

Wellenreiter-Invest



Wellenreiter- Jahresausblick 2020

Der „teure Traum“ rechnet sich

**©Robert Rethfeld,
Alexander Hirsekorn**

Oberursel, im Dezember 2019

Inhaltsangabe

	Seite
Editorial	4
A. 2020 bis 2030 – Der Blick voraus	
A.1 Status Quo der Anlageklassen	6
A.2 Staatsverschuldung	11
A.3 Demografie	17
A.4 Klima	24
A.5 Unsere Erwartungshaltung für die Anlageklassen	30
Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2020	
1. Konjunktorentwicklung	
1.1 Die Situation	50
1.2 Inflation	61
2. Notenbankpolitik und Anleihen	
2.1 Bilanzsummen	66
2.2 USA	68
2.3 Europa	73
2.4 Asien	74
3. Der Währungsmarkt	
3.1 US-Dollar-Index	76
3.2 Euro/Dollar	80
3.3 Dollar/Yen	84
3.4 Rohstoff-Währungen	87
3.5 Britisches Pfund	89
3.6 Schweizer Franken	91
4. Der Rohstoffmarkt	
4.1 Rohstoffmarkt langfristig	92
4.2 Erdöl	94
4.3 Gold	104
4.4 Kupfer	106

5. Der Aktienmarkt	
5.1 Bewertung	108
5.2 US-Präsidentschaftszyklus	111
5.3 Dekadenmuster	116
5.4 Marktstruktur	119
5.5 Sentiment	125
5.6 S&P 500 Sektoren	127
5.7 Leit-Aktienindizes	129
5.7.1 US-Aktienmarkt	129
5.7.2 Europäischer Aktienmarkt	133
5.7.3 Aktienmärkte Asien/Pazifik	136
6. Fazit für den Finanzmarkt	141
7. Unsere 10 Thesen für 2020	143
Disclaimer	145
Über uns	146
Abbildungsverzeichnis	147

Editorial

„Nach einer schwierigen Phase der Neuordnung dürften am Ende der Dekade stabilere Verhältnisse herrschen als aktuell. Die Dekade wird keine verlorene Dekade sein.“

Wellenreiter-Jahresausblick 2010, letzter Satz

Der DAX notierte Anfang des Jahres 2010 bei 5.957 Punkten, Ende 2019 werden es etwa 13.300 Punkte sein. Diese Dekade war nicht verloren, aber in den USA war die Aktienmarktentwicklung deutlich besser. Hätte die Dekade nicht auf einem von der Finanzkrise gebeutelten Kursniveau begonnen, müsste tatsächlich von einer verlorenen Dekade gesprochen werden, zumal der Kurs-DAX das Hoch des Jahres 2000 noch immer nicht klar überwunden hat. Eine Rezession (2012/13), die nur in Europa stattfand, der Kampf um den Euro und zuletzt die aktuelle Industrie-Rezession lassen sich als Gründe nennen.

Die beiden Spiegel-Titel aus dem Jahr 2010 zeigen Themen, die die Gesellschaft damals bewegte: Der Tod des Euro (Beispiel: Spiegel 49/2010) trat ebenso wenig ein wie eine Abkehr von den damals teuren regenerativen Energien („Der teure Traum von der sauberen Energie“).

DER SPIEGEL 38/2010



DER SPIEGEL 49/2010



Jede erfolgreiche Technologie wirkt durch die Verbilligung von Einkaufs- und Produktionsprozessen deflationär. Die zweite Dekade brachte einen enormen Fall der Solarmodulpreise mit sich. Heute werden regenerative Großprojekte immer häufiger ohne Subventionen realisiert. Auch die Batteriepreise fallen, der Strommix ist fast schon zur Hälfte regenerativ. Die bevorstehende dritte Dekade wird in Bezug auf die weltweite Anwendung erneuerbarer Energien deutliche Fortschritte sehen, weil sich selbst verstärkende Prozesse in Gang kommen.

Wir haben drei Themen als wichtige Einflussgrößen für die kommende Dekade identifiziert. Die Staatsverschuldung, die Demografie und die Klimaentwicklung werden eine unmittelbare Wirkung auf die Finanzmärkte ausüben. Deshalb widmen wir diesen Ecksteinen jeweils eigene Kapitel.

Wir wünschen Ihnen bei der Lektüre unseres Jahresausblicks 2020 (unser 16. gemeinsam verfasster Jahresausblick) viel Vergnügen und gewinnbringende Erkenntnisse für Ihre eigene Anlagestrategie im neuen Jahr und in der neuen Dekade.

Oberursel, im Dezember 2019

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn
Wellenreiter-Invest

A. 2020 bis 2030 - Der Blick voraus

A.1 Status Quo der Anlageklassen

Aktienmärkte

Wir beschreiben zunächst den Status Quo einzelner Anlageklassen und formulieren in einem späteren Kapitel unsere Ansichten für die kommende Dekade.

Nimmt man die beiden letzten Dekaden zusammen, so ist Europa der große Verlierer. Dies zeigt der Verlaufvergleich zwischen dem Euro Stoxx 50, dem S&P 500 und dem Nikkei 225. Wir normieren die Indizes auf den Euro und auf den Januar 2000, um die Perspektive des europäischen Anlegers einnehmen zu können. Alle drei Indizes sind Kursindizes.

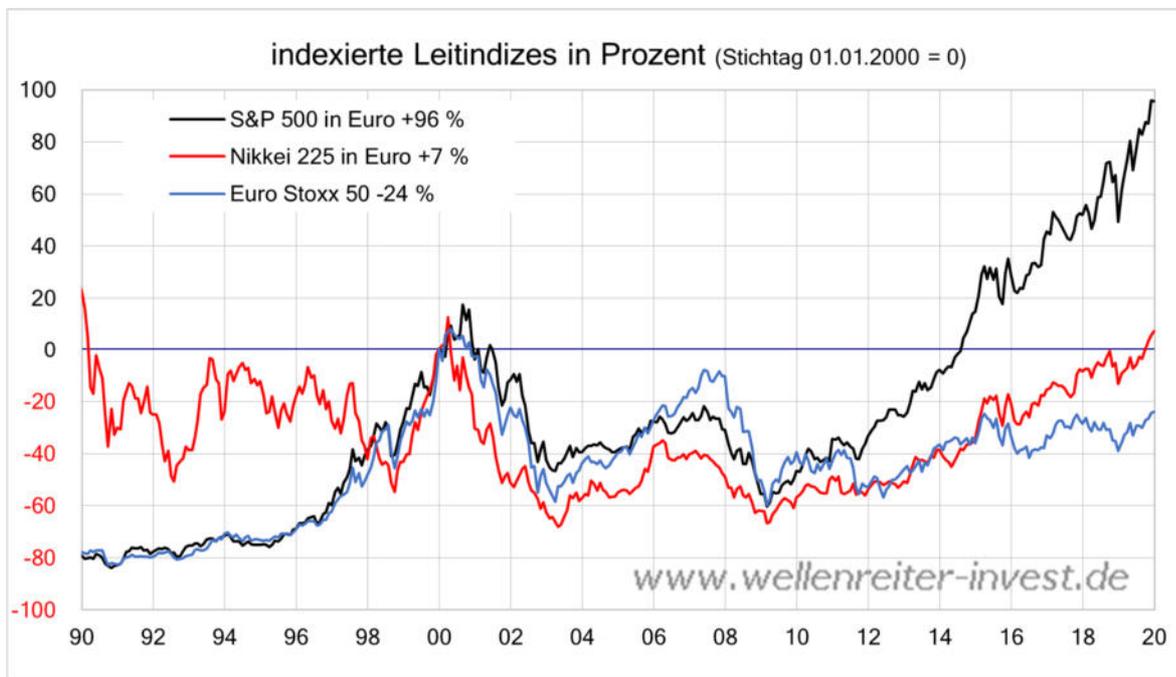


Abb. A.1: indexierte Leitindizes in Prozent

Der S&P 500 gewann in den vergangenen beiden Dekaden 94 Prozent hinzu, während der Euro Stoxx 50 etwa 25 Prozent hinter dem Stand zur Jahrtausendwende entfernt ist. Der Nikkei-Index schafft ein 2-Dekaden-Plus von 5 Prozent. Ein Europäer wäre in den letzten beiden Dekaden besser damit gefahren, sein Geld in Japan anzulegen als in Europa (noch besser natürlich in den USA). Japan schleppt allerdings die Hypothek der 1990er Jahre mit sich herum, als es dort zu massiven Verlusten kam, während der Euro Stoxx 50 und der S&P 500 im Gleichschritt zulegen konnten.

Japan entwickelte sich erst in der zweiten Hälfte der letzten Dekade und damit 25 Jahre nach dem Blasenhoch des Jahres 1990 etwas besser als Europa. Die USA haben ihren Erfolg überwiegend dem Technologie-Sektor zu verdanken, aber auch der Finanzsektor entwickelt sich dort besser als in Europa.

Europas Schwäche in den letzten 10 Jahren spiegelt sich auch im Sentiment wider. Max Ottes neues Buch „Weltsystem Crash“ als Fortsetzung seines Bestsellers „Der Crash kommt“ erschien ebenso im Jahr 2019 wie der aktuelle Bestseller „Der größte Crash aller Zeiten“ von Marc Friedrich und Matthias Weik (Platz 1 der SPIEGEL-Liste), der am 31.10.2019 veröffentlicht wurde. Apokalyptische Prophezeiungen fielen insbesondere im Jahr 2019 in Europa auf einem fruchtbaren Boden. Greta Thunbergs Popularität ist ein weiteres Beispiel für die Angst der Europäer vor der Zukunft – auf Platz 2 der SPIEGEL-Liste liegt das Buch „Wir sind das Klima“.

Anleihen

Die Renditen sinken seit Beginn der 1980er-Jahre. Japan, die Schweiz und Deutschland führten die Bewegung in Richtung Negativzinsen an. Im Juli 2011 kam es erstmals zu Negativzinsen bei den 2jährigen Schweizer Staatsanleihen, im Januar 2015 folgte das lange Ende (10 Jahre). Die entsprechenden Daten für Deutschland sind Juli 2012 (2 Jahre) und Juni 2016 (10 Jahre).

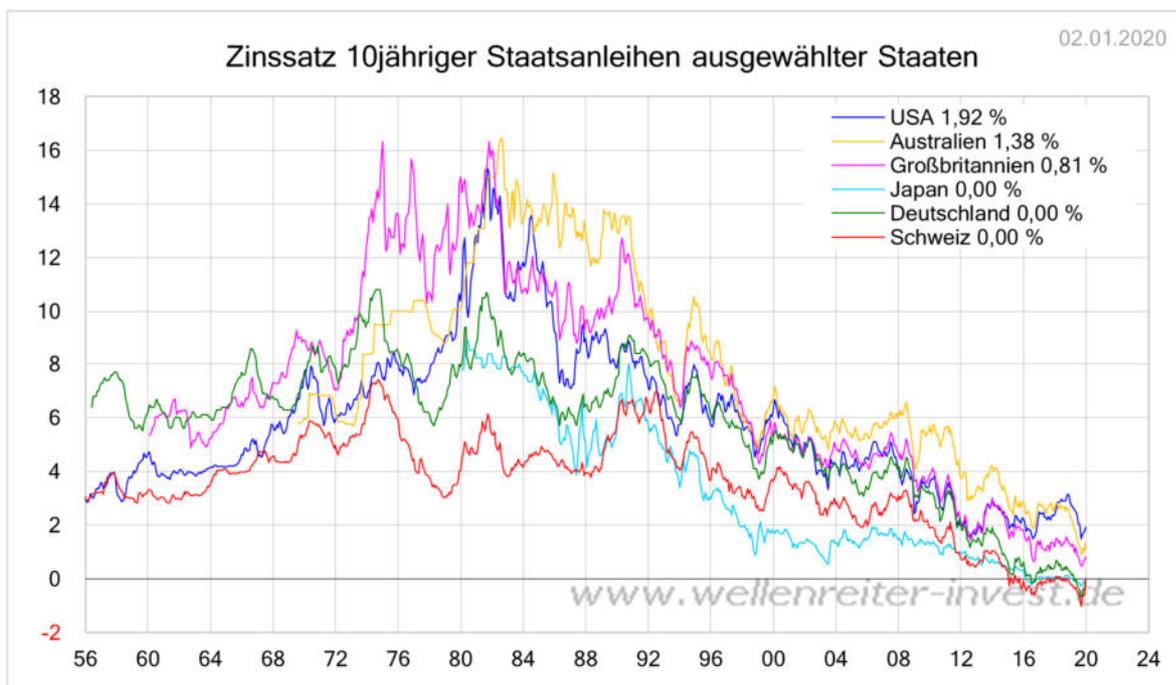


Abb. A.2: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten

Der 30-Jahres-Zyklus der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen ist noch intakt. Auf Jahresschlussbasis lässt sich der Tiefpunkt bei 1,72 Prozent im Jahr 2012 festmachen (folgender Chart).

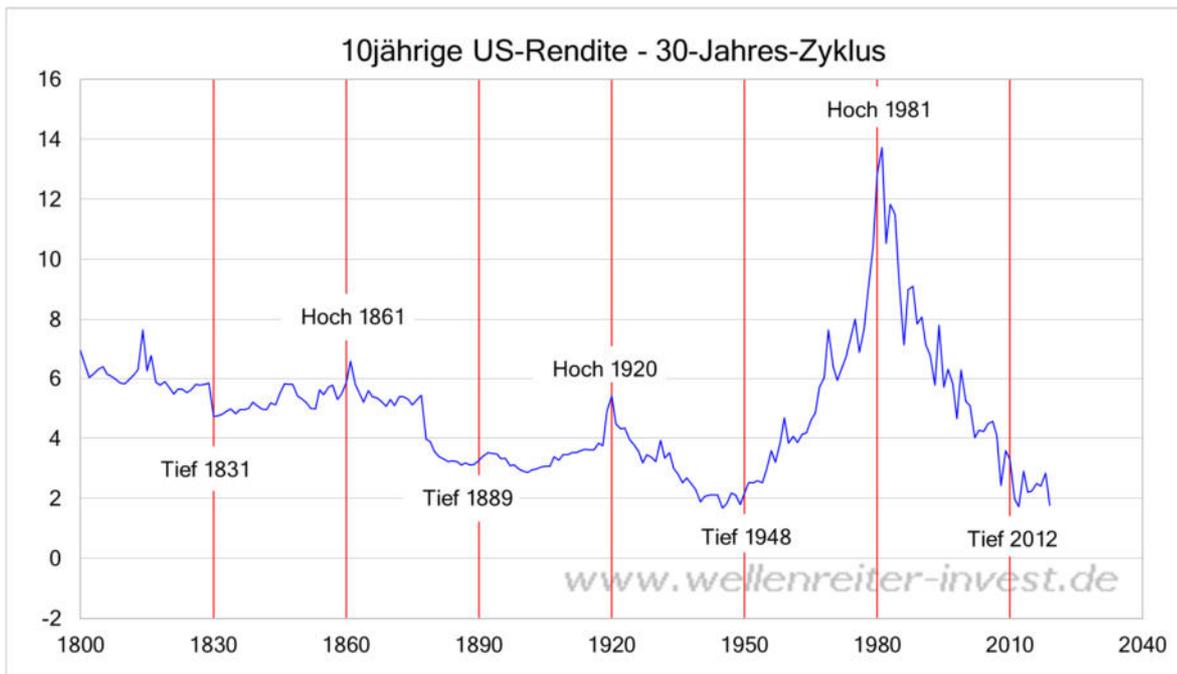


Abb. A.3: Rendite – 30-Jahres-Zyklus

Solange die Marke von 1,72 Prozent auf Jahresschlussbasis nicht unterschritten wird, bleibt dieser Zyklus intakt. Bei Redaktionsschluss notiert die zehnjährige US-Rendite leicht oberhalb dieses Niveaus.

Währungen

Der Euro zeigt sich seit dem Jahr 2008 gegenüber dem US-Dollar in einem Abwärtstrend. Die rote Aufwärtstrendlinie wurde bisher nicht entscheidend gebrochen, aber durchaus häufiger penetriert.

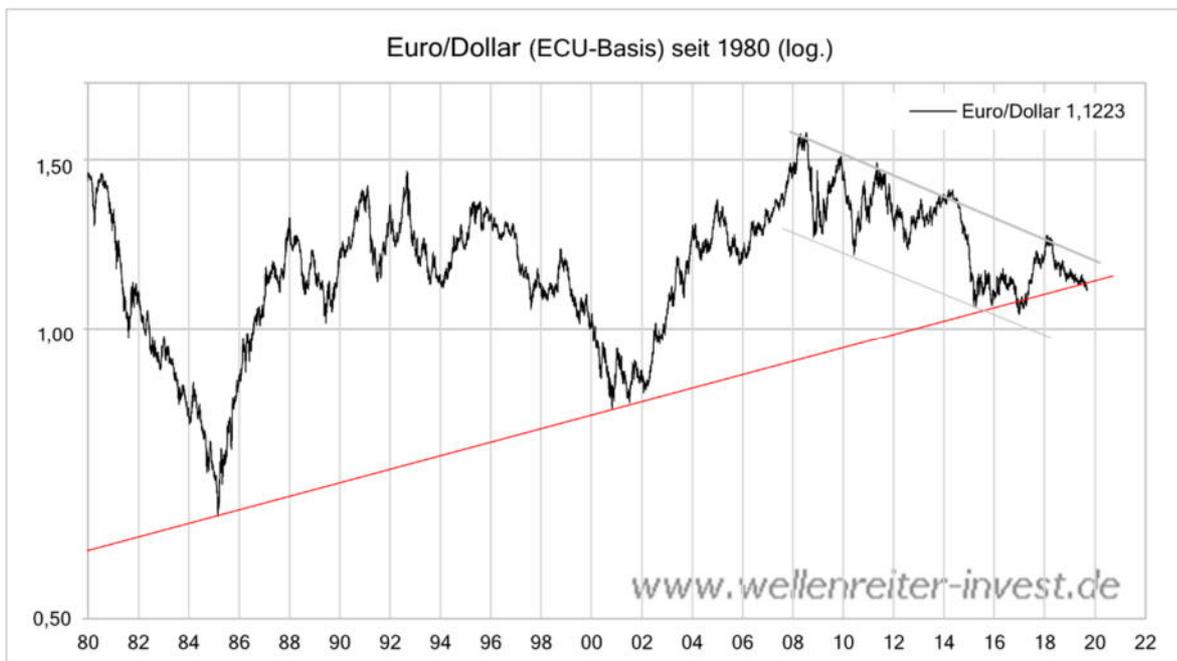


Abb. A.4: Euro/Dollar seit 1980

Ein Bruch hätte einen weiteren Fall der europäischen Währung zur Folge. Die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie würde profitieren. Auf der anderen Seite half die Schwäche des Euro in der abgelaufenen Dekade dem europäischen Aktienmarkt nicht auf die Beine. Ein steigender Dollar zeigt an, wohin die Kapitalströme tatsächlich fließen: Nämlich in den Dollarraum. Nicht nur die dort relativ hohen Zinsen, sondern auch der Attraktivität der US-Technologie-Aktien haben diese Entwicklung begünstigt.

Der nachhaltige Bruch des Aufwärtstrends ist keine ausgemachte Sache. Die Abwärtsdynamik des Euro/Dollars hat nachgelassen und die bestehenden Zinsvorteile der US-Währung bauen sich nicht weiter aus, wie wir im Kapitel Anleihen zeigen werden.

Rohstoffe

Der Ölpreis erreichte im Jahr 2008 bei knapp 150 Dollar/Barrel sein Verlaufshoch. Die Perspektiven für die Rohstoffe verschieben sich seither. Zuletzt blieb China als Nachfrager mit höheren Wachstumsraten übrig. Die Perspektive für die kommenden Jahre bleibt verhalten, denn der Wandel zur E-Mobilität, ergänzt durch grünen Wasserstoff, ist in vollem Gange und somit wird eine nachlassende Nachfrage absehbar. Da die OPEC bereits eine historisch betrachtet hohe Förderdisziplin an den Tag legt und damit langsam Marktanteile einbüßt, erscheint der Ölpreis auf der Oberseite gedeckelt.

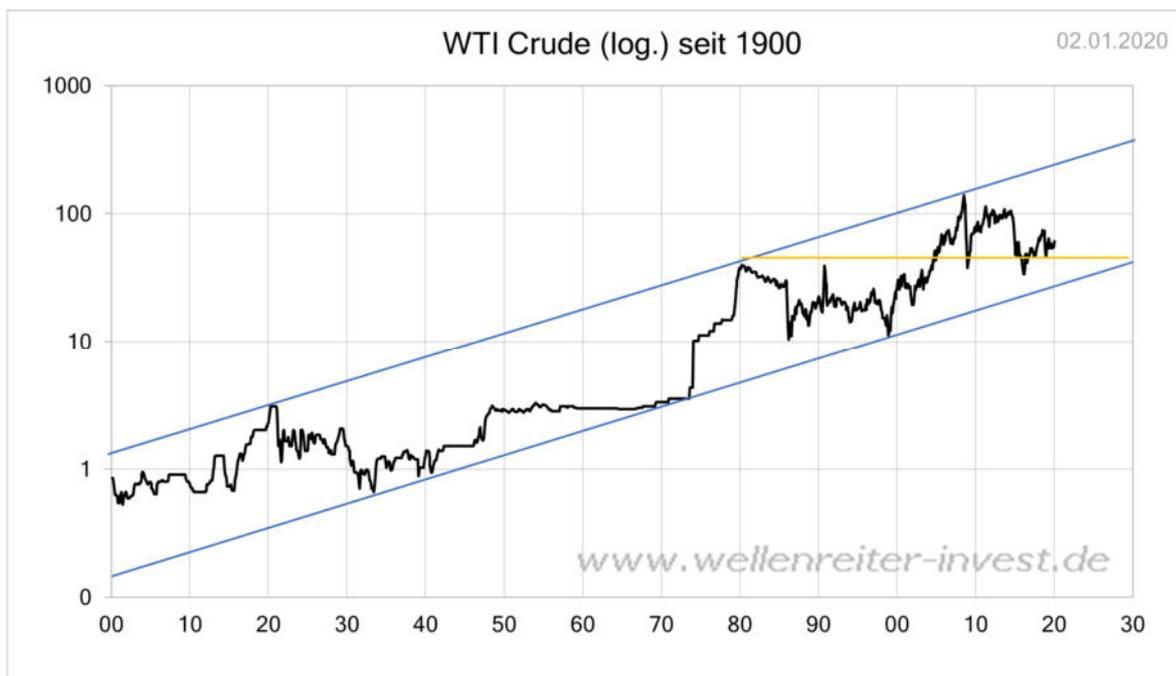


Abb. A.5: WTI Crude seit 1900

Inflationsbereinigt befindet sich der Ölpreis auf einem mittleren Niveau.

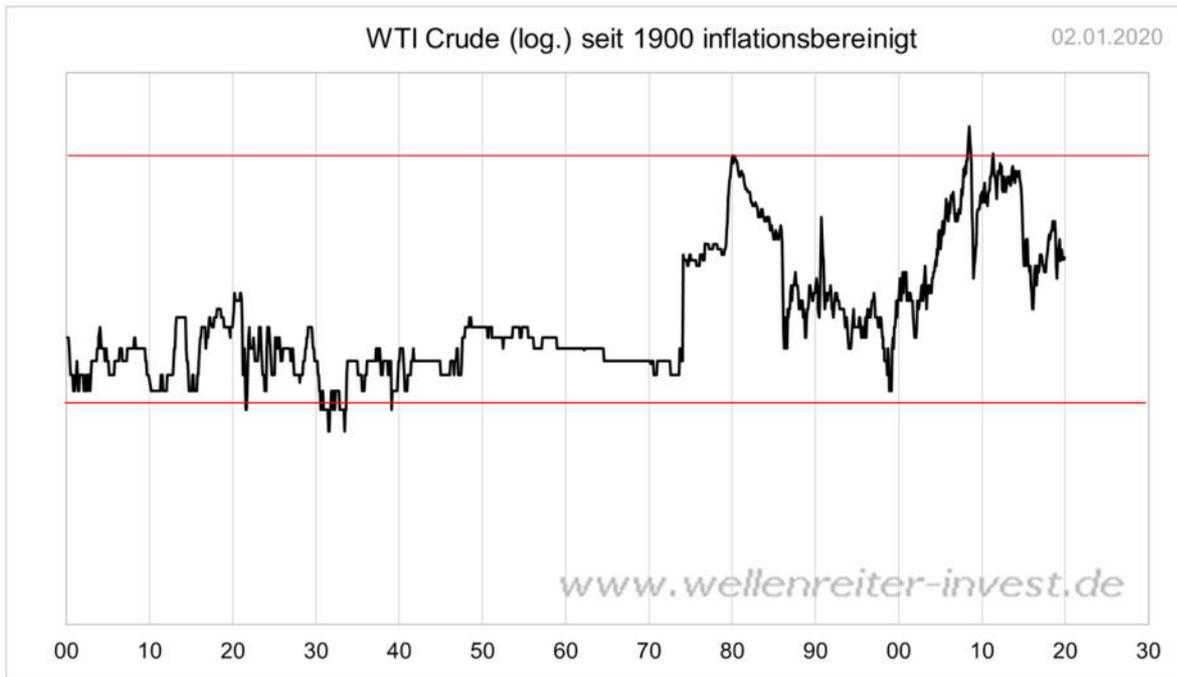


Abb. A.6: WTI Crude inflationsbereinigt

Bevor wir unsere Erwartungshaltung für die genannten Anlageklassen beschreiben, werfen wir einen Blick auf weitere Einflussfaktoren.

A.2 Staatsverschuldung

Die US-Staatsverschuldung wird weiter steigen. Die zentrale Haushaltsagentur des US-Kongresses (CBO), ein parteiunabhängiges Gremium, nimmt an, dass die US-Neuverschuldung in jedem Jahr der kommenden Dekade mindestens eine Billion US-Dollar betragen wird. Ursprünglich Extremes wird zur festen Gewohnheit, Haushaltsüberschüsse sind ein Relikt der Clinton-Ära.

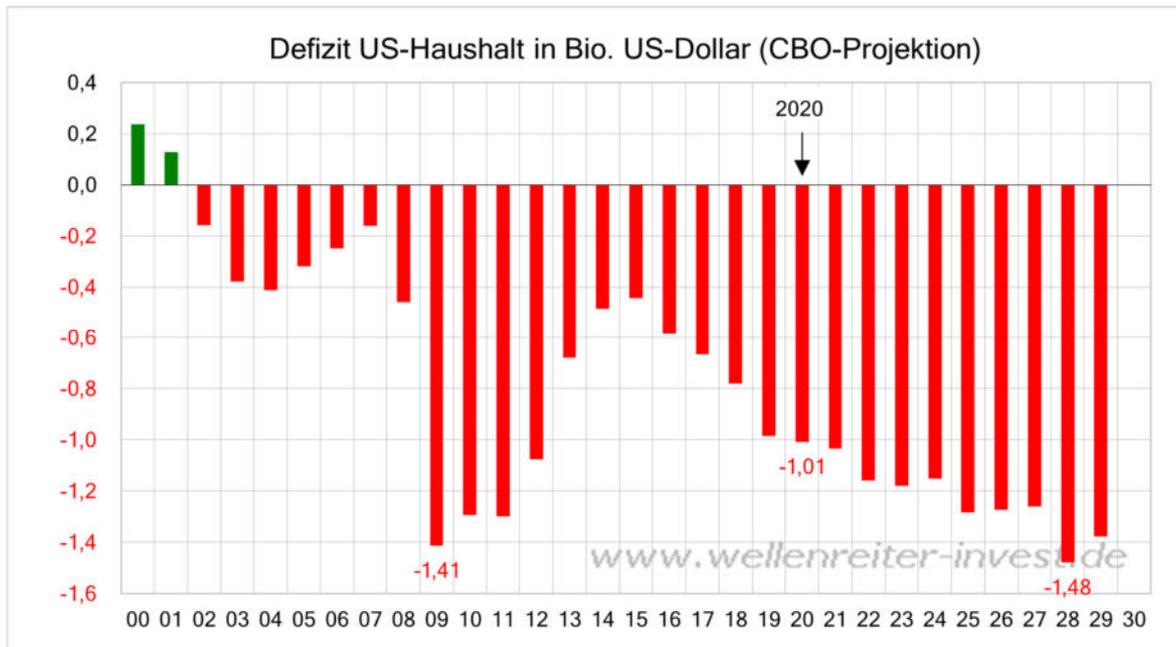


Abb. A.7: Defizit/Überschuss US-Haushalt (CBO-Projektion)

Die US-Staatsverschuldung wird danach von rund 20 auf etwa 33 Billionen US-Dollar wachsen. Eine substantielle Änderung des erwarteten Pfades müsste durch eine neue Politik ausgelöst werden, die momentan nicht erkennbar ist. Rufe nach einer „schwarzen Null“ wie in Deutschland, sind im US-Wahlkampf für die kommende Präsidentschaftswahl 2020 nicht zu vernehmen.

Der nächste Chart zeigt, dass sich die USA vom Trend in Europa und in Japan abkoppeln. Seit etwa dem Jahr 2011 trennen sich die Wege: Während die USA das Haushaltsdefizit ständig vergrößert, hat die Staatsverschuldung in Europa und in Japan in absoluten Zahlen kaum noch zugenommen.

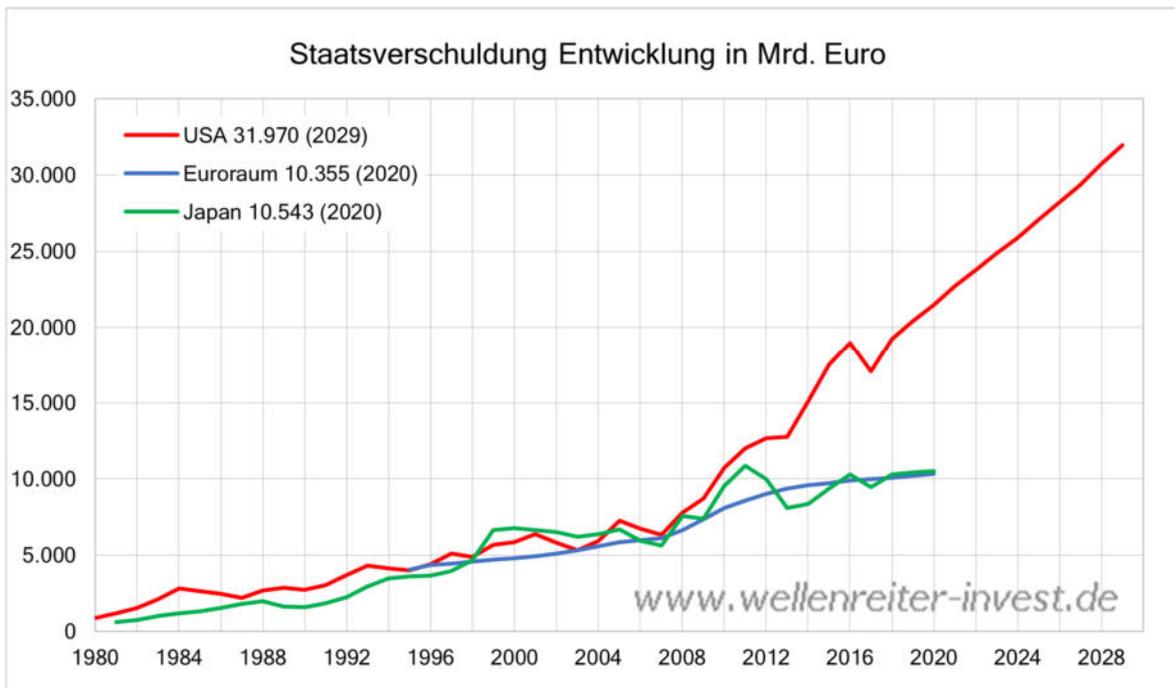


Abb. A.8: Staatsverschuldung USA, Japan, Euroraum

Für Europa und Japan ist uns keine entsprechende, offizielle Vorhersage bekannt. Der Verschuldungstrend ist in den USA aber schon jetzt eindeutig höher als in Europa oder Japan. Das Delta zwischen Europa und Japan einerseits und den USA andererseits dürfte sich in den kommenden zehn Jahren vergrößern.

Wie der nachfolgende Chart zeigt, nimmt der europäische Schuldenberg deshalb nicht zu, weil Deutschlands Schuldenabbau den Schuldenaufbau Frankreichs und Italiens nahezu ausgleicht.

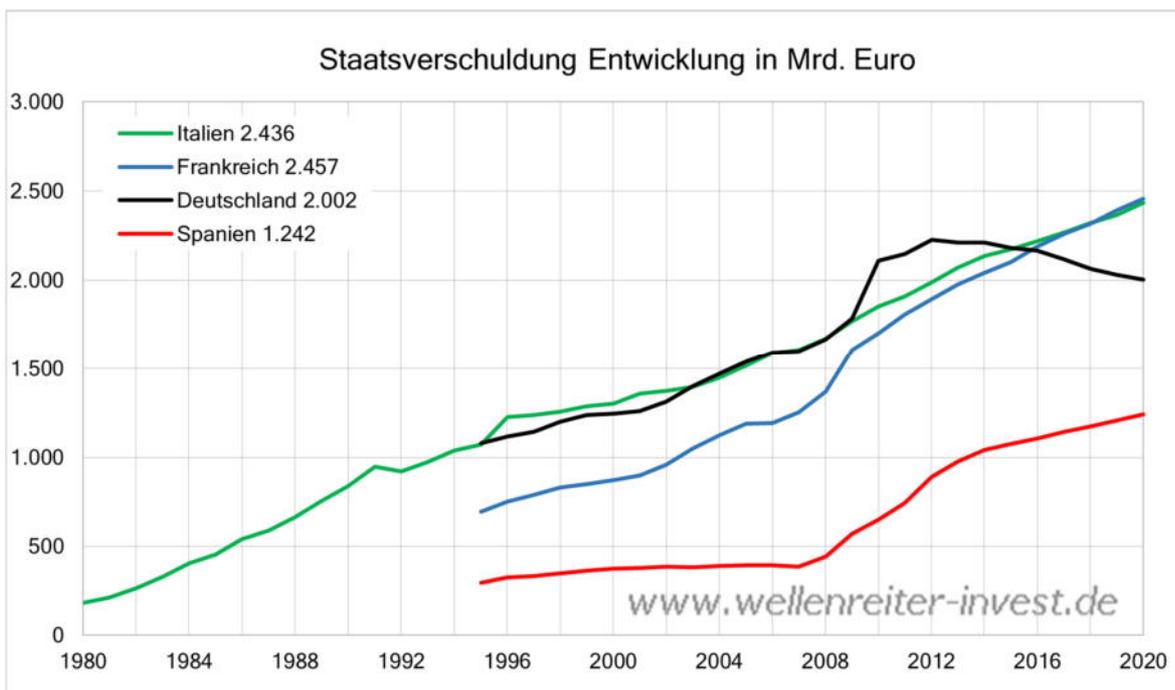


Abb. A.9: Staatsverschuldung Italien, Frankreich, Deutschland, Spanien

In der Einzelbetrachtung europäischer Staaten mit hohen Verschuldungssummen ist Deutschland mittlerweile von Italien und Frankreich überholt worden. Die teilweise erschreckenden absoluten Trends relativieren sich, wenn man die Staatsverschuldung in das Verhältnis zum BIP setzt. In den vergangenen Jahren nahm diese Kennzahl kaum noch zu, für Deutschland fiel sie stark auf nur noch 62 Prozent vom BIP (2018) und wird am Ende dieses Jahres das (ehemalige) Maastricht-Kriterium von 60 Prozent erfüllen. Im Jahr 2020 sollen es aufgrund der schwarzen Null lediglich 56 Prozent sein (folgender Chart). Deutschland stellt damit einen Sonderfall dar, der unter großen Industrienationen seinesgleichen sucht.

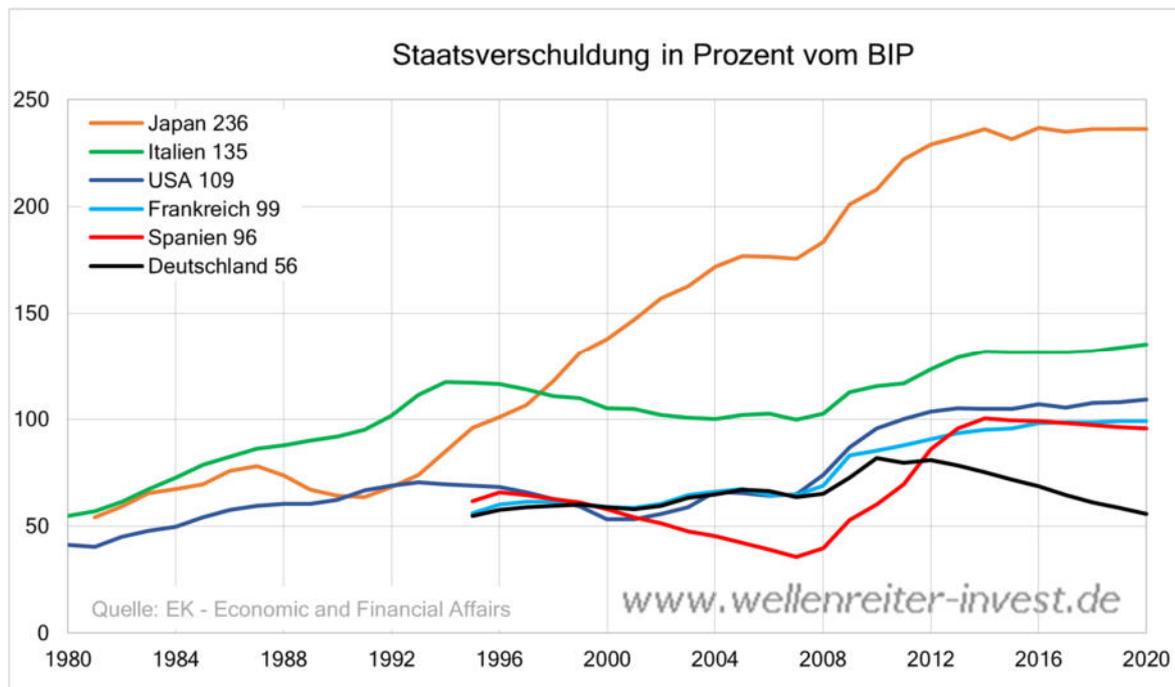


Abb. A.10: Staatsverschuldung in Prozent vom BIP

Die Phase einer steigenden prozentualen Staatsverschuldung, die nach der Finanzkrise zu beobachten war, kam in den letzten Jahren in allen Ländern nahezu zum Stillstand. Die wirtschaftliche Expansion verhinderte trotz der temporären Abschwünge einen Anstieg der Staatsverschuldung in Prozent vom BIP.

Die US-Neuverschuldung wird laut CBO stärker als das Bruttoinlandsprodukt wachsen. Die Folge wäre aber „nur“ ein Anstieg der US-Staatsverschuldung in Prozent vom BIP von 108,5 (2019) auf 114 Prozent (2029).

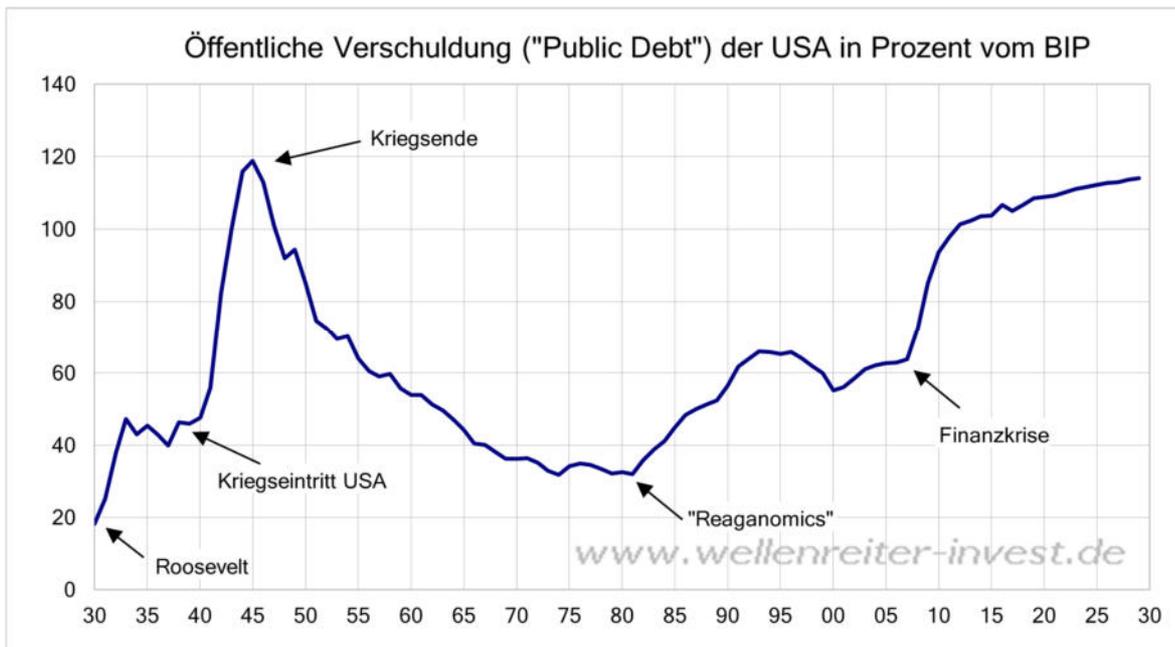


Abb. A.11: Staatsverschuldung USA in Prozent vom BIP

Das klingt moderat und wäre für das Finanzsystem bei weiterhin niedrigen Zinsen tragbar. Offenbar scheinen die Schulden recht gut planbar zu sein, das Bruttoinlandsprodukt ist es nicht. Im Rahmen einer Rezession fällt das BIP, die Schulden steigen aber stärker als geplant. Die Gefahr liegt darin, dass ein fallendes BIP und steigende Schulden den Prozentsatz vom BIP „ungeplant“ und viel stärker nach oben hebeln als dargestellt.

Die US-Defizite müssen finanziert werden. China und Japan werden dies nicht als ihre Aufgabe ansehen.

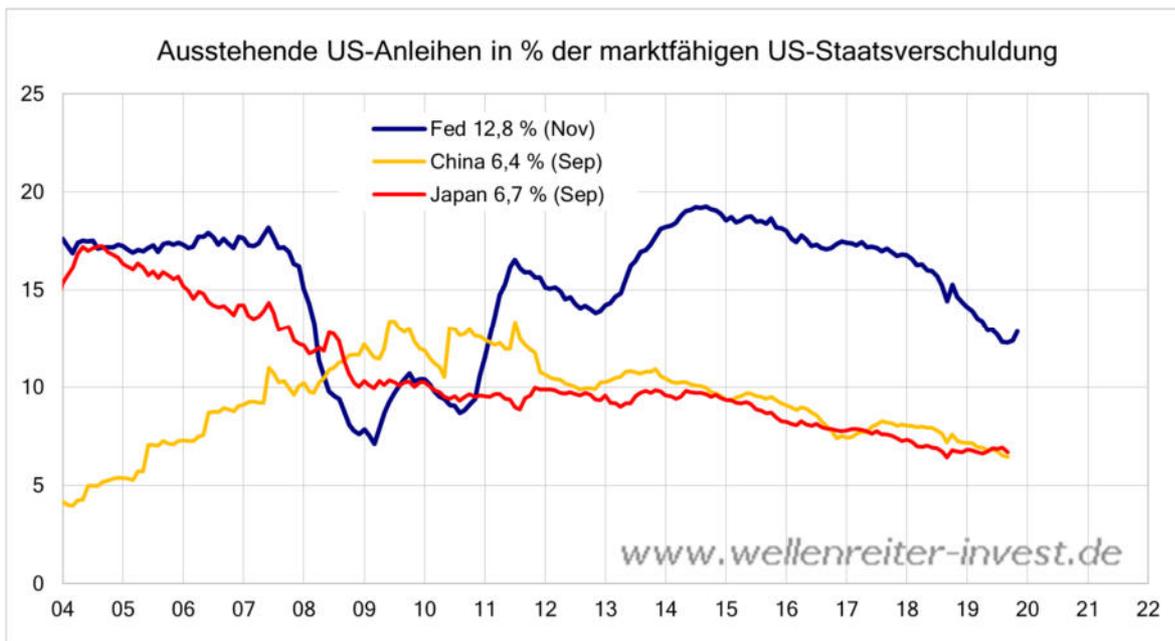


Abb. A.12: Ausstehende US-Anleihen in % der marktfähigen Staatsverschuldung

Hingegen werden die Zentralbanken einen Teil dieser Aufgaben übernehmen. Schon jetzt befinden sich 51 Prozent der japanischen Schulden im Besitz der Bank of Japan, 11 Prozent der US-Schulden liegen bei der Fed und etwa 22 Prozent der Euroraum-Schulden befinden sich in den Büchern der EZB bzw. der angeschlossenen nationalen Zentralbanken.

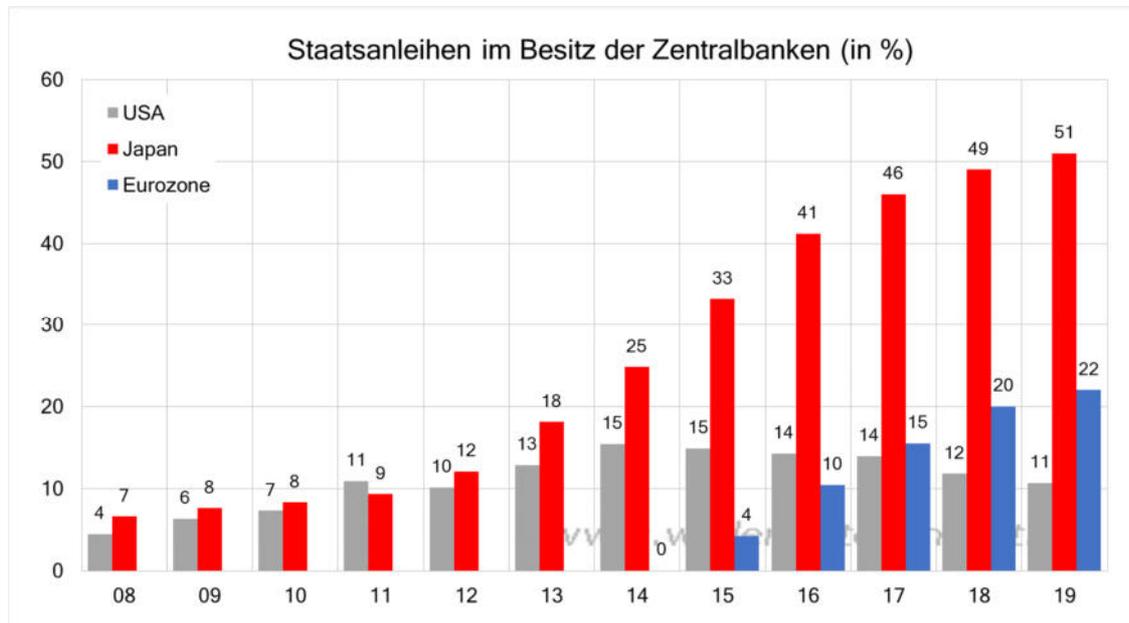


Abb. A.13: Staatsanleihen in Besitz der Zentralbanken

Somit ergeben sich für die prozentuale Staatsverschuldung bereinigt um den Bestand der jeweiligen Zentralbanken wesentlich moderatere Staatsverschuldungskennziffern. Konkret bedeutet dies eine Schuldenquote Japans von nur noch 115 Prozent vom BIP. Die USA kommen auf 97 Prozent. Da ein Viertel der deutschen Schulden im Rahmen von QE-Programmen von der Bundesbank aufgekauft wurden, beträgt die deutsche Staatsverschuldung lediglich 45 Prozent (1/4 von 62 Prozent). Zumindest für Deutschland müssen wir konstatieren, dass deutlich höhere Renditen ohne Probleme finanzierbar sind.

Es ist nicht absehbar, dass die von den Zentralbanken erworbenen Staatsanleihen wieder in den Markt gegeben werden. Der Versuch der FED, die Bilanz zu verkürzen, führte zu einem Abschwung der Aktienkurse (im Jahr 2018) und zu einem ökonomischen Abschwung, so dass diese Politik der „Normalisierung“ nicht so schnell wiederholt werden dürfte.

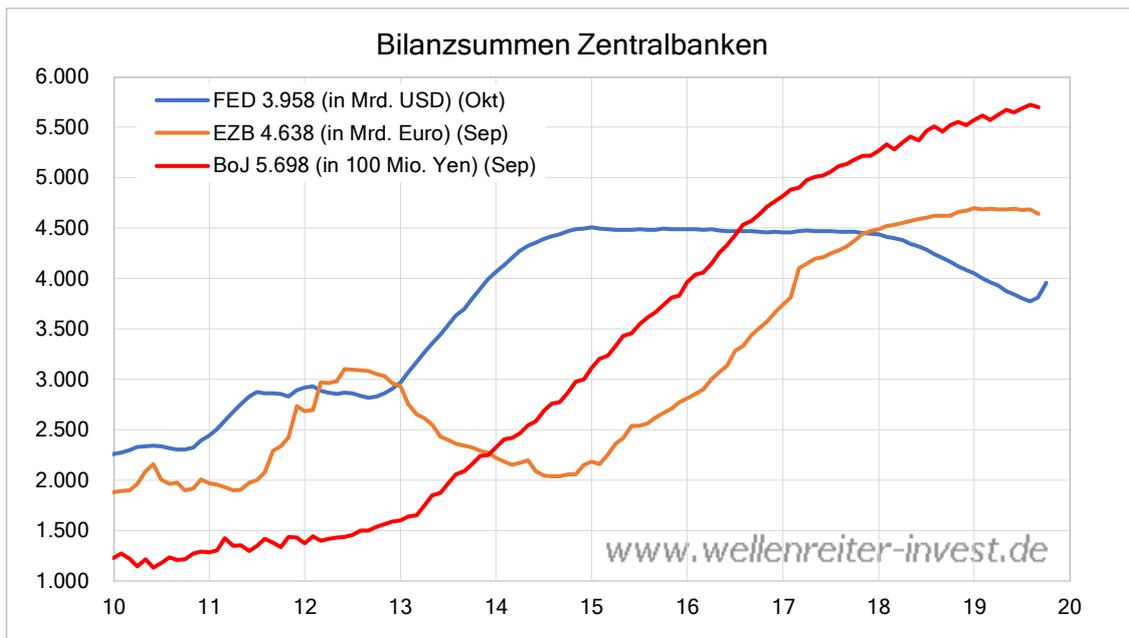


Abb. A.14: Bilanzsummen Zentralbanken

Deshalb sollten die Bilanzsummen der Zentralbanken mindestens stabil bleiben, wahrscheinlich aber wachsen sie weiter.

Fazit

Die Staatsverschuldung war in Europa zu Beginn dieser Dekade ein riesiges Thema und führte zu schweren Turbulenzen insbesondere in den Volkswirtschaften Südeuropas. Erst Mario Draghis Worte („Whatever it takes“) sorgten für eine Rückkehr des Vertrauens. Am Ende der Dekade ist die zehnjährige Rendite Griechenlands niedriger als die entsprechende Rendite Amerikas. Damit hat sich Europa stabilisiert.

Der Schock der hohen Renditen bei ausufernden Defiziten ist heilsam, damit sich in der kommenden Dekade eine neue Schuldenkrise nicht wiederholt. Es ist absehbar, dass die Investoren eine etwas höhere Staatsverschuldung tolerieren werden, zumal die Schuldenquoten in vielen Ländern auf dem niedrigsten Niveau der letzten 10 Jahre liegen, wenn man die bei den Notenbanken geparkten Anleihen ausklammert.

Insbesondere die USA balancieren in der kommenden Dekade auf einem Drahtseil. Angesichts einer jährlichen geplanten US-Neuverschuldung von mindestens einer Billion US-Dollar darf auf der Wachstumsseite nicht viel schiefgehen, damit die Staatsverschuldung vom BIP in der Balance bleibt. Eine Rezession ließe diese Kennziffer hochschießen. Deutschland hat deutlich mehr Puffer.

Die Zentralbanken werden auch in der kommenden Dekade wichtige Käufer von Staatsanleihen sein, selbst wenn sie lediglich die Gelder von auslaufenden Anleihen in neu ausgegebene Anleihen tauschen und somit ihre stark vergrößerten Bilanzen zumindest stabil halten werden. Daher werden sie weiterhin eine wichtige Quelle bei der Finanzierung der Staatsschulden darstellen.

A.3 Demografie

7,8 Milliarden Menschen bevölkern Ende 2019 die Erde. Im Jahr 1800 betrug die Zahl eine Milliarde. Zu Beginn unserer Zeitrechnung im Jahre null wurden etwa 170 Millionen Menschen gezählt, wovon eine Million in Rom lebten. Der folgende Log-Chart zeigt das explosionsartige Wachstum der Weltbevölkerung seit dem Ende des 2. Weltkriegs.

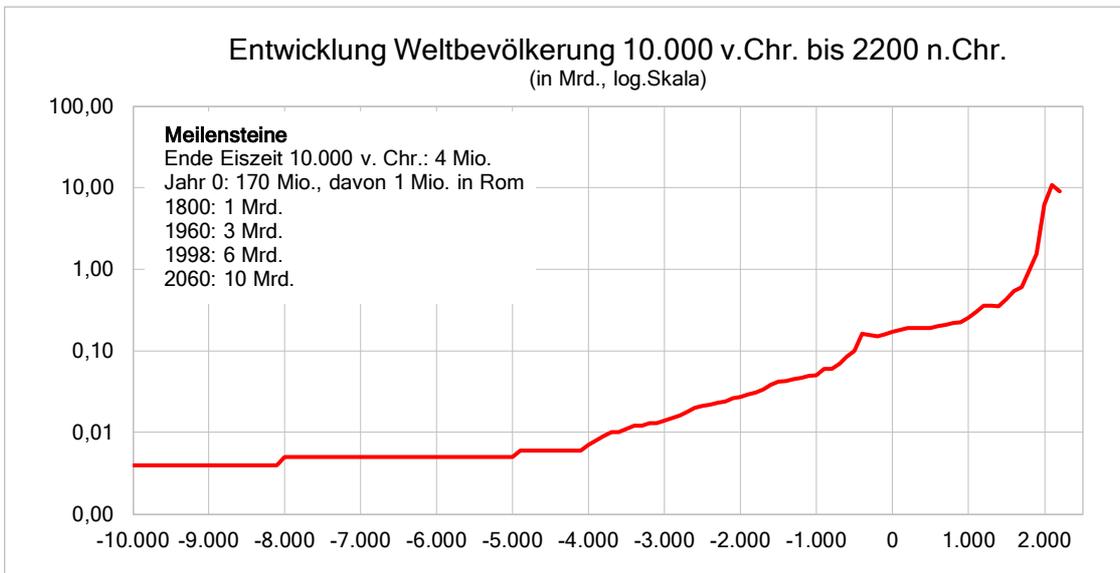


Abb. A.15: Entwicklung Weltbevölkerung

Der Homo Sapiens lässt sich drei Millionen Jahre zurückverfolgen, der „moderne Mensch“ existiert seit etwa 300.000 Jahren.

Gemäß UN-Projektionen befindet sich die Menschheit inmitten ihrer bisher stärksten Aufwärtstrendphase.

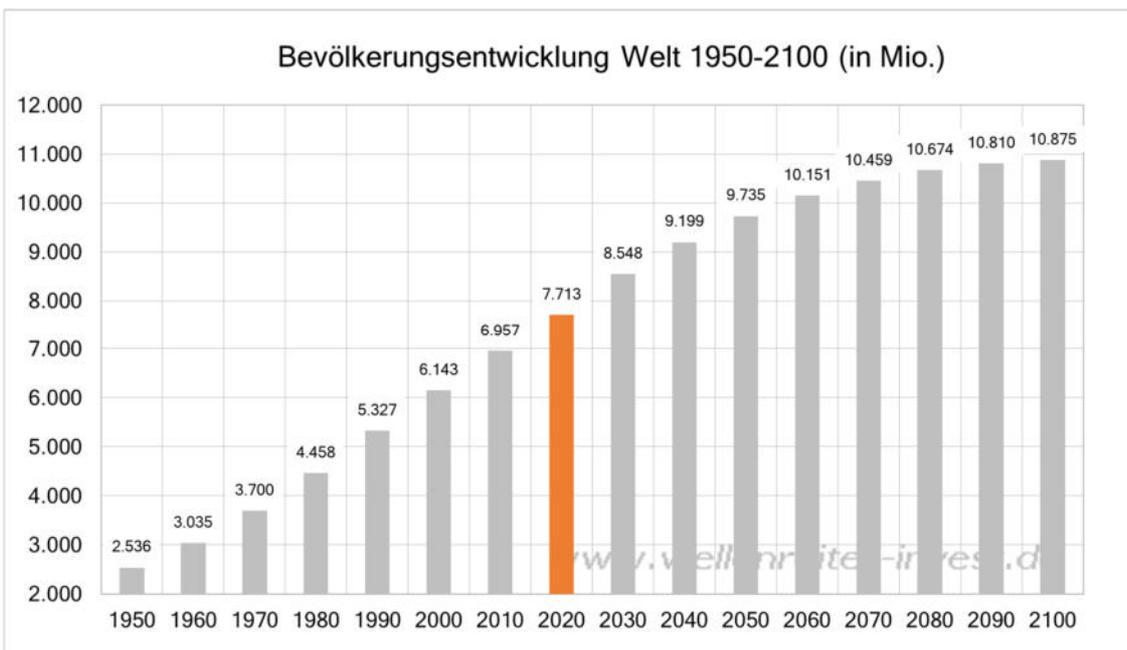


Abb. A.16: Bevölkerungsentwicklung Welt

Die Dynamik lässt allerdings nach, sodass die Zuwachsraten kontinuierlich fallen.

Absolut betrachtet bleibt der Wachstumstrend in den kommenden 30 Jahren allerdings stark. Derzeit scheint der Aufwärtstrend bei etwa 11 Mrd. Menschen zum Ende des Jahrhunderts zur Ruhe kommen zu wollen.

Während global die Menschheit weiterhin deutlich wachsen wird, ist die Entwicklung auf den einzelnen Kontinenten sehr unterschiedlich. Europa scheint den Höhepunkt seiner Bevölkerungszahl erreicht zu haben.

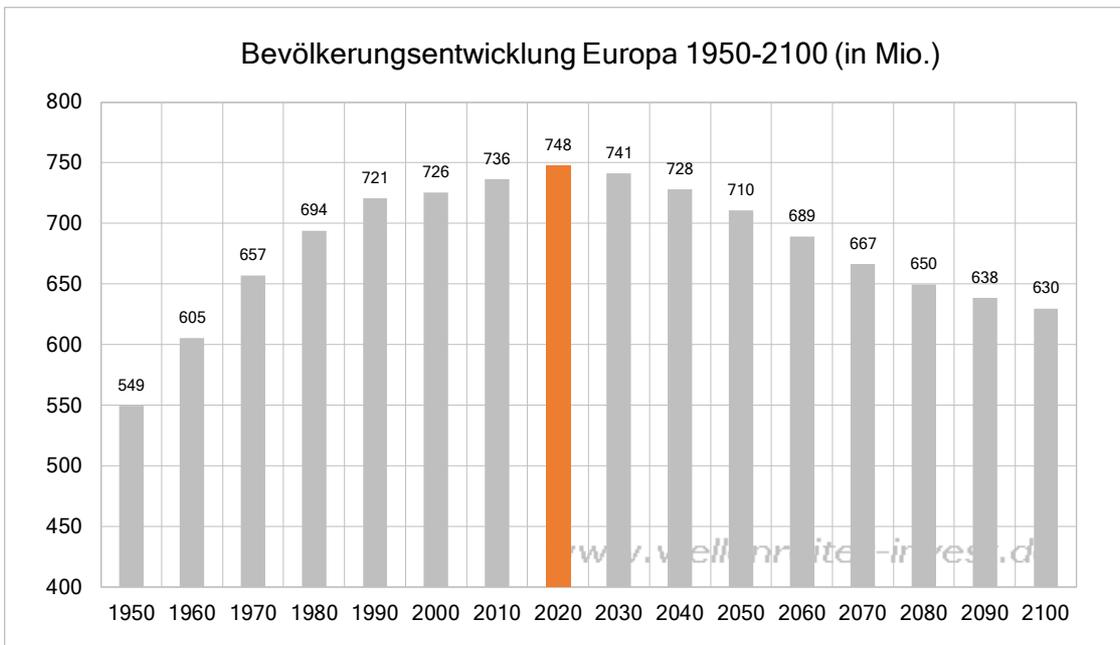


Abb. A.17: Bevölkerungsentwicklung Europa

Für die kommende Dekade wird erstmals seit dem zweiten Weltkrieg ein leichter Rückgang der Bevölkerung im Bereich von einem Prozent erwartet. Dieser Rückgang stellt eine Bürde für das Wirtschaftswachstum Europas dar.

Die japanische Bevölkerung schrumpft bereits seit 10 Jahren.

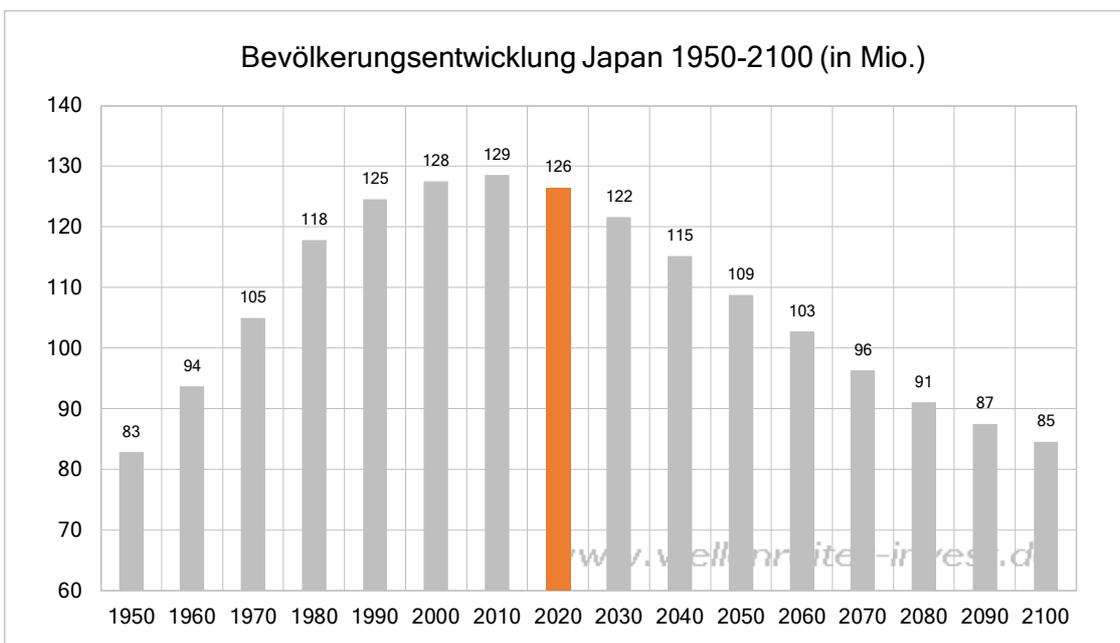


Abb. A.18: Bevölkerungsentwicklung Japan

Die Bevölkerung Japans liegt nur marginal oberhalb des Niveaus von 1990 und soll in den kommenden Dekaden deutlich schrumpfen. Der Rückgang setzt sich - leicht beschleunigt - in der kommenden Dekade fort.

China wird in der kommenden Dekade den Höhepunkt seiner Einwohnerzahl überschreiten. Bei etwa 1,45 Milliarden Einwohnern dürfte der Höhepunkt erreicht sein.

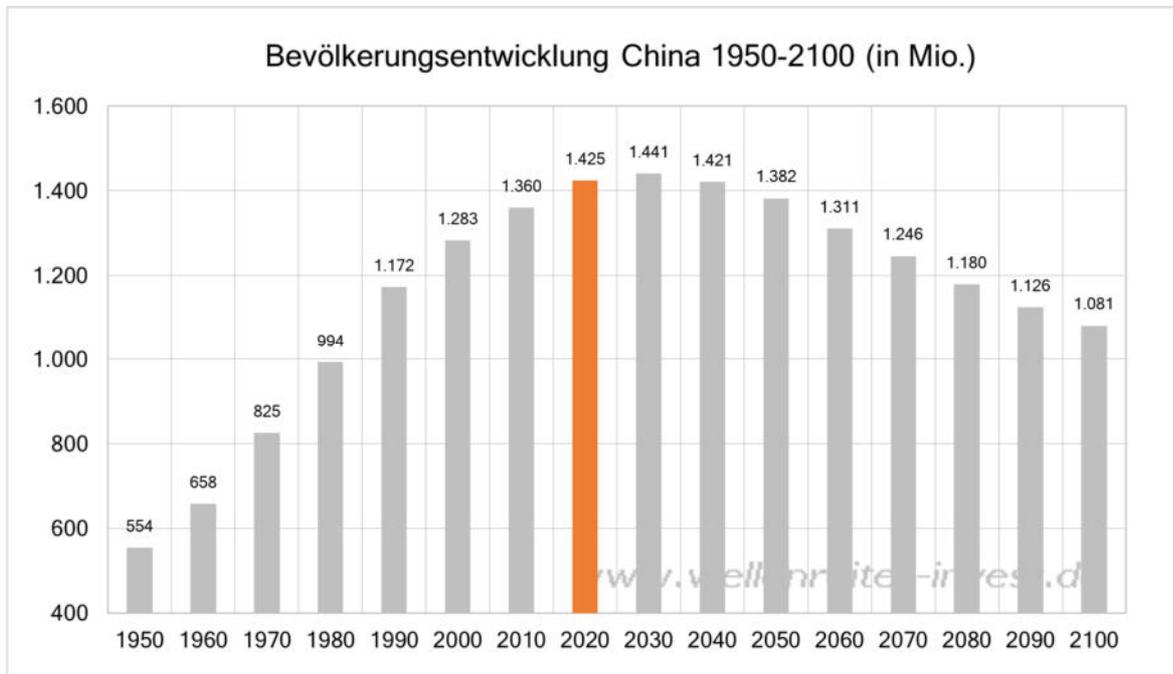


Abb. A.19: Bevölkerungsentwicklung China

Das Bevölkerungswachstum Chinas lässt in der kommenden Dekade deutlich nach, auch dies wird einen dämpfenden Faktor für die Wirtschaftsentwicklung darstellen.

Die Bevölkerung Indiens dürfte hingegen bis zur Mitte des Jahrhunderts zunehmen, bevor auch hier ein Abwärtstrend einsetzen sollte.

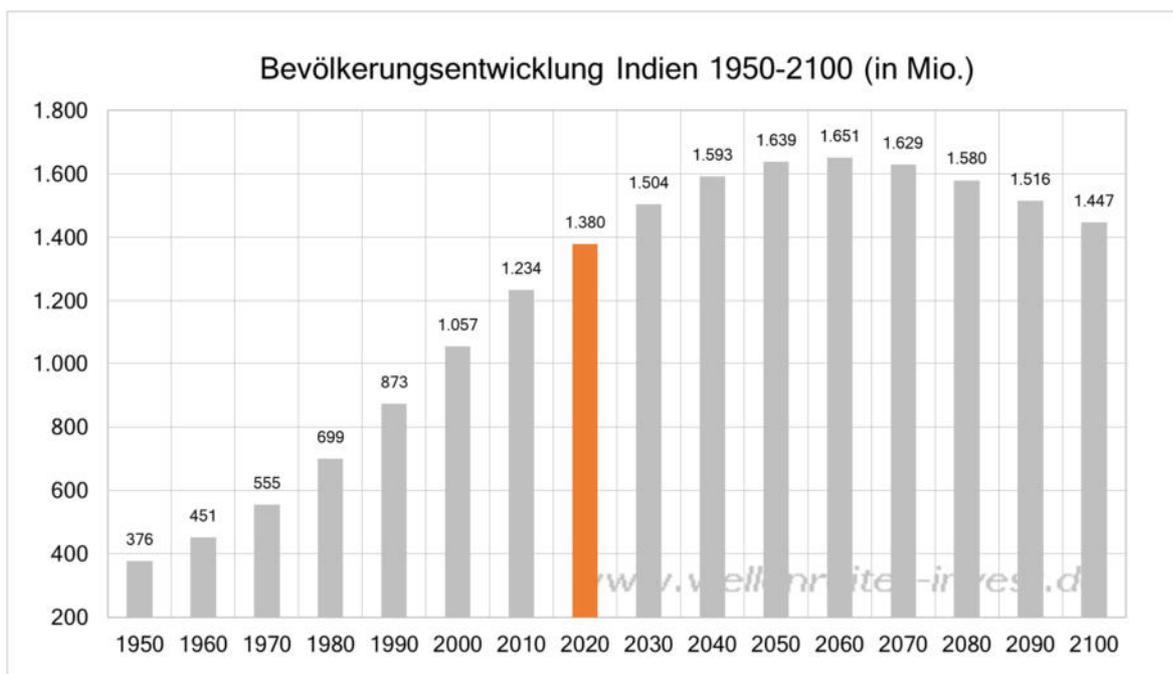


Abb. A.20: Bevölkerungsentwicklung Indien

In der kommenden Dekade ist mit einem deutlichen Bevölkerungswachstum zu rechnen. Dieses Wachstum unterstützt auch in den kommenden Jahren das relativ hohe Wirtschaftswachstum Indiens, die damit in der kommenden Dekade höhere Wachstumsraten als China aufweisen sollten.

Die USA verfügen über eine recht stabile demografische Entwicklung. Etwa zwei bis drei Millionen Einwohner kommen pro Jahr hinzu. Das Bevölkerungswachstum lässt zwar nach, aber in absoluten Zahlen wird die Zahl der Einwohner weiter zunehmen.

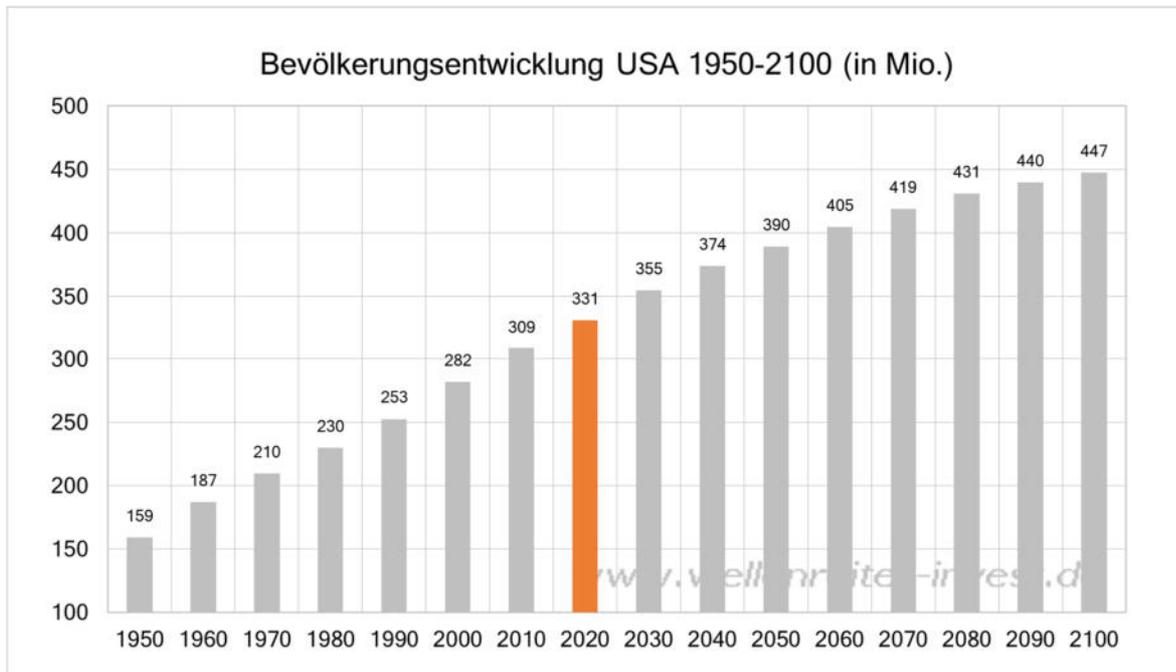


Abb. A.21: Bevölkerungsentwicklung USA

Dieses recht kontinuierliche Bevölkerungswachstum untermauert den Wachstumsvorsprung, den die USA gegenüber Europa besitzen. Der Vorsprung ist jedoch nicht nur demografisch, sondern lässt sich auch mit den höheren US-Defiziten erklären. Die Wall Street sollte ihren Status als globale Leitbörse verteidigen können.

Die Bevölkerungssituation in Deutschland hat sich verändert. Die Vorhersage einer deutlichen Schrumpfung, wie sie noch vor einigen Jahren lanciert wurde, ist revidiert worden. Die Marke von 80 Mio. Einwohnern wird jetzt praktisch bis zum Jahr 2050 gehalten, bevor ein Schrumpfungsprozess einsetzen könnte.

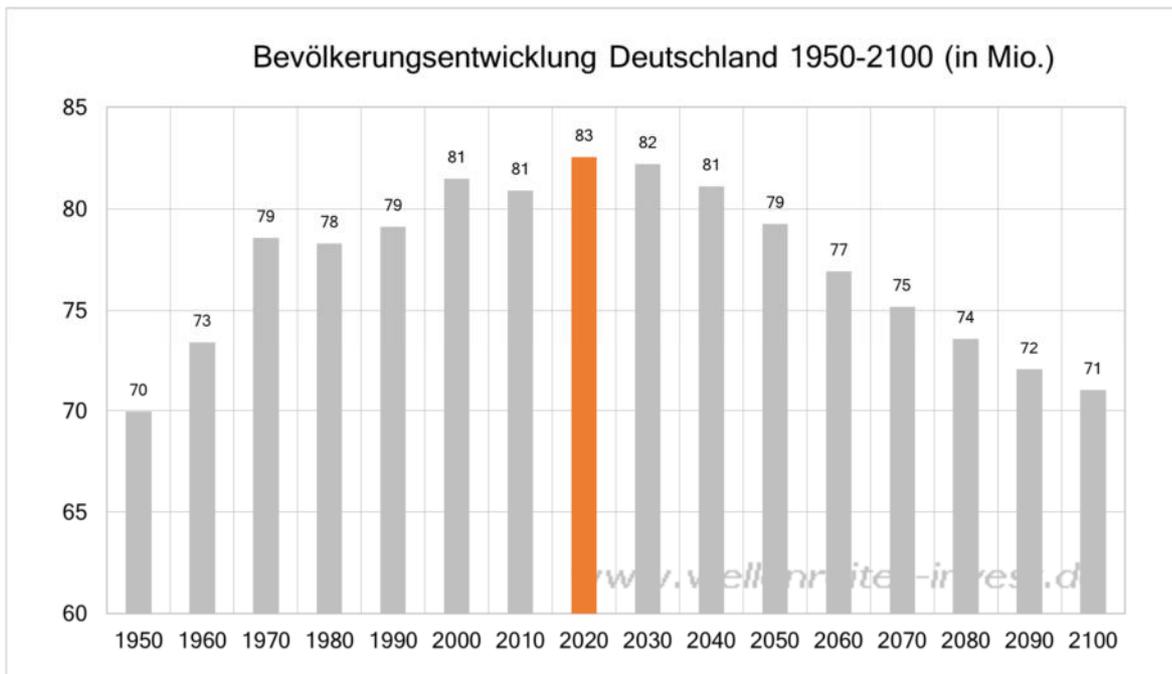


Abb. A.22: Bevölkerungsentwicklung Deutschland

Für die kommenden Dekaden wird ein marginaler Rückgang der Bevölkerungszahl in Deutschland erwartet. Sollte sich längerfristig ein Wanderungssaldo für Deutschland mit einem Zuwachs von 400.000 Einwohnern pro Jahr etablieren, dann würde die Bevölkerungszahl auch am Ende des Jahrhunderts bei 80 Millionen Einwohnern liegen. Im Jahr 2018 betrug die Netto-Zuwanderung genau +400.000 (folgender Chart).

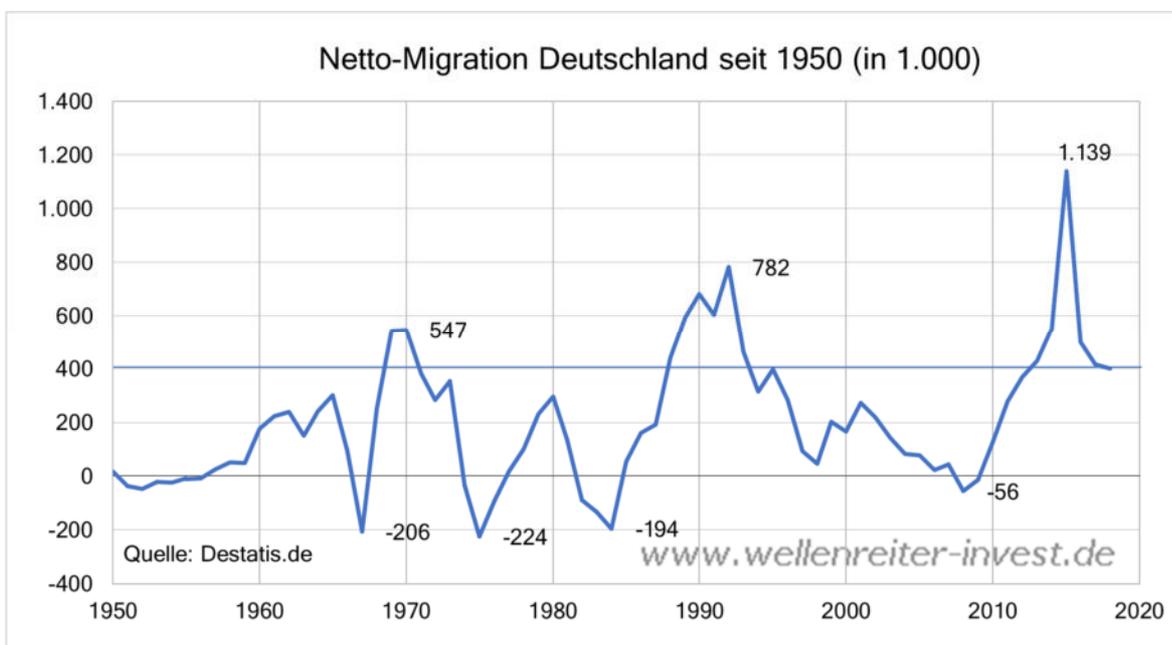


Abb. A.23: Netto-Migration Deutschland

Die Historie zeigt, dass Migration in Schüben verläuft, die bereits in den 90iger Jahren rechten Parteien in Deutschland temporären Rückenwind gab. Diese Wellen ebbten ab, sodass eher nicht von dauerhaft hohen Zuwanderungsraten auszugehen ist. Rezessive Phasen gingen sogar häufig mit Netto-Abwanderungen einher.

Subsahara-Afrika (früher „Schwarzafrika“) umfasst das Gebiet Afrikas südlich der Sahara. Der Großteil des weltweiten Bevölkerungswachstums der kommenden achtzig Jahre findet in dieser Region statt.

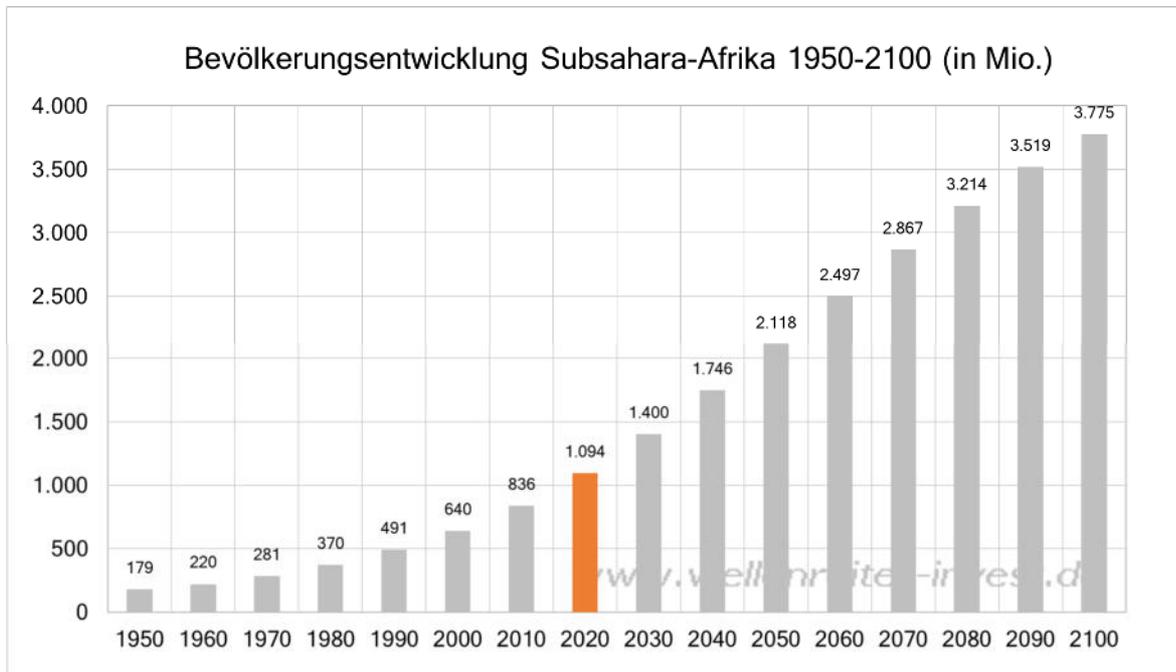


Abb. A.24: Bevölkerungsentwicklung Subsahara-Afrika

Nach der Prognose soll sich die Bevölkerung in Subsahara-Afrika von 2020 bis 2050 fast verdoppeln. Das sehr starke Bevölkerungswachstum des Kontinents befeuert nicht nur Migrationsbewegungen, sondern stellt die internationale Staatengemeinschaft vor die Herausforderung, den Kontinent wirtschaftlich und politisch zu unterstützen. Die Verstärkung demokratischer Prozesse und die Initiierung selbst tragender Wachstumsmodelle bleiben wichtige Aufgaben, die die Investitionsbereitschaft von Unternehmen erleichtern würde.

Fazit

Das globale Bevölkerungswachstum setzt sich bis zum Ende des Jahrhunderts fort, verliert aber an Dynamik. Die Einwohnerzahl Chinas überschreitet in den 2020er Jahren ihren Höhepunkt. Indien wird noch bis zur Mitte des Jahrhunderts wachsen und hat damit gute Chancen, in der Zukunft der stärkste Wachstumsmotor der globalen Weltwirtschaft zu werden. Die Bevölkerung in den USA wächst sehr stetig bis mindestens zum Ende des Jahrhunderts. Subsahara-Afrika ist neben den USA die einzige demografische Region, in der die Bevölkerung noch bis zum Ende des 21. Jahrhunderts relevant wachsen wird.

Für Subsahara-Afrika gilt, dass sich punktuelle Verbesserungen (Beispiele: Nigeria, Botswana, Ruanda) ausweiten könnten und Strukturen geschaffen werden, die mit einer sich verbessernden Infrastruktur auch den Handel der afrikanischen Staaten

untereinander in relevantem Maße ermöglichen könnten. Es wird eine Stelle geben, an der es zu einem positiven Kipp-Punkt kommen und aufgrund besserer Vernetzung eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums eintreten wird. Zu mehr als einer vagen Aussage („möglicherweise in den kommenden zehn bis zwanzig Jahren“) reicht es nicht, dafür sind die dortigen Verhältnisse noch zu unklar.

Die USA bleiben aufgrund des kontinuierlichen Bevölkerungswachstums und der etablierten Wirtschaftsstruktur unter Investmentgesichtspunkten längerfristig interessant.

A.4 Klima

Die globale Temperatur zeigt seit den 1980er Jahren einen Aufwärtstrend. Der Anstieg pausierte grob zwischen den Jahren 2002 und 2012, nur um anschließend seinen Weg fortzusetzen.

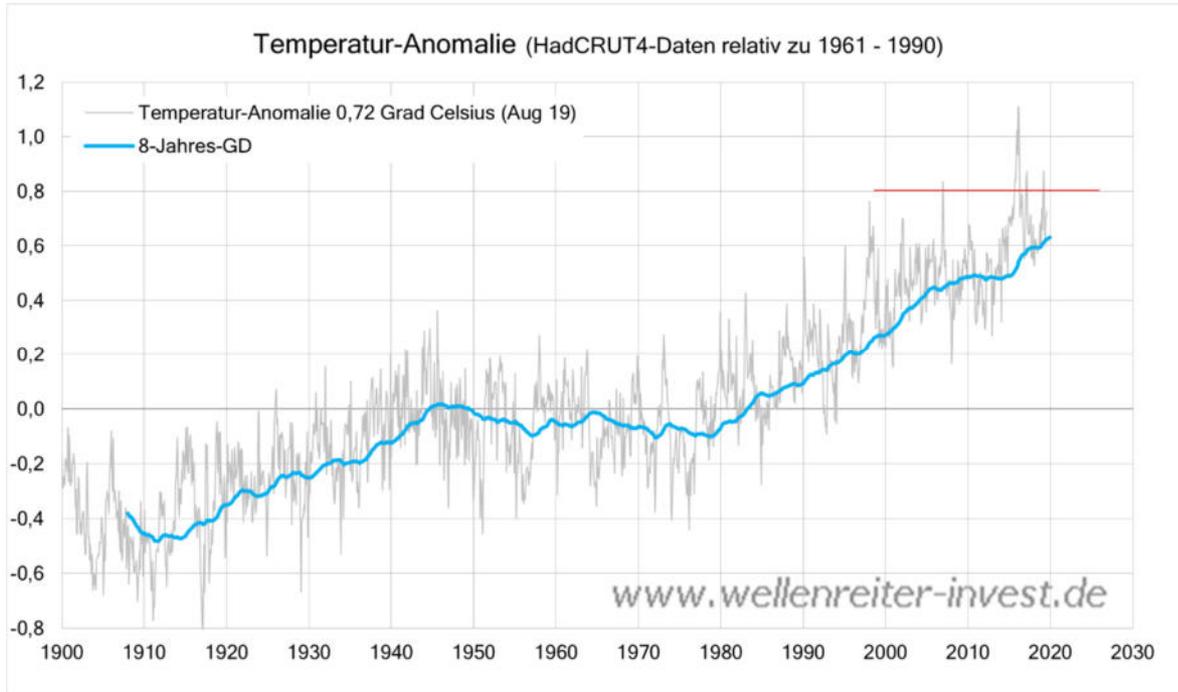


Abb. A.25: Temperatur-Anomalie (1900-2030)

Eine relevante Größe ist der El Nino/La Nina-Zyklus. Immer dann, wenn der El Nino besonders stark ausfällt, erwärmt sich die globale Temperatur besonders. Zuletzt war dies Ende 2015/Anfang 2016 der Fall.

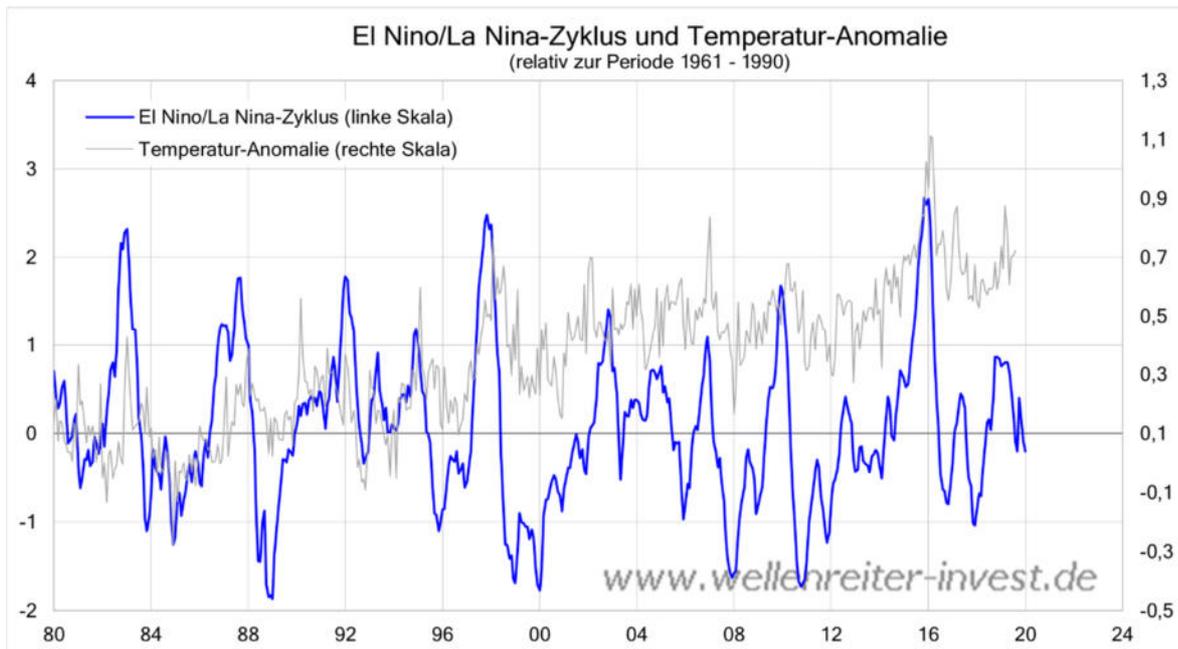


Abb. A.26: El Nino/La Nina-Zyklus und Temperatur-Anomalie

Extrema auf der Ober- und Unterseite kommen im Zeitabstand von 5-10 Jahren immer wieder vor und sorgen für relativ warme bzw. kalte Temperaturen. Derzeit zeigt sich der El Nino/La Nina-Zyklus neutral.

Der CO₂-Gehalt in der Luft überstieg Mitte der 2010er-Jahre die 400-ppm-Marke, momentan beträgt der CO₂-Gehalt 412 ppm („Anteile pro Million“). Der Aufwärtstrend wirkt stabil, ein Übergang in einen Seitwärts- oder Abwärtstrend ist nicht absehbar.

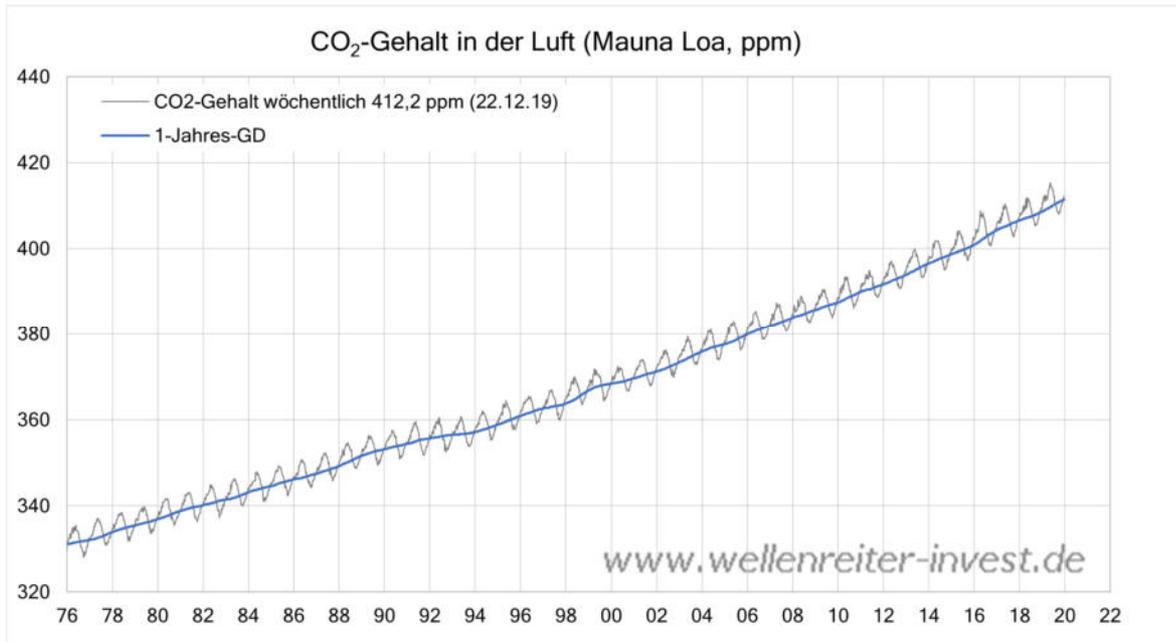


Abb. A.27: CO₂-Gehalt in der Luft

Fast noch problematischer als CO₂ ist Methan, dessen Treibhauspotenzial etwa 30mal höher ist als das von CO₂, das allerdings in geringerer Konzentration in der Atmosphäre vorkommt. Es trägt geschätzte 20 Prozent zum Treibhauseffekt bei.

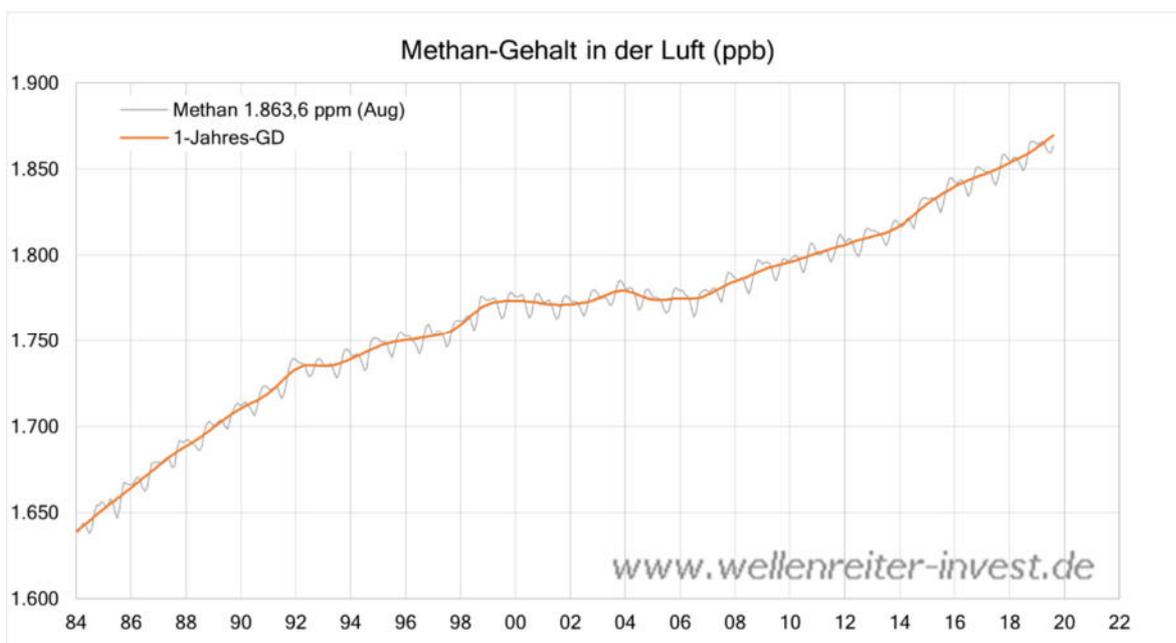


Abb. A.28: Methan-Gehalt in der Luft

Während der letzten 650.000 Jahre lag die Methankonzentration der Atmosphäre bei 400 bis 700 ppb. Aktuell beträgt die Konzentration 1.860 ppb („Anteile pro Milliarde“). Zwischen den Jahren 2000 und 2008 pausierte der Anstieg, die Ursache ist unklar.

Die CO₂-Emissionen verzeichnen in China und Indien weitere Zunahmen, während Deutschland und die USA eine rückläufige Bewegung aufweisen.

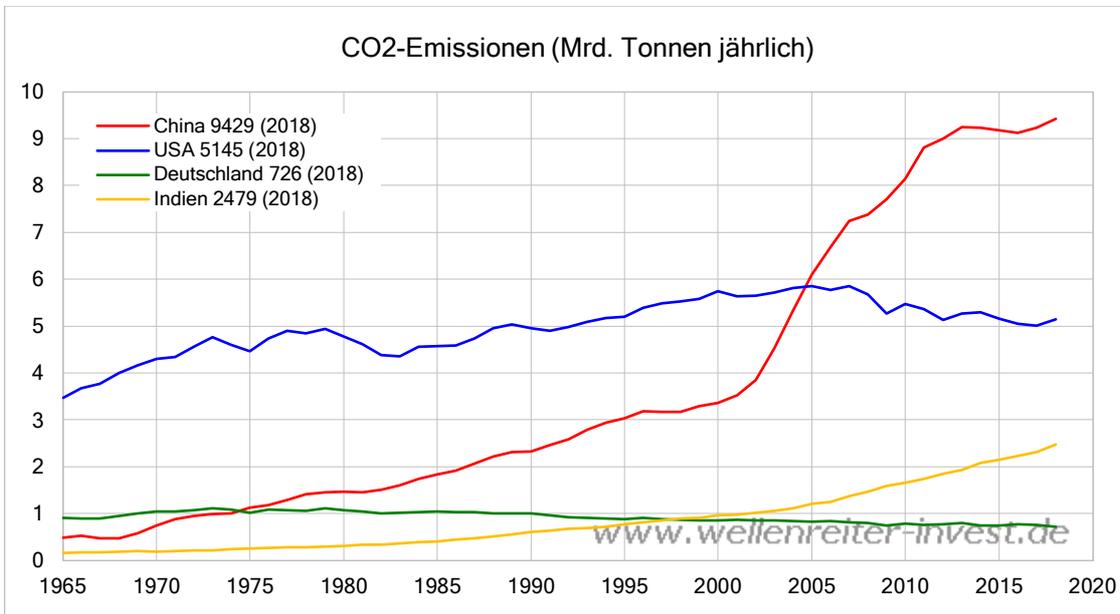


Abb. A.29: CO₂-Emissionen China, USA, Deutschland (Mrd. Tonnen jährlich)

In Deutschland sind die CO₂-Emissionen bereits seit den 80iger Jahren rückläufig, in den USA seit 2007. Chinas Wachstum lief über die fossilen Energieträger, Indien hat die Chance, über die regenerative Schiene zu wachsen, weil schon jetzt dort viel in die Solarenergie investiert wird.

Der weltweite Ausstoß stieg im Jahr 2018 auf 34 Mrd. Tonnen.

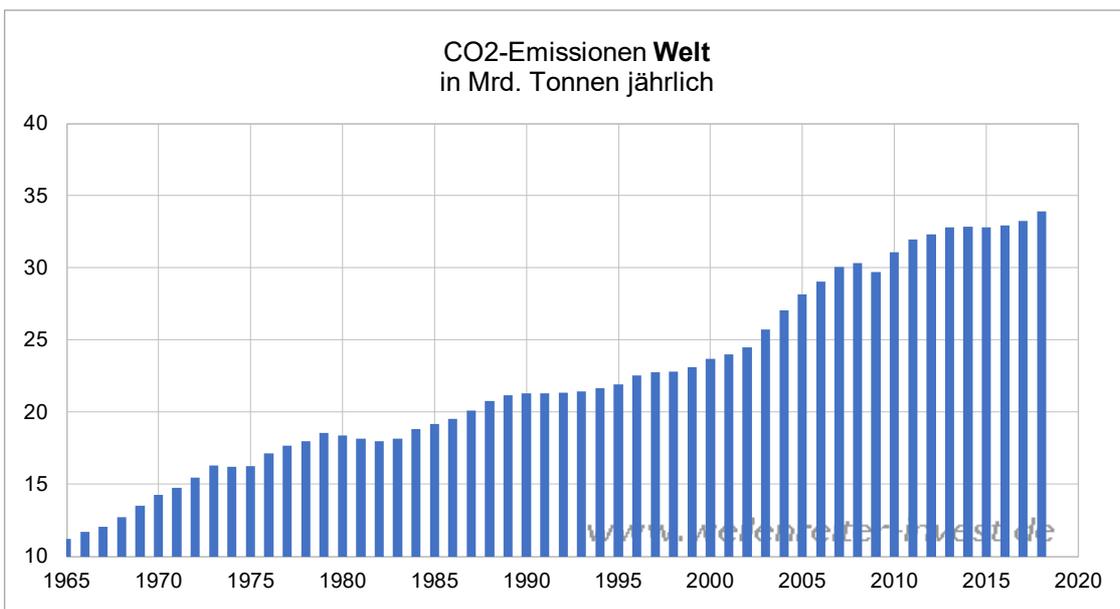


Abb. A.30: CO₂-Emissionen Welt (Mrd. Tonnen jährlich)

Das Wachstum der globalen CO₂-Emissionen verlangsamt sich, weil das Tempo in China nachlässt und der Trend in den USA seit der Finanzkrise gedreht hat.

Gute Nachrichten gibt es vom Frankfurter Brennpunkt Friedberger Landstraße. Dort ist die mittlere Stickstoffkonzentration rückläufig.

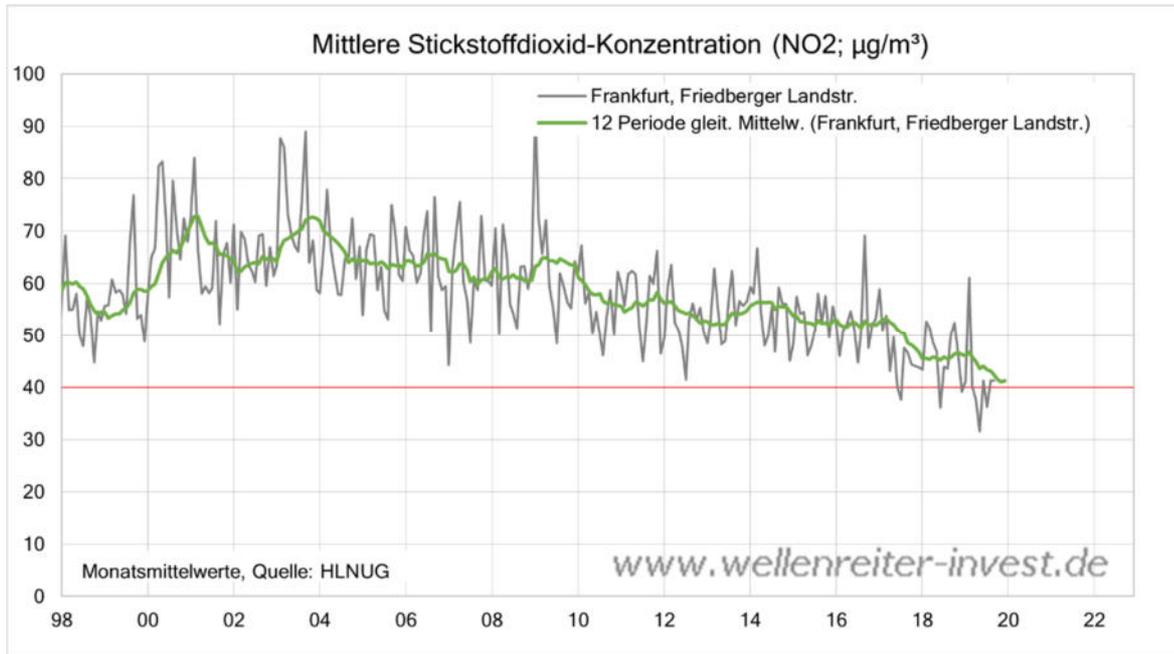


Abb. A.31: Mittlere Stickstoffdioxid-Konzentration Frankfurt, Friedberger Landstr.

Die Klimadebatte wird nicht verschwinden, aber sie könnte in den Hintergrund treten. Sie war der Auslöser einer ökonomischen Entwicklung, die sich immer mehr zu einem Selbstläufer entwickelt. Bei Investitionen, die ökologisch und ökonomisch sinnvoll erscheinen, wird nicht lange gezögert. Die Kosten für Wind- und Solarparks sind in den letzten 10 Jahren deutlich gesunken. Dieser Trend dürfte auch in der kommenden Dekade anhalten.

Die Sonne liefert Energie an fast jeden Ort der Welt frei Haus. Die Verteilung erscheint ungerecht, weil die Regionen um den Äquator gleichmäßiger bestrahlt werden als der hohe Norden oder der tiefe Süden. Der Stand der technischen Entwicklung macht es jedem Land der Welt möglich, die benötigte Energie in Form von Strom weitgehend selbst zu produzieren.

Strom kann als solcher im Gegensatz zu fossilen Energieträgern nicht bevorratet werden. Wurde eine Speicherung großer Strommengen noch vor Jahren als absurd abgetan, beginnen sich zwei Verfahren durchzusetzen, die eine reelle Chance auf hohe Wachstumsraten haben: Speicherung in Batteriezellen und eine Zwischenspeicherung in Wasserstoff.

Über Details kann man sicherlich streiten, aber klar ist: Die Produktion (Solar, Wind) erfolgt regional, die Speicherung erfolgt regional. Der Verbraucher, ob industriell oder Haushalt, nutzt lokale oder regional erzeugte und gespeicherte Energie. Öltanker werden in einem überschaubaren Zeitraum zu Industrierelikten aus der Vergangenheit, so wie heute die Zeche Zollverein in Essen im Ruhrgebiet.

Der Bau großer Stromleitungen nach Afrika oder in den Nahen Osten rechnet sich nicht, da Strom auch hierzulande unterhalb der Großhandelspreise von 4 bis 5 Cent produziert werden kann – in Großprojekten komplett ohne Förderung. Der Verfall der Modulpreise macht es möglich. Neue Abhängigkeiten können so unterbleiben. Ein großes Solarkraftwerk in Katar kann helfen, vor Ort Mehrwasserentsalzungsanlagen umweltfreundlich zu betreiben. Immer mehr Staaten streben für das Jahr 2050 die Abdeckung ihres Energiebedarfs durch erneuerbare Energien an.

So richtig kommt die Neuausrichtung in vielen Ländern erst seit Mitte der 2010er Jahre in Gang.

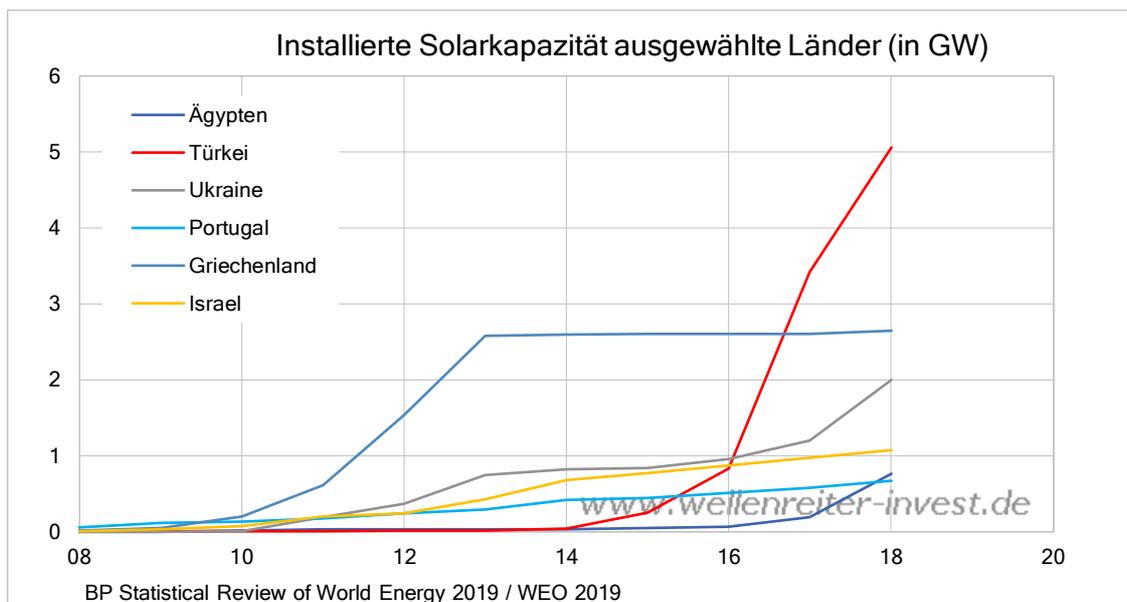


Abb. A.32: Installierte Solarkapazität ausgewählter Länder (in GW)

Warum soll Ägypten, ein Land mit viel Armut, einer hohen Einwohnerzahl und viel Sonne, nicht den reichlich und rund ums Jahr vorhandenen Solarstrom nutzen? Die Türkei ist ein Vorreiter und hat Griechenland inzwischen in der Solarkapazität überholt. Aber auch die Ukraine, die vom niederschlagsarmen Kontinentalklima profitiert und deren südliche Teile auf der Höhe Norditaliens liegen, wird versuchen, ihre Abhängigkeit vom russischen Gas zu reduzieren.

Die saisonale Speicherung von Strom bleibt eine Herausforderung. Hier ist Wasserstoff gefragt. Die Angst vor Umwandlungsverlusten ist unberechtigt, weil mittels Solarmodulen im Sommer und Windkraftwerken vorwiegend im Winter genügend Überschussstrom produziert werden kann. Ein 30-Prozent-Verlust wäre tragbar.

Weltweit wird die solare Kapazität die Windkapazität überholen. Gemäß des Weltenergieausblicks 2019 der internationalen Energieagentur wird die installierte Solarkapazität im Jahr 2030 auf nahezu 2.000 Gigawatt steigen, Wind soll eine Kapazität von 1.300 GW erreichen.

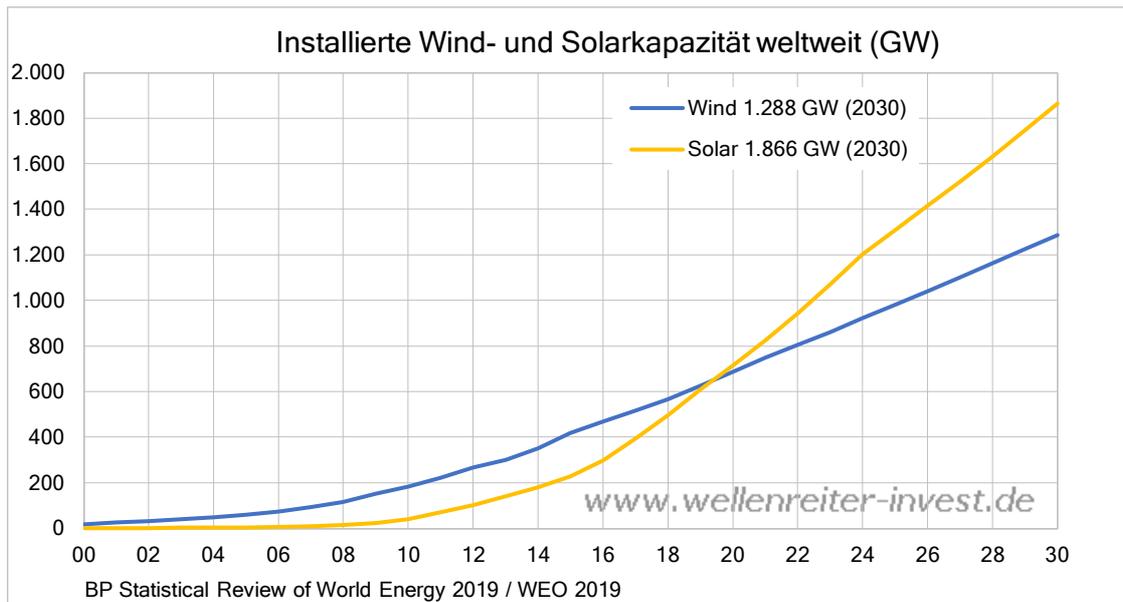


Abb. A.33: Entwicklung der installierten Wind- und Solarkapazität weltweit (in GW)

Der Boom der Solarkapazitäten wird mit weitaus höheren Wachstumsraten als der Ausbau der Windkapazitäten erwartet. Damit setzen sich regenerative Energien auf globaler Ebene durch und wirken dämpfend auf den CO₂-Ausstoß, der in diesem Jahr im Fokus der Debatten stand. Auch die Entwicklung zu nachhaltigen Anlageformen („Green Bonds“) dürfte sich fortsetzen.

Für Investoren gibt es an den Kapitalmärkten viele Möglichkeiten, um an diesem Boom der regenerativen Energien zu partizipieren. Das Thema Nachhaltigkeit ist bereits seit Jahren ein aufkommendes Thema bei den Unternehmen. Die Finanzindustrie wird dieses Thema durch die Auflegung von Aktienfonds und ETFs befeuern, sodass mehr Kapital gesammelt werden kann für nachhaltig arbeitende Unternehmen. Die steigende Nachfrage von der Kapitaleseite wird zu einer besseren Entwicklung dieser Unternehmen am Markt führen.

A.5 Unsere Erwartungshaltung für die Anlageklassen

Erdöl

Beginnen wir mit dem Ölpreis, weil die grundsätzliche Diskussion um die Energieversorgung ein großes Thema der 2020er Jahre sein wird. Unter der Erdkruste befinden sich zufallsverteilt Bodenschätze. Staaten mit großen Landmassen (Russland, Kanada, Australien, Brasilien), die Golf-Region oder selektive Flecken wie das Ruhrgebiet oder die Braunkohleregionen waren Profiteure der Energierohstoffnachfrage.

Nachfrage Bodenschätze schaffen soziale Ungleichheiten: Einfachen Jobs bei Abbau stehen Oligarchen, Ruhrbarone, Scheichs, Despoten oder andere sozial unverträgliche Führungspersönlichkeiten gegenüber, die den Reichtum auf sich, die eigene Familie und die beteiligten Eliten konzentrieren. Der aus der Ungleichheit genährte Aufruhr im rohstoffreichen Südamerika ist aktuelles Beispiel dafür. Die Sozialdebatten werden nicht enden, weil Rohstoffe weiterhin benötigt werden. Die Kapitalkonzentration ist eng mit der Hoheit über den Zugang zu Bodenschätzen verbunden.

Deutschland wurde nicht zuletzt durch die reichen Kohlevorkommen zwischen 1880 und 1910 zu einer prosperierenden Industrienation, die Golfstaaten wachsen dank der Ölnachfrage seit den 1980er Jahren und wurden damit steinreich.

Die in dieser Dekade anstehenden Verschiebungen werden Positionen durcheinanderwirbeln, die Struktur der Weltenergieversorgung wird sich in den kommenden 30 Jahren verändern. Solarenergie, Elektroautos und Elektrolyse sind Kinder des 21. Jahrhunderts. Die Energiedichte von Öl und Gas ist vergleichsweise hoch. Deshalb hatte es John D. Rockefeller leicht, den Verbrennungsmotor zum „Standard“ zu machen und die eigenen Geschäftsinteressen durchzusetzen. Die Elektrifizierung des Verkehrs fand nur verhalten statt, im US-Eisenbahnnetz fast gar nicht. Die praktische Anwendung wurde von der Nachfrage nach leistungs- und reichweitenstärkeren Motoren überrollt. Andere Arten der Energieerzeugung, z.B. Windmühlen- und Flusslaufwerke, wurden zurückgedrängt.

Wie würde sich die Weltwirtschaft verändern, wenn die benötigte Energie dort produziert werden würde, wo sie verbraucht wird? Öl- und Gastanker machen etwa ein Drittel des Welttransport-Volumens auf dem Seeweg aus, ein weiteres Drittel der Massengutverkehr (Erz, Kohle, Zement, Getreide). Über den Daumen gepeilt wäre etwa die Hälfte des Fracht-Weltseeverkehrs „gefährdet“, würde die Energie vor Ort produziert werden.

Der Börsengang von Saudi Aramco dürfte den Anfang vom Ende eines Produktes markiert haben, das am Ende des Tages nur noch für die chemische Industrie und den Flugverkehr interessant sein wird. Unter diesen Umständen lässt sich die Perspektive für den Ölpreis nur mit dem Wort „mager“ beschreiben.

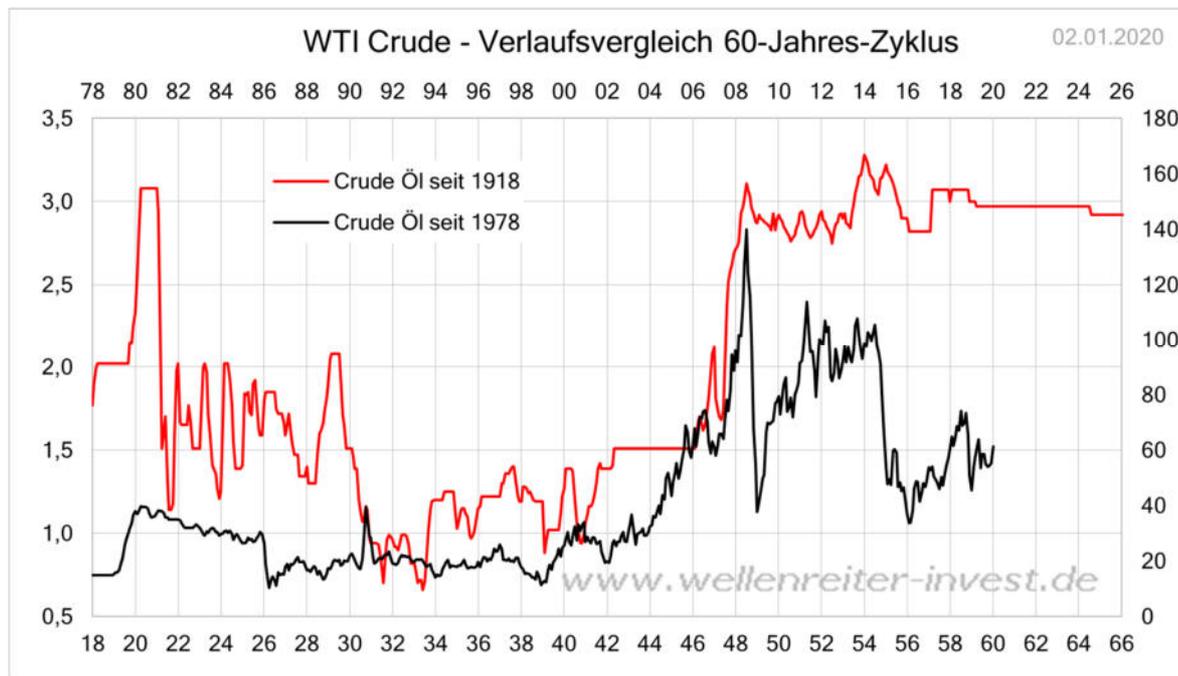


Abb. A.34: WTI Crude - Verlaufvergleich 60-Jahres-Zyklus

Gemäß dem 60-Jahres-Zyklus, der bisher recht gute Vorhersagen ermöglichte, sollte der Preis für WTI-Crude in den kommenden Jahren in einer allerdings breiteren Seitwärtsphase handeln.

Aktienmärkte

Da Deutschland ein Land mit unterdurchschnittlicher Immobilienquote und noch stärker unterdurchschnittlicher Aktienquote bei der Verteilung des Vermögens ist, wollen wir im Hinblick auf die Altersvorsorge mit einem sehr langfristigen Blick auf die Renditeentwicklung starten.

Niemals zuvor in der Geschichte des Dow Jones Index lag die rollierende 40-Jahres-Rendite auf einem derart hohen Niveau wie aktuell. Investoren, die Ende 1979 den Dow Jones Index gekauft haben, können sich aktuell über einen Gewinn von 3.300% freuen.

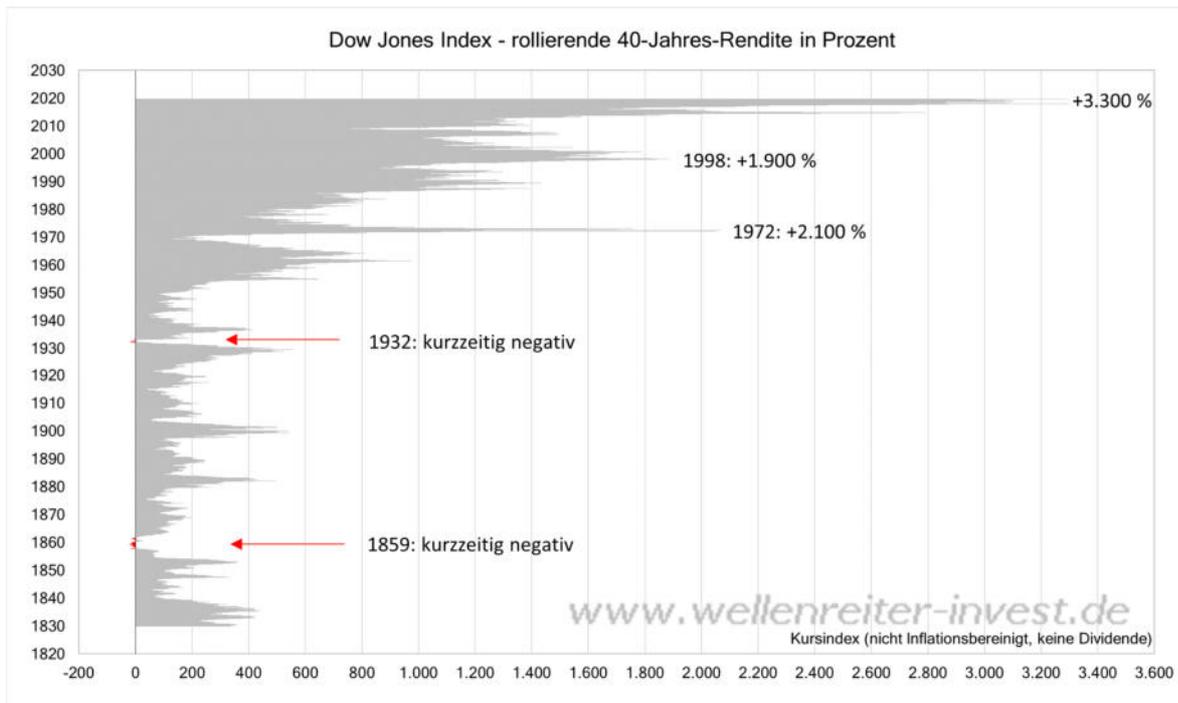


Abb. A.35: Jones Index – rollierende 40-Jahres-Rendite

Da Dividenden nicht berücksichtigt wurden und mit zumindest 2 Prozent pro Jahr in den Industriewerten des Dow Jones anzusetzen sind, fällt die Performance vor Kosten noch positiver aus. Ein Investment in den US-Aktienmarkt war auf 40-Jahres-Sicht stets eine lukrative Angelegenheit. Nur zweimal – 1859, 1932 - kippte der 40-Jahres-Gewinn ins Minus. Daher gilt für den langfristigen Anlagehorizont: Aktien sind auch in der Zukunft ein Muss, da sie eine Partizipation an den Unternehmensgewinnen darstellen.

Für die kommende Dekade deutet der sehr hohe Wert dieser 40-Jahresbetrachtung eine Einschränkung an. Im Jahr 1972 konnten die Investoren schon einmal überdurchschnittlich hohe 40-Jahres-Gewinne erzielen (Phase 1932 bis 1972). Dem „Wohlfühlpunkt“ 1972 folgte die Rezession von 1973/74, einem weiteren Hochpunkt (April 1998) folgte die Internetblase. Es scheint, als ob aktuell ein ähnlicher Punkt zeitlich nicht mehr sehr weit entfernt ist.

Auch befindet sich die rollierende 10-Jahres-Rendite des Dow Jones Index auf einem überdurchschnittlich hohen Niveau.

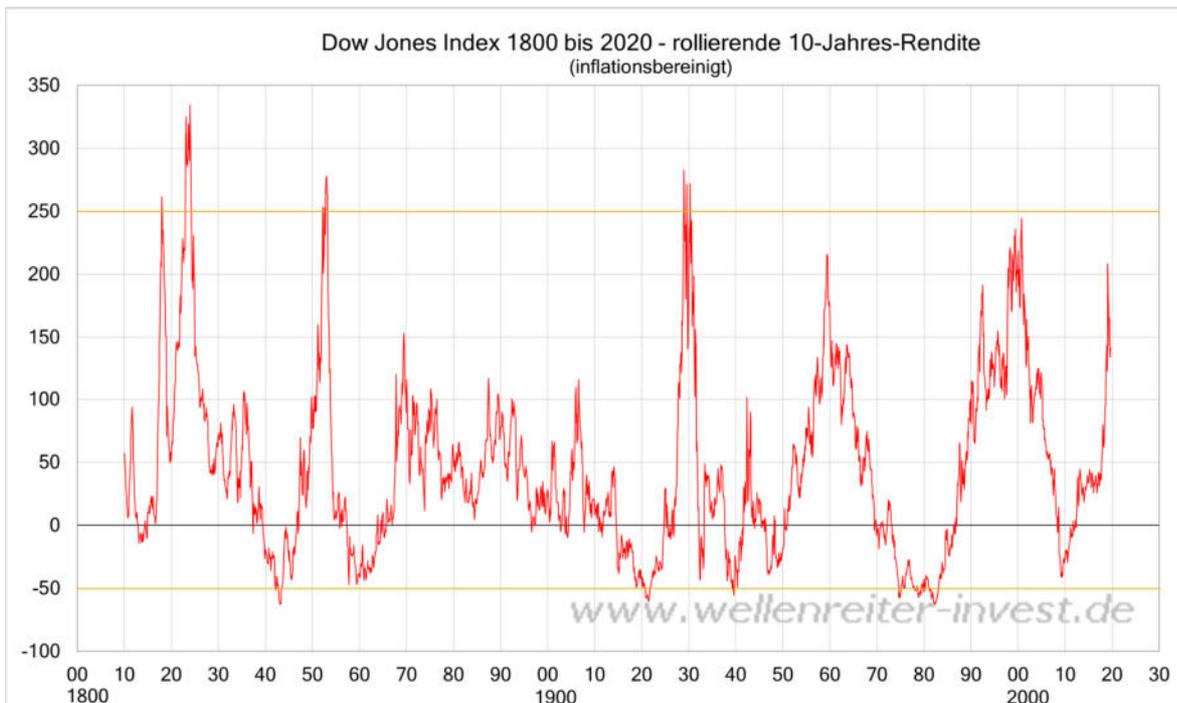


Abb. A.36: Jones Index – rollierende 10-Jahres-Rendite (1800-2020)

Es gab große Hochpunkte Ende der 20iger Jahre und zur Jahrtausendwende, die auf eine große Krise hindeuteten. Allerdings sind auch Zeitverzögerungen auffällig. So lag der Hochpunkt der rollierenden 10-Jahres-Rendite im Jahr 1960, aber erst 1966 folgte ein wichtiger Hochpunkt im Dow Jones Index. Der Dow Jones stieg damals noch um knapp 50 Prozent an.

Legt man den Dow Jones Index ab dem Jahr 1929 und den KDAX ab dem Jahr 2000 übereinander, dann hätte der deutsche Aktienmarkt alle Chancen, die 2020er Jahre zu seiner Dekade zu machen.

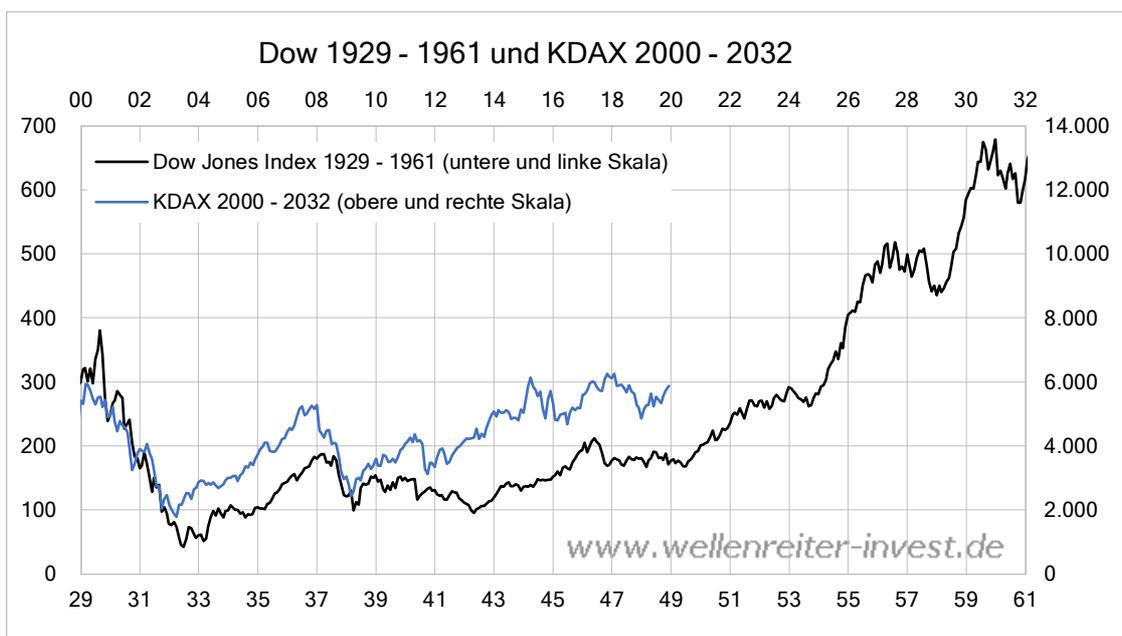


Abb. A.37: Dow 1929-1961 und KDAX 2000-2032

Die USA benötigten mehr als zwanzig Jahre, um die Bubble der 1920iger Jahre zu korrigieren. Die wirtschaftlichen Abschwächungen der Jahre 1937 und 1940-42 passen zu den Abschwüngen im DAX der Jahre 2007/08 und 2011-2012. Der Abschwung der Jahre 1948/49 würde mit den erlebten Problemen in den Jahren 2018/19 korrelieren. Die Dynamik des Anstiegs wird sich aber wohl nicht wiederholen, weil die 1950 Jahre Nachkriegsjahre mit dem entsprechenden Nachholeffekt waren.

Perspektivisch würde sich insbesondere die zweite Hälfte der 2020er Jahre für den Anleger attraktiv gestalten, insgesamt würde eine dritte verlorene Dekade in Europa vermieden werden. Besonders die positive Phase ab der Mitte der kommenden Dekade ergab sich auch in Japan in den Jahren 2015ff.

Die Dominanz der USA (etwa 60% Anteil im MSCI World) ist kaum steigerbar: Im Jahr 1995 war noch mit NTT ein japanisches Unternehmen das wertvollste börsennotierte Unternehmen der Welt, heute steht das erste Unternehmen Japans mit Toyota erst auf Platz 29. NTT liegt auf Platz 91.

Die US-Dominanz nach Marktkapitalisierung ist groß. Von den Top 10 Unternehmen stammen acht aus den USA, eines aus China (Tencent) und eines aus der Schweiz (Nestlé). Von den Top 20 Unternehmen nach Marktkapitalisierung stammen 14 aus den USA.

Größte Unternehmen nach Marktkapitalisierung

Rang	Name	Hauptsitz	Land	Marktwert(Mrd. \$)	Branche
1	Microsoft	Redmond	USA	905	Technologie
2	Apple	Cupertino	USA	896	Technologie
3	Amazon.com	Seattle	USA	875	Internethandel
4	Alphabet	Mountain View	USA	817	Technologie
5	Berkshire Hathaway	Omaha	USA	494	Mischkonzern
6	Facebook Inc.	Menlo Park	USA	476	Technologie
7	Alibaba.com	Hangzhou	Volksrepublik China	472	Internethandel
8	Tencent	Shenzhen	Volksrepublik China	438	Technologie
9	Johnson & Johnson	New Brunswick	USA	372	Pharma
10	ExxonMobil	Irving	USA	342	Öl und Gas
11	JPMorgan Chase	New York	USA	331	Banken
12	Visa	Foster City	USA	314	Finanzen
13	Nestlé	Vevey	Schweiz	292	Konsumgüter
14	ICBC	Peking	Volksrepublik China	287	Banken
15	Walmart	Bentonville	USA	280	Einzelhandel
16	Bank of America	Charlotte	USA	266	Banken
17	Procter & Gamble	Cincinnati	USA	260	Konsumgüter
18	Royal Dutch Shell	Den Haag	Niederlande Großbritannien	256	Öl und Gas
19	Novartis	Basel	Schweiz	245	Pharma
20	Verizon	New York	USA	244	Telekommunikation

Quelle: Wikipedia

Abb. A.38: Größte Unternehmen nach Marktkapitalisierung

Im Dezember 2019 übernimmt Saudi Aramco nach dem erfolgten Börsengang die erste Position der größten Unternehmen nach Marktkapitalisierung (noch nicht in der Tabelle enthalten). Betrachtet man den Umsatz, so liegen nur 8 US-Unternehmen in

den Top 20. Das nach Umsatz größte globale Unternehmen ist Walmart (514 Mrd. USD in 2018), in der Rangliste der Marktkapitalisierung liegt es nur auf Platz 15.

Größte Unternehmen nach Umsatz

Rang	Name	Hauptsitz	Land	Umsatz(Mrd. \$)
1	Walmart	Bentonville	USA	514,405
2	Sinopec	Peking	Volksrepublik China	414,649
3	Royal Dutch Shell	Den Haag bzw. London	Niederlande Großbritannien	396,556
4	China National Petroleum	Peking	Volksrepublik China	392,976
5	State Grid	Peking	Volksrepublik China	387,056
6	Saudi Aramco	Dhahran	Saudi-Arabien	355,905
7	BP	London	Großbritannien	303,738
8	ExxonMobil	Irving	USA	290,212
9	Volkswagen	Wolfsburg	Deutschland	278,341
10	Toyota Motor	Toyota	Japan	272,612
11	Apple	Cupertino	USA	265,595
12	Berkshire Hathaway	Omaha	USA	247,837
13	Amazon.com	Seattle	USA	232,887
14	UnitedHealth	Minnetonka	USA	226,247
15	Samsung Electronics	Suwon	Südkorea	221,579
16	Glencore	Baar ZG	Schweiz	219,754
17	McKesson	San Francisco	USA	214,319
18	Daimler	Stuttgart	Deutschland	197,515
19	CVS Health	Woonsocket	USA	194,579
20	Total	Courbevoie	Frankreich	184,106

Quelle: Wikipedia

Abb. A.39: Größte Unternehmen nach Umsatz

Saudi Aramco befindet sich in der Umsatzrangliste nur auf Platz 6. Nach Umsatz befinden sich mit Volkswagen und Toyota noch zwei Autobauer auf Platz 9 und 10 der globalen Rangliste, in der Liste nach Marktkapitalisierung sind die Unternehmen wesentlich kleiner. Ein Grund für die Divergenz zwischen Umsatz und Marktkapitalisierung ist neben dem Cashflow die Profitabilität, die in der IT- und Internetwelt sehr viel höher als bei Autobauern oder Einzelhändlern ausfällt.

Die Frage stellt sich, ob Europa und Japan die Kraft haben, sich in diese Ranglisten zurück zu kämpfen. Erlebt die Old Economy Europas nach disruptiven Phasen (Autos) mit Chemie, Maschinenbau und vielen zyklischen Branchen eine Renaissance? Auch diese Unternehmen werden digitalisiert, erfahren diese neue Wertschöpfung allerdings mit einer Zeitverzögerung als Kunden der Innovatoren.

Wie müsste das neue Europa aussehen? Es werden bereits erste Effekte erkennbar. Die Lohnunterschiede zwischen Europa und Asien werden geringer, die Batterieproduktionen werden auch in Europa angesiedelt. Eine Technologieführerschaft im Auto- und Maschinenbau lässt sich dann aufrechterhalten, wenn die Herausforderungen gemeistert werden, die die Umstellung auf Elektromobilität mit sich bringt.

Solarmodule sind technisch relativ einfach herzustellen, aber schon Wechselrichter oder die Batteriespeicher-Intelligenz können herausfordernd sein. Die Komplexität, die mit dem Aufbau und Steuerung eines Energienetzes verbunden ist, das Wind und Sonne integriert, ist nicht zu verachten und könnte sich durch die in Deutschland vorhandenen Lernprozesse als exportfähig erweisen. In einer Vielzahl von Bereichen sind deutsche Mittelständler weiterhin „Hidden Champions“. Deren Findigkeit und Ingenieurskunst dürfte sich weiterhin einer hohen Nachfrage erfreuen. Hier liegen gerade abseits des ETF-Booms für Stockpicker attraktive Chancen.

Deutschland stößt nur 3 Prozent der weltweiten CO₂-Emissionen aus, warum also diese Anstrengungen bei uns? Im Sinne der Weiterentwicklung unserer Industrieunternehmen wirken solche Vorgaben wie ein – zugegeben schmerzhaftes - Umstrukturierungsprogramm, aus deren Vorreiterrolle Deutschland, aber auch Europa insgesamt gestärkt hervorgehen könnte. Die gewonnenen Erkenntnisse dürften sich in klingende Exportmünze umsetzen lassen.

Wenige Unternehmen wie Apple, Amazon, Alphabet, Facebook oder Microsoft dominieren mit einer Marktkapitalisierung von über 4.000 Mrd. US-Dollar Indizes wie den S&P 500 oder den Nasdaq 100. Der Gedanke, dass Apple, Google und Co. auch in den 2020er Jahren die dominierenden Unternehmen sein werden, liegt nach der Beherrschung der 2010er Dekade scheinbar leicht auf der Hand.

Allerdings wechseln die Favoriten. Selbst das mächtige Microsoft legte ab dem Jahr 2000 eine mehrjährige Pause in der ersten Dekade des neuen Jahrhunderts ein, bevor es jüngst abermals das wertvollste Unternehmen der Welt wurde. Schwächst sich deren Erfolgsstory ab, dann ist eine Phase eines schwächeren Abschneidens der großen Aktienindizes gegenüber kleineren Aktienwerten zu erwarten.

Die US-Unternehmen glänzten bisher durch Aktienrückkäufe. Dieser Trend beschleunigte sich nach der Steuerreform von Donald Trump und dürfte seinen Hochpunkt erreicht haben. Weniger Aktienrückkäufe bedeuten eine fallende Nachfrage nach Aktien.

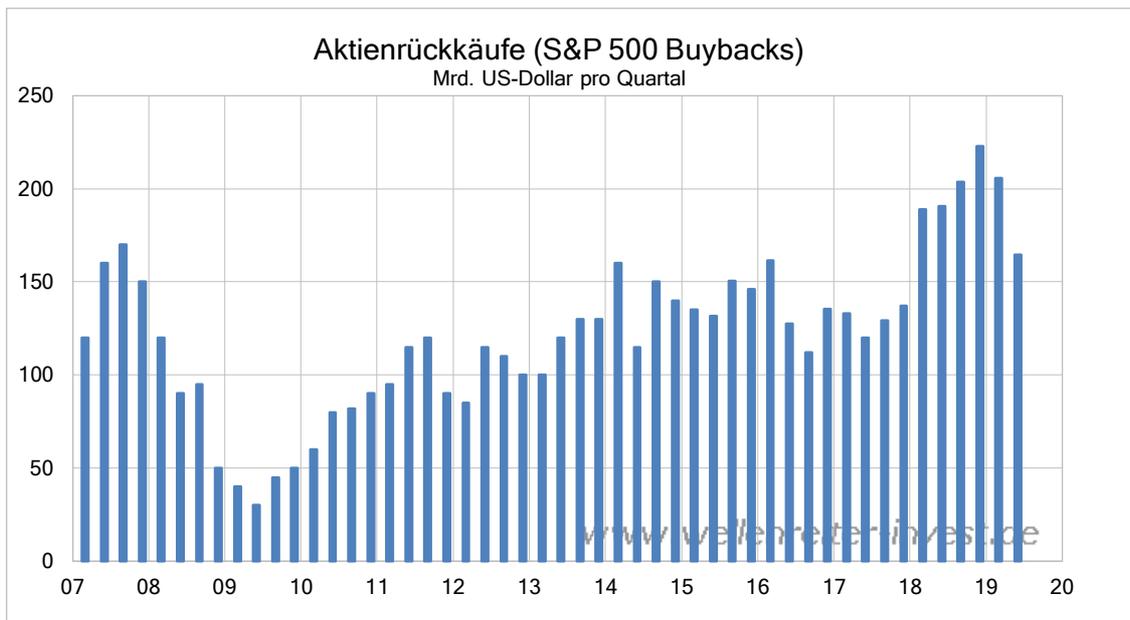


Abb. A.40: US-Aktienrückkäufe (S&P 500 Buybacks)

Die Nettogewinne der US-Unternehmen stagnieren zuletzt, allerdings steigt der Gewinn/Aktie und die Entwicklung der Aktienkurse reflektiert die Entwicklung des Gewinns/Aktie. Bei einer wirtschaftlichen Eintrübung (siehe 2008/09, Ende 2011/Anfang 2012) reduzieren die US-Unternehmen im Abschwung üblicherweise ihre Aktienrückkaufprogramme. Die US-Unternehmen verhalten sich prozyklisch, nicht antizyklisch.

Eine Verabschiedung vom Shareholder-Mantra haben im August 2019 zahlreiche Unternehmen, darunter auch Amazon und Apple, unter der Führung von Jamie Dimon (CEO von JP Morgan) unterschrieben. Inwiefern ein neuer Leitgedanke in der Praxis umgesetzt werden wird, muss die Zukunft zeigen, da Papier bekanntlich sehr geduldig ist.

Wie sieht der durchschnittliche Dekadenzyklus der unter- und überdurchschnittlichen Jahrzehnte aus? Die 2010er Jahren waren eine überdurchschnittliche Dekade, allerdings hätten alle anderen überdurchschnittlichen Dekaden eine bessere Performance mit sich gebracht, wenn nicht in den 20iger Jahren der Oktobercrash dazu führte, dass sich die 20er Jahre nicht mehr ganz so gut entwickelt haben. Der jetzt endenden Dekade fehlte allerdings die Dynamik anderer Dekaden im 8er und 9er-Jahr.

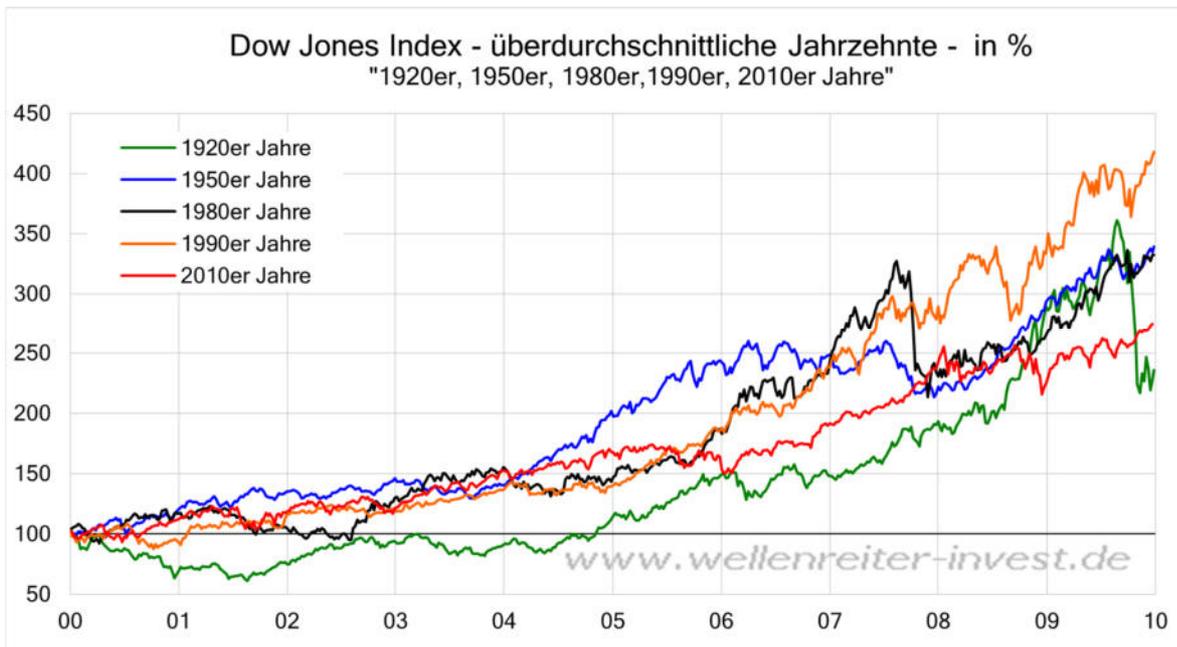


Abb. A.41: Dow Jones Index - Überdurchschnittliche Jahrzehnte in Prozent

Der Durchschnittsverlauf aller überdurchschnittlichen Dekaden gestaltet sich wie folgt.

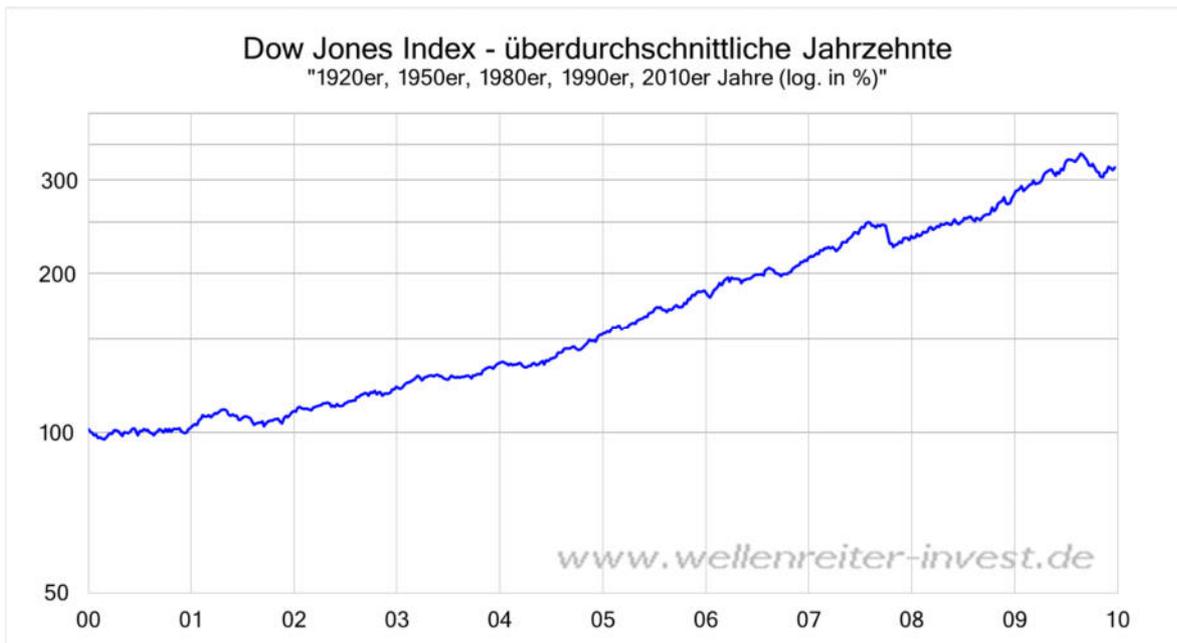


Abb. A.42: Dow Jones Index – überdurchschnittliche Jahrzehnte

Fünf überdurchschnittlichen Dekaden standen bisher sieben unterdurchschnittliche Dekaden seit der Existenz des Dow Jones Index gegenüber. Liegt ein Dekaden-Kursgewinn unterhalb von 50 Prozent vor, bezeichnen wir eine Dekade als unterdurchschnittlich.

So unterschiedlich die Verläufe auch sind, sie haben eines gemeinsam. Das 0er-Jahr war ab Frühjahr bis in das vierte Quartal hinein negativ (siehe Pfeil).

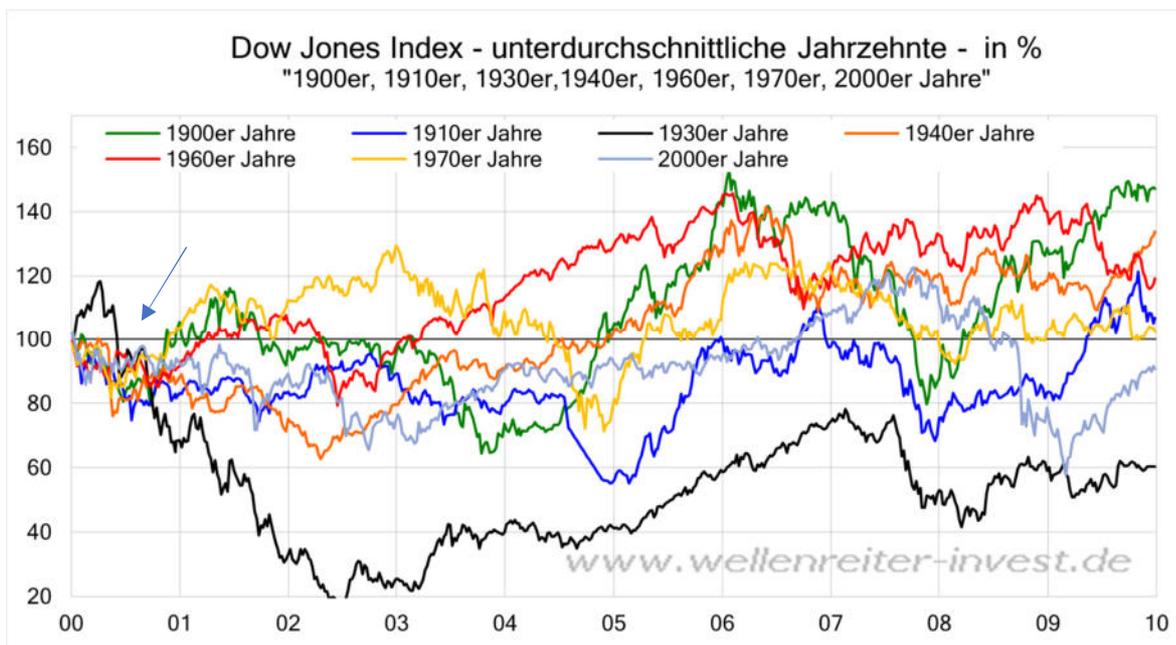


Abb. A.43: Dow Jones Index – unterdurchschnittliche Jahrzehnte in Prozent

Den Durchschnittsverlauf der unterdurchschnittlichen Jahrzehnte zeigen wir mit Hilfe des folgenden Charts.



Abb. A.44: Dow Jones Index – unterdurchschnittliche Jahrzehnte

In den unterdurchschnittlichen Dekaden ist der Start mit einem negativen Jahr bereits als ein Fehlstart zu beobachten. Wichtige Tiefpunkte bilden sich im zweiten und vierten Jahr sowie am Ende des siebten/Anfang des achten Jahres. Auch nach überdurchschnittlichen Jahrzehnten waren die ersten beiden Jahre der Nachfolgedekade schwierige Jahre.

Die 2020er-Jahre stehen bevor. Der Blick gilt deshalb den Verläufen früherer 20er-Jahre. Die 1820er-Jahre brachten einen stagnierenden Verlauf mit einem Hoch zur Mitte der Dekade.

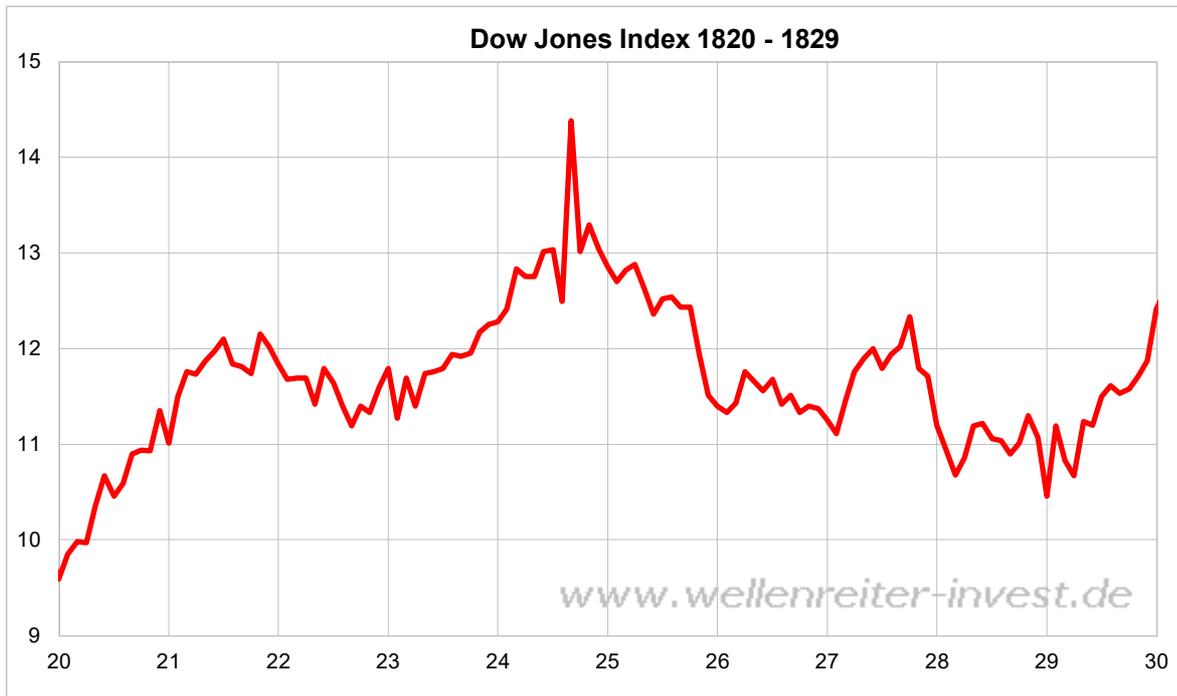


Abb. A.45: Jones Index 1820 - 1829

Das Verlaufsmuster der 1920er-Jahre wird durch die Nachwirkungen des ersten Weltkriegs geprägt, die Jahre 1920 und 1921 brachten eine große US-Rezession mit sich. Anschließend führte das Wirtschaftswunder der „Golden Twenties“ zu einer stetigen Aufwärtsbewegung ab dem Ende des vierten Jahres, die in dem Crash vom Oktober 1929 gipfelte.

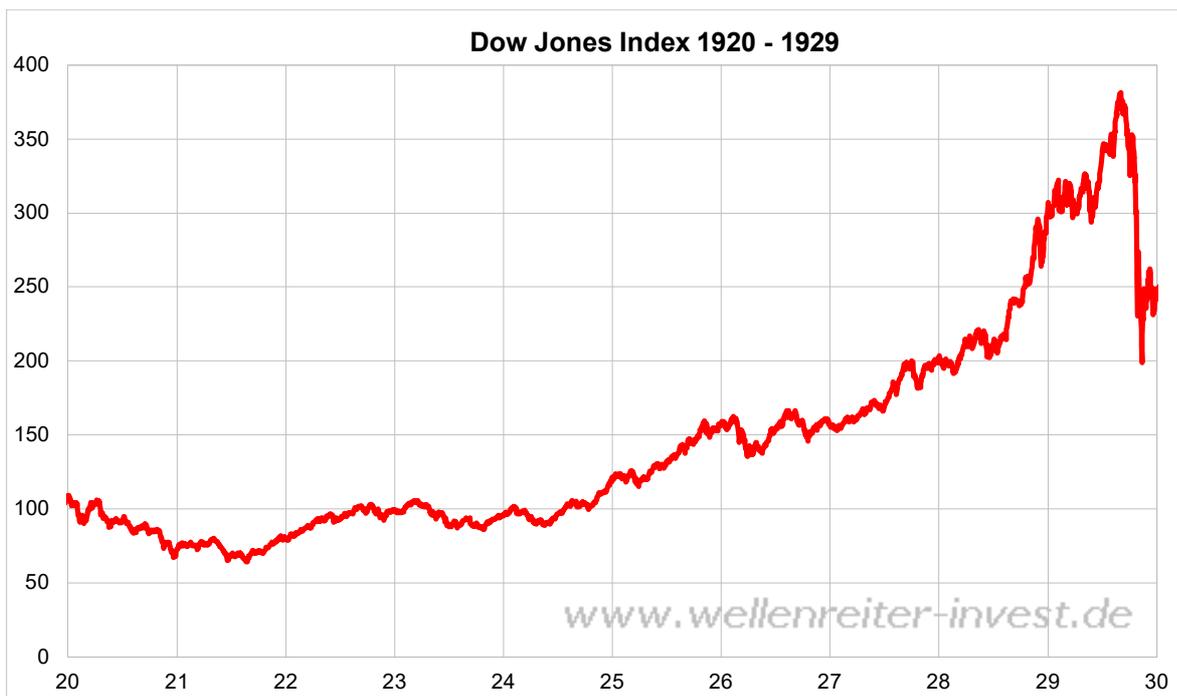


Abb. A.46: Dow Jones 1920 - 1929

So interessant diese Muster auch sind, so unterschiedlich ist die Ausgangssituation gewesen. Die 1820er Jahre liegen in der Frühphase der industriellen Revolution, sie sind weit weg. Die 1920er Jahre, die „Roaring Twenties“, hatten ihren Erfolg einem Nachholeffekt (Pent-up-Demand) zu verdanken, der erste Weltkrieg unterbrach die wirtschaftliche Entwicklung. Ähnliches gilt für das Wirtschaftswunder der 1950er Jahre.

Verläuft die kommende Dekade über- oder unterdurchschnittlich? Angesichts der bereits hohen Bewertungen (siehe Kapital Aktienmarkt) und der Tatsache, dass drei der vier letzten Dekaden überdurchschnittlich verliefen, erscheint ein unterdurchschnittliches Abschneiden der 2020er-Jahre durchaus wahrscheinlich.

Unter Berücksichtigung der Blasenverlaufs Charts (Abb. A.35 und A.36) könnte sich der Verlauf der Aktienkurse stärker am Vergleich der 1920er Jahre orientieren. Einem recht flachen Verlauf der ersten Hälfte der Dekade würde eine deutlich positivere Phase ab 2024/25 folgen.

Als Ideenskizze für den Verlauf der 2020er Jahre dient der Durchschnittsverlauf aller Dekaden seit 1900, möglicherweise mit einem nicht ganz so starken Aufwärtswertverlauf in der zweiten Dekadenhälfte.

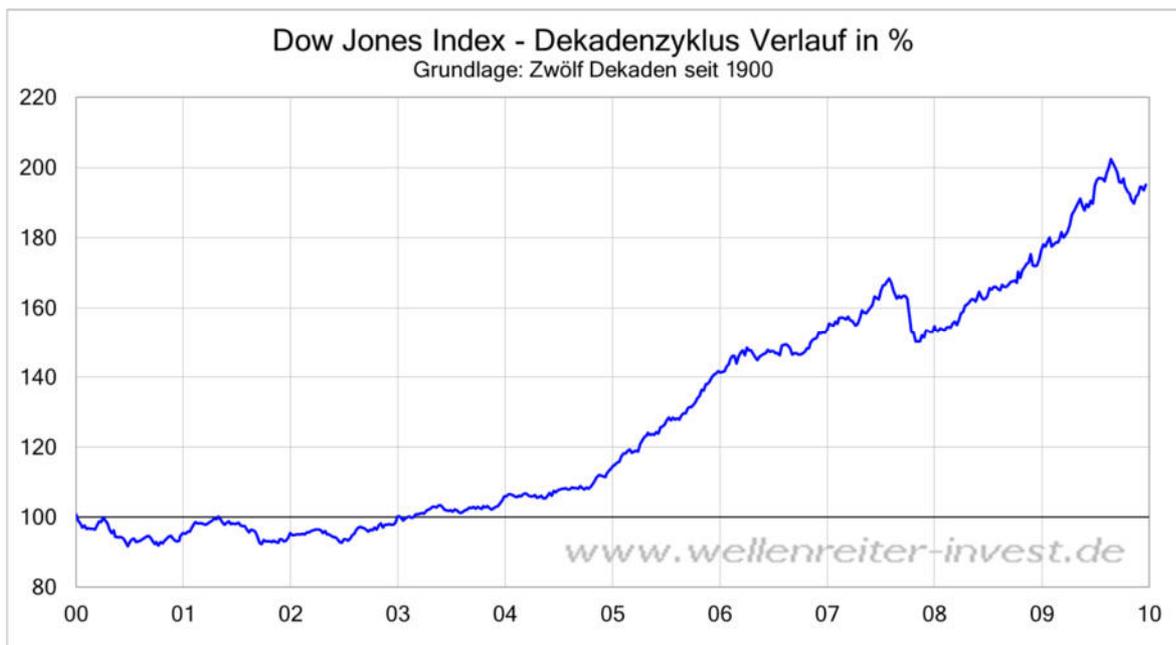


Abb. A.47: Dekadenzyklus – Durchschnitt 12 Dekaden

Anleihenmärkte

Seit Beginn der 1980er Jahre fallen die Renditen. Sie zeugen einerseits von einem strukturell nachlassenden Wirtschaftswachstum, unterstützen aber andererseits die positive Entwicklung des US-Aktienmarktes.

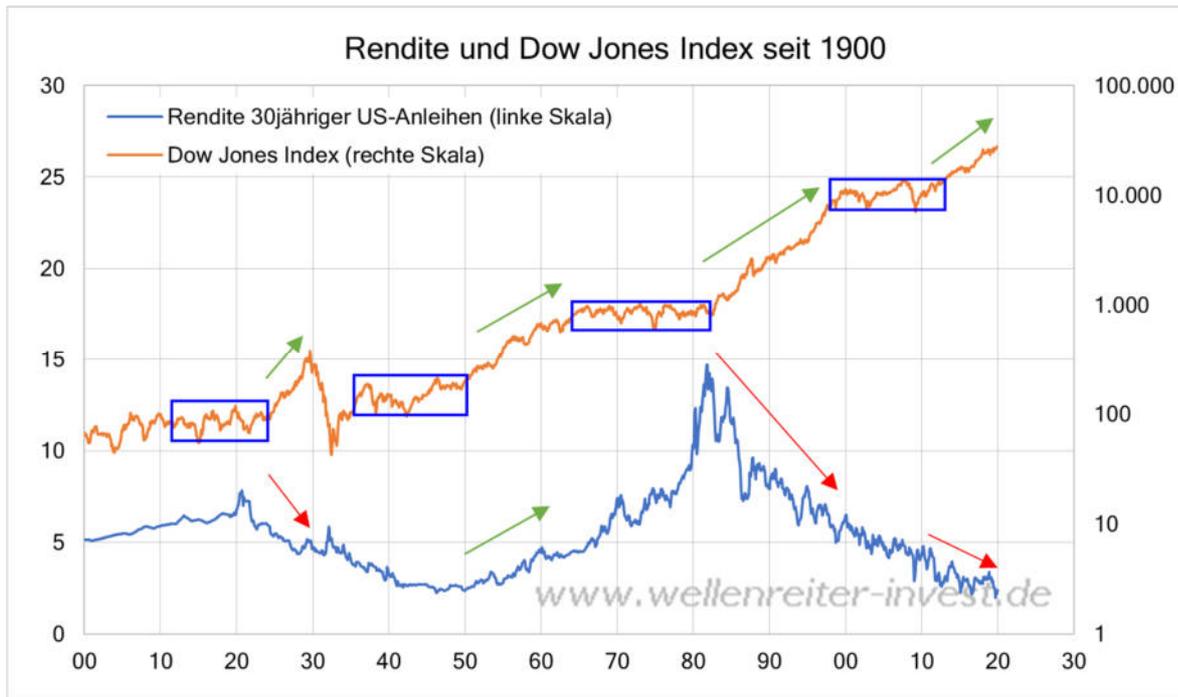


Abb. A.48: Rendite und Dow Jones Index seit 1900

Grundsätzlich existieren vier Möglichkeiten für das Zusammenspiel von Aktien und Anleiherenditen: Gemeinsam fallend, gemeinsam steigend, oder jeweils entgegengesetzt laufend. Die geringste Wahrscheinlichkeit hat die Paarung steigende Renditen und steigende Aktienmärkte, wie sie in den 1950er Jahren Realität war. Die damalige Wirtschaftswunderzeit war ein kriegsbedingter Nachholeffekt. Eine Projektion dieser Zeit auf die 2020er Jahre ist kaum möglich. Die Umstände sind andere, weil schon die Faktoren Demographie, Staatsverschuldung und Investitionsausgaben nicht mit den 1950er Jahren kompatibel sind.

Steigende Zinsen ohne ein entsprechendes Wirtschaftswachstum verringern die Liquidität und fördern eine Stagnation der Märkte. Im Ergebnis würden die Aktienmärkte bei steigenden Renditen leiden.

Fallende Renditen und fallende Aktien wurden in der ersten Dekade dieses Jahrhunderts („Nulljahre“) notiert. Die fallenden Renditen schafften es nicht, die Aktienmärkte ausreichend zu unterstützen. Die vierte Möglichkeit (fallende Renditen, steigende Aktienmärkte) war die Regelung der 2010er Jahre. Ein neues Regime ist in den 2020iger Jahren durchaus möglich.

Ein ähnlicher Fall der Anleiherenditen wie in den vergangenen vier Dekaden erscheint für die kommenden Dekaden utopisch: Das aktuelle Ausgangsniveau ist einfach zu gering. Niedrigen Zinsen bleiben wichtig, um die steigenden Staatsverschuldungen (insbesondere der USA) tragen zu können. Eine gute Performance der Aktienmärkte korrelierte in der Vergangenheit mit fallenden Renditen. Idealtypisch zeigen wir den Renditeverlauf der 1920er Jahre.

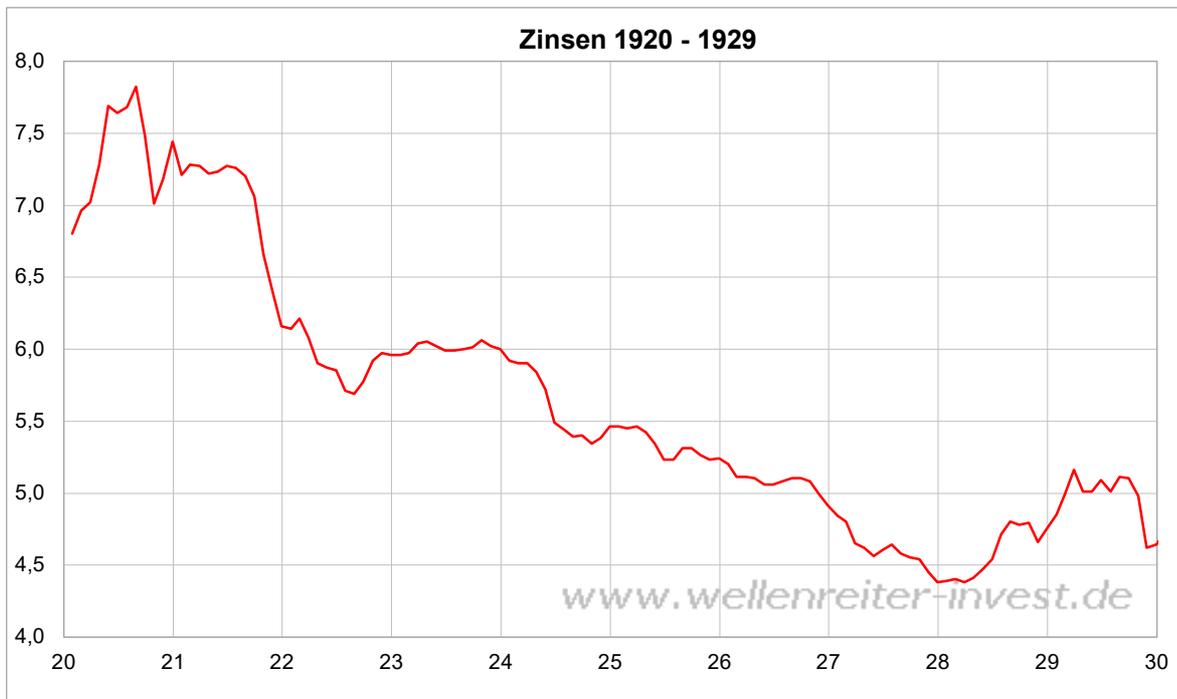


Abb. A.49: 10jährige US-Rendite 1920-1929

Hingegen schufen steigende Renditen häufig brenzlige Situationen (1910 bis 1920, 1966 bis 1981).

Am ganz langen Ende (30 Jahre) lässt sich der zyklische Gedanke der Renditen nicht aufrechterhalten. Am Jahresende 2014 lag die 30jährige US-Rendite niedriger als Ende 2012. Ende 2019 wird aller Voraussicht nach wiederum ein neues Jahrestief erzielt werden.

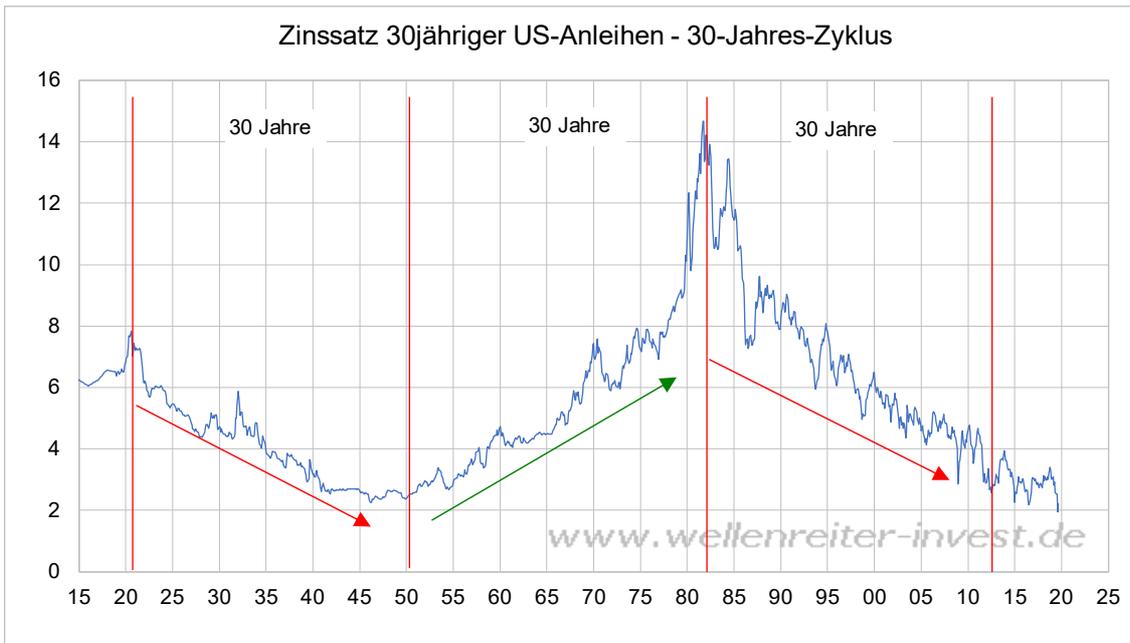


Abb. A.50: Zinssatz 30jähriger US-Anleihen – 30-Jahres-Zyklus

Im 60-Jahres-Zyklus hätte das Tief spätestens im Jahr 2012 erzielt werden müssen, um dem Zyklus Relevanz zu verleihen. In 2016 bildete sich ein tieferes Tief, am Ende des Jahres 2019 liegt die dreißigjährige Rendite in unmittelbarer Nähe des 2016er Tiefpunktes.

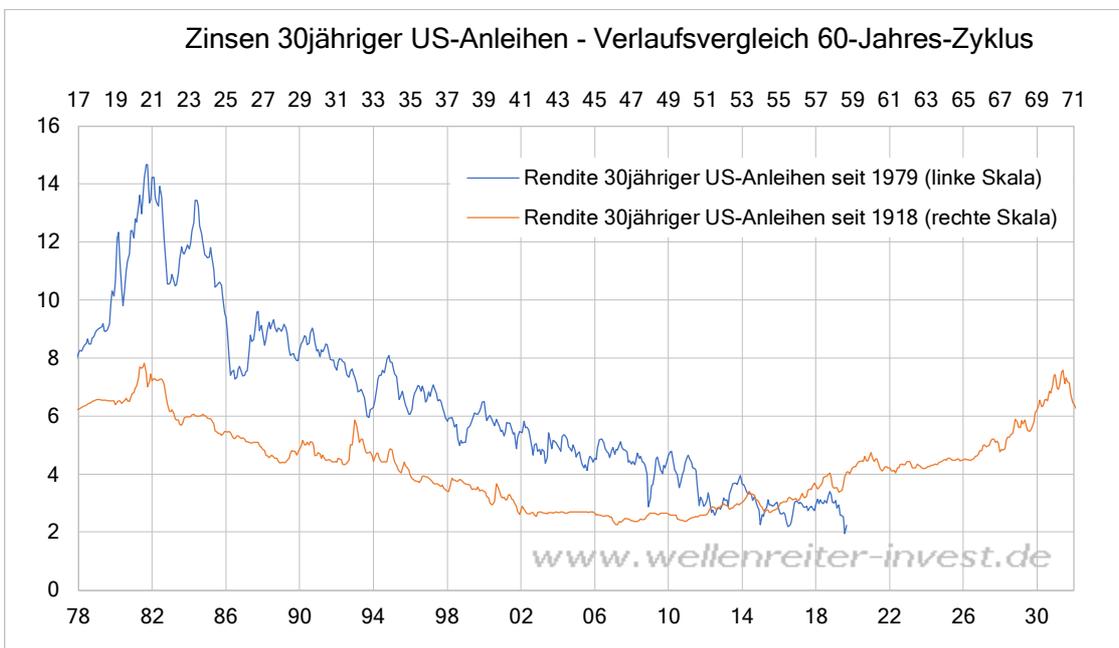


Abb. A.51: Zinsen 30jähriger US-Anleihen – Verlaufvergleich 60-Jahre-Zyklus

Eine Art Dreifachboden wäre allerdings charttechnisch weiterhin möglich. Eine Frage ist daher, ob der disinflationäre Trend dieser Dekade in einen anderen Trend mündet (Reflation), mit Blick auf die Rohstoffpreisentwicklung (siehe Kapital Rohstoffe) erscheint ein inflationärer Trend unwahrscheinlich. Allerdings bedeutet eine reflationäre Politik eine weiterhin aktive Expansionspolitik der Zentralbanken plus eine fiskal-

politische Unterstützung („Steuern runter, Schulden rauf“) durch die Staatengemeinschaft. Die US-Politik erfüllt diese Kriterien im Gegensatz zu Europa. Der Verlaufsvergleich würde einen Renditeanstieg im kommenden Jahr bedeuten, der danach allerdings für etwa 5 Jahre in eine Seitwärtsphase übergehen würde, so dass sich lediglich das Renditeniveau gegenüber 2019 etwas erhöhen würde.

In Europa ist die Situation aus politischer Sicht vorläufig noch eine andere. Jede Falltiefe hat allerdings Grenzen, auch wenn es für einige Marktteilnehmer (Notenbanken, Banken oder spekulative Investoren wie Hedgefonds) noch Gründe geben kann, negative Renditen zu kaufen. Demgegenüber steht eine Angebotserhöhung an neuen Anleihen durch die Aufnahme von Schulden (nicht in Deutschland) (Beispiel: 100 Euro neue Schulden müssen in 5 Jahren nur zu 99 Euro zurückgezahlt werden; Gewinnmitnahmen langfristiger Investoren). Die Kosten der Bargeldhaltung (Lagerung, Logistik, Versicherung) dürften spätestens bei -1 Prozent geringer sein als der Kauf von Anleihen. Europa müsste sich daher in der Nähe eines Preisbodens befinden.

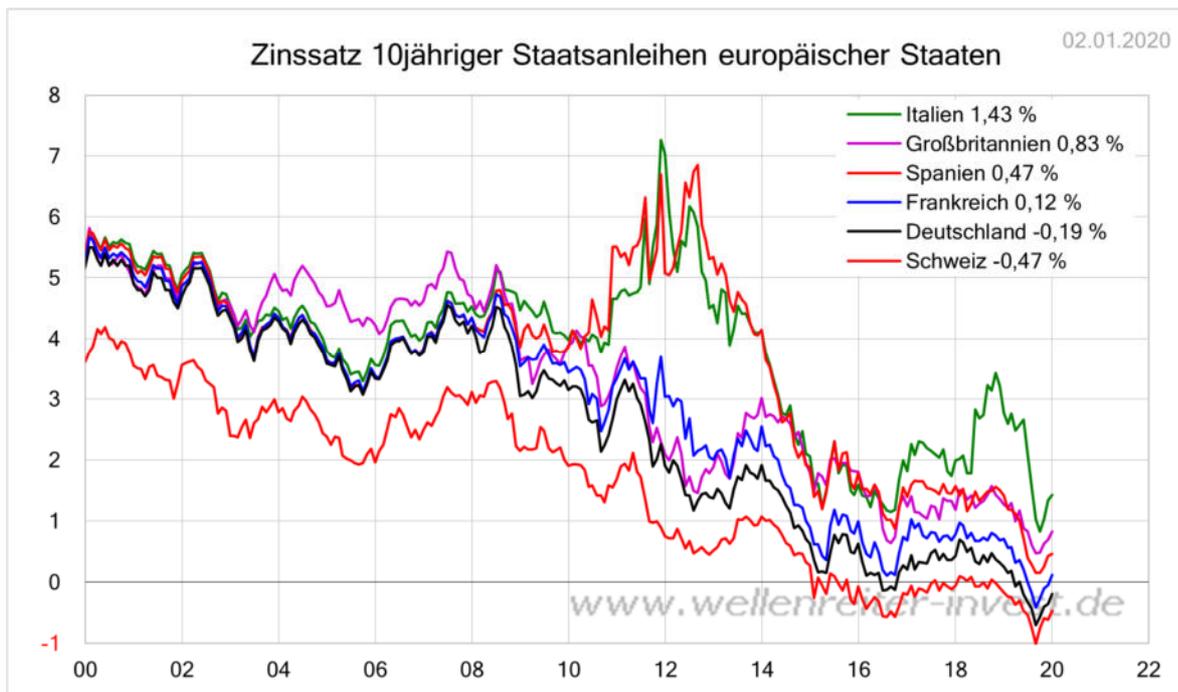


Abb. A.52: Zinssätze 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten

Eine 30jährige Laufzeit Deutschland mit negativer Rendite war ein Indiz einer irrationalen Bewertung und einer Übertreibung im Abwärtstrend. Deutschland als ein Kernland Europas und größte Volkswirtschaft hat die niedrigste Staatsschuldenquote von den großen Euro-Ländern, muss aber bis zu einer Laufzeit von 20 Jahren keine Zinsen bezahlen, sondern erhält Geld bei der Emission neuer Schuldtitel.

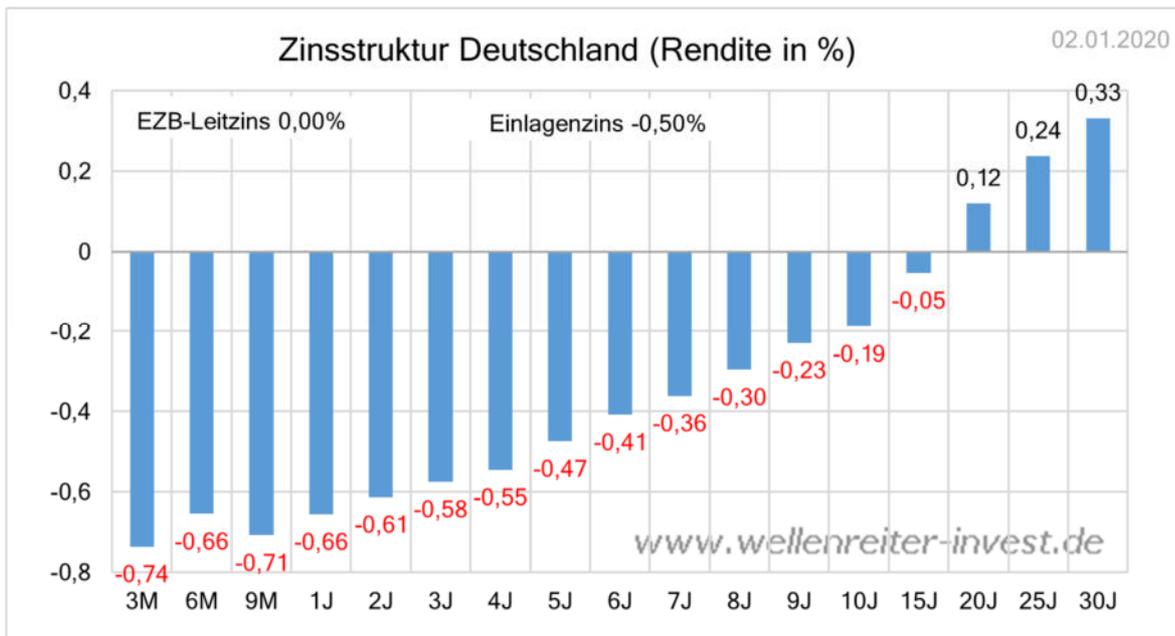


Abb. A.53: Zinsstruktur Deutschland (Rendite in Prozent)

Tiefs in der Rendite entstehen in Rezessionen. Der industrielle Sektor befindet sich im Jahr 2019 in einer solchen Rezession, der Dienstleistungssektor hingegen nicht. Durch den hohen Anteil der Dienstleistungsbranche wird eine statistische Rezession (zwei Quartale in Folge Negativwachstum) bisher vermeiden. Die Investoren scheinen weitere Leitzinssatzsenkungen zu antizipieren, da die Renditen bis zu einer Laufzeit von 5 Jahren unterhalb des kurzfristigen EZB-Leitzinssatzes liegen. Daher besteht Anpassungsdruck auf der Oberseite, wenn sich der Blickwinkel der EZB in Richtung einer Korrektur der Negativzinsen ergibt.

Die Bank of Japan setzte den Zinssatz am kurzen Ende bereits in den Jahren 2001 bis 2005 nahe dem Nullpunkt fest und dann wieder ab dem Jahr 2009. Der erste Versuch der Normalisierung der Geldpolitik schlug in Japan fehl, diese Erfahrung machte jüngst auch die US-Notenbank.

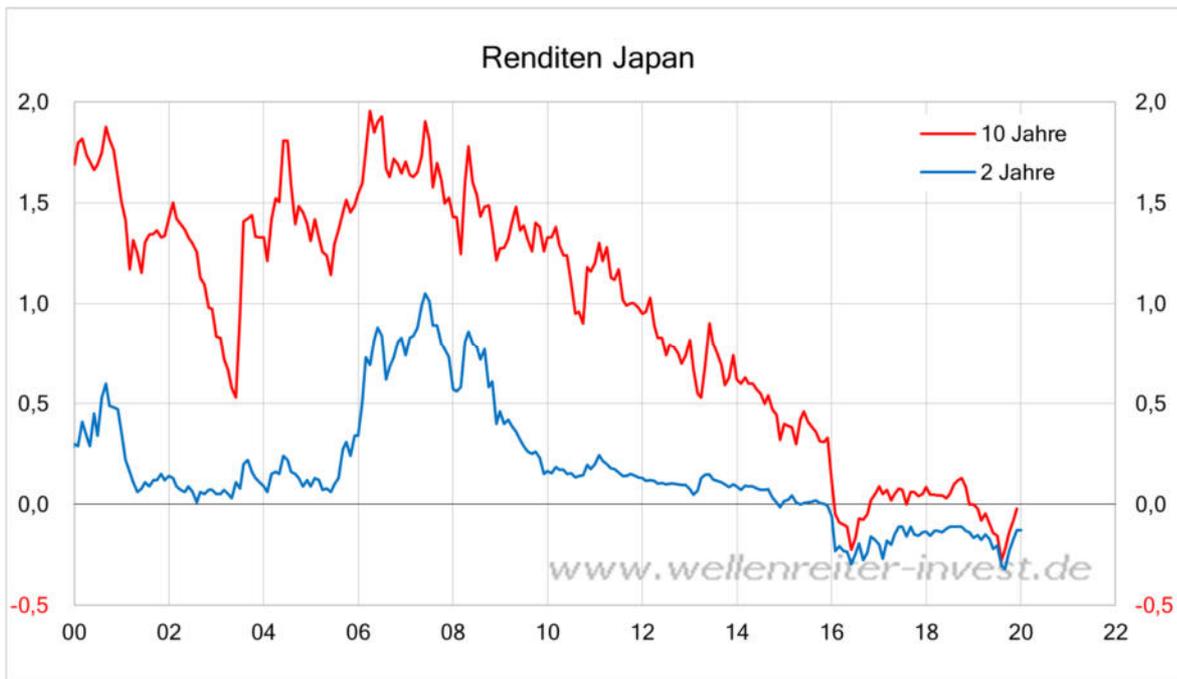


Abb. A.54: Renditen Japan

Die Eliminierung des Zinses brachte der japanischen Wirtschaft wenig, Japan ist kein Erfolgsmodell. Japan ist eine offene Volkswirtschaft, abhängig vom Export. Die demographischen Probleme sind deutlich und der technologische Wandel ist in Japan trotz des Engagements von Softbank nicht sehr erfolgreich gelaufen. Die großen Internetunternehmen kommen aus den USA und China. Wenn Japans Zinspolitik kein Erfolgsmodell produziert hat, warum übernehmen es die Europäer? Offensichtlich dominierte in Europa unter dem Eindruck der Vertrauenskrise um die Schuldentragfähigkeit auf der politischen Seite das Mantra „Whatever it takes“ mit Blick auf die Rendite. Die Abschaffung des Zinses garantiert, dass die Schuldentragfähigkeit keine Rolle mehr spielt. Daher wird eine Korrektur dieser Politik nur in sehr kleinen Schritten und über den Faktor Zeit erfolgen können.

Japan schien aufgrund seiner langen Malaise dafür prädestiniert, das Terrain der Negativzinsen nicht nur am kurzen, sondern auch am langen Ende zuerst zu erkunden.

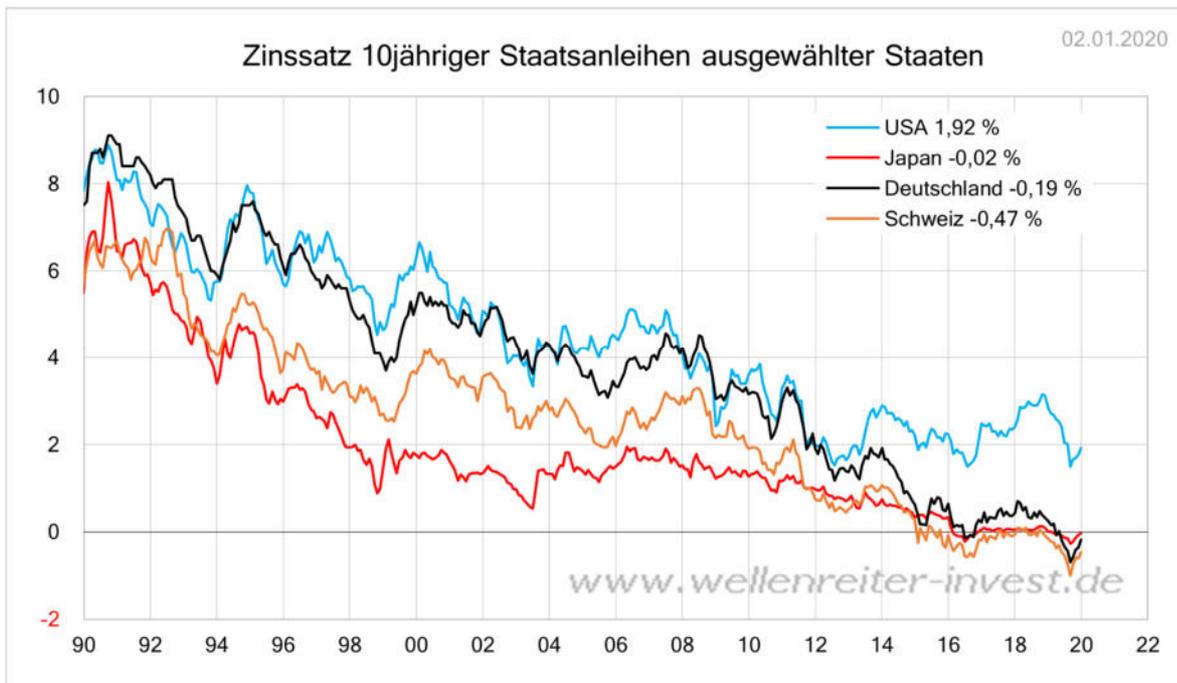


Abb. A.55: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten

Mittlerweile notieren die Renditen der Schweiz und Deutschlands deutlich unterhalb der Rendite Japans. Diese Form der Überraschung war vor 10 Jahren undenkbar.

Eine Überraschung für die kommenden 10 Jahre wäre sicherlich, dass sich der japanische Trend auch in der US-Rendite fortsetzt.

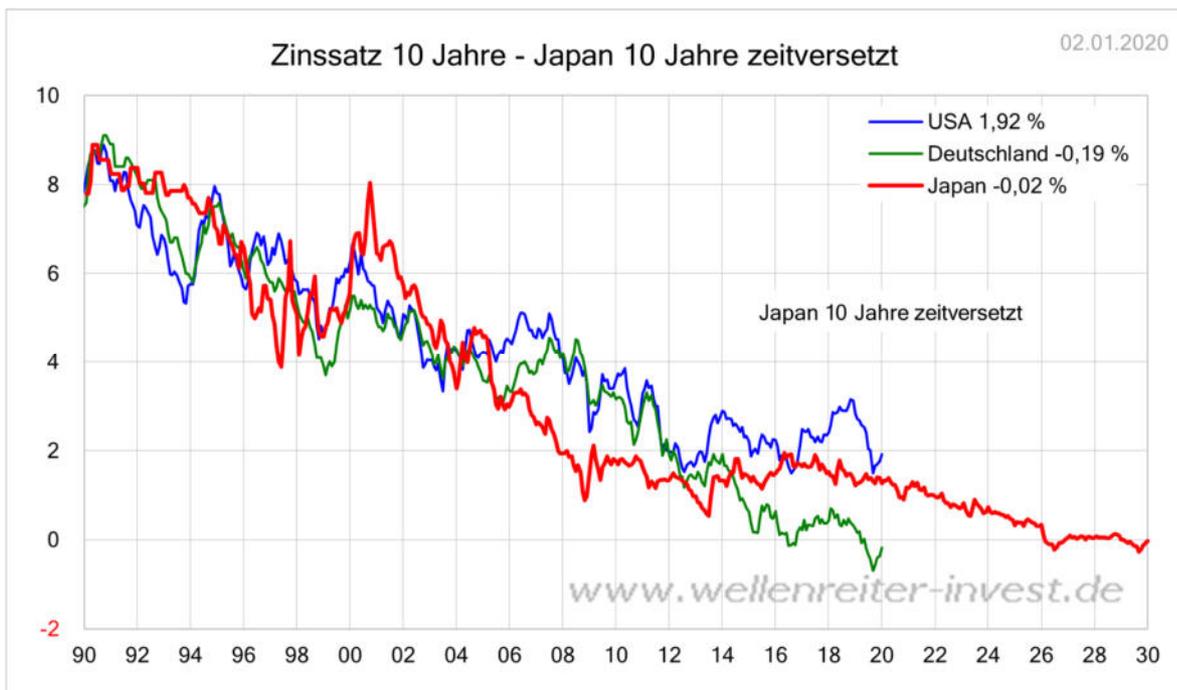


Abb. A.56: Zinssatz Japan 10 Jahre zeitversetzt

Die demographischen Unterschiede zwischen Japan und den USA haben wir aufgezeigt, trotzdem konnte sich die Entwicklung der US-Rendite von dem Pfad der

Entwicklung Japans vor 10 Jahren bisher nicht entkoppeln. Demnach würde sich der Abwärtstrend der Renditen auch in den USA fortsetzen. Dieses Szenario mit Negativzinsen in den USA würde allerdings mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit bedeuten, dass sowohl in Japan als auch in Europa in der kommenden Dekade die Negativzinsen die neue Normalität sind.

Fazit

Der Trend fallender Renditen ist auf globaler Ebene intakt, Spuren von Übertreibungen lassen sich in Europa finden. Die Schuldenragfähigkeit in Europa hat sich verbessert, so dass geringfügig höhere Renditen keine Probleme verursachen würden. Aufgrund der hohen Neuverschuldung in den USA besteht ein Interesse an relativ niedrigen Renditen. Im Falle einer neuen politischen Orientierung (ab 2024?) und einer wirtschaftlichen Rezession wären Negativ-Renditen auch in den USA zumindest denkbar. Ein längerfristiges Abdriften der 10jährigen US-Rendite unter null erscheint vor dem Hintergrund der demographischen Entwicklung unwahrscheinlich.

Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2020

1. Konjunktorentwicklung

1.1 Die Situation

Das Bruttoinlandsprodukt der USA dürfte im Jahr 2019 um etwa 1,8 Prozent gestiegen sein. Im ersten Quartal betrug das Wachstum 3,1 Prozent, bevor im zweiten und dritten Quartal Wachstumsraten von 2,0 und 1,9 Prozent verzeichnet wurden. Das vierte Quartal dürfte mit einem Wachstum von möglicherweise nur 0,7 Prozent unterdurchschnittlich ausfallen.

Die ISM-Indizes befinden sich mit 48,1 Punkten (Verarbeitendes Gewerbe) und 53,9 Punkten (Dienstleistungen) in einem Abwärtstrend. Die Hochpunkte aus dem Herbst 2018 erwiesen sich als zyklisch wichtige Wendepunkte.

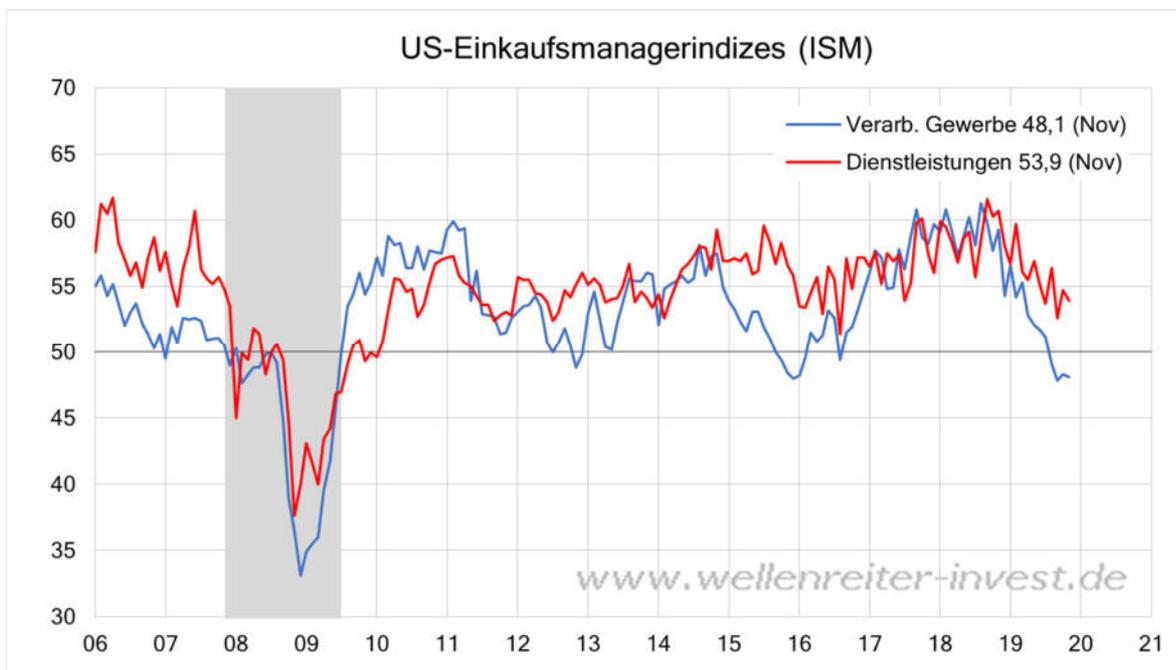


Abb. 1.1: US-Einkaufsmanager-Indizes

Zwischen dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor klafft eine bedeutende Divergenz. Eine ähnlich große Divergenz konnte zuletzt im Jahr 2015 beobachtet werden. Der ISM-Index notierte Ende 2015/Anfang 2016 für 4 Monate in Folge unterhalb der Marke von 50 Punkten. Damals verstärkten sich Konjunkturängste durch einen starken Rückgang des Ölpreises und der Furcht vor einer nachlassenden Wirtschaftstätigkeit in China. Im aktuellen Umfeld notiert der ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe ebenfalls seit 4 Monaten unterhalb der Schwelle von 50 Punkten, der Handelskonflikt zwischen den USA und China hemmt die wirtschaftliche Entwicklung Chinas. Insofern gibt es Parallelen zwischen der damaligen und heutigen Entwicklung.

Die Einkaufsmanagerindizes für den Euroraum erreichten ihren Hochpunkt bereits zu Jahresbeginn 2018 und sinken seitdem kontinuierlich, zuletzt aber mit geringerer Geschwindigkeit. Auffällig ist auch in Europa die Diskrepanz zwischen dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor. Wir erleben eine „Industrie-Rezession“, die vom Dienstleistungssektor nicht geteilt wird. Werte über 50 Punkte bezeichnen eine Phase der wirtschaftlichen Expansion, Werte darunter bedeuten Schrumpfung.

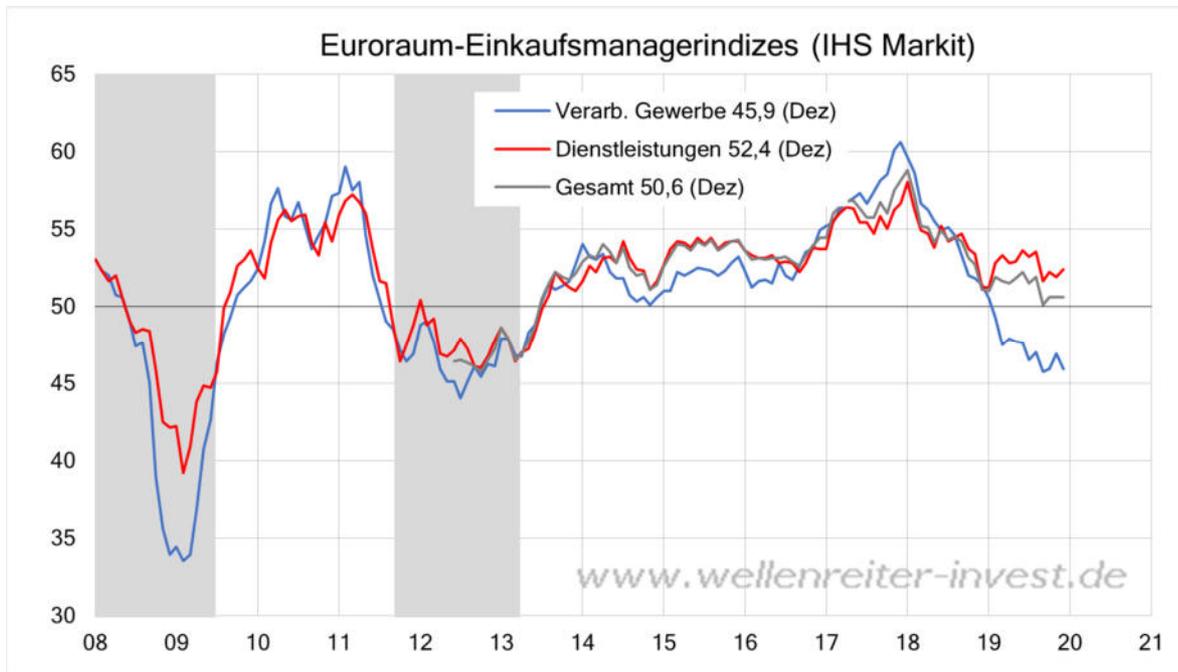


Abb. 1.2: Markit Eurozone Composite PMI

Die Industriewerte notieren auf dem niedrigsten Niveau seit 2012/13. Damals gab es in Europa eine Rezession, weil auch der Dienstleistungssektor ähnlich tief wie der verarbeitende Gewerbe notierte.

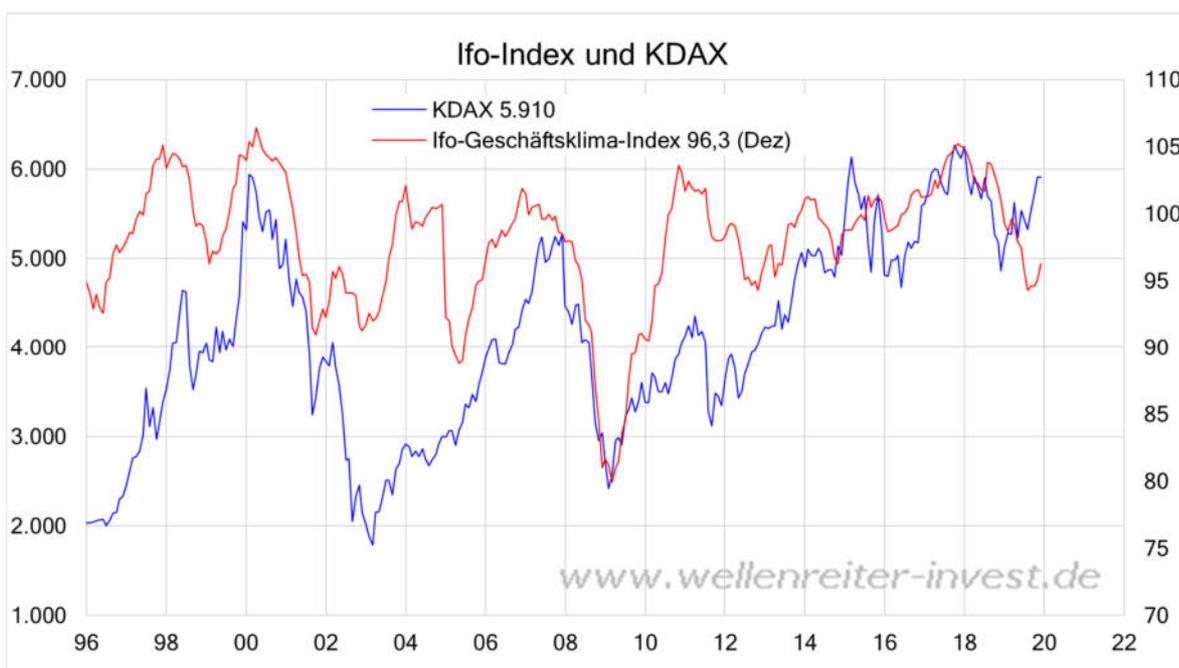


Abb. 1.3: IFO-Index und KDAX

Während der Ifo-Index bereits seit November 2017 an Höhe verliert, hält der DAX dagegen. Eigentlich hätte der Aktienindex – ob als Performance- oder als Kursindex – stärker fallen müssen.

In Jahr 2019 hat sich der Kursindex mit steigenden Kursen deutlich vom Ifo-Index abgekoppelt, der bis in den Herbst gefallen ist. Historisch betrachtet befindet sich der IFO-Index noch immer auf einem relativ hohen Niveau, er hätte Raum auf der Unterseite. Er notiert auf dem Niveau der Jahre 2012/13, als zuletzt in Europa eine Rezession beobachtet werden konnte. Der Ifo-Index bestätigt das rezessive Niveau des europäischen Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes.

Der chinesische Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes notierte im November 2019 bei 51,8 Punkten. Der Tiefpunkt stammt aus dem Januar 2019. Der Dienstleistungsindex notiert bei 53,5 Punkten.

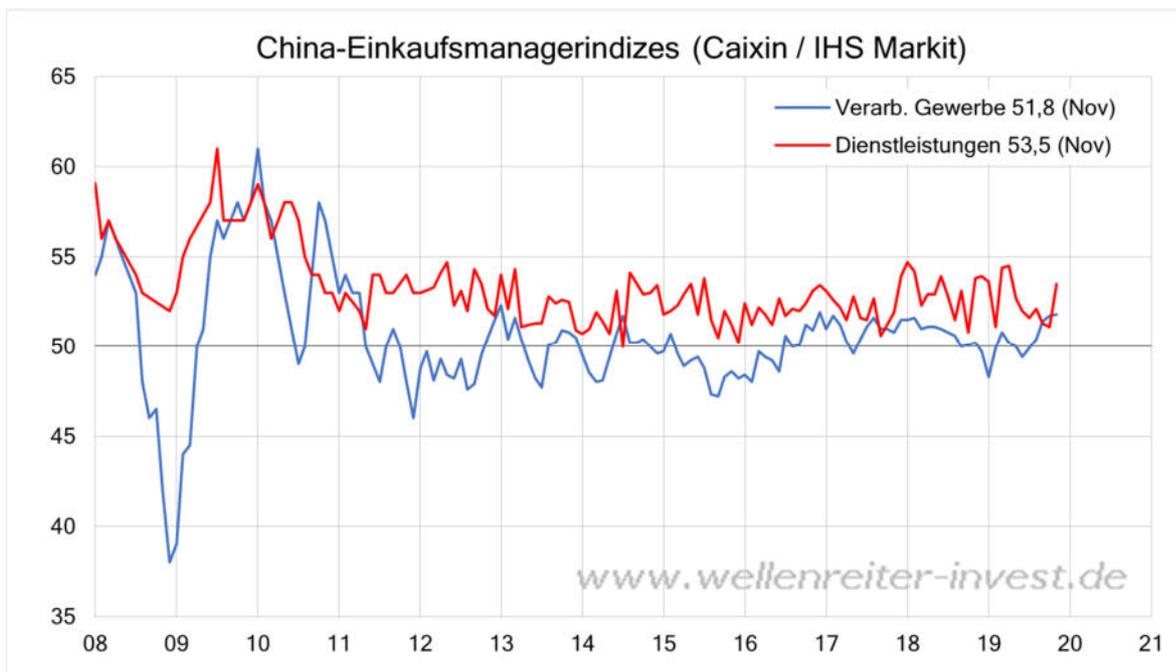


Abb. 1.4: Caixin China PMI

Chinas industrielle Entwicklung hat sich von der Stimmung der Einkaufsmanager in den USA und in Europa in diesem Jahr abgekoppelt, da beide Barometer mittlerweile wieder auf Expansionsniveaus notieren. Seit Auflage des Index im Jahr 2006 unterschritt der Dienstleistungsindex zu keinem Zeitpunkt die Marke von 50 Punkten.

Der Blick allein auf den Einkaufsmanagerindex sagt allerdings wenig über die chinesische Wirtschaft aus. Wichtiger erscheint uns der kontinuierliche Rückgang der Wachstumsrate der Industrieproduktion.

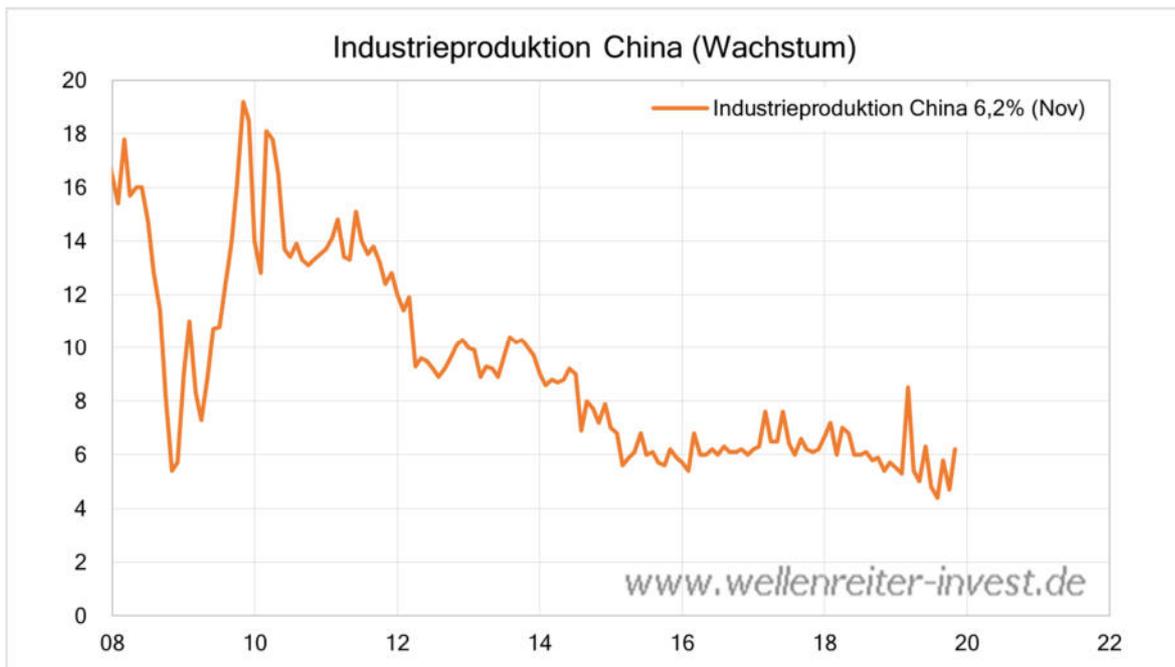


Abb. 1.5: Industrieproduktion China (Wachstum)

In dieser Dekade nimmt das Wachstum der Industrieproduktion in China kontinuierlich ab und liegt zuletzt bei 6,2 Prozent. Der inländische Konsum wächst damit stärker als die Industrieproduktion.

Zwischen den Jahren 2014 und 2016 schmolzen Chinas Währungsreserven um eine Billion auf etwas über 3 Billionen US-Dollar ab. China nutzte diesen Betrag, um den Yuan in der damaligen Krise zu unterstützen.



Abb. 1.6: China FX-Reserven

Erneut sinkende Währungsreserven wären Ausdruck einer weiteren Krise. Zuletzt sind die Reserven stabil. China verzichtet damit im Rahmen des Handelsstreits auf diese Option der Stützung. Insgesamt geht China den Weg schwächerer Wachstumsraten, den die Industrienationen vorher gegangen sind.

Der Blick auf den US-Arbeitsmarkt zeigt eine offizielle Arbeitslosenquote von 3,5 Prozent. Seit dem Jahr 2010 reduzierte sich die Quote um zwei Drittel.

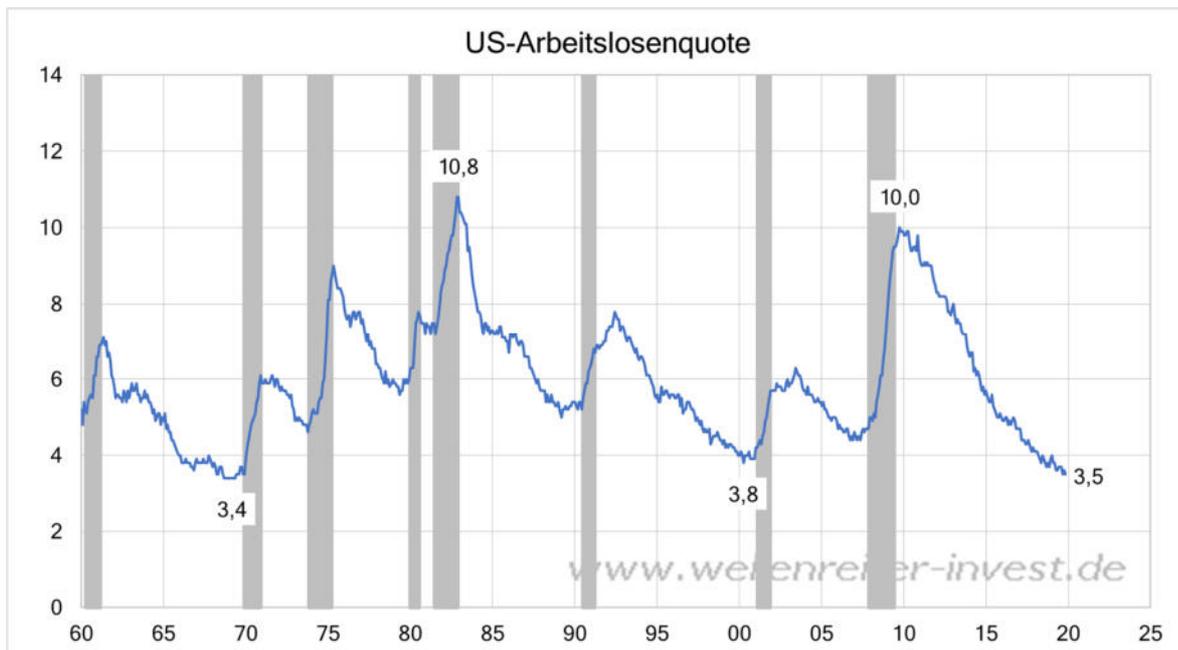


Abb. 1.7: US-Arbeitslosenquote

Die US-Arbeitslosenquote befindet sich damit auf dem niedrigsten Niveau seit 1969.

Die wöchentlich erhobenen Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe markierten ihr Tief bei 193.000 am 13. April 2019. Um Thanksgiving stiegen Sie auf ein höheres Niveau (252.000), nur um kurz vor Weihnachten auf 222.000 zu fallen.

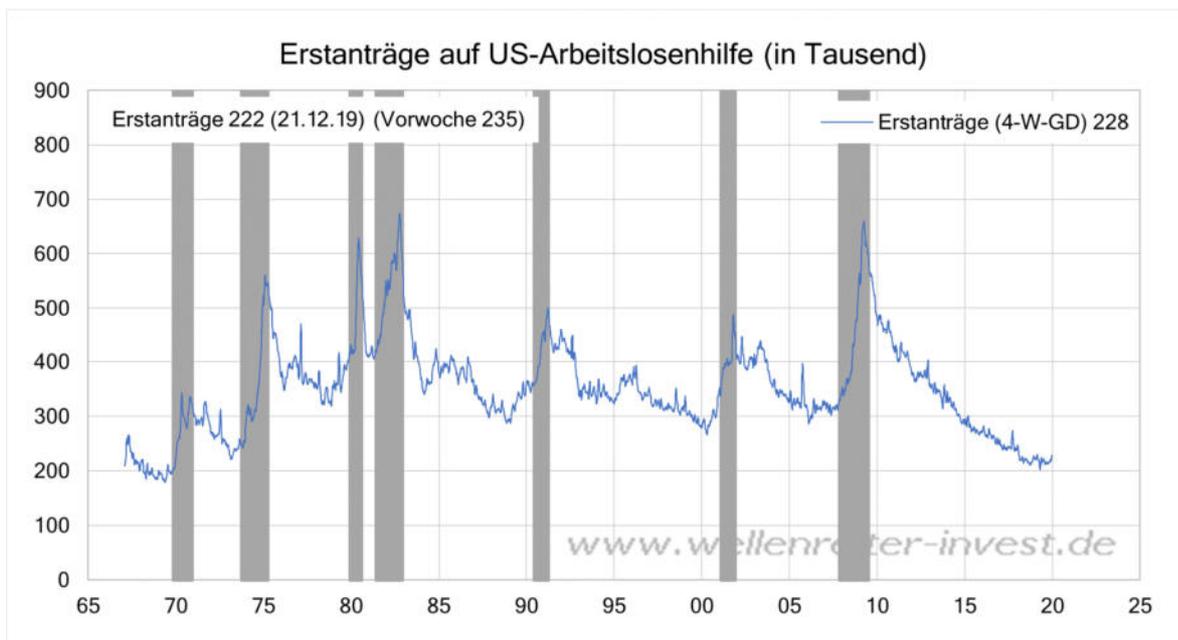


Abb. 1.8: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe

Offenbar handelte es sich um einen saisonalen „Thanksgiving-Fehler“. Ansonsten wäre ein solcher Anstieg gravierend, denn ein plötzlicher Anstieg um 50.000 Anträge würde eine Rezession indizieren.

Nicht nur in Europa, sondern auch in den USA treiben die niedrigen Zinsen den Immobilienmarkt an. Die Zahl der US-Baugenehmigungen stieg im November auf 1,48 Mio. und erreicht damit ein neues Verlaufshoch.

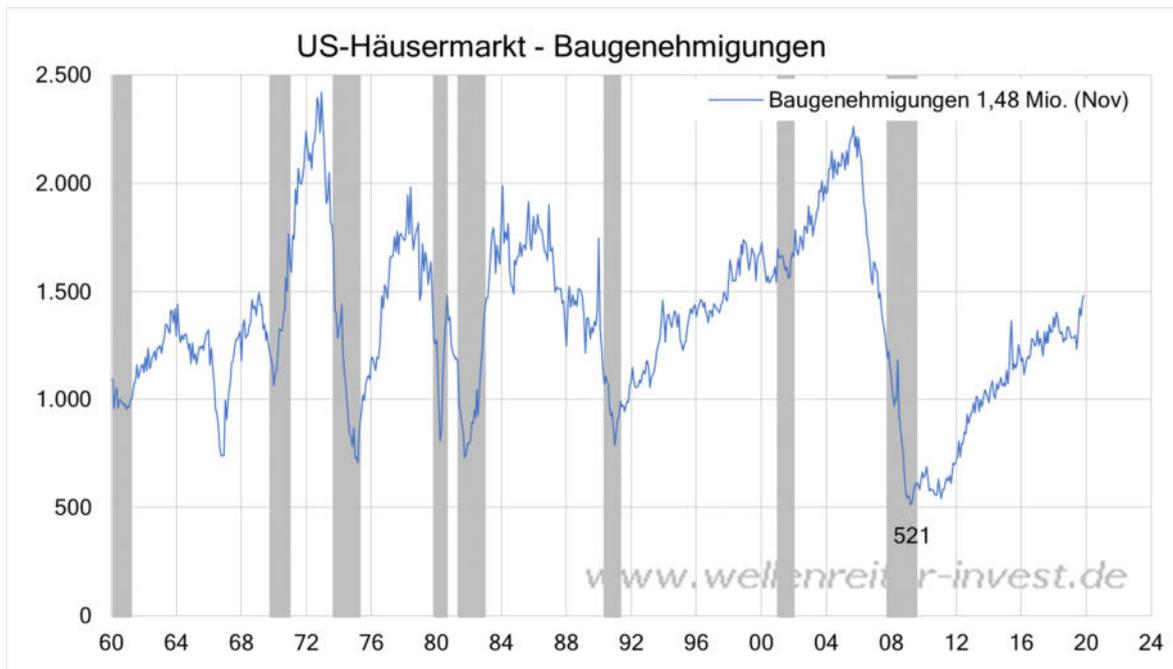


Abb. 1.9: US-Baugenehmigungen

Lediglich in 2001 knickten die Baugenehmigungen im Häusermarkt im Vorfeld der Rezession nicht ein. Die zwischenzeitlich eingeknickte Stimmung der US-Hausbau-Unternehmen verbesserte sich im Jahr 2019. Deutlich fallende Renditen unterstützten den US-Häusermarkt. Der NAHB-Hausbau-Index befindet sich mit 76 Punkten nur noch knapp unterhalb des Allzeithochs von 1998 (78 Punkte).

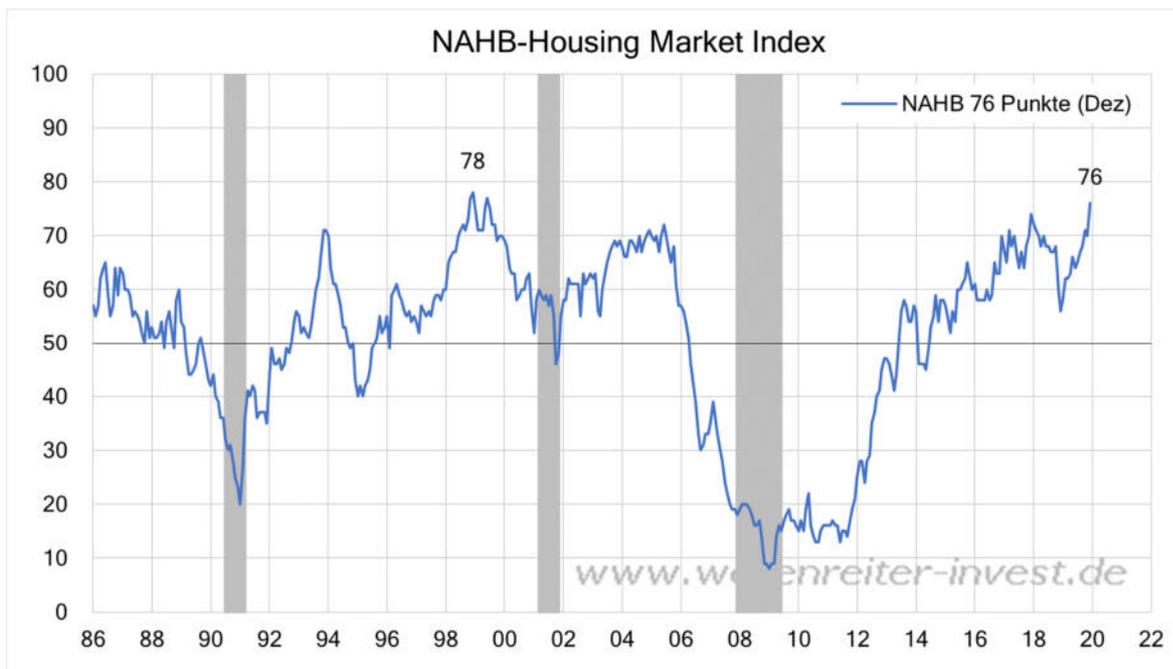


Abb. 1.10: NAHB-Housing Market Index

Unmittelbar vor den letzten US-Rezessionen lag dieser Index bedeutend niedriger. Da der Häuserbereich die letzte Rezession mit der Finanzkrise auslöste, sollte dieser Sektor nicht für die nächste US-Rezession verantwortlich sein. Der Katalysator wird ein anderer sein.

Die Liquiditätsbarometer der wichtigsten Volkswirtschaften zeigen nach oben. So steigt die US-Geldmenge M2 dank Anleihenkäufen und Repo-Tätigkeit der Fed seit einigen Monaten kontinuierlich und deutlich an. Die steigende Liquidität ist ein positives Omen für die Kapitalmärkte.



Abb. 1.11: US-Geldmengenwachstum M2 (Prozent)

Auch im Euroraum steigt die Geldmenge, wenn auch nicht so deutlich wie in den USA.

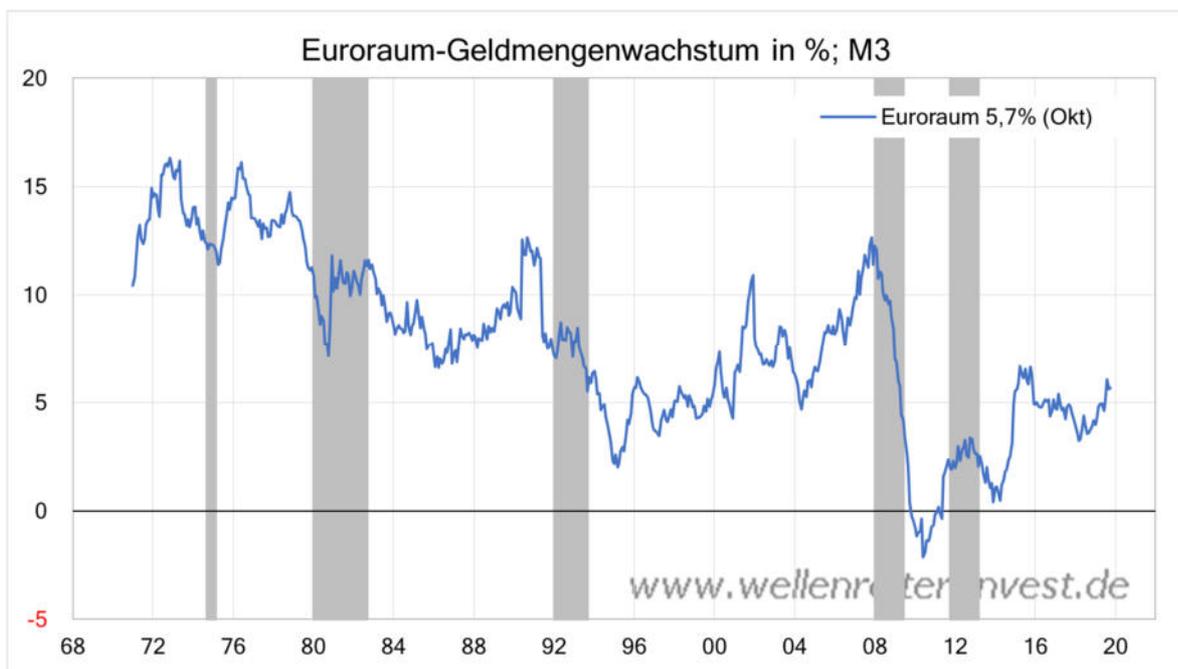


Abb. 1.12: EZB-Geldmengenwachstum M3 (Prozent)

Die Entwicklung dürfte durch das Niedrigzinsumfeld und durch Kreditvergaben im Immobilienbereich gefördert werden.

Im Hinblick auf eine Rezession hatte die Zinsstrukturkurve in den letzten 50 Jahren wertvolle Hinweise im Vorfeld geben können. Dieser Indikator bietet erstmals in diesen 50 Jahren ein uneinheitliches Bild. Die Zinsspanne 10jährige minus 2jährige US-Anleihen invertierte Ende August 2019 lediglich drei Tage lang, bevor sie erneut auf die Plusseite sprang.

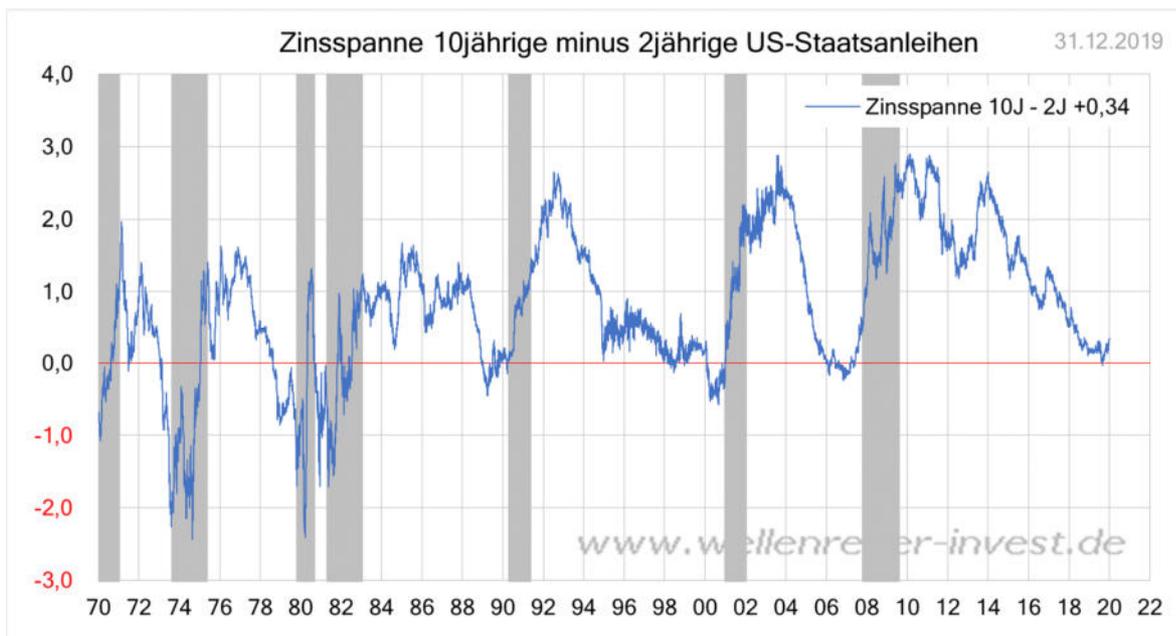


Abb. 1.13: Zinsspanne 10jährige minus 2jährige US-Staatsanleihen

Ein solches temporäres Fehlsignal gab es in den letzten 50 Jahren in diesem Indikator lediglich einmal im Jahr 1998. Historisch bildete sich in dieser Laufzeit über einen längeren Zeitraum eine Inversion aus, bevor eine Rezession folgte. Die Zinsstrukturkurve wurde dann historisch steiler, weil die US-Notenbank mit mehreren Leitzinssatzsenkungen in den kurzen Laufzeiten gegensteuerte. Diese Schritte sind momentan nicht zu erwarten.

Während die Zinsspanne 10 Jahre minus 2 Jahre mit einer Mini-Inversion aufwartete, dauerte die Inversion der Zinsspanne 10 Jahre minus 3 Monate (aktuell +37 Punkte) mit Unterbrechungen von März bis Oktober 2019. Ihr scheint die größere Präzision im Hinblick auf die Prognose einer Rezession zu gebühren.

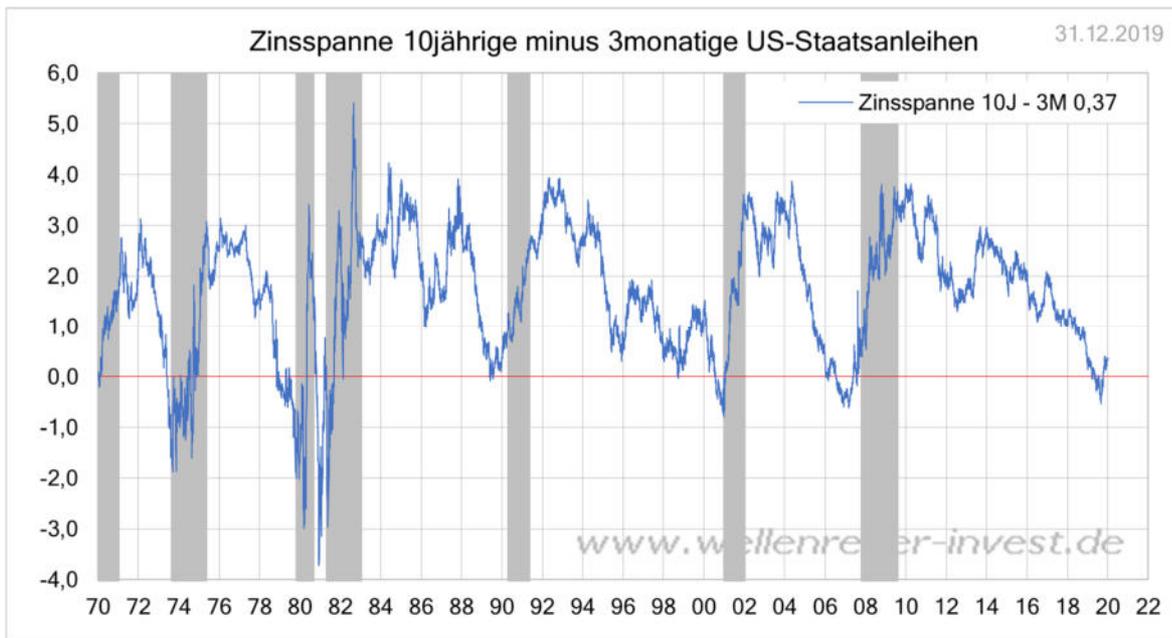


Abb. 1.14: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen (1970-2020)

Seit der ersten Inversion im März sind 9 Monate und 12 Tage vergangen. In dieser Laufzeit ist kein Fehlsignal wie im Jahr 1998 entstanden.

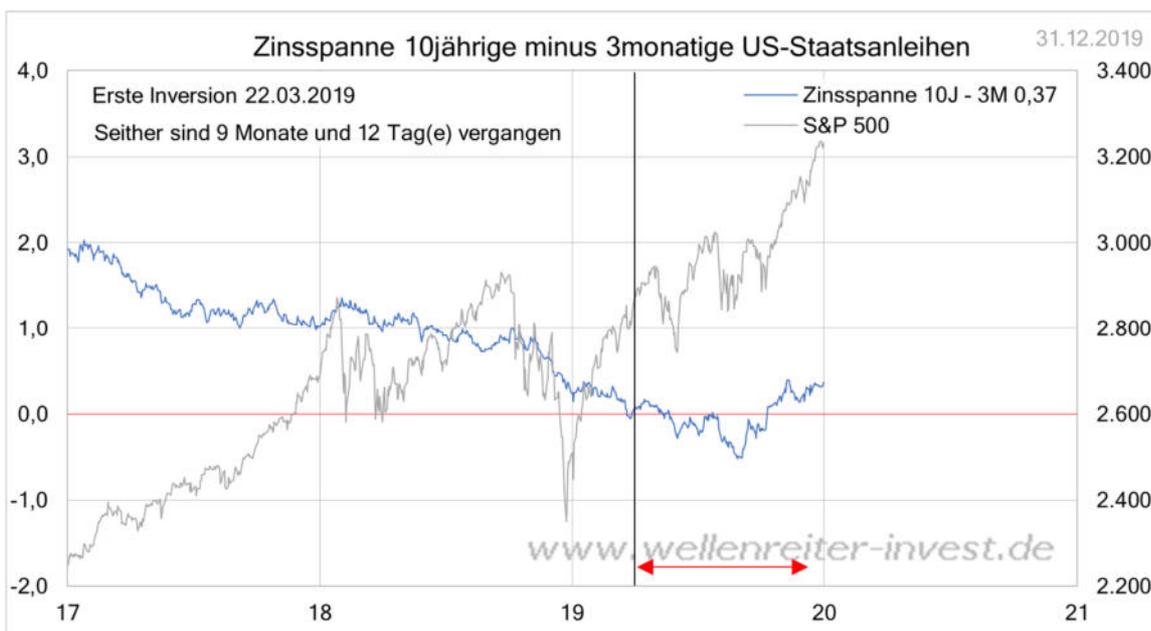


Abb. 1.15: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen (2017-2020)

Für eine längere Zeit invers war diese Zinsstrukturkurve ab Mai. Die zeitliche Ausdehnung der Inversion dieser Zinsstrukturkurve ist als völlig ausreichend für das Inkrafttreten eines Rezessionssignals in der Zukunft anzusehen.

Nach den historischen Daten der vergangenen 50 Jahre läge der späteste Zeitpunkt für einen Rezessionsbeginn im Juli 2020.

Zinsstruktur 10 Jahre minus 3 Monate

Inversion	Hoch S&P500	Rezessionsbeginn	Inversion bis Hoch S&P500	Hoch S&P500 bis Rez-Beginn	Dauer Inversion bis Rezession
			Monate	Monate	Monate
10.01.1969	Okt 69	Dez 69	10	2	11
14.06.1973	Jan 73	Nov 73	-5	10	5
08.12.1978	Feb 80	Jan 80	14	-1	13
07.11.1980	Nov 80	Jul 81	-0	8	8
06.06.1989	Jul 90	Jul 90	13	0	13
31.08.2000	Mrz 00	Mrz 01	-6	12	6
03.08.2006	Okt 07	Dez 07	14	2	16
22.03.2019	Apr 20	Jul 20	13	3	16
Durchschnitt			5	5	10

Die Investoren stehen vor der Aufgabe, die Divergenzen in den einzelnen US-Zinsstrukturkurven richtig zu deuten und das erhöhte Rezessionsrisiko zu berücksichtigen. Wenn die Geschichte Vorbild ist, besteht ab April eine erhöhte Rezessionsgefahr.

Die Spanne zwischen den US-Unternehmensanleihen mittlerer Güte (BAA) und denjenigen hervorragender Bonität (AAA) zeigt wenig und im Jahr nachlassenden Stress an. Unternehmensanleihen mittlerer Bonität geraten in Rezessionszeiten unter Kursdruck, während die Unternehmen mit der besten Bonität als „sicherer Hafen“ angesehen werden.

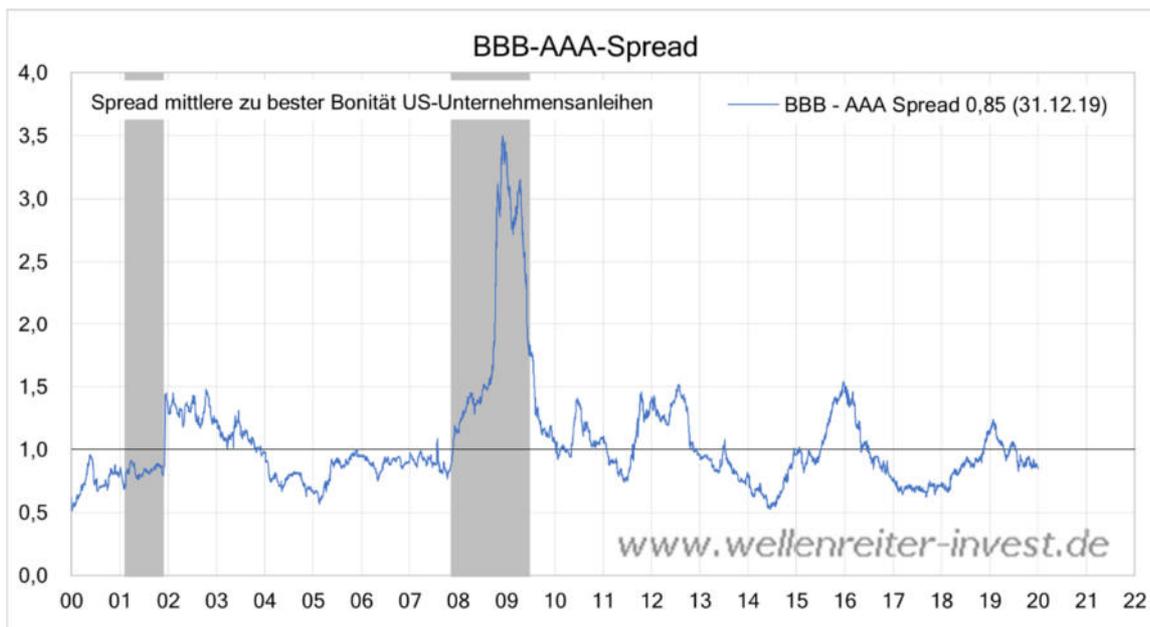


Abb. 1.16: BAA – AAA-Spread

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).

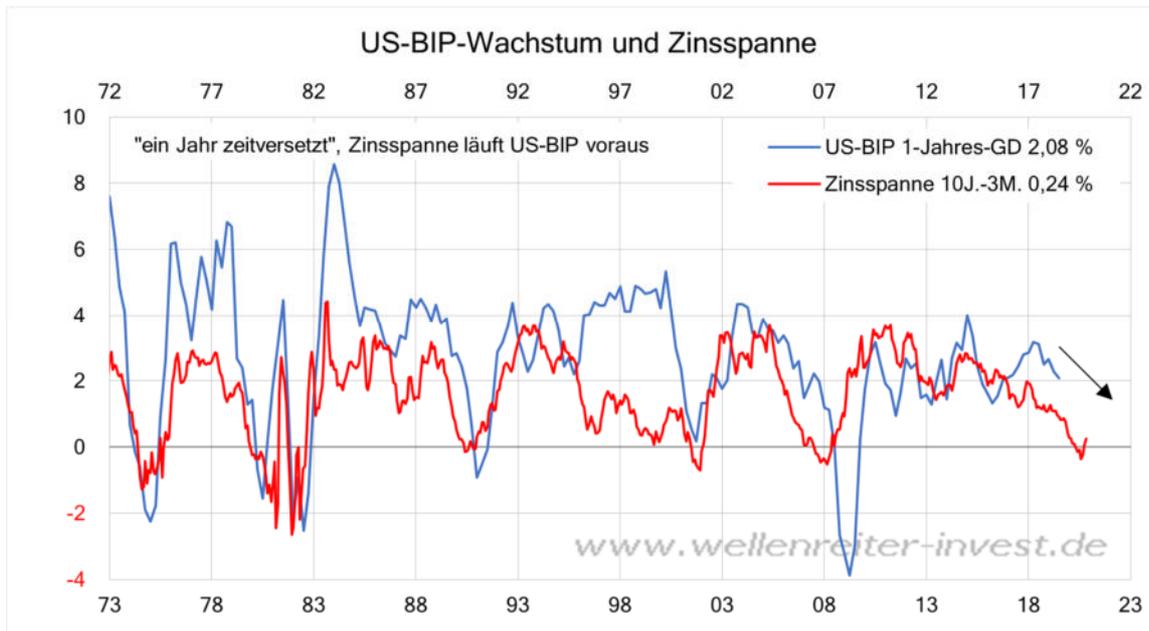


Abb. 1.17: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Dieser Indikator hatte für das Jahr 2019 eine wirtschaftliche Abkühlung vorhergesagt. Eine solche trat in den USA sukzessive ein. Auch für das Jahr 2020 weist die Verringerung der Zinsspanne auf eine kühlere Phase hin.

Fazit

Die US-Konjunktur hielt sich im Jahr 2019 relativ stabil, der industrielle Sektor neigte allerdings stärker zur Schwäche. In Asien und in Europa manifestierte sich eine Situation im Grenzbereich einer Rezession. Während die Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes in einigen Ländern die 50-Punkte-Marke zum Teil deutlich unterschritt, sodass der Begriff „Industrie-Rezession“ formuliert werden kann, lief der Dienstleistungssektor rund. Davon profitierten beispielsweise Länder mit hohen Dienstleistungsanteilen wie Frankreich oder die USA. Für das Jahr 2020 sieht die Zinsstrukturkurve eine US-Rezession vor. Käme diese nicht, wäre zum ersten Mal seit den 1960er Jahren ein Fehlsignal ausgelöst worden. Der Vergleich mit 1998 ist ein Hoffnungsschimmer für die konjunkturelle Entwicklung in 2020, hinkt allerdings etwas.

Die niedrigen Zinsen befeuern die Bautätigkeit sowohl in Europa als auch in den USA, unterstützt durch Zentralbankmaßnahmen. Was könnte einen wirtschaftlichen Abschwung in den USA auslösen? Ein Entzug der Zentralbankmaßnahmen oder ein Zinsanstieg wären Möglichkeiten.

1.2 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. Seit-her gelten die Inflationsraten - abgesehen von einem kurzen Aufbäumen in den Jahren 2008 und 2011 - als gezähmt.

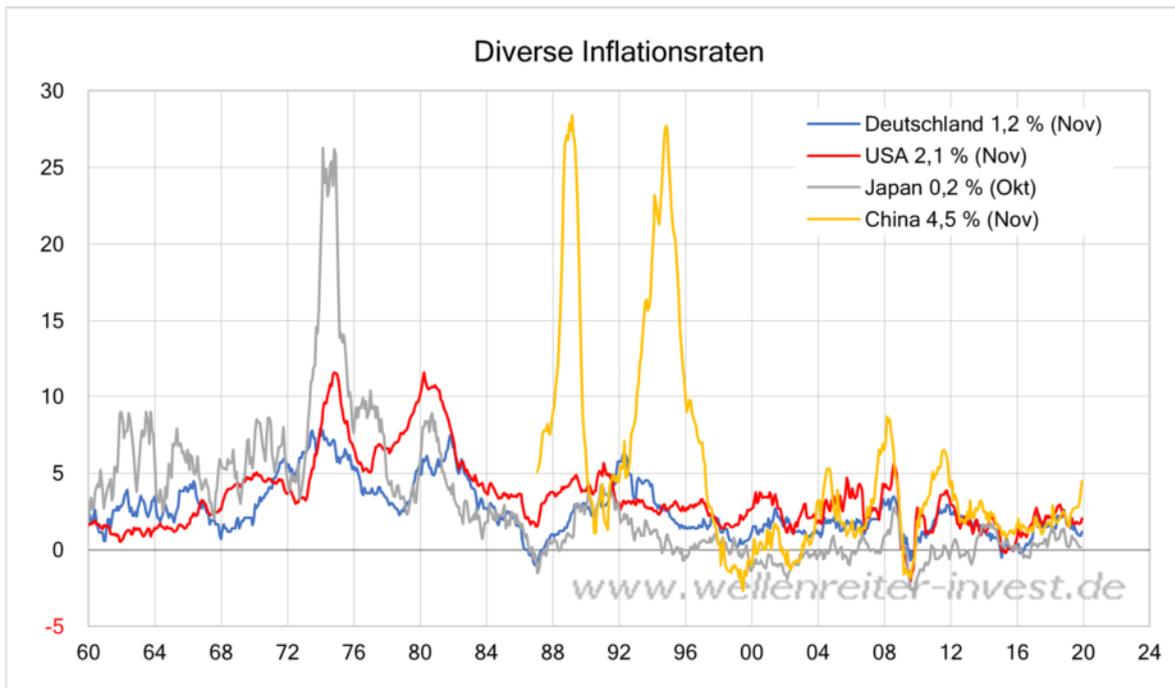


Abb. 1.18: Diverse Inflationsraten

In China steigt die Inflationsrate in den letzten Monaten sehr stark an, weil sich der Preis für Schweinefleisch explosionsartig verteuert hat. Der Sondereffekt Schweinepest wird aber im Jahr 2020 auslaufen. Daher ist China kein Vorläufer für die Inflationsraten anderer Länder.

In Europa setzte um das Jahr 2015 herum eine Deflation ein, aus der sich der Kontinent herausarbeiten konnte. Aktuelle Inflationsraten fluktuieren um die 1-Prozent-Marke. Die Kerninflation liegt knapp oberhalb von 1,0 Prozent, sie notiert seit Jahren um diese Marke herum.

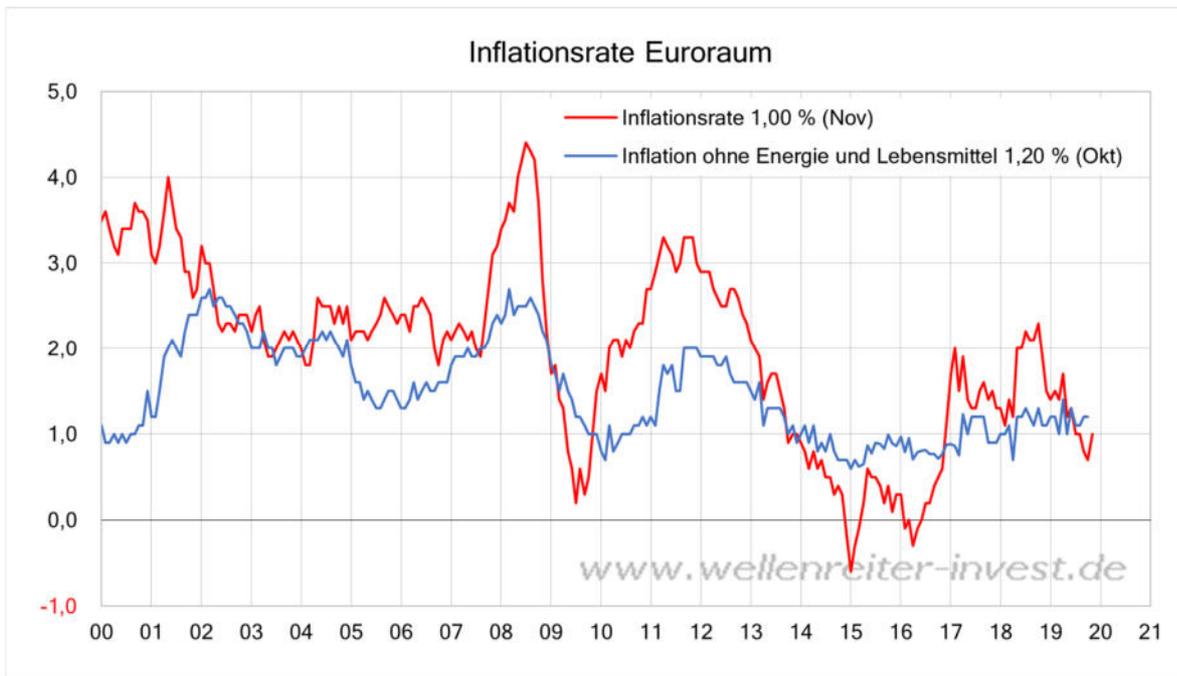


Abb. 1.19: Inflationsrate Euroraum

Die Inflationsrate ist für die EZB zu niedrig, sie strebt ein höheres Niveau von etwa 2 Prozent an. Daher wird sie ihren expansiven Kurs – ein Kaufprogramm für Staatsanleihen über 20 Mrd. Euro/Monat – sehr wahrscheinlich über das gesamte Jahr 2020 fortsetzen.

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.

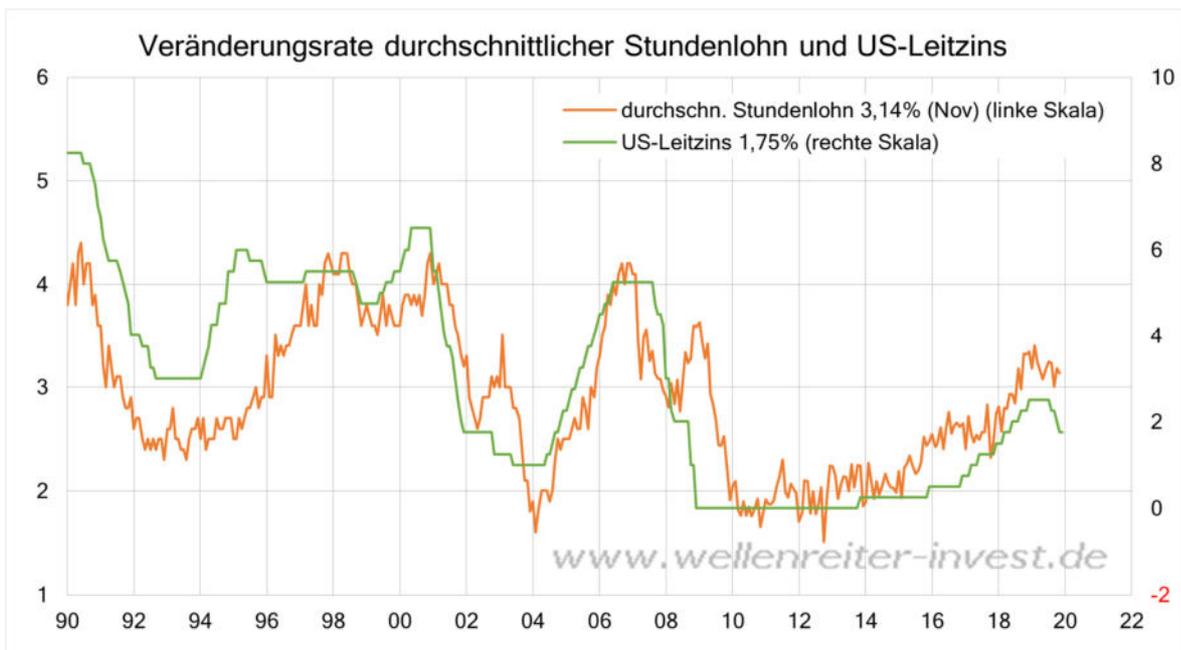


Abb. 1.20: Veränderungsrate durchschnittlicher Stundenlohn und US-Leitzins

Die US-Lohninflation notiert bei 3,1 Prozent und liegt damit deutlich unterhalb der jeweiligen Hochpunkte aus den vergangenen Dekaden. Sie fällt seit Anfang 2019 und zeigt damit an, dass die Zinssenkung der Fed wirtschaftlich gerechtfertigt ist. Allerdings ist zunächst mit keinen weiteren expansiven Schritten zu rechnen.

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

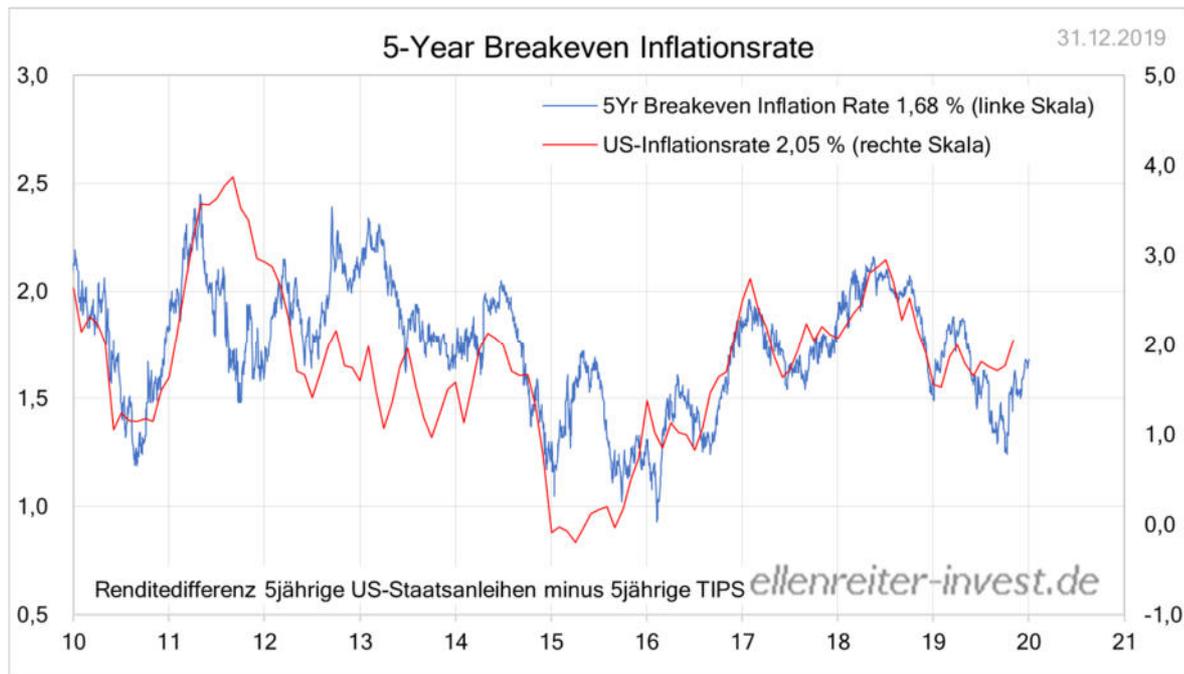


Abb. 1.21: 5-Year US-Break-Even-Inflation Inflationsrate

Diese Methode hat den Vorteil einer Marktpreisbetrachtung. Sie basiert nicht auf Umfragen oder Einschätzungen. Die 5-Jahres-Breakeven Inflationsrate erholte sich in den vergangenen Monaten und stützt damit die These eines temporären Anstiegs der Inflationsrate. Die erwartete Inflationsrate ist allerdings noch zu niedrig, um eine neue Bremspolitik einzuleiten.

Die Inflationsprognosen für die USA und Europa haben wir bis einschließlich Juli 2020 erstellt. Dem basiseffektbedingten Anstieg zum Jahresbeginn in die Nähe von 2,2 Prozent sollte relativ schnell ein Fall in Richtung 1,5 Prozent folgen, bevor sich die US-Inflationsrate zum Sommer hin leicht erholen kann.



Abb. 1.22: Inflationsrate USA

In Europa rechnen wir ebenfalls mit einem Frühjahrs-„Dip“. Die Inflationsrate sollte um die 1-Prozent-Marke schwanken.

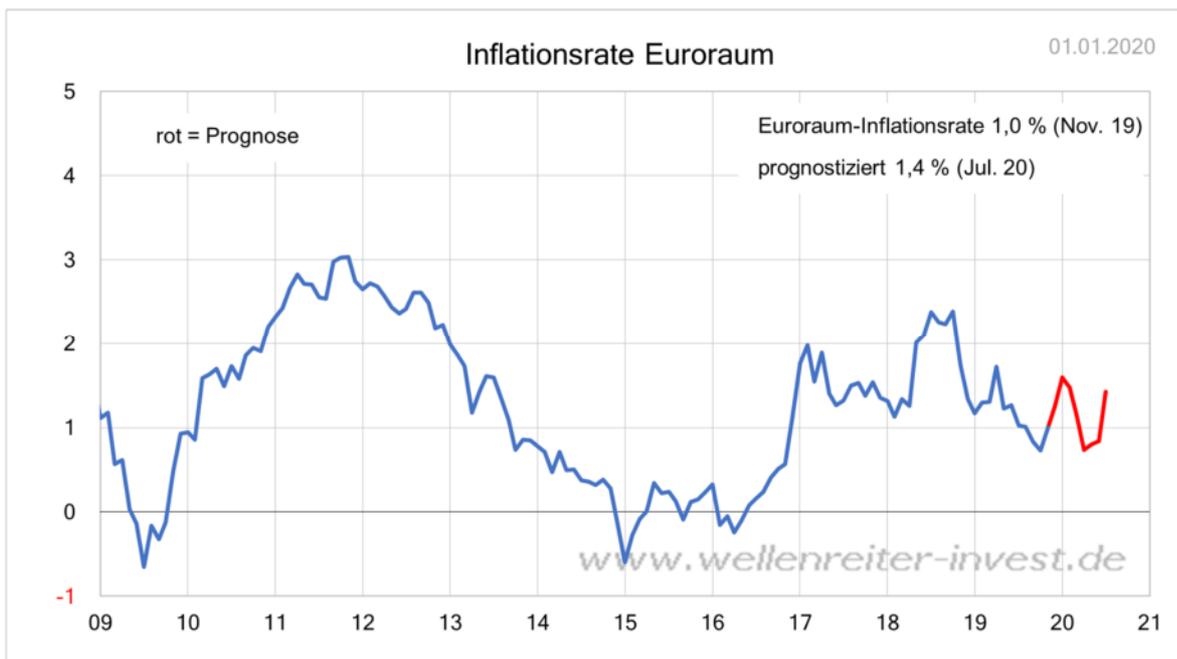


Abb. 1.23: Inflationsrate Euroraum

Es ist in 2020 zu erwarten, dass sich die US-Inflationsrate auch weiterhin in ihrem Wohlfühlkorridor aufhalten wollte. Die Bank of America hatte in einer Untersuchung ausgerechnet, dass der durchschnittliche Jahresgewinn des S&P 500 bei überdurchschnittlichen 12 Prozent notiert, wenn sich die Inflationsrate im Rahmen ihres Wohlfühlkorridors (zwischen 1 und 3 Prozent) bewegt.



Abb. 1.24: US-Inflationsrate und S&P 500 seit 2000

Zumindest aus Sicht der zu erwartenden Inflation bewegt sich der S&P 500 in einem vorteilhaften Umfeld.

Fazit

Die im Frühjahr fallenden Inflationsraten würden zu einer Abkühlung der US-Wirtschaft in den ersten Monaten des Jahres 2020 passen. Bedeutende Veränderungen in der Inflationsrate sind im Jahr 2020 nicht zu erwarten. Wir erwarten ein Oszillieren der US-Inflationsrate im Bereich von zwei Prozent. Chinas stark steigende Inflationsrate ist dem Sonderfaktor Schweinepest geschuldet und somit kein Indikator für einen deutlichen Anstieg der globalen Inflation.

2. Notenbankpolitik und Anleihen

2.1. Bilanzsummen

Die Bilanzsummen der Zentralbanken steigen jüngst wieder an. Die Japaner hatten global als einzige Notenbank ihre Bilanz ausgeweitet. Im September 2019 bildeten sich Verspannungen am US-Geldmarkt, die zunächst mit einmaligen Repogeschäften bekämpft wurden.

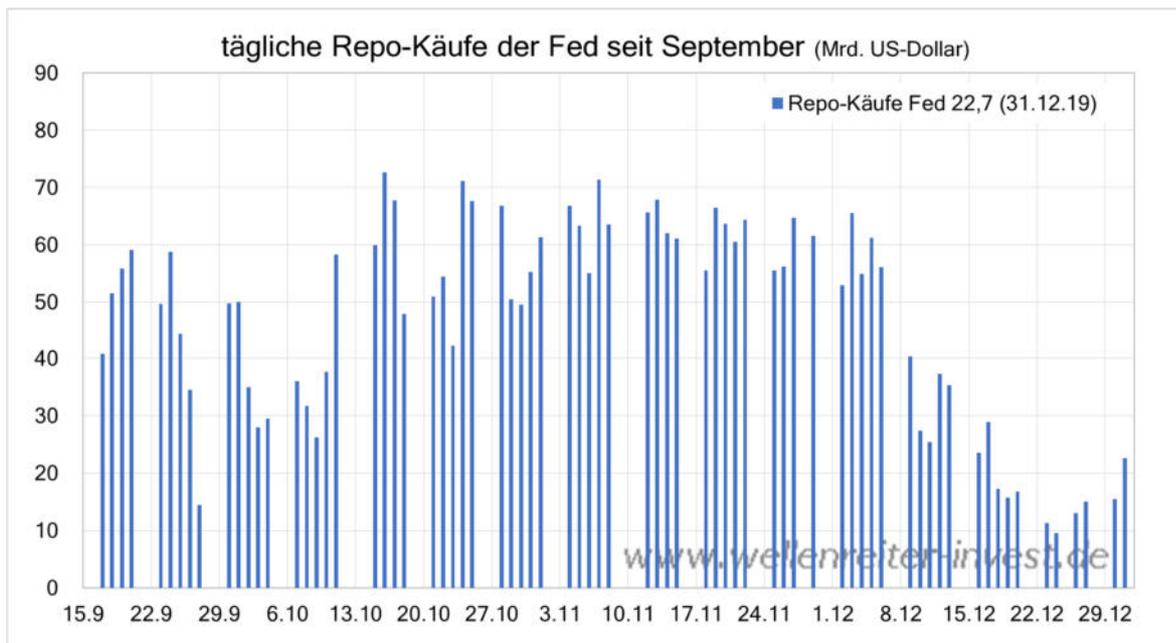


Abb. 2.1: Tägliche Repo-Käufe der Fed seit September (Mrd US-Dollar)

Im Laufe des Oktobers erhöhte die US-Notenbank den Umfang der Geschäfte, sie kauft zumindest bis in das zweite Quartal 2020 kurzlaufende T-Bills im Volumen von 60 Mrd. Dollar pro Monat. Die EZB erwirbt seit Anfang November langlaufende Staatsanleihen im Volumen von 20 Mrd. Euro pro Monat. Dieses Kaufprogramm hat keine fixe Terminierung.

Wir zeigen die Bilanzsummen in der jeweiligen Währung.

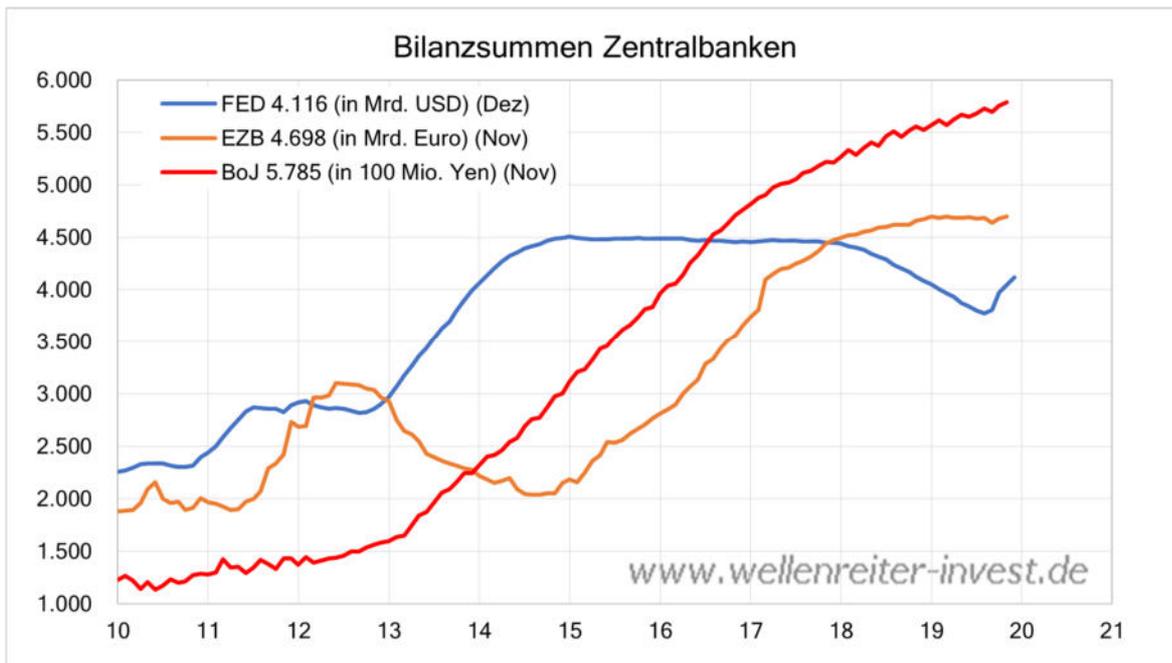


Abb. 2.2: Bilanzsummen Zentralbanken 2010-2020

Sofern die FED ihr nicht exakt terminiertes Kaufprogramm bis Ende Mai fortführt, erreicht ihre Bilanz wieder das Niveau der Jahre 2015 – 2017. Aus Börsensicht wird relevant sein, dass die US-Notenbank ihre Bilanz danach nicht wieder verkleinern möchte. Die Bilanzsummen der drei großen Notenbanken stellen wir nachfolgend dar.

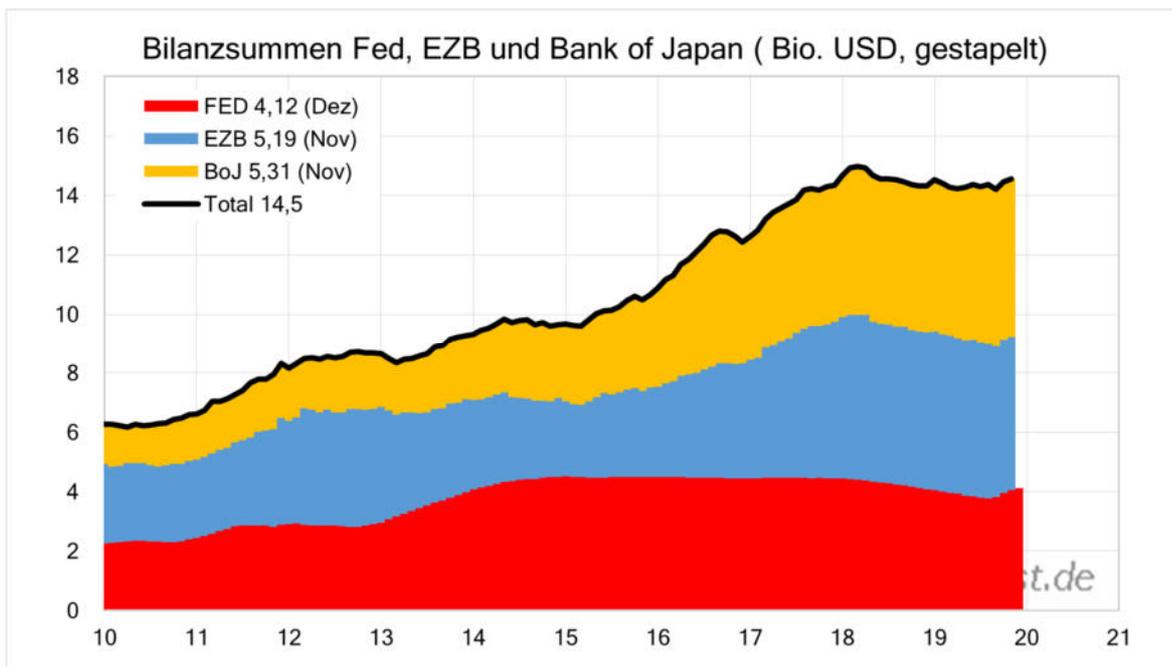


Abb. 2.3: Bilanzsummen FED, EZB und BoJ gesamt (in Bio USD)

Die aggregierte Bilanzsumme stagniert seit Frühjahr 2018, zog zuletzt aber an. Da die Japaner den möglichen monatlichen Umfang (etwa 70 Mrd. US-Dollar pro Monat) zuletzt nur zu einem Bruchteil ausgenutzt haben, die EZB nur 20 Mrd. Euro (statt 80 Mrd. Euro vorher) pro Monat aufwendet und die US-Notenbank ihr Kaufprogramm wahrscheinlich im Laufe des zweiten Quartals einstellen wird, ist lediglich mit einer

geringen Expansion der aggregierten Bilanzsumme zu rechnen. Das Verhalten der US-Notenbank hat auf die Entwicklung der Märkte in Form eines „Risk on/Risk off“-Verhaltens einen wichtigen Einfluss, wie wir im folgenden Kapitel zeigen werden. Wir rechnen damit, dass sie spätestens im Rahmen der regulären Märzszitzung ihr weiteres Vorgehen bekanntgeben wird. Grundsätzlich ist erkennbar, dass die Bilanzerweiterung der großen Notenbanken abflacht.

2.2. USA

Die Fed-Funds-Futures implizieren im Jahr 2020 ein weitgehendes Ausbleiben von Leitzinsschritten.

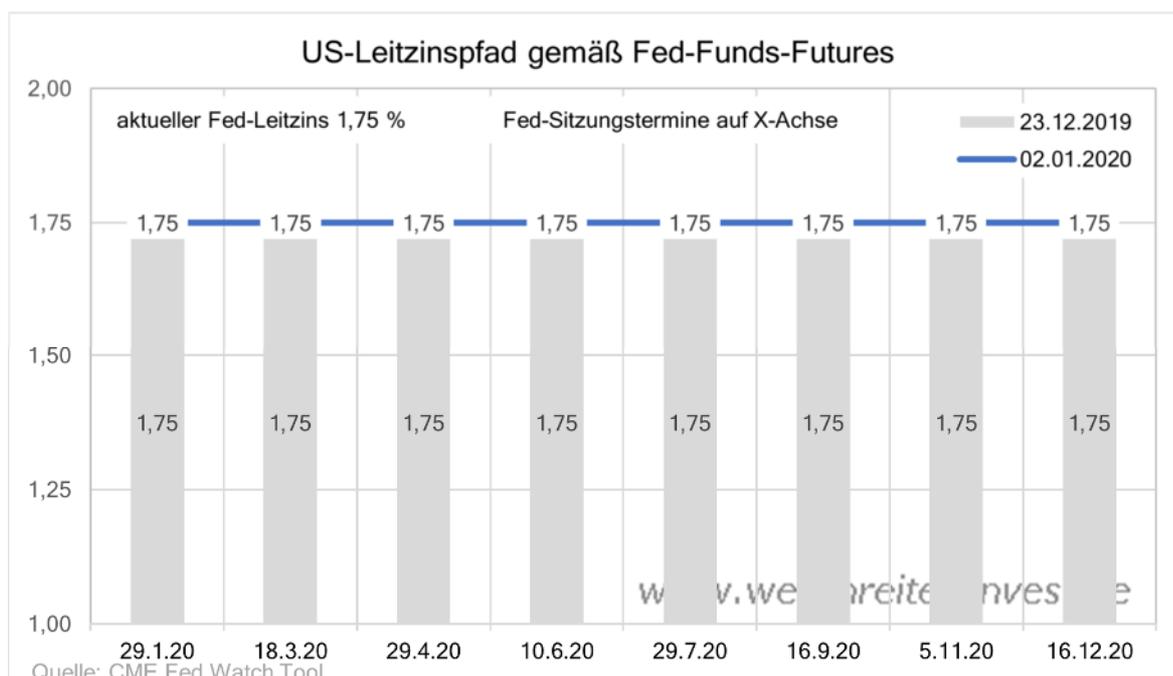


Abb. 2.4: US-Leitzinsentwicklung CME Fed Watch Tool

Nach drei Zinssenkungen im Jahr 2019 ist der Zinssenkungspfad der FED zum Stillstand gekommen. Ihr zusätzliches „QE“-Programm (auch wenn es diesmal nur kurzlaufende Schuldtitel sind) ist eine weitere Maßnahme zur Liquiditätsverbesserung und als expansive Maßnahme anzusehen. Die Erwartung der Investoren, dass die FED bis zur Präsidentschaftswahl Anfang November 2020 die Leitzinsen unverändert belässt, wird sich im weiteren Jahresverlauf verändern. Sie werden durch die Marktentwicklung bestimmt.

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

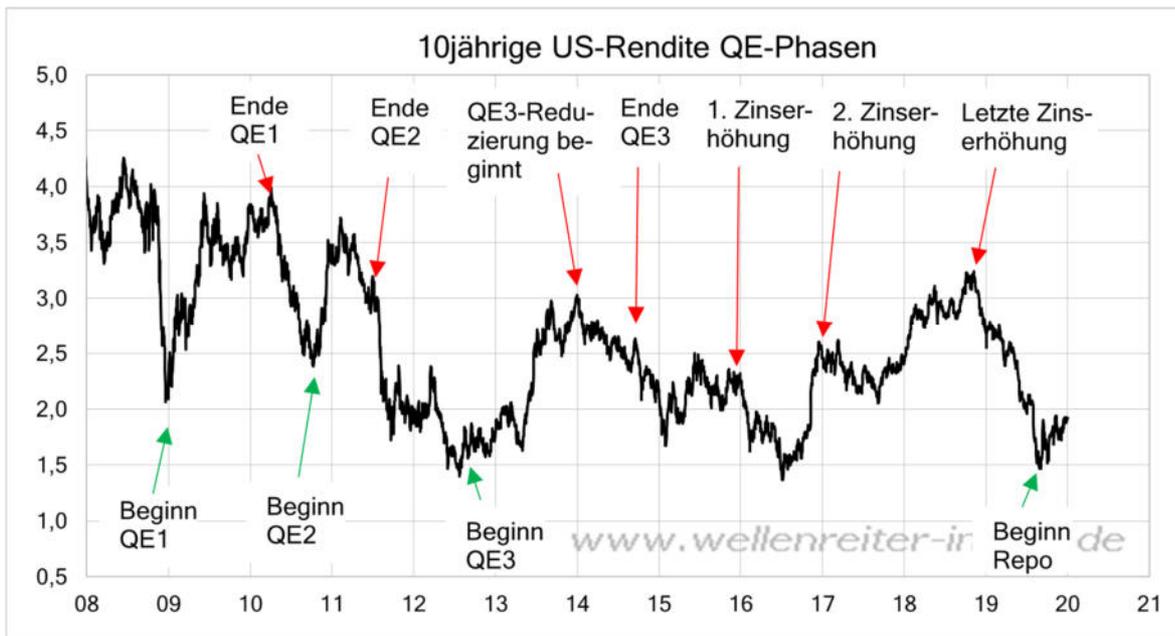


Abb. 2.5: 10jährige US-Rendite QE-Phasen

Drei QE-Phasen hinterließen bei der Entwicklung der zehnjährigen US-Rendite deutliche Spuren. In einem disinflationären Umfeld mit fallenden Rohstoffpreisen war der Basistrend abwärtsgerichtet. Das Ende eines QE-Programmes führte zu fallenden Renditen, ein neues QE-Programm zu steigenden Renditen. Im Jahr 2017 setzte ein Zinserhöhungspfad ein, der erst im Dezember 2018 endete. Die Renditen fielen über 10 bzw. 12 Monate, bis ein neues QE-Programm im Oktober 2019 abermals zu steigenden Renditen führte. Der Beginn expansiver Phasen führte zumindest temporär zu steigenden Renditen, der Beginn einer restriktiven Phase zu sinkenden Renditen.

Der Blick auf die Historie zeigt, dass das Ende eines QE-Programms zu sinkenden Renditen führen müsste. Eine Einschränkung wäre nur dann gültig, wenn die FED einen neuen Zinserhöhungszyklus starten würde. Dieser Pfad erscheint unwahrscheinlich, da die US-Notenbank im Vorfeld der US-Präsidentenwahl üblicherweise eine abwartende Haltung einnimmt und somit nach dem Ende des QE-Programms nur ein relativ kleines Zeitfenster von zwei Sitzungen (Juni/Ende Juli) besteht, um die Zügel zu straffen. Weitere Zinssenkungen wird es nicht geben, solange der US-Aktienmarkt nahe seines Allzeithochs notiert und der Arbeitsmarkt weiterhin gut läuft. Erst ein Rückgang am US-Aktienmarkt von etwa 10 Prozent würde wahrscheinlich ein Umdenken innerhalb der FED bewirken.

Die Muster bei den Anlageklassen waren bei einem Risk on-Verhalten (QE-Programm) steigende Aktienkurse, steigende Anleihenrenditen, steigende Industriemetalle und ein sinkender Goldpreis. Bei einem Risk off-Verhalten (Ende QE-Programm oder QT) fielen die Aktienkurse, Anleihenrenditen und Industriemetalle.

Die Spekulation auf einen Renditeanstieg erreichte Anfang Oktober 2018 ein oberes Extrem. Seither war sie zwar rückläufig, bleibt aber oberhalb der Null-Linie. Die Spekulation bei den Anleihen ist invers dargestellt, um die Spekulation auf die Rendite erkennbar zu machen.

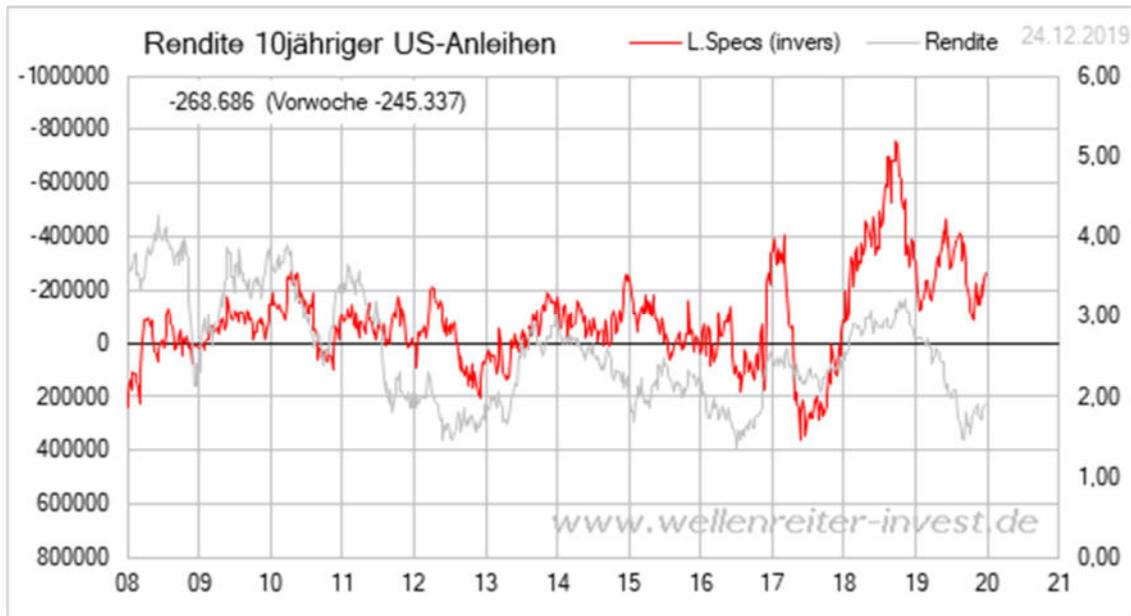


Abb. 2.6: Netto-Positionierung der Großspekulant in Rendite 10jähriger US-Anleihen

Da die zehnjährige US-Rendite nach 2012 und 2016 im Jahr 2019 zum dritten Mal die Unterstützungszone um 1,40 Prozent erreicht hatte, besteht am US-Terminmarkt die Divergenz darin, dass die Großspekulant im Gegensatz zu 2012 und 2016 bei diesen Renditeniveaus nicht long positioniert sind, also auf dem Chart oberhalb der Null-Linie verbleiben.

Am ganz langen Ende (30 Jahre) erreicht die Spekulation auf steigende Renditen fast wieder den Höchstwert aus dem Jahr 2018.

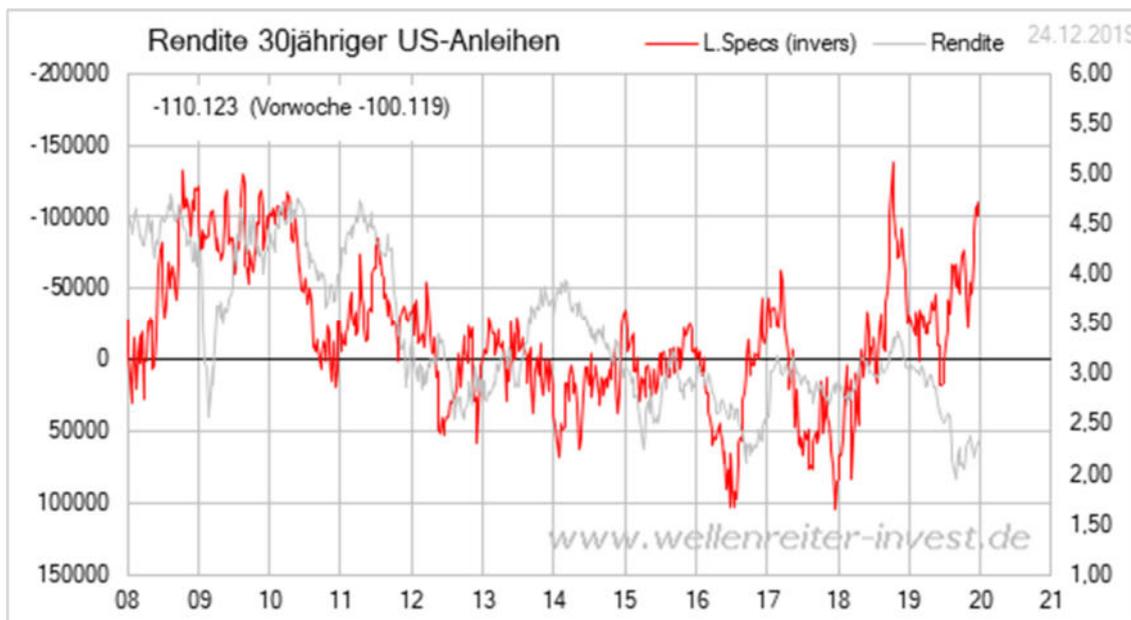


Abb. 2.7: Netto-Positionierung der Großspekulant Rendite in 30jährigen US-Anleihen

Damit verringert sich die Chance auf einen nachhaltigen und starken Renditeanstieg, wie er nach den Tiefpunkten in den Jahren 2012 und 2016 in den folgenden 12 Monaten zu beobachten war. In der Summe spricht die Positionierung der Großspekulan- ten nur für einen noch moderaten Renditeanstieg.

Der Renditeanstieg 10jähriger US-Anleihen wird vorläufig vom 1-Jahres-GD (rote Linie folgender Chart) aufgehalten.



Abb. 2.8: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen Monatschart

Seit Mitte 2011 notiert die zehnjährige Rendite in einer breiten Handelsspanne zwischen 1,40 und 3 Prozent. Der dritte Test der Unterstützung auf der Unterseite verläuft nicht dynamisch und bleibt auf dem Monatschart bisher Stückwerk. Sie erinnert vom Muster etwas stärker an das Jahr 2012, als die Wende mit einem höheren Renditetief erst im Folgejahr geschah. Im Bereich um 2,00-2,10 Prozent dürfte der Deckel der Erholung liegen. Danach ist mit einer Art Rücktest des Tiefs des Jahres 2019 zu rechnen. Dieses Tief sollte sich im Sommer (Juni/Juli) bilden und das Tief von 2016 nicht unterschreiten.

Fazit

Der richtigen Einschätzung der Politik der US-Notenbank kommt in 2020 eine sehr wichtige Rolle zu, da ihr QE-Programm nicht exakt terminiert ist und nur ein kurzes Intermezzo darstellt. Darüber hinaus ist es verlockend, nach dem Dreifachtief der zehnjährigen Rendite im Bereich um 1,40 Prozent eine starke Erholung der Rendite in Richtung der 3-Prozent-Marke auf Sicht der kommenden 12-24 Monate zu erwarten.

Im Gegensatz zu 2012 und 2016 existierte allerdings im Jahr 2019 eine inverse Zinsstrukturkurve in den meisten Laufzeiten über einige Monate, so dass das Thema Rezession eine viel höhere Wahrscheinlichkeit als in den Vergleichsjahren besitzt. Zudem ist das Verhalten der Großspekulanten am US-Terminmarkt anders, so dass im Rahmen des QE-Programms und des damit verbundenen Risk-on-Prozesses zunächst noch mit steigenden Renditen in den Bereich 2,00-2,10 Prozent zu rechnen ist, bevor die Renditen wieder deutlich sinken werden und die Tiefs des Jahres 2019 ins Visier nehmen. Mit einem Sommertief sind steigende Renditen zu erwarten, die das Jahr 2020 oberhalb des Niveaus des Jahres beenden werden.

2.3 Europa

Die **EZB** legte jüngst ein neues, kleineres Anleihekaufprogramm auf. Da es einen nahezu identischen Anfangszeitpunkt wie das Programm der US-Notenbank besitzt, besteht die eigentliche Frage darin, wie lange die EZB das neue Programm laufen lässt. Die Renditen in Europa orientieren sich am Trend der US-Anleihen. Innerhalb Europas haben sich die Renditen seit 2018 sehr synchron entwickelt, lediglich in Italien gab es nach Neuwahlen einen temporären Ausreißer.

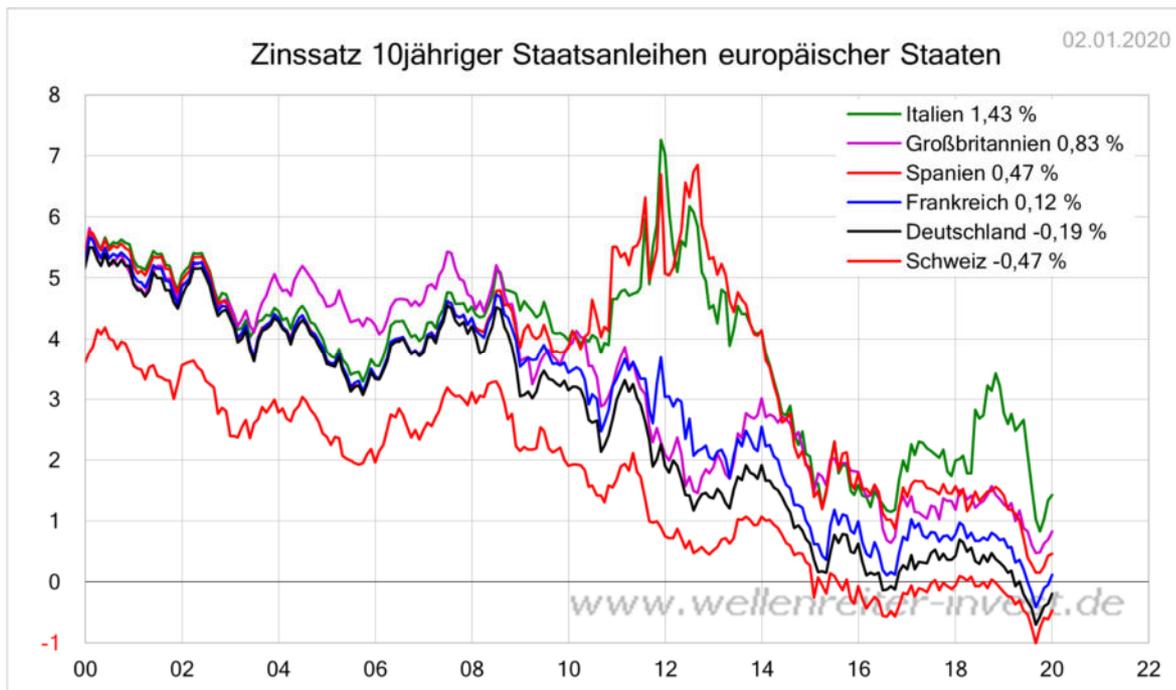


Abb. 2.9: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten

Die Schwierigkeit bei der Einschätzung der Frage besteht für Investoren darin, dass die EZB seit dem 01.11.2019 eine neue Präsidentin besitzt. Mit ihr wird eine neue Kommunikationspolitik in der EZB Einzug halten. Mit Christine Lagarde ist erstmals

eine Frau EZB-Präsidentin geworden, deren Aufgabe auch darin besteht, die vorhandenen Gräben in der EZB zu kitten.

Die Kritik an den Negativzinsen hat stark zugenommen, zumindest aus den Kernländern. Insofern besitzt die neue Präsidentin Überraschungspotential für die Investoren, wenn sie den bestehenden Kurs der EZB adjustieren wird. Für die Investoren ist sie eine Taube, die sinnbildlich die bisherige Politik fortführen wird. Sie selbst hat bereits in Interviews ausgeführt, dass sie sich als eine Eule sieht. Wenn sie sich selbst als weise Schiedsrichterin und Vermittlerin sieht, dann wird es eine Adjustierung der bestehenden Politik geben. Hier wird sie eine eigene Duftnote setzen, wenn sie abwägt, mit welchem Schritt sie auf die kritisierenden Kernländer zugeht.

Ihre Kernkompetenz bestand bisher darin, schwächeren Ländern Geld zur Verfügung zu stellen. Diese DNA dürfte sich nicht verändern. Eine Rücknahme des letzten Zins-schrittes und damit ein Zeichen, dass der Tiefpunkt im Zinszyklus erreicht ist, erscheint im Jahr 2020 genauso möglich als Kompromiss wie ein anhaltendes Anleihenkaufprogramm, um die Wirtschaft zu stützen, wenn es zu einer neuerlichen Schwäche-phase kommt. Ab dem zweiten Halbjahr 2020 ist mit einer Adjustierung der Politik zu rechnen, die in Europa Bewegung in die Anleihenmärkte bringen wird und die Investoren überraschen wird, da diese bisher weitere Leitzinssatzsenkungen antizipieren.

2.4 Asien

Die Bank of Japan wird ihren Kurs des Kaufprogramms auch in Jahr 2020 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. Es spricht sehr viel dafür, dass die japanische Notenbank im Gegensatz zur EZB und FED in Jahr 2020 am berechenbarsten bleiben wird.

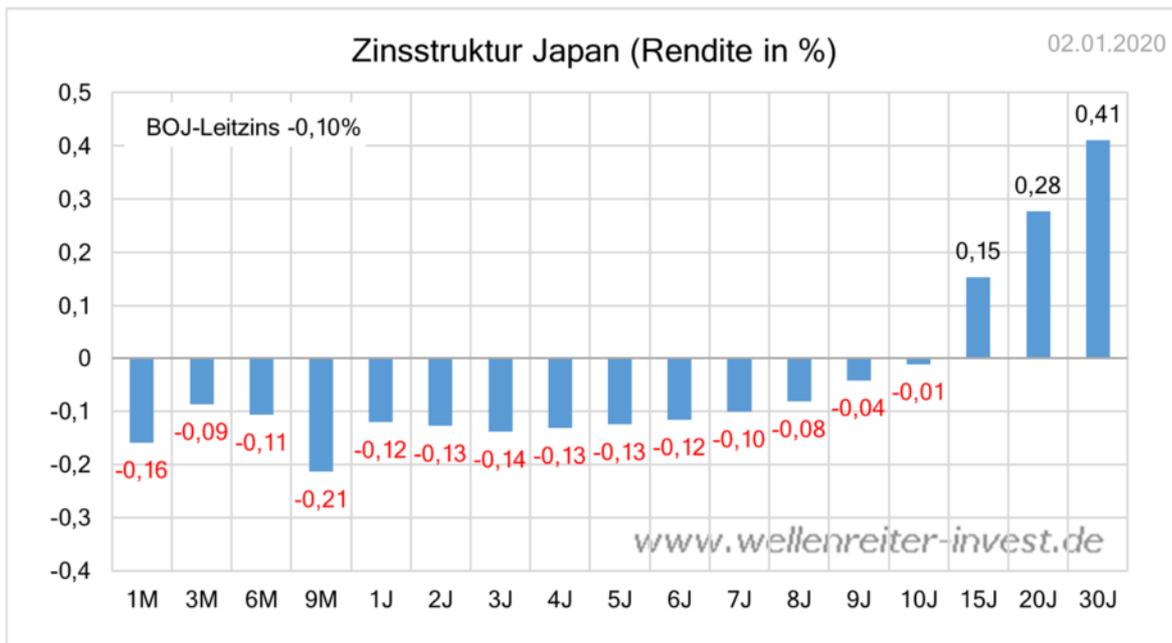


Abb. 2.10: Zinssatz Japan (Rendite in Prozent)

Allerdings deuten die Renditen bis zu 9 Monaten an, dass die Investoren auf eine kleine Leitzinssatzsenkung im Jahr 2020 spekulieren. Diese Erwartungen dürften sich nicht erfüllen. Der Zinsvorsprung Japans gegenüber Deutschland über alle Laufzeiten mutet vor dem Hintergrund der deutlich schlechteren demographischen Situation seltsam an und spricht für eine Übertreibung des Trends nach unten in Deutschland.

Im Rahmen des seit knapp zwei Jahren andauernden Handelsstreites zwischen den USA und China ist auffällig, dass China sehr geringe Schritte bei Zinsen, aber auch dem Einsatz der Devisenreserve gezeigt hat. Anfang November senkte China den einjährigen Leitzins um 0,05 Prozent. Mitte November senkte sie auch den Zinssatz für kurzlaufende Repogeschäfte um den gleichen Prozentsatz.

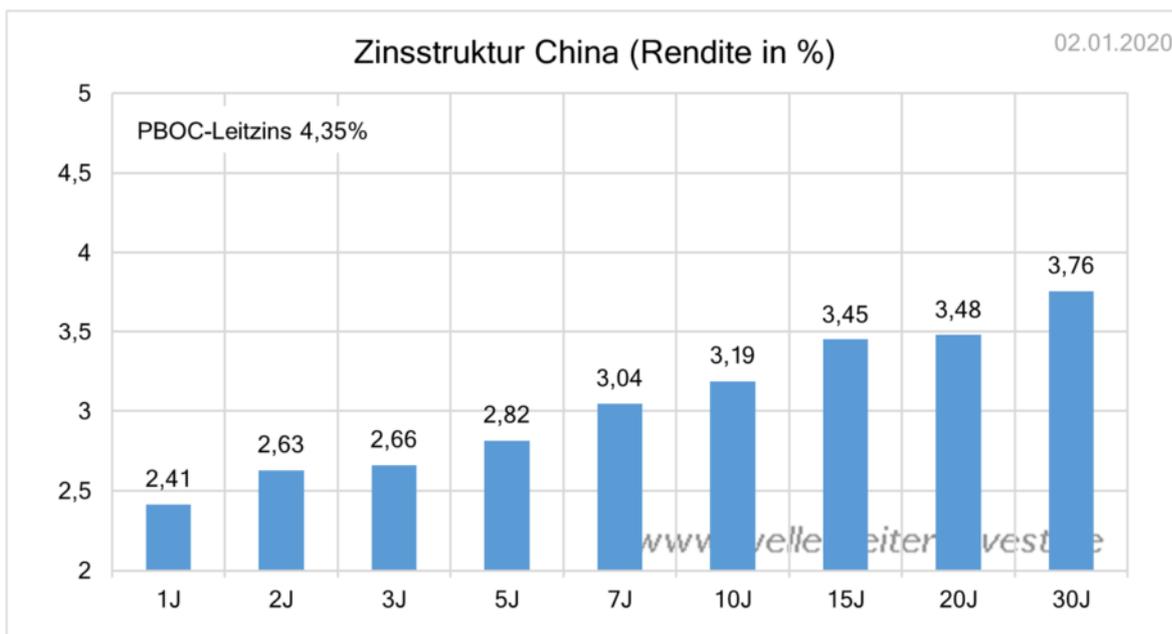


Abb. 2.11: Zinsstruktur China (Rendite in Prozent)

Mit solchen minimalen Schritten werden keine wirklichen konjunkturellen Impulse gesetzt. Die Zinsstrukturkurve Chinas ist positiv.

Fazit

Bisher erwarten die Investoren in Europa und in Japan mit Blick auf die unter dem Leitzinssatz liegenden Renditen einen weiteren Leitzinssatzschritt. Diese Erwartungshaltung ist kritisch zu hinterfragen, gerade in Europa. Mit Christine Lagarde wird es Änderungen des bisherigen Kurses von Mario Draghi geben und diese Änderungen werden die Investoren im Jahr 2020 überraschen. Chinas Adjustierung der Zinspolitik ist ein symbolisches Zeichen, aber kein Indiz einer nennenswerten Änderung ihrer Politik.

3. Der Währungsmarkt

3.1 US-Dollar-Index

Im Währungsbereich war das Jahr 2019 ein sehr ruhiges Jahr. Der US-Dollar-Index konnte marginal zulegen, die Dynamik fiel sehr gering aus. Die Sequenz bedeutender Hochpunkte im US-Dollar-Index mit einem Zeitabstand von 16 Jahren ist weiterhin intakt.

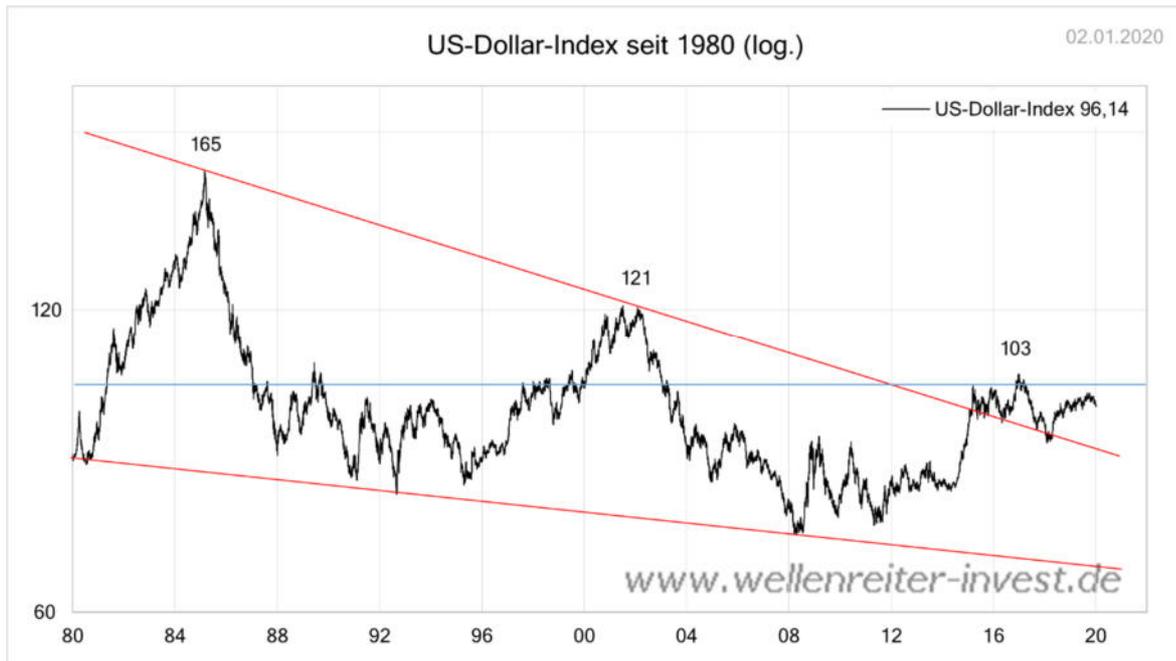


Abb. 3.1: US-Dollar-Index seit 1980

Die mögliche technische Sicht des Ausbruchs des US-Dollar-Index aus seinem Abwärtstrend, der mit einem Test der Marke von 88,50 Punkten noch einmal von oben getestet wurde, steht die geringe Aufwärtsdynamik im Weg. Somit notiert der Index bereits seit über 4 Jahren in einer Handelsspanne. Solche Phasen gab es bereits in der Vergangenheit (1988-1996 sowie 2008-2013), so dass mit Blick auf den Faktor Zeit auch im Jahr 2020 eine starke Trendbewegung noch nicht zwingend ist.

Der Verlust an Dynamik des US-Dollar-Index wird aus technischer Sicht noch deutlicher, wenn neben dem US-Dollar-Index (orange) noch der handelsgewichtete US-Dollar-Index (blau) zum Vergleich hingezogen wird.

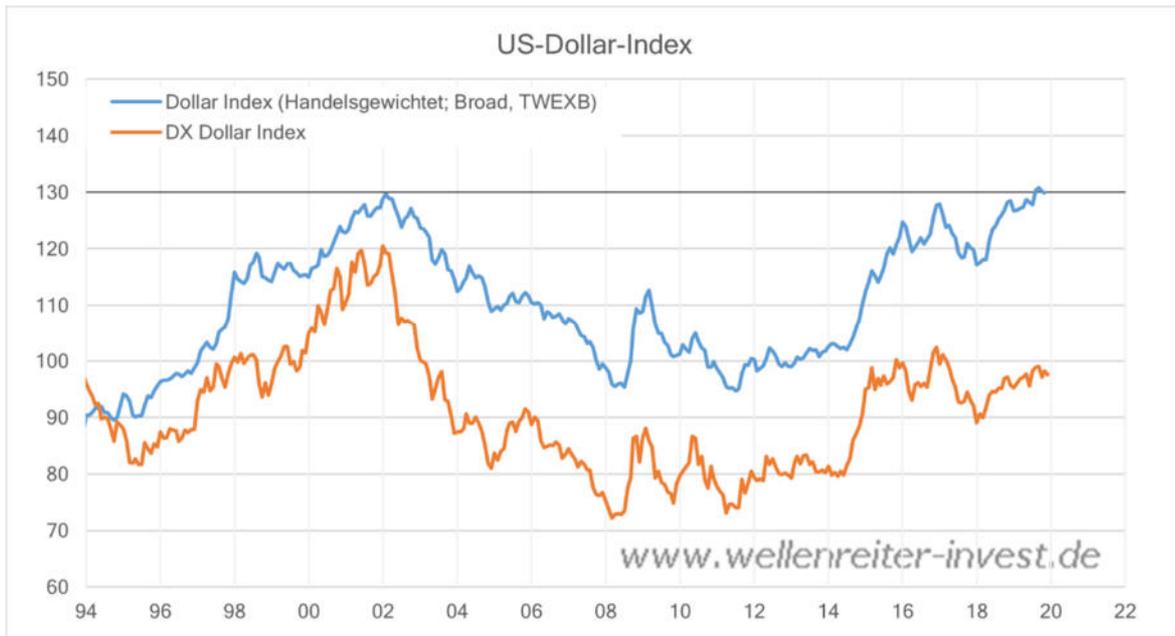


Abb. 3.2: Handelsgewichteter US-Dollar-Index versus US-Dollar-Index

Der handelsgewichtete US-Dollar-Index lief das Hoch des Jahres 2002 bei 130 Punkten im Jahr 2019 wieder an und strauchelt in diesem Bereich. Daher lässt sich für das Jahr 2020 aus technischer Sicht die Erwartung formulieren, dass der US-Dollar-Index in einer Konsolidierungsphase begriffen ist. Diese wird sich durch eine geringe Handelspanne ausdrücken. Erst danach entscheidet sich, ob diese Phase die Ausbildung eines Hochpunktes mit einer Umkehr nach unten oder eine Konsolidierungsphase vor einer weiteren Befestigung darstellen wird.

Am US-Terminmarkt existiert keine Extrem-Positionierung der Großspekulanten vor, die auf eine substantielle Preisbewegung schließen lässt.

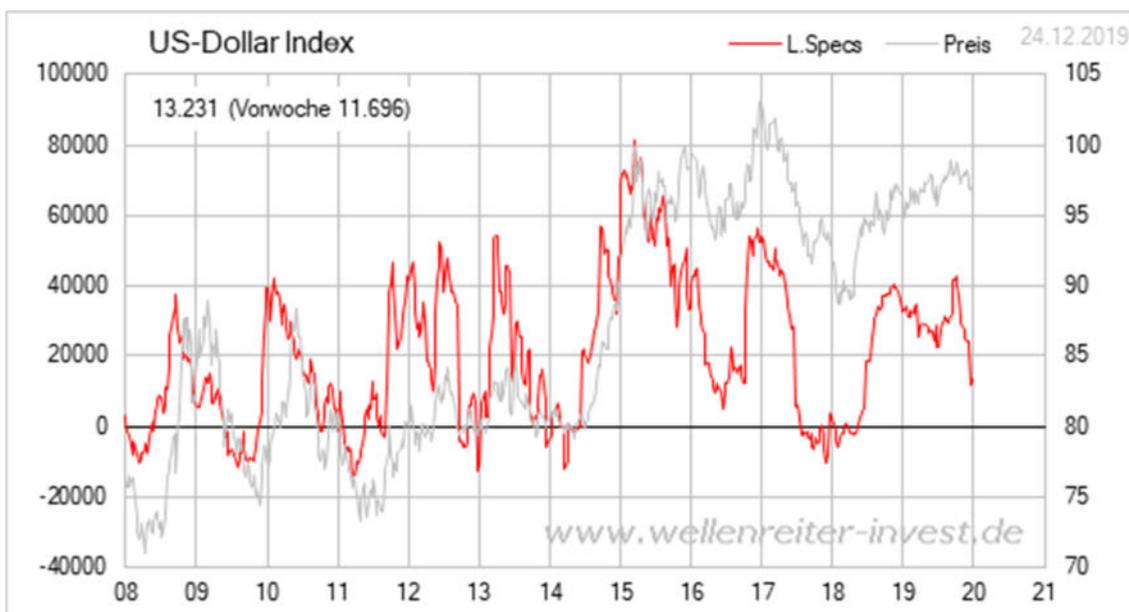


Abb. 3.3: Netto-Spekulation der Großspekulanten im US-Dollar-Index

Allerdings lässt ihre Positionierung einen steigenden US-Dollar zu. Eine ähnliche Netto-Positionierung lag in 2019 bei einem Zwischentief vor. Der US-Dollar-Index neigt in Wahljahren zur Stärke.

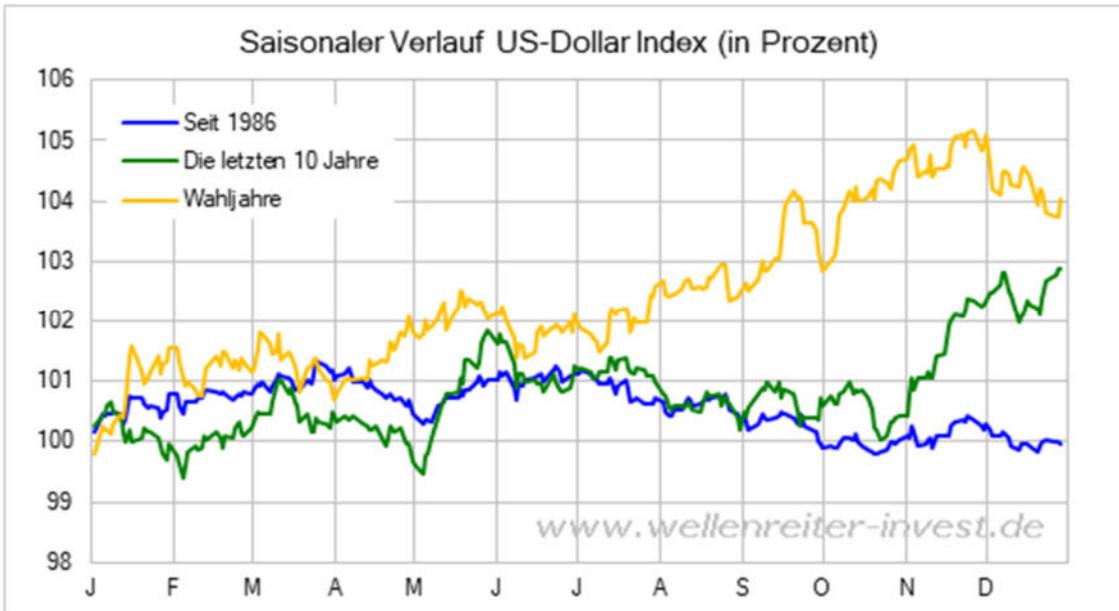


Abb. 3.4: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index

In einem Wahljahr zeigt der US-Dollar-Index gegenüber den historischen Durchschnittsverläufen deutliche relative Stärke. Die Abkopplung des US-Dollar-Index gegenüber den historischen Durchschnittsverläufen beginnt am Anfang des zweiten Quartals und endet mit der Wahl zum US-Präsidenten Anfang November. Danach neigt der Index zur Schwäche und handelt damit am Jahresende invers zum Muster der letzten 10 Jahre. Die statistische Seite wird Donald Trump nicht gefallen, dem der hohe Dollarkurs bereits jetzt ein Dorn im Auge ist, den er gelegentlich anprangert.

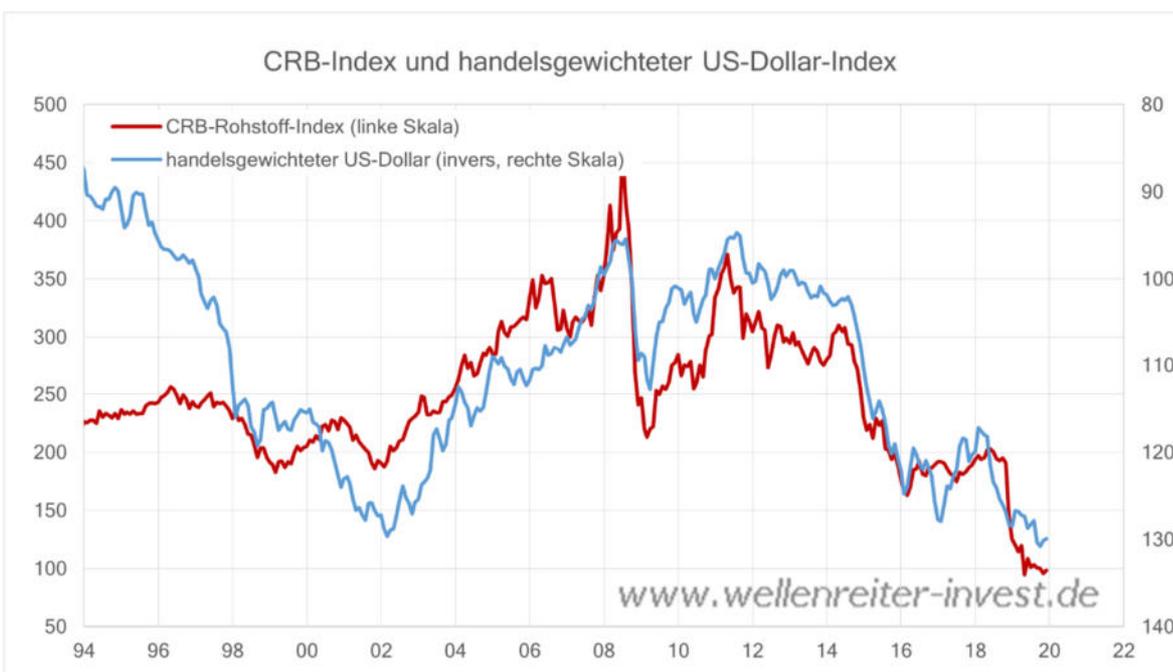


Abb. 3.5: CRB-Index und handelsgewichteter US-Dollar-Index

Die Korrelation zwischen dem Dollar (hier invers dargestellt) und dem Rohstoffsektor (CRB-Index) ist negativ, ein fallender Dollar führt zu steigenden Rohstoffpreisen. An allen wichtigen Wendepunkten seit 2002 ist diese Korrelation erkennbar. Seit Anfang 2016 notiert der CRB-Index in einer sehr überschaubaren Handelsspanne seitwärts. Wenn der Dollar stabil bleibt bzw. leicht zulegen kann, bedeutet dies im Umkehrschluss für die Rohstoffpreise, dass sie weiterhin gedeckelt sein werden.

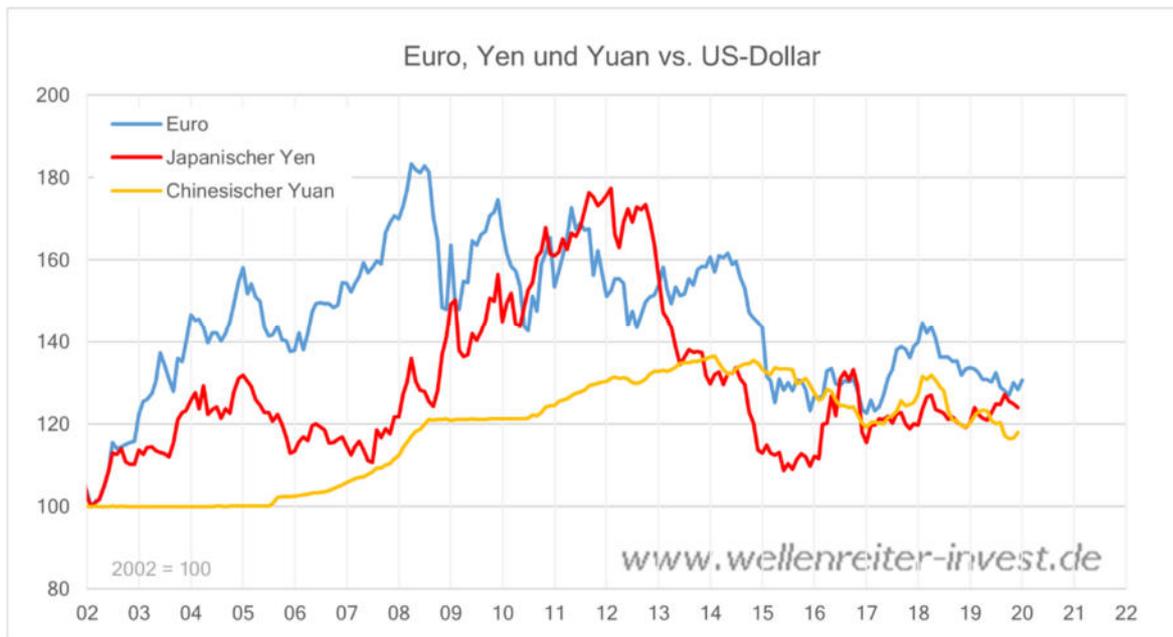


Abb. 3.6: Euro, Yen und Yuan vs. US-Dollar

Ein Blick auf die Währungen des Euros, Yen und Yuan gegenüber dem Dollar zeigt an, dass sich alle drei Währungen zueinander bewegt haben und die teilweise starken Abweichungen, wie sie 2008 oder 2011/12 bestanden haben, am Ende der Dekade wieder verschwunden sind. Die zweite Hälfte der endenden Dekade zeigte nur eine geringe Bewegung der drei großen Währungen gegenüber dem Dollar an. Aus einer solchen Phase der Beruhigung entsteht das Potential für neue Trendbewegungen, die allerdings eine Frage des Timings sind.

3.2 Euro/Dollar

Der Euro ist mit einem Anteil von 57,6 Prozent mit großem Abstand das Schwergewicht im US-Dollar-Index. Das Potential für eine bedeutende Preisschwäche ist mit Blick auf die Kaufkraftparität nicht gegeben.

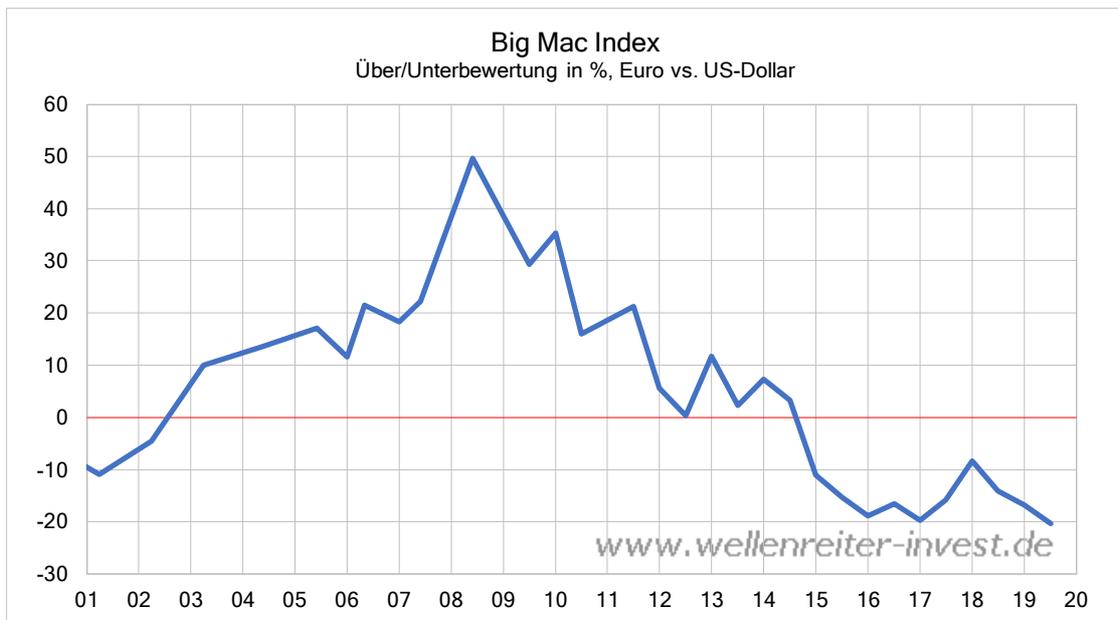


Abb. 3.7: Big Mac Index

Gemäß Big Mac Index ist der Euro gegenüber dem US-Dollar um etwa 20 Prozent unterbewertet. Die letzte Erhebung fand im Juli 2019 statt. Eine ähnliche Unterbewertung gab es Anfang 2017. Damals erholte sich der Euro/Dollar etwas. Die fundamentale Bewertung steht somit der statistischen Aussage diametral entgegen.

Der fundamentale Blick sieht den Euro/USD im Bereich eines Preisbodens, wengleich argumentiert werden kann, dass die Unterbewertung des Euro/Dollar mit 20 Prozent bei weitem nicht die Dimension der spiegelbildlichen Überbewertung im Jahr 2008 besitzt. Unter diesem Gesichtspunkt müsste dem Währungspaar zumindest noch ein moderates Abwertungspotential zugestanden werden.

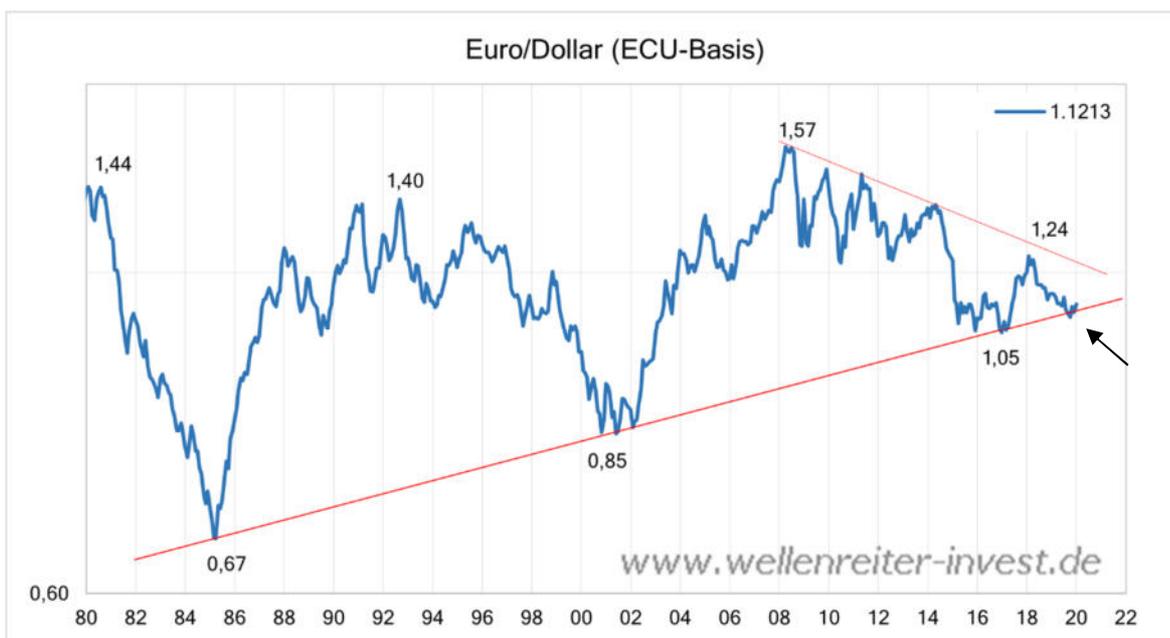


Abb. 3.8: Euro/Dollar seit 1980

Aus technischer Sicht befindet sich das Währungspaar in einem wichtigen Unterstützungsbereich, der sich durch den langfristigen Aufwärtstrendkanal ergibt. Der Euro/Dollar läuft zunehmend in die Spitze eines Dreiecksmusters hinein. Rein aus technischer Sicht würde ein Verteidigen des Aufwärtstrendkanals einen Anstieg bis auf 1,20 im Jahr 2020 ermöglichen.

Unabhängig davon, ob die Zinsdifferenz zwischen Deutschland und den USA über die Nominal- oder Realzinsdifferenz angezeigt wird, so steht das Jahr 2019 für einen wichtigen Tiefpunkt. Temporäre Abweichungen von den Zinsdifferenzen hat es historisch immer mal wieder (2001-2005) gegeben, über einen längeren Zeitraum spielt die Zinsdifferenz eine bedeutende Rolle für die Entwicklung des Währungspaares.

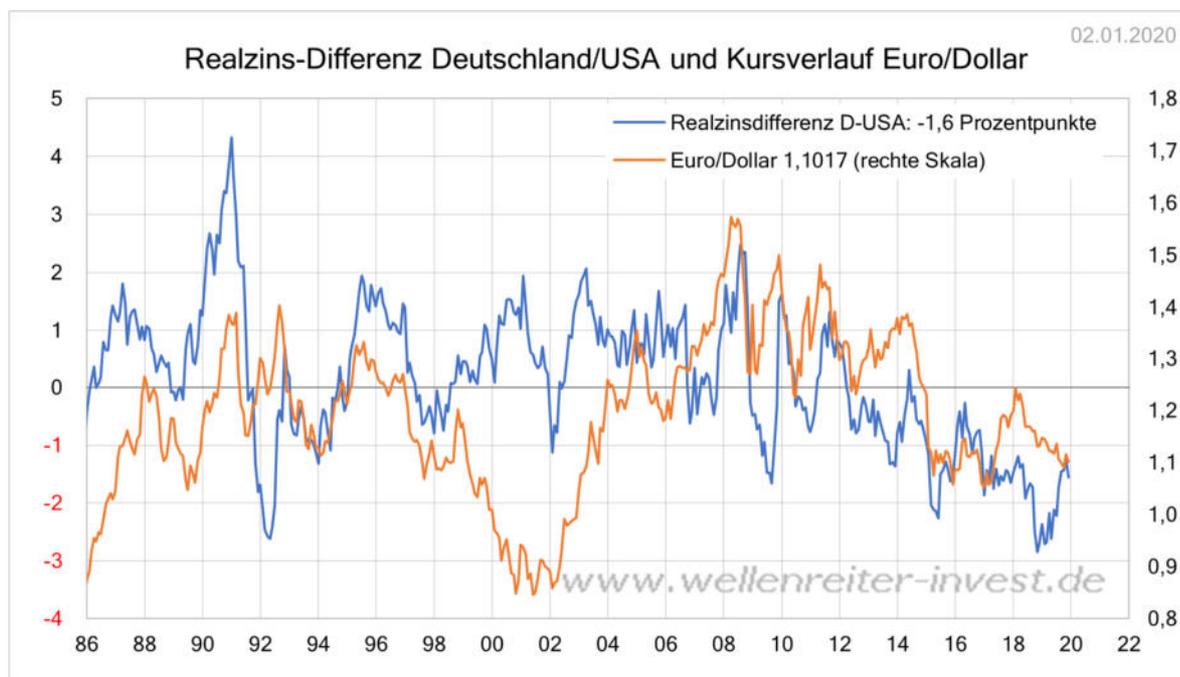


Abb. 3.9: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Eine solche Divergenz bildet sich in den letzten Monaten und die berechtigte Frage lautet, ob es sich nur um eine temporäre Divergenz über einen Zeitraum von Monaten wie zuletzt im Jahr 2009 handeln wird oder ob die Zinsdifferenz eine größere Rolle spielen wird. Wir erwarten für das Jahr 2020, dass sich die Zinsdifferenz zunächst nur sehr wenig verändern wird. Die Chance auf eine weitere Verringerung besteht im zweiten Halbjahr, wenn es zu einer Adjustierung bei den Negativzinsen kommen sollte, die dann über alle Laufzeiten eine Adjustierung bringen wird. Dann wird auch das Währungspaar Euro/Dollar mit einer Aufwertungsbewegung bei einem Richtungswechsel reagieren.

Die Spekulation im Euro liegt seit über einem Jahr im Negativbereich. Der Euro/Dollar fällt lediglich mit einer geringen Dynamik und notiert die letzten 4 Monate seitwärts. Allerdings fällt die Spekulation auf einen fallenden Euro/Dollar noch nicht so extrem wie an anderen Preistiefs in der endenden Dekade aus.

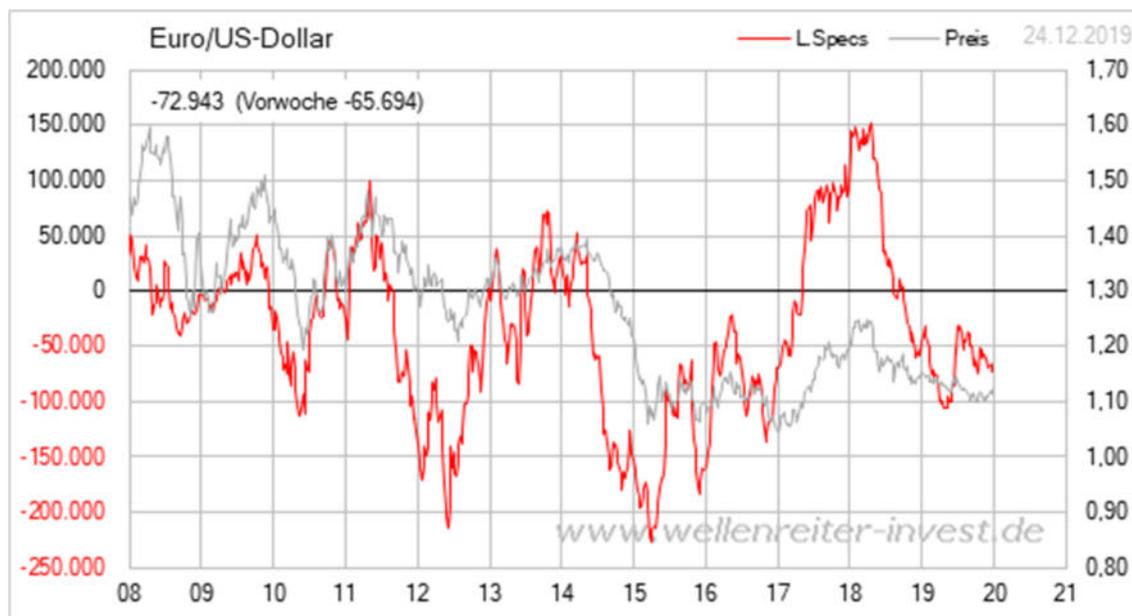


Abb. 3.10: Netto-Positionierung der Großspekulant*innen im Euro/Dollar

Insofern lässt sich aus Sicht des Terminmarktes noch ein moderates Abwärtspotential für den Euro/Dollar erkennen.

Fazit

Der Euro/Dollar dürfte im Jahr 2020 aufgrund der Zinsdifferenzen, die weiterhin deutlich für den Dollar sprechen, unter Druck bleiben. Das Maximum in der Zinsdifferenz sollte bereits im Jahr 2019 erreicht worden sein, so dass auch ein Bruch des langfristigen Aufwärtstrends den Euro/Dollar nicht stark unter Druck setzen sollte. Statistisch ist die Anomalie des US-Dollars mit Stärke zwischen April und Anfang November zu beachten.

Der Euro/Dollar sollte im Jahr 2020 zwischen 1,05 und 1,15 handeln mit einer Schwäche besonders im zweiten Quartal. Sofern die neue EZB-Präsidentin Christine Lagarde im Sommer 2020 die Geldpolitik adjustiert, ist in den kürzeren Laufzeiten ein Aufwärtsdruck bei den Renditen zu erwarten, der den Euro/Dollar stärken würde.

3.3. Dollar/Yen

Der Dollar/Yen hält sich in der Mitte einer zwischen 100 und 120 liegenden Handelsspanne auf und notiert ebenfalls in der Mitte der durchschnittlichen Handelsspanne der letzten 25 Jahre. Die Bewegungskraft des Währungspaares hat sich in den letzten drei Jahren sehr stark reduziert. Den Hochpunkten bei 114,5 im Jahr 2017 steht eine Doppeltiefformation bei 104,5 in den Jahren 2018 und 2019 entgegen.



Abb. 3.11: Dollar/Yen Tageschart seit 1990

Der Dollar/Yen konnte über lange Zeit als Liquiditätsbarometer angesehen werden. Die Bedeutung als Carry Trade hat nachgelassen, da viele weitere Länder dem japanischen Weg der Nullzinspolitik gefolgt sind. Wichtige Tiefpunkte bildete das Währungspaar Ende März 2018, zum Jahreswechsel 2018/19 und im August 2019 gemeinsam mit dem US-Aktienmarkt. In einer Risk-On-Phase stieg der Dollar/Yen, in einer Risk-Off-Phase gab er nach, so dass der Yen weiterhin die Rolle eines „sicheren Hafens“ besitzt.

Der Blick auf die Nominalzinsdifferenz der zehnjährigen Renditen zwischen den USA und Japan und den Dollar/Yen zeigt an, dass die Differenz im Jahr 2019 stark gesunken ist.

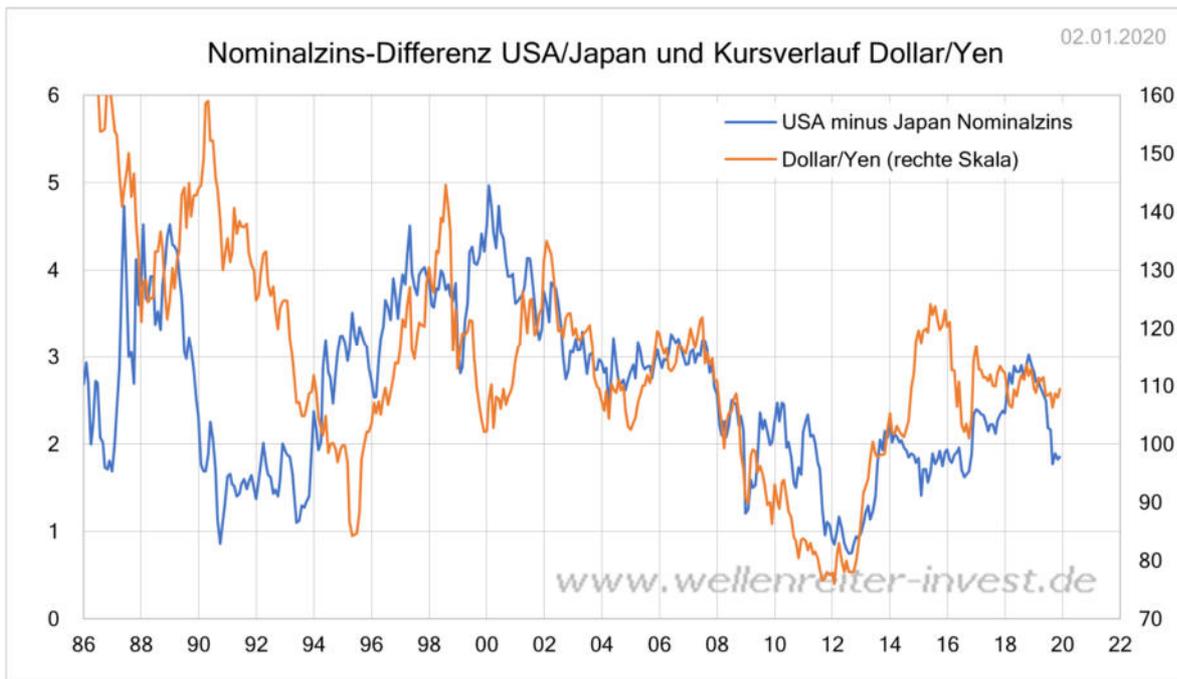


Abb. 3.12: Nominalzins-Differenz USA/Japan und Kursverlauf Dollar/Yen

Die japanische Notenbank versucht den Zehnjahreszinssatz im Bereich um null Prozent zu fixieren und dies gelingt ihr seit Jahren erfolgreich. Daher interveniert sie in diesem Jahr nur sehr wenig und kauft daher nur wenig Anleihen auf. Bei einem steigenden Renditedruck auf globaler Ebene müsste die japanische Notenbank wieder mehr Anleihen kaufen. Der entscheidende Einflussfaktor für die Entwicklung des USD/ Yen stellt aufgrund der fixierten Rendite in Japan die Entwicklung der zehnjährigen US-Rendite dar.

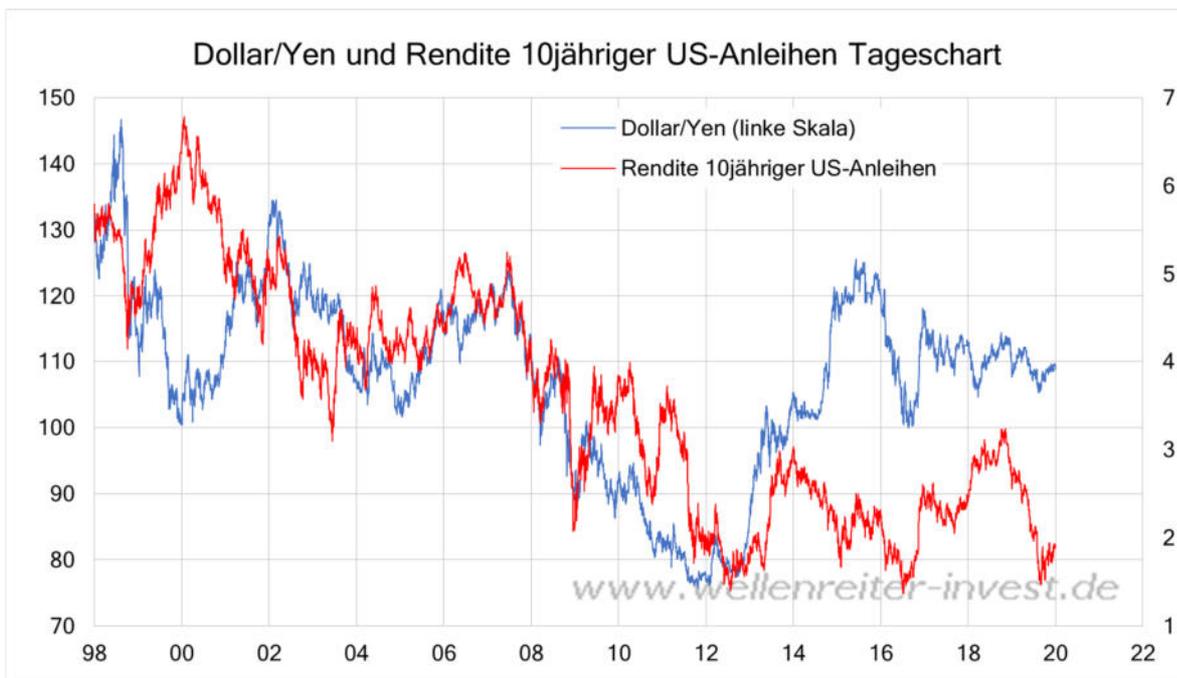


Abb. 3.13: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Auch wenn die Korrelation des Dollar/Yen gegenüber der zehnjährigen US-Rendite temporäre Abweichungen in den letzten 10 Jahren anzeigt, so bildeten sich viele Hoch- und Tiefpunkte der beiden Märkte gemeinsam aus. Allerdings zeigt der Dollar/Yen relative Stärke gegenüber der US-Rendite.

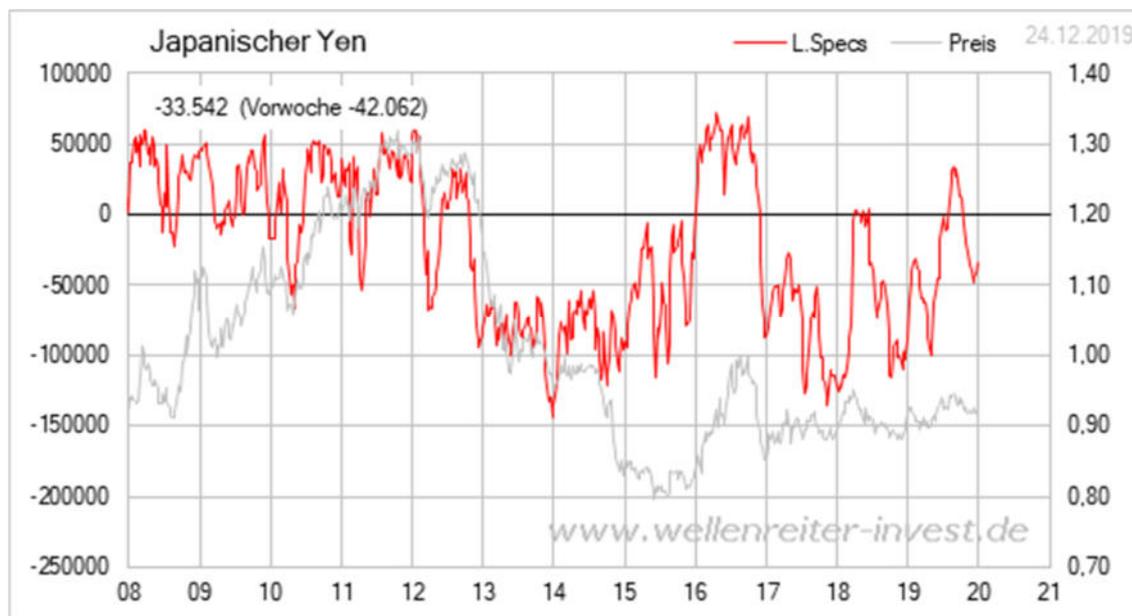


Abb. 3.14: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Yen/USD

Die Positionierung am Terminmarkt lässt dem USD/Yen nur ein geringes Potential auf der Unterseite. Aufgrund unserer Erwartungen bei der Entwicklung der US-Rendite ist daher im Sommer 2020 mit einem weiteren Tief im Dollar/Yen zu rechnen. Danach sollte der Dollar/Yen wieder anziehen.

Eine Aufgabe der Fixierung der japanischen Rendite im Jahr 2020 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. Die Investoren wittern eine Leitzinssenkung, diese Erwartung dürfte enttäuscht werden.

3.4 Rohstoff-Währungen

Der australische und der kanadische Dollar korrelieren historisch betrachtet positiv mit der Entwicklung von Gold- und Ölpreis. Der australische Dollar hat sich von dieser Korrelation in Jahr 2020 entkoppelt, da die Australische Notenbank den Leitzins auf neue historische Tiefs gesenkt hat.

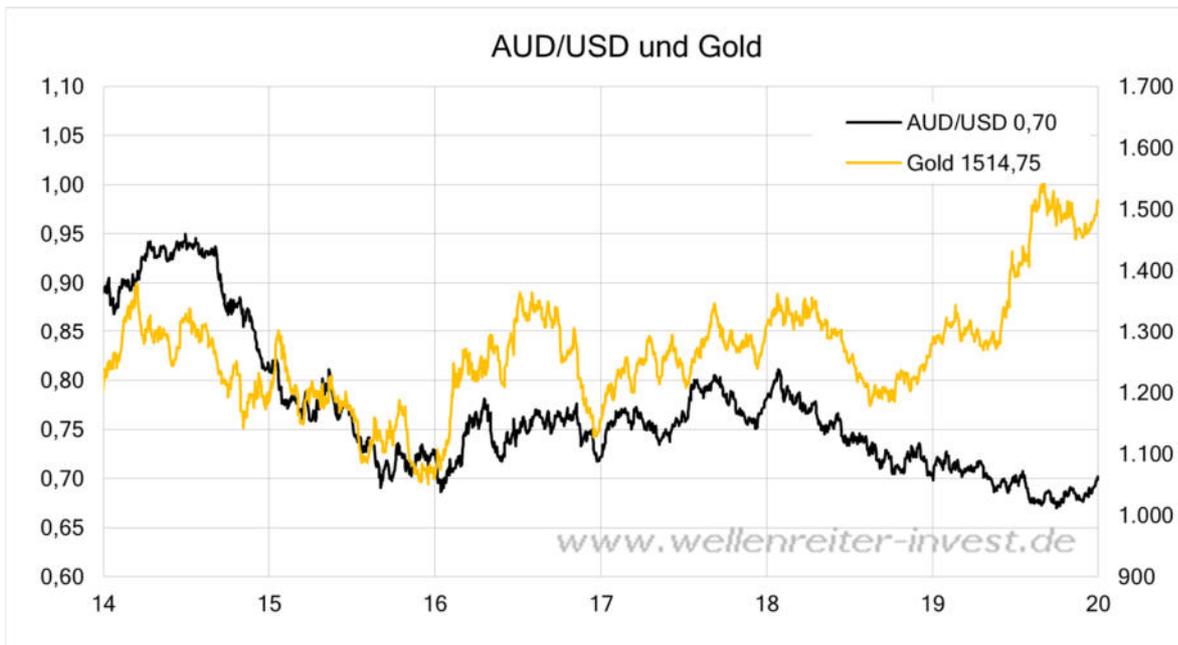


Abb. 3.15: AUD/USD und Gold

Australien ist das einzige Land, bei dem die Tiefs der Währung von Anfang 2016 leicht unterschritten wurden. Die Dynamik der Abwärtsbewegung des Währungspaares hat deutlich nachgelassen, so dass eine Bodenbildungsphase angenommen werden darf. Mit einem Leitzins von 0,75 Prozent liegt der kurzfristige Zinssatz signifikant unterhalb des amerikanischen Leitzinses. Der Zinsnachteil Australiens ist ein Aspekt, warum sich die australische Währung in 2019 derart schwach entwickelt hat.

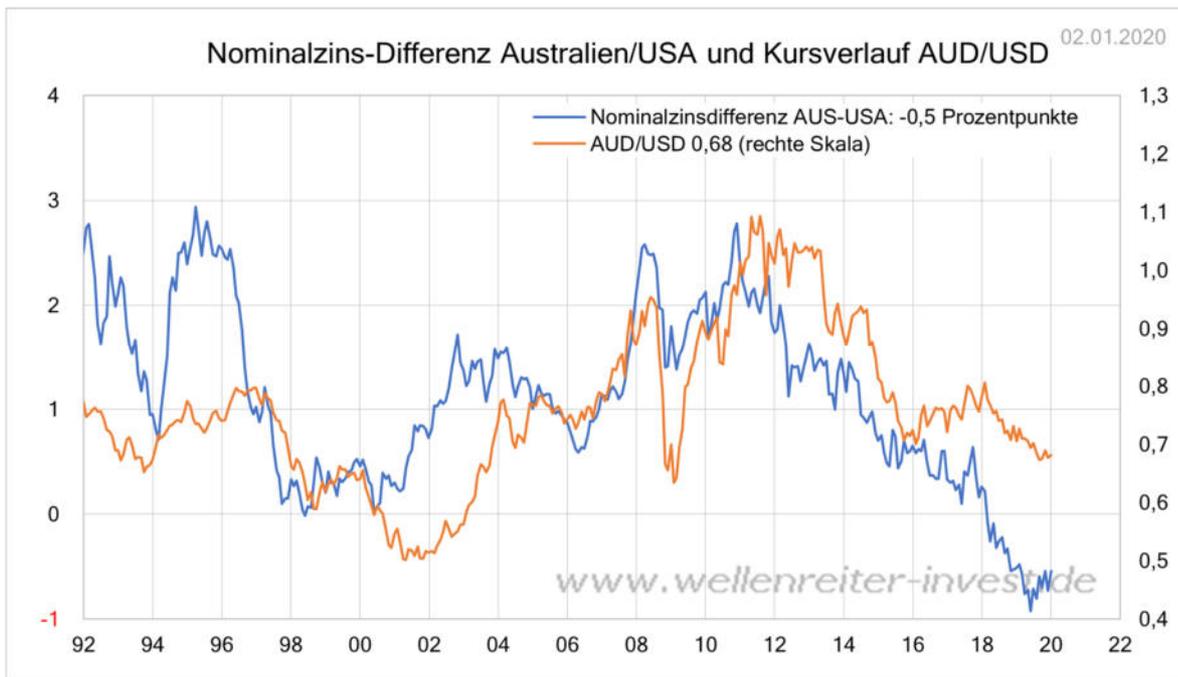


Abb. 3.16: Nominalzins-Differenz zehnjähriger Anleihen Australien/USA und Kursverlauf AUD/USD

Da die Differenz gegenüber den US-Renditen bereits historisch groß ist, gehen wir nicht von einer Vergrößerung aus. Ähnlich wie im Euro/Dollar dürfte das Jahr 2019 für ein zumindest erstes wichtiges Tief in der Nominalzins-Differenz stehen, so dass die Abwärtsbewegung des Australischen Dollars/Dollars in 2020 im Bereich knapp oberhalb des Tiefs von 2011 ausläuft.

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

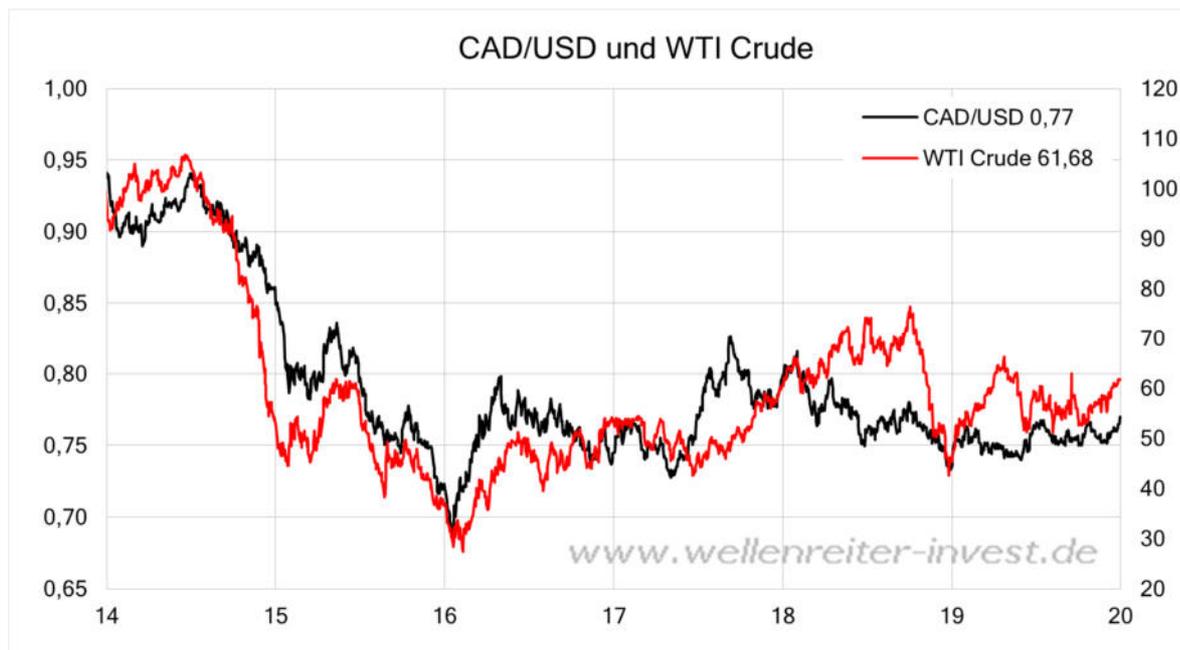


Abb. 3.17: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl

Im Gegensatz zu Australien reagiert die kanadische Notenbank auf die US-Leitzinsschritte sofort und hat mit 1,75 Prozent einen wesentlich höheren Leitzinssatz als die Australier. In der Folge ist die Währung deutlich stabiler und notiert in einer äußerst engen Handelsspanne seitwärts. Hier ist auch die Korrelation zum Ölpreis weiterhin gegeben.

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.

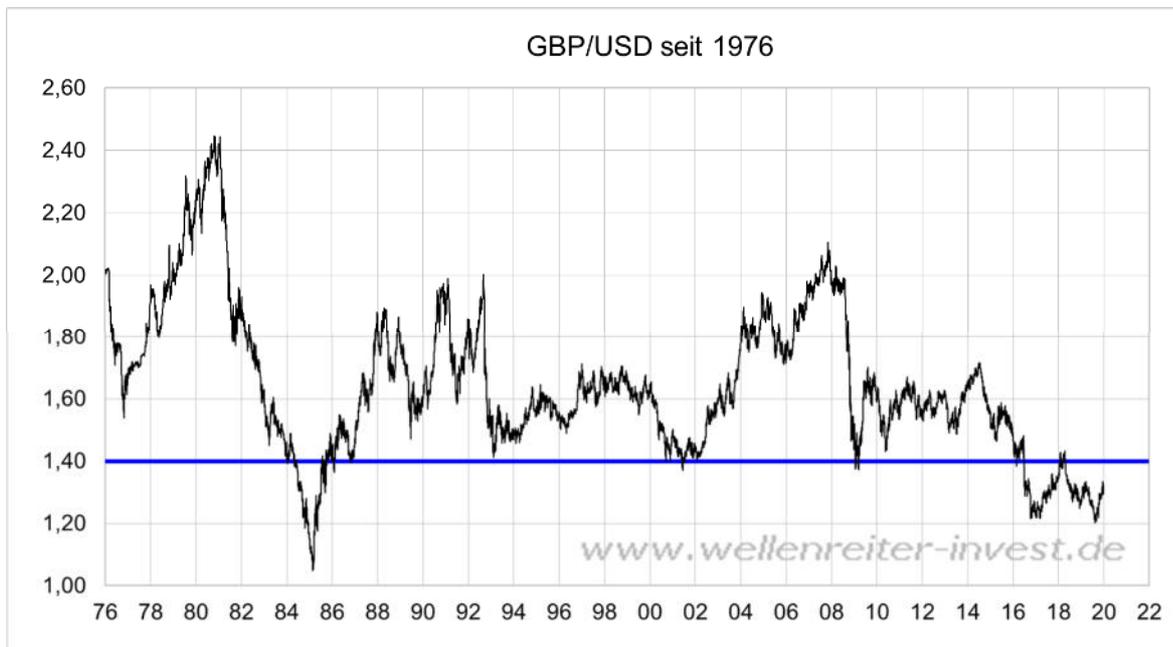


Abb. 3.18: GBP/USD seit 1976

Das Britische Pfund/Dollar hat eine Doppeltiefformation nach dem Brexit-Votum in 2016 und in 2019 ausgebildet. Eine solche Formation ist eine stabile Formation für eine Trendwende nach oben, die den Abwärtstrend seit 2008 beendet. Auch wenn die Ansätze für eine potentielle „W“-Formation seit 2014 gegeben sind, so erwarten wir für 2020 eine Stabilisierung der Währung und einen Anlauf an die Widerstandsmarke im Bereich von 1,40.

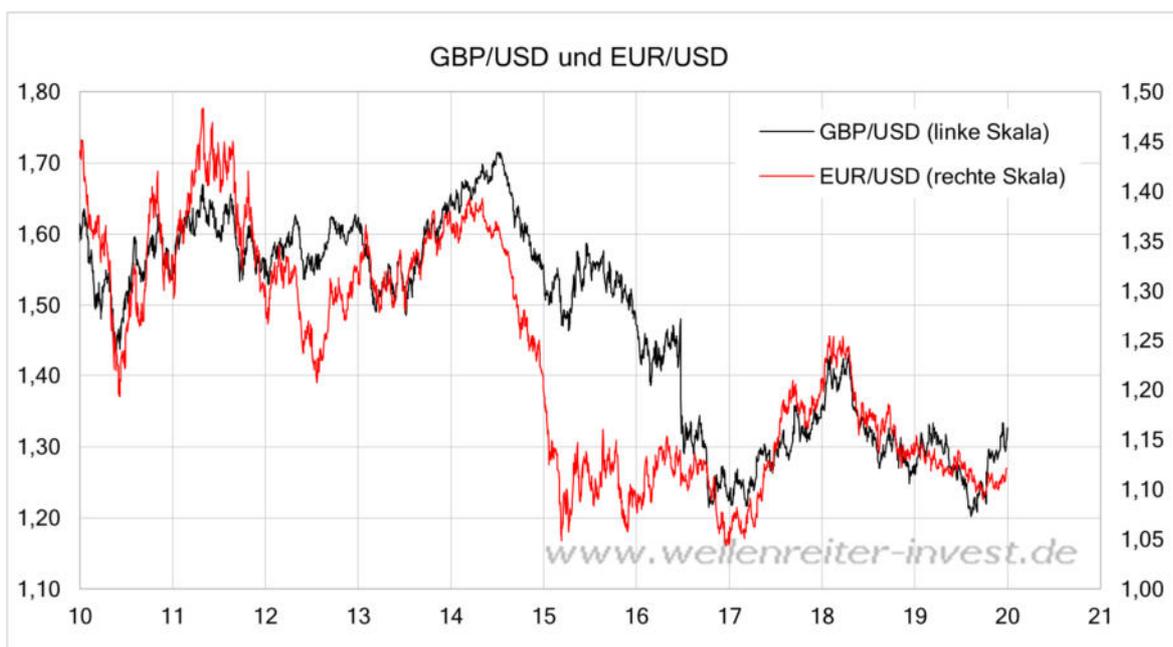


Abb. 3.19: GBP/USD und EUR/USD seit 2010

Die Entwicklung im Britischen Pfund/US-Dollar unterscheidet sich lediglich in den letzten Wochen vom Euro/US-Dollar in den letzten drei Jahren nach dem „Brexit“-Votum, da das Britische Pfund sehr deutlich anstieg. Der Euro/USD zeigt eine höhere Volatilität als das Britische Pfund/Dollar an.

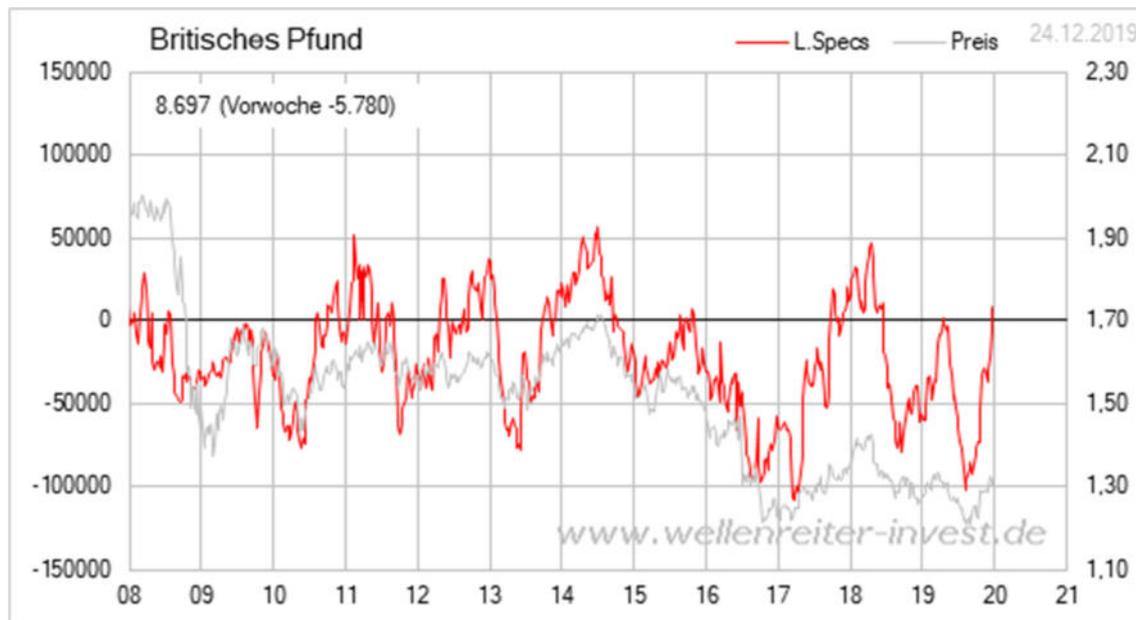


Abb. 3.20: Netto-Positionierung der Großspekulanten im GBP/USD

Der deutliche Anstieg in den letzten Wochen war der hohen Netto-Short-Positionierung der Großspekulanten geschuldet, die einen substantiellen Anteil ihrer Positionierung eingedeckt haben. Die Nachricht über einen „Brexit“ mit Abkommen hat das Short Covering der Großspekulanten ausgelöst. Die EU ist der wichtigste Handelspartner Großbritanniens und mit einem Abkommen sind auch in der Zukunft wichtige Handelsregeln definiert.

Diese Korrelation zwischen der britischen Währung und dem Euro war in der letzten Dekade mit Ausnahme des „Brexit“-Votums zu beobachten und wird nach einem abgeschlossenen Austrittsvertrag auch in der nahen Zukunft anhalten. Daher ist zu erwarten, dass das Währungspaar GBP/Euro stabil in einer engen Handelsspanne notieren wird. Der Entscheidung Großbritanniens, die EU Ende Januar 2020 zu verlassen, wird eine lange Zeit mit neuer Unsicherheit über die Ausgestaltung des Handelsabkommens folgen.

3.6 Schweizer Franken

Der Schweizer Franken/Dollar notiert in den letzten vier Jahren in einer äußerst engen Handelsspanne im Bereich der Parität.

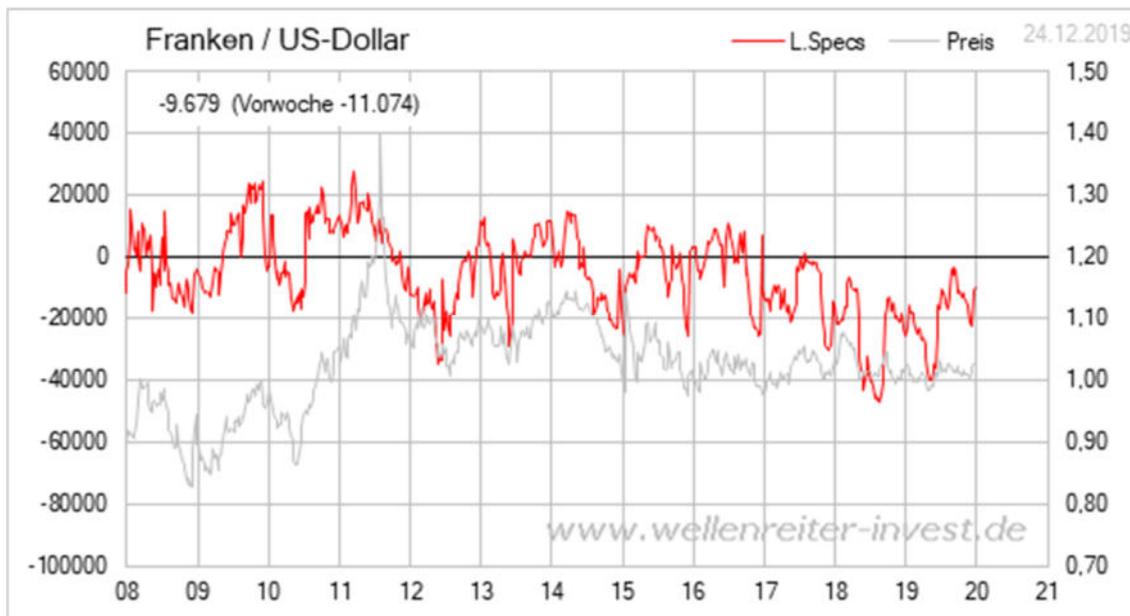


Abb. 3.21: Netto-Positionierung der Großspekulanten im CHF/USD

Spekulanten haben an dieser Bewegung keinen Spaß, Geldverdienen ist bei dieser geringen Volatilität nicht möglich. Das Verhalten des Frankens ist auch ein Hinweis, dass die sehr moderaten Volatilitäten und die Trendarmut, die viele andere Währungspaare auch zeigen, nicht zwingend in den kommenden 12 Monaten enden müssen.

Der Dollar ist auch wegen seiner Zinspolitik sehr fest, die bisherigen Zinsschritte auf der Unterseite haben bisher nicht ausgereicht, um ihn zu drücken. Im Umkehrschluss fällt der Schweizer Franken in den letzten Jahren nicht, obwohl die Zinsvorteile für den Dollar sehr groß sind und sich in 2017/18 während der Zinserhöhungsphase substantiell vergrößert hatten. Die Spitze der Zinsdifferenz hat sich vor über einem Jahr gebildet, der Rückgang hat nicht zu einer Bewegung im Währungspaar geführt, dessen Veränderung auf Jahresbasis bei weniger als einem Prozent liegt. Daher darf es nicht verwundern, wenn das Währungspaar auch in 2020 relativ stabil bleiben wird. Die Tendenz dürfte zu einer leichten Befestigung gehen.

Die Bedeutung des relativ hohen Zinsniveaus wird noch einmal deutlicher, wenn der Euro/Franken betrachtet wird. Er scheiterte Anfang 2018 an der früheren Mindestkursmarke von 1,20 und neigt seitdem leicht zur Schwäche.

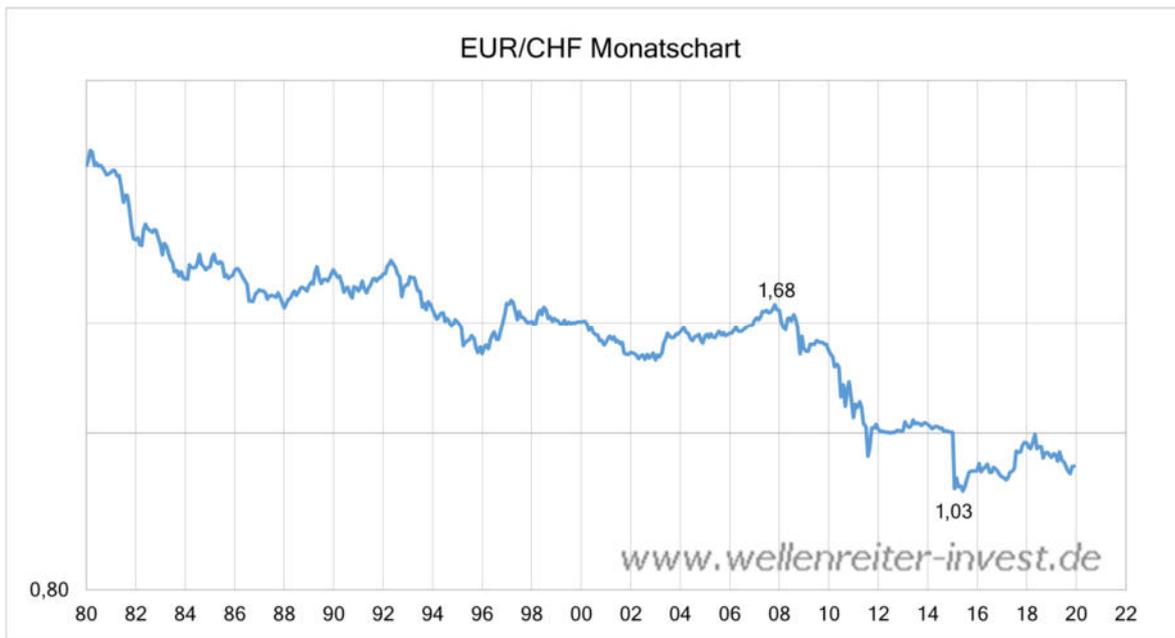


Abb. 3.22: EUR/CHF

Die mangelnde Dynamik auf der Unterseite deutet an, dass die Paniktiefs weiterhin verteidigt werden, so dass die Handesspanne auch in 2020 intakt bleiben wird.

Fazit

Der US-Dollar wird in einer Risk-Off-Phase aufwerten, die wir für das zweite Quartal erwarten. Eine starke Aufwertung des US-Dollars erwarten wir nicht. Die politischen Wünsche Trumps von niedrigeren Leitzinsen, die den Dollar drücken würden, dürfte die US-Notenbank nur bei deutlicher Schwäche am US-Aktienmarkt erhöhen. Zu Hilfe kommen könnte Trump hingegen im Vorfeld der US-Präsidentenwahl die EZB-Präsidentin, wenn sie möglicherweise nach dem jährlichen Treffen in Jackson Hole die Erwartungshaltung der Investoren an weitere Leitzinssenkungen nach oben adjustiert. Dann würde das Schwergewicht des US-Dollar-Index, der Euro, mit steigenden Kursen reagieren und somit den US-Dollar-Index schwächen.

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 läuft der Index seit vier Jahren seitwärts.

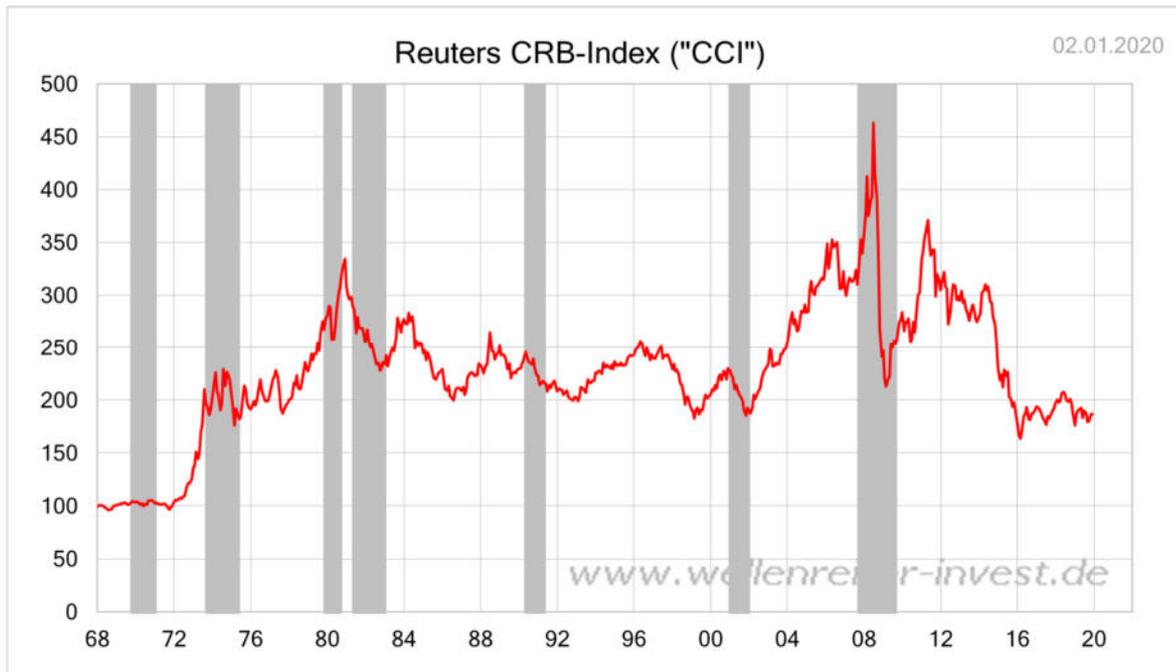


Abb. 4.1: Reuters CRB-Index seit 1970

Eine solche Phase einer Seitwärtsbewegung gab es zuvor in den letzten 50 Jahren noch nicht. Abseits des Jahres 1970 gingen einer US-Rezession jeweils stark steigende Rohstoffpreise voraus. Auch wenn der Anstieg des Jahres 1990 im langfristigen Chart nicht stark aussieht, so verdoppelte sich der Ölpreis in lediglich drei Jahren und gab danach die Gewinne zügig wieder ab, so dass die Rezession kurz ausfiel.

Aus zyklischer Sicht sollte nach dem 30-Jahres-Vergleich das Preishoch der Erholung im ersten Halbjahr 2018 bereits gebildet worden sein (siehe Pfeil folgender Chart). Zunächst würde sich eine zyklische Erholung in den ersten Monaten 2020 fortsetzen, bevor sich ein niedrigerer Hochpunkt bilden würde.

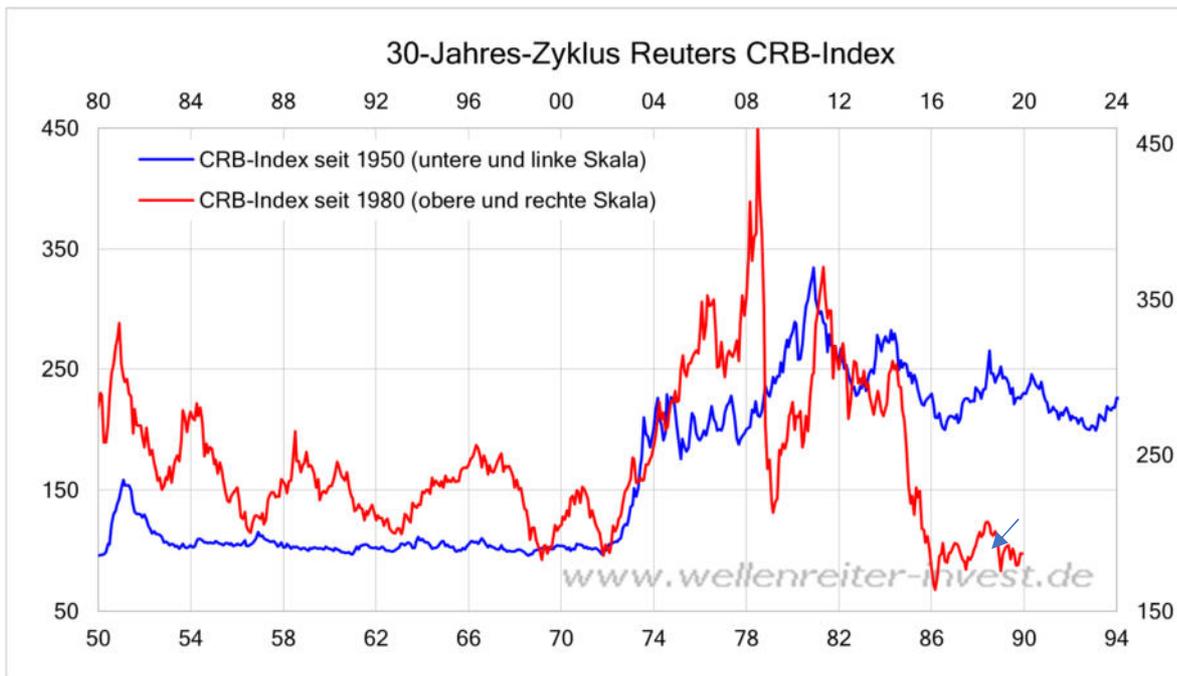


Abb. 4.2: 30-Jahres-Zyklus Reuters CRB-Index

Danach würde sich die Abwärts-bewegung der Rohstoffpreise bis zum Jahr 2022/23 fortsetzen. Der Preisrückgang würde nur eine geringe Dynamik aufweisen.

Aus Intermarketsicht ist die Bedeutung der Entwicklung des Euro/US-Dollar hervor-zuheben. Der Euro/Dollar korreliert langfristig positiv mit dem CRB-Index, die großen Trendbewegungen erfolgen gemeinsam.

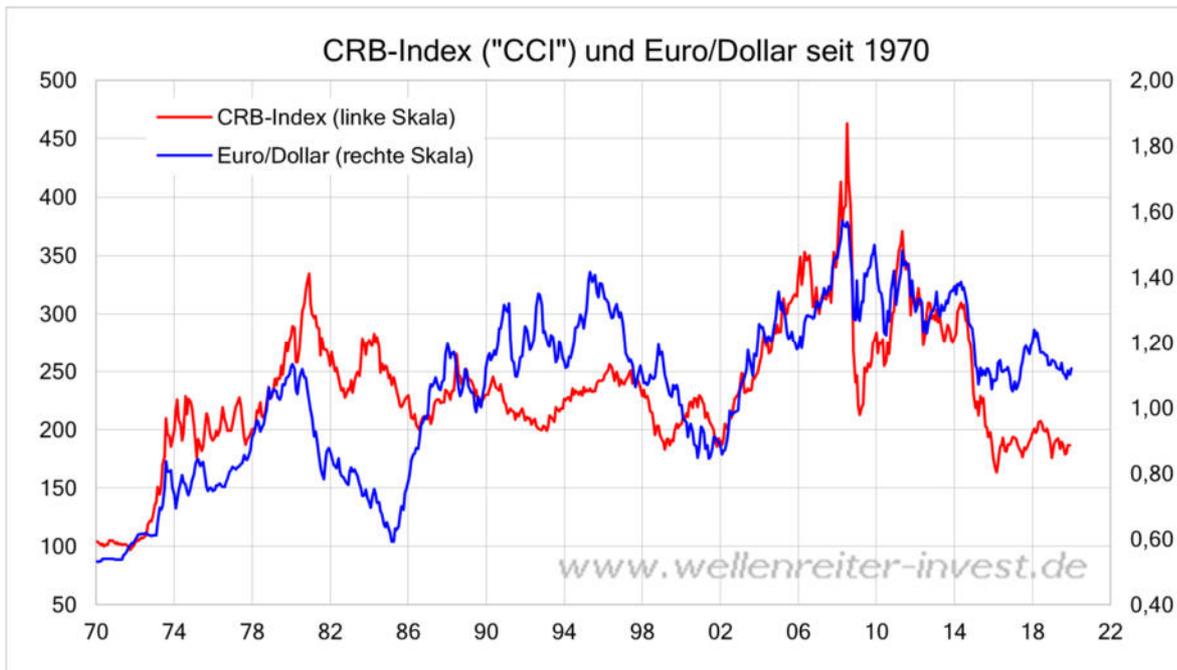


Abb. 4.3: CRB-Index und Euro/Dollar seit 1970

Da ein Abwärtstrend bei den Rohstoffpreisen mit einem negativen Verlauf des Euro/ Dollar korreliert, ist zunächst eine Erholung des Euro/Dollar im ersten Quartal 2020 zu erwarten, bevor sich Hochpunkte beim Währungspaar und bei den Rohstoffen bilden.

4.2 Erdöl

Der Trend eines steigenden globalen Erdölverbrauchs ist weiterhin intakt. Im Jahr 2020 sollen laut US-Energiebehörde (EIA) etwa 102 Mio. Barrel Öl konsumiert werden. Substitutionseffekte durch die aufkommende Elektromobilität spielen bis dato noch keine Rolle beim Ölverbrauch.

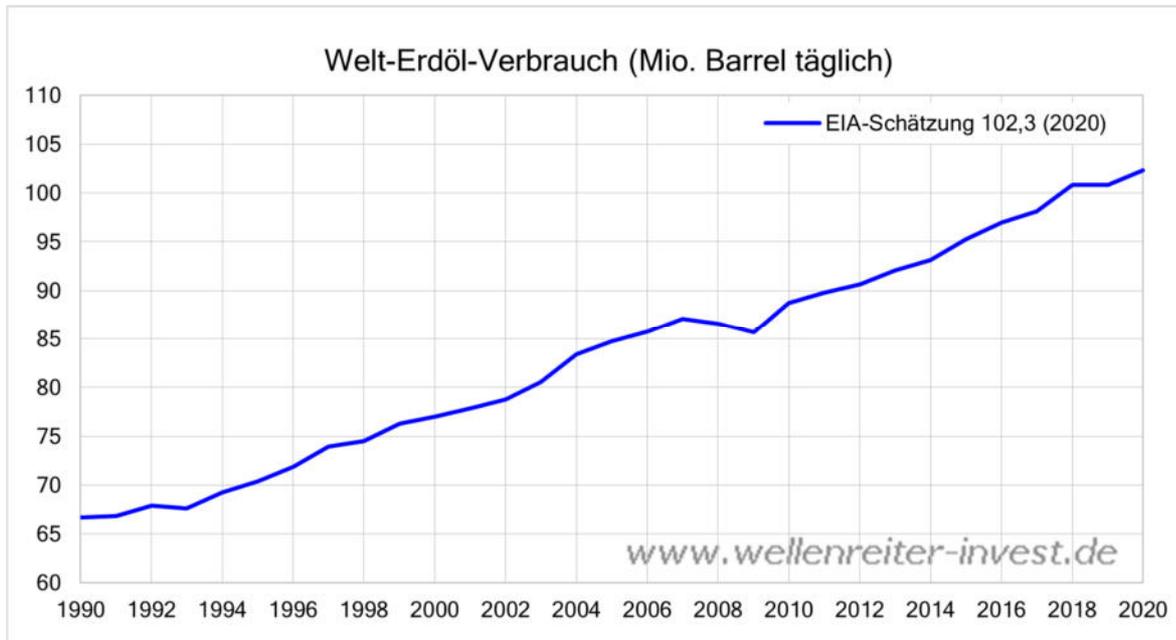


Abb. 4.4: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)

Mittlerweile sind die USA der größte Erdölproduzent der Welt. Seit dem Jahr 2008 erhöhte sich die US-Produktion um etwa 150 Prozent. Für das Jahr 2020 wird ein weiter ansteigendes Produktionsvolumen aktuell 12,5 auf 13,2 Mio. Barrel pro Tag erwartet.

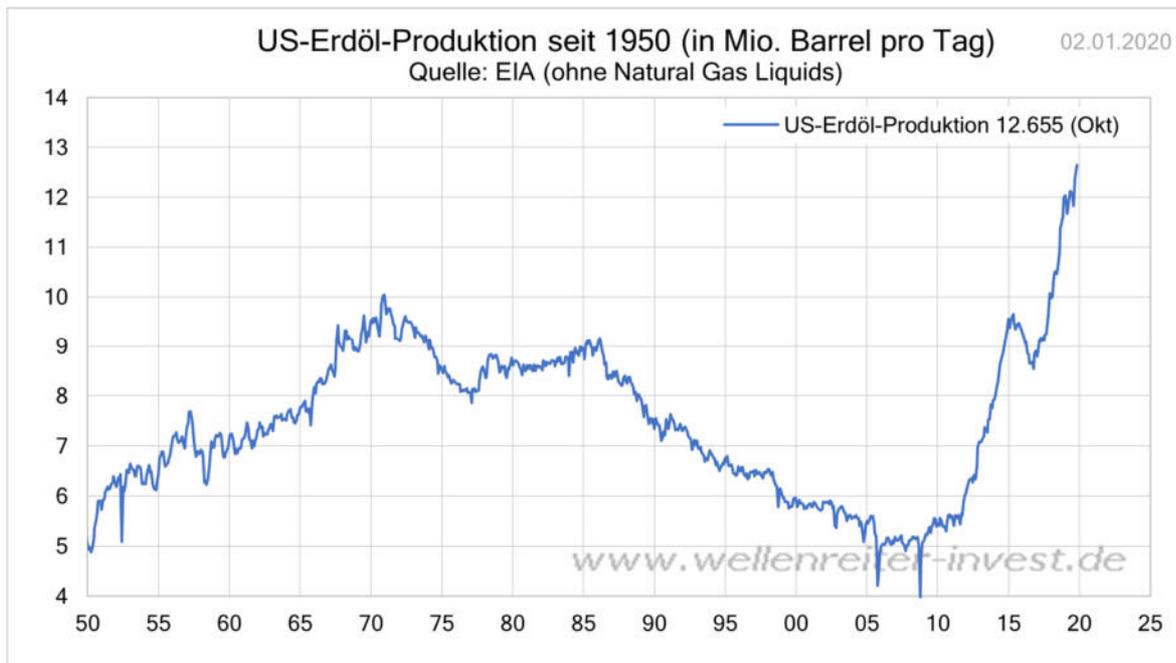


Abb. 4.5: US-Erdölproduktion seit 1950 (in Mio. Barrel pro Tag)

Ein Preisniveau des Ölpreises von 50-60 Dollar ist somit ausreichend, um die US-Ölproduktion weiterhin auszudehnen. Ein Rückgang der US-Produktion setzte nur kurzfristig im Jahr 2016 ein, als der Ölpreis bis auf 25 Dollar fiel. Erst im Bereich von etwa 40 Dollar liegt der Ölpreis so niedrig, dass die US-Produktion nicht weiter erhöht wird.

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 Gegensatz zur US-Energie-Agentur (EIA). Die IEA sieht für die USA deshalb eine 2020er-Produktion von 15,9 Mio. Barrel täglich.

Momentan soll nach den Angaben des EIA-Energieausblicks die Weltproduktion knapp oberhalb des Verbrauchs liegen.

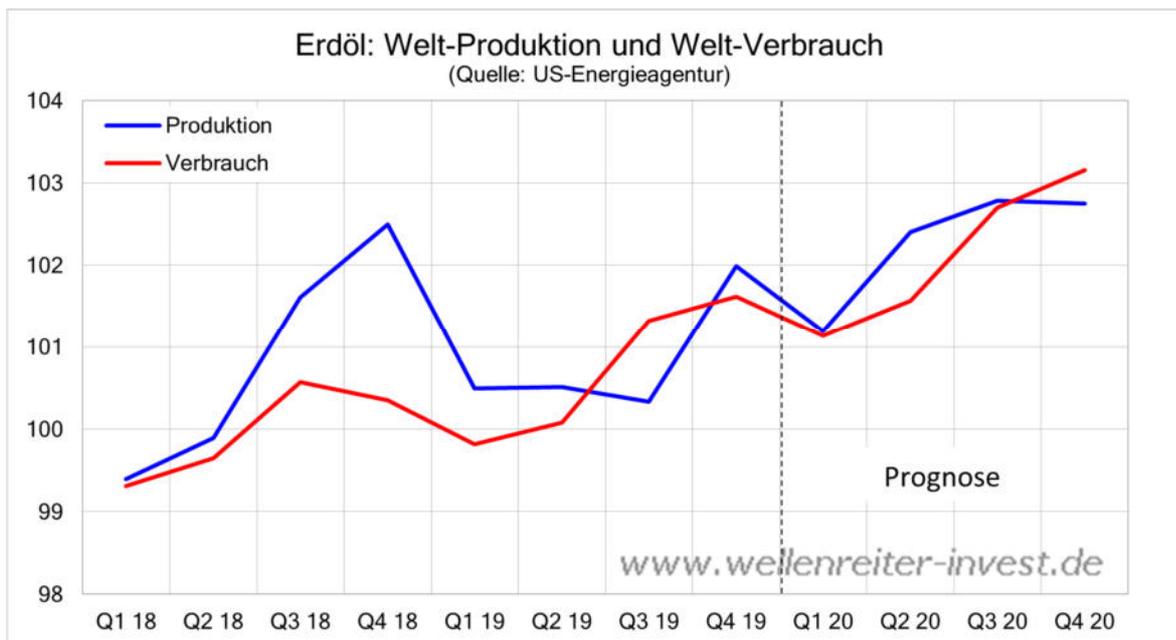


Abb. 4.6: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch

Im kommenden Jahr soll vor allem im zweiten Quartal ein deutlicher Überschuss produziert werden. Dieser hätte dann einen preisdämpfenden Effekt. In der Vergangenheit wirkte sich ein Angebotsüberhang negativ auf den Ölpreisentwicklung aus (folgender Chart).

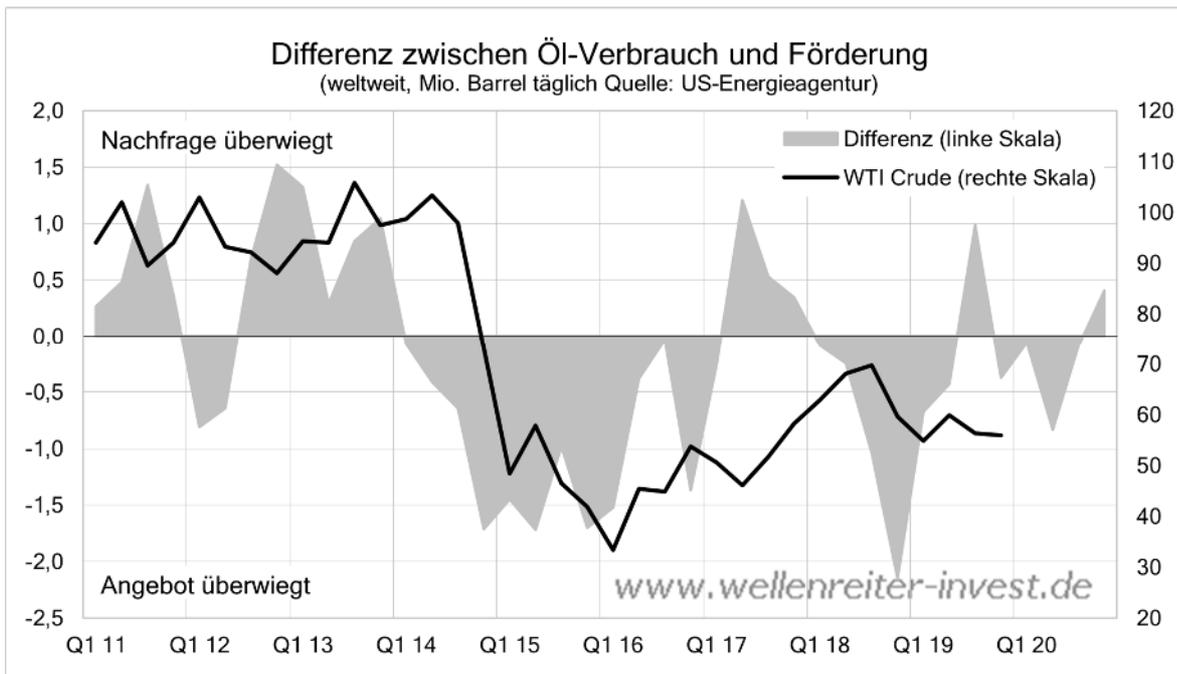


Abb. 4.7: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und -Förderung und Ölpreis

Da die OPEC-Vereinbarung über die Produktionskürzung lediglich bis März festgeschrieben ist, könnte im Sommer ein steigendes Produktionsvolumen mit einer nachlassenden Nachfrage zusammenfallen. Innerhalb der OPEC ist es zuletzt allein die Förderdisziplin Saudi-Arabiens gewesen, die dazu geführt hat, dass die OPEC ihr Ölangebot eingeschränkt hatte.

Russland, das ebenfalls den OPEC-Beschlüssen im Rahmen der OPEC+-Vereinbarung angehört, produzierte mehr Öl als vorgesehen war. Wie lange Saudi-Arabien bereit ist, auf Marktanteile gegenüber den USA oder auch Russland und anderen Förderern zu verzichten, ist für die Entwicklung des Ölpreises eine mittelfristig bedeutende Frage. Nach dem erfolgten und erfolgreichen Börsengang von Saudi-Aramco im Dezember 2019 dürfte die Motivation zu einer anhaltenden Zurückhaltung bei der Ölförderung mittelfristig weichen. Zunächst dürfte sie in 2020 noch andauern, bis noch eine zweite Tranche an Aktien platziert wurde.

Für das vierte Quartal 2020 erwarten Experten den Übergang der USA zu einer Öl-Exportnation.

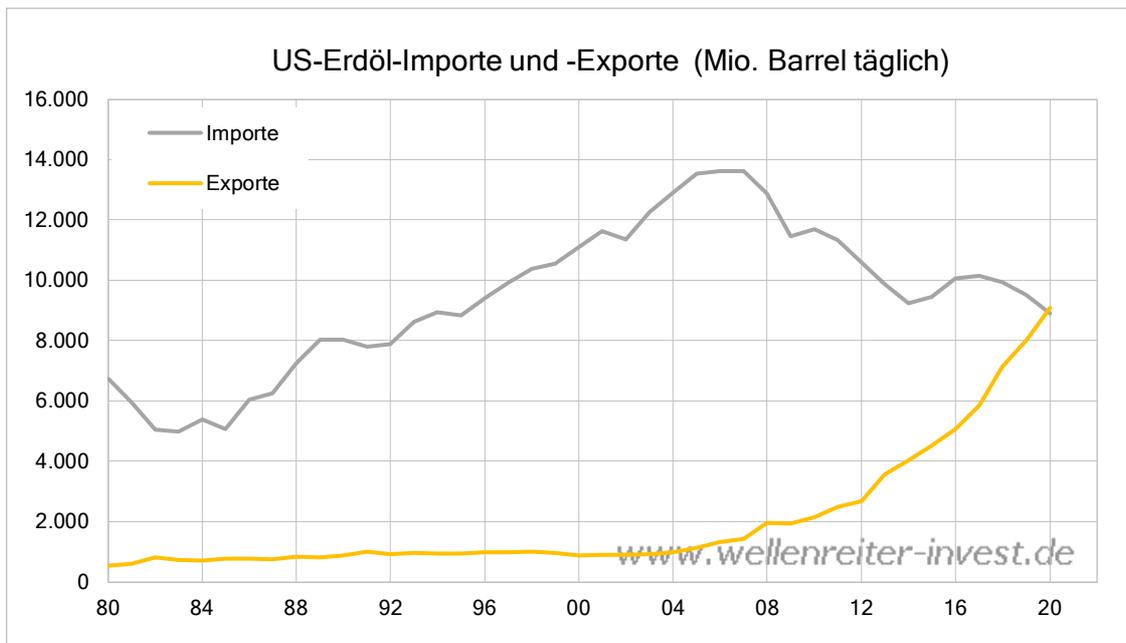


Abb. 4.8: US-Erdöl-Importe und -Exporte (Mio. Barrel täglich)

Dieser Schnittpunkt ist der Zeitpunkt, der auch für Saudi-Arabien zum Schmerzpunkt werden dürfte. Die einzige Möglichkeit ist demnach über einen niedrigeren Ölpreis die Ölproduktion der USA und der anderen Staaten sukzessive einzudämmen. Der Druck auf den Ölpreis wird perspektivisch zunehmen.

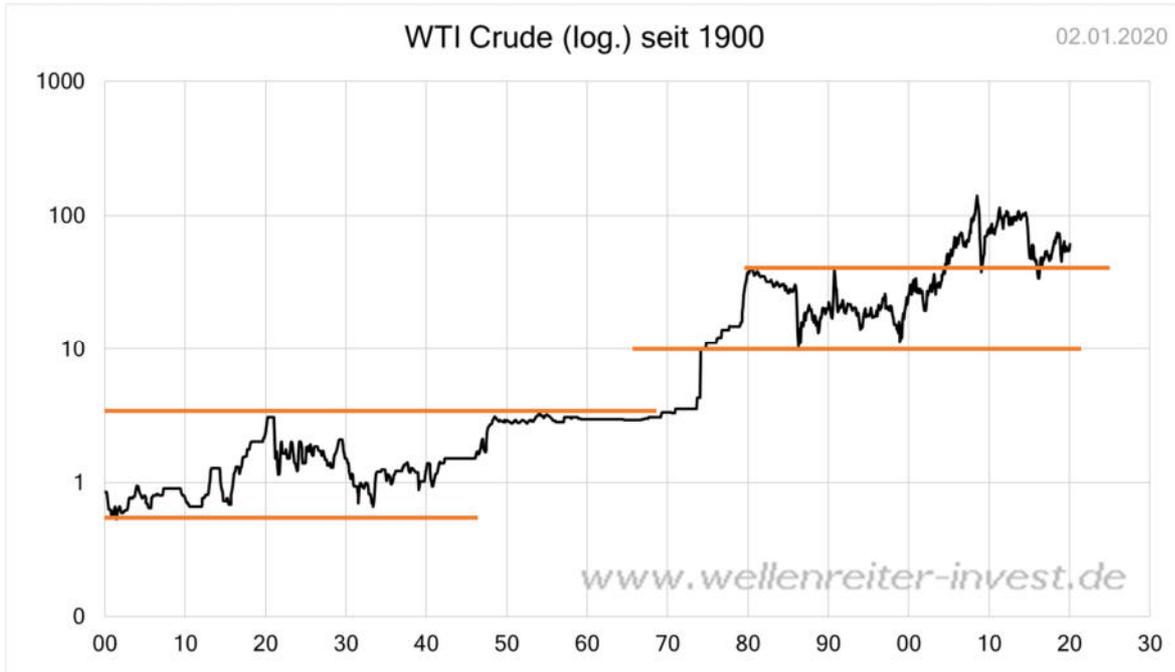


Abb. 4.9: WTI Crude Ölpreis seit 1900

Somit rückt ein weiterer Test der Handelsspanne am unteren Ende bei 40 Dollar perspektivisch wieder näher. In 2008/09, in 2016 und Ende 2018 wurde diese Zone bereits getestet, ein weiterer Anlauf ist eine Frage der Zeit.

Am US-Terminmarkt nimmt das Interesse (Open Interest) zuletzt ganz leicht zu, es hat sich eine Bodenbildungsphase ausgebildet.

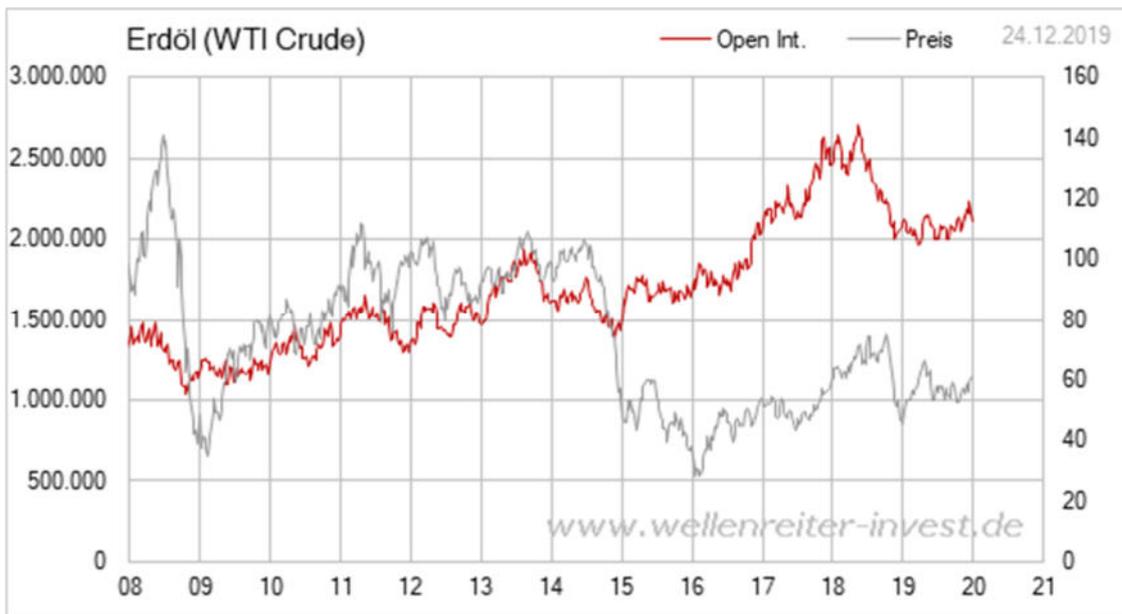


Abb. 4.10: WTI Crude Open Interest

Da sich die bedeutenden Hochpunkte erst durch negative Divergenzen im Open Interest gebildet haben, ist zunächst nicht von einem in Kürze stattfindenden Preisrückgang auszugehen.

Auch die spekulative Positionierung fällt zuletzt moderat aus. Die Netto-Positionierung der Großspekulanten im Verhältnis zum Open Interest liegt nur knapp in der Mitte der Positionierungsspanne der letzten beiden Jahre. (folgender Chart).

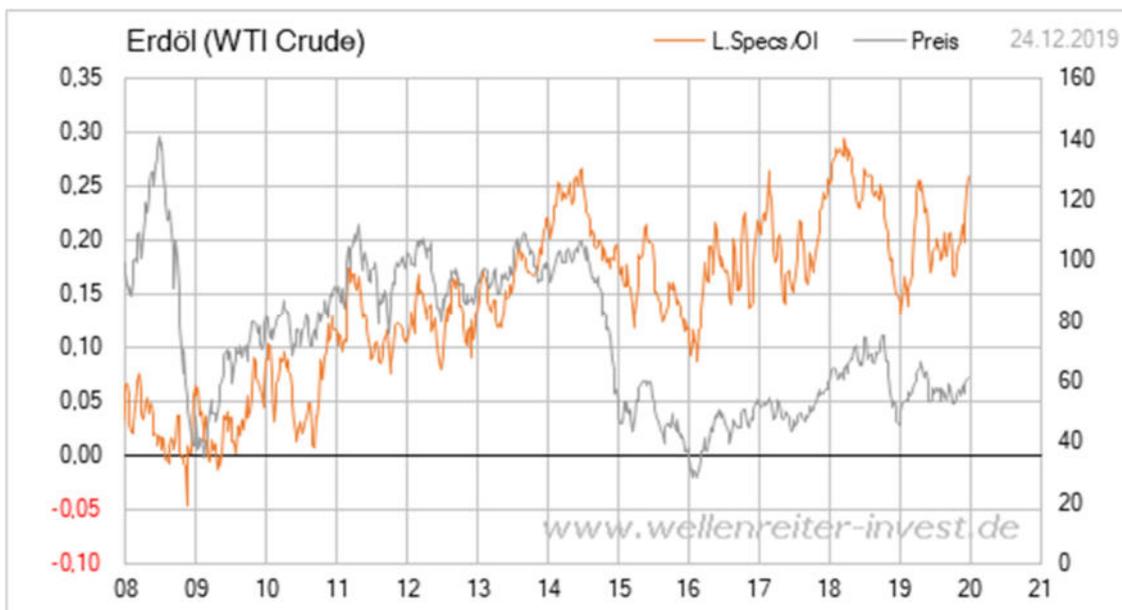


Abb. 4.11: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulanten/Open Interest

Daher kann die Seitwärtsbewegung des zweiten Halbjahres auch zunächst als eine Konsolidierungsphase vor einem Preisanstieg gesehen werden, der erst dann zu einer hohen Spekulation wie in 2018 oder Ende April 2019 führen würde.

Die Aussicht auf zunächst steigende Preise ist auch deshalb positiv zu bewerten, weil sich die Terminstrukturkurve im Zustand der Backwardation befindet. Dieser Zustand, in dem die zukünftigen Terminkontrakte billiger als der nächstfolgende Future sind, verweist auf eine unmittelbare Knappheitssituation.

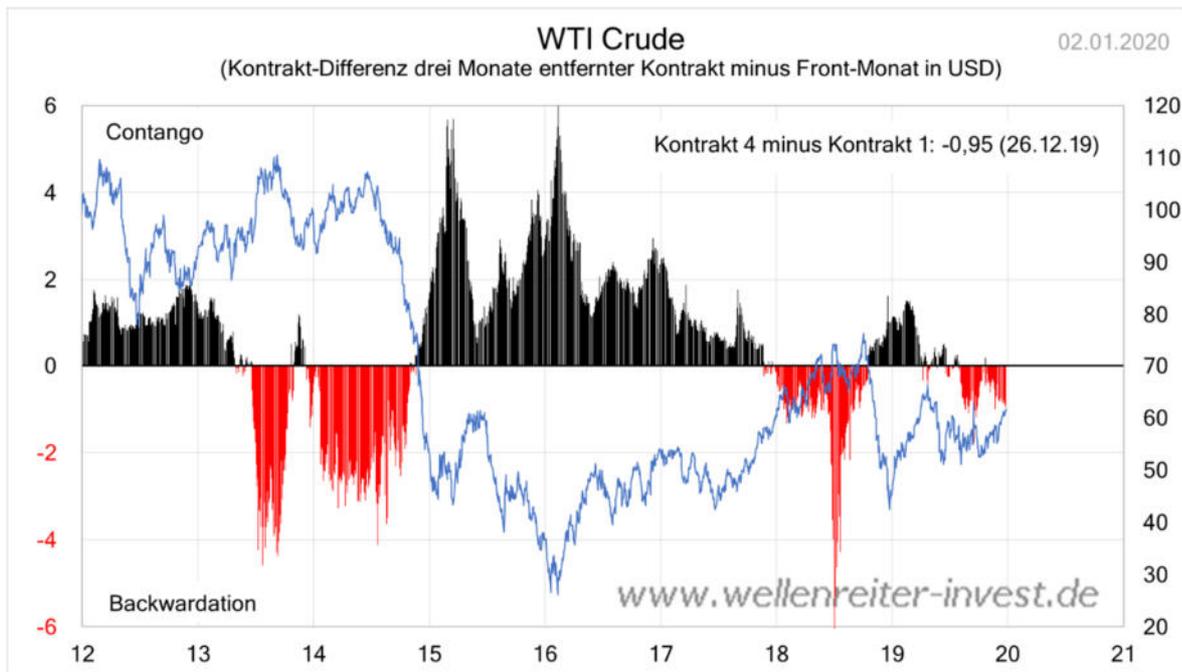


Abb. 4.12: WTI Crude Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent

Fällt der Ölmarkt in eine Backwardation wie in 2013, 2014 oder in 2018, dann folgt ein Preisanstieg. Löst sie sich wieder auf, dann fällt der Ölpreis. Im letzten halben Jahr ist eine sehr moderate Backwardation erkennbar. Da nicht absehbar ist, ob die OPEC über das erste Quartal hinaus ihre Förderdisziplin bewahrt, ist ihre momentan geringe Höhe ein etwas abgeschwächt positiver Einflussfaktor für den Ölpreis. Im ersten Halbjahr 2018 reichte dies für eine Trendbewegung auf der Oberseite im Ölpreis aus.

Aus statistischer Sicht neigt der Ölpreis in Wahljahren gegenüber den Durchschnittsverläufen zu zwei nennenswerten Divergenzen gegenüber den langfristigen Durchschnittsverläufen.

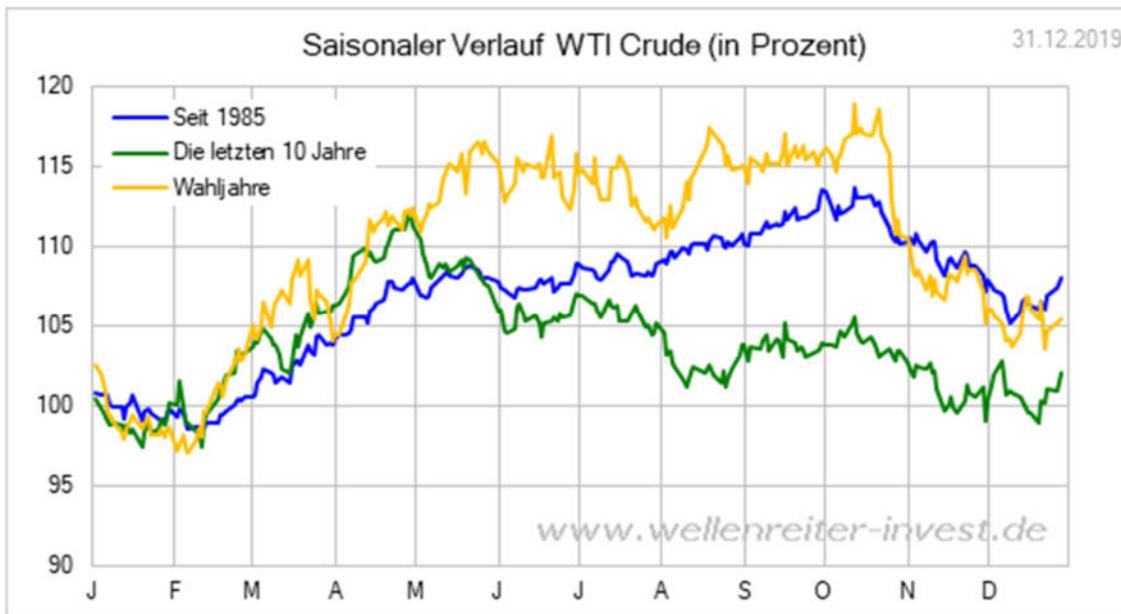


Abb. 4.13: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)

Der Startpunkt der Aufwärtsbewegung ab Anfang Februar überschneidet sich mit dem langfristigen Durchschnitt. Der einsetzende Preisanstieg ist etwas stärker als historisch üblich und endet bereits vorzeitig im Mai. Danach stagniert er statistisch betrachtet und im Vorfeld der US-Wahl setzt ein überdurchschnittlich starker Preisrückgang ein, der alle Gewinne verschwinden lässt und damit per Saldo zu einem unterdurchschnittlichen Jahr für den Ölpreis führt.

Ein La Nina sorgt häufig für kalte US-Winter und lässt den Öl- und Erdgasverbrauch steigen. Umgekehrt fällt der Ölpreis häufig in einer starken EL Nino-Phase (warme US-Winter). So verwundert es nicht, dass der Ölpreis und der El Nino/La Nina-Zyklus positiv korreliert sind (folgender Chart).

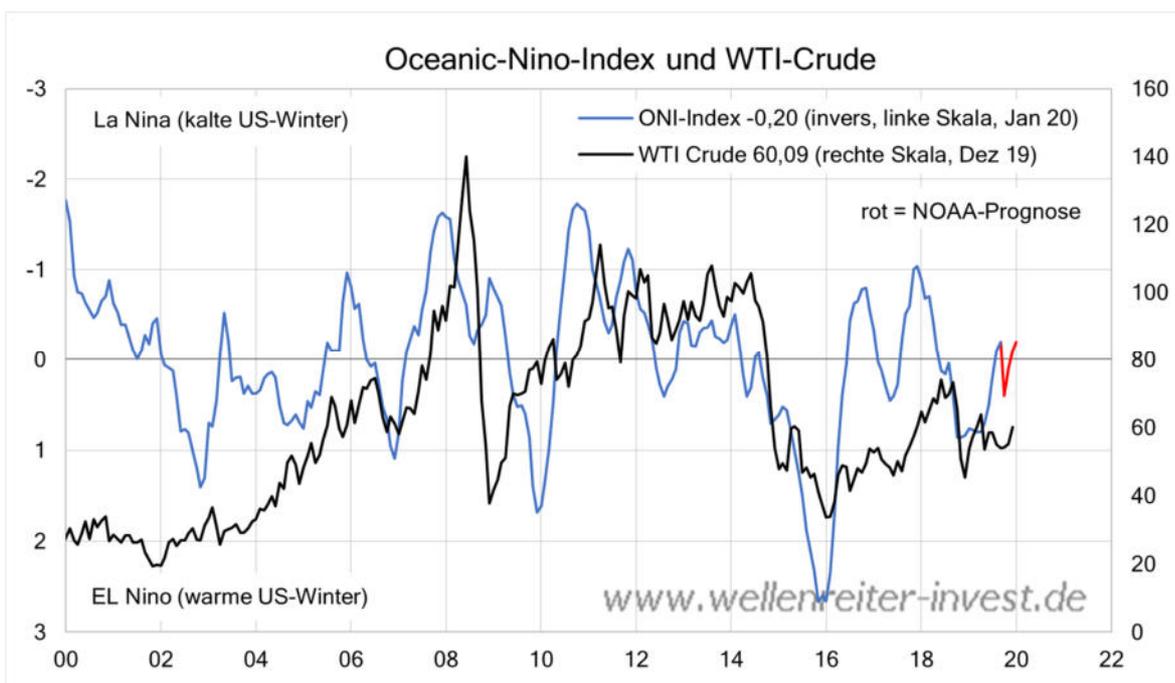


Abb. 4.14: Oceanic Nino Index und WTI-Crude

Gemäß Prognose der US-Wetter- und Klimabehörde NOAA wird sich der Zyklus im Jahr 2020 weitgehend neutral verhalten. Ein erneuter El-Nino würde den Ölpreis drücken, ein La-Nina-Ereignis würde ihn steigen lassen. Forscher der Justus-Liebig-Universität (JLU) in Gießen gaben Anfang November 2019 eine Vorwarnung für einen El Nino zum Jahresende 2020 heraus. Während das Wetter im Winter 2019/2020 als neutraler Faktor kein Preistreiber ist, dürfte der zu erwartende warme Winter 2020/21 den Ölpreis zusätzlich belasten. Bemerkenswert ist, dass weder die US-Wetterbehörde noch die JLU auf einen La Nina setzen. Damit fällt aus Wetter-/Klima-Sicht ein möglicher Preistreiber weg.

Vor dem Hintergrund der zu beobachtenden Backwardation hat der Ölpreis im ersten Quartal 2020 positives Überraschungspotential. Dann dürfte es eine Frage der Zeit sein, wann Donald Trump via Twitter seine Beschwerden über einen zu hohen Ölpreis der Weltöffentlichkeit kundtut. Vor der Wahl rechnen wir mit rückläufigen Preisen.

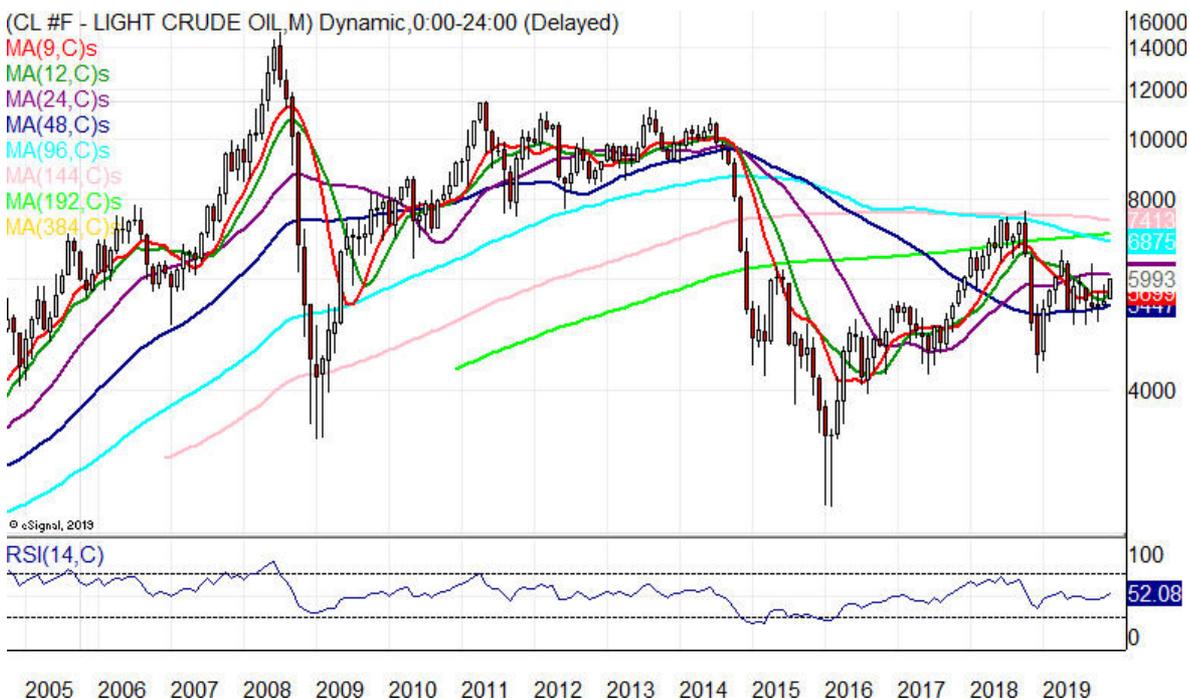


Abb. 4.15: WTI Crude Monatschart

Auf dem WTI-Crude-Monatschart ist gut der Spannungsaufbau durch die Konsolidierungsphase des zweiten Halbjahres 2019 zu erkennen. Die langfristigen gleitenden Durchschnitte im Bereich von 69-74 Dollar wirken als Bremse, die bereits 2018 den Ölpreisanstieg stoppte. Wir rechnen in diesem Preisbereich mit dem Jahreshoch des Ölpreises.

Fazit

Die Ölpreisentwicklung in 2020 dürfte zwei Gesichter besitzen: Eine positive Phase durch die angezeigte Knappheit in der Terminstrukturkurve und die moderate Spekulation am Terminmarkt in den ersten Monaten 2020. Im zweiten Quartal wird der Ölpreis im Rahmen einer Risk-Off-Bewegung verlieren, da in den letzten Jahren eine hohe positive Korrelation zwischen der Entwicklung des Erdölpreises und des S&P 500 vorliegt. Die negative Phase des vierten Quartals wird neben der überdurchschnittlich starken Schwäche vor der US-Präsidentenwahl noch durch einen möglichen El-Nino im Winter 2020/21 verstärkt.

Die Perspektive für den Ölpreis bewerten wir skeptisch, da sich die USA von einem Öl-Importeur zu einem Exporteur wandelt. Die hohe Förderdisziplin Saudi-Arabiens mit Marktanteilsverlusten ist nach dem Börsengang von Saudi Aramco, dem mit Abstand wertvollsten Unternehmen der Welt, eine Frage der Zeit, bis sie sich lockert. Die sukzessive Substitution von Öl durch regenerative Energien (siehe Dekadenausblick) ist in den kommenden Jahren ein Faktor, der den Ölpreis grundsätzlich auf der Oberseite deckelt.

4.3 Gold

Nach der langen Seitwärtsbewegung der Jahre 2016-2018 konnte der Goldpreis im Sommer aus der Handelsspanne nach oben ausbrechen und bis an die Widerstandszone ansteigen, die sich aus den Tiefpunkten von 2011 und 2012 ergibt.



Abb. 4.16: Gold Monatschart

Diese Hürde im Bereich von 1.530/550 Dollar stoppte den Anstieg, zudem wurde ein überkauftes Niveau erreicht. Seit September konsolidiert der Goldpreis diesen Anstieg und ist dabei sehr stabil mit einer nur geringen Volatilität. Dieses Preisverhalten ist positiv für die weitere Entwicklung des Goldpreises zu werten.

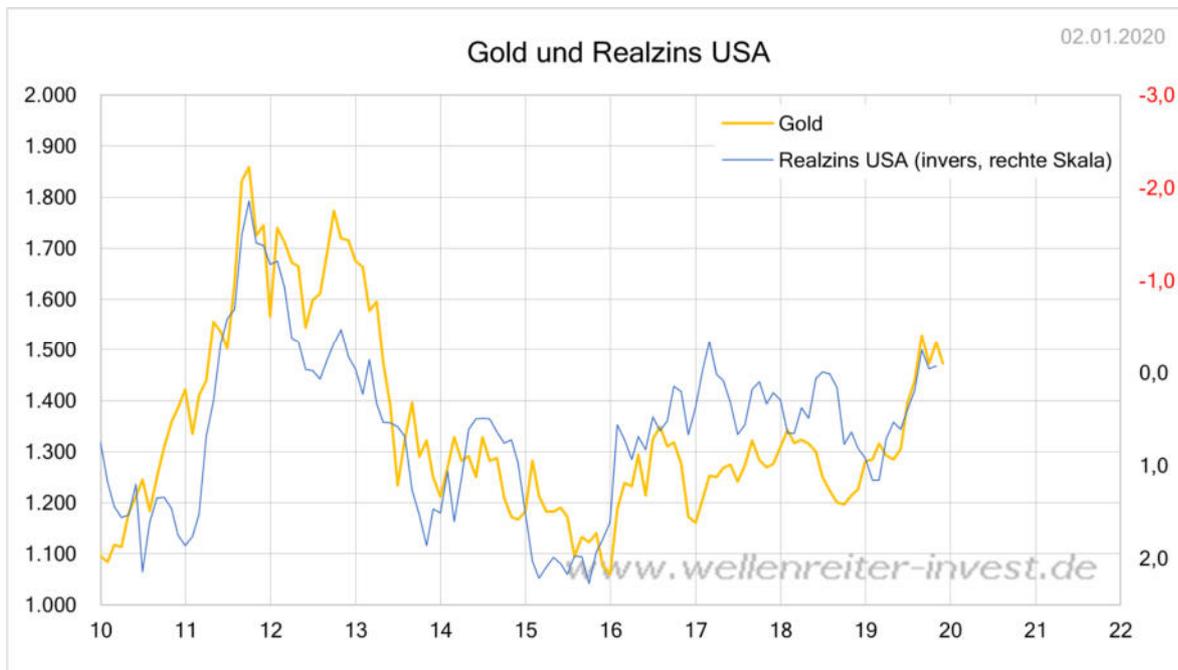


Abb. 4.17: Goldpreis und Realzins

Der Auslöser des Preisanstiegs bei Gold ist der fallende Nominalzins von Mai bis August bzw. Anfang Oktober, aber ebenso der fallende Realzins, gewesen.

Im Jahr 2020 ist weiterhin mit einer positiven Korrelation zwischen der Entwicklung des Real-, aber auch Nominalzinses zu rechnen. Bei sinkenden Renditen ist der Goldpreis als „sicherer Hafen“ gesucht.

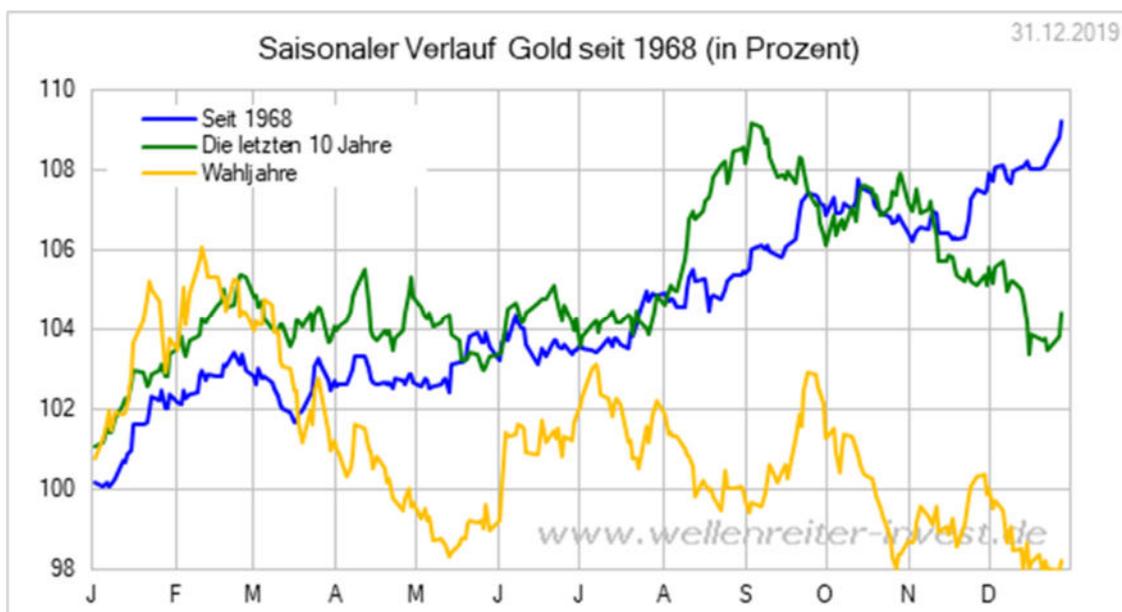


Abb. 4.18: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)

In Wahljahren verhält sich der Goldpreis schwächer als in den langfristigen Durchschnittsverläufen. Er bildet bereits frühzeitig Anfang Februar üblicherweise ein Preishoch aus, dem eine stärkere Preisschwäche bis Mai folgt. Die üblicherweise positive Phase ab Juli entfällt in einem Wahljahr, da der Goldpreis lediglich seitwärts tendiert. Wir erwarten im zweiten Quartal eine bessere Goldpreisentwicklung als in einem durchschnittlichen Wahljahr.

Am US-Terminmarkt notiert die Spekulation auf einem hohen Niveau.

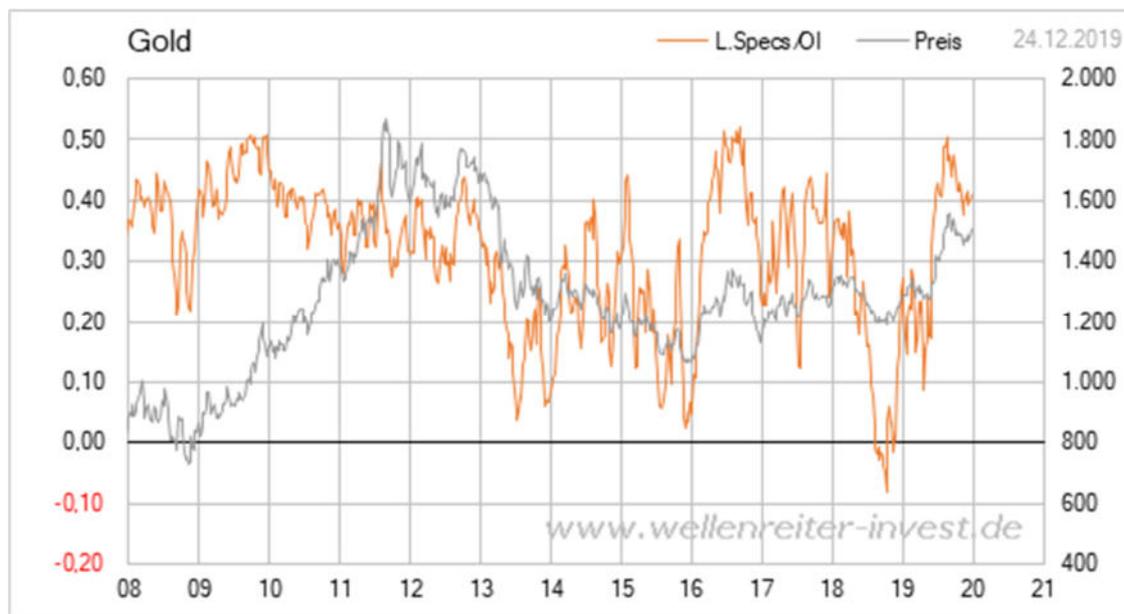


Abb. 4.19: Netto-Positionierung der Großspekulanten / Open Interest im Gold

Eine ähnlich hohe Netto-Long-Spekulation besaßen die Großspekulanten in Abhängigkeit des Open Interest nahe den Preishochs des Jahres 2012, 2015 und 2016. Steigende Goldpreise bei einer ähnlich hohen Netto-Long-Positionierung gab es lediglich im Jahr 2009, als der Dollar sehr deutlich fiel und sich die Goldpreishaube fortsetzte. Ein solches Umfeld erwarten wir für 2020 nicht.

Der XAU-Goldminenindex stieg in diesem Jahr mit dem steigenden Goldpreis an.



Abb. 4.20: XAU-Goldminen-Index

Der Bereich der runden Marke um 100 Punkte agierte zusammen mit dem gleitenden 8-Jahres-Durchschnitt (hellblaue Linie) als Bremse für den Goldpreis im Jahr 2019. Im Rahmen eines Goldpreisanstiegs wäre im besten Fall der Bereich des Hochs des Jahres 2016 sowie die beiden langfristigen Durchschnittslinien, die bei 120 Punkten verlaufen, das Ziel für den Goldminenindex.

Fazit

Die Aussichten für den Goldpreis, dem von den Bankanalysten die besten Chancen unter allen Anlageklassen gegeben werden, sind in einem Wahljahr nicht besonders positiv. Er bildet üblicherweise bereits Anfang Februar einen Hochpunkt aus und neigt danach im ersten Quartal zur Schwäche. Allerdings profitiert er temporär von fallenden Renditen im zweiten Quartal und koppelt sich damit von seinem historischen Muster ab. Er bildet im Sommer sehr zeitig einen Hochpunkt aus, wenn die Renditen der US-Staatsanleihen ein wichtiges Preistief markieren. Im zweiten Halbjahr 2020 enttäuscht er die Investoren, da die US-Renditen ansteigen.

4.4 Kupfer

Während der Goldpreis als defensives Asset in einem wirtschaftlichen Abschwung mit fallenden nominalen Renditen gestiegen ist, fiel der Kupferpreis in diesem Umfeld. Diese inverse Korrelation konnte in den letzten 12 Monaten beobachtet werden.



Abb. 4.21: Gold und Kupfer

Wenn die Investoren positiver für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung werden, dann ist der Kupferpreis gefragt. Für Investoren ist der Kupferpreis auch deshalb eine Beobachtung wert, da die Divergenzen gegenüber der Entwicklung des US-Aktienmarktes wertvolle Zusatzinformationen liefern können.

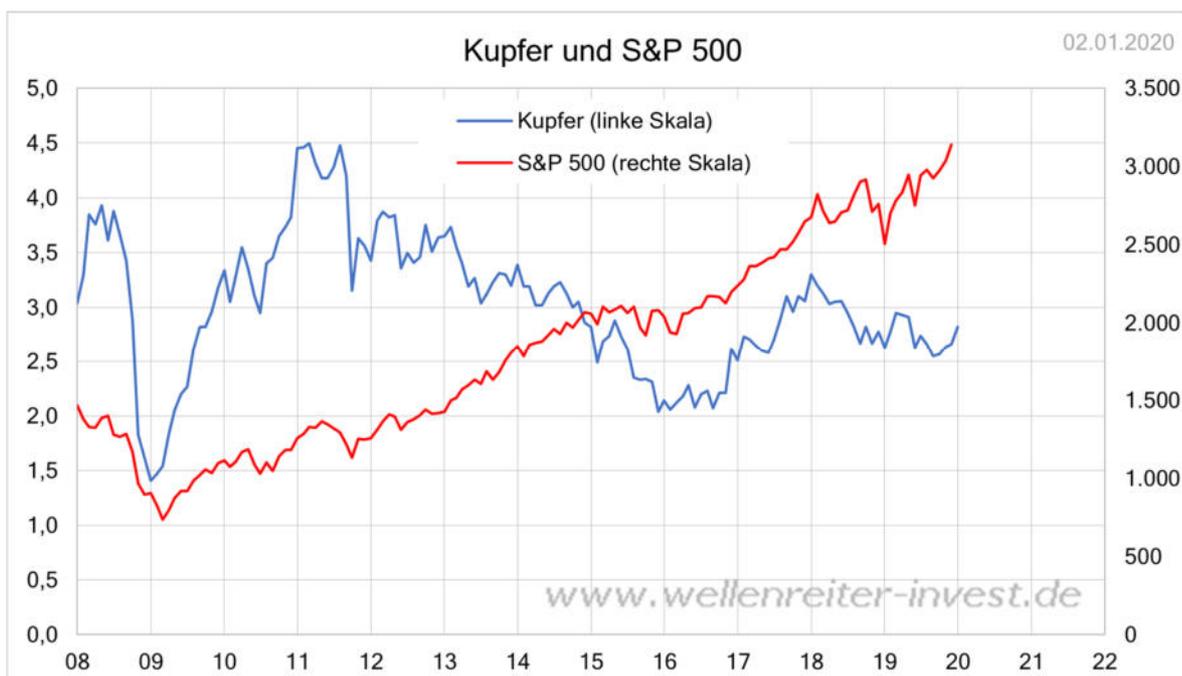


Abb. 4.22: Kupfer und S&P 500

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, im Januar/Februar 2016, aber auch im Dezember 2018 beobachtet werden. Auf der Oberseite bildete der Kupferpreis in 2011 bereits frühzeitig ein Preishoch aus, ebenso in 2018. In diesem Jahr neigte er bis in den Herbst zur relativen Schwäche, verbessert sich allerdings insbesondere im vierten Quartal 2019.

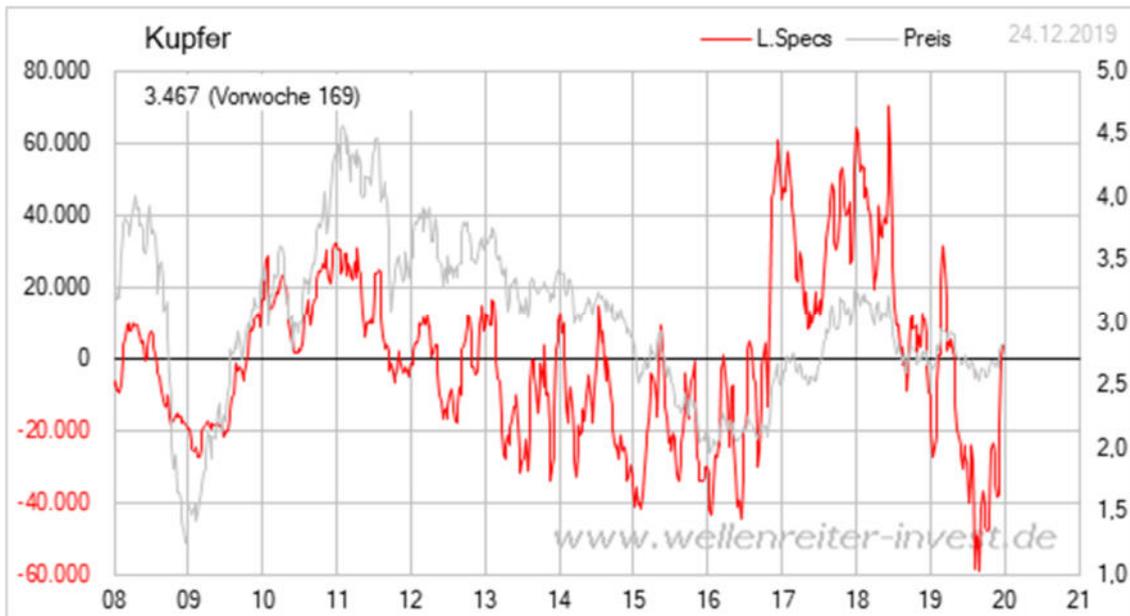


Abb. 4.23: Netto-Positionierung der Großspekulanten bei Kupfer

Die Netto-Spekulation der Großspekulanten fiel in 2019 absolut betrachtet auf neue Rekordtiefs. Hier besteht weiteres Potential, bis sie neutral bzw. auf Nettobasis long positioniert sind. Auch wenn wir keine starke Hausse des Kupferpreises erwarten, so sind steigende Preise in den kommenden Monaten zu erwarten.

Fazit

Die Aussichten für steigende Rohstoffpreise sind zumindest im ersten Quartal 2020 als gut anzusehen. Die zyklische Seite lässt dann ein wichtiges Preishoch im Frühjahr erwarten.

5. Der Aktienmarkt

5.1 Bewertung

Ist der US-Aktienmarkt teuer oder preiswert? Wir betrachten die Q-Ratio, den Buffet-Indikator und mit dem Fed-Modell die relative Attraktivität von US-Aktien. 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.

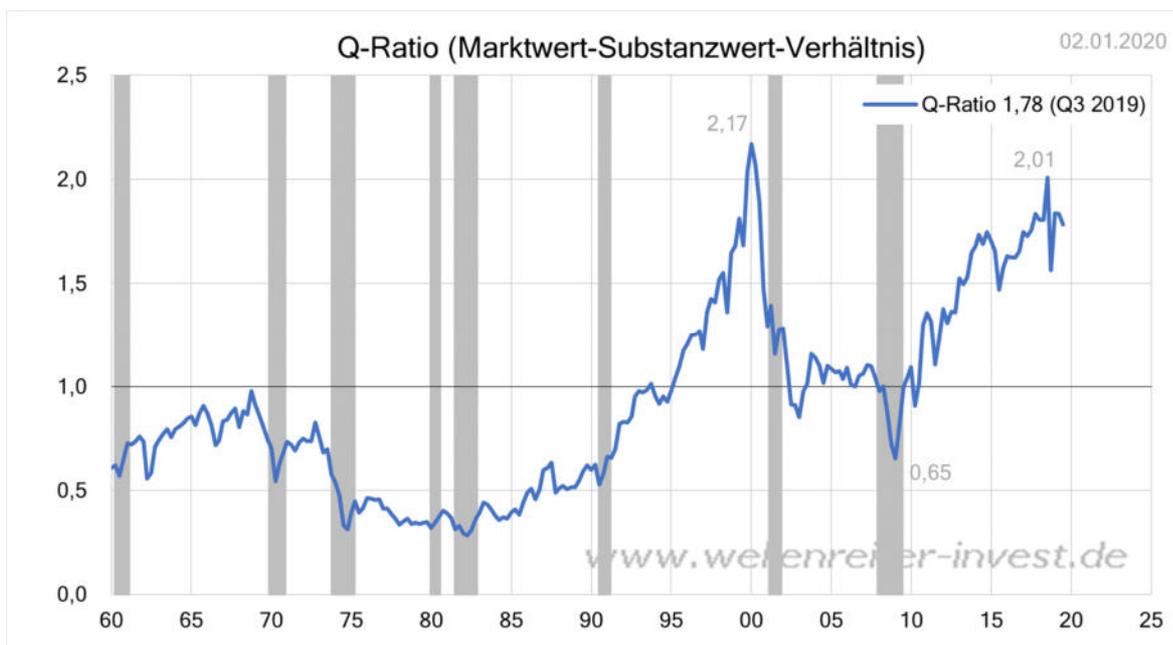


Abb. 5.1: Q-Ratio

Voranstellen möchten wir für langjährige Leser, dass die US-Notenbank die Berechnungsweise verändert hat und daher andere Werte als in der Vergangenheit zu beobachten sind. Per Ende des dritten Quartals notierte die Q-Ratio für den US-Markt mit 1,78 oberhalb des Hochs von Ende 2014. Eine noch höhere Bewertung gab es lediglich in der Phase der Techbubble zu beobachten.

Ein fairer Wert des US-Aktienmarktes stellt sich selten ein, größere Abweichungen sind die Regel. Vor 20 Jahren war die Bewertung ähnlich, die folgenden 10 Jahre verliefen schwach. Die relativ hohe Bewertung am Jahresende 2019 lässt ein unterdurchschnittliches Potential für die kommenden 10 Jahre erwarten.

Ebenso weist der sogenannte Buffett-Indikator auf eine deutliche Überbewertung von US-Aktien hin. Der Indikator vergleicht die Gesamtmarktkapitalisierung des US-Aktienmarktes mit dem nominalen BIP, er ist eine Art Kurs-Umsatz-Verhältnis auf volkswirtschaftlicher Ebene.

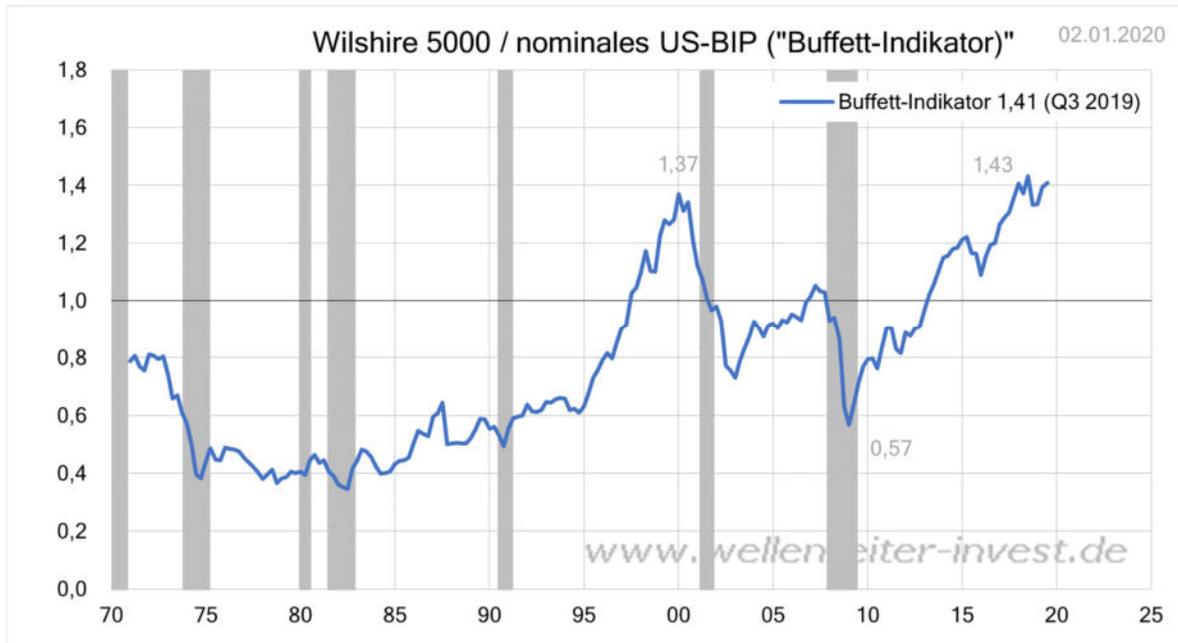


Abb. 5.2: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP

Im Verhältnis zum BIP befindet sich der US-Markt Ende 2019 mit einem Wert von 1,41 in der Nähe seines historischen Verlaufshochs. Eine Überbewertung ist auch nach diesem Indikator vorhanden.

Beim Vergleich der Gewinnrendite der Aktien gegenüber zehnjährigen Staatsanleihen fällt auf, dass die Anleihenrendite deutlich hinter der Aktienrendite zurückbleibt.

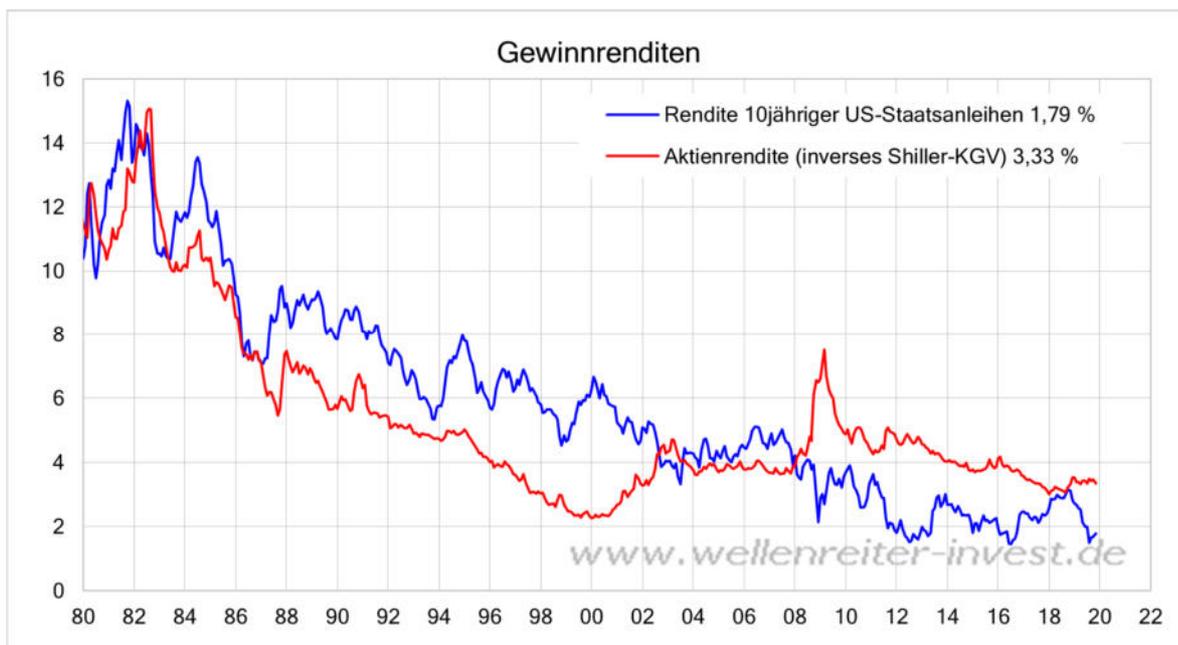


Abb. 5.3: Gewinnrendite Aktien und Anleihen

Seit 2008 notiert die Aktienrendite oberhalb der („risikolosen“) Rendite von Staatsanleihen. Im Jahr 2018 waren beide Renditen für ganz kurze Zeit identisch, es folgte am US-Aktienmarkt eine deutliche Abwärtsbewegung im vierten Quartal 2018. Zuletzt notiert die auf dem Shiller-KGV basierende Aktienrendite bei 3,3 Prozent, während die Anleihenrendite unterhalb der 2-Prozent-Marke notiert.

Das sogenannte FED-Modell vergleicht die Spanne zwischen Anleihen- und Aktienrenditen.

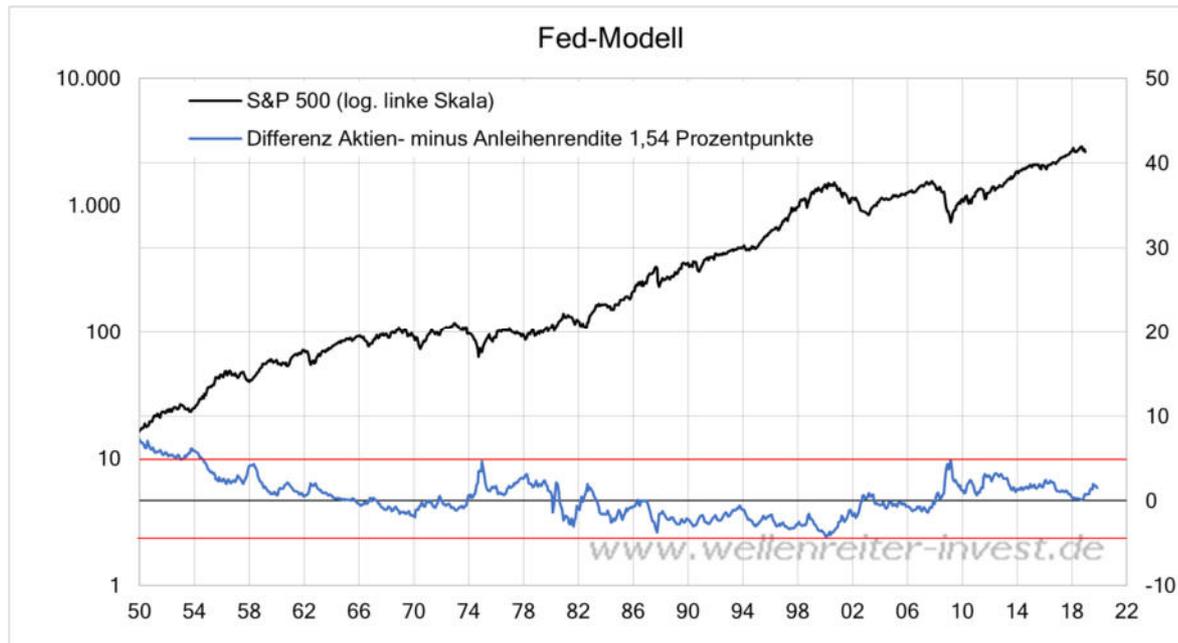


Abb. 5.4: Fed-Modell

Aktuell zeigt sich die Renditedifferenz Aktien minus Anleihen mit +1,6 Prozentpunkten leicht überdurchschnittlich. Im Gegensatz zu den vorherigen Indikatoren liegt keine Extremsituation vor.

Fazit

Der US-Aktienmarkt ist historisch überbewertet. Allerdings liegt die Aktienrendite deutlich oberhalb der Anleihenrendite, sodass der Aktienmarkt relativ betrachtet attraktiv erscheint. Ein deutlicher Renditeanstieg würde diesen Vorteil zu Nichte machen. Die hohe Bewertung des US-Aktienmarktes einerseits und eine steigende Anleihenrendite andererseits würden die Aktienmärkte ins Stolpern bringen.

5.2 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2020 ist ein Wahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Seit 1897 stellt sich die durchschnittliche Performance des Dow Jones Index im US-Präsidentschaftszyklus wie folgt dar:

Nachwahljahre +7,2%

Zwischenwahljahre +4,2%

Vorwahljahre +12,0%

Wahljahre +7,9%

Historisch betrachtet sind Wahljahre die zweitstärksten Jahre im Wahlzyklus (Nr. 1 sind die Vorwahljahre). Seit 1900 verliefen nur neun Wahljahre negativ, zuletzt die Jahre 2000 und 2008.

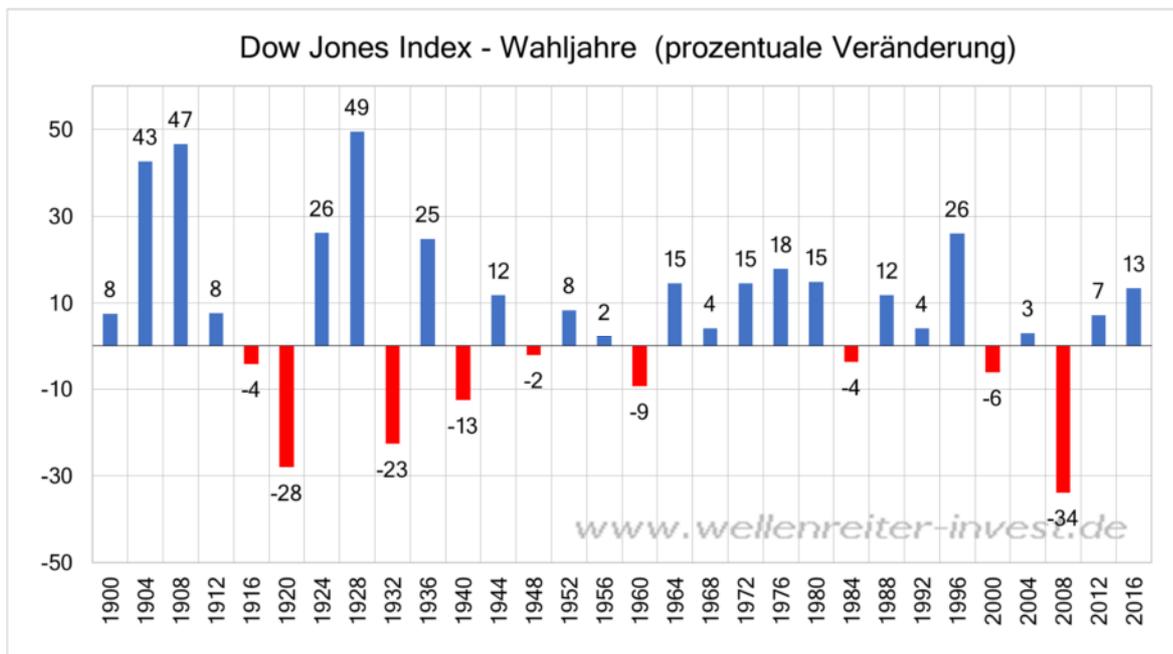


Abb. 5.5: Dow Jones Index Verteilung Wahljahre (prozentuale Veränderung)

Die Wahljahre 1920, 1932 und 2008 beschreiben depressive Krisensituationen.

Im klassischen Zyklus waren das Vorwahl- und Wahljahr durch fiskalpolitische 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 veränderte sich dieses Verhalten. Sowohl Barack Obama (Maßnahmen gegen die Finanzkrise) als auch Donald Trump (Steuerreform) halfen in den ersten beiden Jahren der Wirtschaft auf die Beine.

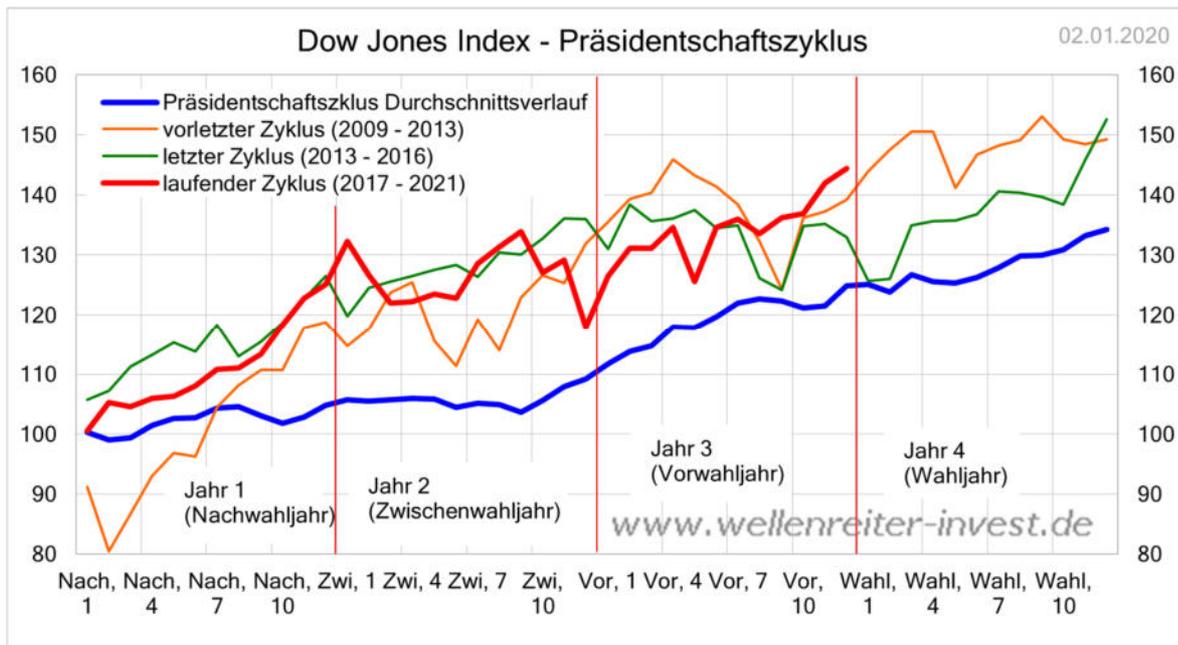


Abb. 5.6: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus

Im Jahr 2020 dürfte es nur im Fall einer US-Rezession zu größeren staatlichen Eingriffen zugunsten der US-Wirtschaft kommen. Trumps Möglichkeiten für weitere Unterstützungsmaßnahmen (z.B. weitere Steuersenkungen) sind begrenzt, daher übt er viel Druck auf die US-Notenbank aus, die seiner Meinung nach die Zinsen senken sollte und damit auch den Dollar schwächen sollte.

Ein Thema, das in den beiden letzten Jahren bremsend wirkte, war der Handelsstreit zwischen den USA und China. War Trump am Anfang der Meinung noch der Meinung, dass er leicht zu gewinnen sei, so hat ihn mittlerweile die Realität eingeholt. Mittlerweile wird der Handelsstreit in drei Phasen aufgeteilt und nach der Einigung in Phase 1 stellt sich für Investoren die Frage, ob damit die größte Hängepartie beendet ist oder ob das Thema noch Jahre Bestand haben wird.

Da dieses Thema in der monatlichen Umfrage von Bank of America seit mehr als einem Jahr als das größte Risiko von Investoren angesehen wird, hat es auf die Börsen nur dann einen dämpfenden Einfluss, wenn es zu weiteren Zollerhöhungen kommen sollte. Mit dem Status Quo kann die Wirtschaft nach einer Anpassungsphase perspektivisch leben. Für Trump wird es daher im Jahr 2020 darauf ankommen, die Unsicherheit nicht weiter zu erhöhen, um die erhöhte Rezessionswahrscheinlichkeit der US-Terminstrukturkurve nicht weiter zu steigern.

Trumps mögliche Wiederwahl erscheint den meisten Europäern als eine große Belastung des politischen Weltklimas. Und dennoch stehen die Chancen gut, dass die Amerikaner ihn Anfang November 2020 wiederwählen: Die Statistik ist auf seiner Seite.

Nach den Regularien darf ein US-Präsident nur zwei Amtszeiten bekleiden. Wie wahrscheinlich ist ein Wechsel der Regierungspartei? Nachfolgend eine Übersicht über die US-Präsidenten.

Jahr	Partei	Präsident
1944	Demokraten	Roosevelt
1948	Demokraten	Truman
1952	Republikaner	Eisenhower
1956	Republikaner	Eisenhower
1960	Demokraten	Kennedy
1964	Demokraten	Johnson
1968	Republikaner	Nixon
1972	Republikaner	Nixon
1976	Demokraten	Carter
1980	Republikaner	Reagan
1984	Republikaner	Reagan
1988	Republikaner	Bush
1992	Demokraten	Clinton
1996	Demokraten	Clinton
2000	Republikaner	Bush
2004	Republikaner	Bush
2008	Demokraten	Obama
2012	Demokraten	Obama
2016	Republikaner	Trump
2020	Republikaner?	Trump?

Nur einmal nach dem zweiten Weltkrieg wurde der regierende Präsident bzw. die regierende Partei nicht wiedergewählt: Im Jahr 1980 schafften die Republikaner es, Jimmy Carter aus dem Amt zu verdrängen. Ansonsten trug der Präsidentenbonus die regierende Partei stets in eine zweite Amtszeit. Es besteht demnach eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für einen Wahlsieg des Kandidaten der Republikaner.

Der Gegenkandidat bzw. die Gegenkandidatin für Donald Trump steht noch nicht fest, aber lediglich drei Kandidaten haben realistische Aussichten, für die Demokraten in den Präsidentschaftswahlkampf zu ziehen: Joe Biden, Michael Bloomberg und Elizabeth Warren. Alle vier Präsidentschaftskandidaten eint, dass sie Mitglied im Club der über 70jährigen sind. Am Wahlabend wird Donald Trump 74 Jahre, Joe Biden 78 Jahre, Michael Bloomberg 78 Jahre und Elizabeth Warren 71 Jahre alt sein, so dass die Amerikaner einen sehr alten Präsidenten zu wählen haben.

Donald Trump hat Respekt vor Joe Biden, der zuletzt auf Platz 1 der Umfragen lag. Michael Bloomberg und Elizabeth Warren waren beide früher Republikaner und kandidieren nun für die Demokraten. Michael Bloomberg ist als netteres Plagiat zwar

um ein Vielfaches vermöglicher als Donald Trump, aber aus Sicht der Amerikaner hätte er gegenüber seinem Amtsvorgänger wenig Neues zu bieten. Für Wall Street wäre Elizabeth Warren ein Unsicherheitsfaktor, da sie u.a. die Steuersenkungen unter Trump wieder rückgängig machen möchte. Die ehemalige Expertin für Verbraucherinsolvenzen adressiert die Einführung einer Vermögenssteuer für Superreiche. Zudem wirbt sie für eine staatliche Krankenversicherung für alle Amerikaner sowie die Zerschlagung der großen Tech-Konzerne.

Dieser politisch links zuzuordnende Kurs würde dem jetzigen Zeitgeist in Europa entsprechen und dort auf fruchtbaren Boden fallen, in den USA hat sie es schwerer. Für Wall Street wäre sie ein Feindbild. Als „Anti-Trump“ hätte ihre Wahl als Spitzenkandidatin den Charme eines sehr spannenden Wahlkampfes. Die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit von Donald Trump hat keiner der potenziellen Herausforderer um das Amt des 46. Präsidenten der USA.

Unabhängig von einem möglichen Gegenkandidaten Donald Trumps gilt es, die Besonderheit des Präsidentschaftszyklus zu beachten, wenn sich ein US-Präsident in einer ersten Amtszeit befindet. Nicht nur das Vorwahljahr, sondern auch das Wahljahr, welches den ersten Amtszyklus abschließt, verlaufen in solchen Situationen überdurchschnittlich positiv (folgender Chart).

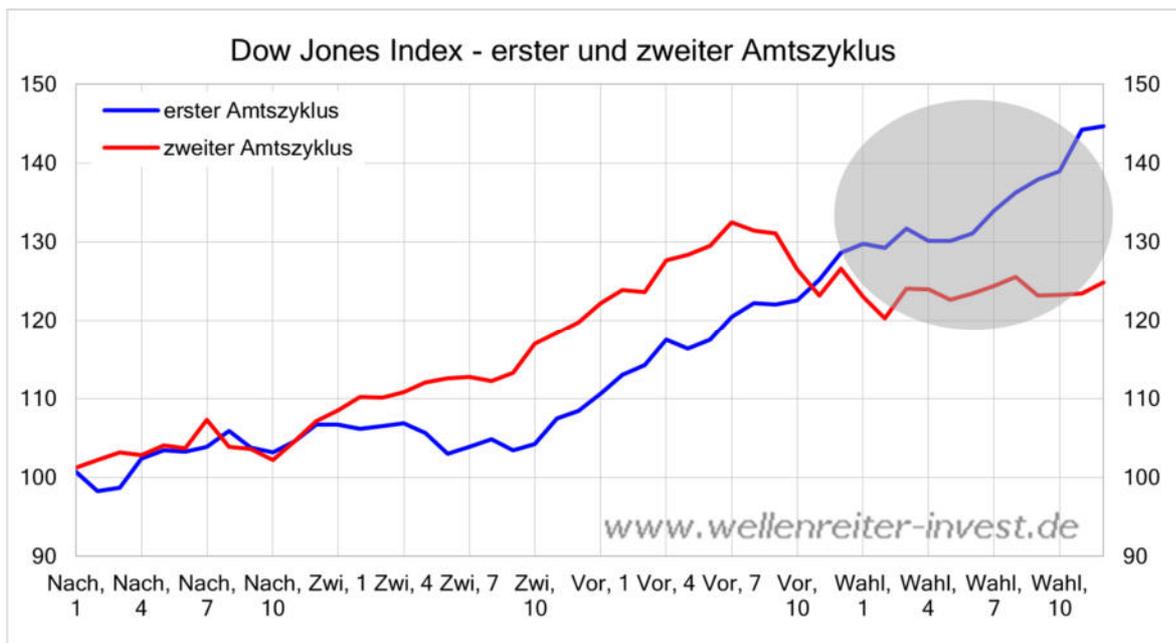


Abb. 5.7: Dow Jones Index – erster und zweiter Amtszyklus

Im ersten Amtszyklus verlaufen die ersten 5 Monate sehr flach, bevor ein deutlicher Anstieg einsetzt.

Allerdings mindert ein Umstand dieses statistisch positive Ergebnis: Donald Trump ist Republikaner. Für viele seiner republikanischen Vorgänger war das vierte Jahr ein durchwachsenes Jahr. Den besten Lauf hatte Richard Nixon durch das positive Wahljahr 1972. Nixon stolperte später über die Watergate-Affäre. In allen anderen Fällen lief das Jahr 4 für frühere republikanische Präsidenten eher durchwachsen (folgender Chart).

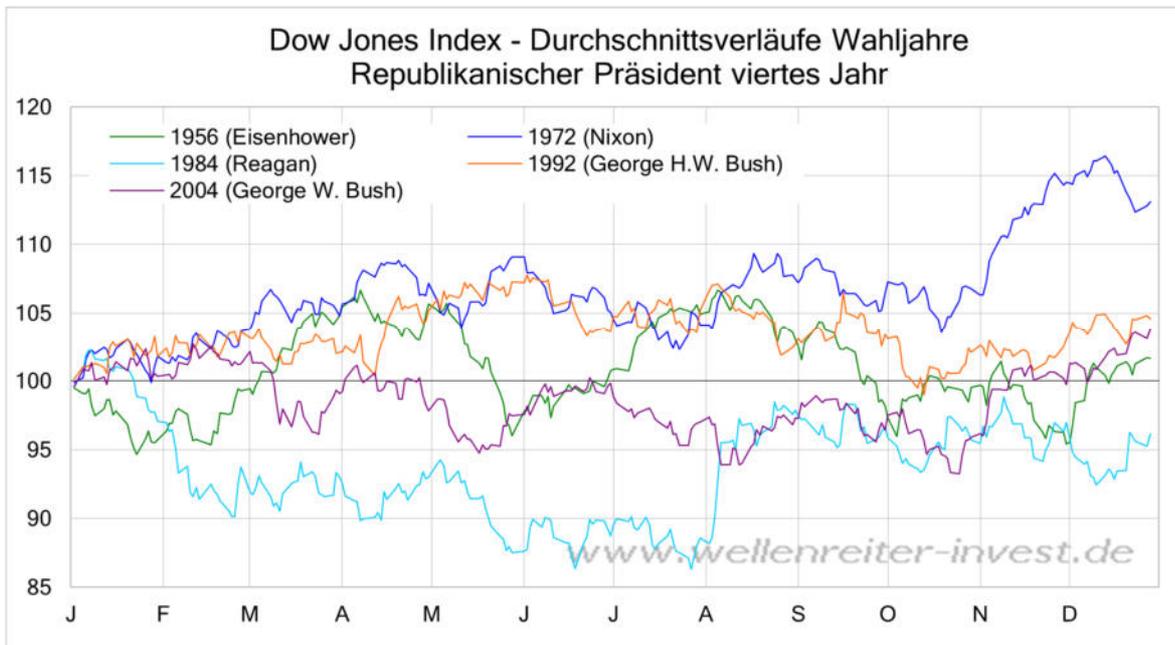


Abb. 5.8: Dow Jones Index - Durchschnittsverläufe Wahljahre frisch gewählte republikanische Präsidenten

Die republikanischen Wahljahre der Erstperiode endeten zwischen +5 und -5 Prozent.

Der durchschnittliche Verlauf eines Wahljahres ist durch eine schwache erste und eine positive zweite Jahreshälfte gekennzeichnet.

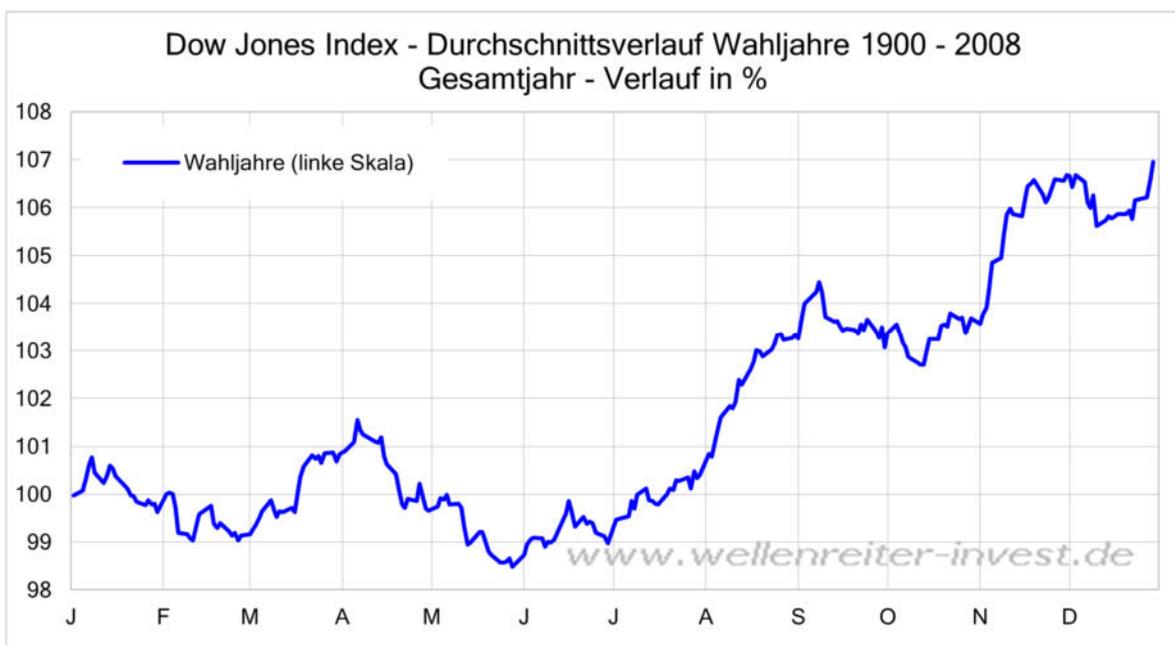


Abb. 5.9: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Wahljahre 1900 -2008 (Verlauf in Prozent)

Das Motto des Wahljahres lautet nicht „Sell in May and go away“, sondern „Buy in May and stay“. Ende Mai und Ende Juni bilden sich wichtige Preistiefs. Ein wichtiger Hochpunkt bildet sich Anfang April. Neben der allseits bekannten „Jahresendrally“ gibt es in einem Wahljahr eine weitere statistische Anomalie – die „Wahlrally“. Sie startet Ende Oktober und hält bis Mitte November an. Der Start in die statistisch beste saisonale Phase (November bis April) fällt in Wahljahren überdurchschnittlich aus.

Fazit

Wahljahre sind überwiegend positive Jahre. Dies gilt vor allem im Wahljahr eines ersten Amtszyklus, wie ihn Donald Trump erlebt. Die bereits bekannte Person mit seiner eigenen Persönlichkeit schafft Vertrauen unter den Investoren. Die zweite Jahreshälfte ist dabei stärker als die erste. Im Februar, Ende Mai und Ende Juni könnten sich Tiefpunkte ergeben. Ein wichtiger Hochpunkt bildet sich Anfang April. In Zeiten mit republikanischen Präsidenten erscheint die Periode August bis Oktober durchwachsen, im vierten Quartal sind Zugewinne zu erwarten. In den Wochen vor der Wahl steigen die Kurse.

5.3 Dekadenmuster

Das Jahr 2020 ist ein „0er-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 0er-Jahre sind aus statistischer Sicht das schlechteste Jahr in der Dekade.

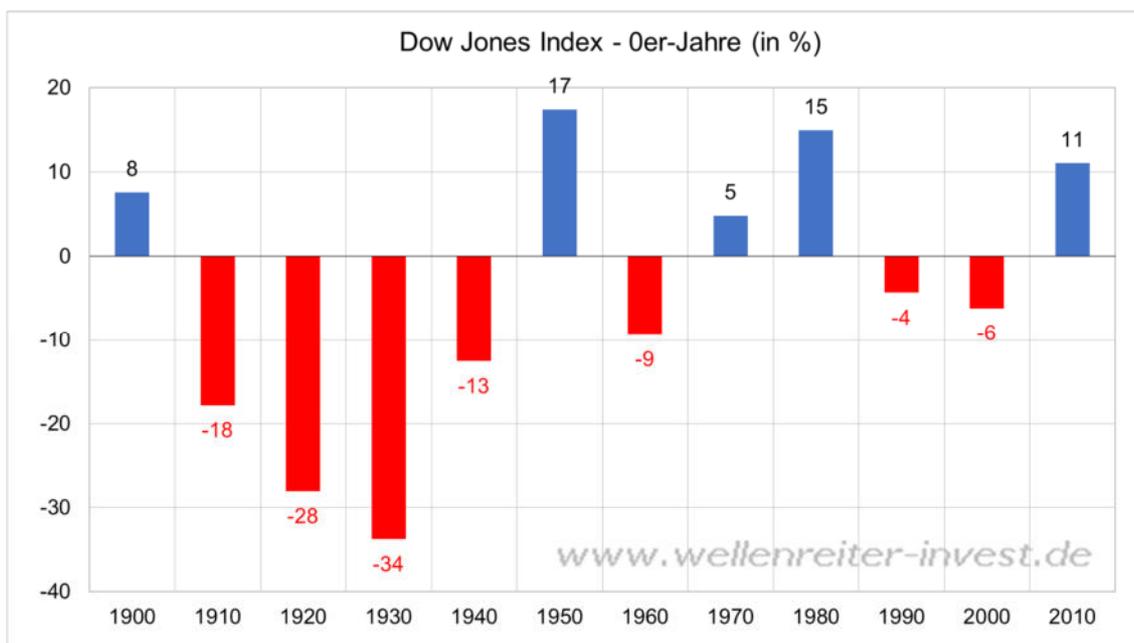


Abb. 5.10: 0er-Jahre (in Prozent)

Ein Plus von 17 Prozent im Jahr 1950 ist das Maximum, was der Dow in den vergangenen 110 Jahren in einem 0er-Jahr erreichen konnte. Sieben negativen stehen fünf positive 0er-Jahre gegenüber.

Durchschnittlich fällt der Dow Jones Index in 0er-Jahren um 6 Prozent. Häufig war eine Rezession für das schwache Abschneiden ursächlich (zuletzt 1990 und 2000). Seit dem zweiten Weltkrieg halten sich Minus- und Plus-Jahre die Waage.

Insofern bietet der nachfolgend dargestellte Durchschnittsverlauf lediglich eine Orientierungshilfe. Nach einem schwierigen Start im ersten Quartal kommt es ab März zu einer Erholung, die Mitte April ausläuft. Wichtige Tiefpunkte bilden sich Ende Februar, Ende Juni und Ende Oktober. Die Entwicklung in der Nachkriegszeit verlief positiver als in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts.

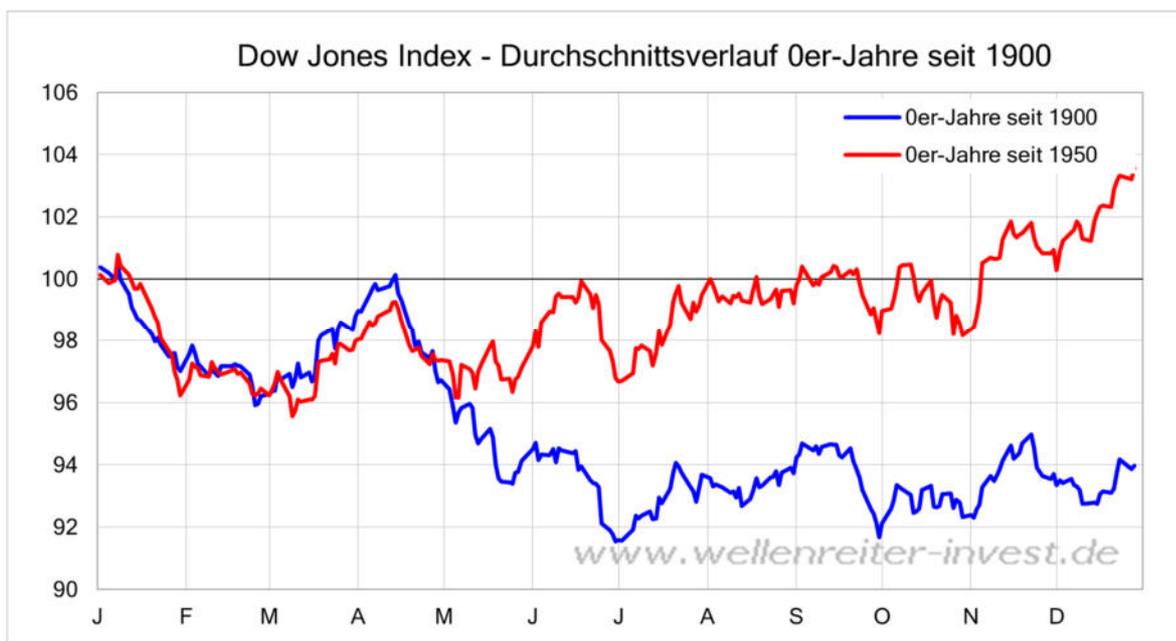


Abb. 5.11: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 0er-Jahre seit 1900

Der zähe Verlauf im 0er-Jahr brachte erst Ende Oktober eine positivere Tendenz zum Jahresende, um das Jahr mit einem geringen Plus zu beenden.

Den Verlauf der sechs 0er-Jahre seit 1900, die gleichzeitig Wahljahre waren, bilden wir mit Hilfe des folgenden Charts ab. Diese Jahre hatten von Januar bis Mai mit Problemen zu kämpfen.

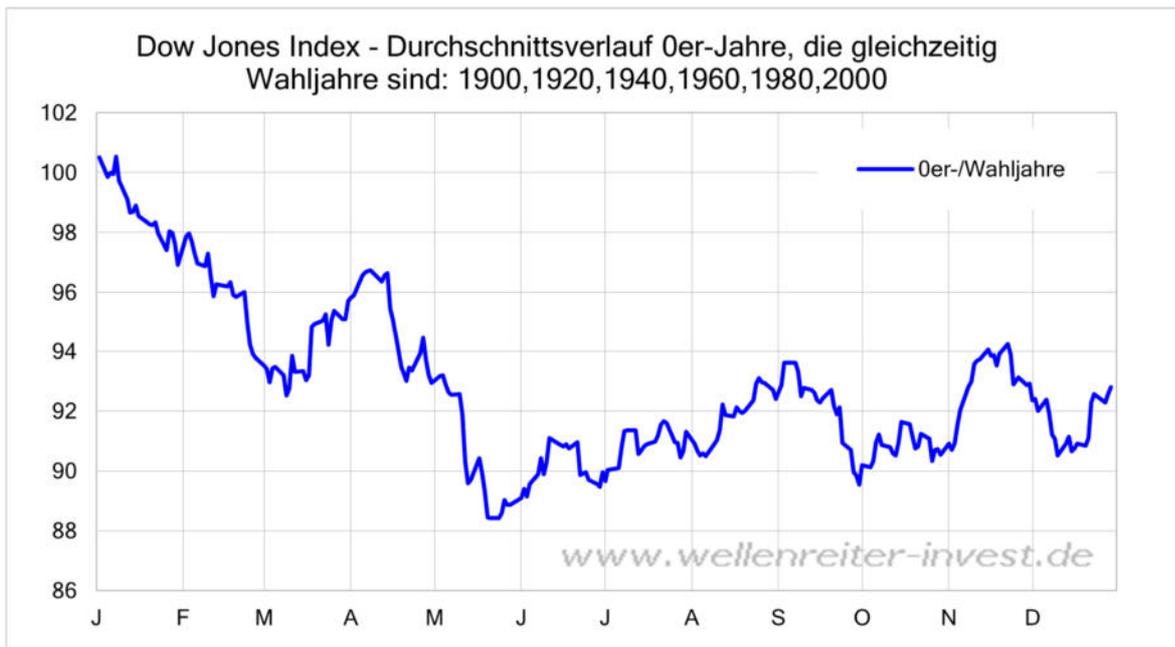


Abb. 5.12: Dow Jones Index – Durchschnittsverlauf 0er Jahre, die gleichzeitig Wahljahre

Wichtige Tiefpunkte bilden sich Anfang März, im Mai sowie Ende September. Bedeutende Hochpunkte bildeten sich bereits unmittelbar zu Jahresbeginn und Anfang April.

Die Einzelverläufe dieser Wahljahre zeigen wir nachfolgend.

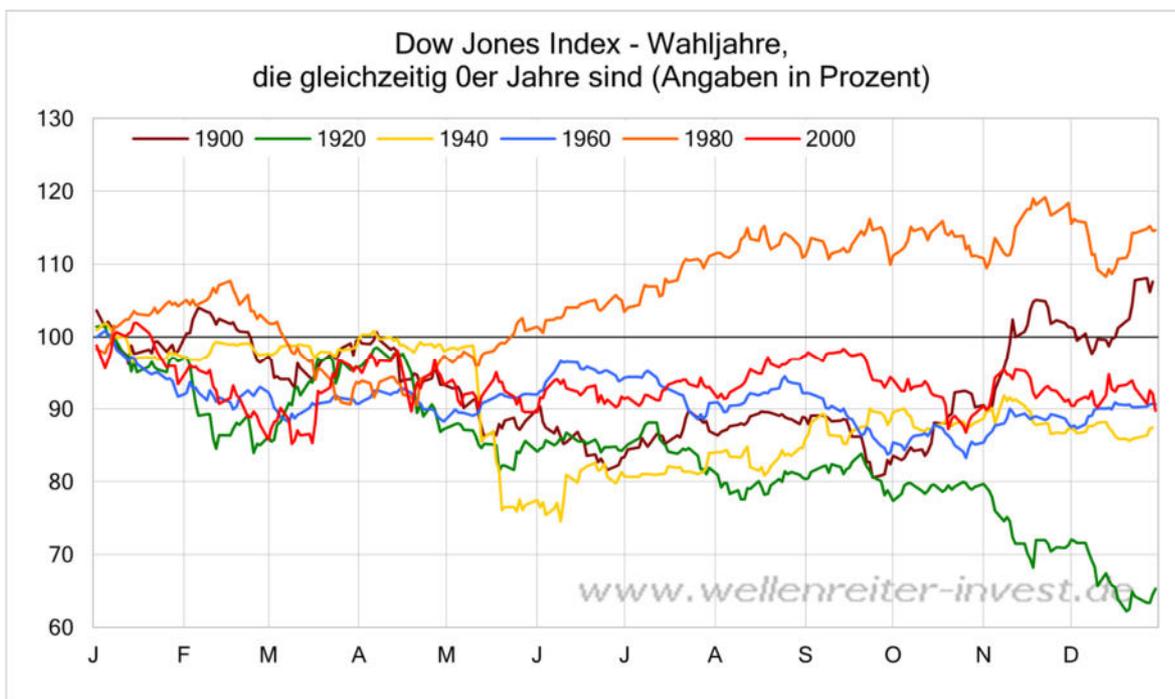


Abb. 5.13: Dow Jones Index – Wahljahre, die gleichzeitig 0er Jahre sind (in Prozent)

Lediglich zwei der sechs Verläufe endeten positiv, aber alle Verläufe rutschten im Verlaufe des Frühjahrs ins Minus.

Fazit

Die Schnittmengen zwischen einem Wahljahr und einem 0er-Jahr liegen in einem schwächeren ersten Quartal nach einem frühzeitigen Hochpunkt im Januar mit Preisschwäche bis Ende Februar/Anfang März. Nach einer Erholung bildet sich im April ein Hochpunkt aus, dem Schwäche bis Ende Mai oder auch Ende Juni folgt. Die zweite Jahreshälfte verläuft besser, so dass statt dem allseits bekannten „Sell in May“ die bessere Strategie im Jahr 2020 heißen sollte: „Buy in May and stay“.

Statistisch auffällig ist zudem die „Wahlrally“, die Ende Oktober einsetzt und bis Mitte November anhält und damit zu einem positiven Start in die saisonal günstige Periode führt.

5.4 Marktstruktur

Dow Theorie

Charles Dow war der Meinung, dass sich Dow Industrial- und Dow Transport-Index bestätigen müssen. Eine solche Bestätigung fehlt aktuell, der Transport-Index folgt dem Industrie-Index bisher nicht auf ein neues Allzeithoch.

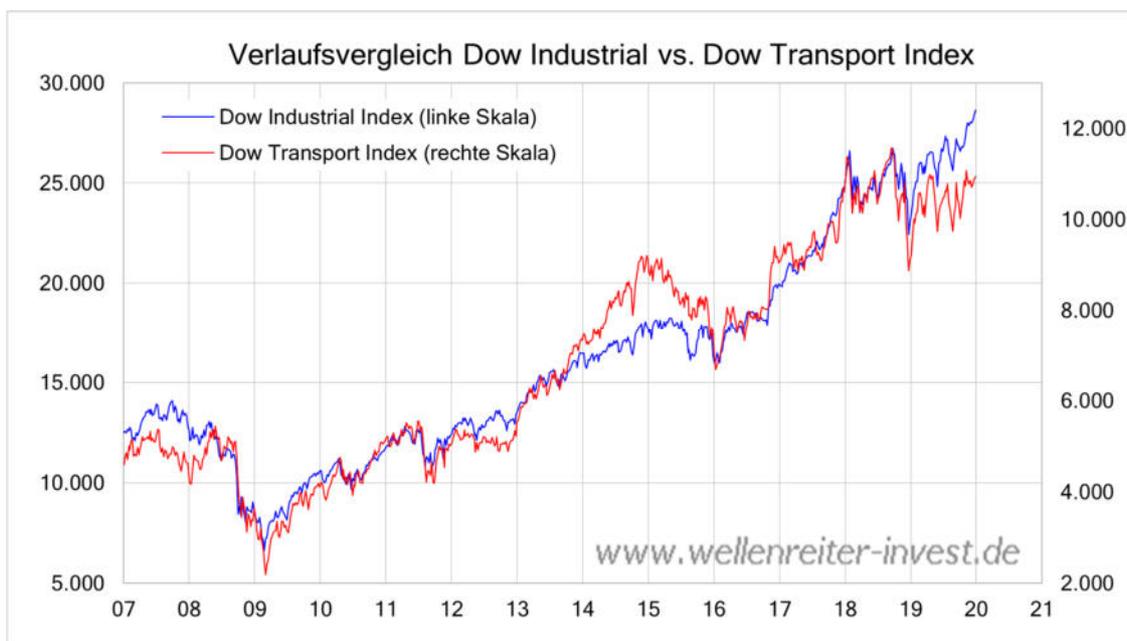


Abb. 5.14: Verlaufvergleich Dow Industrial vs. Dow Transport Index seit 2007

An wichtigen Hochpunkten im Jahr 2000 oder 2007 lagen substantielle negative Divergenzen durch eine relative Schwäche der Transportaktien vor. Ebenso neigte der Transportsektor bereits im Jahr 2015 im Vorfeld der einsetzenden Preisschwäche von August 2015 bis Februar 2016 zur Schwäche. Ein Hoch bildet sich häufig dann aus, wenn der Transportindex den Industrieindex nicht bestätigt.

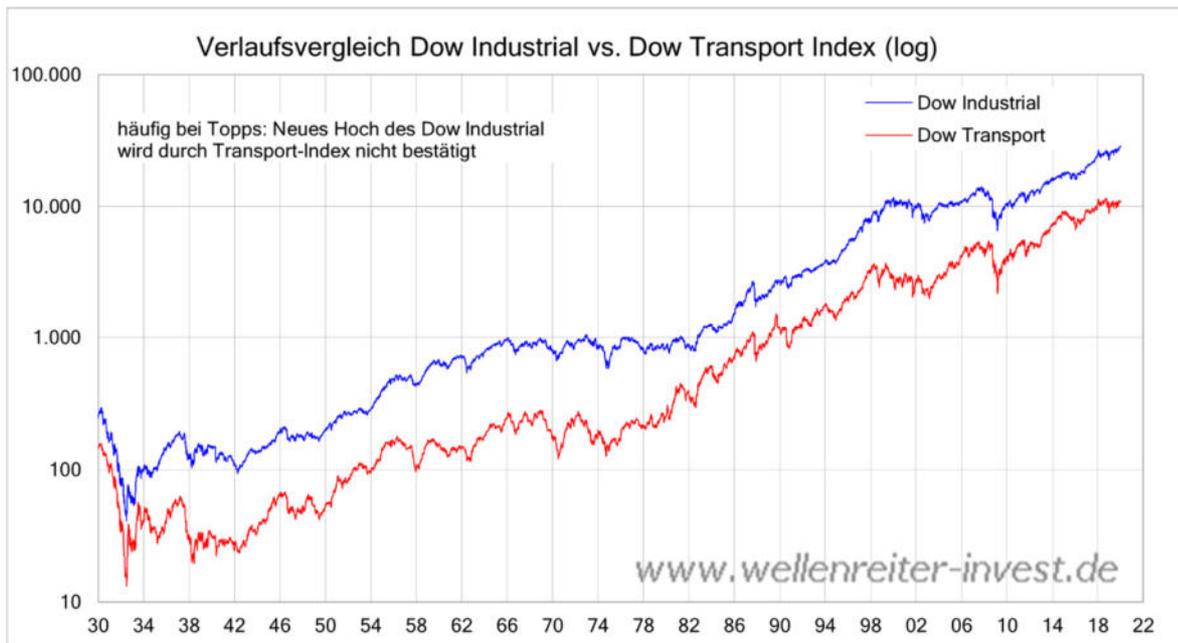


Abb. 5.15: Verlaufvergleich Dow Industrial vs. Dow Transport Index seit 1930

Nachfolgend zeigen wir den Vorlauf des Transportindex gegenüber dem Industrieindex in einer Tabelle. Lediglich einmal – im Jahr 2007 – toppte der Industrieindex vor dem Transportindex.

Jahr	Transport index	Industrie index	Divergenz (Monate)	Bemerkungen
1956	Mai 56	Aug 56	3	Abschwung bis Herbst 1957
1959	Jul 59	Dez 59	5	Abschwung 1960, Tief 1962
1972	Apr 72	Dez 72	8	Bärenmarkt 73/74
1987			keine	
1990	Aug 89	Jul 90	11	kurze Rezession 90/91
1994			keine	
1998	Apr 98	Jul 98	3	Korrektur Asienkrise
2000	Mai 99	Jan 00	8	Platzen Tech-Blase
2007	Mai 08	Okt 07	7	Finanzkrise
2011			keine	
2015	Nov 14	Mai 15	7	Korrektur, Ölpreisverfall
2019	Sep 18	?	?	große Divergenz

Die jetzige Divergenz ist unter dem Gesichtspunkt Zeit die größte, die es bisher gab. Sie existiert seit dem Hochpunkt im September 2018 und hält damit bereits seit 15 Monaten an. Entweder löst sich diese Divergenz durch steigende Kurse in 2020 auf oder die Divergenz wird im kommenden Jahr zu einer Preisschwäche führen. In der Nachkriegszeit führten zeitlich ausgedehnte Divergenzen mit einer relativen Schwäche des Transportindex, der neue Hochpunkte des Dow Jones Industrial Index nicht mehr bestätigte, zu Abschwüngen. Ob großer Bärenmarkt wie in 1973/74 oder in 2000 bis 2002/03 oder deutliche Abschwünge, bisher hat die Dow-Theorie ähnlich wie die inverse Zinsstrukturkurve in den letzten 50 Jahren kein Fehlsignal gebildet.

Ein anderer Indikator der Marktstruktur ist die Betrachtung der neuen 52-Wochen-Hochs. Im Vorfeld größerer Preisschwächen – egal ob in den Jahren 2007, 2011, 2015 oder im Herbst 2018 – nahm die Partizipation an neuen Kurshochs ab, weniger Aktien markierten neue Hochs (folgender Chart).



Abb. 5.16: Neue 52-Wochen-Hochs GD 10 (NYSE) vs. S&P 500

Die Divergenz im September 2018 gegenüber Januar 2018 ist deutlich. Zuletzt markierten bei neuen Allzeithochs im S&P 500 auch weniger Aktien neue Hochs gegenüber Juli 2019. Allerdings liegt die Anzahl neuer 52-Wochen-Tiefs auf sehr niedrigen Niveaus. Dies war zu Beginn des Bärenmarktes in 2000 und 2007 anders, da ganze Sektoren nach unten wegknickten. Dies ist im aktuellen Umfeld nicht der Fall, so dass nur die Aufwärtskräfte zuletzt nicht so stark waren.

Ein weiterer Aspekt ist die Fokussierung auf hochkapitalisierte Werte, die typisch für eine sehr späte Phase einer Hausse ist. In einer solchen Phase sind Large Caps bei den Investoren stärker gefragt als Small und Mid Caps. Während Indizes wie der Dow Jones Industrial, der S&P 500 und der Nasdaq 100 neue Rekordhochs markierten, sind Indizes wie der NYSE Composite, der erst am Hochpunkt von Januar 2018 notiert, sowie der Nebenwerteindex Russell 2000, der unterhalb seines Hochpunktes vom August 2018 notiert, schwächer im Gesamtmarkt.

Die sechs Hindenburg-Omen im November 2019 werten wir als Warnzeichen für den Verlauf der ersten Hälfte des Jahres 2020.

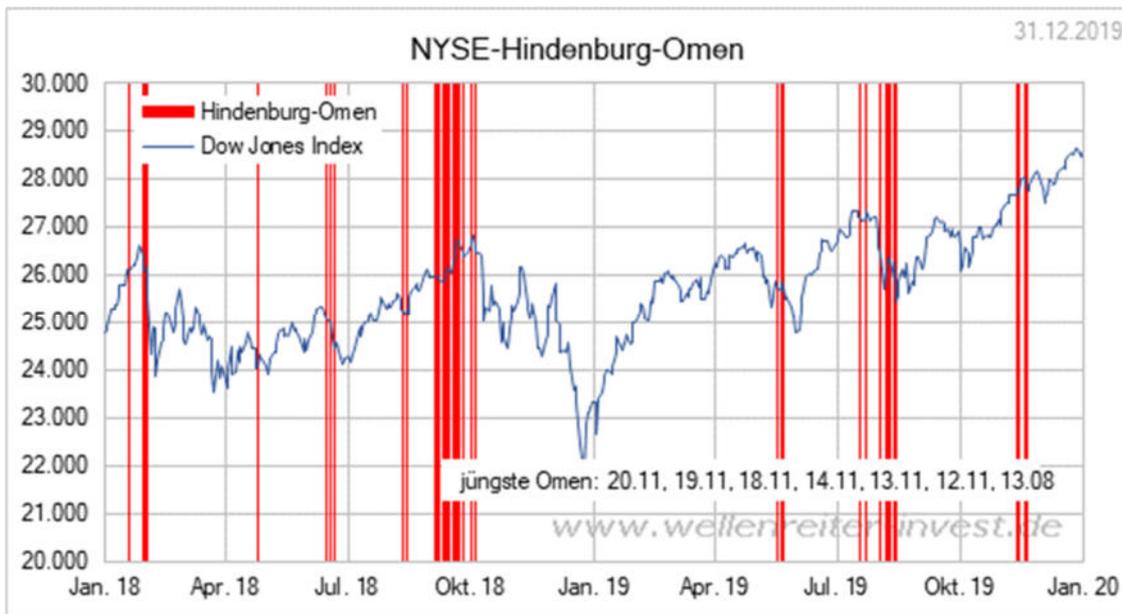


Abb. 5.17: NYSE Hindenburg-Omen

Verändert hat sich zudem das Verhalten der Investoren im „Smart Money Flow Index“.

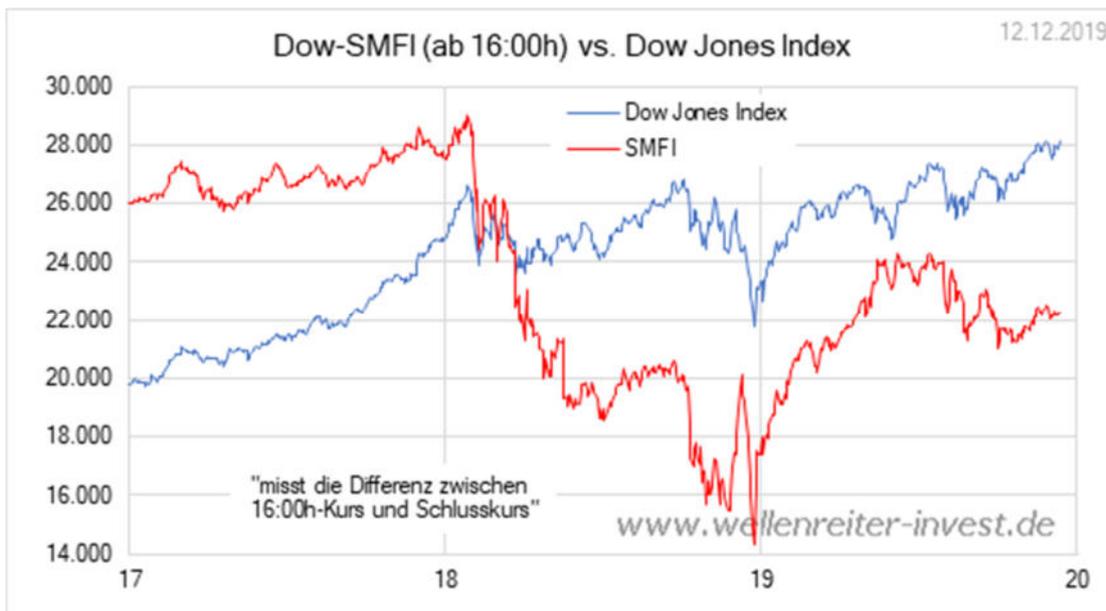


Abb. 5.18: Dow-SMFI vs. Dow Jones Index

Der Smart Money Flow Index des Dow Jones Index vollzog die neuen Indexhochs nicht mehr nach und tendiert zuletzt leicht zur Schwäche.

Für die Marktstruktur spielten die initiierten und beendeten Quantitative Easing (QE)-Programme der US-Notenbank eine wichtige Rolle. Die US-Notenbank nennt ihre aktuellen Maßnahmen nicht QE-Programm, allerdings führt sie den Märkten pro Monat 60 Mrd. Dollar zu, indem sie diesmal statt den langen Laufzeiten ausschließlich kurzlaufende Anleihen in ihre Bilanz aufnimmt. Ihren ersten Maßnahmen der Liquiditätsinfusion Mitte September erfolgen seit Oktober ein ständiges Kaufprogramm, das bis in das zweite Quartal 2020 andauern soll (siehe „Beginn Repo“ folgender Chart).

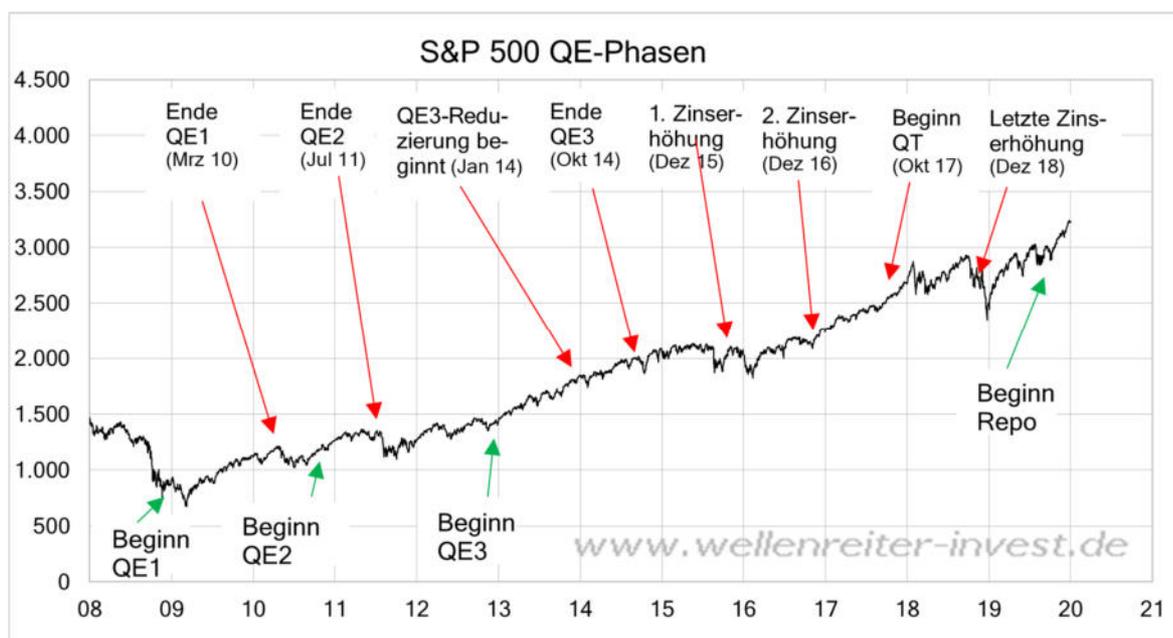


Abb. 5.19: S&P 500 QE-Phasen

Das jeweilige Ende eines QE-Programms führte zu größeren Korrekturperioden. Die Heftigkeit der Korrekturphase schwankte zwischen 10 Prozent (2014) bis zu 20 Prozent in der Spitze (2011), als sich Rezessionsängste durch die Vertrauenskrise über die Schuldentragfähigkeit in Europa als Crashphase entluden. Es gibt keinen Grund für die Annahme, dass das Ende des aktuell laufenden QE-Programms nicht zu einem „Risk off“-Verhalten der Investoren führen wird. Da die FED das Ende des Programms bisher nicht exakt terminiert hat, ist auf die Verkündung des Ausstiegs in 2020 unbedingt zu achten. Das Feintuning beim Ausstieg begleiten wir über die tägliche Frühausgabe.

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.

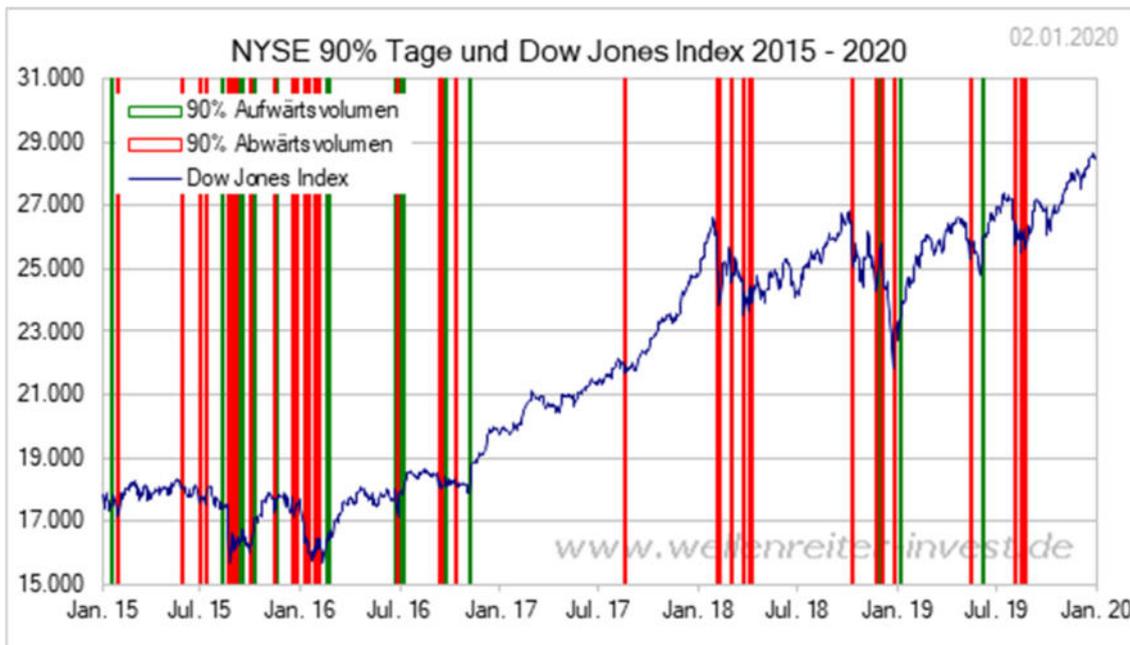


Abb. 5.20: NYSE 90%-Tage und Dow Jones Index 2015-2020

Nach dem starken Rückgang im vierten Quartal 2018 folgten am 26.12.2018 (96,6 Prozent) und am 04.01.2019 (95,9 Prozent) in kurzer Abfolge zwei extreme Handelstage, die den Trend drehten. Mehr Tage folgten in 2019 nicht, allerdings gab es nach der Preisschwäche im Mai am 04.06.2019 einen Handelstag mit einem Aufwärtsvolumen von 88,7 Prozent. Auch dieser nicht ganz so intensive Handelstag mit einem immer noch sehr hohen Aufwärtsvolumen genügte als Indiz einer unteren Preiswende. Sollte nach dem Ende des QE-Programms im kommenden Jahr nach einer größeren Preisschwäche wieder ein solcher Handelstag mit einem hohen Aufwärtsvolumen zu beobachten sein, so darf die Bedeutung als Wendeformation nicht unterschätzt werden.

Beenden möchten wir das Thema Marktstruktur mit einem Blick auf die Volatilität. Die Volatilität gemessen am VIX erreicht im Jahr 2019 mit Tiefstwerten um 12 nicht mehr ganz die Tiefs von 2017, die sich um 10 bildeten. Vor dem Beginn der großen Bärenmärkte in 2000 und 2007 war die Volatilität bereits auf einem bedeutend höheren Niveau als zuletzt.

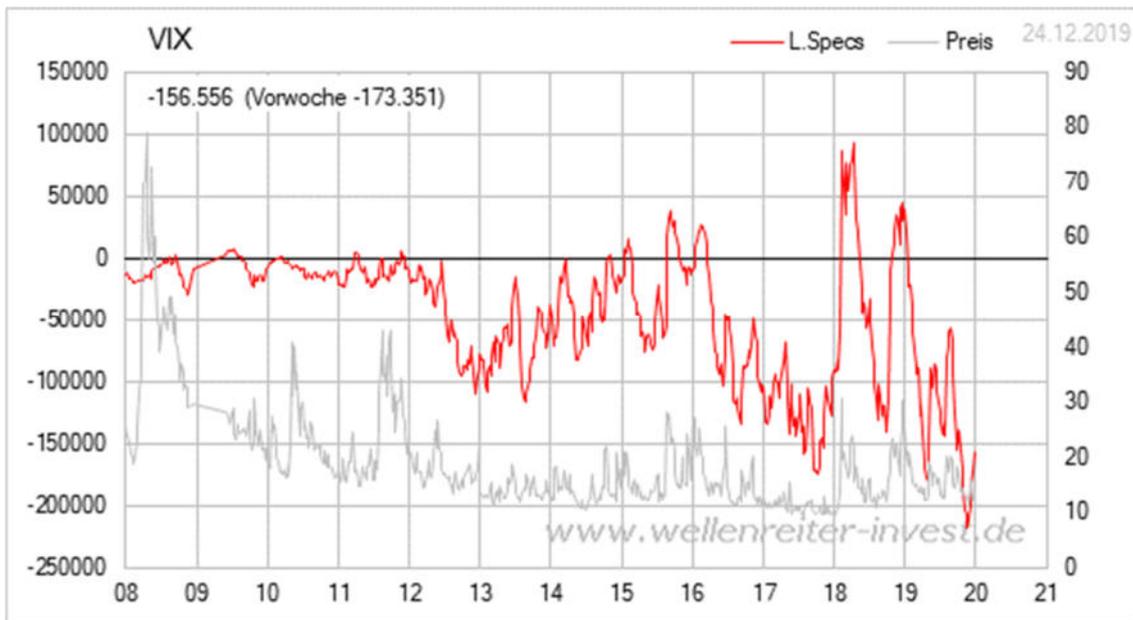


Abb. 5.21: Netto-Positionierung der Großspekulanten im VIX

Im Rahmen einer Preisschwäche wird die Volatilität ansteigen. Am US-Terminmarkt sind die Großspekulanten auf einer Netto-Basis betrachtet so stark short positioniert wie nie zuvor. Ihre extreme Positionierung ist ein Hinweis auf einen Anstieg der Volatilität in den kommenden Monaten. Dies kann wie Ende Jan. /Anfang Feb. 2018 in einer Art Kursgewitter als „Mini-Crash“ passieren oder auch als mehrwöchige Schwäche.

5.5 Sentiment

Als mittelfristiger Indikator agiert aufgrund der großen Datenreihe die Stimmung der US-Börsenbriefschreiber (Investors Intelligence). In einem Aufwärtstrend liegt üblicherweise am Jahresende ein erhöhter Optimismus vor.



Abb. 5.22: Investors Intelligence Zahlen - Bullische Börsenbriefverfasser in Prozent

Mit 57,7 Prozent befindet sich der Optimismus zwar auf einem erhöhten Niveau, aber noch nicht in der Nähe der kritischen 60-Prozent-Marke. Die Skeptiker notieren mit 17,2 Prozent auf einem sehr niedrigen Niveau.

Der Aktien-Anteil der US-Privatanleger erreicht frühere Höhen nicht mehr. Interessant erscheint der Blick auf die Cash-Quote. Diese befindet sich mit 14,3 Prozent auf dem niedrigsten Punkt seit dem Markthoch im Januar 2018.

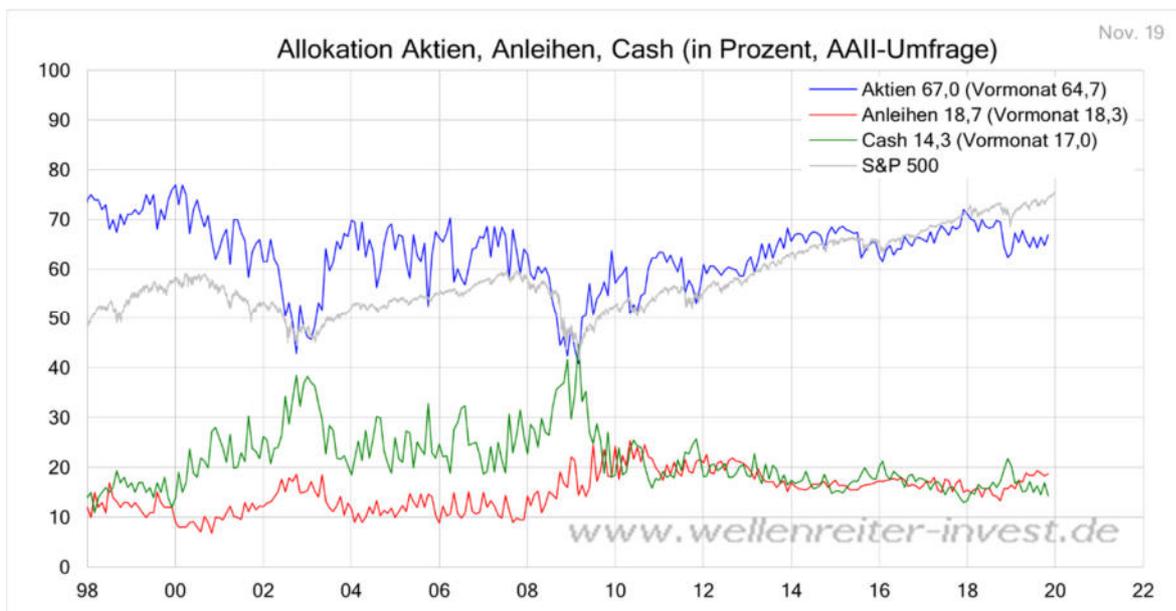


Abb. 5.23: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAIU-Umfrage)

Nach dem Preistief Ende Dezember 2018 haben die Kleinanleger ihren Liquiditätsanteil reduziert, allerdings ihren Aktienanteil nicht weiter erhöht, da er niedriger als im Januar 2018 liegt. Stattdessen haben sie ihren Anteil an Anleihen aufgestockt, der das höchste Niveau seit 2013 besitzt. Ihr Verhalten deutet eine gewisse Vorsicht an. Ihr Anteil an Anleihen lag am Ende des Bärenmarktes 2003 nicht höher als heute, damals wurden Aktien zugunsten von Cash reduziert. Im Rahmen von Preisschwäche dürfte in 2020 Aktien zugunsten von Cash verkauft werden.

Einen niedrigen Liquiditätsanteil weisen auch die globalen Fondsmanager auf, die monatlich von Bank of America befragt werden. In der Novemberumfrage 2019 betrug dieser nur noch 4,2 Prozent, dies entsprach dem niedrigsten Anteil seit Juni 2013. Da Liquidität der Treibstoff einer Hausse ist, ist das aktuell laufende QE-Programm der US-Notenbank für die Entwicklung der Aktienmärkte sehr wichtig. Angesichts der niedrigen Liquiditätsreserven von Profianlegern wie auch Kleinanlegern ist das Risiko einer größeren Preisschwäche beträchtlich, wenn die US-Notenbank ihre Unterstützung einstellt.

5.6 S&P 500 Sektoren

Die Technologiewerte waren die Outperformer in den 90iger Jahren bis zum März 2000 und sie sind es wieder seit 2009. In 2019 haben sie alle anderen Sektoren sehr deutlich hinter sich gelassen und im vierten Quartal hat sich ihre Outperformance noch einmal ausgebaut.

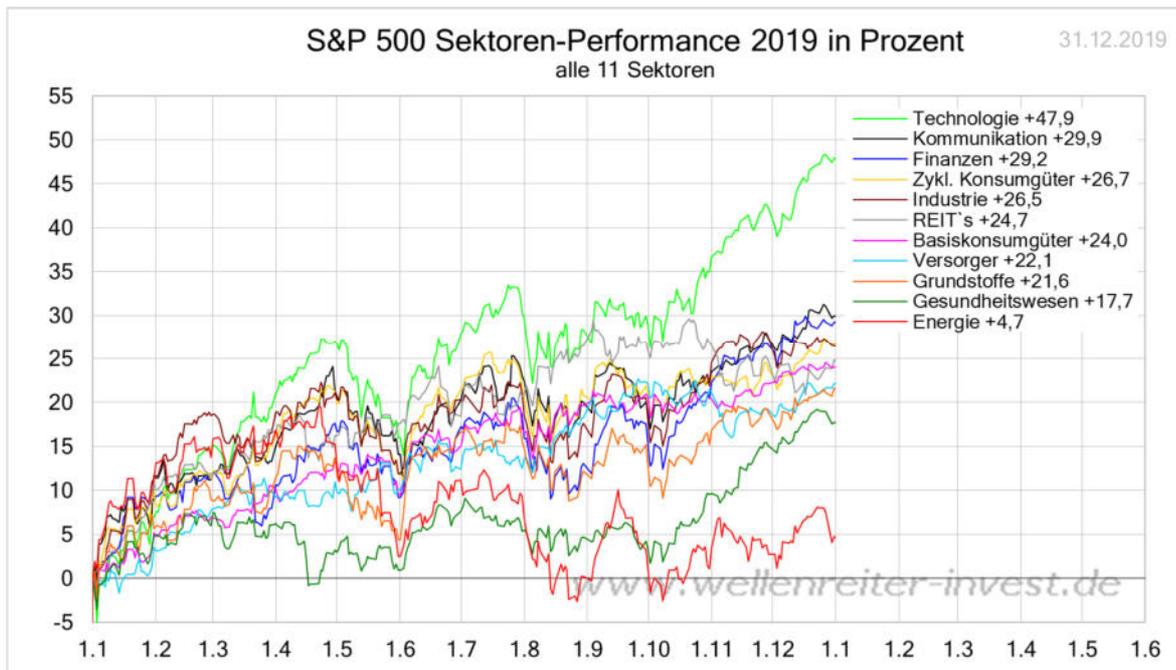


Abb. 5.24: S&P 500-Sektoren

Der Halbleitersektor gehört ebenso zu den Outperformern der Technologieaktien. An dritter Stelle überrascht der Finanzsektor, der trotz gesunkener Renditen und den im September aufgekommenen Liquiditätsmangel eine sehr positive Entwicklung anzeigt. Die sehr positive Entwicklung des Finanzsektors spricht gegen einen in sehr naher Zukunft liegenden Bärenmarkt. Die leicht überdurchschnittliche Entwicklung des Sektors Industrie ist ebenfalls positiv zu werten.

Defensive Sektoren wie Versorger oder REITs waren im Umfeld sinkender Renditen gesucht und waren daher im vierten Quartal Underperformer. Eine Sonderrolle nimmt der Gesundheitssektor ein, der als defensiver Sektor über den Sommer nicht gesucht war, aber sich im vierten Quartal sehr positiv entwickelt hat.

Idealisierter Konjunkturzyklus

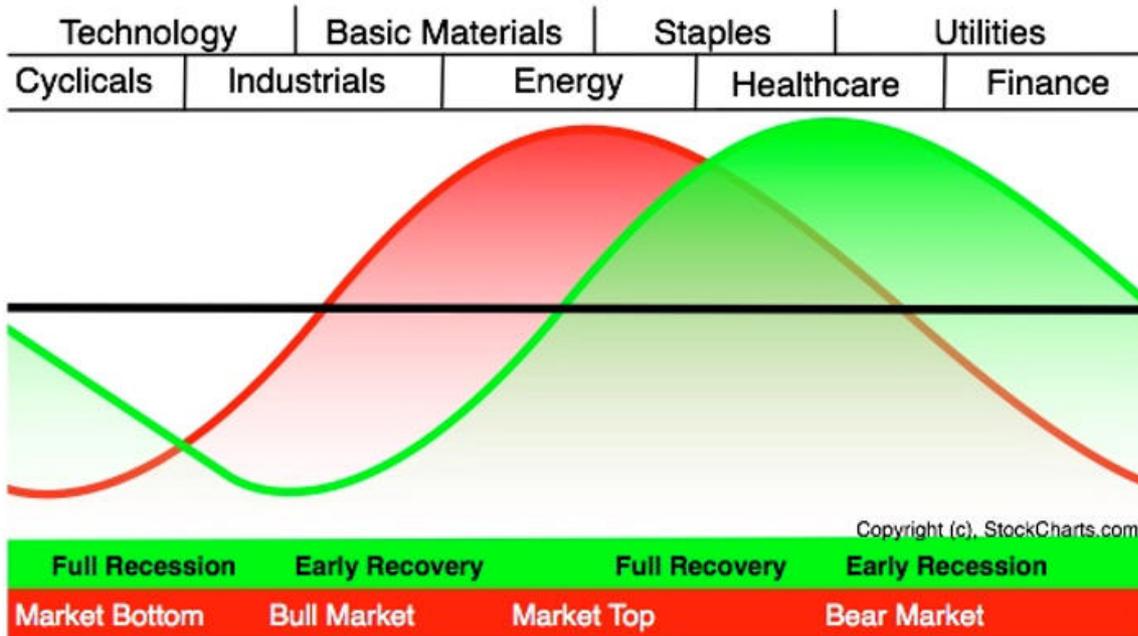


Abb. 5.25: Idealisierter Konjunkturzyklus

Quelle: Stockcharts.com

Im Schema des idealisierten Konjunkturzyklus ist das Stadium der frühen Erholung am ehesten zutreffend, weil die Versorgeraktien im Abschwung über den Sommer als einziger Sektor zwar noch neue Rekordhochs erzielten, auf Jahresbasis allerdings Finanzen, Technologie und Industrie in den USA die Führerschaft besitzen und dies passt zu einem Marktboden und der frühen Erholungsphase. Während der idealisierte Konjunkturzyklus auf Sicht von Jahren anzusehen ist, haben die Investoren die Stufen in diesem Jahr in Monaten durchgehandelt. Demzufolge müsste als nächstes eine Phase mit einer besseren Entwicklung der Energiewerte folgen, bevor wieder eine defensivere Phase ansteht.

5.7. Leit-Aktienindizes

5.7.1 US-Aktienmarkt

5.7.1.1 S&P 500

Wenn der Trend der Freund des Anlegers ist, dann wurde der Schaden des Jahres 2018 in 2019 nicht nur repariert, sondern ab dem vierten Quartal wurde nach einer Phase von 21 Monaten mit einer quasi Stagnation/Korrektur charttechnisches Neuland betreten.

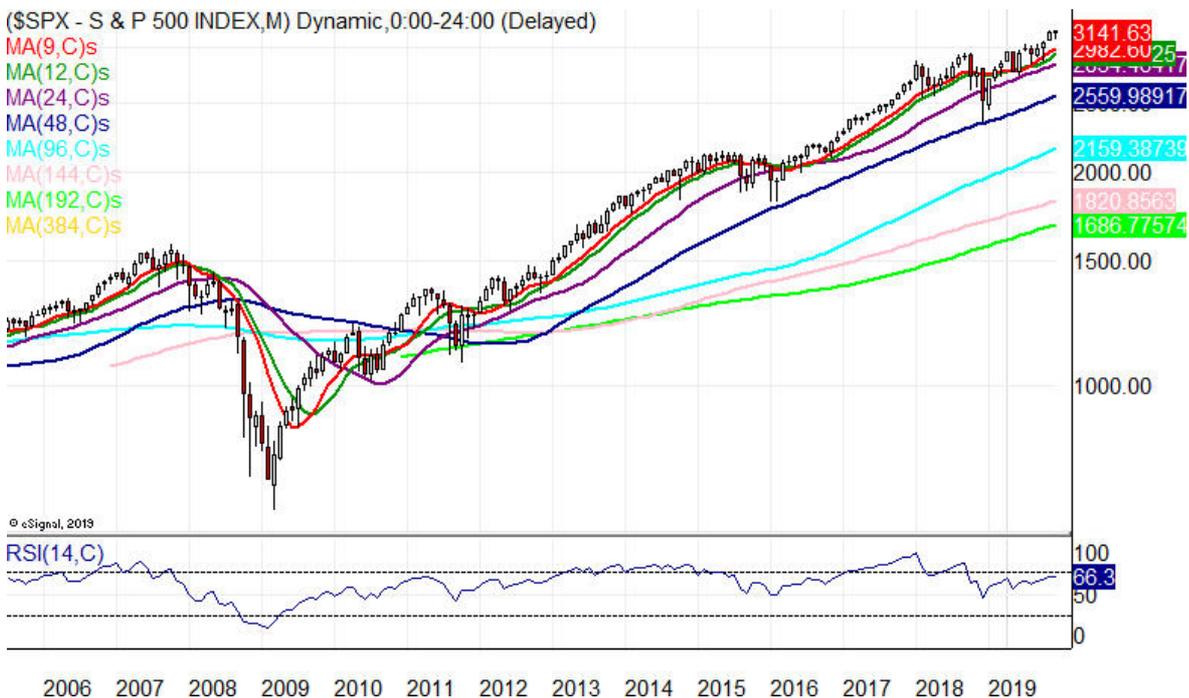


Abb. 5.26: S&P 500 Monatschart

Die runde Marke von 3.000 Punkten konnte Ende Oktober kurz vor Beginn der statistisch besten sechs Monate überwunden werden, momentan befindet sich der Index in einem erneuten Aufwärtstrend, der noch keine Anzeichen der Überhitzung aufweist. Unter dem Gesichtspunkt Zeit weist der Index ein ähnliches Verhalten wie im Bereich der runden Marke von 2.000 Punkten auf, um die der S&P 500 auch fast zwei Jahre oszillierte, bevor er den Anstieg fortsetzte. Momentan muss von einer potentiell möglichen Divergenz im RSI gesprochen werden, wenn sich der Anstieg nicht mehr nennenswert fortsetzen sollte.

5.7.1.2 Nasdaq 100 Index

Der Technologiesektor ist der führende Sektor des Bullenmarktes seit 2009. Auch für diesen Index gilt, dass weder eine Trendbeschleunigung als Indiz eines nahenden Endes oder andere Indizien wie ein sehr weiter Abstand zur 200-Tageslinie erkennbar sind.

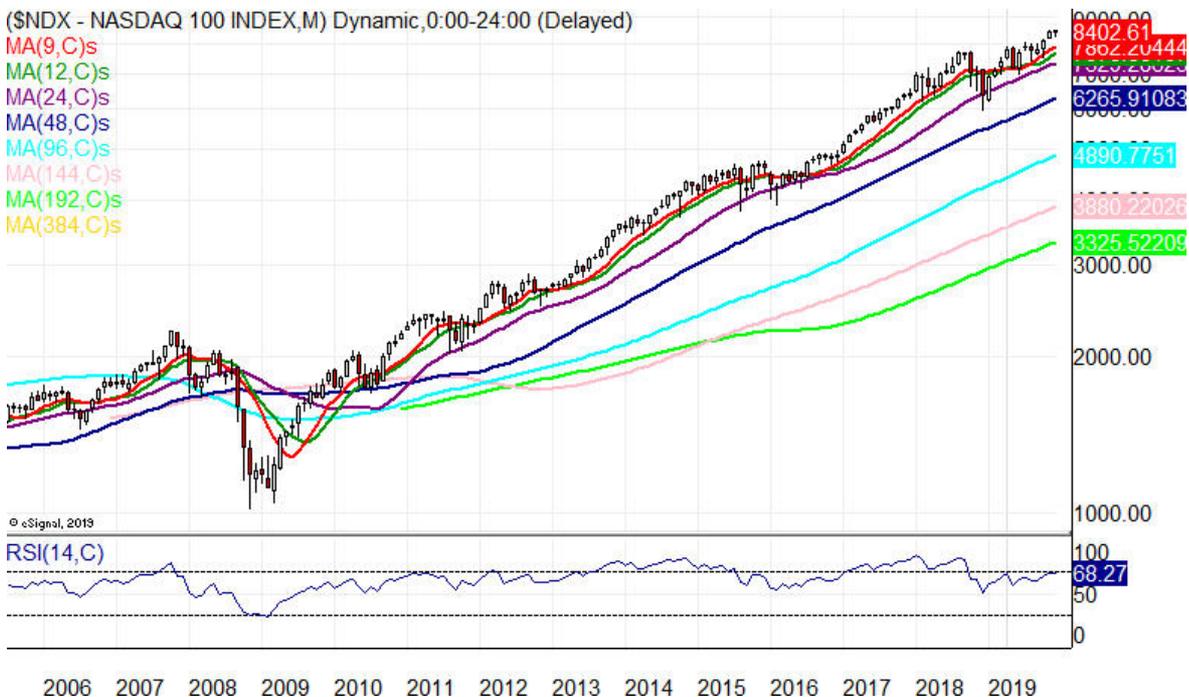


Abb. 5.27: Nasdaq 100 Index Monatschart

Der Aufwärtstrend verläuft stetig in konstanten Schritten, er wird getrieben von einigen Schwergewichten wie Apple, Microsoft oder Alphabet. Wenn diese Schwergewichte in ihren Aufwärtstrends beschleunigen oder über den Faktor Zeit eine Toppingphase vollziehen, dann wäre der Index erst reif für eine neue Korrekturphase.

Der US-Halbleiterindex hat im Jahr 2019 den Ausbruch über das alte Allzeithoch des Jahres 2000 vollziehen können. Im großen Chartbild kann die Bewegung als eine Tasse-/Henkel-Formation betrachtet werden, die demnach weiteres Potential auf der Oberseite besitzt.

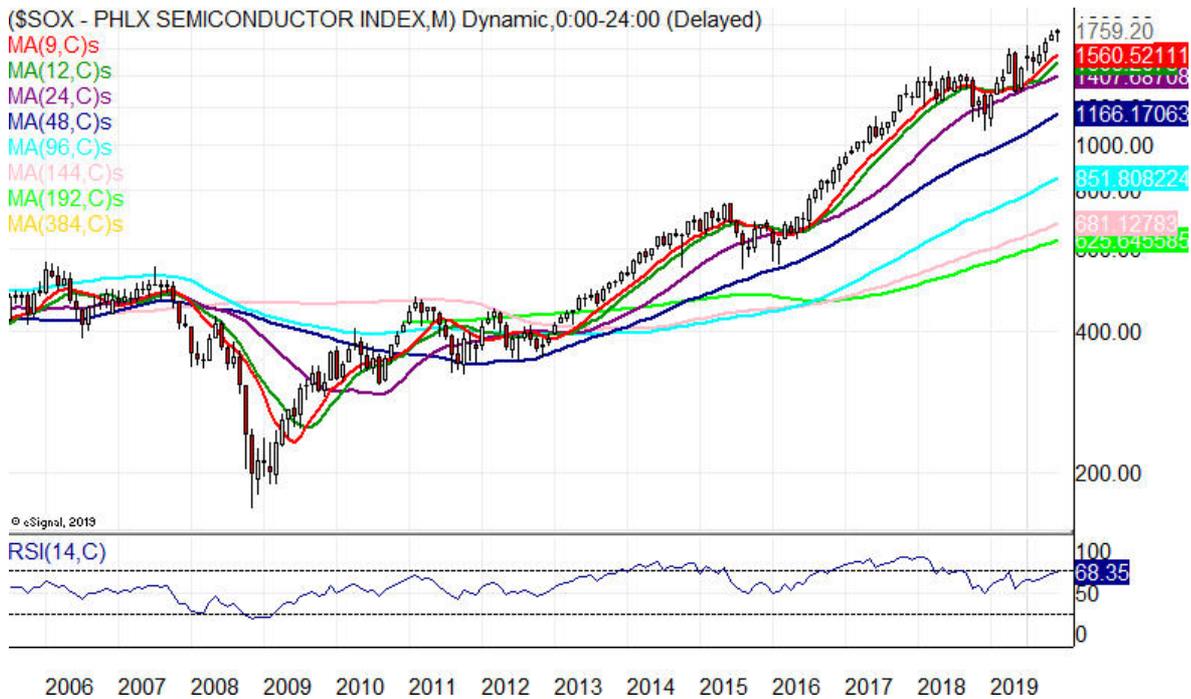


Abb. 5.28: US-Halbleiterindex Monatschart

Dabei hat der Halbleitersektor nach dem Ausbruch auf neue Allzeithochs im Frühjahr 2019 auch den bestätigenden Rücksetzer im Mai absolviert, so dass das Trendbild des Index positiv ist und weiteres Potential auf der Oberseite besteht. Bei einer Beschleunigung des Trends auf der Oberseite wäre die nächste Pause mit einer Korrektur zu erwarten.



Abb. 5.29: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500

Die Ratio des Halbleiterindex zeigt gegenüber dem S&P 500 erst seit 2016 relative Stärke. In dieser Zeitspanne hat er sich fast doppelt so gut wie der S&P 500

entwickelt. Da der Halbleiterindex als zyklischer Sektor einzustufen ist, zeigte er im Vorfeld deutlicher Kursrückgänge (2007/08, 2011, 2015/16 und 2018) relative Schwäche. Diese ist momentan nicht erkennbar.

5.7.1.3 Russell 2000

Der US-Nebenwerteindex Russell 2000 weist grundsätzlich ebenfalls ein positives Chartbild auf, da der Kursrückgang im vierten Quartal mit einem Rücksetzer auf die Hochpunkte des Jahres 2015 endete.

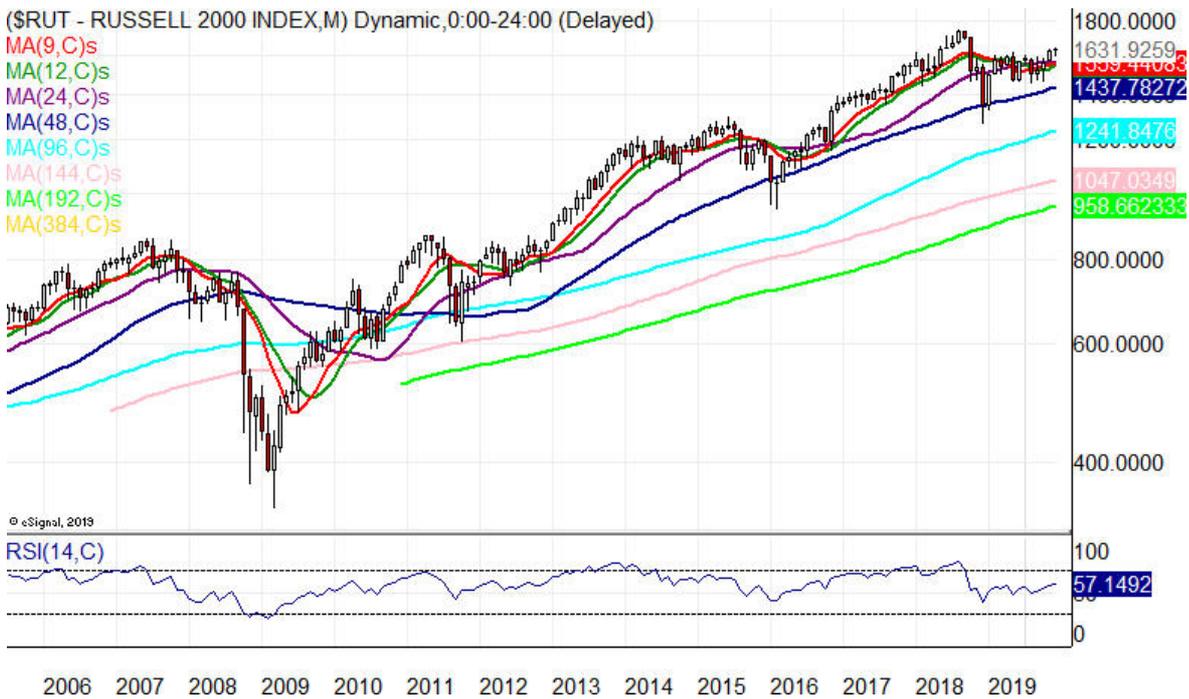


Abb. 5.30: Russell 2000 Monatschart

Allerdings notiert er noch deutlich unterhalb dem Hochpunkt von Anfang September 2018, der als Widerstand den Anstieg zunächst stoppen wird. Das Erreichen des Widerstands wäre auch für den Gesamtmarkt der Zeitpunkt für die Ausbildung eines Hochpunktes und einer korrektiven Phase. Im aktuellen Umfeld ist auch für das kommende Jahr keine Outperformance des Nebenwerteindex zu erwarten.

5.7.2 Europäischer Aktienmarkt

5.7.2.1 Euro Stoxx 50

Der Euro Stoxx 50 besitzt eine andere Indexzusammensetzung als die US-Indizes, in denen Technologiewerte hoch gewichtet sind.

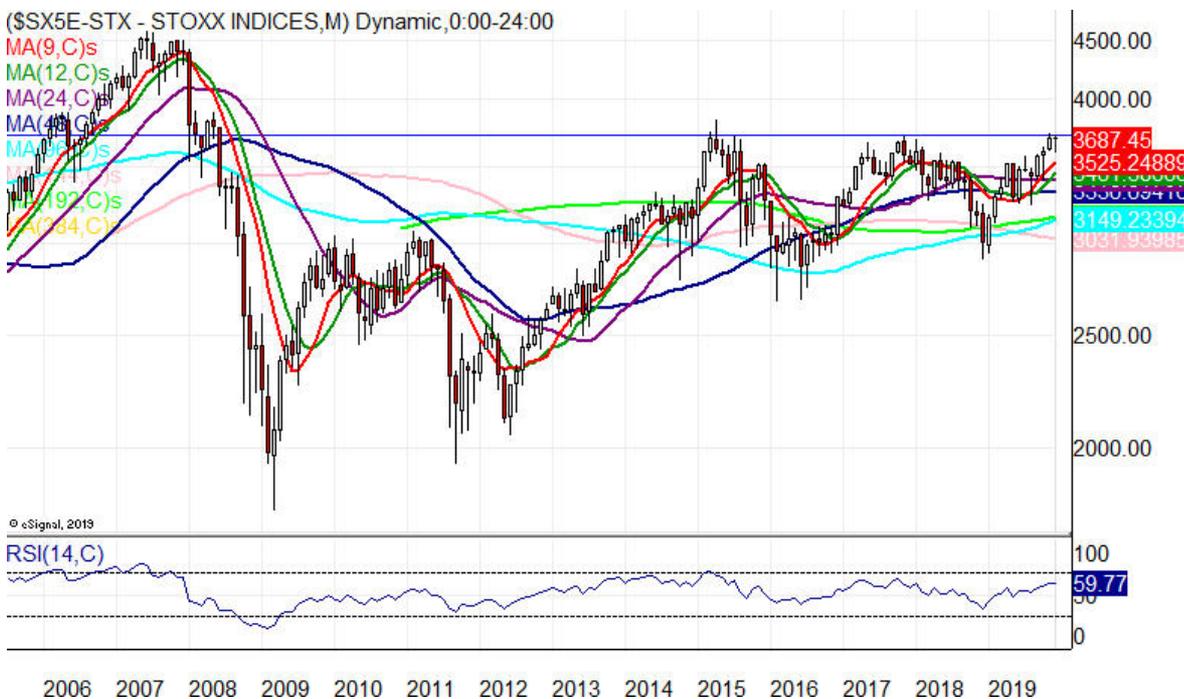


Abb. 5.31: Euro Stoxx 50 Monatschart

Dieser fehlende Performancetreiber ist ein Grund für die relative Schwäche des großen europäischen Aktienbarometers. Der Index notiert an den Hochpunkten der Jahre 2015 und 2017 bei gleichzeitig ansteigenden Kurstiefs. Das Zwischenhoch vom Mai 2008 liegt nur wenig höher. Ohne die Hilfe von Wall Street wird der europäische Index diese Hürden auf der Oberseite nicht überwinden können. Das Erreichen des Hochs von 2017 bei 4.500 Punkten würde eine außerordentlich starke Entwicklung der Wall Street voraussetzen, die in dieser Form aus den dargestellten Gründen unwahrscheinlich ist.

5.7.2.2 DAX und KDAX

Deutschlands Entwicklung ähnelt der Entwicklung des Euro Stoxx 50, der DAX zeigt allerdings relative Schwäche, da er sogar noch unterhalb des Hochs von 2017/18 notiert, obwohl in ihm die Dividendenerträge im Gegensatz zum Euro Stoxx 50 mit eingerechnet werden.



Abb. 5.32: DAX Monatschart

Die höhere Gewichtung zyklischer Werte (Chemie, Automobilbau) ist ein Grund für die schwächere Entwicklung des deutschen Leitindex. Insofern richtet sich der Blick vor-dergründig auf das bisherige Allzeithoch.

Dem Kurs-DAX fehlt bis zum Erreichen der Hochpunkte aus den Jahren 2000, 2015 und 2017 allerdings noch bis zu 8 Prozent.

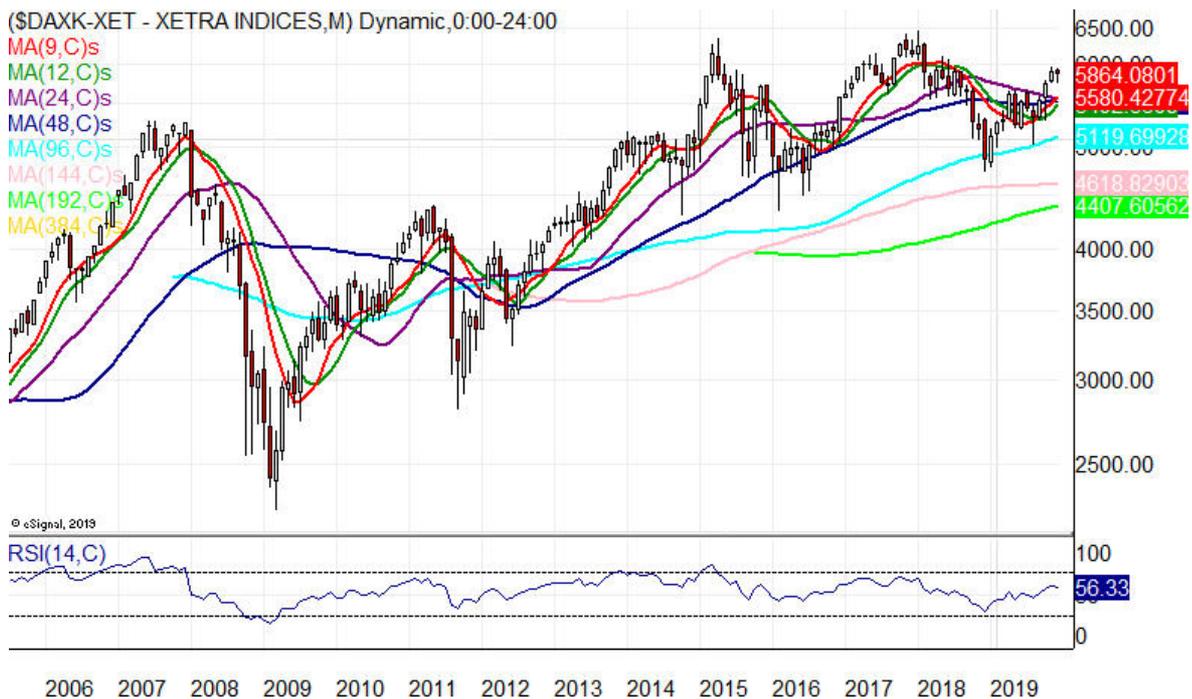


Abb. 5.33: KDAQ Monatschart

Die Chancen für den Kurs-DAX, mit Beginn der neuen Dekade charttechnisches Neuland wie die meisten der großen US-Indizes zu betreten, sind bescheiden. Ein weiterer Anlauf an die Hochpunkte der Jahre 2015 und 2017 setzt bereits einen weiteren Anstieg des US-Aktienmarktes um weitere 7-10 Prozent voraus.

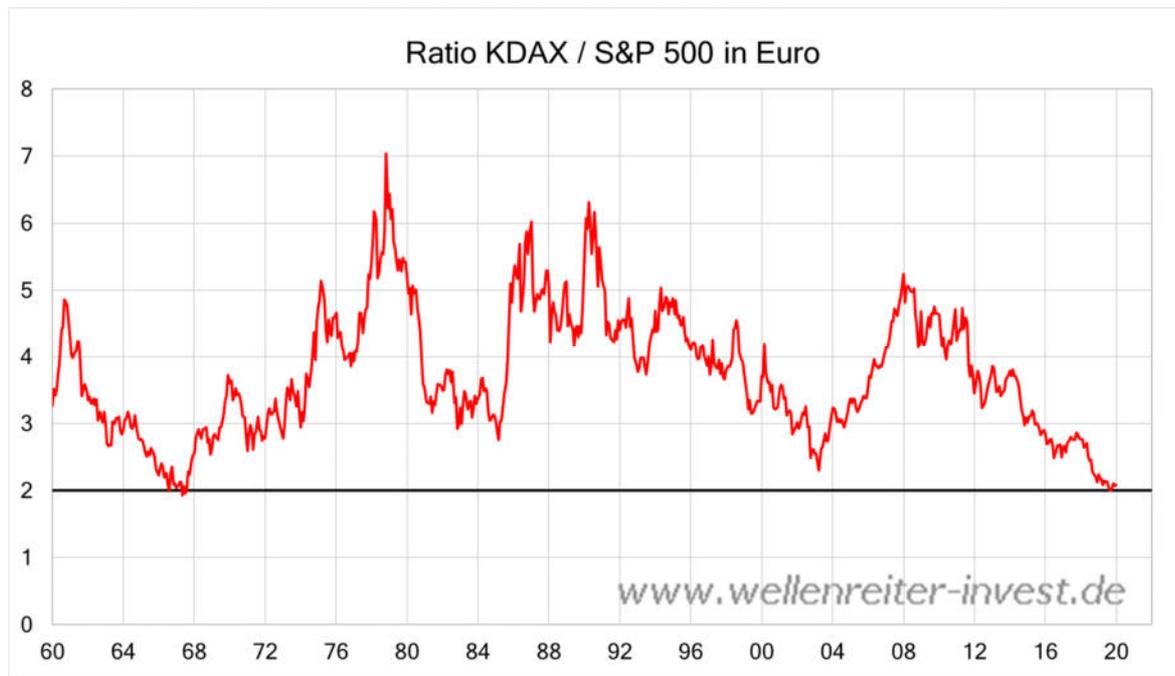


Abb. 5.34: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro

Die Phase der Underperformance Deutschlands gegenüber den USA hält seit Januar 2008 ab und ist weiterhin intakt (obiger Chart). Auch wenn dieser bereits 12 Jahre andauert, so dauerte die Phase von 1990 bis 2003 sogar noch etwas länger an. Eine Phase der Outperformance zeigte der deutsche Aktienmarkt gegenüber dem S&P 500 in der Eurowährung in Phasen eines steigenden Euros. Er erreicht zuletzt die letzte Unterstützung aus dem Jahr 1967. Ein Auslöser für einen abrupten Trendwechsel zugunsten Deutschlands ist nicht erkennbar. Eine Phase der Bodenbildung mit einer nachlassenden Underperformance ist eine realistischere Erwartung.

5.7.3 Aktienmärkte Asien/Pazifik

5.7.3.1 Japan

Der Nikkei 225 zeigt insbesondere im zweiten Halbjahr 2019 relative Stärke gegenüber dem Währungspaar Dollar/Yen.

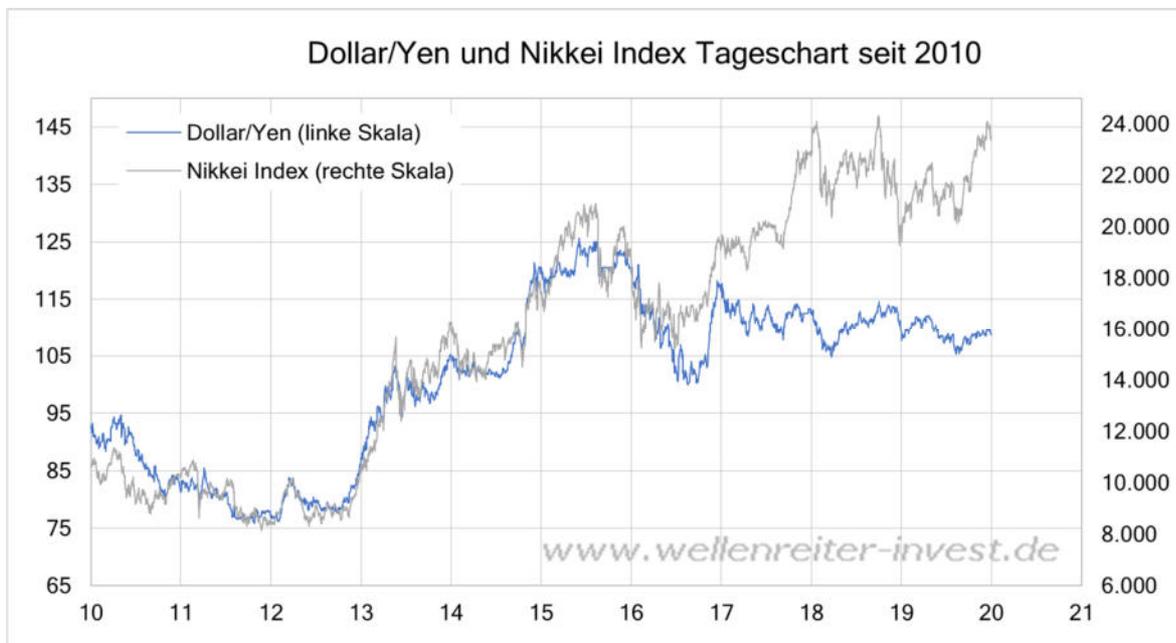


Abb. 5.35: Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart seit 2010

International befindet sich der japanische Index in guter Gesellschaft mit den Europäern, da auch der japanische Index leicht unterhalb des Hochpunktes vom Januar 2018 notiert. Europa und Japan folgen Hand in Hand der Wall Street.

Der japanische Index folgt ebenso dem Pfad vergangener Blasen wie dem Dow Jones Index nach 1929 und dem Goldpreis nach 1980.

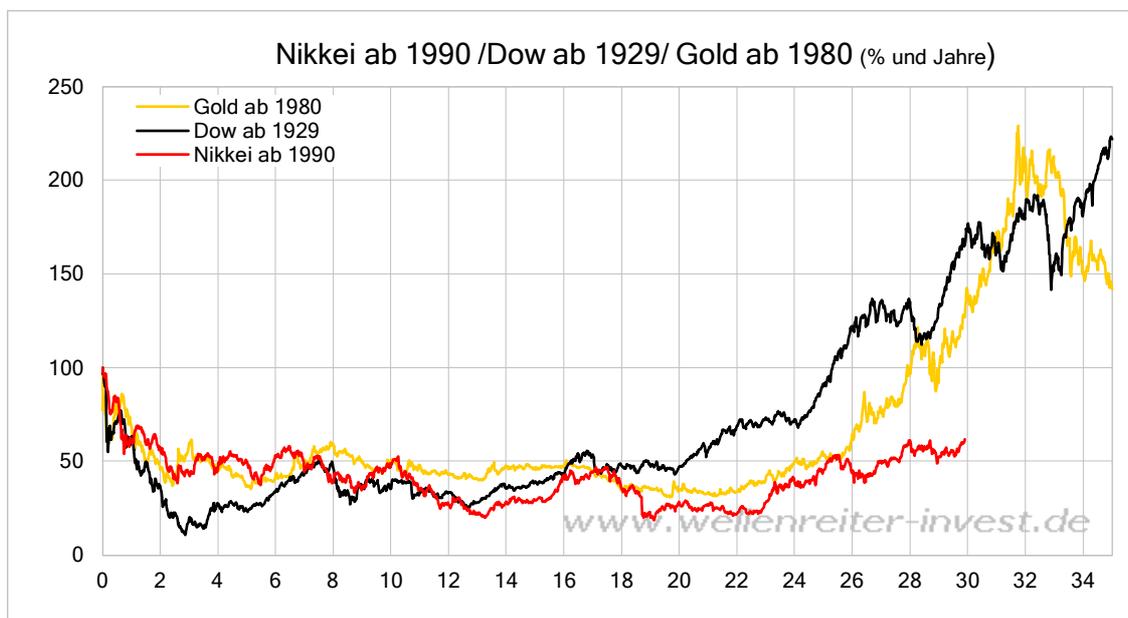


Abb. 5.36: Blasenverläufe Nikkei ab 1990/Dow ab 1929/Gold ab 1980 (Prozent und Jahre)

Allerdings zeigt der japanische Index dabei extreme relative Schwäche gegenüber den historischen Vorbildern. Während der Nikkei 225 noch immer 40 Prozent unterhalb seines Hochpunktes von vor knapp 30 Jahren (Januar 1990) notiert, waren zum selben Zeitpunkt der US-Aktienmarkt ebenso wie der Goldpreis bereits auf neuen Rekordhochs.

Während die Jahre 21 bis 29 nach dem Platzen einer Blase relativ ähnlich verliefen, ergibt sich im 30. Jahr zwischen den beiden Vorläufern Dow Jones Index und Gold eine substantielle Abweichung. Der Goldpreis spurtete durch das Jahr 30 steil nach oben und erschöpfte seine Hausse im 31. Jahr zumindest vorläufig – es ist der bis heute gültige Hochpunkt des Jahres 2011. Der Dow Jones Index bildete zu Beginn des Jahres 30 einen ersten Hochpunkt aus, es folgte im Zeitabstand von etwa 4 Monaten ein zweiter Hochpunkt als Doppelhoch, bevor eine mehrmonatige Schwächephase folgte.

Uns erscheint für das Jahr 2020 ein an den Dow Jones Index angelehnter Kursverlauf wesentlich wahrscheinlicher als eine starke, das ganze Jahr andauernde Aufwärtsbewegung wie beim Goldpreis.

5.7.3.2 China

Wenn festgestellt werden muss, dass die Entwicklung in Europa und in Japan leider nicht mit der Entwicklung in den USA mithalten kann, dann ist zumindest unter dem Blickwinkel der relativen Entwicklung dies ein Jammern auf einem erhöhten Niveau.



Abb. 5.37: Shanghai Composite Index Monatschart

Innerhalb der BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien und China) weisen die Chinesen beeindruckende Wachstumsraten auf. Dreht sich der Blick weg von den reinen Wirtschaftszahlen hin zum chinesischen Aktienmarkt, so wird der Begriff der relativen Schwäche völlig neu definiert.

Der Shanghai Composite Index befindet sich in der Darstellung in einer Keilformation aus fallenden Hoch- und steigenden Tiefpunkten. Der Index notiert noch 50 Prozent unterhalb des Kurshochs von 2007 und noch 40 Prozent unterhalb des Kurshochs von 2015. In 2019 hat sich der Index nur im ersten Quartal erholt und neigt seitdem wieder zur relativen Schwäche gegenüber den Weltindizes. Er ist gefangen zwischen einem Bündel an gleitenden Durchschnitten. Der Handelsstreit der USA mit China hat seit Anfang 2018 zu einer Phase mit sehr hoher relativer Schwäche geführt. Da der Handelsstreit nicht final gelöst ist und wie zuvor gezeigt die chinesische Geldpolitik abseits eines Minischrittes um 5 Basispunkte bisher kaum etwas unternommen hat, besteht kein Anlass zu der Annahme, dass Chinas Aktienmarkt im kommenden Jahr zu einer zumindest temporär starken Outperformance wie ab Ende 2014 bis Sommer 2015 ansetzen kann.

5.7.3.3 Indien

Während Chinas Geldpolitik nahezu konstant blieb, war die indische Geldpolitik wesentlich expansiver gestimmt. Mit 5 Zinssenkungen in 2019, der letzten um 25 Basispunkte auf 5,15 Prozent, haben die Inder geldpolitisch expansiv reagiert.

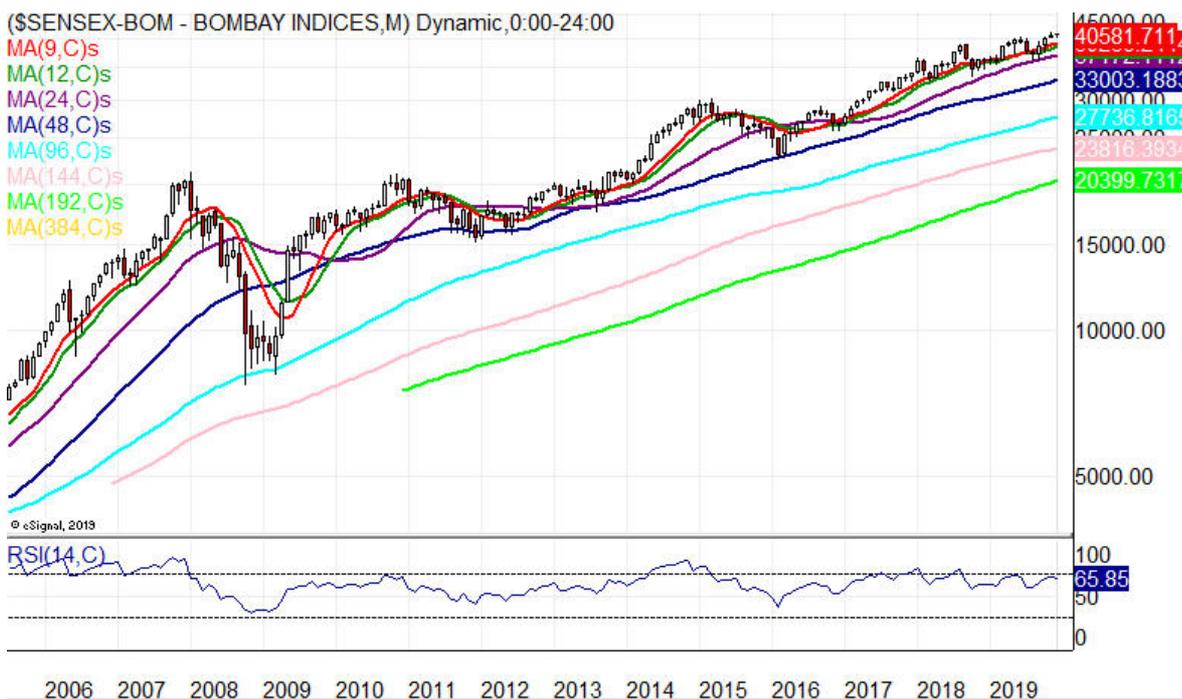


Abb. 5.38: Sensex Monatschart

Flankiert wurde dies fiskalpolitisch mit der Ankündigung einer Senkung des Körperschaftssteuersatzes von 30 auf 22 Prozent. Der indische Sensex bewegt sich technisch in einem klar definierten Aufwärtstrendkanal und markierte auch 2019 neue Rekordhochs.

Allerdings erfolgte der Anstieg trotz der expansiven Maßnahmen nicht mit einem großen Momentum. Rückschläge im Gesamtmarkt sind aber als eine Chance für Neukäufe in diesem Markt anzusehen.

5.7.3.4 Brasilien

Brasilien entwickelt sich seit Anfang 2016 sehr positiv. Die Geldpolitik wurde in 2019 wesentlich expansiver, insgesamt viermal senkte die Zentralbank den Leitzins. Dabei wurde er jedes Mal um einen halben Prozentpunkt gesenkt, zuletzt auf das Rekordtief von 4,5 Prozent.

International stellte Brasilien im Vorjahr die absolute Ausnahme dar, da der brasilianische Aktienmarkt in dem starken Abschwung des vierten Quartals 2018 am Allzeithoch verharrte.



Abb. 5.39: Bovespa Monatschart

Diese relative Stärke setzte der brasilianische Aktienmarkt zwar in 2019 nicht fort, stieg aber schrittweise auf neue Allzeithochs an. Trotz der erreichten Überkauftheit bleibt Brasilien ein interessanter Aktienmarkt.

Fazit

Abseits von China haben alle Notenbanken der BRIC-Länder – auch Russland - in 2019 die Zinsen teilweise sehr deutlich gesenkt. Dies gilt auch für Länder wie die Türkei, die in 2018 noch in größten Währungsturbulenzen steckte und nun im zweiten Halbjahr 2019 den Leitzins von 24 auf 12 Prozent halbierten. Diese Wachstumsimpulse durch signifikante Zinssenkungen kurbeln das globale Wachstum abseits Amerikas in 2020 an. Indiens nicht ganz so starke Entwicklung in 2019 ist auch der Schwäche des asiatischen Raumes geschuldet, da China durch den Handelsstreit gelitten hat. Hiervon wird sich Indien auch in 2020 nicht entscheidend loslösen können, da der Streit zwischen den USA und China noch weitere Verhandlungen und Schritte notwendig machen wird. Die Underperformance des chinesischen Aktienmarktes ist daher noch nicht beendet.

6. Fazit für den Finanzmarkt

Unser „Ablaufplan“ hängt selbstverständlich davon ab, inwiefern die vorhandenen negativen Aspekte – die inverse Zinsstrukturkurve und die Divergenz der Dow-Theorie seien exemplarisch genannt – ihre Wirkung entfalten. Wir beschreiben nachfolgend den Pfad, der nicht in die Rezession führt, die Donald Trump dann sehr wahrscheinlich um die Wiederwahl bringen würde.

Erstes Quartal

Nach dem starken Anstieg im vierten Quartal 2019 bilden die US-Aktien im Januar ein erstes Kurshoch aus und korrigieren moderat. Die zehnjährigen Renditen markieren zeitlich leicht verzögert im Bereich von zwei Prozent ihr Verlaufshoch. Die reflationäre Kapitalmarktbeziehung geht mit einem deutlich steigenden Ölpreis einher. Die US-Notenbank verkündet in ihrer Sitzung am 18. März das Ende der Unterstützung des US-Geldmarktes für Ende April.

Zweites Quartal

Der US-Aktienmarkt bildet in der ersten Aprilhälfte einen Hochpunkt aus. Der Aufbau von Absicherungen in den Aktiendepots ist sinnvoll. An dieser Stelle ist besonders auf Divergenzen gegenüber den langlaufenden US-Staatsanleihen sowie auf Divergenzen innerhalb des US-Aktienmarktes zu achten. Eine „Risk off“-Stimmung tritt bereits vor dem Beginn des Monats Mai ein („Sell in May and go away“). Aktien und Renditen fallen, ebenso der Euro/Dollar. Der Goldpreis profitiert aufgrund der Realzinsen in der Nähe von null Prozent von seinem Status als „sicherer Hafen“, ebenso Minenaktien. Der Umfang der Preisschwäche hängt von der wirtschaftlichen Situation und der Stärke von Rezessionsängsten ab. Neue Zinssenkungspekulationen der US-Notenbank machen die Runde. Die Zeiträume Ende Mai (frühestens) oder Ende Juni sind heiße Kandidaten für ein Aktienmarkttief.

Drittes Quartal

Die zehnjährigen Renditen bilden im Sommer (Juni oder Juli) einen wichtigen Tiefpunkt aus. Spiegelbildlich endet der bullische Trend des Goldpreises. Die Kraft der reflationären Bewegung hängt von der wirtschaftlichen Entwicklung ab. Der Ölpreis neigt zu einer Seitwärtsbewegung. Würde die US-Wirtschaft in eine Rezession abdriften, dann wäre die zweite Hälfte des dritten Quartals mit deutlicher Schwäche an den Aktienmärkten verbunden.

Viertes Quartal

Für Aktieninvestoren hält dieses Quartal eine besondere Überraschung parat. Die „Wahlrally“ von Ende Oktober bis Mitte November hat einen größeren Umfang als die „Weihnachtsrally“. Die langfristigen Renditen steigen an. Der Ölpreis koppelt sich von seiner hohen positiven Korrelation der letzten Jahre gegenüber dem US-Aktienmarkt ab und sinkt im Umfeld der US-Präsidentschaftswahl. Der 46. US-Präsident heißt wie der 45. auch Donald Trump.

7. Unsere 10 Thesen für 2020

1. Das zweite Quartal 2020 stresst Investoren

Das zweite Quartal ist durch eine „Risk off“-Bewegung gekennzeichnet. Aktien, die Renditen von Staatsanleihen, Euro/USD und Ölpreis fallen, sichere Häfen wie Gold oder der Yen steigen.

2. Die Volatilität steigt temporär an

Die Gefahr eines technischen Unfalls wie im ersten Quartal 2018 ist groß, da die Spekulationen auf eine weiter fallende Volatilität zu hoch ist.

3. Die US-Inflationsrate erholt sich und oszilliert um 2 Prozent

Trotz Vollbeschäftigung und Schutzzöllen beim Import von chinesischen Gütern – die Lohnsteigerungen führen nicht zu einer höheren Inflation.

4. Die FED stoppt im zweiten Quartal ihre Unterstützung für den US-Geldmarkt

Die US-Notenbank möchte im Wahljahr eine Politik der ruhigen Hand durchführen. Ihre Entscheidung, die Unterstützung für den US-Geldmarkt einzustellen, führt im Gegenzug zu Spekulationen über eine weitere Senkung des Leitzinssatzes.

5. Die EZB überrascht mit einer Adjustierung ihrer Geldpolitik die Investoren

Die neue EZB-Präsidentin Christine Lagarde sieht sich selbst als Eule und möchte als Schiedsrichterin die unterschiedlichen Ansichten über Negativzinsen zusammenführen. Sie wird erst im zweiten Halbjahr 2020 agieren und den Blick auf die Zinserwartungen leicht nach oben verändern.

6. Der Goldpreis glänzt nur temporär

Der Goldpreis entwickelt sich bei sinkenden Renditen positiv („sicherer Hafen“), enttäuscht aber im zweiten Halbjahr 2020.

7. Die Rendite zehnjähriger US-Anleihen bildet im Sommer 2020 einen Tiefpunkt aus

Die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen bildet im ersten Quartal einen Hochpunkt im Bereich um zwei Prozent aus und fällt im Sommer 2020 in die Nähe der 2019er Tiefs. Das Renditetief im Sommer 2020 sollte ein auf längere Sicht wichtiges Tief darstellen. Die 10jährige US-Rendite beschließt das Jahr 2020 auf einem höheren Niveau als Ende 2019.

8. Der Ölpreis zeigt in 2020 zwei Gesichter

Der Ölpreis steigt anfangs in Richtung 70 US-Dollar, da die Knappheitsbedingungen am US-Terminmarkt preistreibend wirken. Im zweiten Quartal verliert der Ölpreis im Rahmen des „Risk off-„Prozesses und beginnt einen Abwärtstrend. Auch im Umfeld der US-Präsidentenwahl neigt er zur Schwäche.

9. Der Devisenmarkt zeigt nur wenig Stress

Der Euro/Dollar verändert sich auf Jahresbasis nur in Nuancen. Im zweiten Quartal steht er gemeinsam mit den Emerging-Marktes-Währungen unter Druck. Die Adjustierung der Geldpolitik der EZB-Präsidentin unterstützt den Euro/Dollar im zweiten Halbjahr.

10. Donald Trump bleibt US-Präsident

Die Wahl-Zyklus mit Präsidentschaftsbonus bleibt erhalten. Donald Trump erhält seine zweite Amtsperiode.

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

Der Börsenbrief ist auf grafische Anschaulichkeit und Erläuterung bedacht. Er konzentriert sich auf die Abhängigkeiten der Märkte, auf Verlaufsvergleiche und Saisonalität, auf Terminmarktdaten, auf zeitliche Muster sowie auf die Positionierung des Smart Money, die mit eigenen Indikatoren gemessen wird.

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

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

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn sind Recherchepartner und Autoren für das Börsenmagazin "Smart Investor" und liefern Beiträge und Interviews für diverse TV-Sender (u. a. n-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. A.1: indexierte Leitindizes in Prozent
- Abb. A.2: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten
- Abb. A.3: Rendite – 30-Jahres-Zyklus
- Abb. A.4: Euro/Dollar seit 1980
- Abb. A.5: WTI Crude seit 1900
- Abb. A.6: WTI Crude inflationsbereinigt
- Abb. A.7: Defizit/Überschuss US-Haushalt (CBO-Projektion)
- Abb. A.8: Staatsverschuldung USA, Japan, Euroraum
- Abb. A.9: Staatsverschuldung Italien, Frankreich, Deutschland, Spanien
- Abb. A.10: Staatsverschuldung in Prozent vom BIP
- Abb. A.11: Staatsverschuldung USA in Prozent vom BIP
- Abb. A.12: Ausstehende US-Anleihen in % der marktfähigen Staatsverschuldung
- Abb. A.13: Staatsanleihen in Besitz der Zentralbanken
- Abb. A.14: Bilanzsummen Zentralbanken
- Abb. A.15: Entwicklung Weltbevölkerung
- Abb. A.16: Bevölkerungsentwicklung Welt
- Abb. A.17: Bevölkerungsentwicklung Europa
- Abb. A.18: Bevölkerungsentwicklung Japan
- Abb. A.19: Bevölkerungsentwicklung China
- Abb. A.20: Bevölkerungsentwicklung Indien
- Abb. A.21: Bevölkerungsentwicklung USA
- Abb. A.22: Bevölkerungsentwicklung Deutschland
- Abb. A.23: Netto-Migration Deutschland
- Abb. A.24: Bevölkerungsentwicklung Subsahara-Afrika
- Abb. A.25: Temperatur-Anomalie (1900-2030)
- Abb. A.26: El Nino/La Nina-Zyklus und Temperatur-Anomalie
- Abb. A.27: CO₂-Gehalt in der Luft
- Abb. A.28: Methan-Gehalt in der Luft
- Abb. A.29: CO₂-Emissionen China, USA, Deutschland (Mrd. Tonnen jährlich)
- Abb. A.30: CO₂-Emissionen Welt (Mrd. Tonnen jährlich)
- Abb. A.31: Mittlere Stickstoffdioxid-Konzentration Frankfurt, Friedberger Landstr.
- Abb. A.32: Installierte Solarkapazität ausgewählter Länder (in GW)
- Abb. A.33: Entwicklung der installierten Wind- und Solarkapazität weltweit (in GW)
- Abb. A.34: WTI Crude - Verlaufsvergleich 60-Jahres-Zyklus
- Abb. A.35: Jones Index – rollierende 40-Jahres-Rendite
- Abb. A.36: Jones Index – rollierende 10-Jahres-Rendite (1800-2020)
- Abb. A.37: Dow 1929-1961 und KDAX 2000-2032
- Abb. A.38: Größte Unternehmen nach Marktkapitalisierung
- Abb. A.39: Größte Unternehmen nach Umsatz
- Abb. A.40: US-Aktienrückkäufe (S&P 500 Buybacks)
- Abb. A.41: Dow Jones Index - Überdurchschnittliche Jahrzehnte in Prozent
- Abb. A.42: Dow Jones Index – überdurchschnittliche Jahrzehnte
- Abb. A.43: Dow Jones Index – unterdurchschnittliche Jahrzehnte in Prozent
- Abb. A.44: Dow Jones Index – unterdurchschnittliche Jahrzehnte
- Abb. A.45: Jones Index 1820 - 1829
- Abb. A.46: Dow Jones 1920 - 1929
- Abb. A.47: Dekadenzyklus – Durchschnitt 12 Dekaden
- Abb. A.48: Rendite und Dow Jones Index seit 1900

Abb. A.49: 10jährige US-Rendite 1920-1929
Abb. A.50: Zinssatz 30jähriger US-Anleihen – 30-Jahres-Zyklus
Abb. A.51: Zinsen 30jähriger US-Anleihen – Verlaufvergleich 60-Jahre-Zyklus
Abb. A.52: Zinssätze 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten
Abb. A.53: Zinsstruktur Deutschland (Rendite in Prozent)
Abb. A.54: Renditen Japan
Abb. A.55: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen ausgewählter Staaten
Abb. A.56: Zinssatz Japan 10 Jahre zeitversetzt

Abb. 1.1: US-Einkaufsmanager-Indizes
Abb. 1.2: Markt Eurozone Composite PMI
Abb. 1.3: IFO-Index und KDAX
Abb. 1.4: Caixin China PMI
Abb. 1.5: Industrieproduktion China (Wachstum)
Abb. 1.6: China FX-Reserven
Abb. 1.7: US-Arbeitslosenquote
Abb. 1.8: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe
Abb. 1.9: US-Baugenehmigungen
Abb. 1.10: NAHB-Housing Market Index
Abb. 1.11: US-Geldmengenwachstum M2 (Prozent)
Abb. 1.12: EZB-Geldmengenwachstum M3 (Prozent)
Abb. 1.13: Zinsspanne 10jährige minus 2jährige US-Staatsanleihen
Abb. 1.14: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen (1970-2020)
Abb. 1.15: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen (2017-2020)
Abb. 1.16: BAA – AAA-Spread
Abb. 1.17: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne
Abb. 1.18: Diverse Inflationsraten
Abb. 1.19: Inflationsrate Euroraum
Abb. 1.20: Veränderungsrate durchschnittlicher Stundenlohn und US-Leitzins
Abb. 1.21: 5-Year US-Break-Even-Inflation Inflationsrate
Abb. 1.22: Inflationsrate USA
Abb. 1.23: Inflationsrate Euroraum
Abb. 1.24: US-Inflationsrate und S&P 500 seit 2000

Abb. 2.1: Tägliche Repo-Käufe der Fed seit September (Mrd US-Dollar)
Abb. 2.2: Bilanzsummen Zentralbanken 2010-2020
Abb. 2.3: Bilanzsummen FED, EZB und BoJ gesamt (in Bio USD)
Abb. 2.4: US-Leitzinsentwicklung CME Fed Watch Tool
Abb. 2.5: 10jährige US-Rendite QE-Phasen
Abb. 2.6: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 2.7: Netto-Positionierung der Großspekulanten Rendite in 30jährigen US-Anleihen
Abb. 2.8: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen Monatschart
Abb. 2.9: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten
Abb. 2.10: Zinssatz Japan (Rendite in Prozent)
Abb. 2.11: Zinsstruktur China (Rendite in Prozent)

Abb. 3.1: US-Dollar-Index seit 1980
Abb. 3.2: Handelsgewichteter US-Dollar-Index versus US-Dollar-Index
Abb. 3.3: Netto-Spekulation der Großspekulanten im US-Dollar-Index
Abb. 3.4: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index

Abb. 3.5: CRB-Index und handelsgewichteter US-Dollar-Index
Abb. 3.6: CRB-Index und handelsgewichteter US-Dollar-Index
Abb. 3.7: Big Mac Index
Abb. 3.8: Euro/Dollar seit 1980
Abb. 3.9: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar
Abb. 3.10: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Euro/Dollar
Abb. 3.11: Dollar/Yen Tageschart seit 1990
Abb. 3.13: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 3.12: Nominalzins-Differenz USA/Japan und Kursverlauf Dollar/Yen
Abb. 3.13: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen
Abb. 3.14: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Yen/USD
Abb. 3.15: AUD/USD und Gold
Abb. 3.16: Nominalzins-Differenz zehnjähriger Anleihen Australien/USA und Kursverlauf AUD/USD
Abb. 3.17: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl
Abb. 3.18: GBP/USD seit 1976
Abb. 3.19: GBP/USD und EUR/USD seit 2010
Abb. 3.20: Netto-Positionierung der Großspekulanten im GBP/USD
Abb. 3.21: Netto-Positionierung der Großspekulanten im CHF/USD
Abb. 3.22: EUR/CHF

Abb. 4.1: Reuters CRB-Index seit 1970
Abb. 4.2: 30-Jahres-Zyklus Reuters CRB-Index
Abb. 4.3: CRB-Index und Euro/Dollar seit 1970
Abb. 4.4: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)
Abb. 4.5: US-Erdölproduktion seit 1950 (in Mio. Barrel pro Tag)
Abb. 4.6: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch
Abb. 4.7: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und -Förderung und Ölpreis
Abb. 4.8: US-Erdöl-Importe und -Exporte (Mio. Barrel täglich)
Abb. 4.9: WTI Crude Ölpreis seit 1900
Abb. 4.10: WTI Crude Open Interest
Abb. 4.11: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulanten/Open Interest
Abb. 4.12: WTI Crude Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent
Abb. 4.13: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)
Abb. 4.14: Oceanic Nino Index und WTI-Crude
Abb. 4.15: WTI Crude Monatschart
Abb. 4.16: Gold Monatschart
Abb. 4.17: Goldpreis und Realzins
Abb. 4.18: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)
Abb. 4.19: Netto-Positionierung der Großspekulanten / Open Interest im Gold
Abb. 4.20: XAU-Goldminen-Index
Abb. 4.21: Gold und Kupfer
Abb. 4.22: Kupfer und S&P 500
Abb. 4.23: Netto-Positionierung der Großspekulanten bei Kupfer

Abb. 5.1: Q-Ratio
Abb. 5.2: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP
Abb. 5.3: Gewinnrendite Aktien und Anleihen
Abb. 5.4: Fed-Modell
Abb. 5.5: Dow Jones Index Verteilung Wahljahre (prozentuale Veränderung)
Abb. 5.6: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus

Abb. 5.7: Dow Jones Index – erster und zweiter Amtszyklus
Abb. 5.8: Dow Jones Index - Durchschnittsverläufe Wahljahre frisch gewählte republikanische Präsidenten
Abb. 5.9: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Wahljahre 1900 -2008 (Verlauf in Prozent)
Abb. 5.10: 0er-Jahre (in Prozent)
Abb. 5.11: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 0er-Jahre seit 1900
Abb. 5.12: Dow Jones Index – Durchschnittsverlauf 0er Jahre, die gleichzeitig Wahljahre
Abb. 5.13: Dow Jones Index – Wahljahre, die gleichzeitig 0er Jahre sind (in Prozent)
Abb. 5.14: Verlaufsvergleich Dow Industrial vs. Dow Transport Index seit 2007
Abb. 5.15: Verlaufsvergleich Dow Industrial vs. Dow Transport Index seit 1930
Abb. 5.16: Neue 52-Wochen-Hochs GD 10 (NYSE) vs. S&P 500
Abb. 5.17: NYSE Hindenburg-Omen
Abb. 5.18: Dow-SMFI vs. Dow Jones Index
Abb. 5.19: S&P 500 QE-Phasen
Abb. 5.20: NYSE 90%-Tage und Dow Jones Index 2015-2020
Abb. 5.21: Netto-Positionierung der Großspekulanten im VIX
Abb. 5.22: Investors Intelligence Zahlen - Bullische Börsenbriefverfasser in Prozent
Abb. 5.23: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAI-Umfrage)
Abb. 5.24: S&P 500-Sektoren
Abb. 5.25: Idealisierter Konjunkturzyklus
Abb. 5.26: S&P 500 Monatschart
Abb. 5.27: Nasdaq 100 Index Monatschart
Abb. 5.28: US-Halbleiterindex Monatschart
Abb. 5.29: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500
Abb. 5.30: Russell 2000 Monatschart
Abb. 5.31: Euro Stoxx 50 Monatschart
Abb. 5.32: DAX Monatschart
Abb. 5.33: KDAX Monatschart
Abb. 5.34: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro
Abb. 5.35: Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart seit 2010
Abb. 5.36: Blasenverläufe Nikkei ab 1990/Dow ab 1929/Gold ab 1980 (Prozent und Jahre)
Abb. 5.37: Shanghai Composite Index Monatschart
Abb. 5.38: Sensex Monatschart
Abb. 5.39: Bovespa Monatschart