewegung, wie sie bis zum 30. Jahr in den beiden Vorgängerblasen zu beobachten war, für Japans Aktienmarkt momentan nicht ableiten.

5.7.3.2 China

Der Shanghai Composite Index befindet sich bereits seit 2015 in einer Abwärtsbewegung. Im Jahr 2018 war er international einer der schwächsten Aktienindizes.



Abb. 5.44: Shanghai Composite Index Monatschart

Die Liquiditätsverknappungspolitik ist auch in China zu beobachten. Die Geldmengenzwachstumsraten liegen weit unterhalb der Entwicklung des heimischen BIP. Wenn sich der Abwärtstrend fortsetzt, dann wird er vor dem chinesischen Aktienmarkt nicht stoppen, der sich in die Richtung der runden Marke von 2.000 Punkten bewegen würde.

5.7.3.3 Indien

Der indische Sensex bewegt sich in einem klar definierten Aufwärtstrendkanal und markierte im Jahr 2018 neue Rekordhochs.

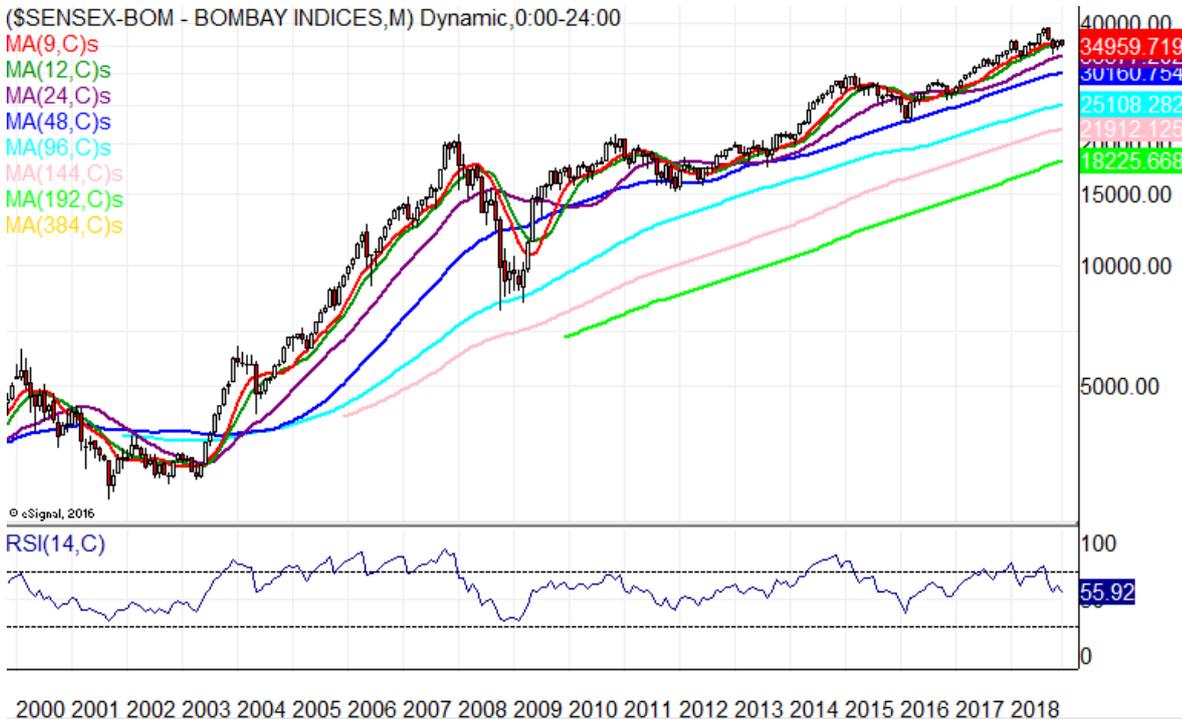


Abb. 5.45: Sensex

Dabei hat sich eine negative RSI-Divergenz in den letzten 12 Monaten ausgebildet, die mehr Preisschwäche in Richtung 30.000 Punkte bedeuten würde. Der jüngst erfolgte Rücktritt des Gouverneurs der Reserve Bank of India, Urjit Patel, der dem Druck der Regierung nicht nachgeben wollte, die Kreditbedingungen für Staatsbanken zu lockern und Überschüsse an die Regierung zu überweisen, deutet an, dass die zyklischen Kräfte des Abschwungs aufgrund des festen US-Dollars auch in Indien angekommen sind.

Wir würden am Ende eines Abschwungs Käufe im indischen Markt empfehlen, da vor dem Hintergrund einer sehr günstigen demographischen Situation noch für viele Jahre mit überdurchschnittlichem Wachstum und Inflation zu rechnen ist.

5.7.3.4 Brasilien

International stellt das neue Allzeithoch des brasilianischen Aktienmarktes in den letzten Wochen eine absolute Ausnahme dar.

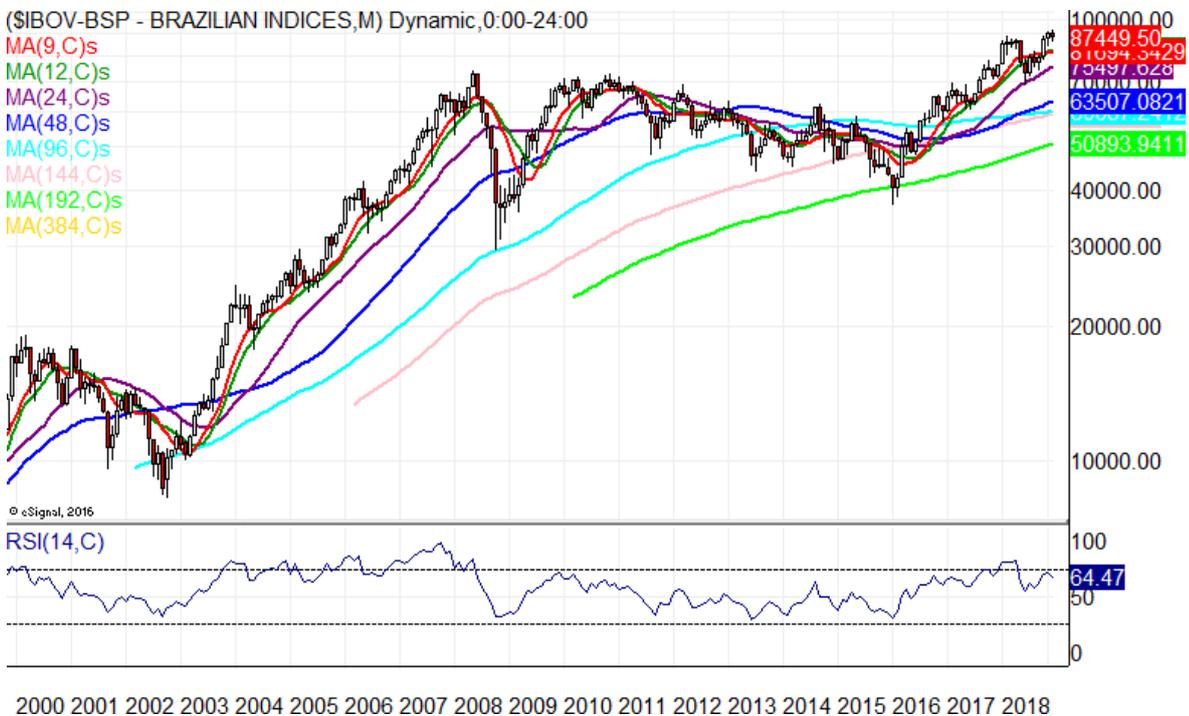


Abb. 5.46: Bovespa

Die negative Divergenz im RSI verdeutlicht das Risiko des Fehlausbruchs auf der Oberseite. Auch Brasiliens Aktienmarkt wird sich dem globalen Aktienmarktrend nicht entziehen können.

Fazit

Die Entwicklung der BRIC-Staaten ist heterogen. Chinas Vormachtsrolle als bedeutender Wirtschaftsfaktor für die globale Volkswirtschaft innerhalb der BRIC-Staaten spiegelt sich nicht in der Entwicklung der reinen Aktienindizes wieder. Am Ende des Jahres 2018 hat sich Brasilien im Ranking nach vorne geschoben, da die Investoren die Hoffnung haben, dass die neuen politischen Besen gut kehren werden. Die Abkopplung vom globalen Trend dürfte allerdings nicht lange anhalten.

Indien konnte in 2018 mehr Direktinvestitionen aus dem Ausland anlocken als China, ist aber von den Abschwungskräften im asiatischen Raum ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen worden. In Japan hängt der Aktienmarkt weiterhin sehr stark an der Entwicklung des Dollar/Yen, aber auch an der Entwicklung der Wall Street. Somit bleibt im Jahr 2019 in Japan alles beim Alten: Die Demographie, die Notenbank, die weiter ihr QE-Programm umsetzen wird und eine mangelnde Abkopplung vom globalen Trend.

6. Fazit für den Finanzmarkt

Unser „Ablaufplan“ sieht wie folgt aus:

Erstes Quartal

Nach dem verkorksten Jahresende 2018 mit einem negativen Dezember setzt sich die Schwäche am globalen Aktienmarkt im Januar fort. Es sind ähnliche Abläufe wie in den Jahren 1946 oder 1957 erkennbar. Der Liquiditätsentzug, der sich durch die Beendigung des EZB-Kaufprogramms Ende Dezember 2018 verstärkt, führt zu einem veritablen Fehlstart in das neue Jahr. Eine deflatorische Bewegung bei Öl und Aktien vertieft die Rezessionsorgen der Investoren, die aus Risikoassets fliehen und den „sicheren Hafen“ der Staatsanleihen suchen. Im Laufe des Monats Februars werden wichtige politische Weichen gestellt in Bezug auf den Handelskrieg zwischen den USA und China sowie den Brexit. Die US-Notenbank stoppt ihr QT-Programm, der als politischer Fehler kritisiert wird. Die allgemeine Unsicherheit erreicht einen ersten Höhepunkt.

Zweites Quartal

Nach den Quartalszahlen im April halten die erratischen Bewegungen am US-Aktienmarkt durch zahlreiche Enttäuschungen an. Die Stimmung der Investoren fällt noch einmal ab. Die Aussicht auf die Phase der sechs schlechten Monate (Mai bis Oktober) führt zu großer Vorsicht, die vom Markt bestraft wird, da sich die Aktienkurse bis Juli erholen. Die Stressindikatoren beruhigen sich etwas, eine reflatorische Kapitalmarkt-bewegung setzt ein und lindert die Ängste des ersten Quartals.

Drittes Quartal

Die Sommermonate gelten als schwierige Monate und bestätigen ihren Ruf im dritten Quartal. Die Ängste der Investoren vor neuen Tiefs im späten Herbst nehmen wieder zu. Die Entscheidungen der Notenbanken sind wichtige Signale für die Investoren für das restliche Kapitalmarktjahr. Investoren sollten auf positive Divergenzen im Inter-marketumfeld achten und dabei insbesondere auf die Entwicklung in China und auf den Kupferpreis.

Viertes Quartal

Der Grad der Unterstützung der Märkte durch die Notenbanken ist für den Weg in Richtung 2020 entscheidend. In einem Umfeld stärkerer Lockerungen sollten sich die Aktienmärkte gemeinsam mit den Rohstoffpreisen im vierten Quartal erholen und die Verluste des Kapitalmarktjahres 2019 abschwächen. Eine solche Entwicklung analog

zum Jahr 1957 würde mit einer Abschwächung der US-Dollar einhergehen und die Tür für eine reflatorische Phase im Jahr 2020 öffnen. Ohne die Unterstützung der Notenbanken würde eine hohe Volatilität zu beobachten sein. In einem Umfeld mit weniger Liquidität würde sich ebenfalls eine Aktienmarkterholung ab Oktober ergeben, die aufgrund des extremen Pessimismus V-förmig ablaufen würde. Schon Anfang des Jahres 2020 würde eine solche Erholung allerdings auslaufen.

7. Unsere 10 Thesen für 2019

1. Das erste Quartal 2019 wird zum Stresstest für Investoren

Sinkende Liquidität, sinkende ökonomische Aktivitäten und wichtige politische Entscheidungen (Brexit, Handelsstreit zwischen USA und China) fallen im ersten Quartal an und die Investoren werden risikoscheuer. Die Liquiditätskrise erreicht bereits ihren Höhepunkt.

2. Die Wirtschaftstätigkeit kühlt sich deutlich ab

Die USA folgen mit zeitlicher Verzögerung der nachlassenden wirtschaftlichen Tätigkeit in der Welt. Die Rezessionsängste nehmen zu und belasten die Kapitalmärkte im weiteren Jahresverlauf.

3. Die US-Inflationsrate fällt deutlich

Aufgrund der schwachen Rohstoffpreise und der Basiseffekte fällt die US-Inflationsrate deutlich, bleibt aber oberhalb von einem Prozent.

4. Die EZB bekommt einen neuen Präsidenten: Francois Villeroy de Galhau

Nach 8 Jahren Präsidentschaft von Mario Draghi steht der neu gewählte EZB-Präsident Francois Villeroy de Galhau stellvertretend für die Achse Frankreich-Deutschland in Europa.

5. Die Notenbanken denken um und stoppen den Straffungszyklus

Die US-Notenbank stoppt den Zinserhöhungszyklus und später auch die Liquiditätsreduzierung durch ihr QT-Programm. Eine Ausweitung und Neuauflage eines QE-Programmes werden in Japan und in Europa diskutiert, in Japan wird es umgesetzt.

6. Aktien mit deutlicher Schwäche im ersten Quartal

In den ersten beiden Monaten zeigen die Aktienmärkte global deutliche Schwäche. Die deflationäre Kapitalmarkt看egung führt zu einem deutlichen Fehlstart in das Jahr 2019.

7. Die Rendite zehnjähriger US-Anleihen fällt im Jahr 2019

Die kurzfristigen Zinsen steigen nach dem letzten Zinsschritt im Dezember 2018 nicht weiter an, die langfristigen Renditen fallen. Die Staatsanleihen fungieren als „sicherer Hafen“ und sind gesucht. Ein temporäres Unterschießen der zehnjährigen US-Rendite invertiert die Zinsstrukturkurve komplett.

8. Der Ölpreis halbiert sich von seinem Hoch in 2018

Der Ölpreis fällt in den ersten beiden Monaten 2019 und testet die Marke von 40 US-Dollar. Die ölfördernden Länder in Saudi-Arabien, Katar und Russland leiden darunter besonders. Aber auch in den USA leidet der Markt der Hochzinsanleihen unter dem sinkenden Ölpreis, der sich im weiteren Jahresverlauf etwas erholen kann.

9. Der Devisenmarkt zeigt nur wenig Stress

Der Euro/Dollar lässt sich nur noch sehr wenig drücken und schwankt im Jahr zwischen 1,10 und 1,20. Unruhe in Form eines „schwarzen Schwans“ könnte ein harter Brexit bringen.

10. Die Volatilität steigt weiter an

Die Volatilität nimmt zunächst weiter zu und erreicht wieder hohe Niveaus um 40. Danach reduziert sie sich sukzessive und indiziert damit einen langsam nachlassenden Stress am Kapitalmarkt.

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 Terminmarktdaten, auf zeitliche Muster sowie auf die Positionierung des Smart Money, die mit eigenen Indikatoren gemessen wird.

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

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

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn 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: US-Arbeitslosenquote
Abb. 1.3: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe
Abb. 1.4: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe und S&P 500
Abb. 1.5: US-Baugenehmigungen
Abb. 1.6: US-Geburtenrate und Verkäufe neuer Häuser
Abb. 1.7: Markt Eurozone Composite PMI
Abb. 1.8: Markt Italien PMI
Abb. 1.9: IFO-Index und KDAX
Abb. 1.10: Caixin China PMI
Abb. 1.11: Industrieproduktion China
Abb. 1.12: US-Geldmengenwachstum M2
Abb. 1.13: EZB-Geldmengenwachstum M3
Abb. 1.14: US-Zinsstrukturkurve
Abb. 1.15: US-Renditen
Abb. 1.16: Zinsspanne 5jährige minus 2jährige US-Staatsanleihen
Abb. 1.17: Zinsspanne 10jährige minus 2jährige US-Staatsanleihen
Abb. 1.18: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen
Abb. 1.19: Zinsspanne 10jährige minus 5jährige inflationsgeschützte US-Staatsanleihen
Abb. 1.20: ICE High Yield Spread
Abb. 1.21: BAA – AAA-Spread
Abb. 1.22: Libor/OIS-Spread und TED-Spread
Abb. 1.23: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne
Abb. 1.24: CO2-Wachstumsrate und US-Rezessionen
Abb. 1.25: Diverse Inflationsraten
Abb. 1.26: Inflationsraten Europa, USA, China, Japan
Abb. 1.27: Durchschnittlicher Stundenlohn und Leitzins
Abb. 1.28: US-Break-Even-Inflation
Abb. 1.29: WTI Crude Preisveränderung und US-Inflationsrate
Abb. 1.30: US-Inflation
Abb. 1.31: USA, Deutschland, Japan seit 1982
- Abb. 2.1: Zinszyklus 10jähriger Staatsanleihen USA 1800-2050
Abb. 2.2: Rendite 10jähriger Anleihen – USA, Deutschland, Japan
Abb. 2.3: Rendite 10jähriger Anleihen – Asien, Australien
Abb. 2.4: Bilanzsumme BoJ, FED und EZB Entwicklung bis 2019
Abb. 2.5: Bilanzsumme BoJ, FED und EZB gesamt
Abb. 2.6: Defizit/Überschuss US-Haushalt (CBO-Projektion)
Abb. 2.7: Staatsverschuldung USA, Japan, Euroraum
Abb. 2.8: Ausstehende US-Anleihen in % der marktfähigen Staatsverschuldung
Abb. 2.9: Bilanzsumme Fed und 10jährige US-Rendite
Abb. 2.10: US-Rendite QE-Phasen
Abb. 2.11: US-Renditen seit 1998
Abb. 2.12: Spekulanten Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 2.13: Spekulanten Rendite 30jähriger US-Anleihen
Abb. 2.14: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen Monatschart
Abb. 2.15: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen Wochenchart
Abb. 2.16: EZB-Bilanzsumme und Rendite

Abb. 2.17: Staatsverschuldung wichtige EU-Staaten
Abb. 2.18: Staatsverschuldung in Prozent vom BIP
Abb. 2.19: Zinsstruktur Deutschland
Abb. 2.20: Zinsstruktur Italien
Abb. 2.21: Zinszahlungen öffentliche Haushalte
Abb. 2.22: Entwicklung der Arbeitslosenquote europäischer Staaten
Abb. 2.23: Spread-Rendite 10jähriger Anleihen europäischer Staaten
Abb. 2.24: Japanische Staatsverschuldung bei der BoJ
Abb. 2.25: Bilanzsumme Bank of Japan
Abb. 2.26: Renditen China

Abb. 3.1: US-Dollar-Index 16-Jahres-Zyklus
Abb. 3.2: US-Dollar-Index langfristig
Abb. 3.3: handelsgewichteter US-Dollar-Index
Abb. 3.4: Spekulation US-Dollar-Index
Abb. 3.5: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index
Abb. 3.6: Big Mac Index
Abb. 3.7: Euro/Dollar seit 1980
Abb. 3.8: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar
Abb. 3.9: Spekulation Euro/Dollar
Abb. 3.10: Dollar/Yen Tageschart seit 1990
Abb. 3.11: Realzins-Differenz USA/Japan 10jährige Anleihen
Abb. 3.12: Spekulation japanischer Yen
Abb. 3.13: Australischer Dollar und Gold
Abb. 3.14: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl
Abb. 3.15: GBP/USD seit 1976
Abb. 3.16: EUR/CHF
Abb. 3.17: CHF/USD seit 2005

Abb. 4.1: CRB-Index seit 1970
Abb. 4.2: Reuters CRB-Index Zyklus
Abb. 4.3: Euro/Dollar und CRB-Index
Abb. 4.4: Welt-Erdöl-Verbrauch (IEA)
Abb. 4.5: US-Ölproduktion seit 1950
Abb. 4.6: Erdöl Produktion USA, Saudi-Arabien, Russland (BP Statistical Review, IEA)
Abb. 4.7: Differenz Ölverbrauch und Förderung
Abb. 4.8: Ölpreis seit 1900 Stufenchart
Abb. 4.9: WTI Crude Open Interest
Abb. 4.10: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulanten/Open Interest
Abb. 4.11: Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent
Abb. 4.12: Saisonaler Verlauf Erdöl
Abb. 4.13: WTI Crude Monatschart
Abb. 4.14: Gold Monatschart
Abb. 4.15: Goldpreis und Realzins
Abb. 4.16: saisonaler Verlauf Gold
Abb. 4.17: Positionierung Großspekulanten / Open Interest
Abb. 4.18: XAU-Goldminen-Index
Abb. 4.19: Kupfer und S&P 500

Abb. 5.1: Q-Ratio
Abb. 5.2: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP
Abb. 5.3: Shiller-KGV und S&P 500
Abb. 5.4: Gewinnrendite Aktien und Anleihen
Abb. 5.5: Fed-Modell
Abb. 5.6: Dow Jones Index – Dekadenzyklus Verlauf in %
Abb. 5.7: Durchschnittsverläufe Vorwahljahre frisch gewählte republikanische Präsidenten
Abb. 5.8: US-Präsidentschaftszyklus
Abb. 5.9: Dow Jones Index Verteilung Vorwahljahre
Abb. 5.10: Durchschnittsverlauf Vorwahljahre
Abb. 5.11: Verläufe 2007, 2001, 2015
Abb. 5.12: 9er-Jahre
Abb. 5.13: Dow Jones Index Durchschnittsverlauf 9er-Jahre seit 1899
Abb. 5.14: 9er-Jahre, die auch Vorwahljahre sind
Abb. 5.15: Dow Theorie
Abb. 5.16: Neue 52-Wochen-Hochs
Abb. 5.17: Neue 52-Wochen-Tiefs
Abb. 5.18: NDX-SMFI
Abb. 5.19: VIX
Abb. 5.20: S&P 500 und QE-Phasen
Abb. 5.21: Sothebys
Abb. 5.22: RSI Dow Jones Index
Abb. 5.23: Bärenmärkte Dow Jones Index
Abb. 5.24: Bärenmärkte milde Varianten
Abb. 5.25: Bärenmärkte mittelschwere Varianten
Abb. 5.26: NYSE 90%-Tage
Abb. 5.27: Bullische Börsenbriefverfasser
Abb. 5.28: Put-Call-Ratio
Abb. 5.29: Markt-Allokation
Abb. 5.30: Ratio Finanzwerte zum S&P 500
Abb. 5.31: S&P 500-Sektoren
Abb. 5.32: Idealisierter Konjunkturzyklus
Abb. 5.33: S&P 500 Monatschart
Abb. 5.34: Nasdaq 100 Index Monatschart
Abb. 5.35: US-Halbleiterindex Monatschart
Abb. 5.36: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500
Abb. 5.37: Russell 2000 Monatschart
Abb. 5.38: Euro Stoxx 50 Wochenchart
Abb. 5.39: DAX
Abb. 5.40: KDAX Monatschart
Abb. 5.41: KDAX / S&P 500 Ratio
Abb. 5.42: Dollar/Yen und Nikkei Index
Abb. 5.43: Blasenverläufe und Nikkei-Index
Abb. 5.44: Shanghai Composite Index Monatschart
Abb. 5.45: Sensex
Abb. 5.46: Bovespa