

Wellenreiter-Invest



# **Wellenreiter- Jahresausblick 2022**

**Herausforderung erstes Halbjahr**

**©Robert Rethfeld,  
Alexander Hirsekorn**

**Oberursel, im November 2021**

<b>Editorial</b>	4
------------------	---

## **Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2022**

### **1. Konjunkturentwicklung**

1.1 Die Situation	5
1.2 Inflation	12

### **2. Notenbankpolitik und Anleihen**

2.1 Notenbankpolitik und kurzes Ende	20
2.2 Anleihen lange Ende	27

### **3. Der Währungsmarkt**

3.1 US-Dollar-Index	36
3.2 Europa	39
3.3 Asien	45
3.4 Rohstoff-Währungen	48
3.5 Kryptowährungen/Bitcoin	52

### **4. Der Rohstoffmarkt**

4.1 Rohstoffmarkt langfristig	57
4.2 Energie	59
4.3 Metalle	72
4.4 Agrar	77

### **5. Der Aktienmarkt**

5.1 Bewertung	81
5.2 US-Präsidentschaftszyklus	84
5.3 Dekadenmuster	88
5.4 Marktstruktur	90
5.5 Sentiment	94
5.6 S&P 500 Sektoren	96
5.7 Hindenburg-Omen	99
5.8 Gebert-Indikator	102
5.9 Leit-Aktienindizes	103
5.9.1 US-Aktienmarkt	103
5.9.2 Europäischer Aktienmarkt	106
5.9.3 Aktienmärkte Asien/Pazifik	110

<b>6. Fazit für den Finanzmarkt</b>	114
<b>7. Unsere 10 Thesen für 2022</b>	116
<b>Disclaimer</b>	118
<b>Über uns</b>	119
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	120

## **Editorial**

Die Pandemie geht ins dritte Jahr. Das Virus SARS-CoV-2 denkt nicht daran, zu verschwinden, im Gegensatz zum Erreger der Spanischen Grippe. Es ist auf dem Weg, endemisch zu werden, wie andere Coronaviren auch. Ältere und Menschen mit Risikofaktoren bleiben besonders gefährdet. Anders als im Jahr 2020, als lediglich Abstandhalten und Maskentragen als Maßnahmen zur Verfügung standen, wird die Schlagkraft gegen das Virus mit Hilfe von Impfungen und Medikamenten größer.

Pharmaunternehmen bringen Tabletten auf den Markt, die schwere Verläufe merklich reduzieren. Aber das funktioniert nur dann, wenn sich Menschen bei Symptomen testen und bei einem positiven Befund sofort zum Arzt gehen. Diejenigen, die aktiv etwas dafür tun, nicht an Covid-19 zu erkranken, schützen einerseits die Gesellschaft und andererseits sich selbst. Wie in den Vorjahren sollte mit dem wärmeren Frühlingwetter auf der Nordhalbkugel eine Besserung der pandemischen Situation eintreten.

Die im Herbst 2021 erfolgte Vergabe des ISSB (International Sustainability Standards Board) nach Frankfurt/M. ist von großer Bedeutung für den Finanzplatz Deutschland. Das ISSB wird internationale Standards für die Nachhaltigkeitsberichtserstattung von Unternehmen erarbeiten. Die Schaffung dieser Standards fördert die Transparenz im Hinblick auf die Einschätzung der ESG-Aktivitäten von Unternehmen. Standards werden die Zusammensetzung von ESG-Fonds beeinflussen, die Zusammenstellung durch die Anbieter erleichtern und die Vergleichbarkeit für die Kunden erhöhen.

Die Elektromobilität trat im Jahr 2021 aus dem 100jährigen Verbrenner-Schatten heraus. Erstmals wurden in Deutschland im Monat September mehr E-Autos als Diesel verkauft. Tesla bleibt das Maß der Dinge. Auch hier gab es einen Paradigmenwechsel. Erstmals verkaufte sich das Model 3 besser als der VW Golf. 17,1 Prozent der Neufahrzeuge waren im Oktober 2021 reine E-Autos.

Das Jahr 2021 hat Fragen aufgeworfen, die wir nachfolgend beantworten möchten. Welchen Weg wird die Inflation nehmen? Wie werden die Zentralbanken reagieren? Wie lassen sich Kryptowährungen in einem solchen Umfeld eingruppiieren? Wie funktioniert der Carry-Trade in einer solchen Situation? Was geschieht im November bei den US-Zwischenwahlen? Wir haben unsere Ideen und Gedanken dazu nachfolgend aufgeschrieben. Wir wünschen Ihnen bei der Lektüre unseres Jahresausblicks 2022 viel Vergnügen und gewinnbringende Erkenntnisse für Ihre eigene Anlagestrategie im neuen Jahr und in der neuen Dekade.

## **Oberursel, im November 2021**

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn

Wellenreiter-Invest

# Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2022

## 1. Konjunkturentwicklung

### 1.1 Die Situation

Das Jahr 2021 war von einer starken Erholung gekennzeichnet. Wachstum und die Lieferkettenproblematik führten zu Preissteigerungen. Das Bruttoinlandsprodukt der USA dürfte im Jahr 2021 real um etwa 5,7 Prozent gestiegen sein. Das BIP des Euroraums dürfte um 5,1 Prozent zugelegt haben. China könnte ein Plus von 7,8 Prozent erreicht haben.

Die Euroraum-Einkaufsmanagerindizes dürften sich in einer Phase der Top-Bildung befinden. Ihre Hochpunkte erreichten sie im Sommer 2021.

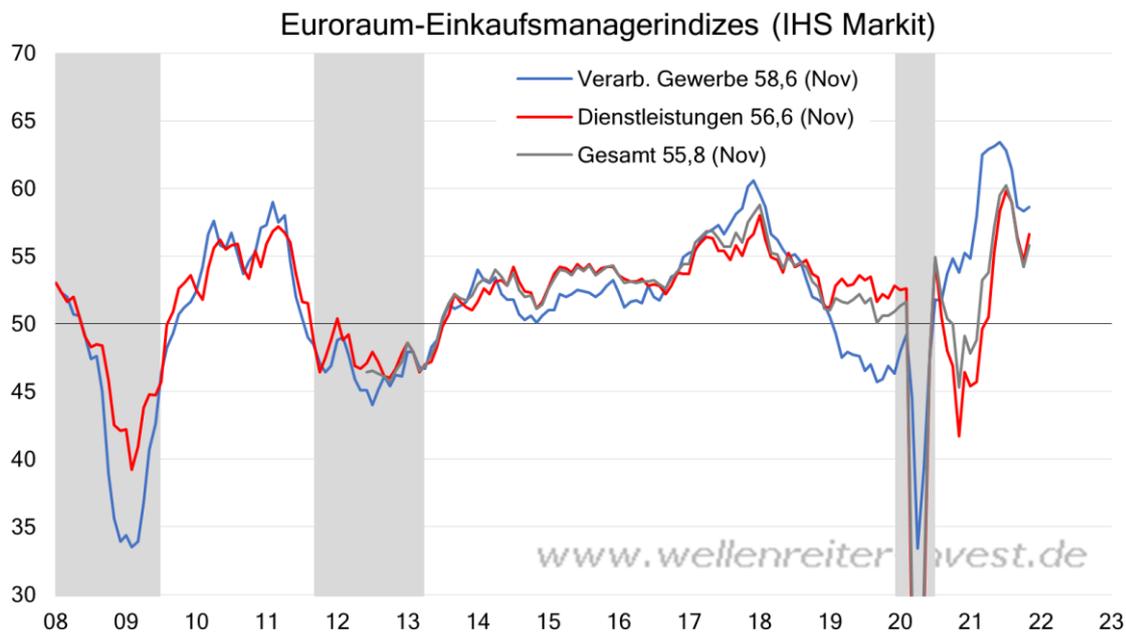


Abb. 1.1: IHS Markit Eurozone Composite PMI

Historisch wäre auch ein Doppelhoch wie 2010/2011 möglich. Oder es könnte ein niedrigeres Hoch markiert werden. Singuläre Hochpunkte wie Ende 2017 sind selten. In jedem Fall sollte das Sommer-Hoch 2021 relevant im Sinne einer abflauenden Wachstumsdynamik für das Jahr 2022 sein.

Der ifo-Index konnte sein Verlaufshoch der Jahreswende 2017/18 nicht übertreffen. Wichtige Hochpunkte im KDAX ergaben sich bei Niveaus des Ifo-Index zwischen 98 und 105 Punkten in den Jahren 1998, 2000, 2007, 2011 sowie zur Jahreswende 2017/18. Wir zeigen nachfolgend den Verlauf des ifo-Geschäftsklimaindex gemeinsam dem KDAX in einem Chart. Die Erholung des ifo-Index wurde im November durch Materialknappheiten zurückgehalten. Volle Auftragsbücher konnten nicht umgesetzt werden. Diese Situation beginnt sich aufzulösen, sodass der Ifo-Index im ersten Quartal 2022 ein neues Verlaufshoch markieren könnte.

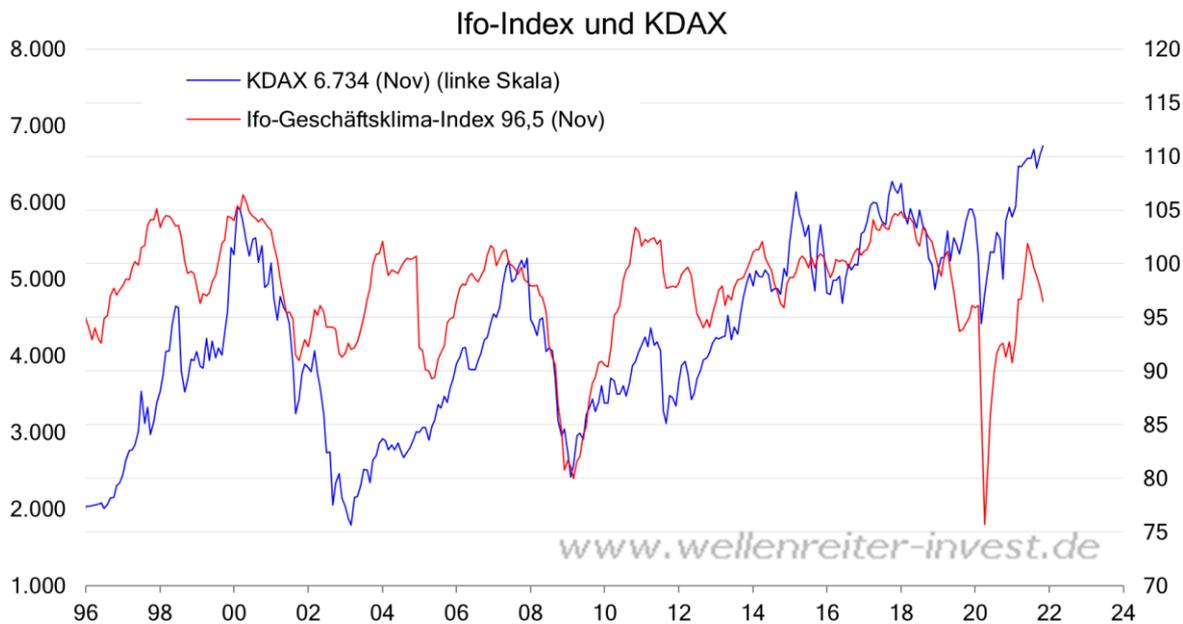


Abb. 1.2: IFO-Index und KDAX

Die US-Einkaufsmanager-Indizes dürften sich mit 60,8 Punkten (ISM-Index verarbeitendes Gewerbe) und 66,7 Punkten (ISM-Dienstleistungssektor) auch in einer Phase der Top-Bildung befinden. Die Expansion der US-Wirtschaft setzt sich fort, scheint aber insbesondere im verarbeitenden Gewerbe an Dynamik zu verlieren. Werte über 50 Punkte bezeichnen eine Phase der wirtschaftlichen Expansion, Werte darunter bedeuten Schrumpfung. Historisch ist ein sehr hohes Niveau zu beobachten. Einer derartigen Überhitzung folgt in der Regel eine Abkühlung.

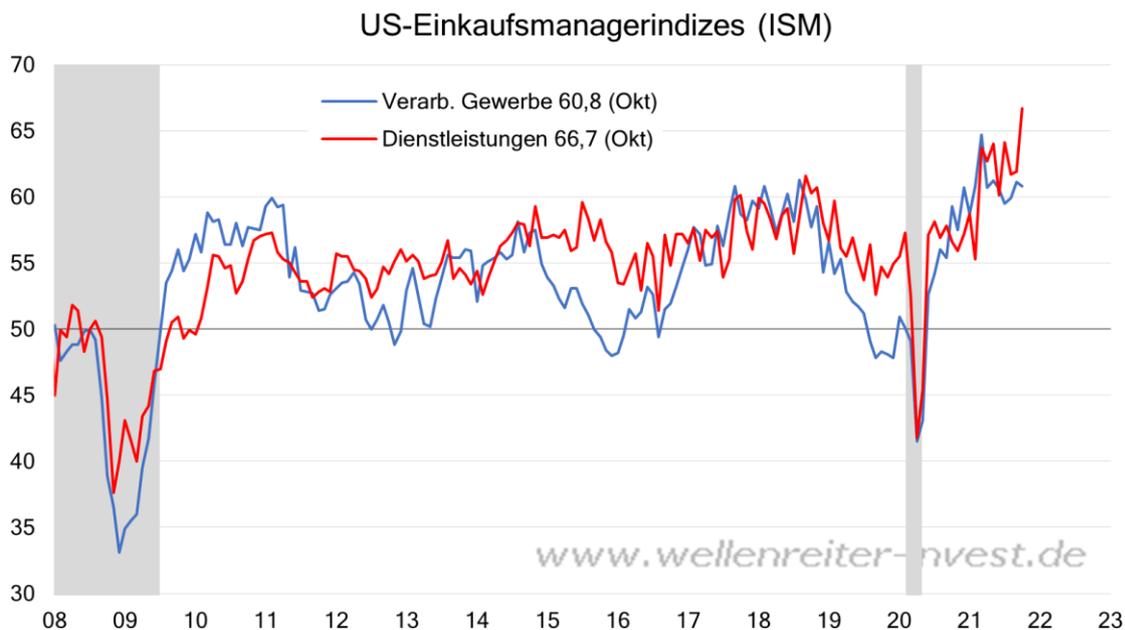


Abb. 1.3: US-Einkaufsmanager-Indizes

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

Das Hoch von 75 Punkten des Chicago PMI aus dem Frühjahr 2021 ist markant. Nur zu Beginn der 1970er Jahre wurde ein ähnlich hoher Wert erzielt. Auch damals fand ein exorbitantes Wirtschaftswachstum, begleitet von Preissteigerungen, statt.

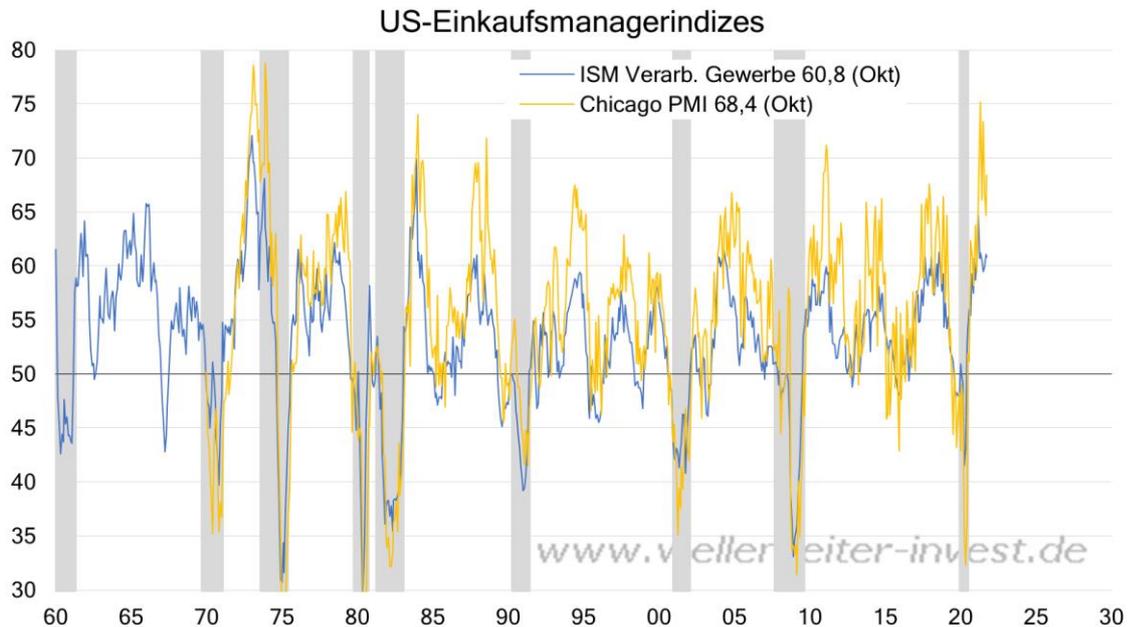


Abb. 1.4: ISM verarbeitendes Gewerbe und Chicago PMI

Der Chicago-PMI markierte damals ein Doppelhoch, der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe ein niedrigeres Hoch.

Dieser Fieberkurve lässt sich die Entwicklung des US-Verbrauchervertrauens der Universität Michigan gegenüberstellen. Es zeigt sich, dass Aufschwünge, die von hohen Inflationsraten begleitet sind, mit einem eher schwachen Verbrauchervertrauen verbunden sind. Dies fällt auf, wenn man die 1970er Jahre betrachtet.

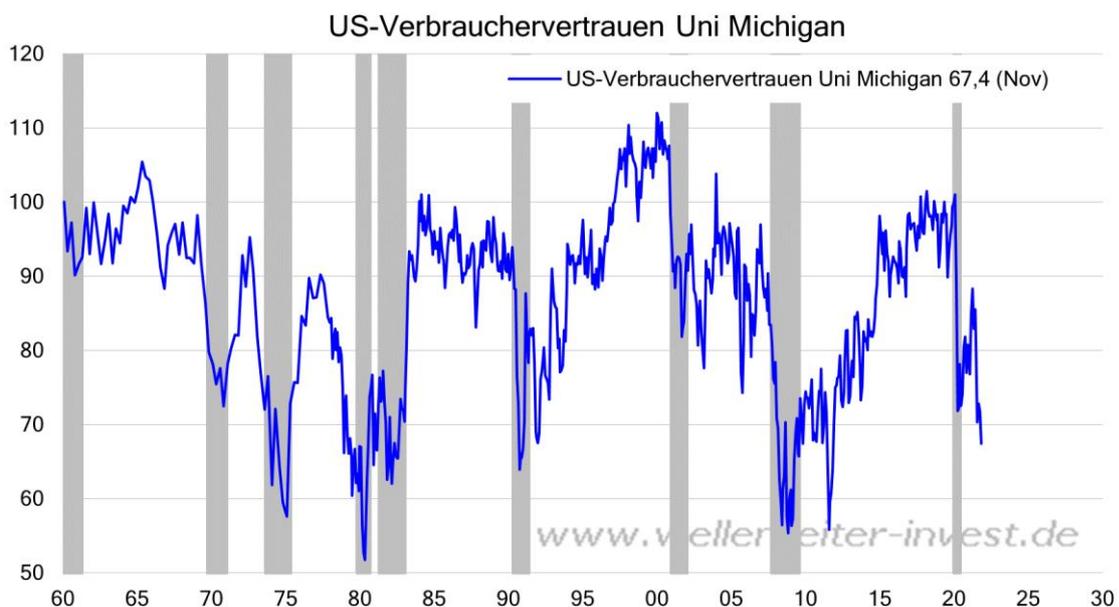


Abb. 1.5: US-Verbrauchervertrauen Uni-Michigan

Eine Besonderheit stellt die hohe Divergenz der Zufriedenheit politischer Anhänger dar. Während die Anhänger der Demokraten ein normalhohes Verbrauchervertrauen aufweisen, befindet sich das Konsumvertrauen der Anhänger der Republikaner auf einem niedrigen Niveau.

Wie der Consumer Comfort Index nach Parteipräferenz zeigt, wurde das vorhergehende Hochgefühl der republikanischen Anhänger in seiner Amtszeit Januar 2017 bis Januar 2021 korrigiert.

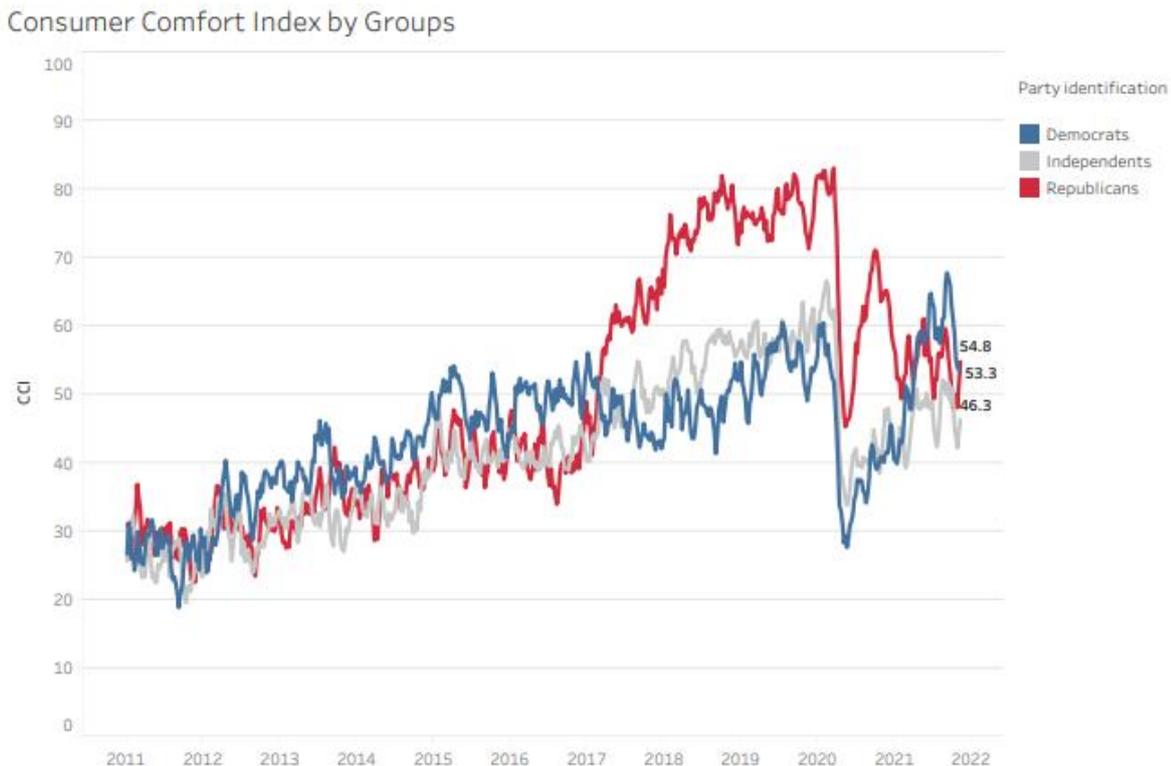


Abb. 1.6: Consumer Comfort Index Langer Associates nach Parteianhängern

Das Verbrauchervertrauen von Anhängern der Demokraten und der Republikaner notiert Ende des Jahres 2021 auf einem ähnlichen Niveau. Die Schere der Stimmungslage hat sich geschlossen. Wir können uns vorstellen, dass der starke Rückgang der Stimmung seit dem Jahr 2020 zu einer hohen Wahlbeteiligung bei den US-Zwischenwahlen im November zugunsten der Republikaner führen wird.

Die persönliche Stimmung wird von der Arbeitssituation, aber auch von der Einschätzung der eigenen Kaufkraft beeinflusst.



Abb. 1.7: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe

Die Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe fallen beständig. Sie notieren unterhalb des lange Zeit gültigen Normalbereichs von 300.000 bis 400.000 Anträgen. Wir erwarten zwar ein baldiges erstes Tief, aber keinen schnellen Wiederanstieg. Die US-Unternehmen finden kaum Mitarbeiter, die Löhne steigen. Steigende Löhne sind ein Signal von Knappheit im Arbeitsmarkt.

Mit dieser niedrigen Zahl an Erstanträgen müsste die Verbraucherstimmung besser sein. Der folgende Chart zeigt, dass die US-Erwerbsquote auf dem halben Weg der Erholung stecken geblieben ist. Die Erwerbsquote befindet sich auf dem Stand der 1970er Jahre. Viele US-Bürger haben offenbar ihre Jobs aufgegeben, beziehen aber auch keine Arbeitslosenunterstützung. Dieser Punkt könnte ein Teil der Erklärung für die recht schwache Konsumenten-Stimmung liefern.

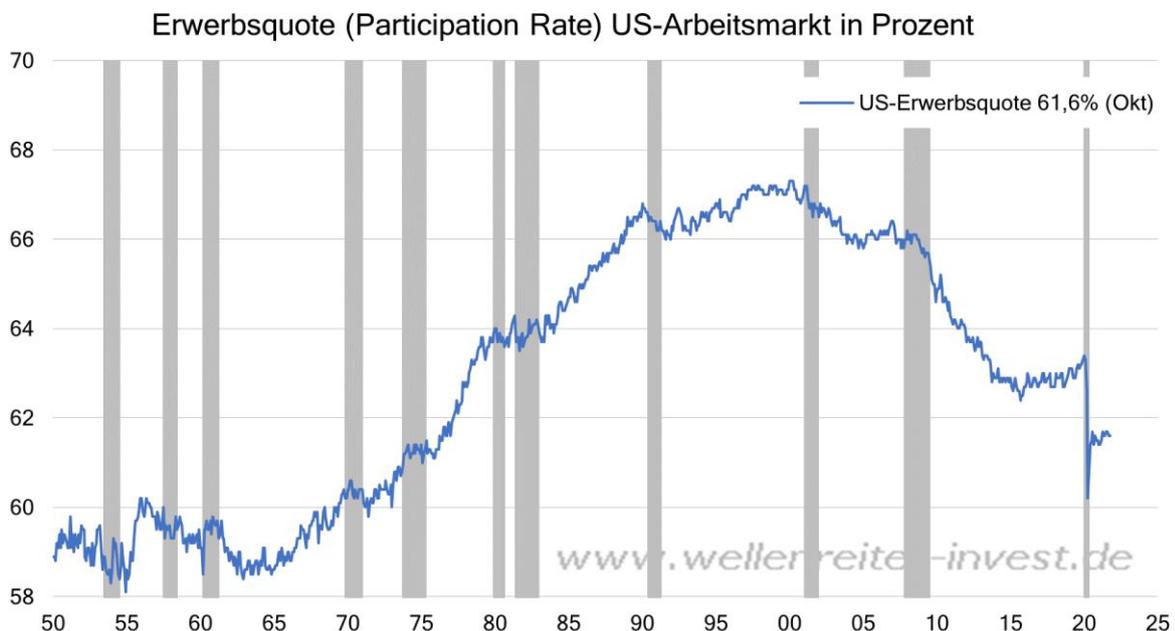


Abb. 1.8: Erwerbsquote US-Arbeitsmarkt

Die US-Zinsstrukturkurve 10 Jahre – 3 Monate gab in den letzten 50 Jahren wertvolle Hinweise im Vorfeld einer US-Rezession.

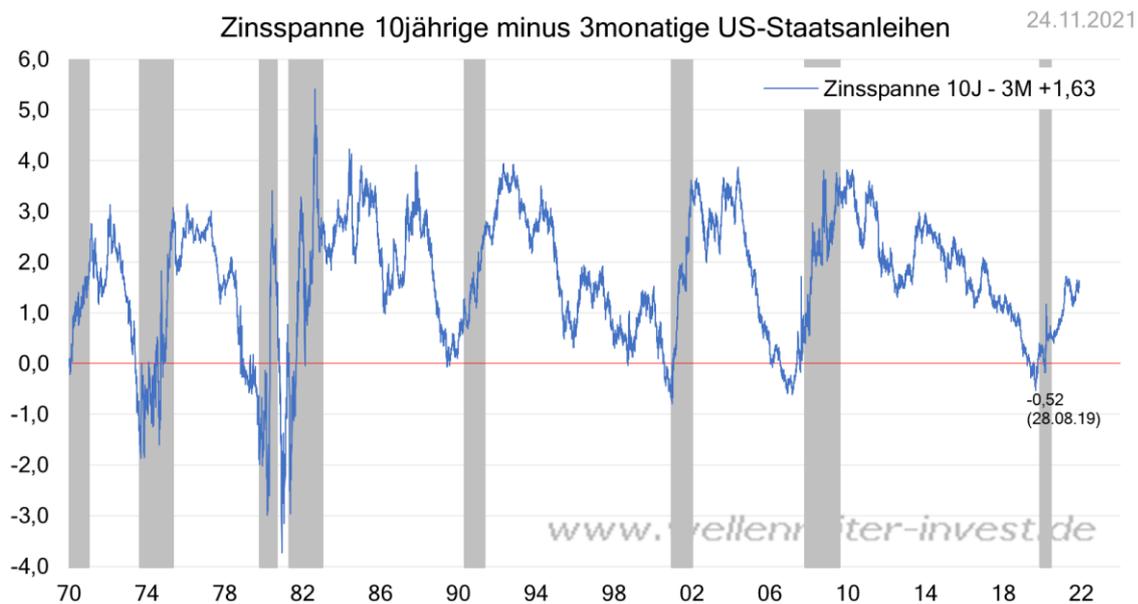


Abb. 1.9: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen

Mit Ausnahme der Doppelrezession zu Beginn der 1980er Jahre, deren letzter Teil durch sehr hohe Leitzinsen geprägt war, sind Rezessionen in kurzen Abständen nach dem zweiten Weltkrieg nicht aufgetreten.

Die aktuelle Zinsspanne beträgt +1,6 Prozentpunkte. Historisch stieg die Zinsspanne kurz nach dem Ende einer Rezession stets in den Bereich von 3 bis 4 Prozentpunkten. Um dieses Kriterium zu erfüllen, müsste die 10jährige Rendite auf 3 Prozent steigen, während der US-Leitzins bei null Prozent verbleibt. Dieser Weg erscheint wenig wahrscheinlich. Es bräuchte mindestens ein halbes Jahr bis zu einem Jahr, bis eine Inversion eintreten würde und damit die Voraussetzung für eine erneute Rezession erfüllt wäre. Vielmehr scheint eine bearische Abflachung wahrscheinlich.

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).

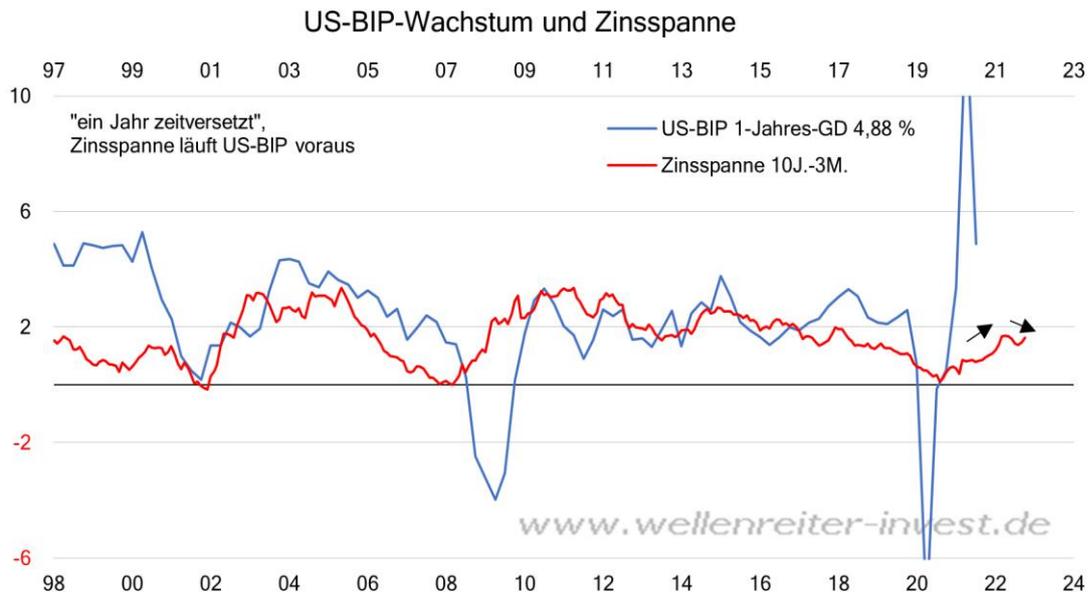


Abb. 1.10: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Danach verspricht die US-Zinsstrukturkurve zunächst noch eine Verbesserung der US-Wirtschaftstätigkeit, gefolgt von einem Übergang in eine schwächere Phase ab dem zweiten Quartal 2022.

Der chinesische Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes notierte im Oktober 2021 bei 50,0 Punkten. Der Dienstleistungsindex notiert bei 53,4 Punkten. China hat seine eigenen Herausforderungen im Hinblick auf den Wunsch der KP, „Wohlstand für alle“ zu schaffen. Die Finanz- und Überproduktionsexzesse in der Immobilienbranche werden dürften auch im Jahr 2022 ein Thema darstellen, genauso wie der Kampf gegen Korruption und Großkonzerne, dessen Macher der chinesische Präsident Xi als direkte Konkurrenten seiner selbst ansieht.

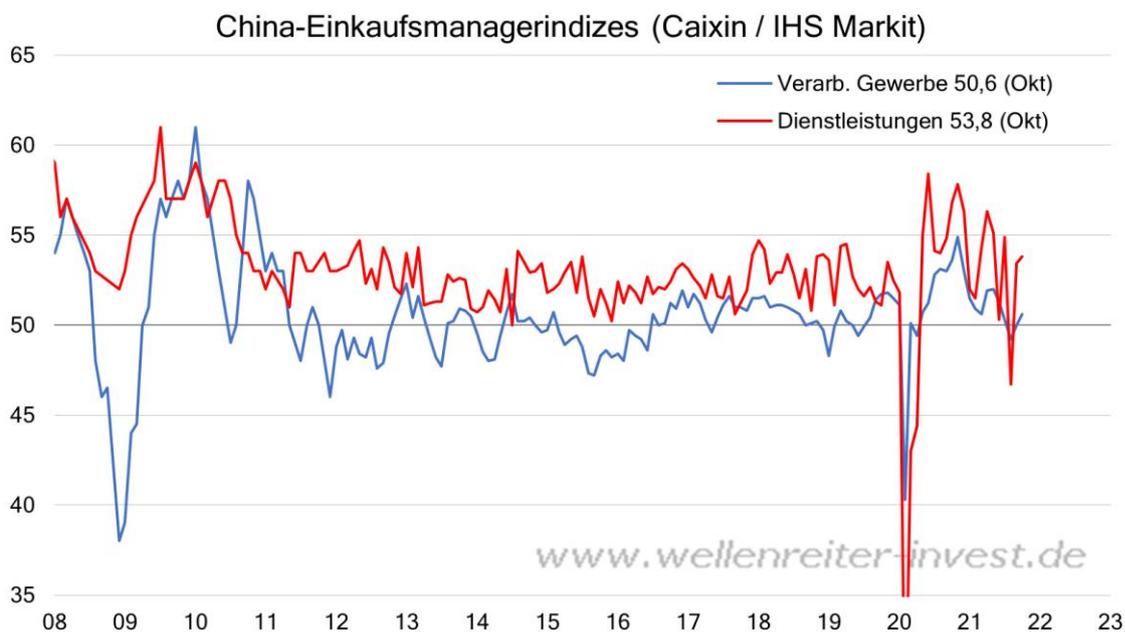


Abb. 1.11: Caixin China PMI

Gleichzeitig gilt es für Xi, die Schrauben nicht zu sehr anzuziehen, um das Wirtschaftswachstum nicht abzuwürgen, sondern es auch weiterhin in einem Schlagzahlbereich von 5 bis 6 Prozent zu halten.

China möchte mit den Olympischen Winterspielen im Februar 2022 international punkten. Das könnte gelingen, wenn das Land zu diesem Zeitpunkt die Smog-Problematik unter Kontrolle bekommen würde. Der Output der Fabriken dürfte zumindest zeitweise gestoppt werden. Die chinesische Regierung möchte kein Wachstum mehr um jeden Preis, sie geht bewusste Bremsschritte.

Weltweit schaffte der Übergang vom Corona-Lockdown zur Wachstumsphase disruptive Entwicklungen. Im Sommer 2021 ergaben sich erste große Tops in den Einkaufsmanagerindizes. Im Laufe des ersten Quartals 2022 sollte sich ein zweiter Hochpunkt ergeben.

## 1.2 Inflation

Ist Inflation vorübergehend? Ja, natürlich. Inflationsraten von 5 Prozent oder darüber waren in der Vergangenheit stets ein vorübergehendes Phänomen. Phasen starker Inflation wechseln sich mit Phasen schwacher Inflation/Deflation ab. Eine Inflationsrate oberhalb von 5 Prozent für einen längeren Zeitraum gab es bei Betrachtung der vergangenen 100 Jahre nur von April 1973 bis September 1982. Ansonsten betrug die maximale Dauer zweieinhalb Jahre (in den 1940er Jahren).

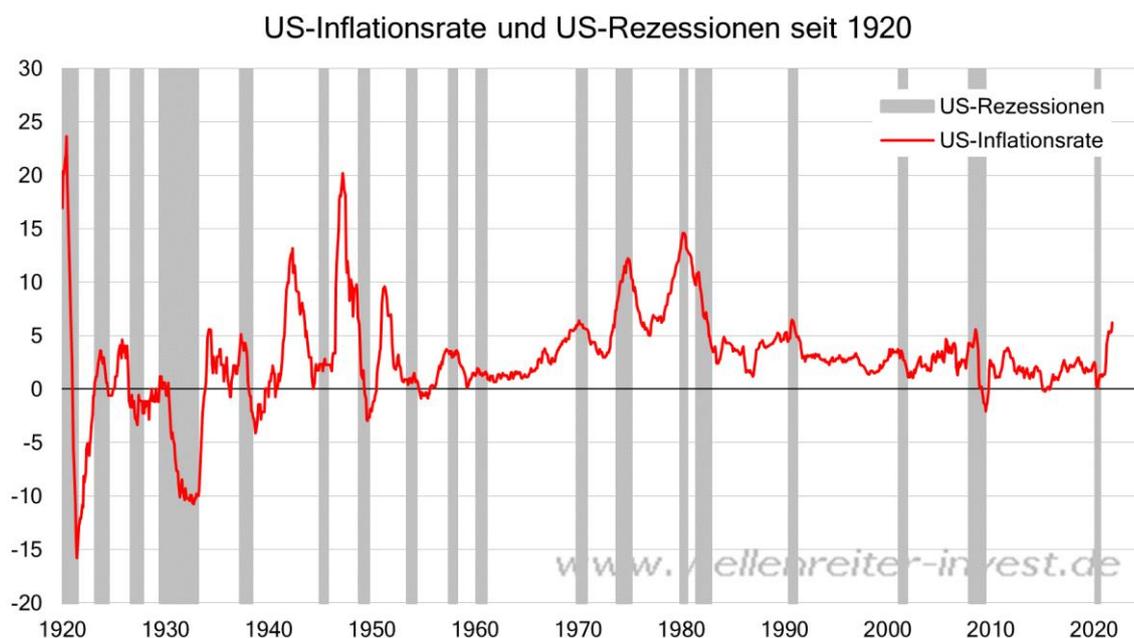


Abb. 1.12: US-Inflationsrate und US-Rezessionen seit 1920

In diesem Zusammenhang ist die Erkenntnis wichtig, dass vor dem Jahr 1960 eine Korrelation zwischen Rendite und Inflation so gut wie nicht vorhanden war. Ohne die Aktivitäten der Fed würde dieser Zusammenhang wohl noch immer nicht groß sein.

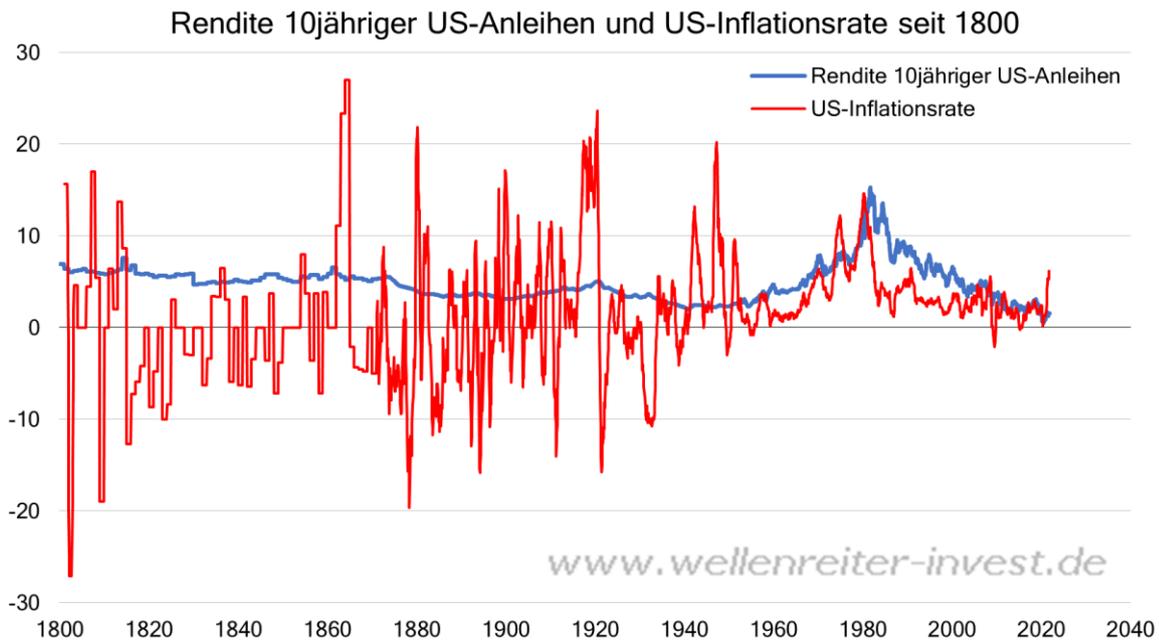


Abb. 1.13: Rendite 10jähriger Anleihen und Inflationsrate

Zwei Gedanken zur längerfristigen Entwicklung der Teuerung. In den 1970er Jahren reagierte die Inflationsrate mit einer Verzögerung von drei Jahren auf deutliche Geldmengenausweitungen. Der auslösende Punkt war ein stark steigender Ölpreis mit einer Hausse der Rohstoffpreise. Die Geldmengenausweitung in den Jahr 2020/21 war sehr hoch. Drei Jahre weiter, und der Inflationshöhepunkt läge im Jahr 2023/24. Abschwächend muss hinzugefügt werden, dass die Korrelation zwischen Geldmenge und Inflation ab den 1980er Jahren geringer war.

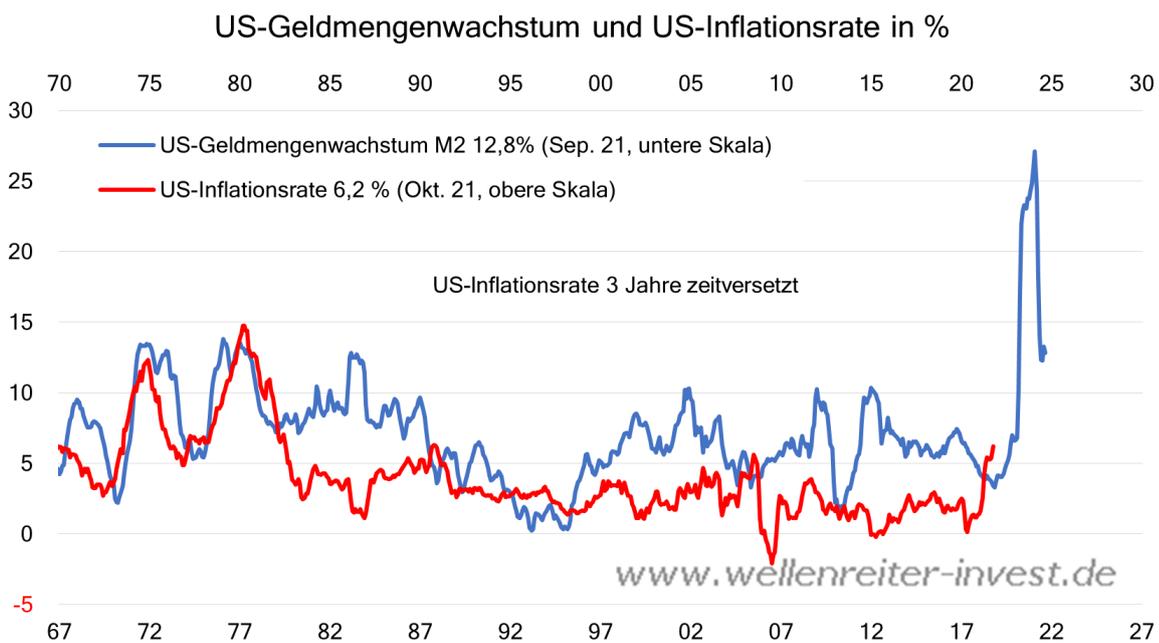


Abb. 1.14: US-Geldmengenwachstum und Inflationsrate

Das Thema Sonnenaktivität wollen wir nicht aussparen, auch wenn bei bestehender Korrelation eine befriedigende Antwort zur Kausalität nicht gegeben werden kann. Die solare Aktivität nimmt nach dem Tief im Jahr 2020 erneut zu. Sie erreicht gemäß Vorhersage der staatlichen US-Wetterbehörde NOAA ihr Hoch im Sommer 2025. Inflationshochs und Hochpunkte solarer Aktivität korrelieren positiv miteinander.

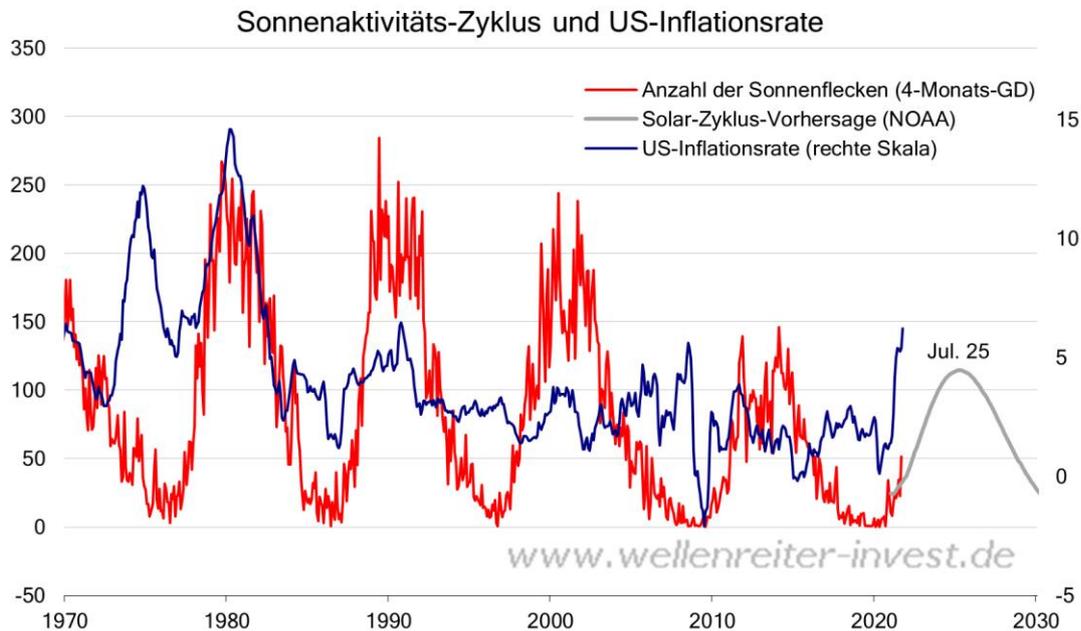


Abb. 1.15: Solare Aktivität und Inflationsrate

Ein Sonnenaktivitätszyklus verfügt über eine durchschnittliche Dauer von 11 Jahren. Ein Beleg für eine Kausalität zwischen der solaren Aktivität und der Inflationsrate existiert nicht. Wir stellen aber fest, dass sich inflationsgetriebene Rezessionen wie die von 1980/81/82, 1990/91, 2001 und auch der Crash von 2011 im Umfeld hoher solarer Aktivität ereigneten. Ausnahme sind die Finanzkrise 2007/08 und die Pandemie 2020.

Die beiden dargestellten Charts taxieren ein Inflationshoch auf den Zeitraum 2024/25. Die US-Inflationsrate würde eher nicht in den Bereich von 0 bis 2 Prozent zurückfallen, sondern für mehrere Jahre darüber liegen. Das bedeutet nicht, dass Schwankungen und Dips in niedrigere Bereiche ausgeschlossen sind. Aber tendenziell sollte sich die Inflation bis 2024/25 auf einem höheren Niveau bewegen, als es die Marktteilnehmer und Zentralbanken seit Dekaden gewohnt sind. Abgesehen von der Zyklik lässt sich diese Annahme dadurch begründen, dass die wichtigste Komponente „Unterkunft“, die die kalkulatorische Miete für selbstgenutztes Wohneigentum sowie die Miete für fremdes Eigentum umfasst und einen Anteil von über 30% im Warenkorb hat, erst seit kurzem an Aufwärtsmomentum gewonnen hat.

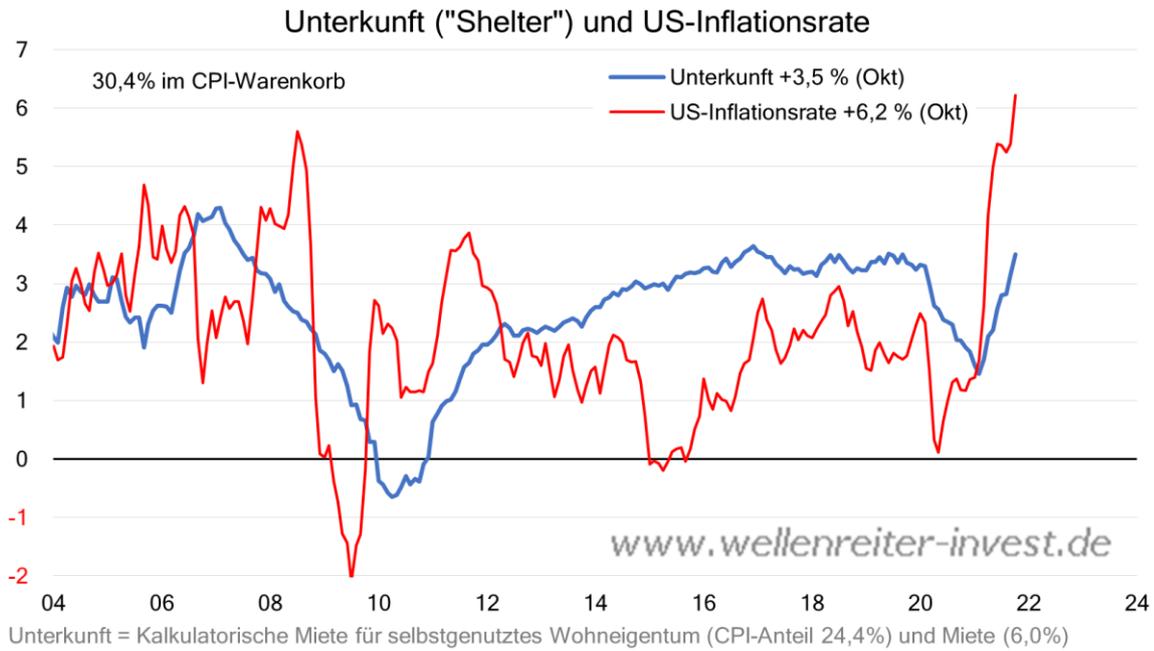


Abb. 1.16: Unterkunft und Inflationsrate

Die Energiepreise haben ein deutlich geringeres Gewicht: Haushalts-Energie 4,4%, Autokraftstoff 2,8%, macht zusammen 7,2%. Auch wenn diese im kommenden Jahr rückläufig sein sollten, würde sie steigende Unterkunftspreise nicht ausgleichen können. Die Preise für Neu- und Gebrauchtwagen gehen mit etwa 14% in den Index ein. Wir nehmen an, dass diese Komponente aufgrund des Basiseffekts (die Preise stiegen stark) zu einer Beruhigung beitragen wird. Gerade die Gebrauchtwagenpreise waren zuletzt stark gestiegen.

Die US-Inflationsrate notierte im Oktober 2021 bei 6,2%, die Kernrate bei 4,6%. Die US-Kernrate befindet sich auf dem höchsten Niveau seit 1990.

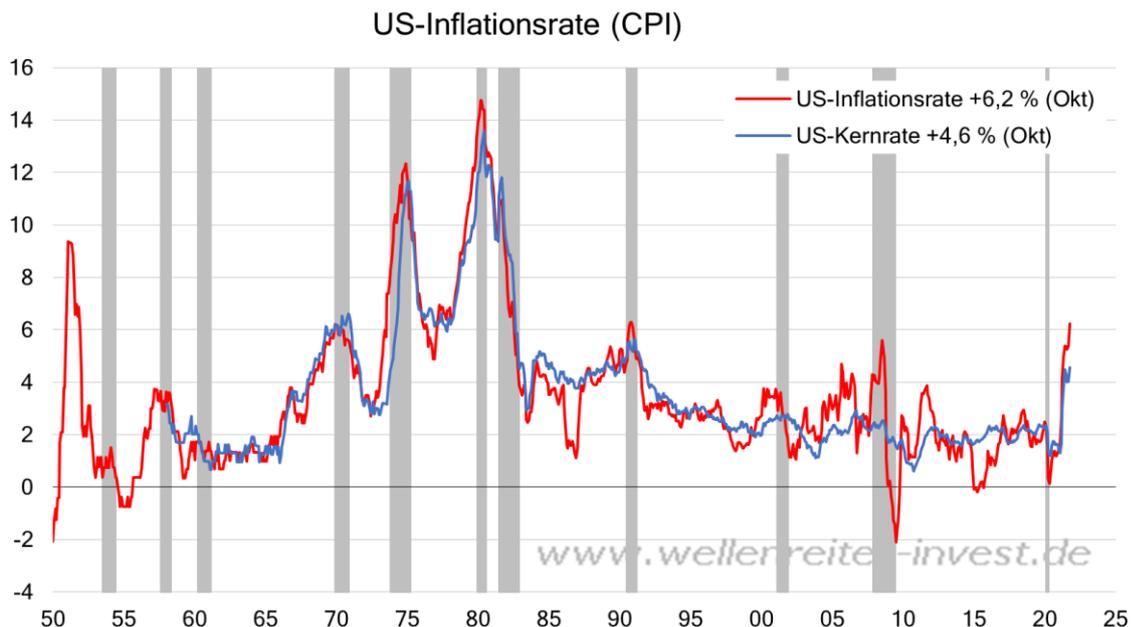


Abb. 1.17: US-Inflationsrate seit 1950

Die 5-Jahres-Breakeven Inflationsrate beschreibt die Differenz der Rendite 5jähriger US-Staatsanleihen zu 5jährigen inflationsgeschützten Anleihen (TIPS). Sie hat sich V-förmig erholt, fiel aber zuletzt von ihrem Bewegungshoch etwas.

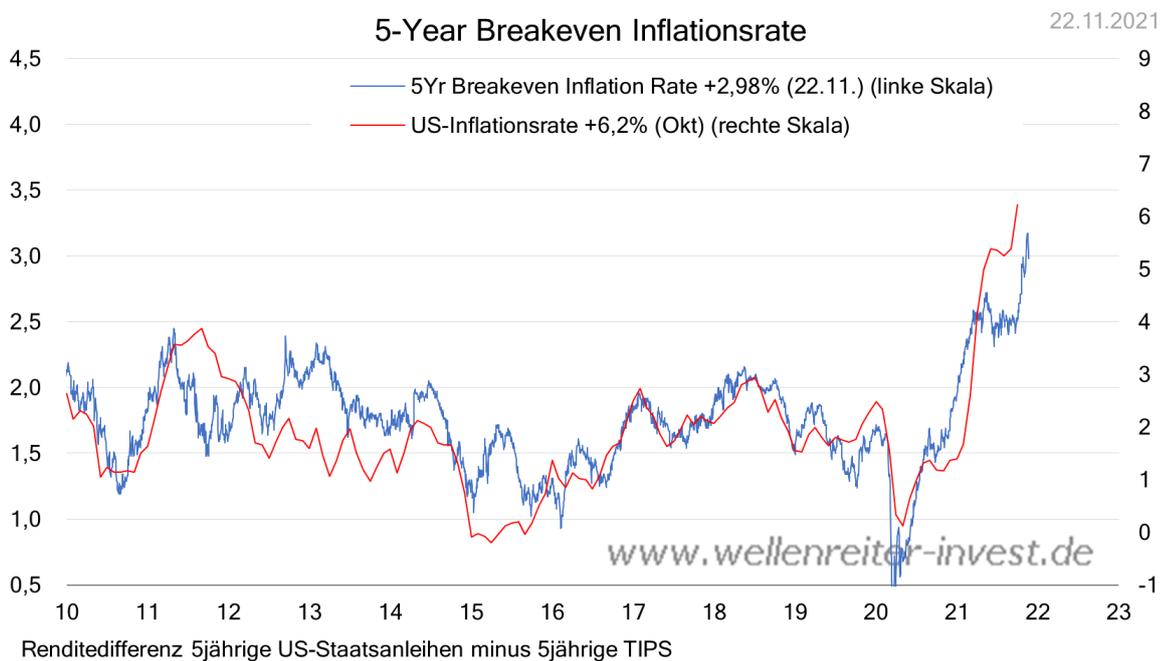


Abb. 1.18: 5-Year US-Break-Even-Inflation Inflationsrate

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

Die Euroraum-Inflationsrate lag im Oktober bei 4,1%. Die Kerninflation notiert mit +2,1% Prozent auf dem höchsten Wert seit dem Jahr 2008. Höhere Niveaus wurden zudem im Jahr 2002 erzielt.

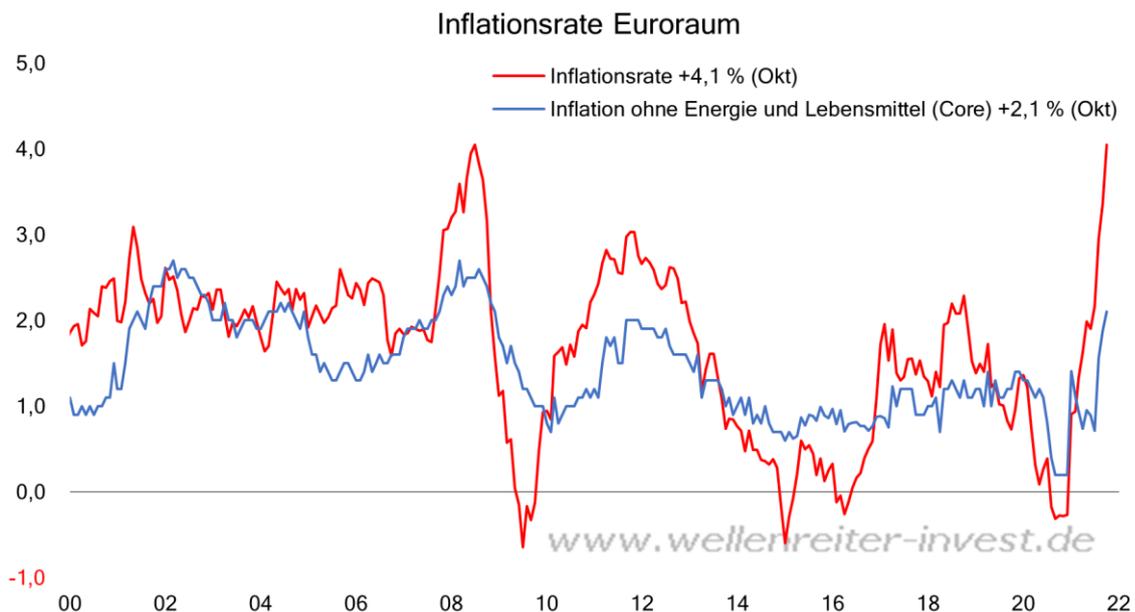


Abb. 1.19: Inflationsrate Euroraum

Die Inflationsprognosen für die USA und Europa haben wir bis einschließlich September 2022 erstellt. Eine längerfristige Vorhersage erscheint auf Monatsbasis wenig sinnvoll. Wir rechnen mit einem Hochpunkt zum Jahreswechsel 2021/22 bei 6,5 Prozent. Danach sollte die US-Inflationsrate bis zur Jahresmitte Richtung 3 Prozent fallen.

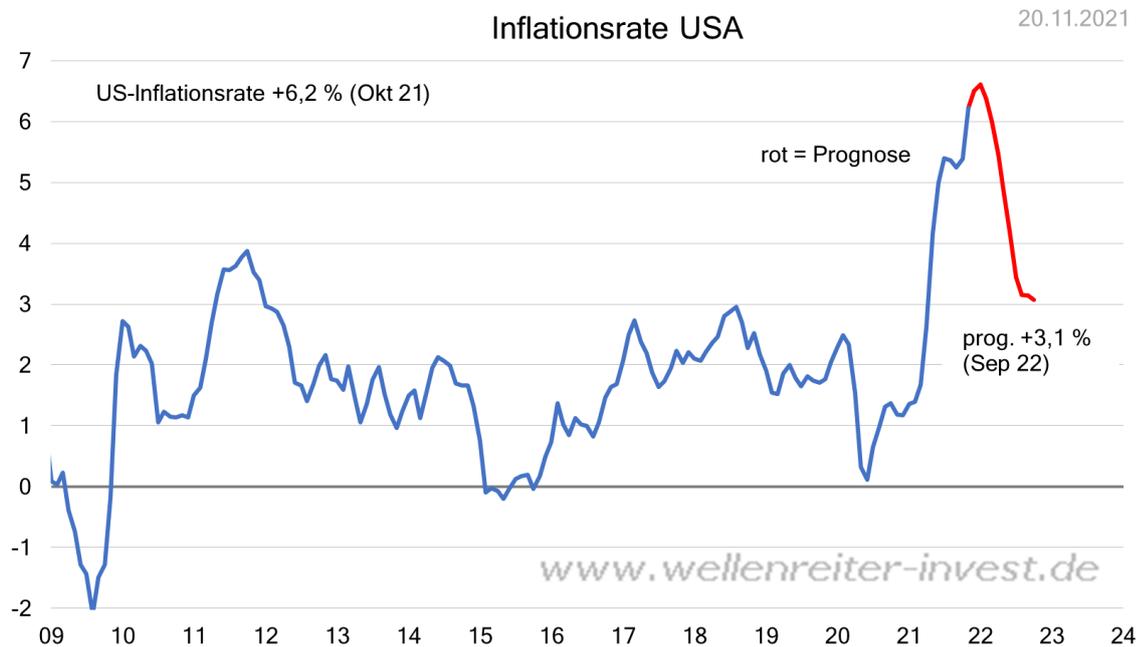


Abb. 1.20: Inflationsrate USA

„Die Euroraum-Inflationsrate sollte im Jahr 2021 einen deutlichen Sprung machen“, so schrieben wir im Ausblick für 2021. Diese Ansicht begründeten wir mit der CO<sub>2</sub>-Bepreisung in Europa und dem Basiseffekt der Mehrwertsteuersenkung. Wir stellten uns eine Euroraum-Inflationsrate von 2% vor. Im Herbst wurden mehr als 4% gemessen. Unsere Fantasie reichte - gerade auch für Europa - nicht aus. Hauptgrund waren die gegenüber den USA deutlich teureren Energiepreise.

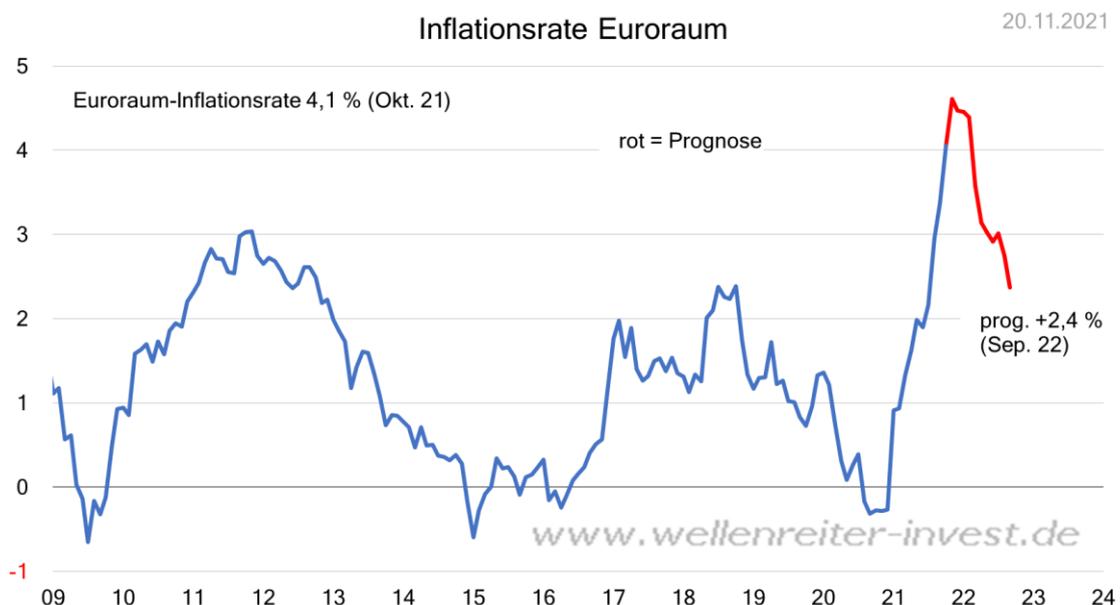


Abb. 1.21: Inflationsrate Euroraum

Diese werden im Jahr 2022 eine bremsende Wirkung entwickeln. Wir rechnen für den Sommer 2022 mit einem Rückgang der Euroraum-Inflationsrate auf etwa 2,4 Prozent.

Der Wohlfühlkorridor für die Aktienmärkte beginnt bei einer Inflationsrate von 3 Prozent oder darunter. Wir gehen davon aus, dass dieser Korridor frühestens im Sommer, vielleicht auch erst im Herbst 2022 wieder erreicht werden wird.

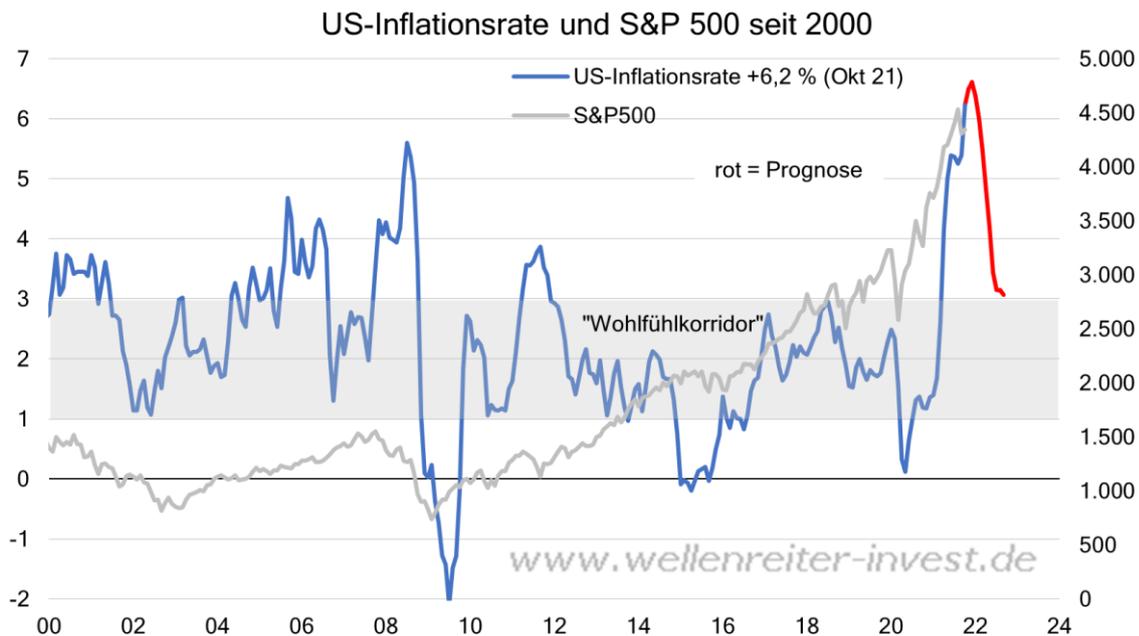


Abb. 1.22: Inflationsrate und S&P 500 seit 2000

Die Investmentbank Bank of America hatte in einer Untersuchung errechnet, dass der durchschnittliche Jahresgewinn des S&P 500 bei überdurchschnittlichen 12 Prozent notiert, wenn sich die Inflationsrate im Rahmen ihres Wohlfühlkorridors (zwischen 1 und 3 Prozent) bewegt. Den S&P 500 hatte diese „Regel“ bis zum November 2021 weg beeindruckt.

Der seit dem Jahr 2020 laufende Inflationsanstieg beendet eine lange Phase niedriger Inflationsraten. Wir nehmen an, dass sich die Inflation in den kommenden drei Jahren auf einem höheren Niveau bewegen wird. Kurzfristig sollte es ab dem Frühjahr 2022 zu einer Beruhigung kommen, die von einigen Analysten als eine Normalisierung betrachtet werden könnte. Initial wurde die hohe Inflation durch die erhöhte Konsumnachfrage, verbunden mit bisher nicht gekannten Energiepreisentwicklungen und einer Disruption der Lieferketten ausgelöst.

Die Umstellung auf erneuerbare Energien, verbunden mit Desinvestitionen in die Exploration fossiler Energiequellen wird dazu führen, dass fossile Energie knapp bleibt. Nach und nach dürften auch Zweitrundeneffekte wirksam werden. Gewerkschaften

werden umso energischer einen Lohnausgleich fordern, je stärker die Kosten der Lebenshaltung steigen.

In den USA sehen die Verbraucher insbesondere die Preissteigerungen für „Big Tickets“ wie Häuser/Eigentumswohnungen, Autos (neu/gebraucht) und sonstige langfristige Wirtschaftsgüter wie Möbel und Haushaltsgeräte negativ. Wir rechnen damit, dass die Preise für die das Wohnen (Mieten und kalkulatorische Mieten) weiter steigen werden. Auch die Neu- und Gebrauchtwagenpreise, die Lebensmittelpreise sowie die Energiepreise sollten nach einem temporären Rückgang, kongruent mit einer Inflationsrate von 3 Prozent, erneut anziehen.

Eine Rezession ist die „Rückseite“ der Inflation. Sie findet dann statt, wenn die Inflation ihren Hochpunkt überschritten hat und die Preise zu fallen beginnen, weil die Verbraucher konsumeinschränkend agieren. Wenn es richtig ist, dass die Inflation zwar Anfang 2022 temporär rückläufig sein sollte, aber dann den Anstiegspfad erneut aufnehmen sollte, bis sie in den Jahren 2024/25 ein Höhepunkt erreicht würde, dann würde eine größere Rezession erst zur Mitte der Dekade auftreten. Das nach dem Boom absehbare Nachlassen des konjunkturellen Momentums im Jahr 2022 wäre lediglich ein „Dip“, gefolgt von einer Erholung.

## 2. Notenbankpolitik und Anleihen

### 2.1. Notenbankpolitik und kurzes Ende

Während die Fed und die EZB ihre Bilanzsummen im Jahr 2021 kräftig ausweiteten, hielt sich die Bank of Japan weitgehend zurück. Die BoJ hält etwa 48% der japanischen Staatsschulden. Die 50%-Marke mag eine psychologische Schwelle darstellen.

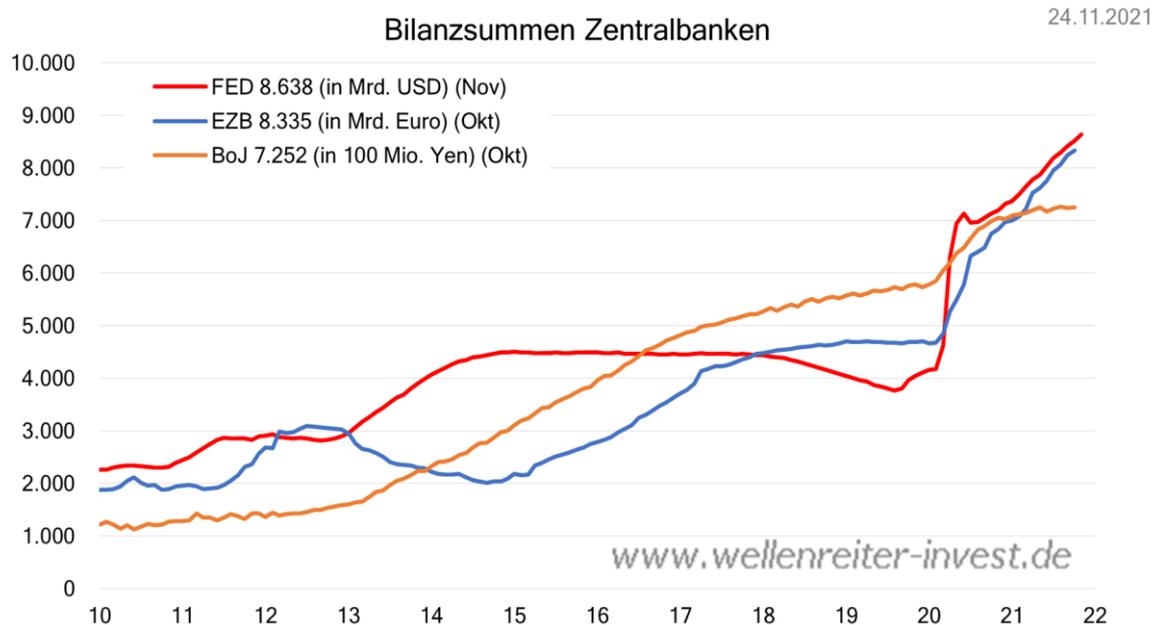


Abb. 2.1: Bilanzsummen Zentralbanken 2010-2020

Die Notenbanken suchen angesichts der hohen Inflationsraten Wege, die pandemiebedingten geldpolitischen Lockerungen zurückzufahren. Die US-Fed begann im November 2021 damit, ihr QE-Anleihekaufprogramm zu reduzieren. Sie möchte gemäß ihrer Sitzung vom 3. November den Tapering-Prozess mit einer Reduzierung von 15 Mrd. Dollar monatlich durchführen. Das Zeitfenster für den Tapering-Prozess erscheint demnach auf das erste Halbjahr 2022 begrenzt. Leitzinserhöhungen sollen erst nach dem Ende dieses Prozesses stattfinden.

Mit Hilfe der Fed-Funds-Futures lässt sich erkennen, dass die Wahrscheinlichkeit für eine erste Leitzinserhöhung für die Fed-Sitzung vom 4. Mai 2022 bei 51 Prozent liegt. Demnach könnte im Frühsommer 2022 – möglicherweise bereits im Mai - eine erste Zinserhöhung erfolgen.

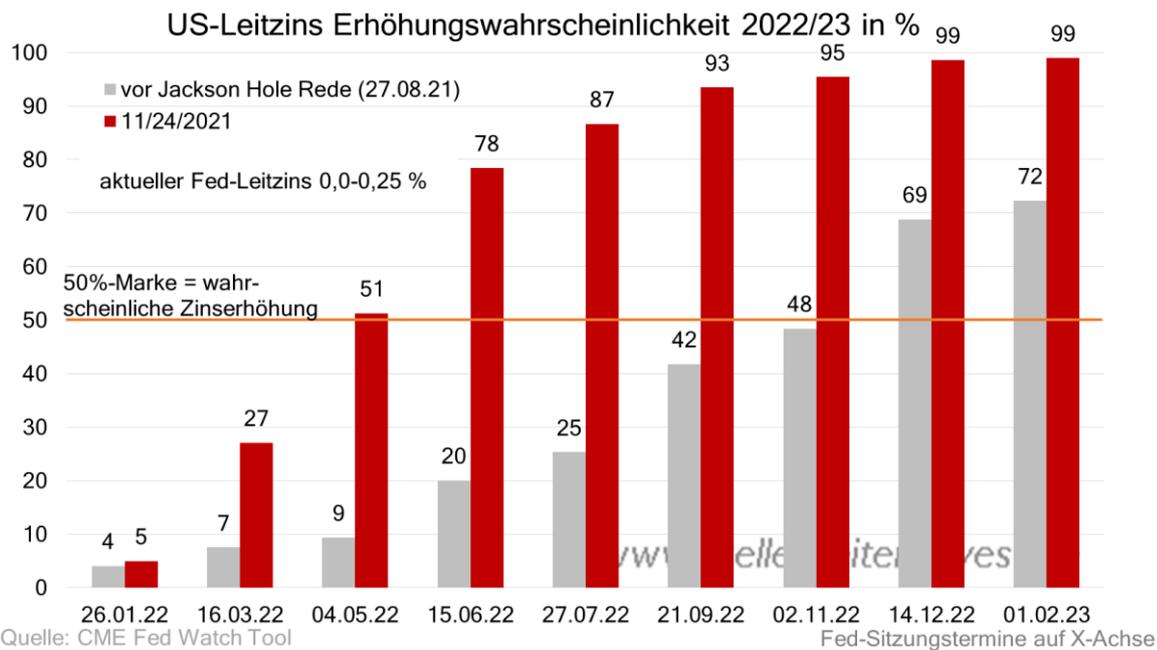


Abb. 2.2: US-Leitzinserhöhungswahrscheinlichkeit 2022/23

Der Leitzinserhöhungspfad wird von den Fed-Funds-Futures wie folgt gesehen. Ende 2022 soll die dritte Zinserhöhung erfolgen, nach einem ersten Schritt im Mai oder Juni und einem zweiten Schritt im September 2022.

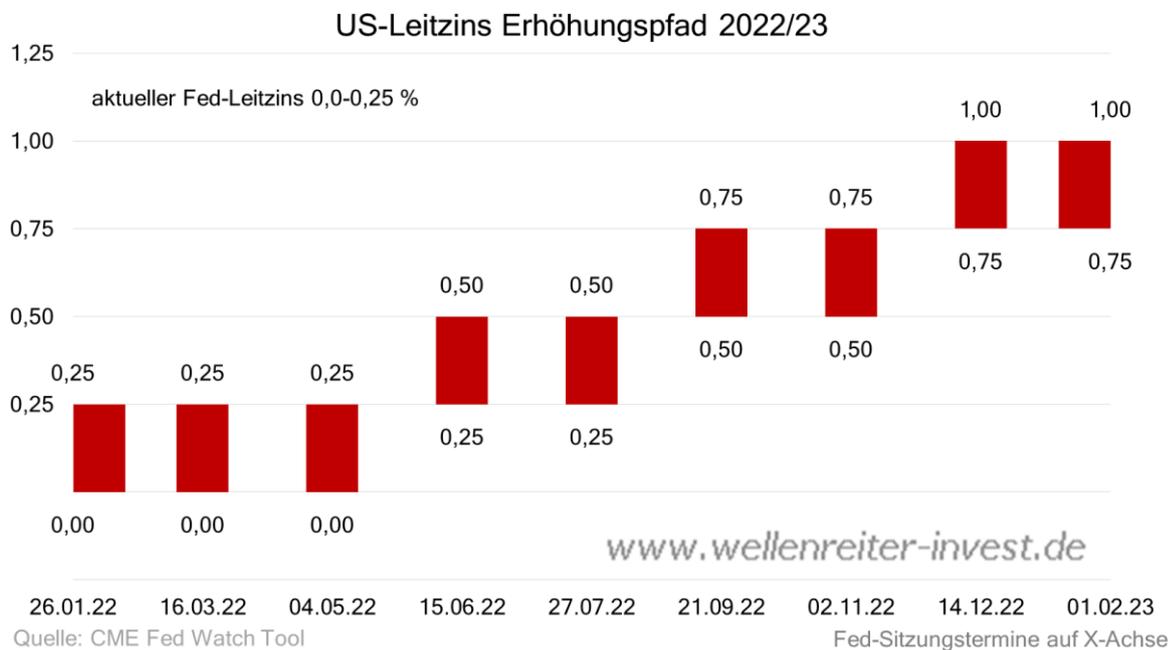


Abb. 2.3: US-Leitzinserhöhungspfad 2022/23

Tapering- und Leitzinserhöhungszyklen bedeuten einen restriktiveren Zentralbankkurs. Die wirtschaftliche Entwicklung ist in derartigen Phasen meist schwächer als in geldpolitischen Phasen der Lockerung. Die Renditen am langen Ende fallen, weil sie eine schwächere konjunkturellen Phase antizipieren. Der folgende Chart zeigt diesen Zusammenhang.

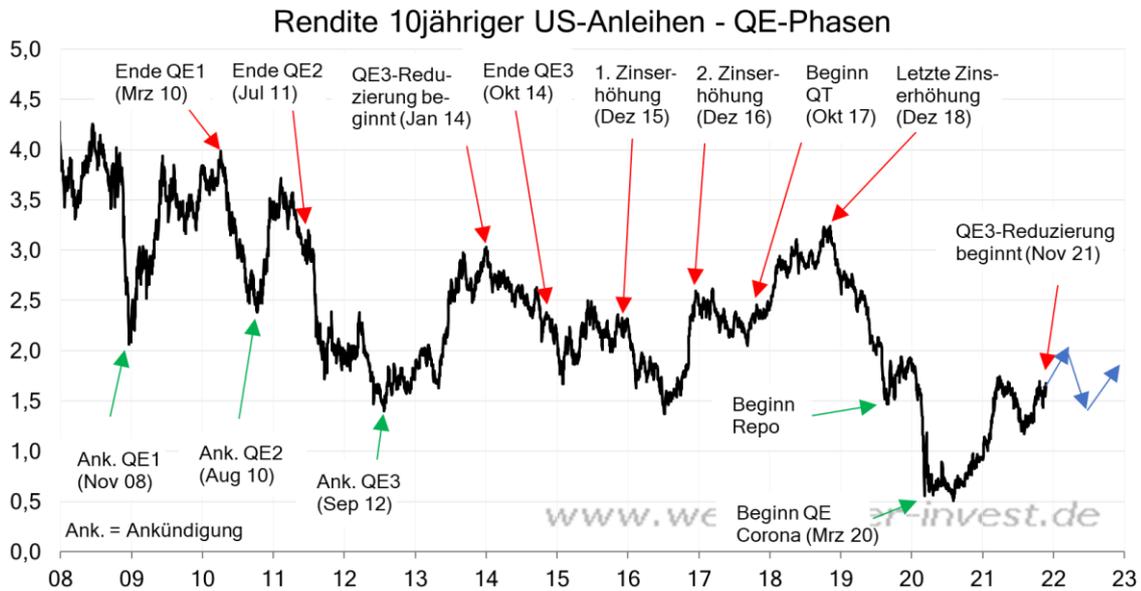


Abb. 2.4: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen QE-Phasen

Dies bedeutet für das Jahr 2022, dass die Zinsen am langen Ende eher fallen als steigen dürften. In Kombination mit steigenden Zinsen am kurzen Ende greift das Phänomen der „bearischen Abflachung“. Eine bearische Abflachung bedeutet, dass die Zinsen am langen Ende fallen, während die gleichzeitig am kurzen Ende steigen.

Die ersten und zweiten Zinsschritte, die in den Jahren 2004 bis 2007 sowie von Dezember 2015 bis Dezember 2018 erfolgten, ließen die Renditen am langen Ende kalt.

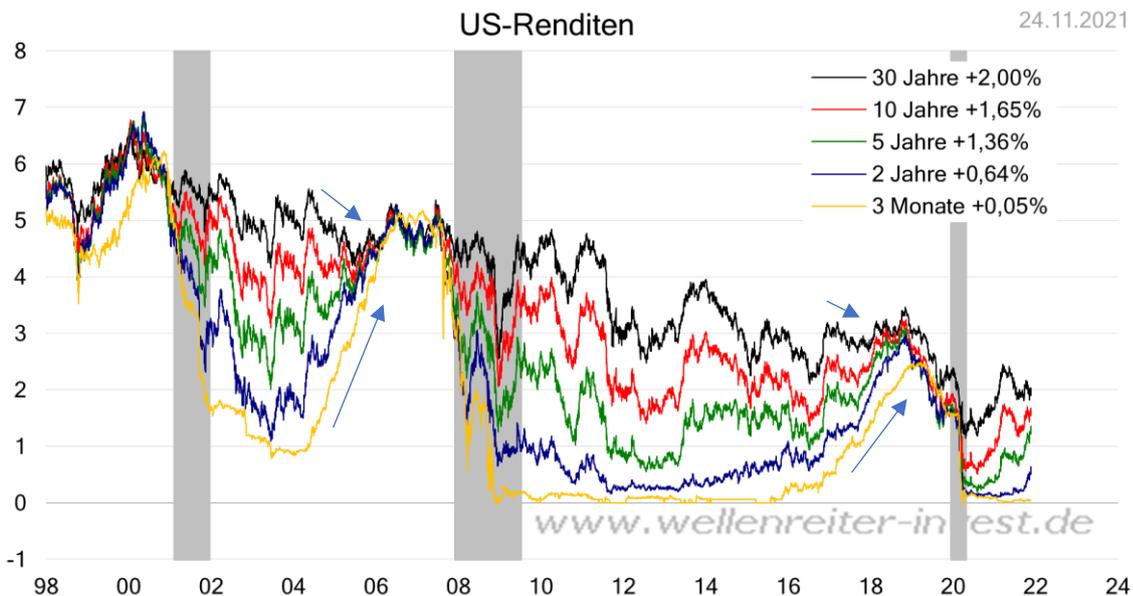


Abb. 2.5: US-Renditen

Wir gehen davon aus, dass die Märkte ähnlich reagieren werden, sollte die Fed im Jahr 2022 die ersten Leitzinserhöhungen durchführen.

Die Europäische Zentralbank läuft den Zinszyklen der Fed hinterher.

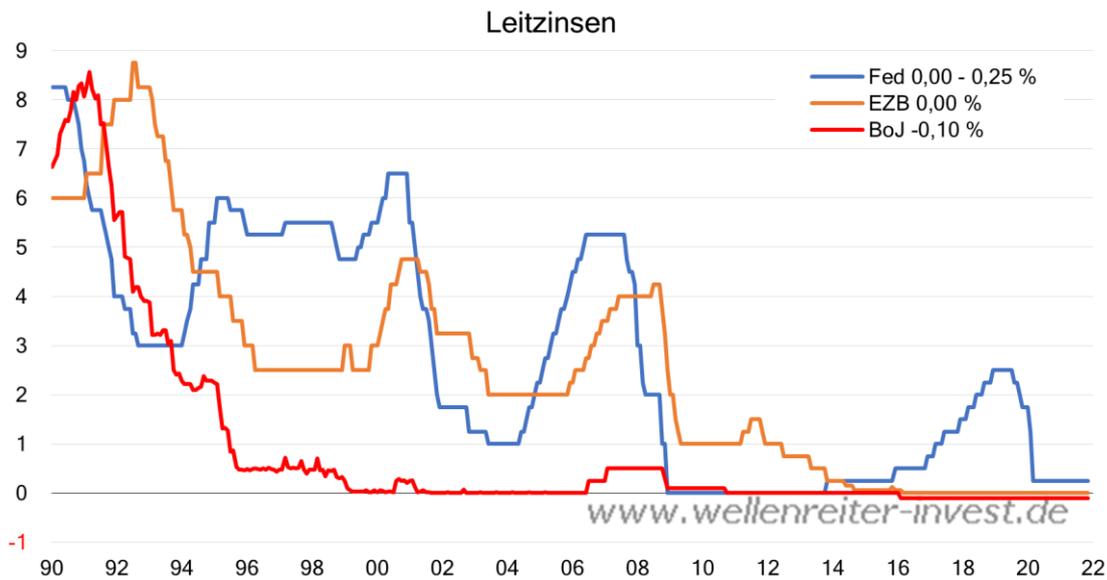


Abb. 2.6: Leitzinsen Fed, EZB, BoJ

Ausnahmsweise hatte die EZB es im März 2011 unter Präsident Claude Trichet gewagt, einen Zinserhöhungszyklus einzuleiten, obwohl die Fed nicht mitging. In der Folge kam es zu einer Beinahe-Zerstörung des Euro sowie einer Rezession in Europa, während die USA von einem wirtschaftlichen Abschwung verschont blieben. Die EZB dürfte nicht erpicht darauf sein, einen solchen Fehler erneut begehen zu wollen.

Andererseits sieht die Forward-Kurve der Euribor-Futures einen Anstieg des Einlagesatzes (Einlagefazilität) von aktuell -0,50 Prozent um 20 Basispunkte in den Bereich von -0,30 Prozent bis Ende des Jahres 2022 vor.

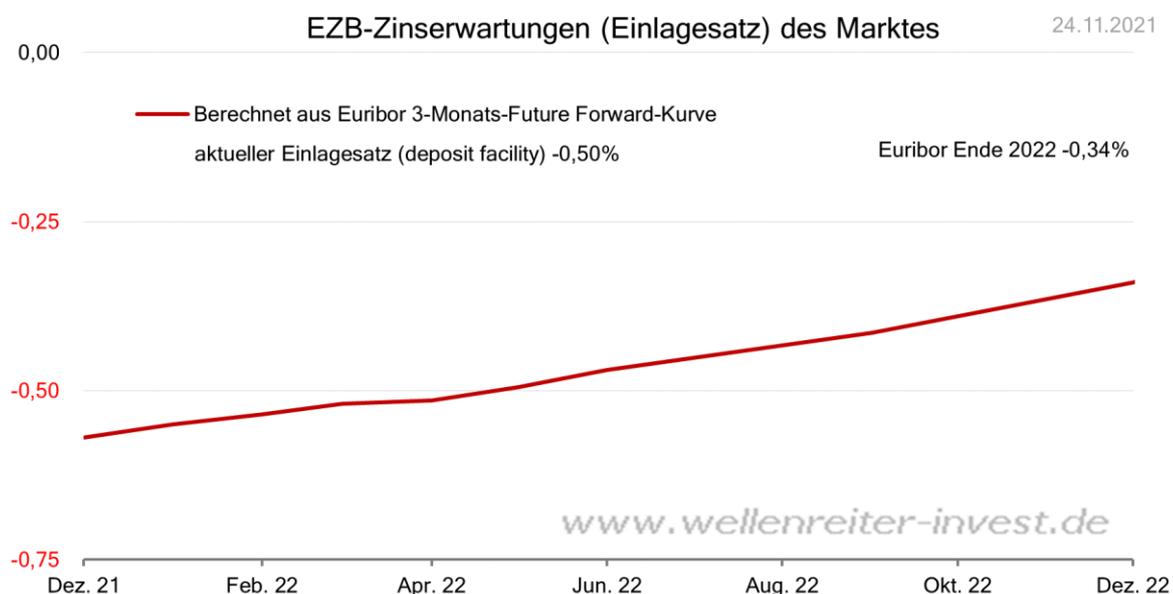


Abb. 2.7: EZB-Zinserwartungen

Die Europäische Zentralbank legte zusätzlich zu ihrem seit dem Jahr 2015 laufenden Asset Purchase Programme (APP) im März 2020 ein Notfall-Programm namens PEPP auf. Die EZB hat angekündigt, das PEPP-Programm Ende März 2022 zu beenden, aber dafür das APP übergangsweise zu verdoppeln. Der mögliche Verlauf für das 2022 befindet sich rechts im Chart. Ab April dürften jeweils monatliche Käufe von 40 Mrd. Euro stattfinden. Dies entspricht einer Halbierung gegenüber dem Herbst 2021.

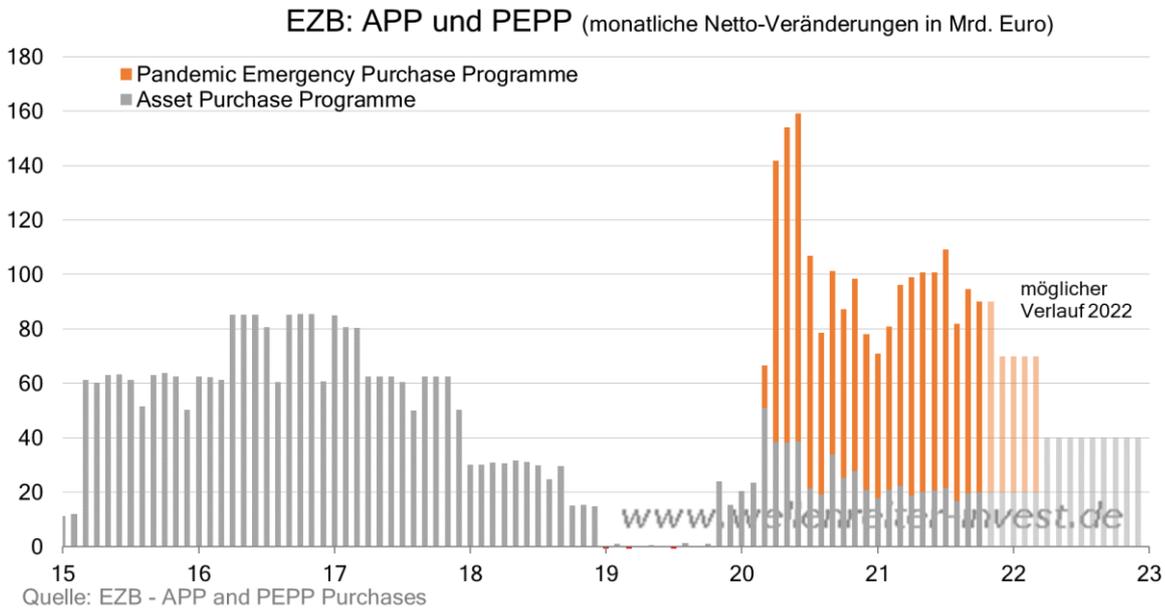


Abb. 2.8: EZB APP und PEPP

Kumuliert würde sich das folgende Bild ergeben.

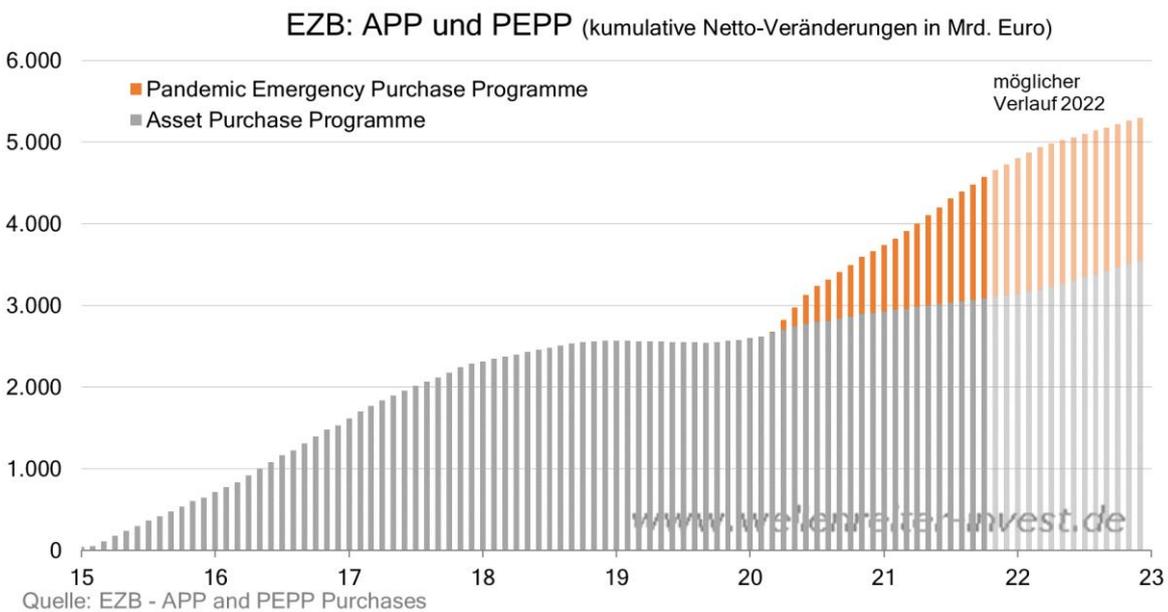


Abb. 2.9: EZB APP und PEPP kumuliert

Damit würde die Netto-Neuverschuldung der Euroraum-Staaten auch im Jahr 2022 weitgehend absorbiert werden.

Als zusätzliche Maßnahme führte die EZB die gezielte Unterstützung der Banken mit Hilfe von langfristigen Krediten namens TLTRO-III (Targeted Long Term Refinancing Operations) durch. Die letzten TLTRO-III-Kredite werden am 16.12.2021 vergeben. Insgesamt wurden 10 Termine – einer pro Quartal - durchgeführt. Freiwillige Rückzahlungen für die ersten sieben Geschäfte sind seit September 2021 möglich, für die letzten drei Geschäfte gilt dies ab Juni 2022. Die Laufzeit des letzten Geschäfts endet am 16.12.2024.

Die Banken erhalten Kredite mit einem Zinssatz von -1% (50 Basispunkte unterhalb des Einlagenzinssatzes) bei der EZB und können diese verwenden, um wiederum der Wirtschaft günstige Kredite anzubieten. Verständlicherweise hat sich dieses Programm für die Banken als erfolgreich erwiesen. Die mit Abstand größte Summe (über 600 Mrd. Euro) wurde im Rahmen von TLTRO-III.4 am 24.06.2020 vergeben.

Es könnte eine Situation eintreten, in der die Banken alle Kredite bis Juni 2022 vorzeitig zurückzahlen wollen. Die EZB-Bilanzsumme - aktuell bei 8,2 Bio. Euro – würde um 2,1 Bio. Euro schrumpfen, würden alle TLTRO-Kredite zu diesem Zeitpunkt zurückgezahlt werden. Die EZB wird aufpassen müssen, weil sonst abrupten Liquiditätssenkungen in ihrer Bilanz entstehen, die die Märkte verunsichern könnten. Sie wird mit den Banken reden müssen. Sie dürfte die Banken bitten, die Kredite bis zum Ende zu nutzen. Die Überzeugungsarbeit dürfte bei einem Zinssatz von -1% nicht schwerfallen. Erste verpflichtende Rückzahlungen erfolgen im September und Dezember 2022. Der Großteil der verpflichtenden Rückzahlungen und des Volumens wird erst im Jahr 2023 fällig. Die Liquiditätssituation wird sich ab September 2022 zu Negativen entwickeln.

Die Bank of Japan hat im Jahr 2021 die Höhe ihres Kaufprogramms verringert. Im Zeitraum Januar bis September erhöhte sich die Yen-Bilanzsumme lediglich um insgesamt 3 Prozent. Es ist der geringste Anstieg seit dem Jahr 2011. Die BoJ deckelt den zehnjährigen Marktzins erfolgreich im Bereich um 0,10 Prozent. Der Leitzins liegt bei -0,10 Prozent.

## Zinsstruktur Japan (Rendite in %)

24.11.2021

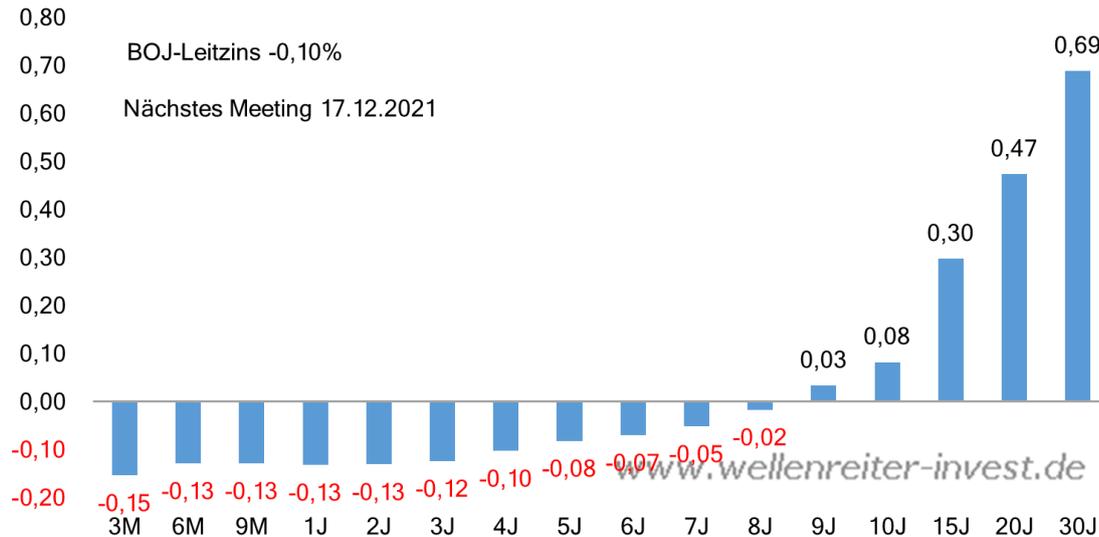


Abb. 2.10: Zinssatz Japan (Rendite in Prozent)

In Japan war die Inflation im Jahr 2021 kein Thema. Die Bank of Japan dürfte deshalb kaum über eine Leitzinserhöhung nachdenken, könnte aber das Momentum der Anleihenkäufe auf dem geringeren Niveau belassen. Gegen eine Leitzinserhöhung spricht auch die nur geringe steigende Inflationsrate in China, was wiederum mit den wirtschaftlichen Schwierigkeiten des größten Players in der Region zusammenhängt.

Angesichts der hohen Inflationsraten, der boomenden US-Wirtschaft und der stark fallenden Arbeitslosenzahlen befindet sich die Fed hinter der Kurve. Noch im August 2021 wurde eine US-Leitzinserhöhung erst am Jahresende 2022 erwartet. Danach rutschte sie ein halbes Jahr nach vorn. Wir nehmen nicht an, dass eventuell aufkommende Konjunkturängste stark genug sein werden, um die für Mitte 2022 angenommene US-Leitzinserhöhung zu verschieben. An den Aktienmärkten müsste dafür einiges schief laufen, beispielsweise ein Minus von 20% im S&P 500.

Im Falle einer wirtschaftlichen Abschwächung würde die EZB wahrscheinlich das PEPP dennoch auslaufen lassen, aber das APP-Programm weiter erhöhen und auch neue TLTRO-Kredite für die Banken auflegen. Eine bis zum Jahr 2024 anhaltenden Inflationsrate oberhalb von 3 Prozent mit negativen Realzinsen würde den staatlichen Schuldenbau begünstigen, während Verbraucher-Guthaben real noch stärker belastet werden würden. Wir nehmen an, dass die EZB weiter expansiv bleiben wird, wenn auch in einem geringeren Maße als vorher. Die EZB muss zudem aufpassen, dass ihr im Hinblick auf die Rückzahlung der TLTRO III-Kredite kein Missgeschick passiert.

## 2.2. Anleihen langes Ende

### USA

Mehr als 200 Jahre lang bewegte sich die Rendite 10jähriger US-Anleihen mit einem 30jährigen Zyklus. Sie fiel 30 Jahre, dann stieg sie 30 Jahre. Nur einmal – Ende der 1890er Jahre – wurde ein Tief nochmals leicht unterboten. Dieser Chart zeigt Jahresendkurse. Ende 2020 notierte die 10jährige US-Rendite bei 0,92%. Dies ist keine leichte Unterschreitung wie Ende der 1890er-Jahre. Eine 10jährige Rendite mit einer Null vor dem Komma wie Ende 2020 ist historisch bisher einmalig.

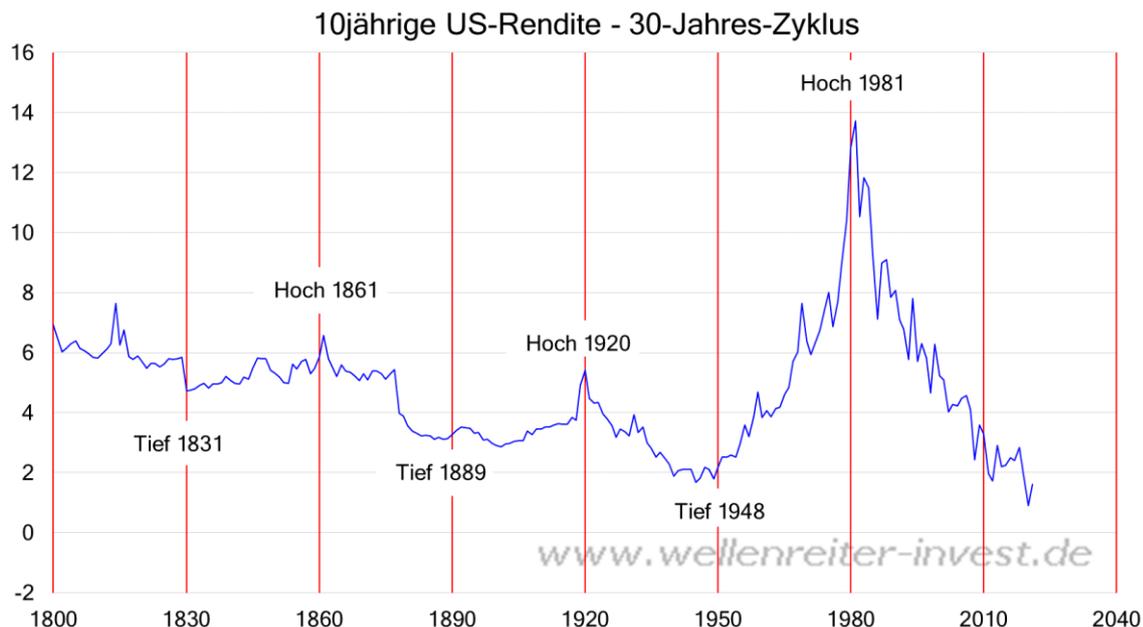


Abb. 2.11: 30-Jahres-Zyklus Rendite

Der 30-Jahres-Zyklus existiert für die aktuelle Periode nicht mehr. Aber es sieht danach aus, als ob sich eine Rendite unter einem Prozent im Jahr 2021 nicht wiederholt. Angesichts einer hohen Inflationsrate, eines in den USA kräftigen Wirtschaftswachstums und der größten geldpolitischen Unterstützung, die es je gab, ist der aktuelle Wert von 1,60% nicht nachvollziehbar. Vor dem Hintergrund eines einsetzenden Stimulus-Entzuges rechnen wir damit, dass sich die Renditen am langen Ende zum Sommer 2022 hin abschwächen.

Während das kurze Ende dem Einfluss der Notenbanken unterliegt, reflektiert das lange Ende (10- und 30-jährige Rendite) die Wirtschaftserwartungen. Eine bearische Abflachung – wie sie derzeit geschieht - bedeutet fallende Anleiherenditen am langen und steigende Anleiherenditen am kurzen Ende. Der folgende Chart zeigt den Fall der US-Renditen am langen Ende und den Anstieg am kurzen Ende. Der Anstieg am kurzen Ende beschleunigt sich zuletzt.

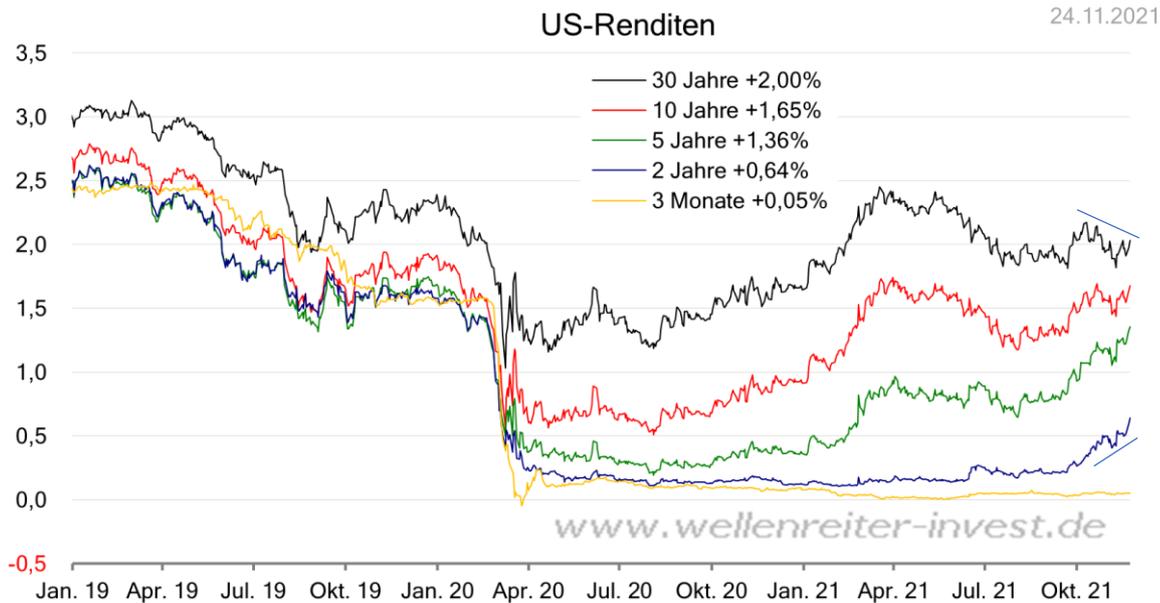


Abb. 2.12: US-Renditen

Die Marke von 2,50% bedeutet einen wichtigen langfristigen Widerstand für die Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen. Der Umstand, dass sich unterhalb der Linie bereits ein niedrigerer Hochpunkt ausgebildet hat, spricht eher für eine Fortsetzung des Abwärtstrends als für eine Umkehr.

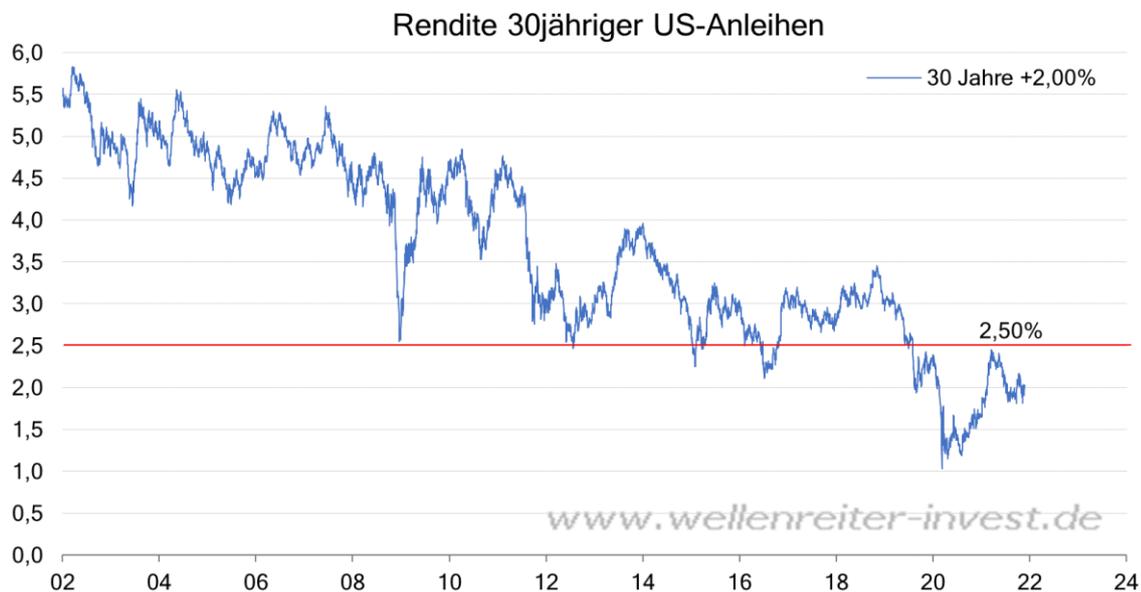


Abb. 2.13: Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen

Die Spekulation auf steigende 30jährige Renditen fällt seit dem Jahr 2021. Anleihen handeln invers zu ihrer Rendite. Deshalb erscheint die linke Skala in umgedrehter Reihenfolge (Negativwerte oben). Der Markt nimmt an, dass sich die Renditen vorerst nicht erholen werden.

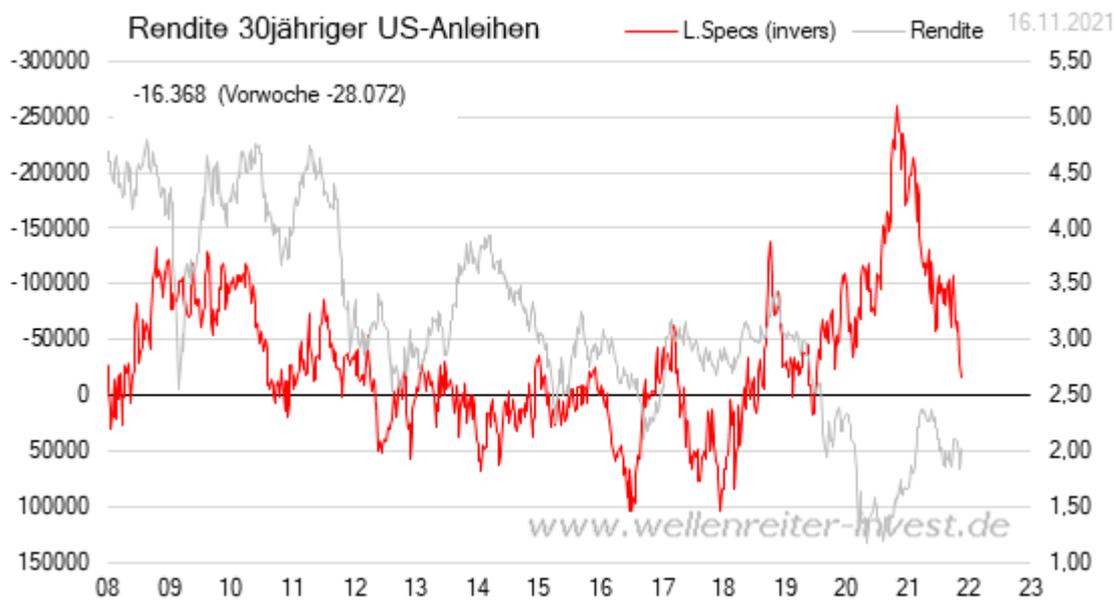


Abb. 2.14: Netto-Positionierung der Großspekulanten Rendite 30jähriger US-Anleihen

Eine Veränderung in den Plusbereich erscheint möglich und würde weiter sinkende Renditen signalisieren.

Die Rendite 10jähriger US-Anleihen scheiterte an der Marke von 1,70%. Auch sie könnte ein niedrigeres Hoch ausbilden. Darüber hinaus wäre die Marke von 2,10% ein wichtiger Widerstand.



Abb. 2.15: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen

Im Gegensatz zu den 30jährigen Renditen zieht die Spekulation bei der 10jährigen Rendite wieder an. Dieser Markt reagiert auf die höhere als erwartet ausgefallene US-Inflationsrate und auf die hohe Breakeven-Inflation.

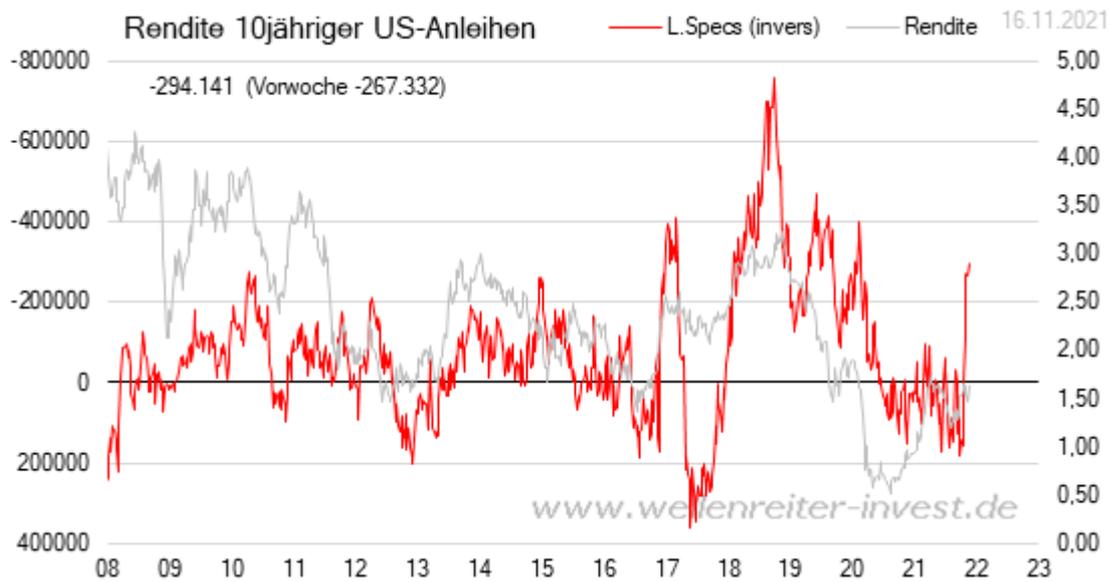


Abb. 2.16: Netto-Positionierung der Großspekulanten Rendite 10jähriger US-Anleihen

Die 10jährige Rendite kann jedoch nicht an der 30jährigen vorbei. Fällt die 30jährige, bleibt die 10jährige gedeckelt.

Eine Erholung der US-Nebenwerte steht noch mehr als diejenige des S&P 500 für ein Wachstumsanstieg der US-Wirtschaft. Deshalb ist die Ratio des Russell 2000 Index zum S&P 500 und diese im Vergleich zur 10jährigen US-Rendite interessant.

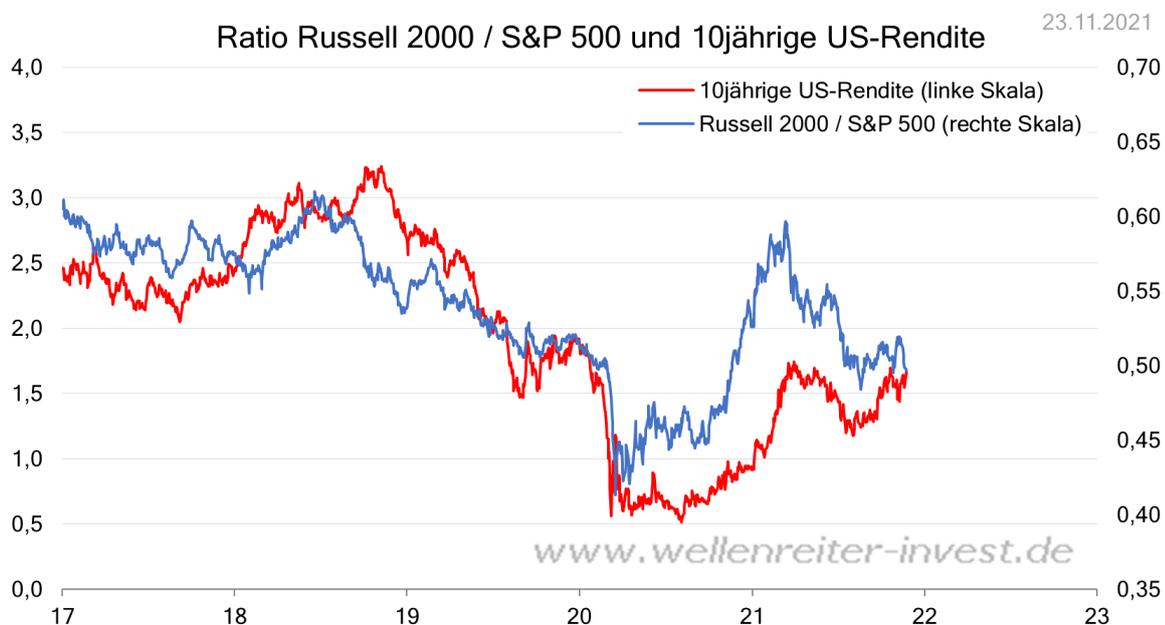


Abb. 2.17: Russell 2000/S&P 500 und 10jährige US-Rendite

Würde sich die Ratio weiter erholen, würden die Renditen steigen. Wir sehen eher eine nur geringfügige Erholung der Ratio. Würde sich ihren Abwärtstrend erneut aufnehmen, würde dies fallende US-Renditen begünstigen.

Die Erholung der US-Renditen seit dem Tief im Jahr 2020 war angesichts der hohen Stimulierung, des Wachstums und der Inflation mager. Die dreißigjährige Rendite hat bei 2,50 Prozent einen starken Widerstand, die zehnjährige bei 2,10 Prozent. Diese Marke dürften den Renditeanstieg im Jahr 2022 nach oben begrenzen. Wir rechnen damit, dass die Renditen am langen Ende im Verlauf des ersten Quartal 2022 zu fallen beginnen. Unter diesen Umständen wird die Fed die Einführung einer Zinsstrukturkontrolle wie in den 1940er Jahren nicht erwägen. Im Laufe des Sommers könnte die 10jährige US-Rendite die Marke von 1,20% testen, die 30jährige Rendite den Bereich von 1,50%.

### Europa

Die europäischen Renditen orientieren sich am Trend der US-Anleihen. Innerhalb Europas haben sich die 10jährigen Renditen seit 2018 synchron entwickelt. Das gemeinsame Aufbäumen ab dem April 2020 erscheint im großen Bild klein. Der Zinsanstieg war marginal.

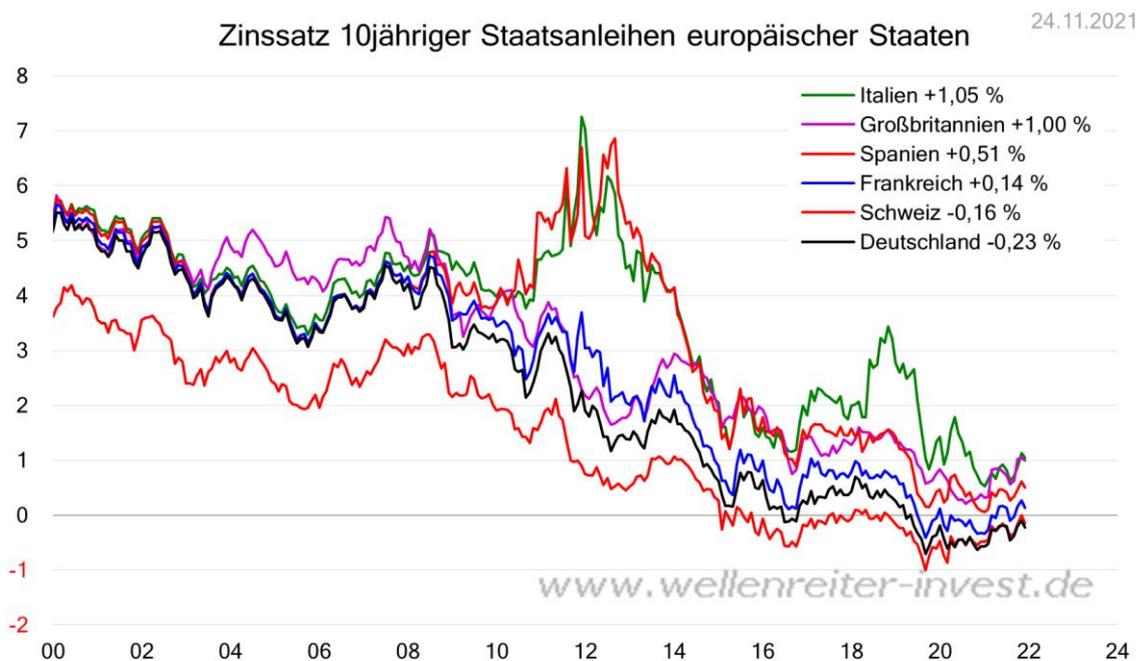


Abb. 2.18: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten

Die EZB schafft es aktuell, die Renditen nahe beieinander zu halten. Gelegentliche Spreadausweitungen der italienischen Rendite wurden pariert. Die französische Präsidentschaftswahl findet am 12. und 19. Juni 2022 statt. Ein Euro-Austritt wird bisher - im Gegensatz zu 2017 - im Wahlkampf wenig thematisiert. Im Frühjahr 2023 wählen Italien und Griechenland ein neues Parlament. Dann könnte es unruhiger zugehen. Im Herbst 2023 wird in Polen gewählt. Dort dürfte sich das Thema Europäische Union ebenfalls zuspitzen. Insgesamt jedoch erscheint die EU nach dem Brexit gefestigt. Es laufen zwar Verfassungsklagen gegen das Pandemie-Kaufprogramm (PEPP) der EZB. Aber da dieses voraussichtlich im März 2022 beendet sein wird und somit als zeitlich

begrenzt, zielgerichtetes Pandemieprogramm durchgehen kann, dürften die Karlsruher Richter wenig Ansatzpunkte finden. Es könnte noch ein bis zwei Jahre dauern, bis hier ein Urteil fällt. Die mediale Berichterstattung wird spätestens im Frühjahr auch wieder andere Themen als Covid-19 beleuchten. Sollte die EZB im Jahr 2022 erkennen lassen, dass sie den Zinssatz anheben möchte, wird eine Zinsbewegung am langen Ende einsetzen. Ein solche Bewegung könnte temporär unabhängig von der Zinsbewegung in den USA stattfinden. Ein solcher Schritt würde dann den Euro/Dollar stärken.

Außer den 10jährigen griechischen und italienischen Staatsanleihen notieren alle Krisenanleihen der Jahre 2012/13 unter 1 Prozent.

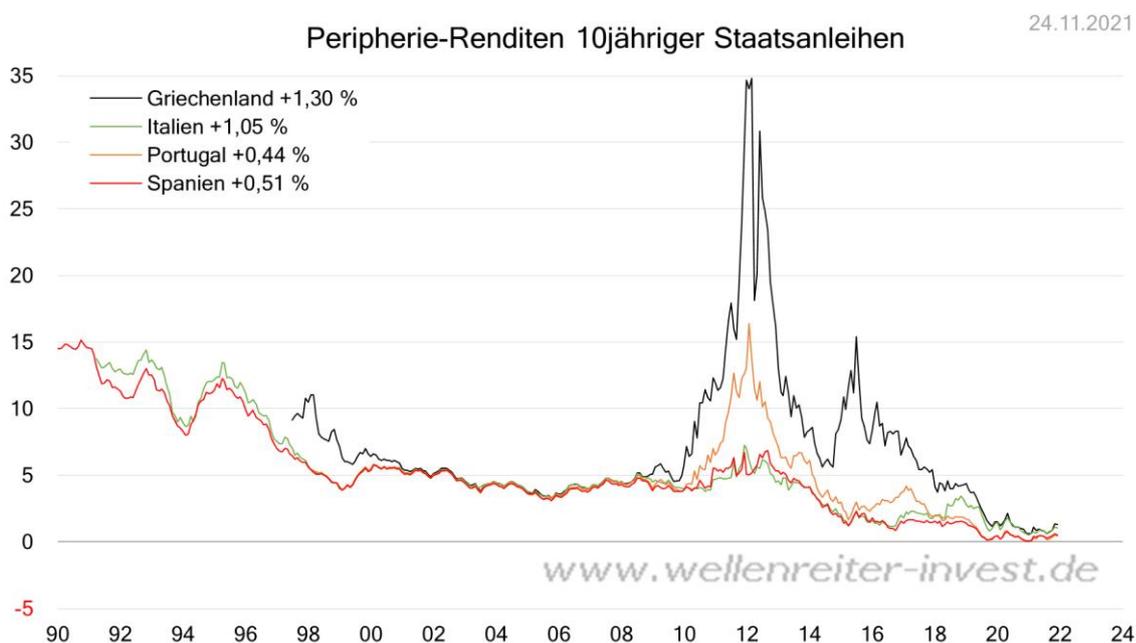


Abb. 2.19: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen Griechenland, Italien, Portugal, Spanien

Die EZB erwarb in den Jahren 2020 und 2021 100 Prozent des Nettoangebots an Staatsanleihen der Eurozone erworben. Dieses Bild wird sich auch im Jahr 2022 kaum verändern. Die EZB wird weiterhin versuchen, als „Lender of Last Resort“ für Vertrauen bei den Investoren zu sorgen. Die Euroraum-Staatsanleihe wird immer stärker als Benchmark genutzt. „Der Dekade der Divergenz könnte die Dekade der Konvergenz folgen“, so schrieben wir in unserem vergangenen Jahresausblick. Diese Konvergenz dominiert weiterhin deutlich. Den Euro wird die EZB im Blick behalten. Ein fallender Euro ist positiv für den Export, importiert allerdings Inflation. Wir nehmen an, dass die EZB dann mindestens verbal einschreiten wird, wenn der Euro in den Bereich von 1,05 fällt. Sie könnte auch die Geldpolitik verschärfen. Eine hohe importierte Inflation verstärkt durch einen schwachen Euro nahe der Parität würde die EZB nicht tolerieren.

## Asien/Emerging Markets

Die brasilianische Zentralbank begegnet der hohen Inflation mit rigorosen Leitzinserhöhungen, auch um die eigene Währung zu schützen. Die bereits eingetretene Zinsinversion bedeutet, dass im Jahr 2022 eine Rezession in Brasilien wahrscheinlich ist. Auffällig ist das wenig volatile Verhalten der chinesischen 10jährigen Rendite im Vergleich zu den Renditen von Ländern wie der Türkei, Südafrika oder Brasilien.

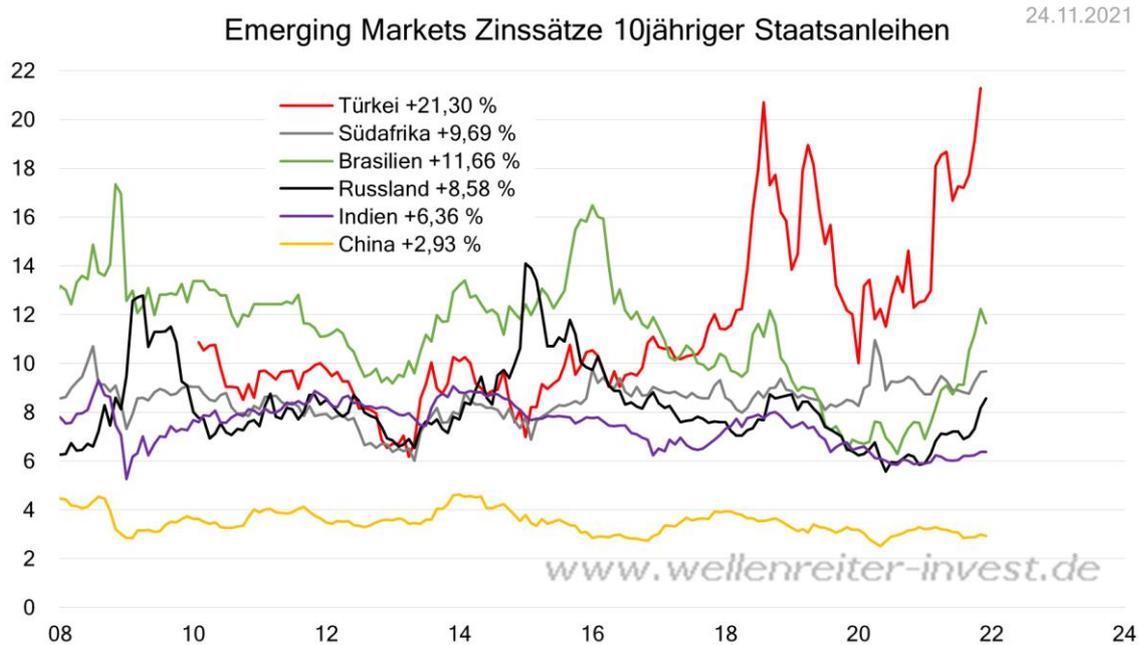


Abb. 2.20: Renditen Asien/Schwelmländer

China schlägt sich auf die Seite der entwickelten Länder, weil auch die chinesische Rendite eine längerfristige Abwärtsbewegung vollzieht. Die 4-Prozent-Marke wurde zuletzt im Jahr 2018 erreicht. Die chinesische Regierung dürfte im Jahr 2022 den Spagat weiterführen, die Großunternehmen zu einem Deleveraging zu bewegen, ohne die eigene Wirtschaft zu sehr in Mitleidenschaft zu ziehen. Dies ist ein Kampf, der auch mal an den Rand eines Abgrunds führt, zwischenzeitliche Ausrutscher nicht ausgeschlossen.

Nahezu alle Länder haben sich aufgrund der hohen Ansteckungsgefahr durch die Delta-Variante von der Null-Covid-Strategie verabschieden müssen. Die chinesischen Impfstoffe verlieren ihre Wirkung schneller als die mRNA-Impfstoffe. Covid-19 wird für China im Jahr 2022 zu einer besonderen Herausforderung werden. Hingegen dürfte Indien die Marke von nahezu 100% der Covid-19-Antikörpersättigung bereits erreicht haben.

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

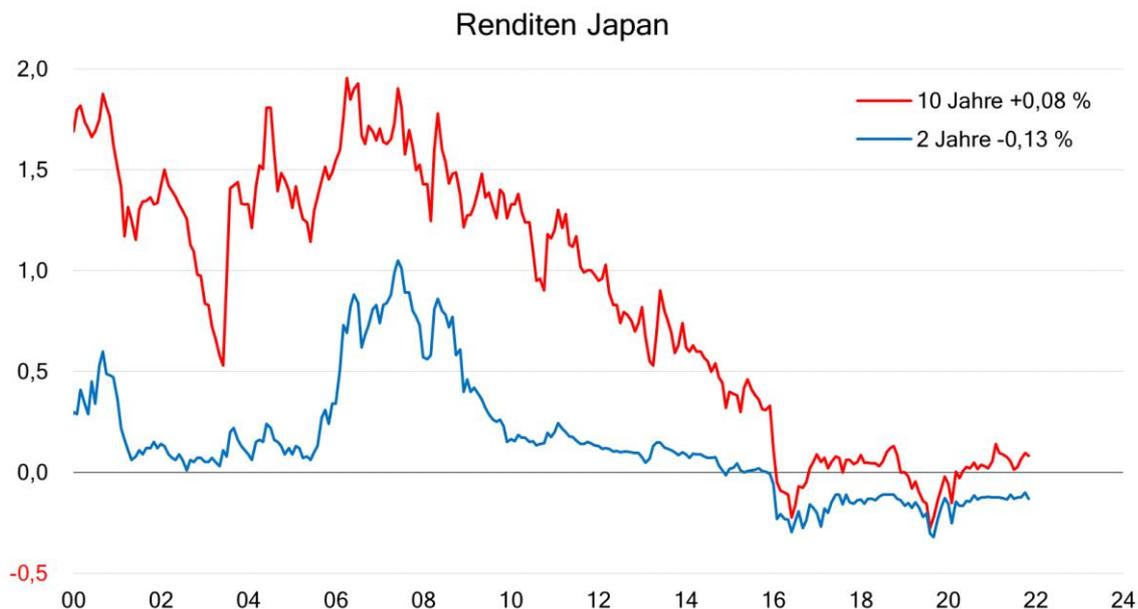


Abb. 2.21: Renditen Japan

Wenn in einem Umfeld von Inflationsraten von 5 oder 6 Prozent nicht die Renditen in den USA und in Europa dennoch niedrig bleiben und die Zentralbanken selbst durch ein solches Umfeld kaum zu bewegen sind, die Zinspolitik expansiver zu gestalten, dann bleibt der Weg Europas und der USA Richtung Japan vorgezeichnet. Europa als „Musterschüler“ übererfüllt den japanischen Weg bereits.

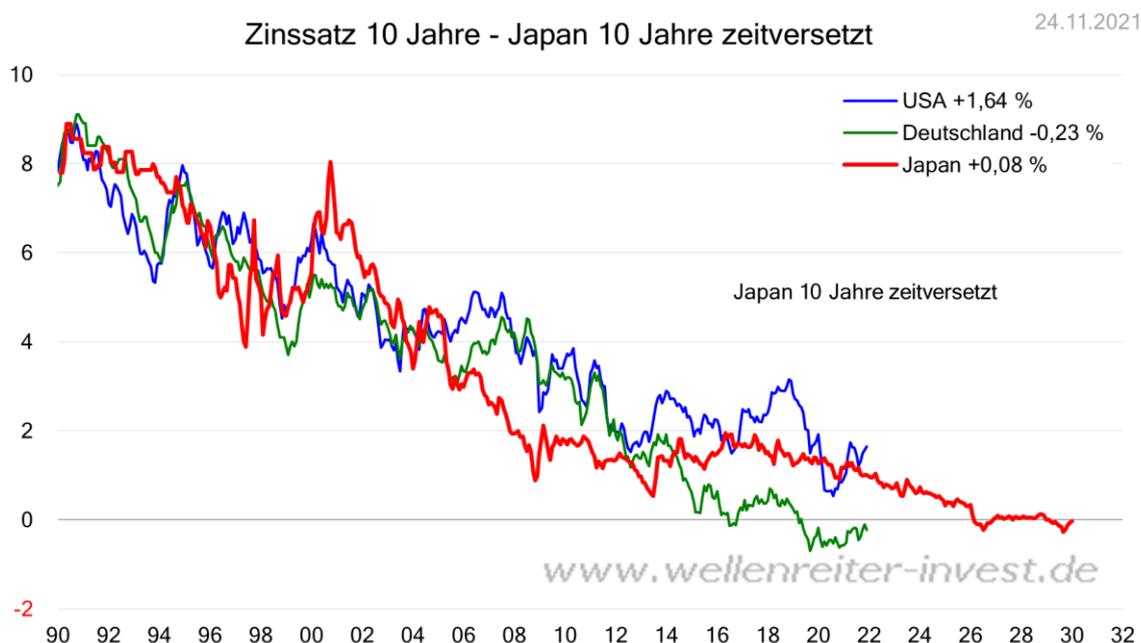


Abb. 2.22: Japan 10 Jahre zeitversetzt

Pensionsfonds, Versicherungen und Sparer lamentieren, die Staaten profitieren im Hinblick auf den Schuldenabbau.

Wenn die Renditen bei 6 Prozent Inflation, hohem Wirtschaftswachstum und der größten geldpolitischen Stimulierung aller Zeiten nicht anspringen, wann sollten sie es dann tun? Historisch bezeichnen Zeitpunkte, an denen sich die Inflation wieder etwas beruhigt und die Fed restriktiver wird, einen Renditehochpunkt. Ein Hochpunkt in der Rendite sollte im Vorfeld der ersten Zinserhöhung erzielt werden, wahrscheinlich im ersten Quartal 2022. Im Laufe des Sommers 2022 könnte die 10jährige US-Rendite die Marke von 1,20% testen, die 30jährige Rendite den Bereich von 1,50%. Anschließend sollte die Rendite in einem Risk-on-Prozess und im Hinblick auf steigende Leitzinsen in den USA erneut zulegen. Netto wären die Veränderungen aufs Jahr gesehen unerheblich.

### 3. Der Währungsmarkt

#### 3.1 US-Dollar-Index

Der US-Dollar wird als sicherer Hafen betrachtet. Dies zeigt sein Verhalten im Konjunkturzyklus: In einer Rezession steigt er, ausgangs einer Rezession pflegt er einen Hochpunkt zu generieren. Er lässt dann expansiven Kräften – und damit anderen Währungen – den Vortritt. Im Vorfeld einer nächsten Rezession oder eines schwierigeren konjunkturellen Umfeldes beginnt ein erneuter Anstieg.

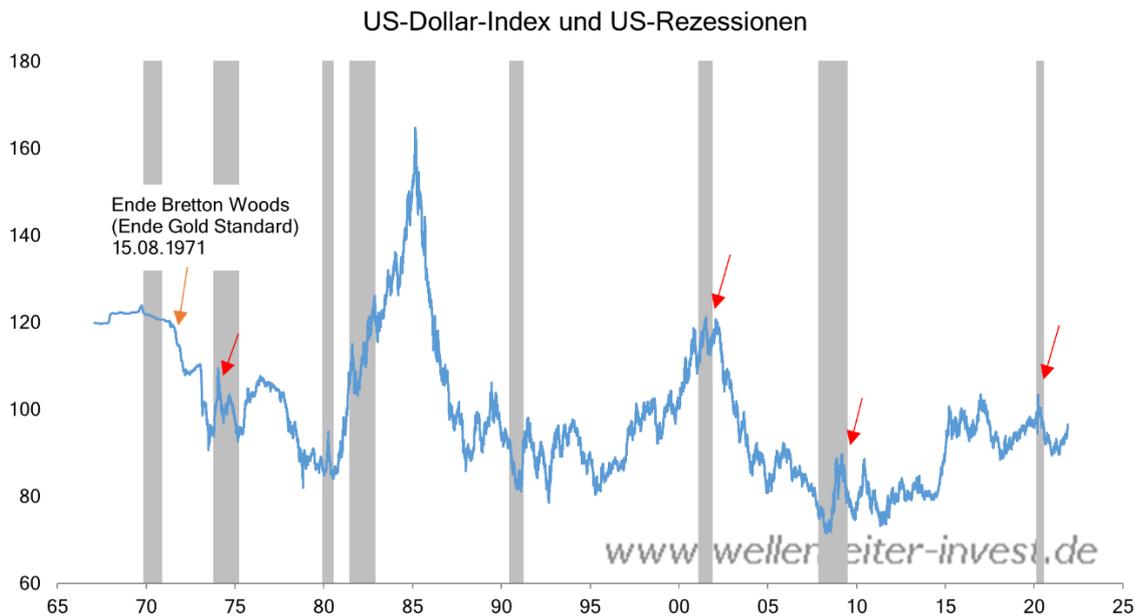


Abb. 3.1: US-Dollar-Index seit 1980

Rezessionen gehen häufig mit fallenden Inflationsraten, Nominalzinsen, fallenden Rohstoffpreisen und einem generellen Risk-off-Verhalten einher.

In Phasen einer geldpolitischen Straffung verlangsamt sich das Momentum des Konjunkturzyklus. Die Wahrscheinlichkeit eines US-Dollar-Anstiegs erhöht sich, während die Rendite am langen Ende fällt.

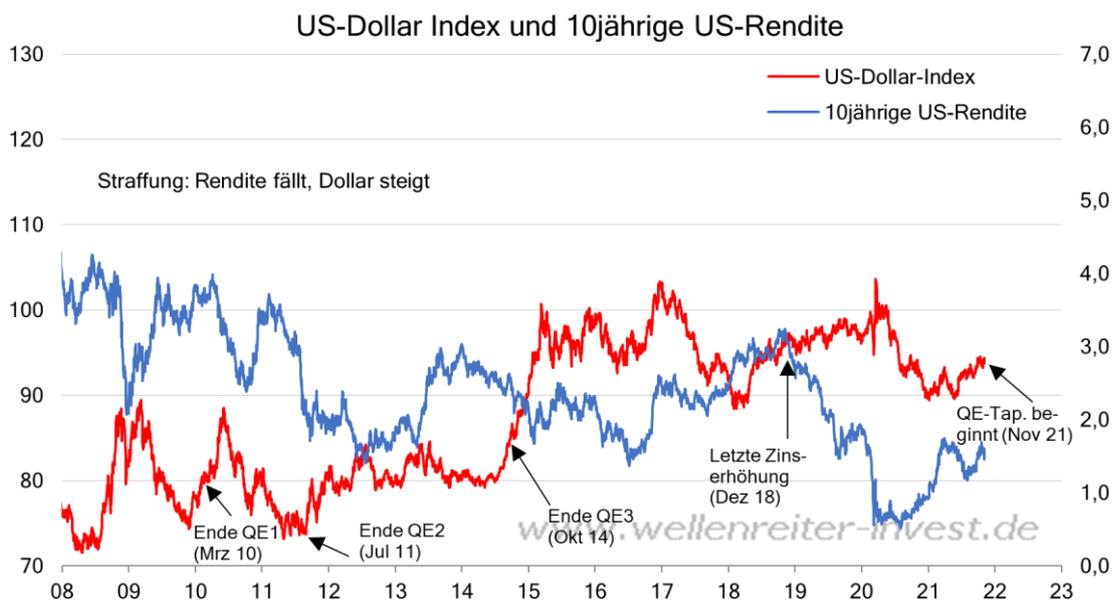


Abb. 3.2: US-Dollar-Index und QE

Kurze, scharfe Dollar-Anstiege nach dem Ende von QE-Phasen waren keine Seltenheit.

Aus Sicht der Charttechnik zeigt der US-Dollar-Index eine interessante Umkehrformation in Form eines Doppeltiefs. Der letzte wichtige Widerstand wurde überwunden. Der Weg zur 100-Punkte-Marke ist frei.

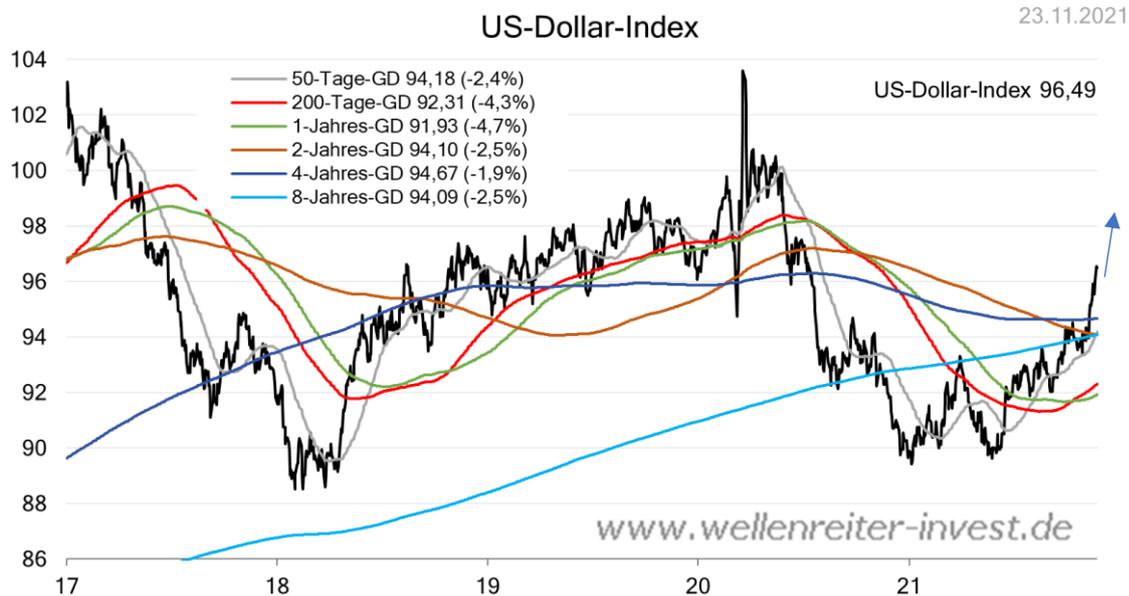


Abb. 3.3: US-Dollar-Index

Die US-Zentralbank fährt einen restriktiveren Kurs als die EZB und auch als viele asiatische Zentralbanken.

Am US-Terminmarkt signalisierte die Netto-Short-Positionierung der Großspekulantinnen von Anfang 2021 das Dollar-Tief.

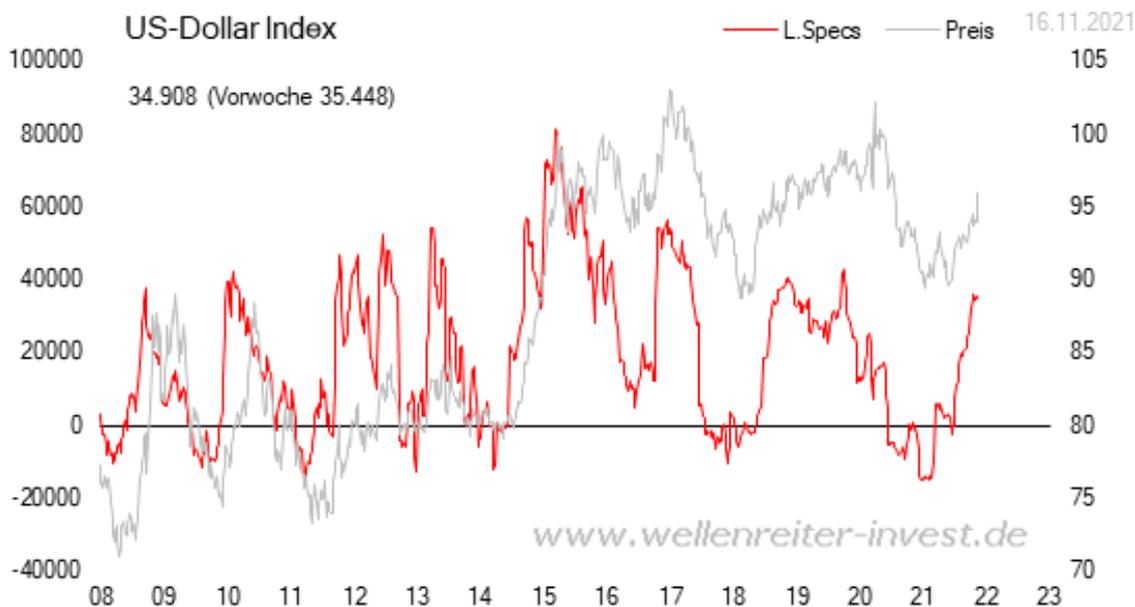


Abb. 3.4: Netto-Spekulation der Großspekulantinnen im US-Dollar-Index

Die Spekulation dürfte dann überbordend sein und den Dollaranstieg bremsen, wenn sie eine Netto-Kontraktanzahl von +60.000 bis + 80.000 erreicht hat – wie in den Jahren 2013, 2015 und 2017.

In der ersten Jahreshälfte eines Zwischenwahljahres neigt der US-Dollar-Index zu einer Seitwärtsbewegung. Eine Schwächephase ergibt sich im zweiten Halbjahr.

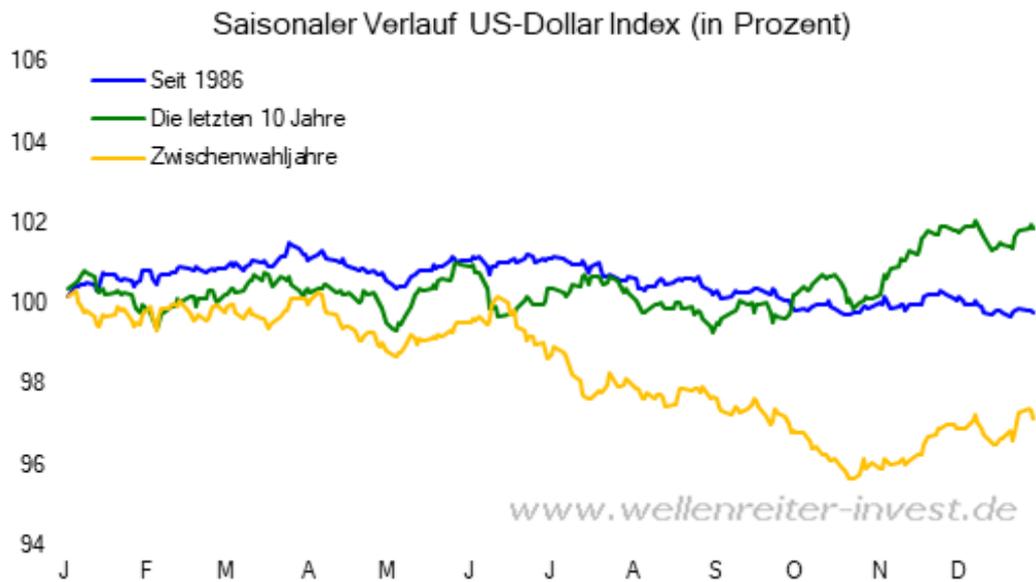


Abb. 3.5: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index

Neben dem US-Dollar-Index (orange) lässt sich der handelsgewichtete US-Dollar-Index (blau) zum Vergleich heranziehen. Die 130-Punkte-Marke wurde zweimal angelaufen, konnte aber nicht überwunden werden. Wir gehen davon aus, dass sich der handelsgewichtete Dollar erneut in Richtung der 130-Punkte-Marke bewegen wird.

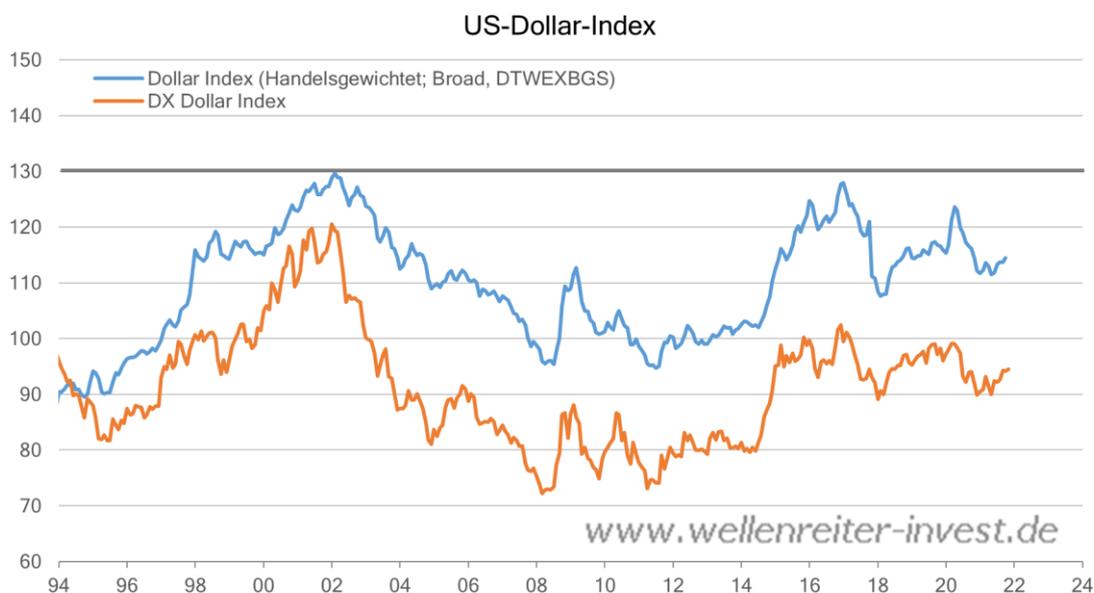


Abb. 3.6: Handelsgewichteter US-Dollar-Index versus US-Dollar-Index

Der handelsgewichtete US-Dollar-Index wird mit Hilfe eines Korbs von 28 Währungen berechnet. Die Inflation stieg mit dem im Jahr 2020 fallenden Dollar zunächst in den USA an. Mit dem jetzt steigenden Dollar dürfte sich der Inflationstrend in Europa und Asien verstärken. Teilweise ausgeglichen wird dieser Effekt dadurch, dass ein steigender Dollar üblicherweise schwächere Rohstoffpreise nach sich zieht.

### 3.2 Europa

#### **Euro/Dollar**

Europa mit seinem vergleichsweise schwachen Tech-Sektor lässt Federn und verliert im Vergleich zu den USA relativ an Wohlstand. Ausnahmen wie die Schweiz, Luxemburg oder Norwegen bestätigen die Regel.

Eine Betrachtung der Value/Growth-Ratio im Vergleich mit dem Euro/Dollar zeigt, dass ein solcher Gedanke durchaus plausibel erscheint.

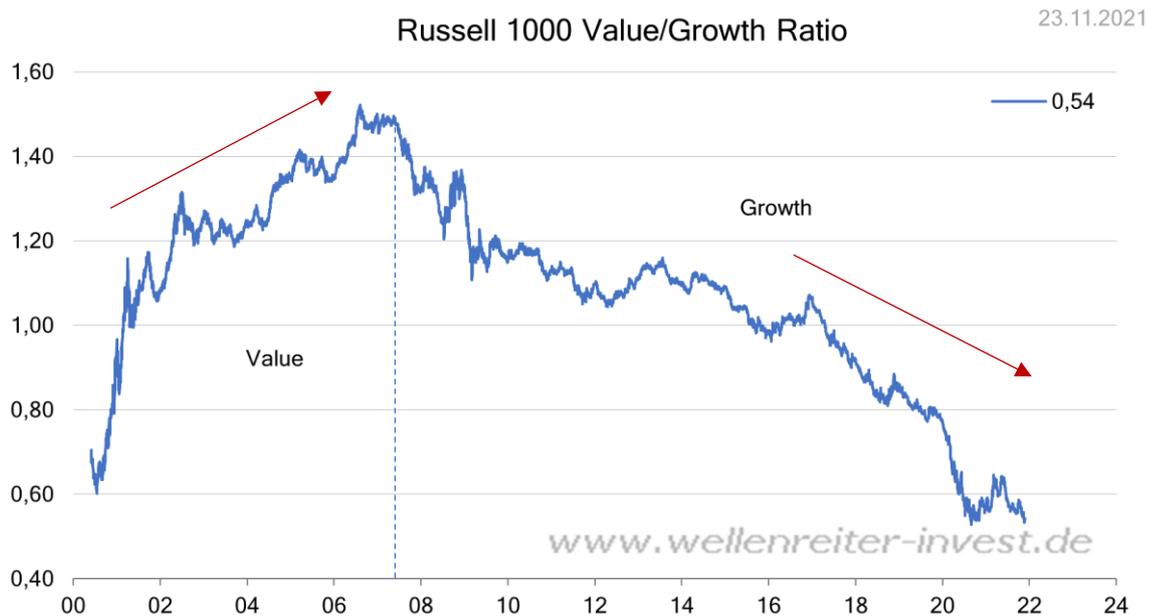


Abb. 3.7: Value/Growth Ratio

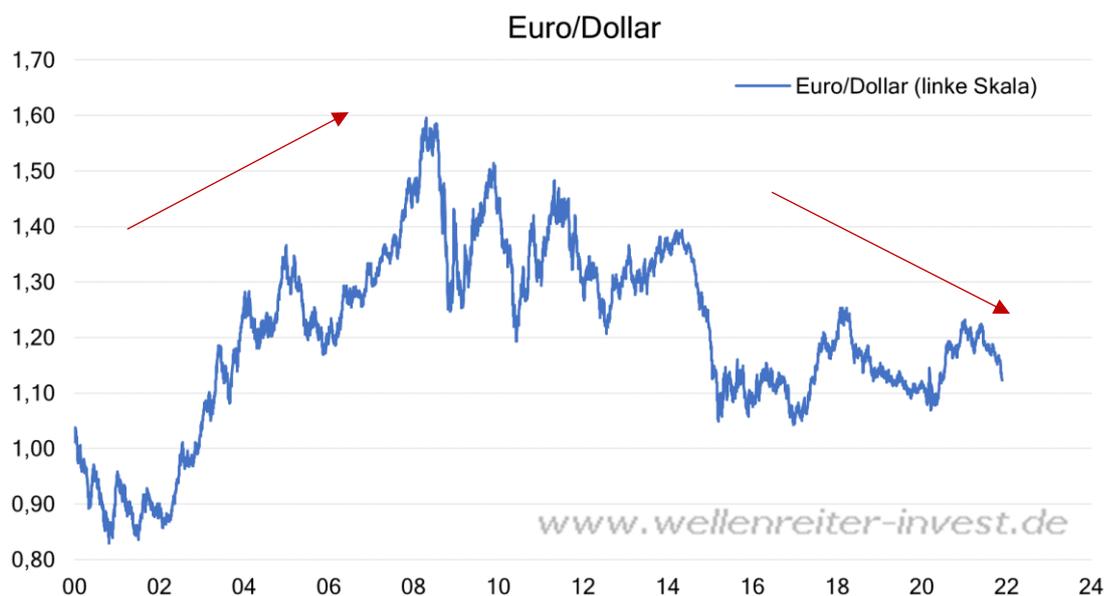


Abb. 3.8: Euro/Dollar seit 2000

Man könnte auf den Gedanken kommen, dass die Value/Growth-Ratio dem Euro/Dollar um 12 bis 24 Monate vorausläuft. Sie scheint eine weitere Schwächung des Euro zu signalisieren.

Die Realzinsdifferenz zwischen Europa und den USA ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für den Kursverlauf des Euro/Dollar. Die Realzinsdifferenz ist die Nominalzinsdifferenz unter Berücksichtigung der Inflationsraten. Der Chart zeigt eine wichtige Umkehr der Realzinsdifferenz zugunsten der USA und damit des US-Dollars.

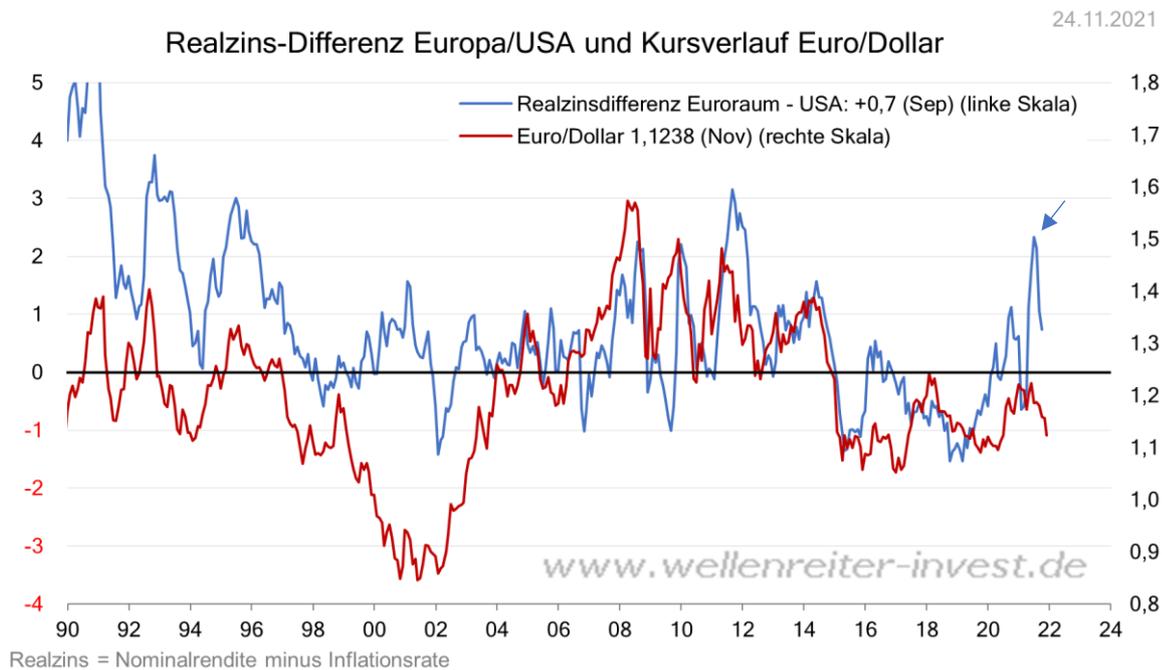


Abb. 3.9: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Die Realzinsdifferenz fällt seit Juni 2021. Im Frühjahr war die Inflationsrate in den USA stärker angestiegen als in Europa. Im Herbst stagnierte die US-Inflationsrate, während sie in Euroland stieg. Da sich die nominalen Zinsdifferenzen nur geringfügig veränderten, blieb die Inflationsrate zuletzt der größere Einflussfaktor. Die sommerliche Topbildung der Realzinsdifferenz (siehe Pfeil) wirkt sich zugunsten des US-Dollars aus.

Die Spekulation im Euro ist nahezu neutral. Würde der Euro weiter fallen, könnte es dauern, bis die Spekulation im Bereich von -150.000 bis -200.000 aufschlägt.



Abb. 3.10: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Euro/Dollar

Diese Terminmarktdaten würden einem Fall des Euro/Dollar unterstützen.

Langfristig wirken weiterhin zwei Trends. Dem seit 1985 laufenden Aufwärtstrend (rot) steht seit dem Jahr 2008 etablierter Abwärtstrendkanal (blau) gegenüber. Einer der Trends wird enden.

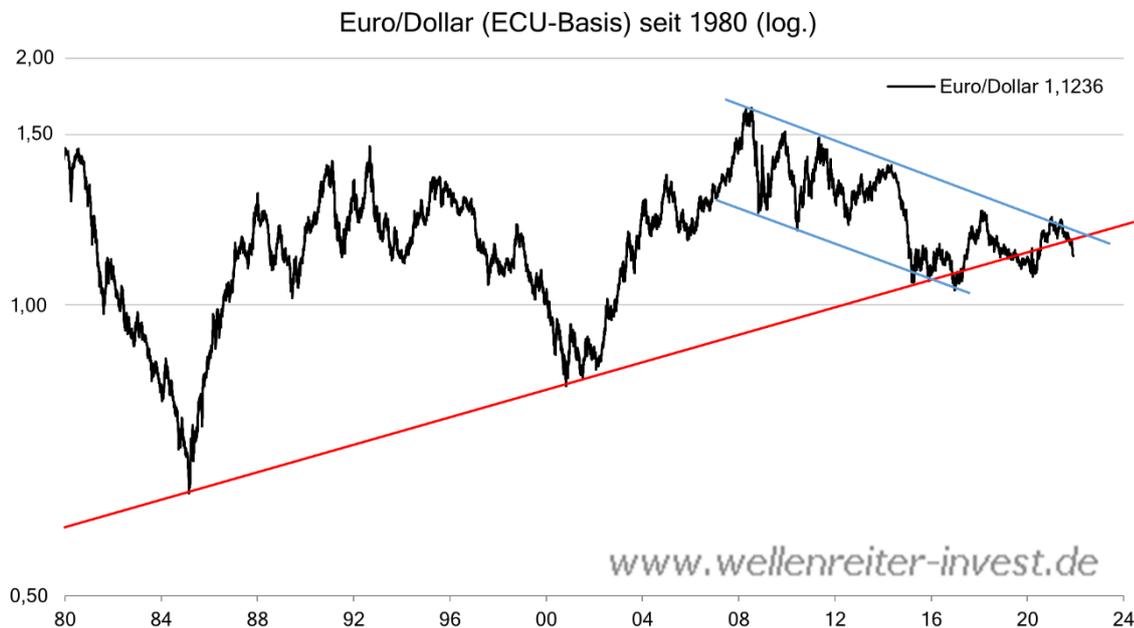


Abb. 3.11: Euro/Dollar seit 1980

En Fall auf die Parität erscheint nicht ausgeschlossen. Allerdings offeriert der Bereich von 1,05 bis 1,08 eine wichtige Unterstützung. Wir sehen eher dort ein wichtiges Tief.

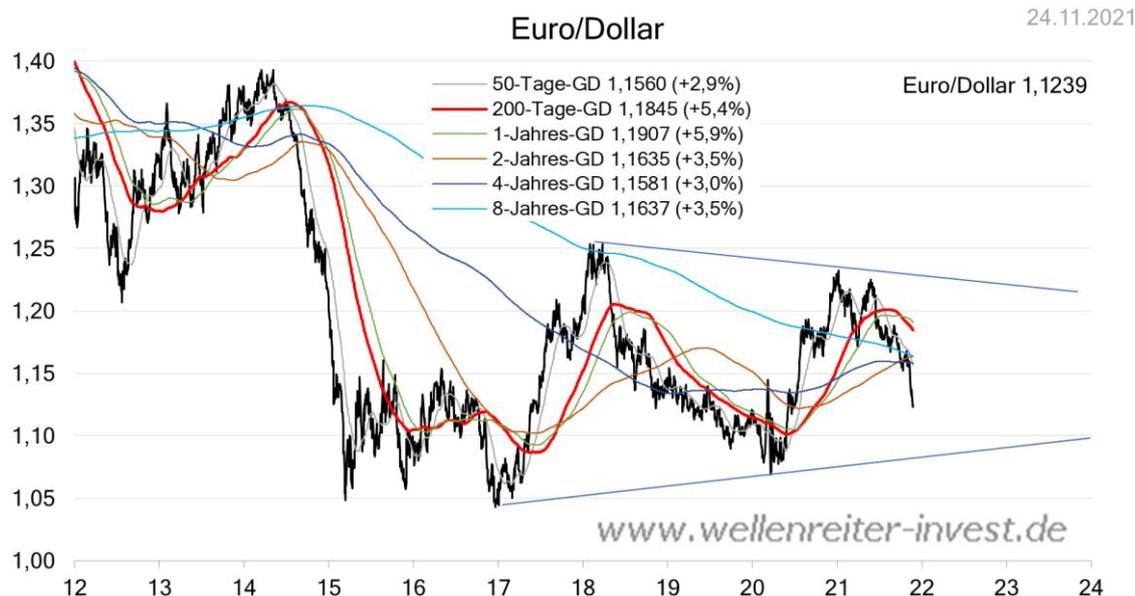


Abb. 3.12: Euro/Dollar seit 2012

Da die Fallgeschwindigkeit hoch ist, könnte die entsprechende untere Wendepunktmarke bereits zum Jahreswechsel oder im ersten Quartal angelaufen werden. Anschließend sollte der Euro/Dollar wieder steigen – im Rahmen der eingezeichneten blauen Linien bis maximal etwa 1,22.

## 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. 3.13: GBP/USD seit 1976

Zweimal hat das Pfund diese Marke nicht überwinden können. Die Zinsstrukturkurve für Großbritannien zeigt eine stärkere bearische Abflachung als diejenige der USA. Das Pfund verliert gemeinsam mit dem Euro.

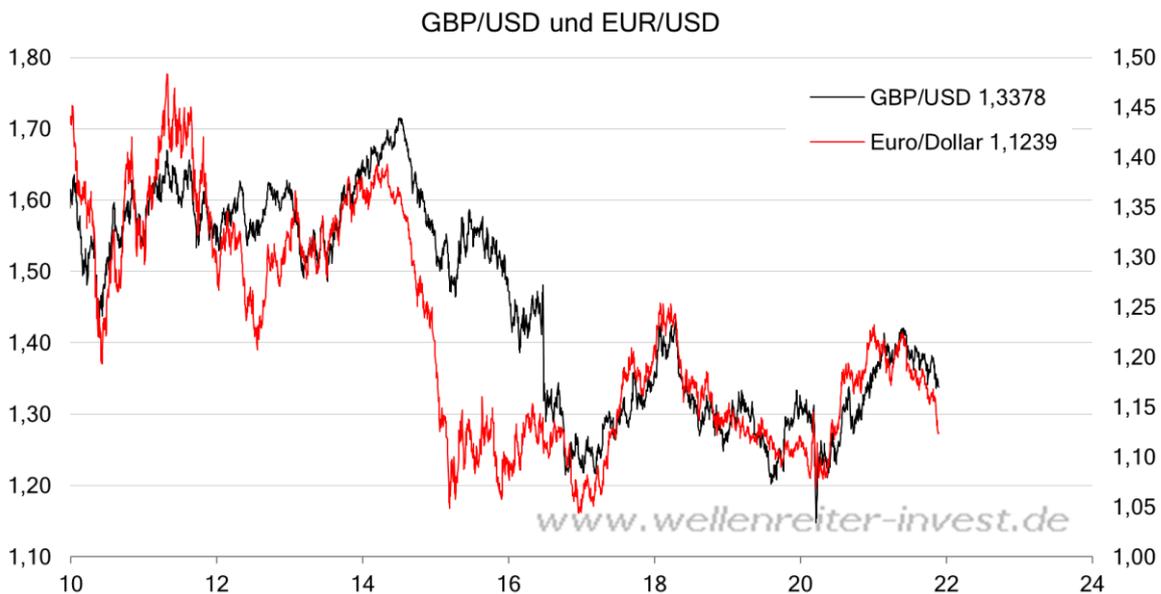


Abb. 3.14: GBP/USD und EUR/USD seit 2010

Der Blick auf die Entwicklung des Euro/Dollar und des Pfund/Dollar zeigt den Gleichlauf, der sich seltsamerweise nach dem Brexit-Referendum 2016 noch verstärkt hat. Die Abhängigkeit Großbritanniens vom europäischen Binnenmarkt bleibt erhalten.

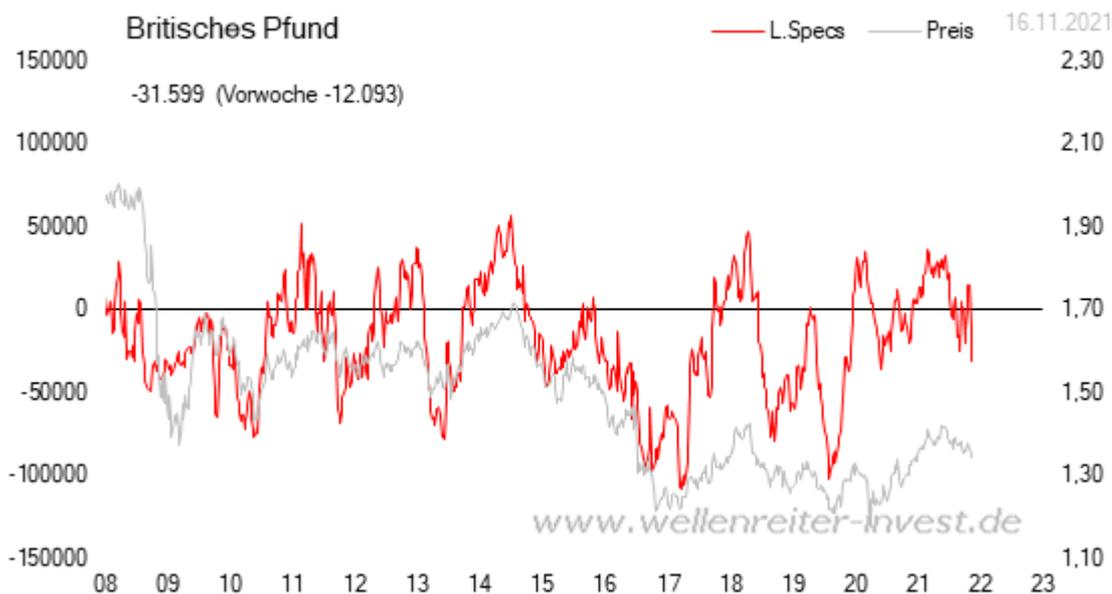


Abb. 3.15: Netto-Positionierung der Großspekulanten im GBP/USD

Am Terminmarkt herrscht nahezu eine neutrale Netto-Positionierung der Großspekulanten. An wichtigen Hochpunkten lag jeweils eine Netto-Long-Positionierung in der Bandbreite von 100.000 bis 150.0000 Kontrakten vor. Ein Tiefpunkt bei einer Kontraktzahl von -100.000 erreicht sein.

### Schweizer Franken

Der Franken ist als sicherer Hafen gefragt, während der Euro Schwäche zeigt. Dies drückt sich in einem fallenden Wechselkurs EUR/CHF aus. Eine Unterschreitung der Marke von 1,05 könnte in der Wirkung ähnlich sein wie die Aufhebung des Mindestkurses im Januar 2015. Der Euro/Franken könnte die Parität erreichen.

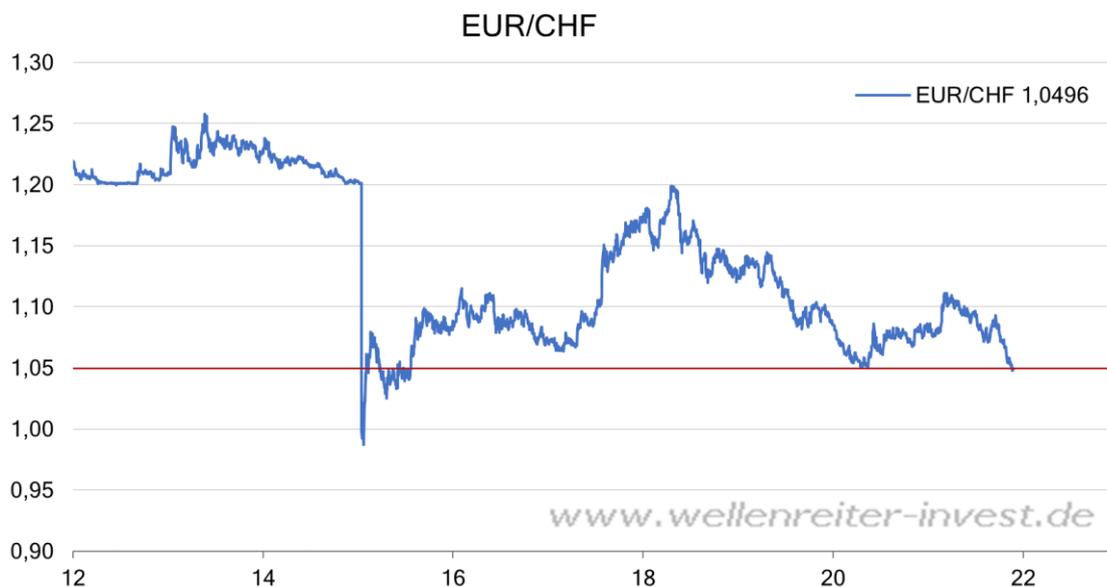


Abb. 3.16: EUR/CHF

Für eine solche Entwicklung spricht auch, dass die Inflationsrate in der Schweiz deutlich niedriger ist als im Euroraum.

Betrachtet man wichtige Währungen seit dem Jahr 2002 relativ zum Dollar, so fällt die gemeinsame Abwertungsphase von Euro, Yen und Yuan gegenüber dem Dollar seit dem Jahr 2011 auf. Die Ausnahme bildet der Schweizer Franken, der gegenüber dem Dollar stabil blieb. Beide Währungen signalisieren ihre Sichere-Hafen-Funktion.

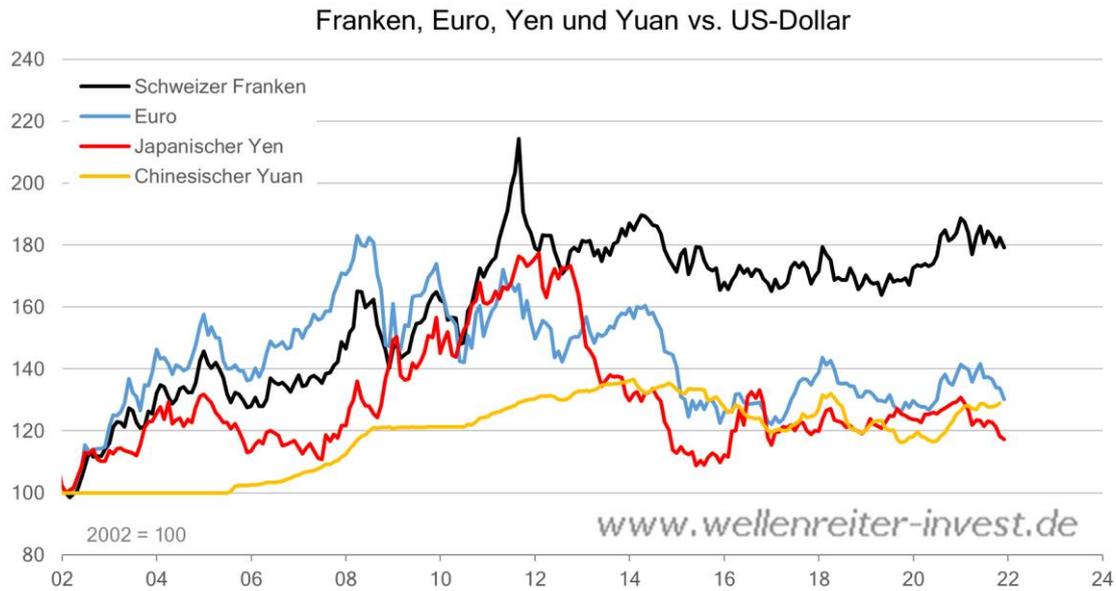


Abb. 3.17: Franken, Euro, Yen und Yuan vs. US-Dollar

Die Netto-Positionierung der Großspekulanten befindet sich nicht weit vom unteren Ende der Spanne entfernt. Aus Sicht der CoT-Daten könnte der Franken/Dollar in Kürze einen Boden ausbilden und im Jahr 2022 weiter steigen. Allerdings sind die Schwankungen des Währungspaares Franken/Dollar nicht besonders groß.

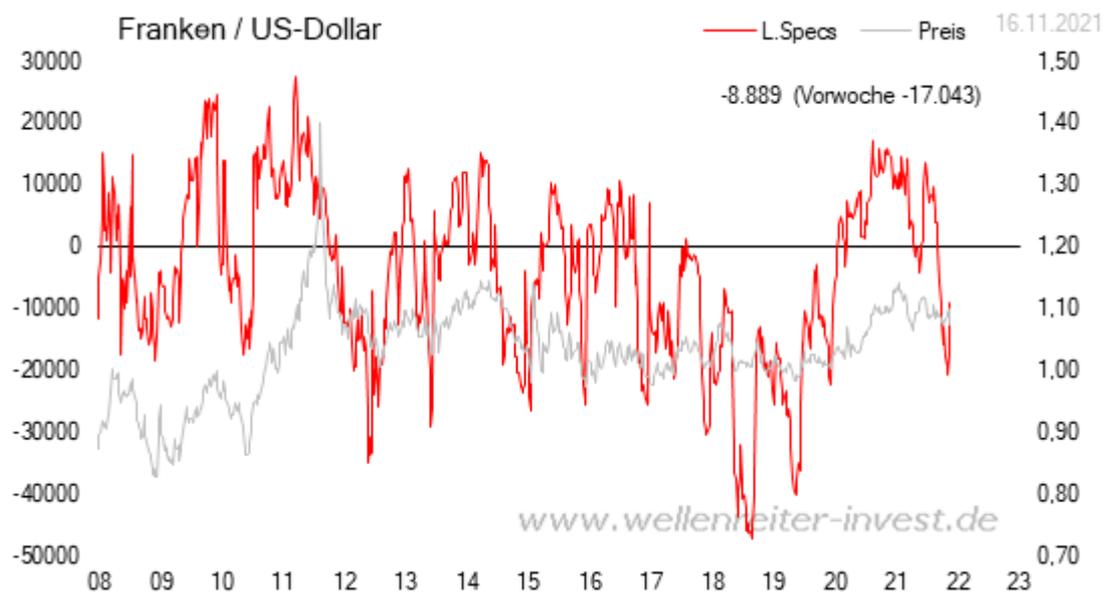


Abb. 3.18: Netto-Positionierung der Großspekulanten im CHF/USD

Der Euro/Franken sollte in Rahmen einer anhaltenden Flucht in die sicheren Häfen Dollar und Franken schwächer gehen und die Parität erreichen.

### 3.3 Asien

#### Dollar/Yen

Der Dollar/Yen ist ähnlich wie der US-Dollar-Index ein Konjunkturzyklus-Indikator mit dem zusätzlichen Wert, Krisen in Asien sehr gut anzuzeigen. Die blauen Pfeile verweisen auf die Asien-Krisen 1997/98 und 2015. Das Ablaufmuster ist stets ähnlich. Der Dollar/Yen steigt im Vorfeld einer Rezession.

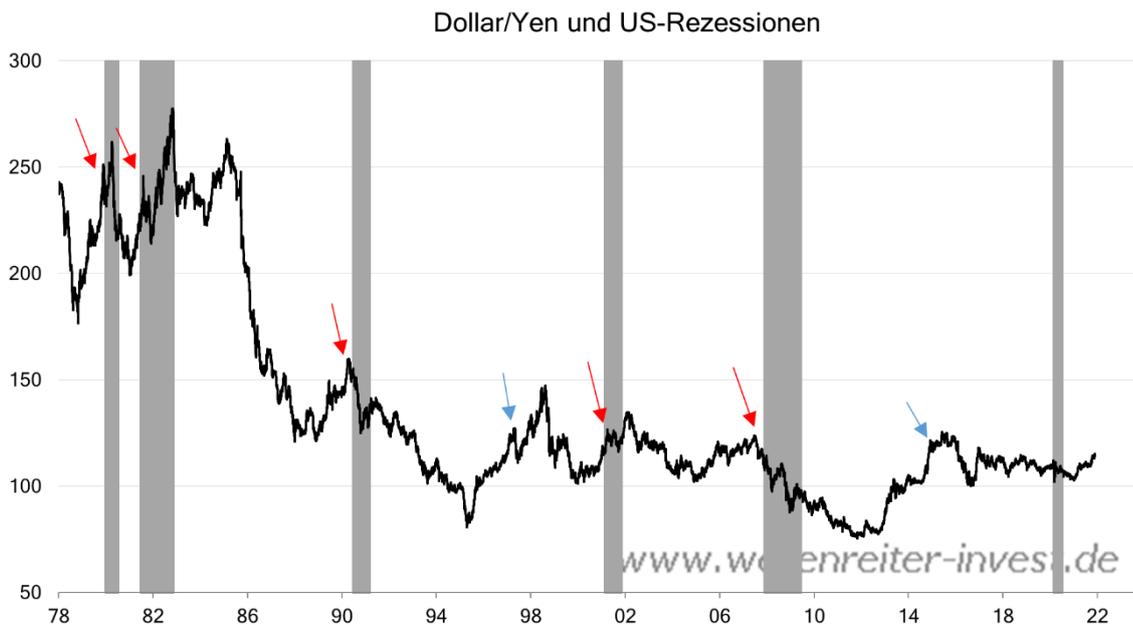


Abb. 3.19: Dollar/Yen und US-Rezessionen

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

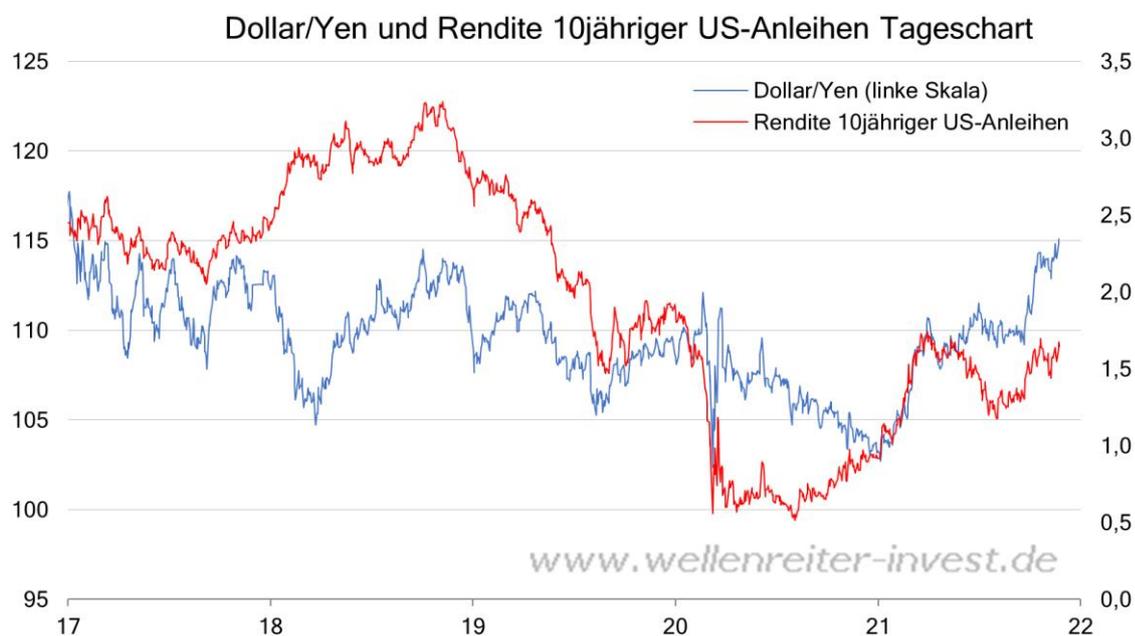


Abb. 3.20: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Der Trade verliert gehebelt, weil einerseits Währungsverluste auftreten (Dollar/Yen wird schwächer) und die Zinsdifferenz abnimmt. Der Dollar/Yen steigt aktuell mit den steigenden US-Zinsen. Ziel dürfte die Marke von 118 bis 120 sein.

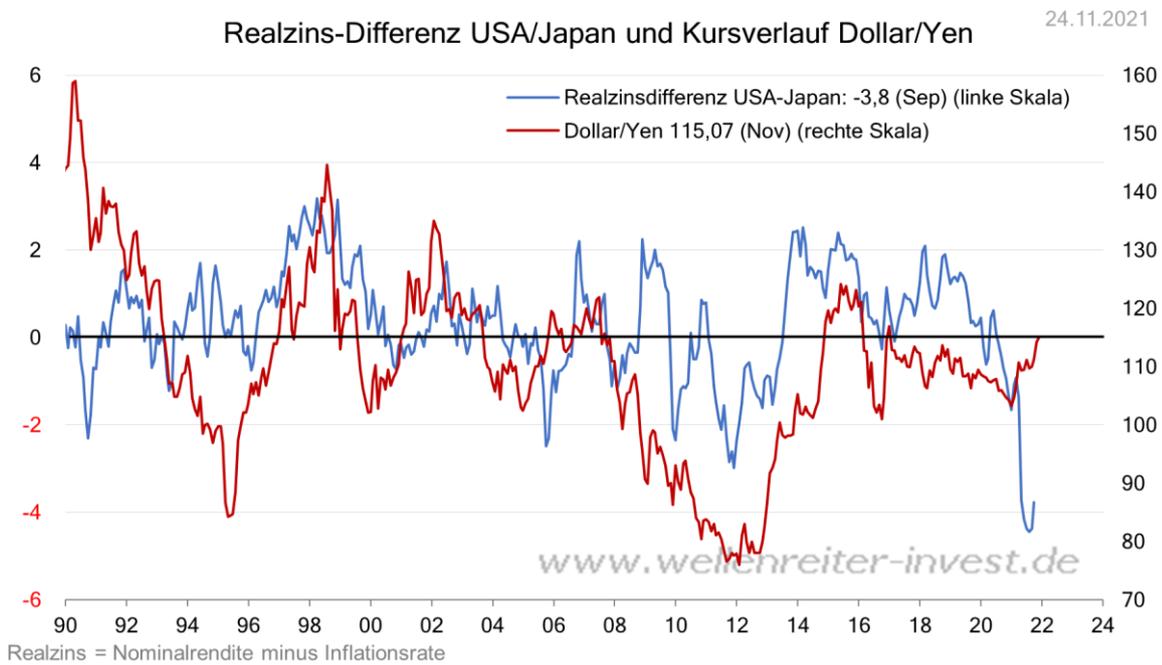


Abb. 3.21: Realzins-Differenz USA/Japan und Kursverlauf Dollar/Yen

Ähnlich wie im Euro/Dollar ist die Realzinsdifferenz zwischen den USA und Japan auf dem Weg, ihr Extrem abzubauen. Dies fördert einen Anstieg des Dollar/Yen.

Aber die Spekulation am Terminmarkt im Dollar/Yen ist bereits hoch. Die Zahlen auf der linken Seite deshalb im oberen Bereich Minuszahlen, weil wir den Yen/Dollar invers darstellen. So lässt sich die Spekulation im Dollar/Yen besser betrachten.

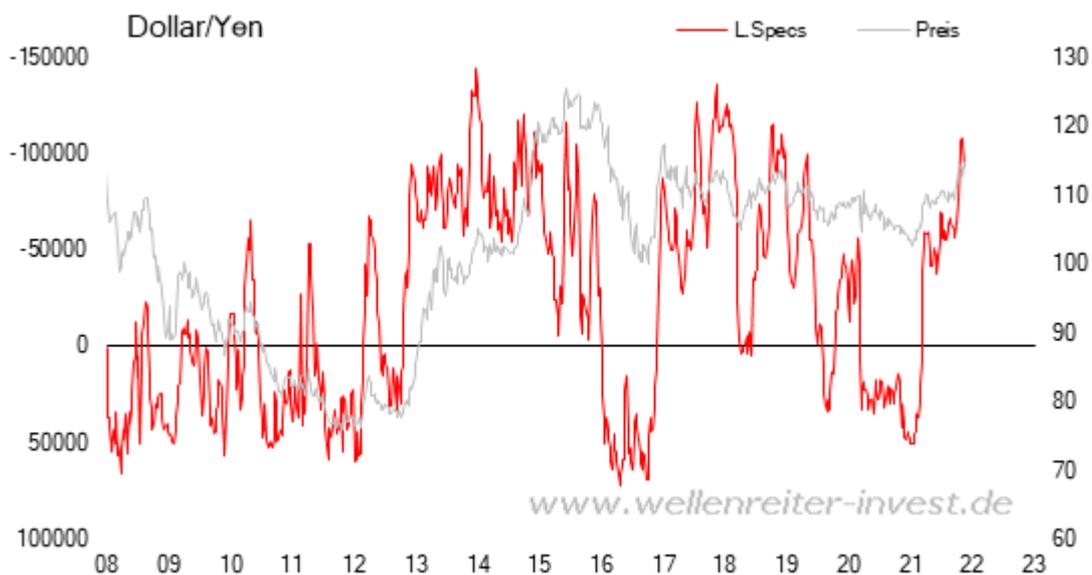


Abb. 3.22: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Dollar/Yen

Der Terminmarkt zeigt, dass der Weg des Dollar/Yen nicht mehr viel Luft nach oben hat. An der Marke 118 bis 120 sollte der Dollar/Yen umkehren und wieder zu fallen beginnen. Ziel könnte die Marke von 110 Punkten sein. Auch der Nikkei-Index würde dann unter einem fallenden Dollar/Yen zu leiden beginnen.

Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart seit 2010



Abb. 3.23: Dollar/Yen und Nikkei Index

Der Zeitpunkt der oberen Umkehr des Dollar/Yen wäre das erste Quartal 2022.

### Dollar/Yuan

Im Gegensatz zum japanischen ist der chinesische Yuan eine Hochzinswährung. Der Yuan wertet seit Anfang 2021 gegenüber dem Dollar auf (Dollar/Yuan fällt).

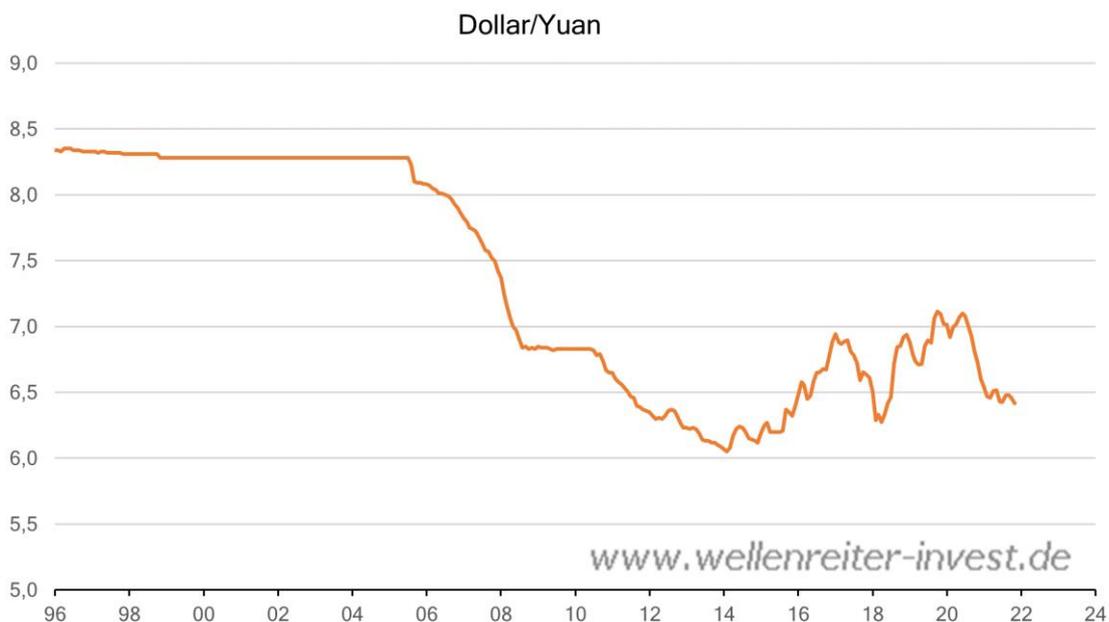


Abb. 3.24: Dollar/Yuan

Fallende US-Zinsen würden den Spread zu China erhöhen, was weiteren Druck auf den Dollar/Yuan bedeuten würde. Allerdings könnte China im Falle einer wirtschaftlich schwierigen Situation die eigenen Renditen sinken lassen, und die Konjunktur zu stimulieren. Luft dazu wäre vorhanden. Die Folge wäre ein steigender Dollar/Yuan.

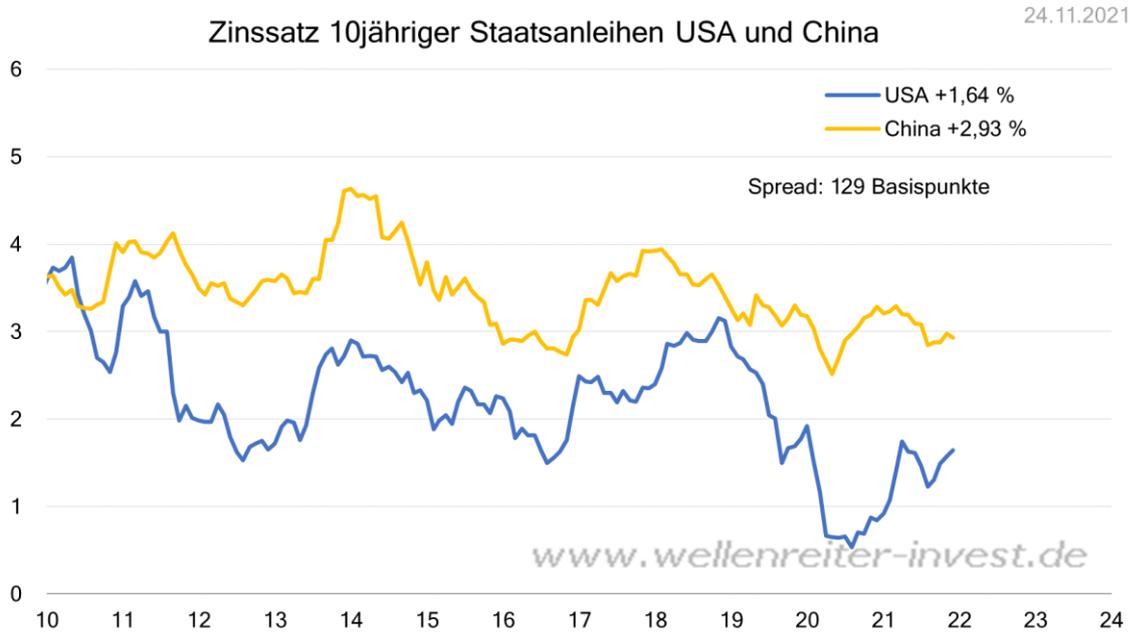


Abb. 3.25: 10jährige Rendite USA und China

### 3.4 Rohstoff-Währungen

Der australische und kanadische Dollar sind stabile Rohstoffwährungen. Sie haben ihren Wert zum US-Dollar im Vergleich zum Jahr 2005 stabil halten können. Hingegen verloren der brasilianische Real, russische Rubel und auch der südafrikanische Rand.

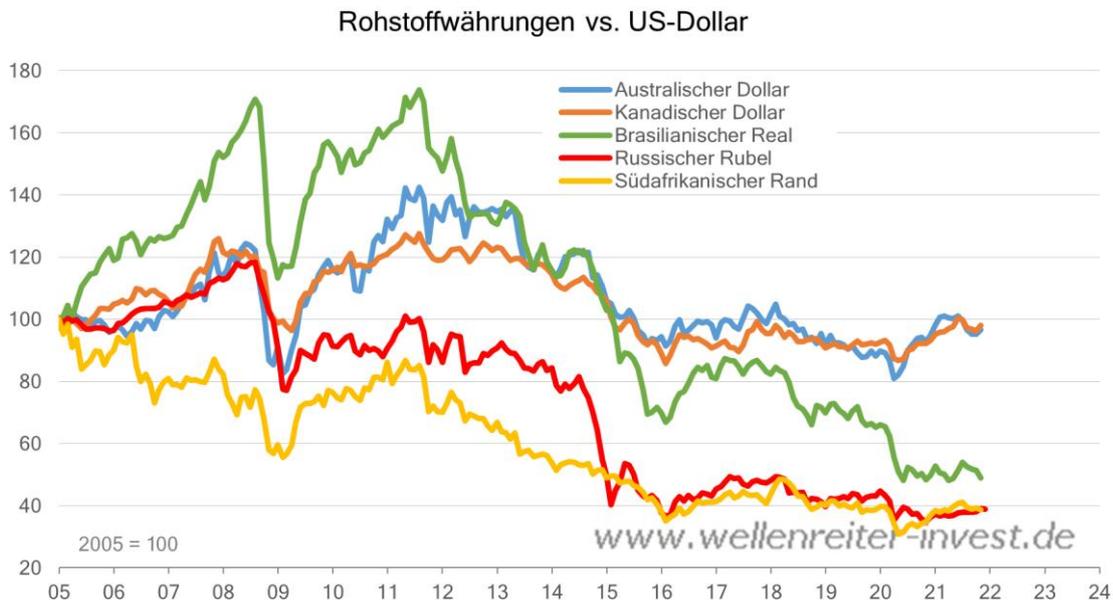


Abb. 3.26: 10jährige Rendite USA und China

Der australische Dollar zeigt historisch eine etwas höhere Volatilität gegenüber dem kanadischen Dollar. Aber insgesamt handeln sie auf dem gleichen nominalen Niveau. In Rezessionen neigen beide Rohstoffwährungen zur Schwäche.

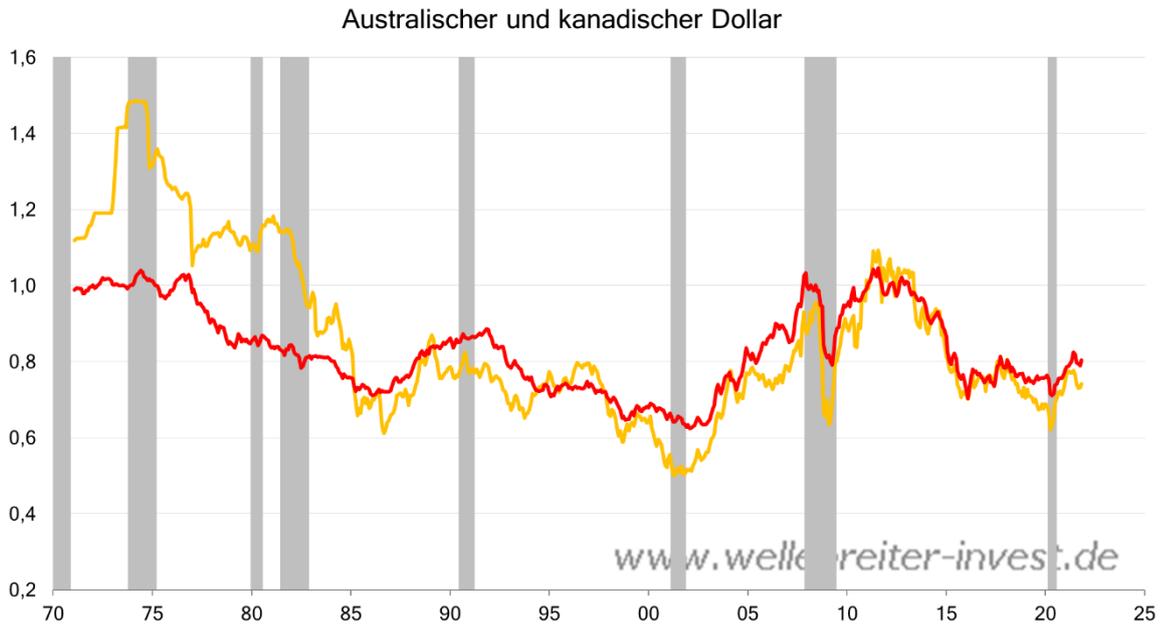


Abb. 3.27: Australischer und kanadischer Dollar

Der kanadische Dollar zeigt aktuell eine negative Divergenz zum Ölpreis. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass der Ölpreis den Großteil seines Anstiegs gesehen hat.

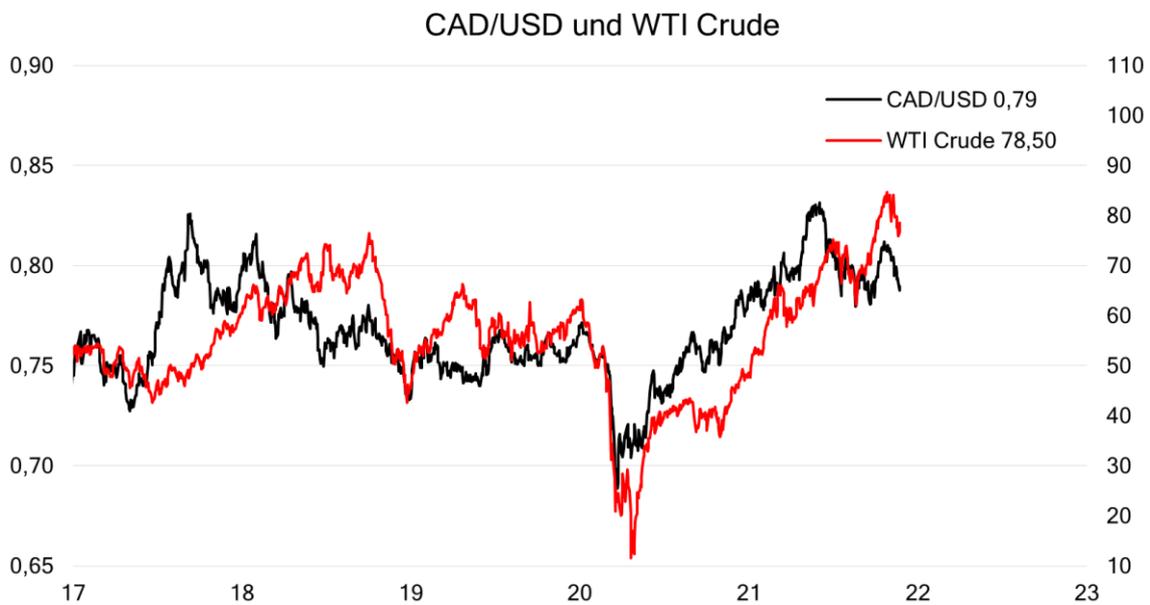


Abb. 3.28: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl

Die Netto-Positionierung der Spekulanten ist neutral. Wahrscheinlich wäre für ein Tief die Marke von -100.000 Kontrakten zu erreichen.

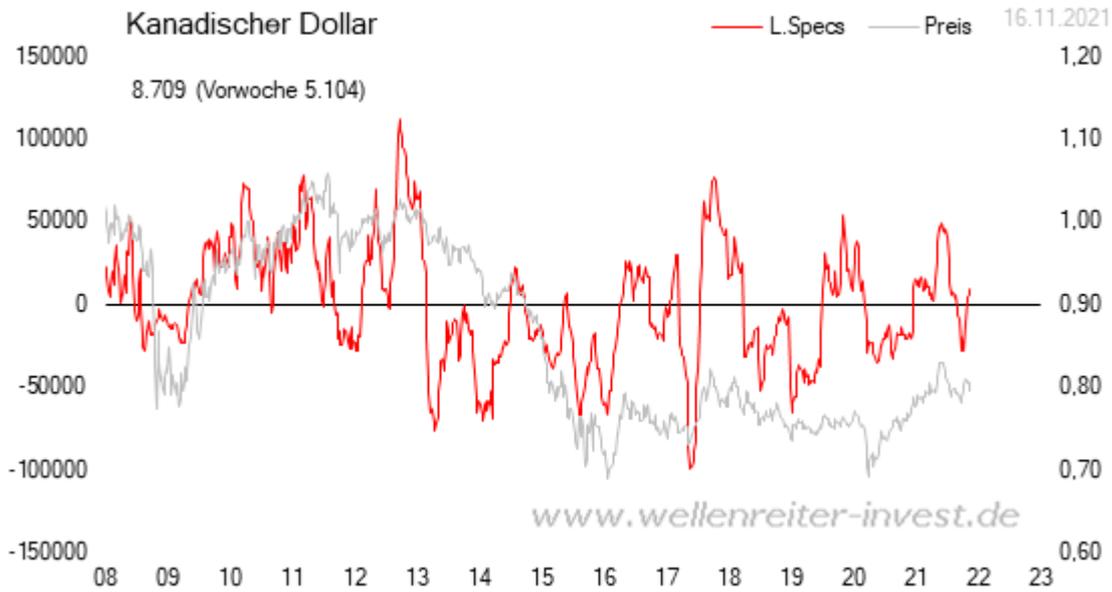


Abb. 3.29: Kanadischer Dollar Großspekulanten

Die Korrelation des australischen Dollars mit dem Goldpreis bleibt dürftig.

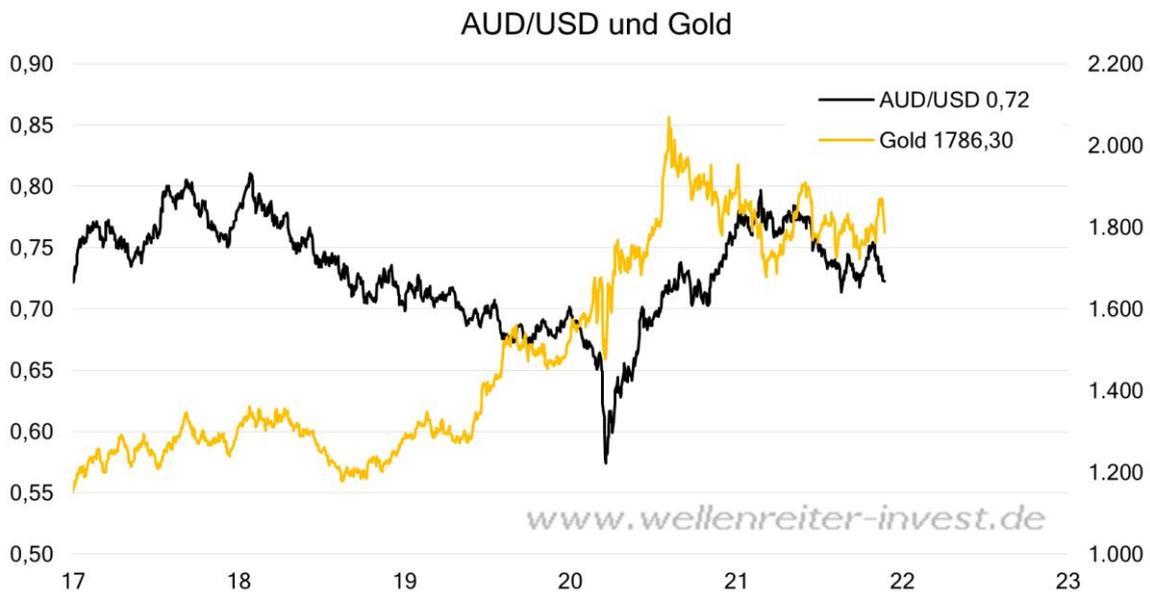


Abb. 3.30: AUD/USD und Gold

In den kommenden Monaten werden quantitative Maßnahmen zurückgefahren werden. Damit erhöht sich die Wahrscheinlichkeit des Auftretens konjunkturell problematischer Zeiträume. Der US-Dollar gilt als sicherer Hafen – gemeinsam mit dem Schweizer Franken. Der US-Dollar-Index dürfte sich auf dem Weg zur 100-Punkte-Marke befinden. Der Euro könnte gegenüber dem Franken die Parität unterschreiten. Die SNB dürfte versuchen, die Parität Euro/Franken zu verteidigen.

Der Euro/Dollar könnte in den Bereich von 1,05 bis 1,10 fallen. Bei 1,05 befindet sich das Mehrjahrestief aus den Jahren 2015 und 2017. Eine Erholung des Euro würde durch eine Umkehr der Value/Growth-Ratio erleichtert werden. Sollten also die Tech-Werte schwächeln, könnte eine Erholungsphase des Euro/Dollar beginnen.

Der Dollar/Yen wirkt aus Sicht der CoT-Daten ausspekuliert. Der Yen-Carry-Trade sollte sich aufgrund der in den USA fallenden 10- und 30jährigen Renditen abbauen, der Dollar/Yen sollte fallen. Die Marke von 105 sollte zunächst halten, aber auch hier könnte eine Parität in Form der 100-Punkte-Marke ins Spiel kommen. Rohstoffwährungen wie der australische und kanadische Dollar könnten in einer solchen Situation unter Druck bleiben.

### 3.5 Kryptowährungen/Bitcoin

Die Entwickler haben Bitcoin im Jahr 2009 mit leicht verzerrtem Gesicht (Thema Stromverbrauch war ihnen bewusst) das „Go“ gegeben. Einmal ins Rollen gekommen, würde das System attraktiv genug sein, um sich weiterentwickeln zu können. Die Idee, ein alternatives und krisensicheres Zahlungsmittel mittels einer Blockchain zur Verfügung zu stellen, das herkömmliche Währungen ablöst, setzte sich bisher nicht durch. Die Wertzunahme-Funktion resultiert aus einem steigenden Interesse der Marktteilnehmer an der Diversifikation des Kapitals. Anders als an den Aktienmärkten existiert allerdings keine Sicherheit in Form eines zugrunde liegenden Sachwertes.

China hat den E-Yuan als Stablecoin definiert. Der E-Yuan wird im Vorfeld der olympischen Spiele in Peking mehr und mehr eingesetzt. Gleichzeitig hat die chinesische Staatsführung die Miner aus China verbannt. Der E-Yuan dürfte - im Gegensatz zu Bitcoin & Co. - den Sprung zu einem Zahlungsmittel schaffen. In Europa und den USA laufen diesbezügliche Entwicklungen langsamer. Andererseits ist dem Verbraucher schnuppe, ob er mit seinem Bezahlvorgang per Apple Pay oder mittels eines E-Euro-QR-Codes zahlt. Hier kommt es auf die Geschwindigkeit an.

WhatsApp ist eines der größten Assets von Meta (Facebook). Die Bezahlung mittels eines in WhatsApp integrierten Novi-Wallets unter Nutzung eines den US-Dollar nutzenden Stablecoins dürfte Meta/Facebook den Schub geben, dem E-Dollar und E-Euro zuzuvorkommen und in Sachen Stablecoin eine Führungsposition zu übernehmen.

Der Grund, einen Zahlungsvorgang in Bitcoin oder Ethereum durchzuführen, erschließt sich so lange nicht, bis die Angst, einen Anstieg in den Kryptowährungen zu verpassen, nicht mehr vorhanden ist. Erst dann, wenn Bitcoin und Ethereum ihre Volatilität ablegen, kann dies gelingen. In dem Moment allerdings verlieren sie ihre Attraktivität, sie werden langweilig wie ein Stablecoin.

Nach zwischenzeitlichen Witz-Coins (Dogecoin, Shiba) ist der Spaßfaktor aus dem Frühjahr 2021 vorbei. Es wird ernster, dafür aber technisch interessanter. Solana (Sol) ist zur viertgrößten Kryptowährung aufgestiegen, nach Bitcoin, Ethereum und dem Binance Coin. Solana überzeugt Kryptoinvestoren, weil diese Kryptowährung Transaktionen sehr viel schneller und zu deutlich günstigeren Preisen ausführt als Bitcoin oder Ethereum. Außerdem nutzt Solana ein um „Proof of History“ ergänztes „Proof of Stake“-Protokoll. Damit wird auch das Energieproblem gelöst. Zu den Investoren gehört der Risikokapitalgeber Andreessen Horowitz.

Es ist gut vorstellbar, dass sich die Solana-Marktkapitalisierung (73 Mrd. Dollar) derjenigen von Ethereum (554 Mrd.) und auch der Bitcoin-Kapitalisierung von 1,24 Bio. Dollar Schritt für Schritt annähern wird. Der Markt will Kryptowährungen, die eine

Transaktion sofort bestätigen, dies sehr preiswert machen und noch dazu „grün“ sind. Bitcoin und Ethereum sind langsam, teuer und Energiefresser. Coins wie Solana verfolgen ein nutzerfreundliches Konzept, das - ähnlich wie Tesla im Automobilbereich - Nachahmer finden wird. Wenn die Marktkapitalisierung auch nur einigermaßen eine gerechte Bewertungsreihenfolge schafft, dann scheint Solana der First Mover der zweiten Krypto-Generation zu sein.

Im Zuge der Einführung eines ETFs auf den Bitcoin-Future stieg das Bitcoin-Open Interest (Anzahl der offenen Kontrakte an der CME) zuletzt auf 16.600 Kontrakte an. Dies entspricht einer Vervielfachung des Interesses gegenüber dem März.

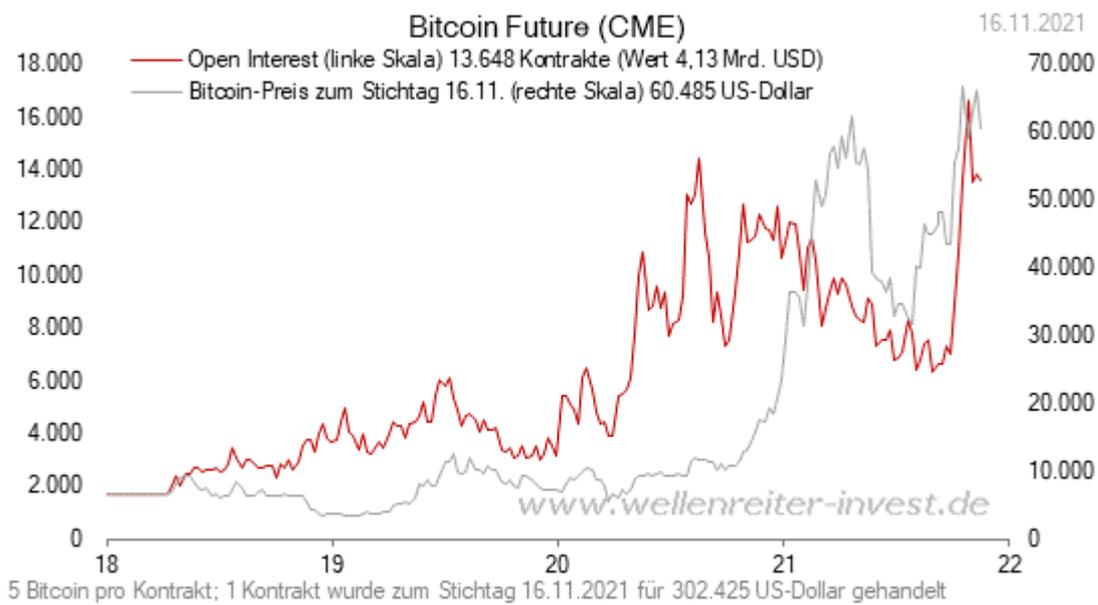


Abb. 3.31: Bitcoin Open Interest

Gleichzeitig verzeichnet die Spekulation in Abhängigkeit vom Open Interest einen Rückgang. Interessanterweise markierte Bitcoin häufig dann ein Hoch, wenn die Spekulation einen unteren Wendepunkt erreicht.

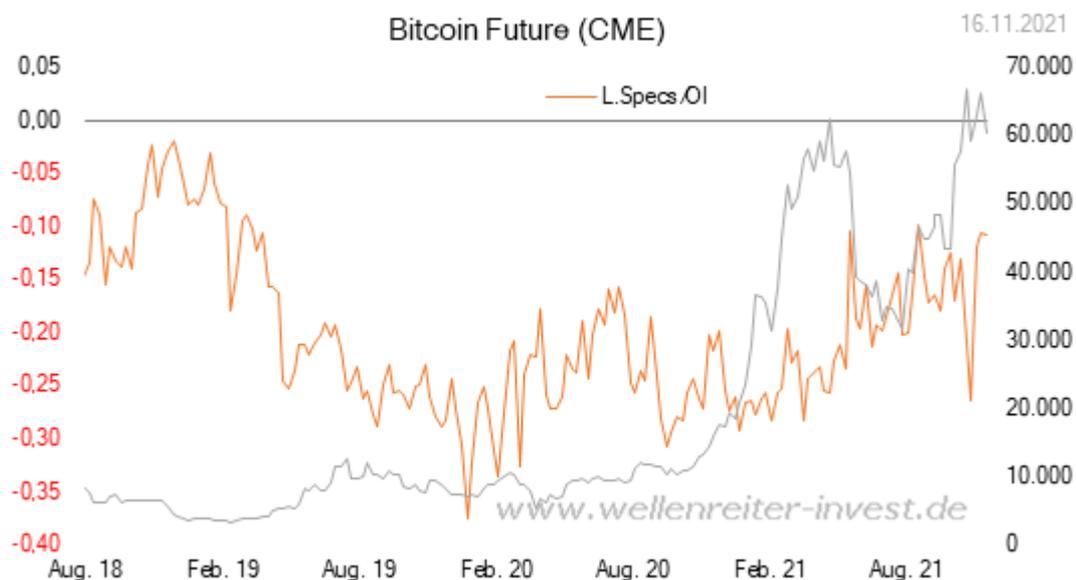


Abb. 3.32: Bitcoin Future Großspekulanten/Open Interest

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

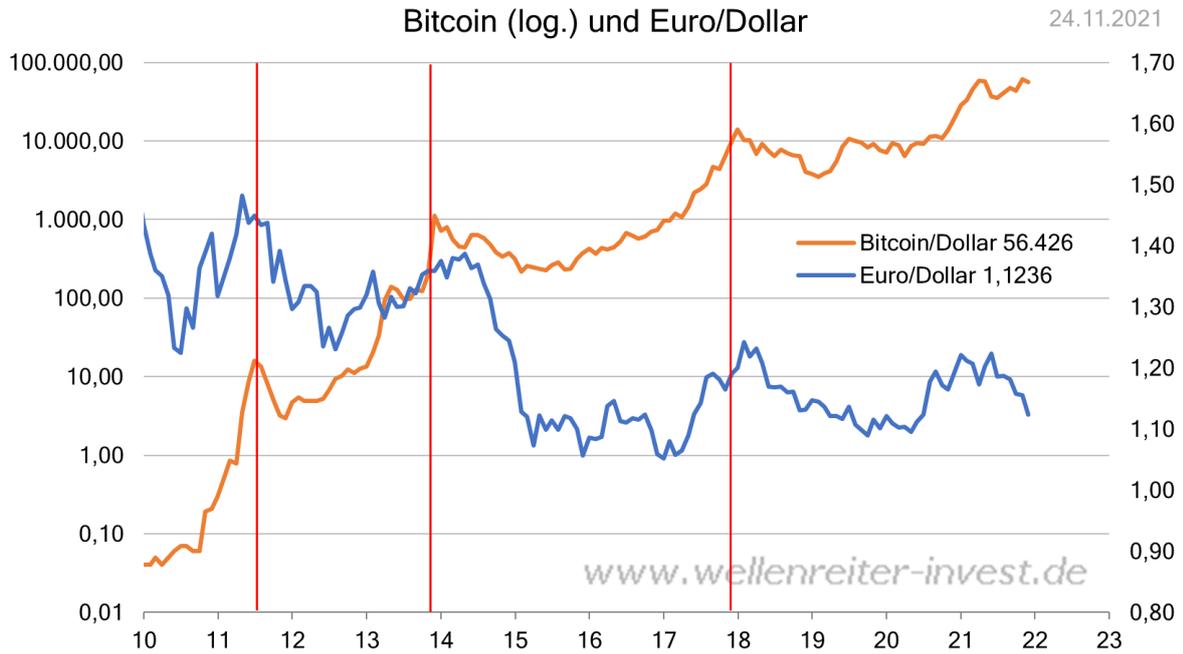


Abb. 3.33: Bitcoin und Euro/Dollar

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

Da der Euro/Dollar und der CRB-Index positiv korrelieren, erscheint es logisch, dass auch Bitcoin und der CRB-Index Verlaufähnlichkeiten aufweisen (oberer Chart).

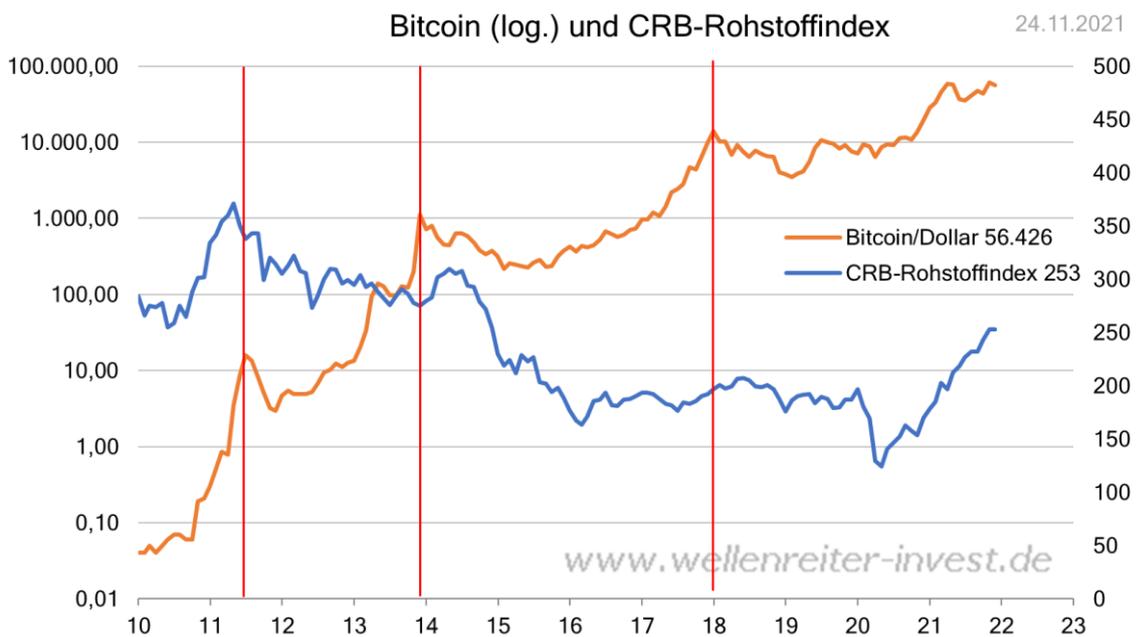


Abb. 3.34: Bitcoin und CRB-Rohstoffindex

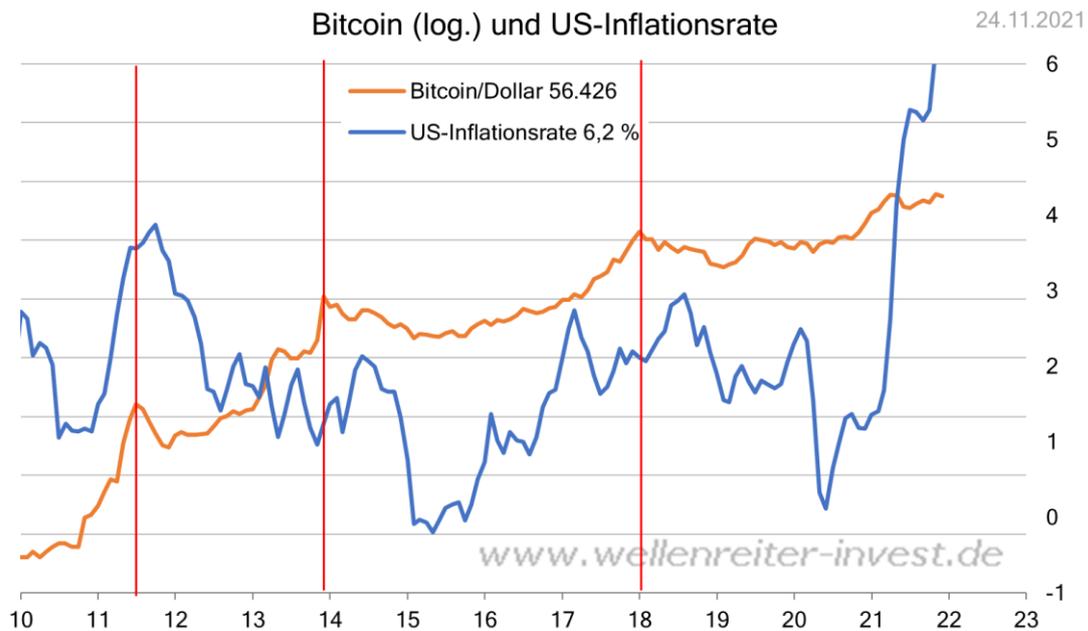


Abb. 3.35: Bitcoin und US-Inflationsrate

Bitcoin hat in der Vergangenheit die Wegstrecken zwischen zwei 10er-Potenzen jeweils innerhalb von Monaten zurückgelegt.

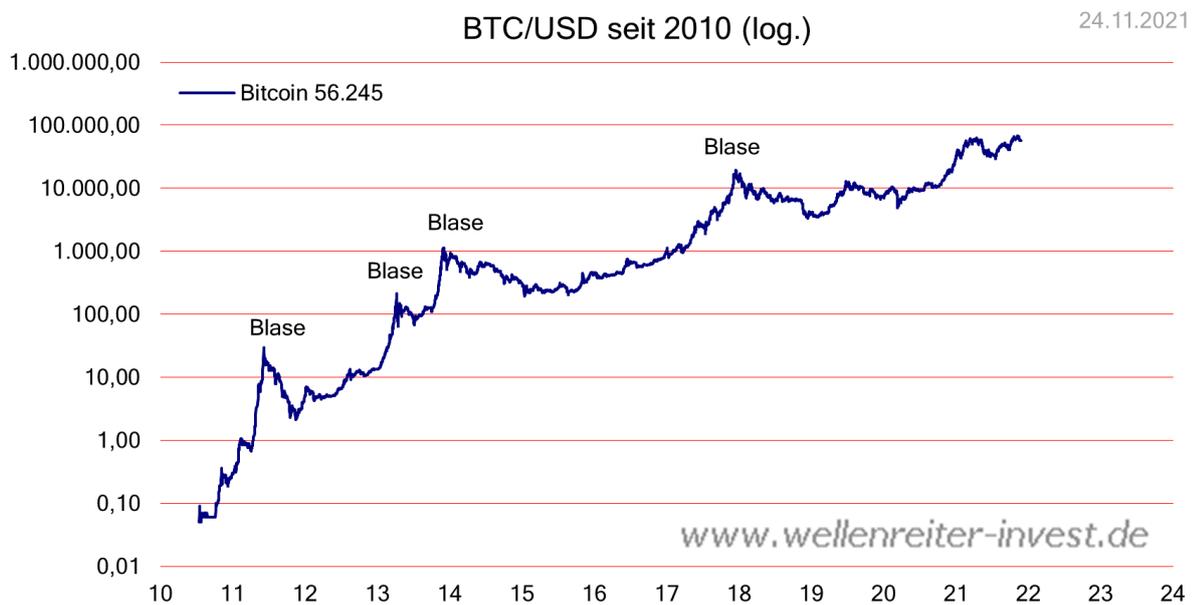


Abb. 3.36: Bitcoin seit 2010

Der Weg von der 10.000 zur 100.000-Dollar-Marke erscheint als bisher größte Herausforderung. Bereits an der Marke von 60.000 Dollar war der Widerstand massiv. Sollte Bitcoin einen neuen Anlauf nehmen, die nächste Stufe zu erreichen, dann käme die Marke von 100.000 Dollar als Ziel in Frage.

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



Abb. 3.37: Bitcoin und S&P 500

Auch an wichtigen Tiefpunkten - wie an Weihnachten 2018 oder dem S&P 500-Crash-Tief vom 23. März 2020 oder jüngst Ende September 2021 - lief Bitcoin voraus. Bitcoin ist offensichtlich ein Indikator für die Risikoneigung der Investoren geworden.

Bitcoin kann als Liquiditäts- und Risikobarometer betrachtet werden. Den Beweis, ein Inflationsschutz zu sein, konnte Bitcoin bisher nicht liefern. Sollte es zu einem Rückschlag kommen, würde der Bereich um 30.000 Dollar eine solide Unterstützungszone darstellen.

Der Markt will Weiterentwicklungen sehen. Er möchte Kryptowährungen, die eine Transaktion sofort bestätigen, die dabei nur geringe Transaktionskosten erheben und noch dazu „grün“ sind, als nur sehr wenig Energie benötigen. Bitcoin und Ethereum können dies nicht, eine Solana beispielsweise schon.

## 4. Der Rohstoffmarkt

### 4.1 Rohstoffmarkt langfristig

Die Internationale Energieagentur sieht in ihrem Welt-Energie-Ausblick 2021 eine Transformation vom Öl-Markt zu „Cleantech“ voraus. Bis 2050 soll der Öl-Markt von 1,2 Bio. Dollar im Netto-Null-Emissionen-Szenario auf eine Größenordnung von 200 Mrd. Dollar fallen. Im Gegenzug soll der Markt für regenerative Energien von aktuell 170 Mrd. Dollar auf 1,2 Bio. Dollar wachsen. Der größte Profiteur soll – mit Abstand – der Batteriemarkt sein.

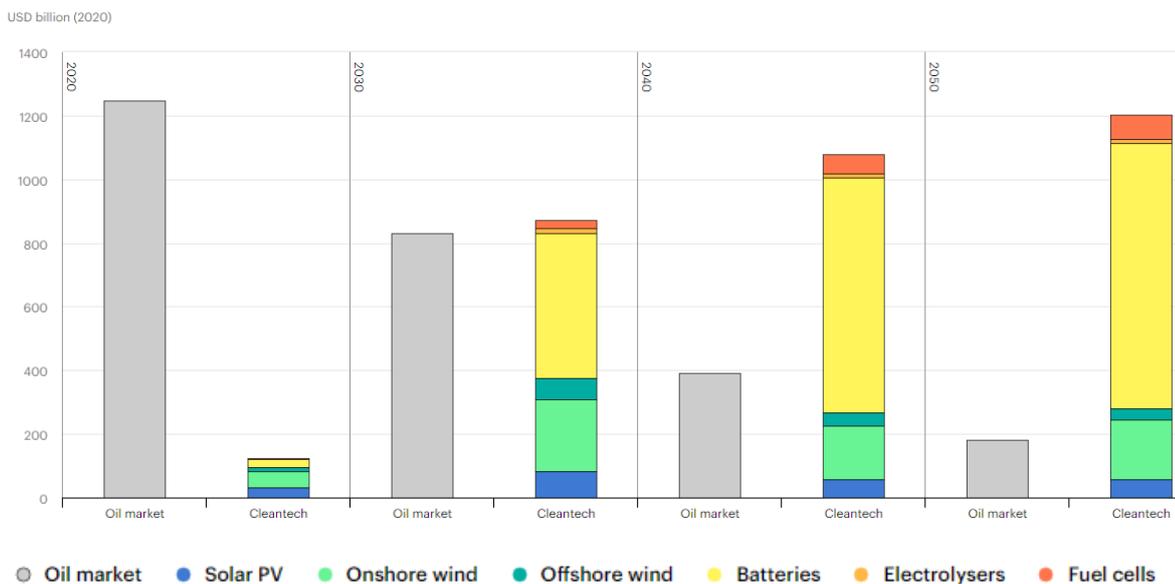


Abb. 4.1: IEA-Einschätzung Energietransformation

Selbst wenn die Geschwindigkeit dieses Wechsels von fossilen zu regenerativen Energien sich als zu ambitioniert herausstellen würde, müsste man anerkennen, dass das Investitionsvolumen und damit die Möglichkeit für Unternehmen, in diesem Bereich zu agieren, gewaltig ist.

Die aktuelle Renaissance der fossilen Brennstoffe scheint wie ein letztes Aufbäumen. Gleichzeitig waren hohe Preise immer schon ein Antrieb für beschleunigte Veränderungen. Die Investitionen in Erneuerbare Energien werden jetzt erst recht zunehmen.

Während die Preise für Solar- und Windkraft sowie für die Stromspeicherung in Batterien weiter fallen, bleibt der Bau von Atomkraftwerken eine teure Angelegenheit. Eine Laufzeitverlängerung bestehender Atomkraftwerke könnte sinnvoll sein, aber der Neubau neuer Kraftwerke mit langen Planungshorizonten erscheint es nicht. Der Bau von Windkraftanlagen und die Trassierung von Hochspannungsstromleitungen rufen bereits einen hohen Widerstand in der Bevölkerung hervor. Von Atomkraftwerken gar nicht zu reden. Kohlekraftwerken wird eine geringere, Gaskraftwerken vorübergehend eine größere Bedeutung zukommen.

Der CRB-Index ist der älteste Rohstoffindex, auf den Finanzprodukte emittiert werden (seit 1957). Er berücksichtigt 17 Rohstoffe. Seit dem März 2020 steigt der Index. Der Energiesektor ist der Haupttreiber.

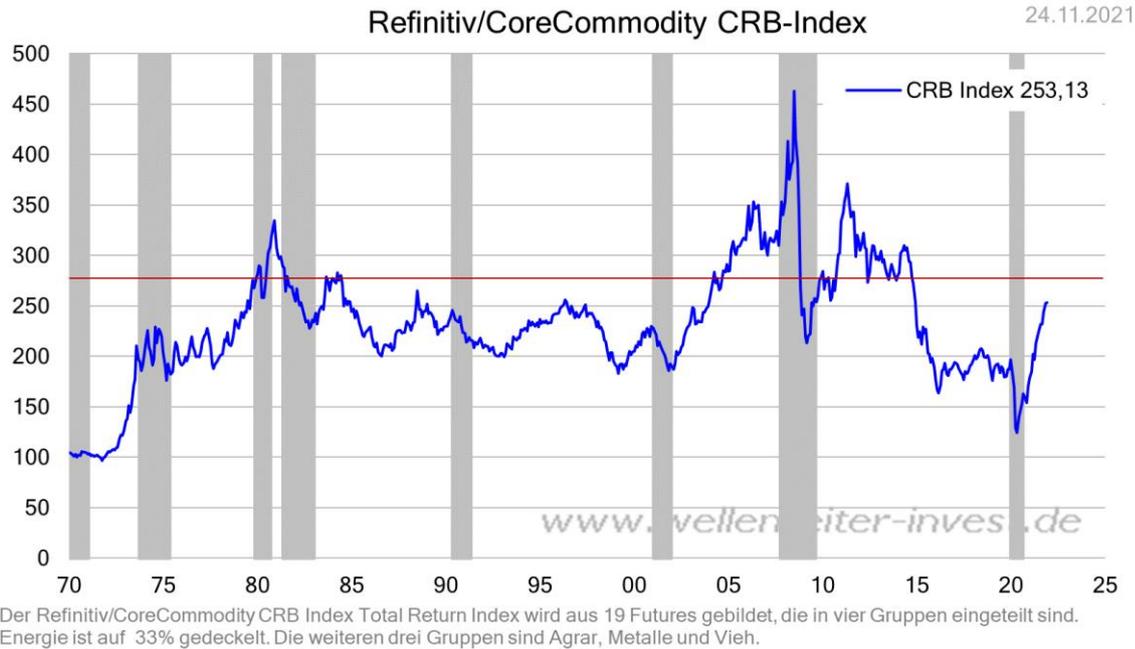


Abb. 4.2: CRB-Index seit 1970

Das Tief des Jahres 2020 stellt den Abschluss der Baisse dar, die im Jahr 2008 begann. Ein Widerstand ergibt sich im Bereich von 270 Punkten (rote Linie obiger Chart).

Der inflationsbereinigte Chart zeigt, dass die Preise für Rohstoffe lediglich in den 1970er und 2000er Jahren stärker als die Inflationsrate gestiegen sind. Die 2020er Jahren habe einen Anfang für eine solche Dekaden-Outperformance gemacht, mehr aber noch nicht.

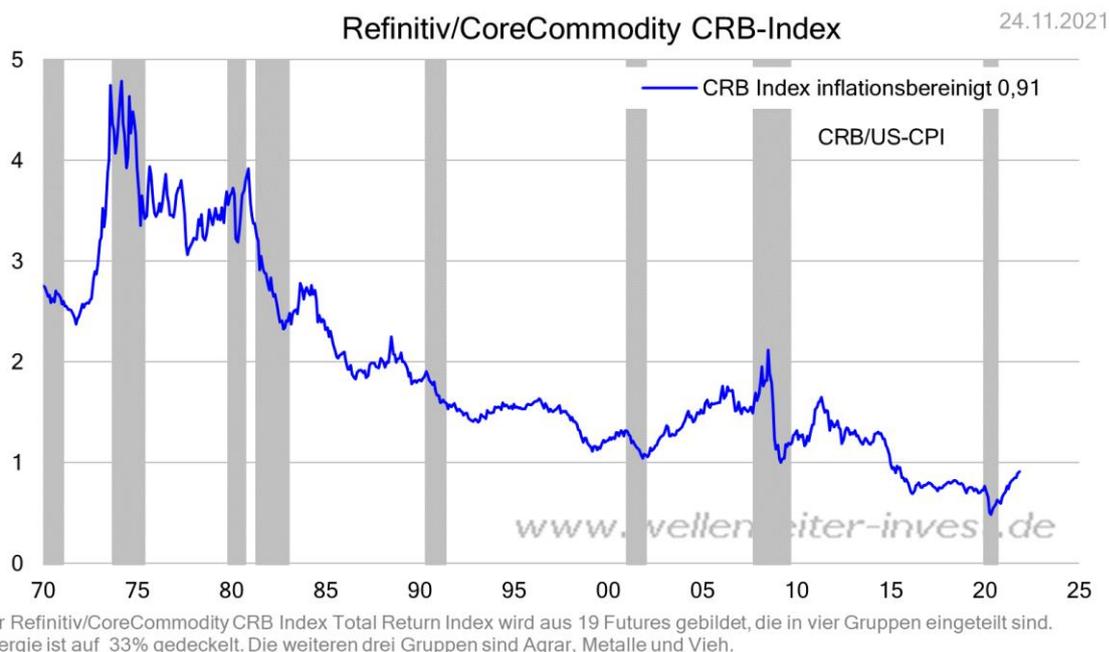


Abb. 4.3: CRB-Index inflationsbereinigt

Wir werfen nachfolgend einen Blick auf den Energie-, den Metall- und den Agrarsektor.

## 4.2 Energie

### Übersicht

Der Preis für US-Erdgas wird in MMBtu angegeben (Million British thermal units), eine Einheit der Wärmeenergie. Aus Gründen der Vergleichbarkeit stellen wir nachfolgend den Ölpreis, diverse Erdgaspreise und den europäischen Kohlepreis in MMBtu dar.

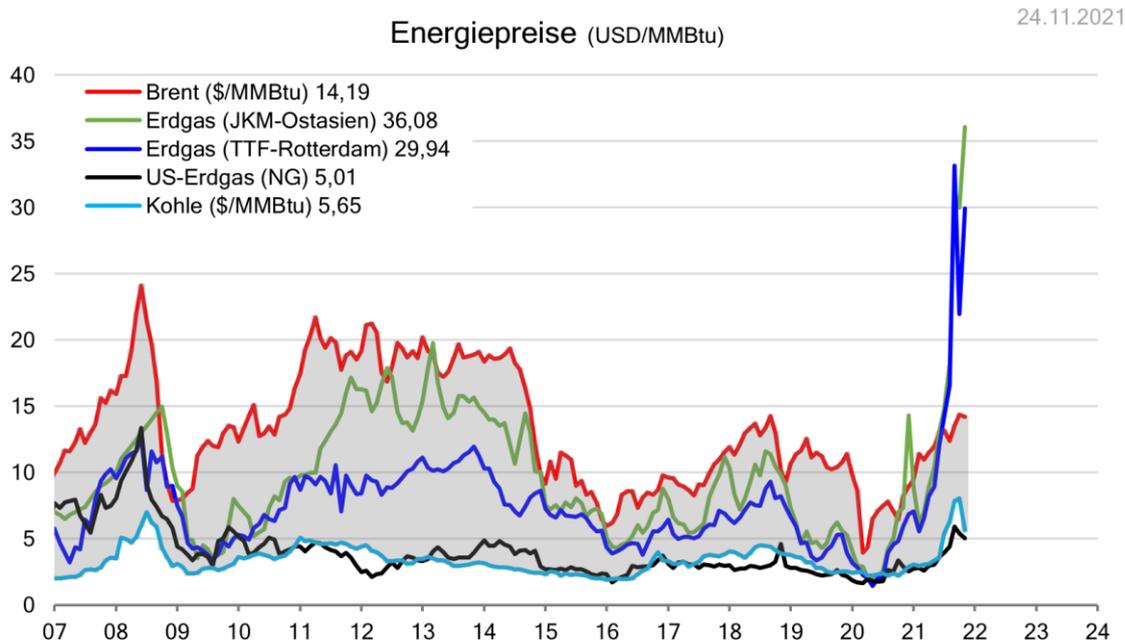


Abb. 4.4: Energiepreise in MMBtu

Kohle und US-Erdgas sind die preiswertesten Energieträger. Öl – hier die Sorte Brent – ist hingegen teuer. Den Korridor zwischen der kostengünstigsten (Kohle) und der teuersten fossilen Energie (Öl) haben wir grau markiert. Erdgas wird in Rotterdam (Pipeline) sowie in Ostasien (LNG) nahezu doppelt so hoch bepreist wie Öl der Sorte Brent. Seit Dekaden galt nämlich: Kein fossiler Brennstoff ist teurer als der Ölpreis.

Die Verletzung dieser Regel könnte man als Signal einer Umgruppierung der Wertigkeit fossiler Brennstoffe auffassen. Während die Elektromobilität beginnt, den Tankstellen-Kraftstoffen Marktanteile wegzunehmen, wird Erdgas als der am wenigsten schädliche fossile Brennstoff wahrgenommen. Auch im Hinblick auf den geplanten Abschied von der Kohle gewinnt Erdgas eine zentrale Bedeutung. Perspektivisch werden immer mehr Personen nicht mehr auf Erdöl angewiesen sein – das Flugzeug ausgenommen. Erdgas hingegen wird weiterhin für die Stromgeneration benötigt werden.

Der obige Chart drückt eine Wachablösung aus. Das heißt nicht, dass der hohe Preisunterschied zwischen Erdgas für europäische und asiatische Nutzer einerseits und dem Ölpreis andererseits zementiert ist. Für ein Land wie Katar, das neben Australien der größte LNG-Lieferant nach Ost-Asien (China, Japan, Südkorea) ist, bliebe der LNG-Preis selbst dann attraktiv, selbst wenn er um 50 Prozent fallen würde. Perspektivisch gewichten auch die beiden bevölkerungsreichsten Länder der Welt, China und Indien,

Erdgas vor Kohle. In der Folge sollte auch der Preis für US-Erdgas steigen. Dort werden die LNG-Kapazitäten massiv ausgebaut. Tendenziell sollte Erdgas gefragt bleiben. Der Spread zwischen den Erdgaspreisen Europas und Asiens dürfte weiterhin maximal 6 bis 8 US-Dollar betragen.

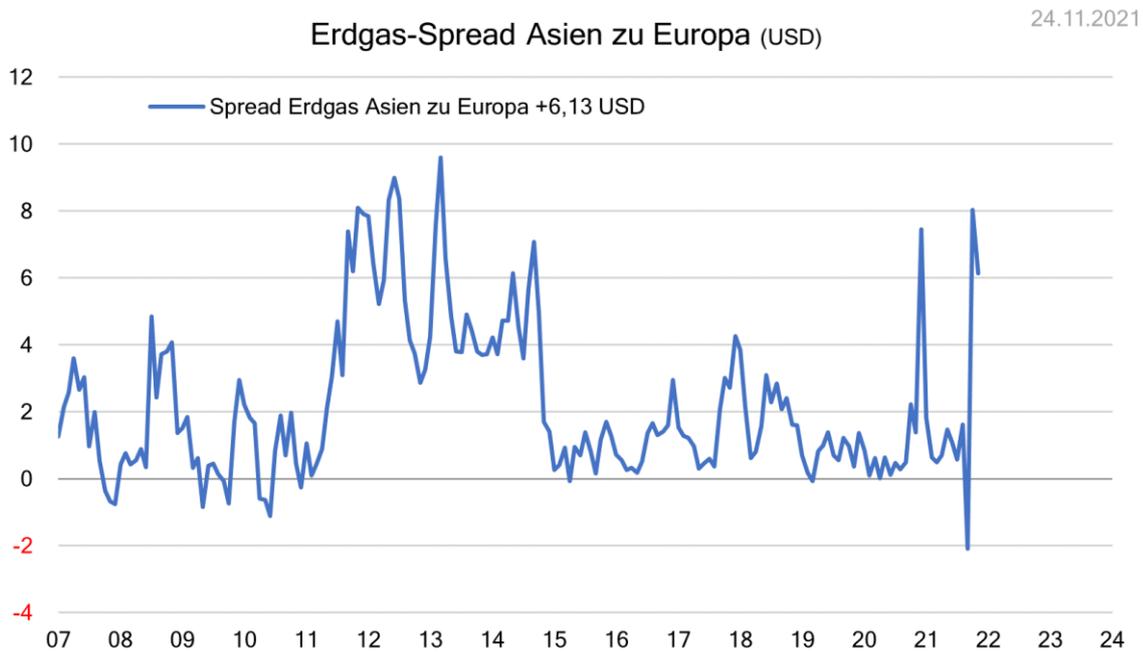


Abb. 4.5: Erdgas-Spread Asien zu Europa

Mittelfristig sollte der Preis für durch Pipelines geführtes Gas günstiger bleiben als der LNG-Preis. Aber wenn der Bedarf in Asien weiterhin steigt und der LNG-Preis steigt, dann wird sich der europäische Erdgaspreis diesem Anstieg nicht entziehen.

Einen weiteren Aspekt gilt es zu berücksichtigen. Auch wenn viele Betreiber von Kraftwerken den Kauf von CO<sub>2</sub>-Emissionsrechten auf Jahre durchgeführt haben, so treibt die steigende CO<sub>2</sub>-Emissionsrechte-Future die europäischen Energiepreise nach oben.

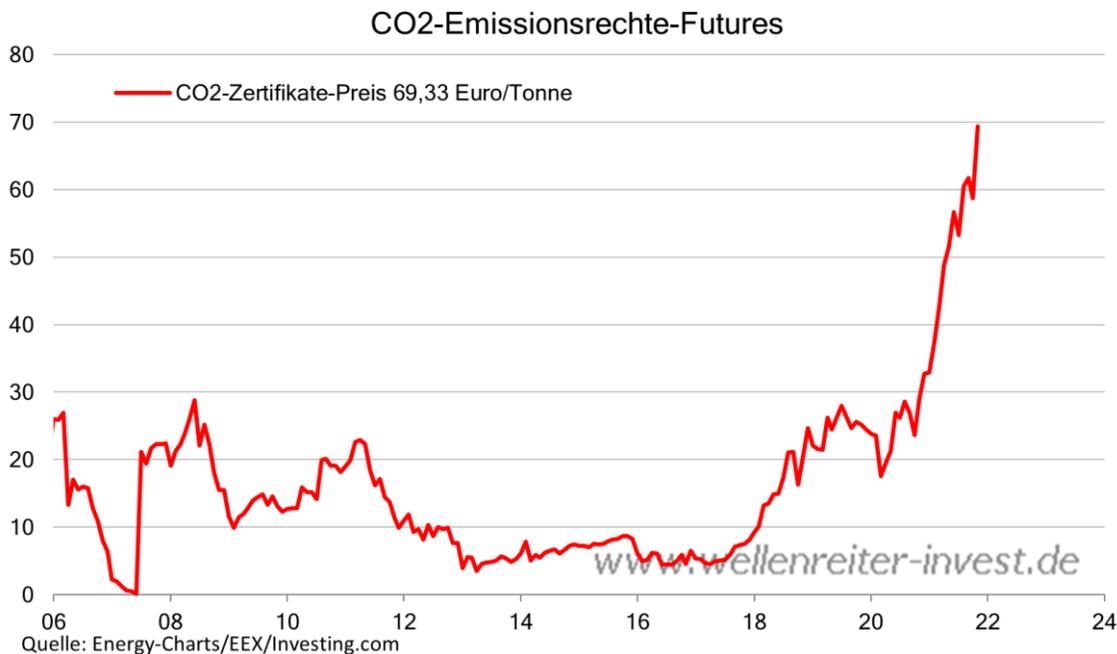


Abb. 4.6: CO<sub>2</sub>-Emissionsrechte-Futures

Dieser ist ein zusätzlicher Preistreiber, der für einen sich verringern den Spread gegenüber Asien spricht.

Russland liefert zunehmend mehr Erdgas über ein Pipeline-System nach China. Im Jahr 2021 waren es 10 Mrd. Kubikmeter. Ab dem Jahr 2024 sollen es 34 Mrd. Kubikmeter pro Jahr sein. Europa erhält jährlich etwa 170 Mrd. Kubikmeter Erdgas aus Russland, davon Deutschland etwa 56 Mrd.

Die Nachfrage wird sich durch die sukzessive Abschaltung von Kohlekraftwerken deutlich erhöhen, auch wenn zunächst noch Kohlekraftwerke insbesondere in China gebaut werden. Der Kohletransport als Schüttgut ist preiswerter als der Transport von Erdgas in Form von tiefgefrorenem, verflüssigtem Erdgas. Die europäischen Preise für Erdgas und Kohle stiegen im September und Oktober deutlich, ließen dann aber nach.

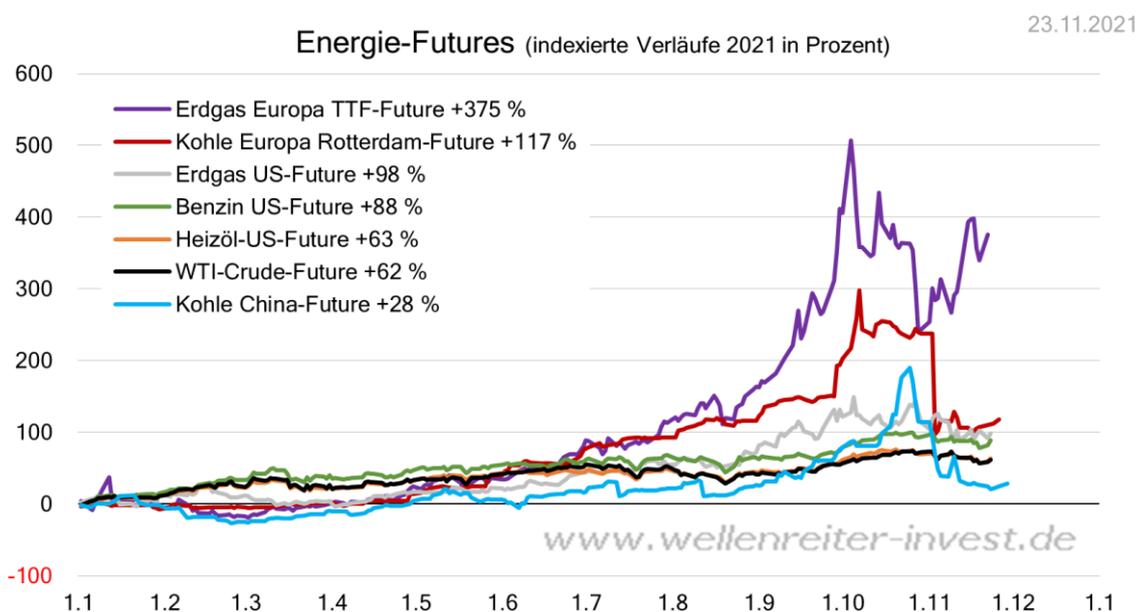


Abb. 4.7: Energiefutures indexierte Verläufe

Auch wenn die wir annehmen, dass sich die Erdgaspreise auf einem höheren Niveau halten werden als zuvor, so spricht die hohe Backwardation zunächst für eine Beruhigung. Der entferntere vierte Kontrakt (April 2022) des TFF-Futures ist 39 Euro günstiger als der nahe Januar-Kontrakt. Dies entspricht einer Reduktion um 44 Prozent. Die extreme Knappheit besteht jetzt. Für das Frühjahr werden jedoch sinkende Preise erwartet.

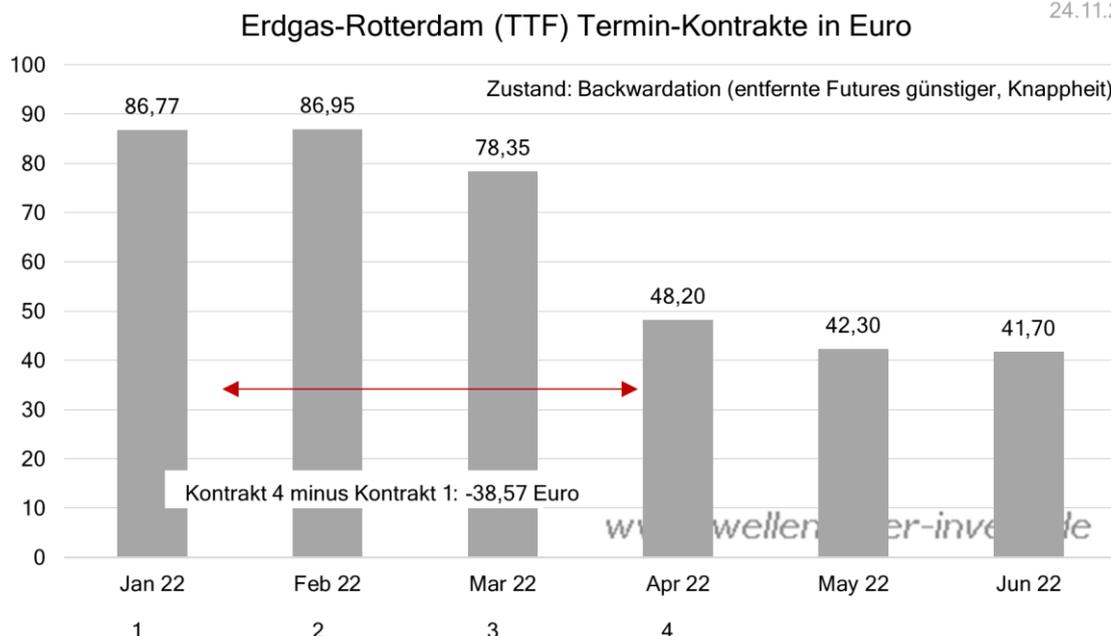


Abb. 4.8: TTF-Future-Backwardation

Der europäische Erdgaspreis wird sein derzeitiges Extremniveau nicht halten können. Aber er dürfte sich auf einem höheren Niveau einpendeln, als die europäischen Verbraucher es gewohnt sind.

### Erdöl

Der Welt-Ölverbrauch ging im Corona-Jahr 2020 um etwa 6% auf 94 Mio. Barrel zurück. Im Jahr 2021 sollen laut US-Energiebehörde (EIA) 96 Mio. Barrel Öl konsumiert werden, was einem Anstieg von 2% gegenüber dem Jahr 2020 entsprechen würde. Der Trend eines steigenden globalen Erdölverbrauchs bleibt intakt. Die Erwartung der IEA für das Jahr 2022 liegt bei 101,3 Mio Barrel, ein Plus von 5,7%.

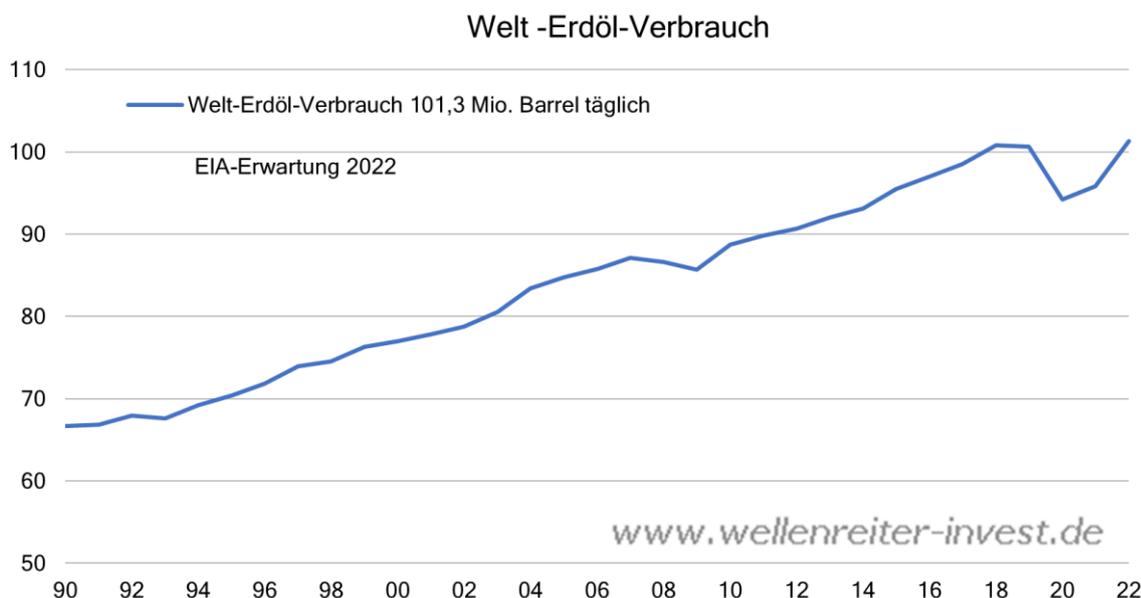
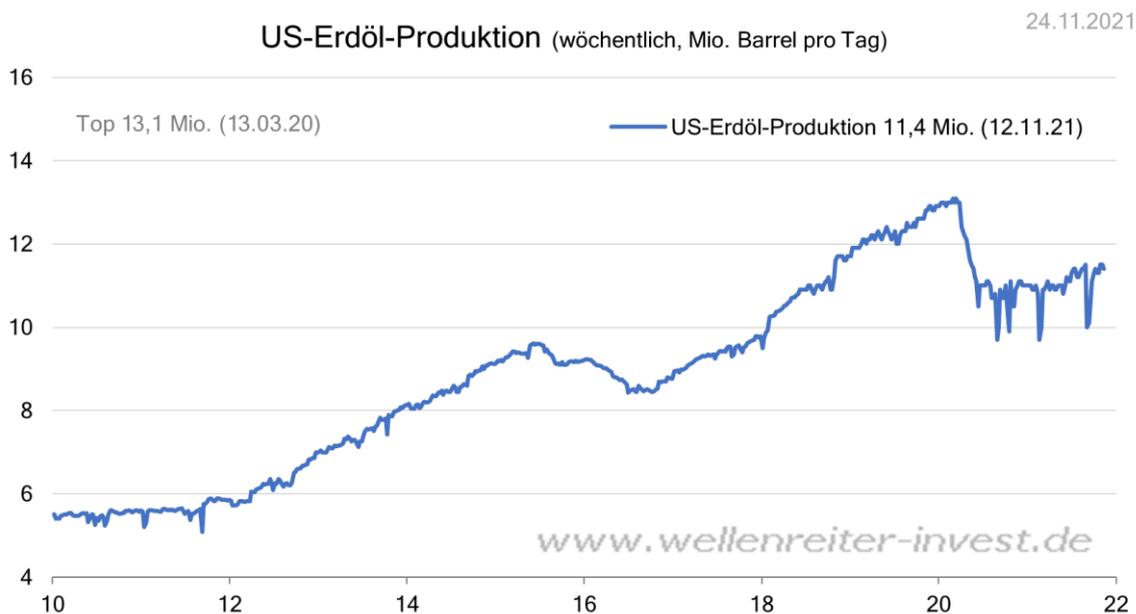


Abb. 4.9: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)

Etwa 25 Mio. Barrel Öl täglich werden für PKWs gefördert, LKWs vereinigen etwa 15 Mio. Barrel Öl pro Tag auf sich. Demnach wird etwa 40% der Ölproduktion im landgebundenen Transport verbraucht. Für Schiffe und Flugzeuge wird täglich je 5 Mio. Barrel Öl produziert. Die Umrüstung von Schiffen ist keine Kleinigkeit, zumal internationale Regelungen und Anreize fehlen. Auch in der Flugzeugindustrie dürfte die Entwicklung hin zu anderen Antriebsarten wie Wasserstoff Dekaden benötigen.

Die Zulassungszahlen für E-Autos steigen in vielen Ländern. Im Oktober 2021 waren 17,1 Prozent der in Deutschland zugelassenen Fahrzeuge reine Elektroautos. Das Tesla Model 3 avancierte zum meistverkauften Auto. Zu Beginn des Jahres betrug der Anteil 9,4 Prozent. Die anhaltenden Förderungen des Staates beim Kauf von Elektroautos und die Ausweitung der Modellpalette aller PKW-Hersteller sprechen dafür, dass sich der Marktanteil der Elektroautos bei den Neuzulassungen fortsetzen wird.

Die US-Erdöl-Produktion erholt sich kaum. Anfang November wurden 11,5 Mio. Barrel täglich produziert. In der Spitze Anfang 2020 wurden 13 Mio. Barrel täglich gefördert.



Quelle: EIA wöchentliche Daten (ohne Natural Gas Liquids)

Abb. 4.10: US-Erdölproduktion seit 1950 (in Mio. Barrel pro Tag)

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, im Gegensatz zur US-Energie-Agentur (EIA).

Die EIA sieht den Ölverbrauch bis in das erste Quartal 2022 hinein oberhalb der Produktion. Ab dem zweiten Quartal 2022 soll sich das Bild umkehren.

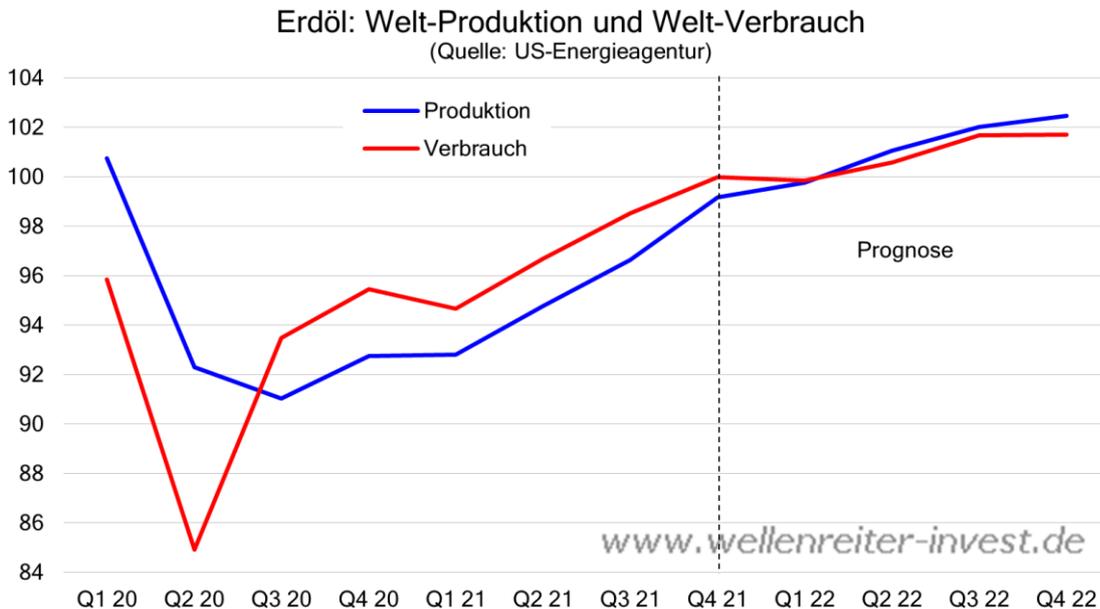


Abb. 4.11: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch

In der Vergangenheit wirkte sich ein Nachfrageüberhang positiv auf die Ölpreisentwicklung aus, ein Angebotsüberhang negativ.

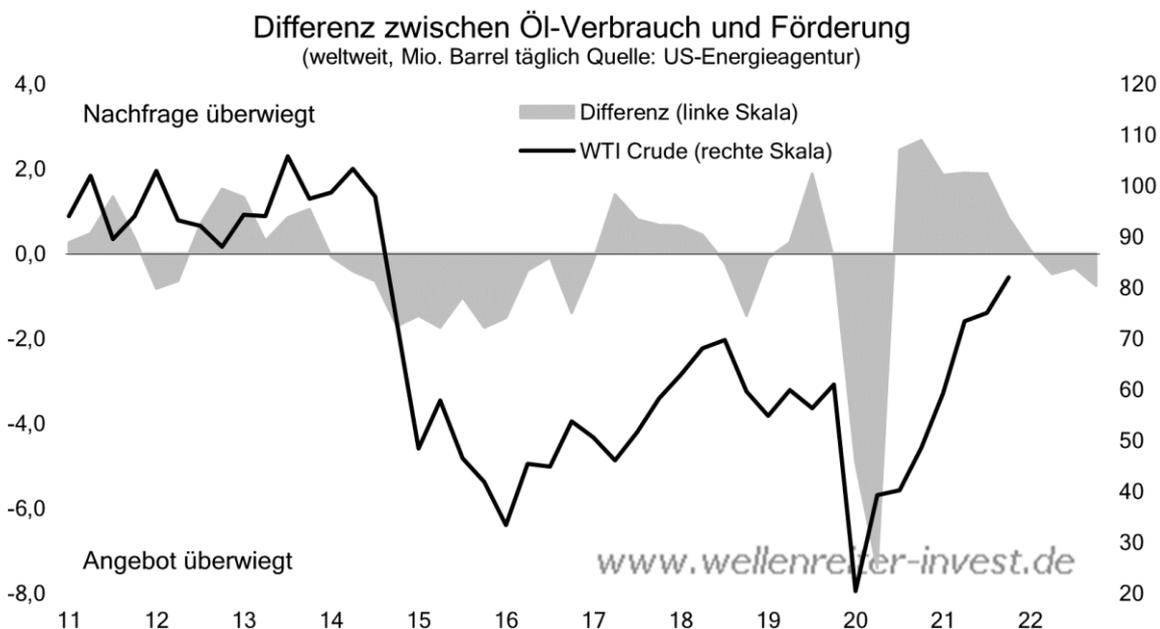


Abb. 4.12: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und -Förderung und Ölpreis

Die Sorte WTI-Crude befindet sich 77 US-Dollar knapp oberhalb des Hochs des Jahres 2018. Charttechnisch ist der Aufwärtstrend intakt, aber der Markt ist weit gelaufen.

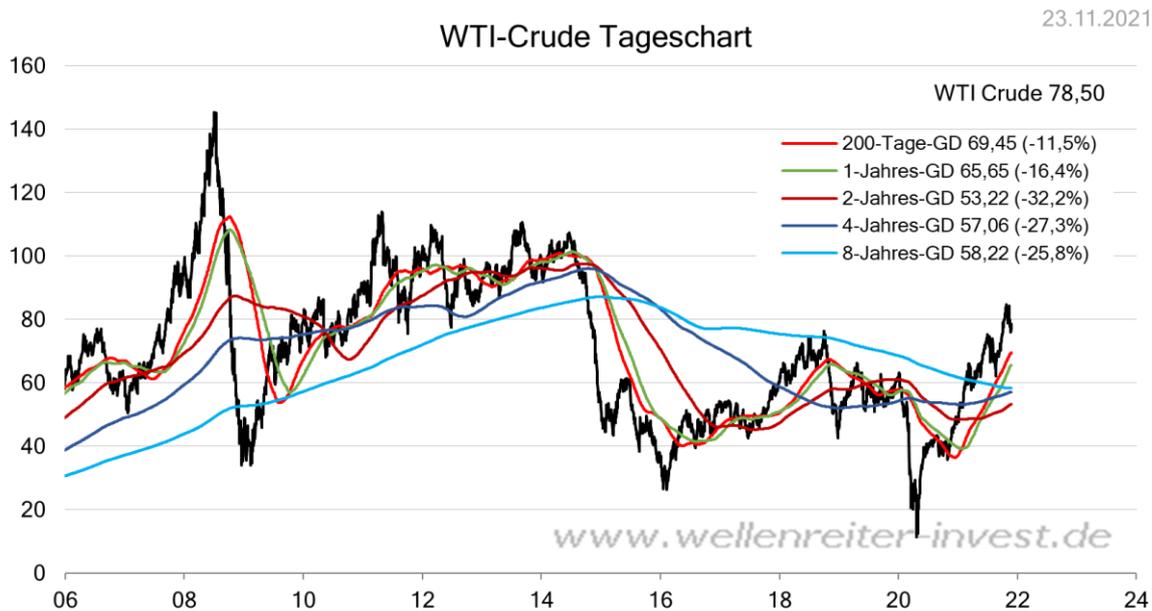


Abb. 4.13: WTI Crude Monatschart

Auf der Unterseite finden sich langjährige gleitende Durchschnitte im Bereich knapp unterhalb von 60 Dollar.

Es sei daran erinnert, dass der Ölpreis und der Verlauf der 10jährigen US-Rendite nicht unabhängig voneinander sind. Nimmt der Markt an, dass sich die Konjunkturaussichten abschwächen, dann fallen die 10jährige Rendite und der Ölpreis gemeinsam.

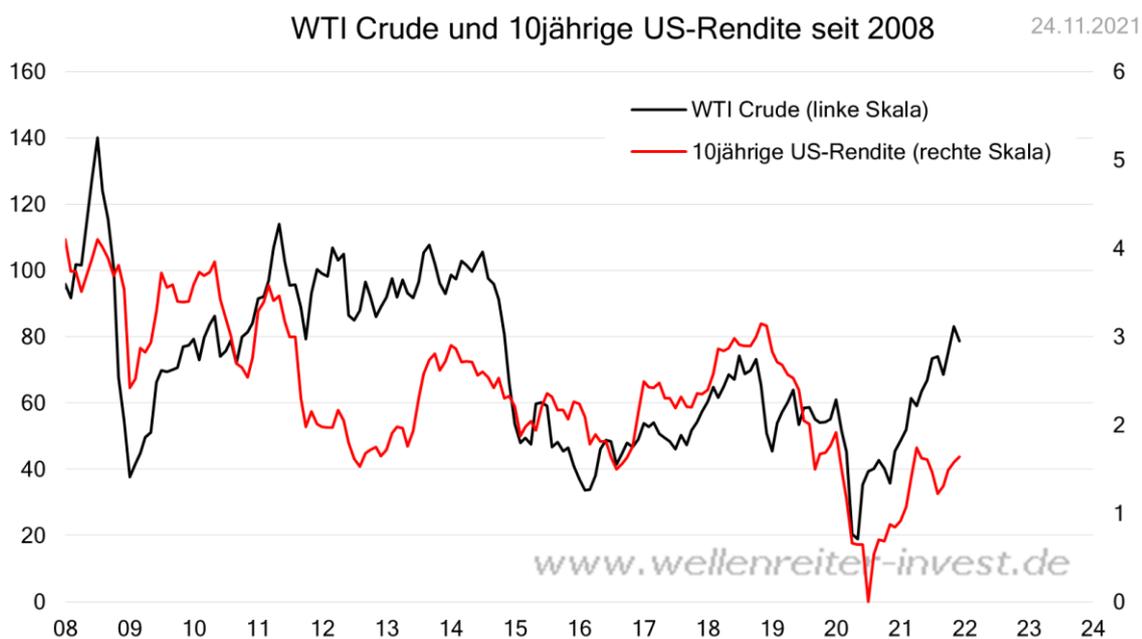


Abb. 4.14: WTI Crude und 10jährige US-Rendite

Am US-Terminmarkt hat das Open Interest ein niedrigeres Hoch ausgebildet. Diese Divergenz weist auf Ende des Ölpreisanstiegs in den kommenden Wochen hin.

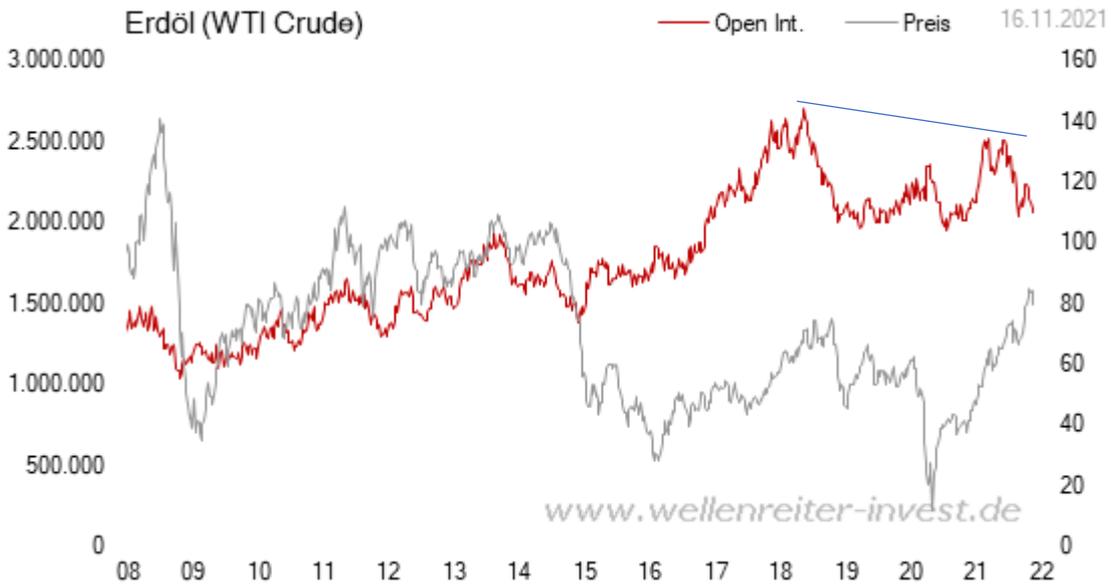


Abb. 4.15: WTI Crude Open Interest

Der März-22-Kontrakt ist um 1,92 US-Dollar preiswerter als der nahe Dezember-21-Kontrakt. Er herrscht Backwardation (=Angebotsknappheit).

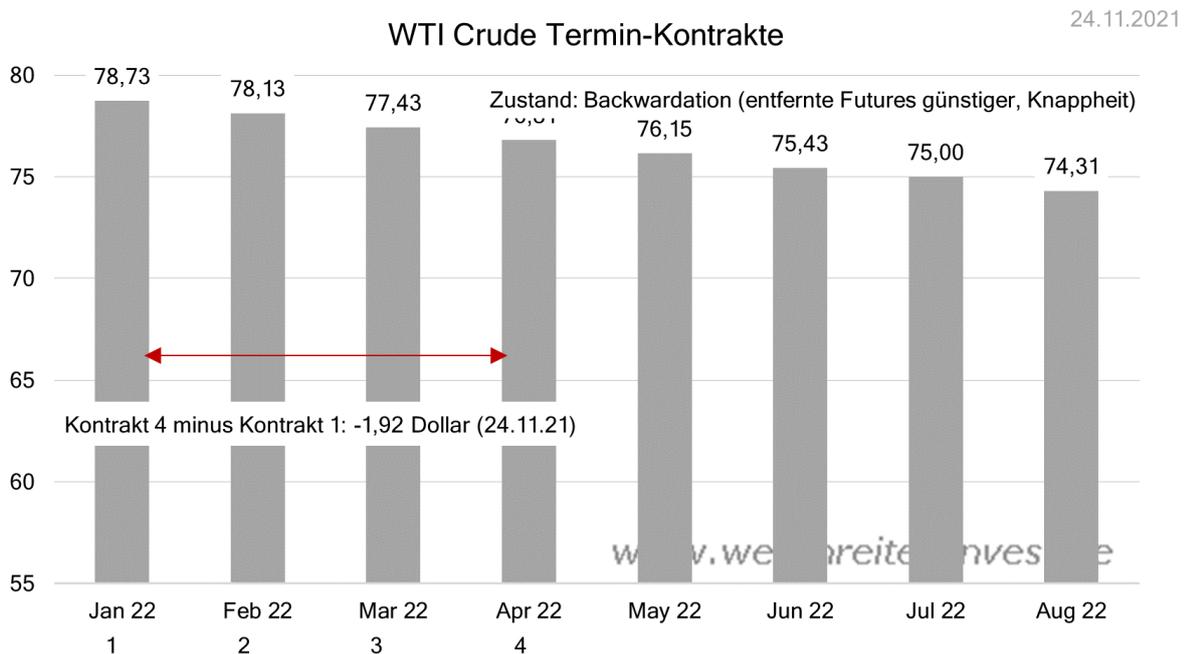


Abb. 4.16: WTI Crude Terminkontrakte

Die Backwardation erreichte mit -5,11 Dollar am 29. Oktober ihr bisheriges Maximum (siehe Pfeil folgender Chart).

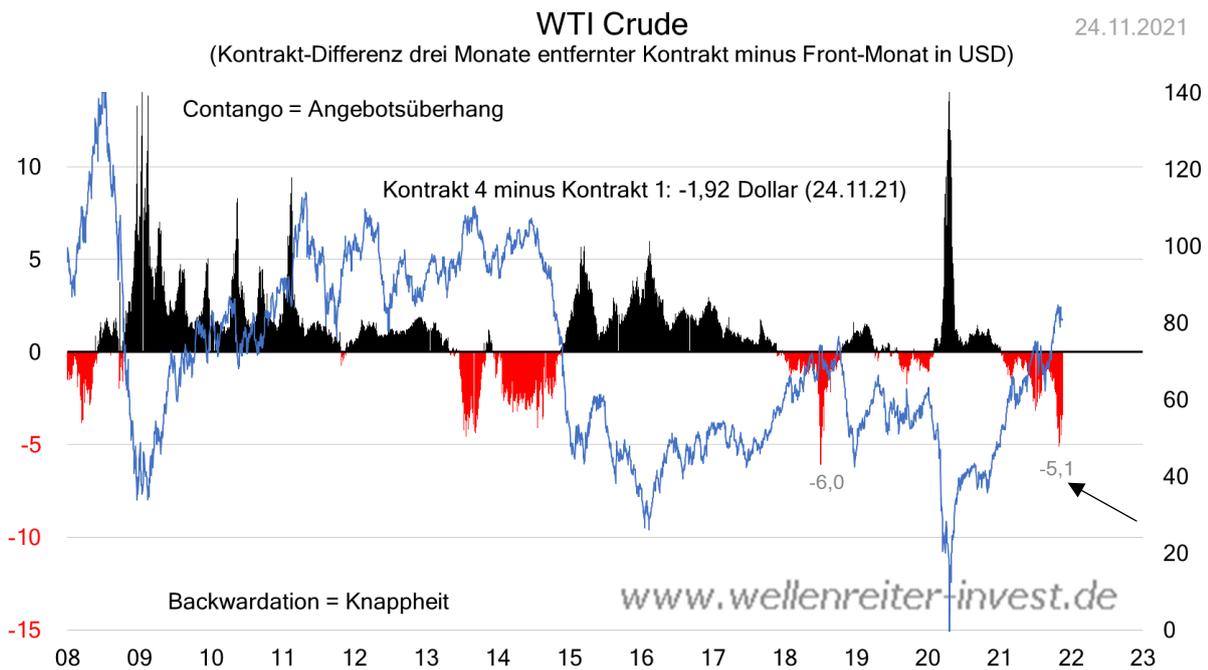


Abb. 4.17: WTI Crude Kontrakt-Differenz

Preishochs gehen häufig mit einem Backwardation-Extrem einher. Eine höhere Backwardation wurde nur Anfang Juli 2018 registriert. Damals bildete der Ölpreis einen ersten Hochpunkt aus.

Aus statistischer Sicht neigt der Ölpreis in Zwischenwahljahren gegenüber dem langfristigen Durchschnittsverlauf von Juni bis Oktober zu einer Outperformance. Einige Wochen vor den US-Zwischenwahlen beginnt er zu fallen.

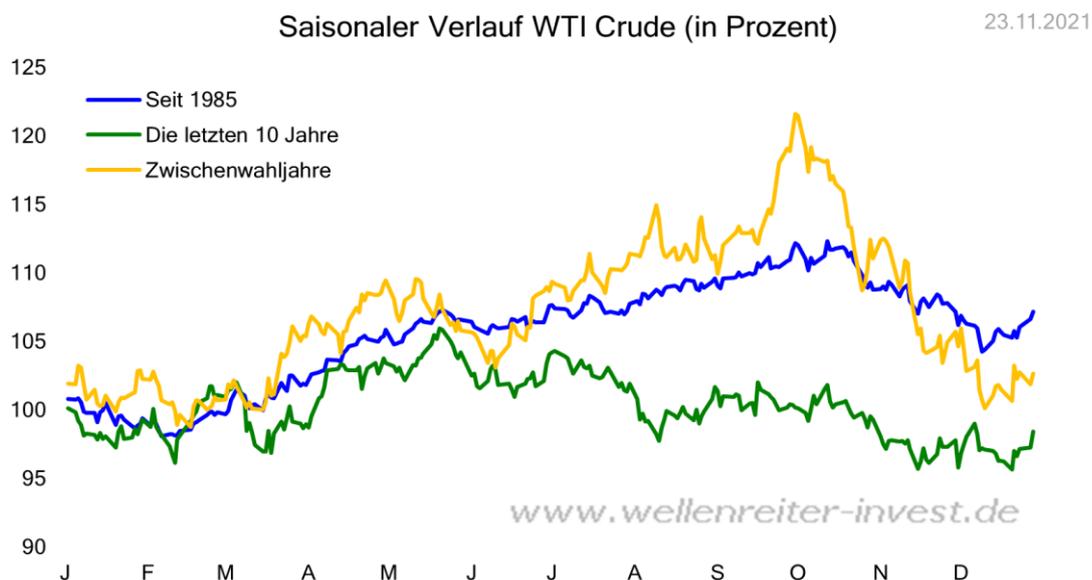


Abb. 4.18: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)

Das Wetterphänomen La Nina sorgt häufig für kalte US-Winter und lässt den Öl- und Erdgasverbrauch steigen. Umgekehrt fällt der Ölpreis häufig in einer starken EL Nino-Phase (warme US-Winter). Die aktuelle La Nina-Phase wird im Frühjahr 2022 in eine neutrale Phase übergehen.

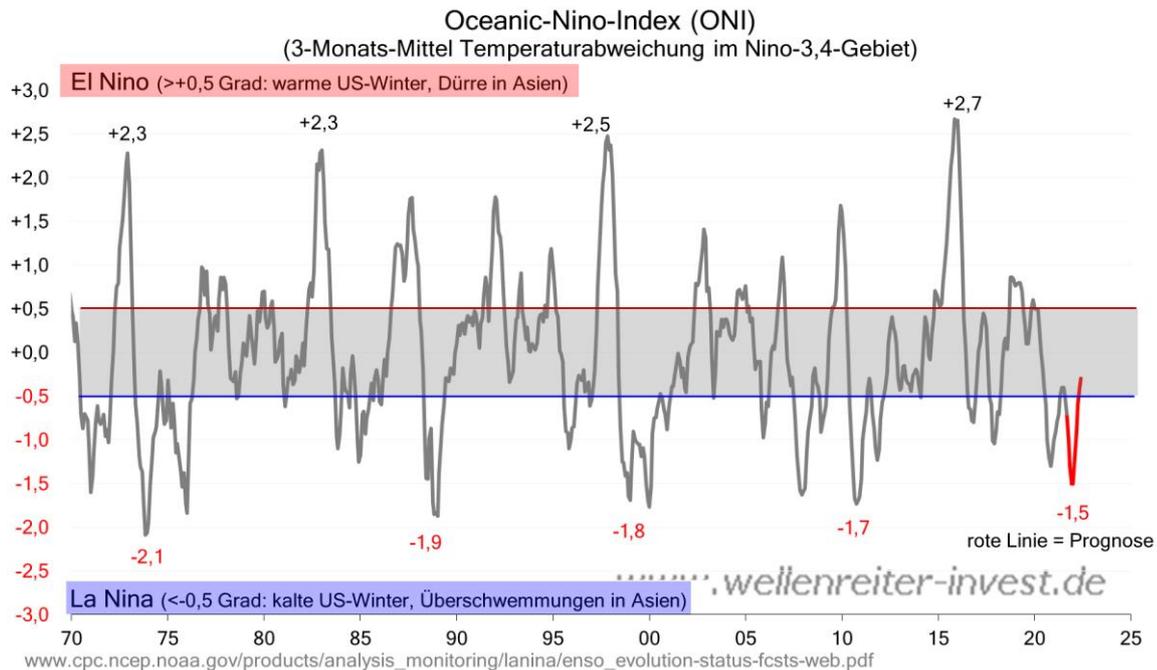


Abb. 4.19: ONI-Index

Der ONI-Index wird somit für den Ölpreis im Jahr 2022 kein Einflussfaktor mehr darstellen. Extrem-El-Ninos, die große Hitzewellen nach sich ziehen – wie im Nachgang zu 1998 und 2016 – treten alle 10 bis 15 Jahre auf. Die nächste Periode dieser Art wäre von 2026 bis 2031 zu erwarten, läge also nicht in der unmittelbaren Zukunft.

Die Strategie der OPEC unter der Führung Saudi-Arabiens besteht darin, den Ölpreis bei 60 bis 80 Dollar zu stabilisieren. Die momentan hohen Preise sind aus OPEC-Sicht eine Kompensation für die niedrigen Preise des Jahres 2020. Die Industrieländer als Konsumenten beklagen die hohen Ölpreise. China und die USA reden bereits über die Möglichkeit der Freigabe von Reserven, um den Preis im Griff zu halten.

Die OPEC-Staaten haben aufgrund des kaum ansteigenden Angebots an Erdöl in den USA an Marktmacht bei der Preisgestaltung gewonnen. Sie dürften als Kompensation für die lange Phase sehr niedriger Preise im Jahr 2020 einen höheren Preis für einen längeren Zeitraum erreichen wollen.

Seit Dezember 2020 befindet sich der Ölpreis am Terminmarkt im Zustand Backwardation. Dies stellt bereits einen langen Zeitraum dar. Eine Auflösung der Backwardation ist trotz leichten Rückgangs im Spread der Kontrakte bisher nicht erkennbar.

## US-Erdgas

Der US-Erdgas-Future pflegt scharfe Spitzen auszubilden: Einem starken Anstieg folgt ein starker Rückgang. Die Jahre 2005 und 2008, als der Preis für US-Erdgas jeweils in den zweistelligen Bereich stieg, dienen als Beispiele.

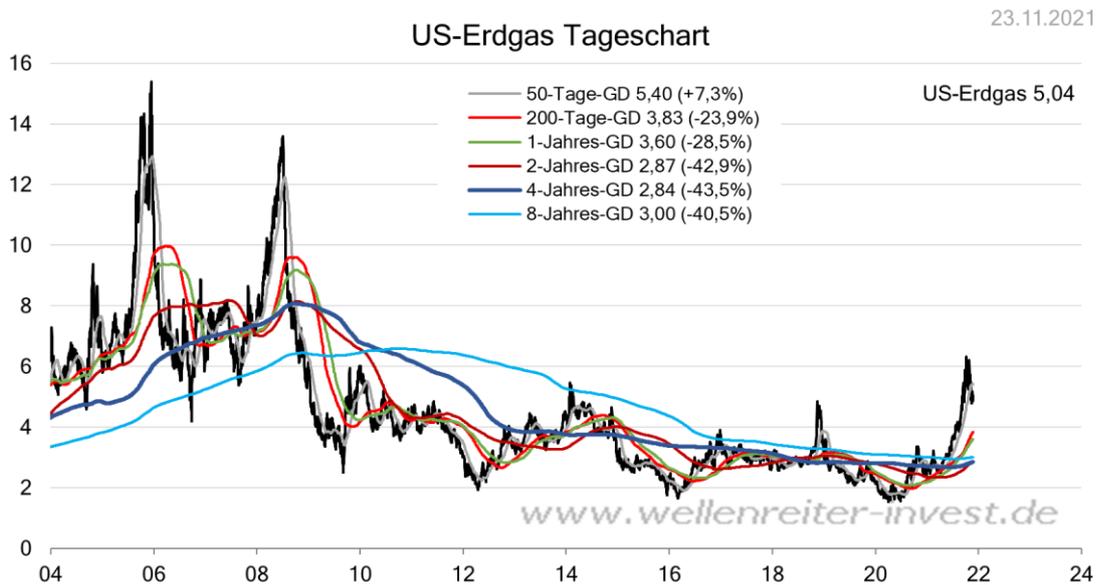


Abb. 4.20: US-Erdgas

Die Frage eine „Repricing“ stellt sich. Weltweit existieren Im- und Export-Häfen für den LNG-Transport, zunehmend auch in den USA. Erdgas wird zunehmend zu einer weltweiten Commodity. Die Differenz von 30 Dollar in Asien und 4,50 Dollar/MMBtu ist vor diesem Hintergrund zu hoch. Ein längerfristiger Anstieg des US-Natural-Gas-Futures in den Bereich zwischen 4 und 8 Dollar würde ins Bild passen.

Auch im US-Erdgasmarkt liegt eine Backwardation vor. Sie ist allerdings im Vergleich zu früheren Hochpunkten gering. Am Ende früherer Preishochs (Beispiele 2014, 2018) war die Backwardation in US-Erdgas deutlich höher.

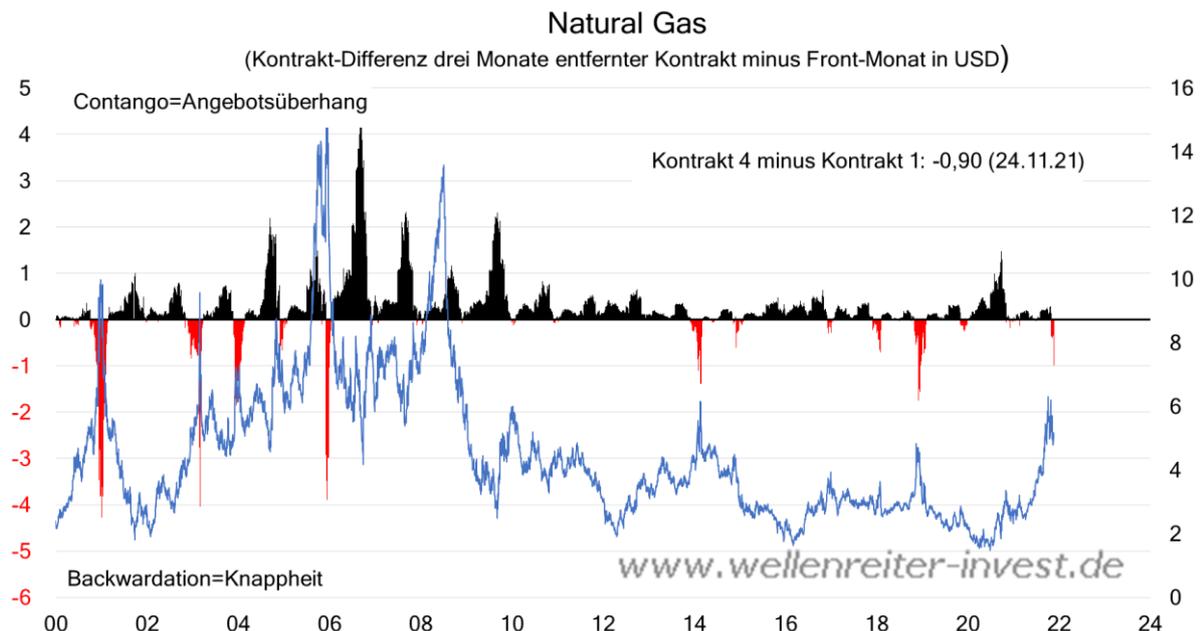


Abb. 4.21: US-Erdgas Kontrakt Differenz

Der europäische TTF-Erdgas-Future und der asiatische JKM-Erdgas-Future würden sich abschwächen, während der US-Erdgas-Future relative Stärke zeigt.

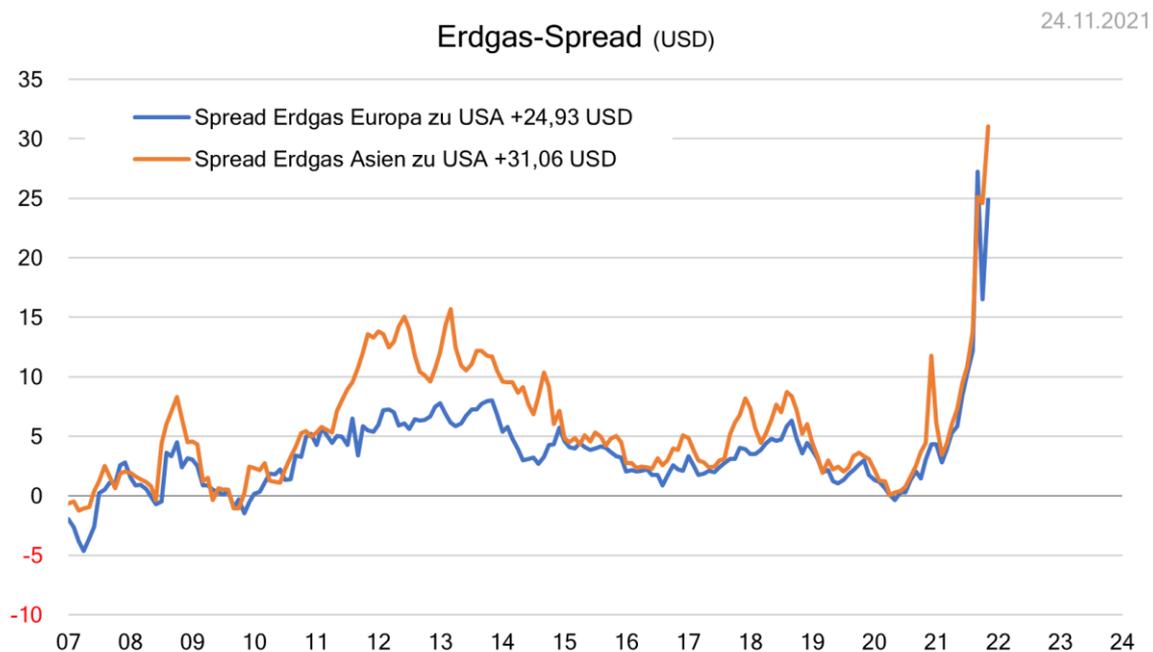


Abb. 4.22: Erdgas-Spread

Sollte Putin eine Eskalation wollen, könnte er dafür sorgen, dass der Gaspreis weiter steigt. Aber was würde er gewinnen? Die USA würden ihren Einfluss über vermehrte LNG-Transporte nach Europa vergrößern. Europa würde angesichts hoher Gaspreise seinen Ausbau in erneuerbare Energien nur noch mehr forcieren. Besser ein beständiger Cash-Cow-Einnahmestrom als Ärger mit seinem besten Kunden, die dann ihre Abhängigkeit zu verringern suchen.

Die so genannte „Merit Order“ beschreibt die Einsatzreihenfolge der Kraftwerke zur Stromerzeugung. Beginnend mit den niedrigsten Grenzkosten werden so lange Kraftwerke zugeschaltet, bis die Nachfrage gedeckt ist. Photovoltaik- und Windkraftwerke setzen die kostenlosen „Brennstoffe“ Wind und Sonne ein, daher stehen sie am Anfang der Zuschaltkette. Sobald der teuerste Rohstoff genutzt werden muss (Ende 2021 war dies Erdgas), steigt der Börsenstrompreis deutlich.

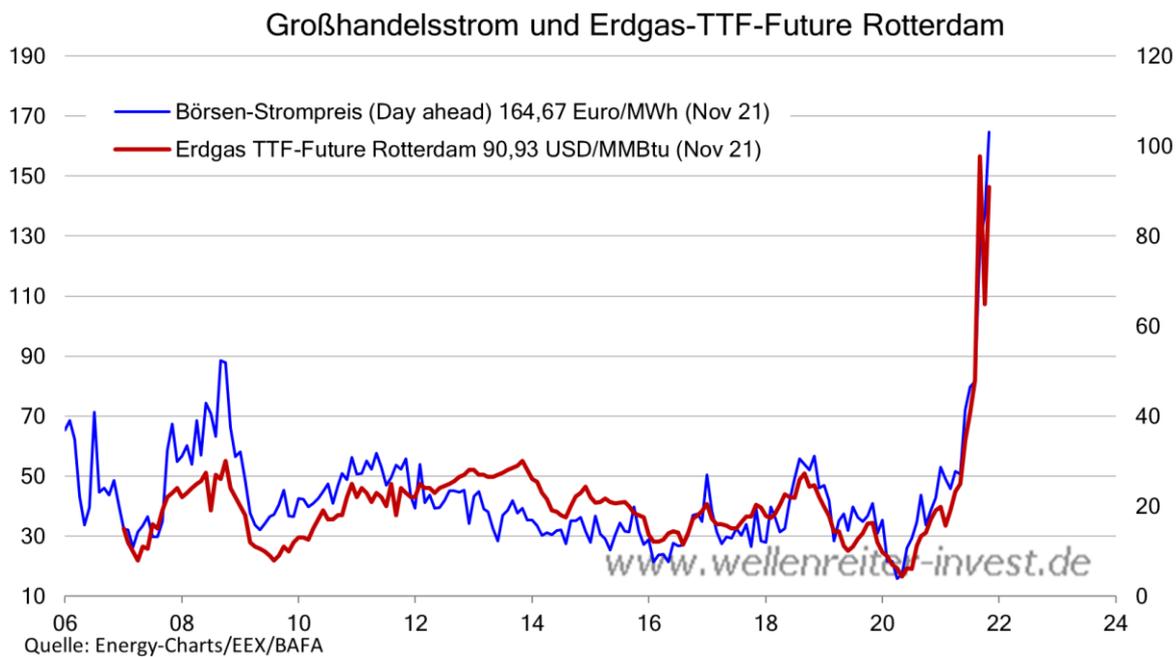


Abb. 4.23: Großhandelsstrom und Erdgas

Die Energiepreise sind üblicherweise frühe Treiber der Inflation, setzten aber auch frühe Zeichen in Richtung einer deflationären Entwicklung. Der Oktober 2021 mit seinen preislichen Übertreibungen dürfte eine Art Wasserscheiden-Ereignis gewesen sein.

Auch die Backwardation in WTI Crude erscheint ausreichend groß, um den Ölpreis zum Jahresende 2021 schwächer zu sehen. Die 80-Dollar-Marke sollte ein wichtiges Hindernis in WTI Crude darstellen. Dafür spricht die stabile US-Rendite am langen Ende, die negative Divergenz im Open Interest und der wahrscheinliche Produktionsüberhang ab dem Frühjahr 2022. Der Bereich um 60 Dollar sollte als Unterstützung dienen. In US-Erdgas könnte sich mittelfristig eine Handelsspanne zwischen 4 und 8 Dollar einstellen. Die Nachfrage nach Erdgas sollte angesichts der Ausphasung des Energieträgers Kohle auf einem hohen Niveau bleiben. Charttechnisch hat die 3-Dollar-Marke im Falle eines Rücksetzers eine hohe Unterstützungsbedeutung.

### 4.3. Metalle

#### Übersicht

Der Markt für Metalle zeigte weniger Dynamik als der Energiemarkt. Der Kupferpreis markierte sein Hoch bereits im Mai 2021. Gleiches gilt für den Eisenerz-Preis. Dieser reagierte auf die fallende Nachfrage des chinesischen Immobilienmarktes. Lediglich Aluminium zog die Preisrally bis zum Oktober durch, musste dann aber Federn lassen.

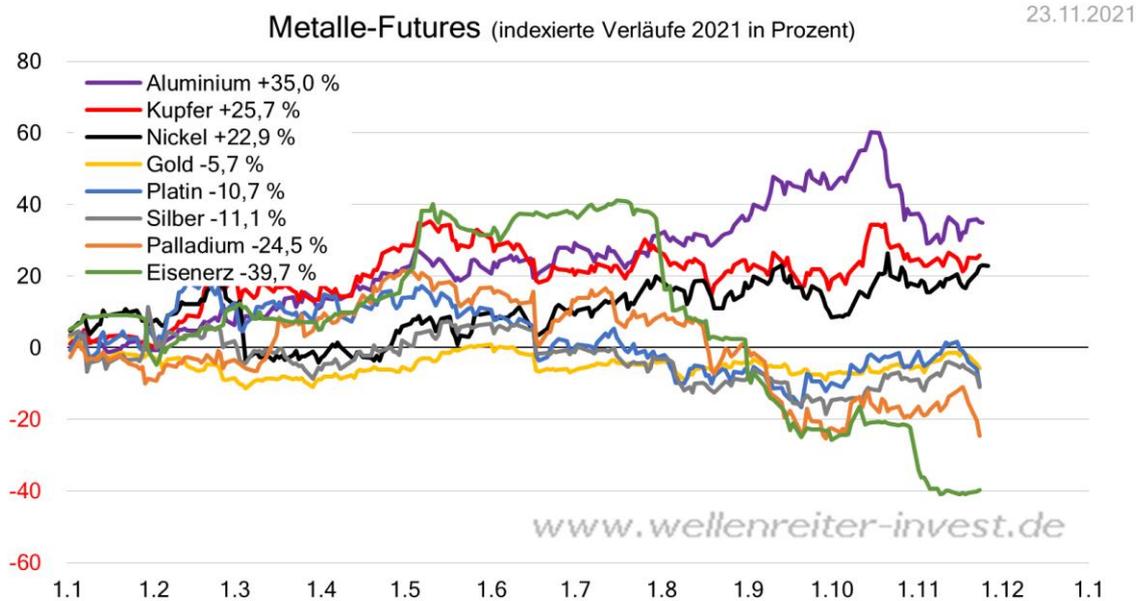


Abb. 4.24: Metalle-Futures

#### Gold

Gold tut sich schwer, aus seiner Konsolidierung nach oben auszubrechen. Aus chart-technischer Sicht dürfte im November 2021 ein erneutes Hoch markiert worden sein.

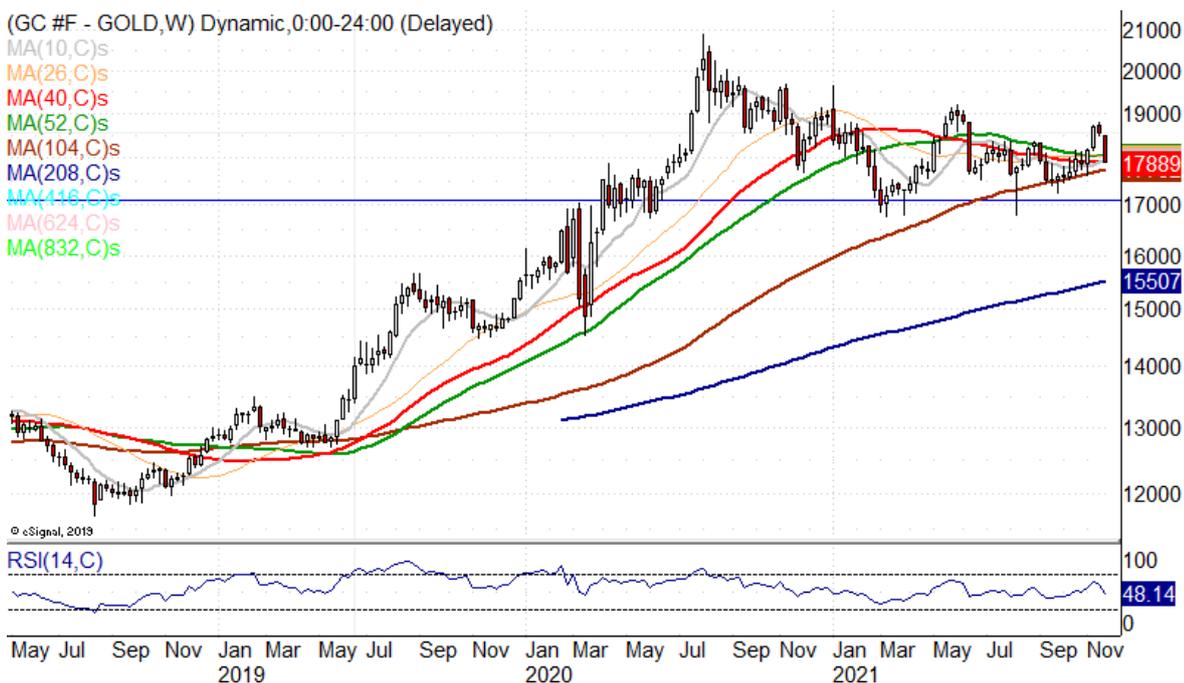


Abb. 4.25: Gold

Die Zinsen am langen Ende steigen zwar angesichts der im November veröffentlichten Oktober-US-Inflationsrate von 6,2%. Erwartet wurden 5,9%. Aber der Zinsanstieg am langen Ende hält sich in Grenzen. Der Realzins befindet sich in der Dimension der 1970er Jahre. Er ist nachfolgend invers dargestellt.

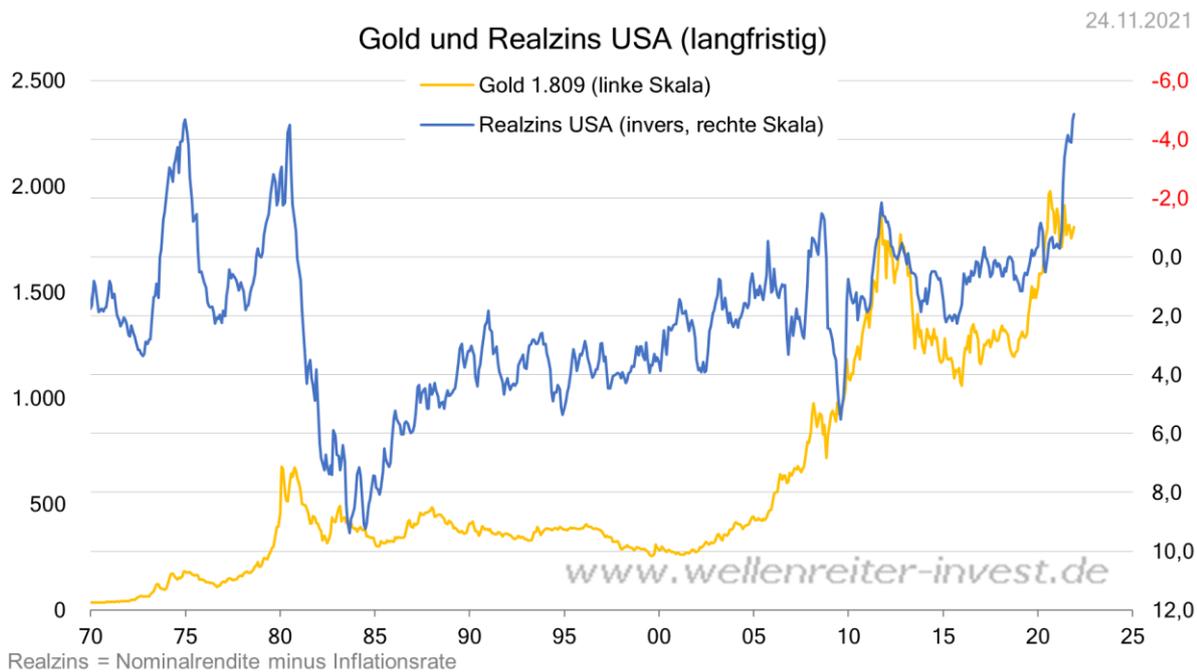


Abb. 4.26: Gold und Realzins

Ein Peak im negativen Realzins hat den Goldpreis in der Vergangenheit ins Stolpern gebracht. Wenn die Zinsen am langen Ende weitgehend neutral sind und die US-Inflationsrate möglicherweise im Dezember ihr vorläufiges Hoch ausbilden sollte, dann hätte der Goldpreis die günstige Phase verpasst.

Der wieder positiver werdende Realzins wird Gold im ersten Halbjahr 2022 belasten. Denn wenn unsere Annahme stimmt, dass die US-Inflationsrate innerhalb der ersten sechs Monate des Jahres 2022 von 6 auf 3 Prozent zurückgehen wird, dann kann der Realzins sich nur Richtung Null-Linie zurückbewegen. Auf dem obigen Chart würde eine Spitze ausgebildet werden.

Aus saisonaler Sicht würde die erste Jahreshälfte eine Seitwärtsbewegung im Goldpreis sehen. Die Unterstützung bei 1.700 US-Dollar ist wichtig und dürfte ein Ziel darstellen. Bei einem Fall darunter käme der steigende 4-Jahres-GD bei etwa 1.600 US-Dollar ins Spiel. Das dritte Quartal sollte von einem Anstieg geprägt sein.

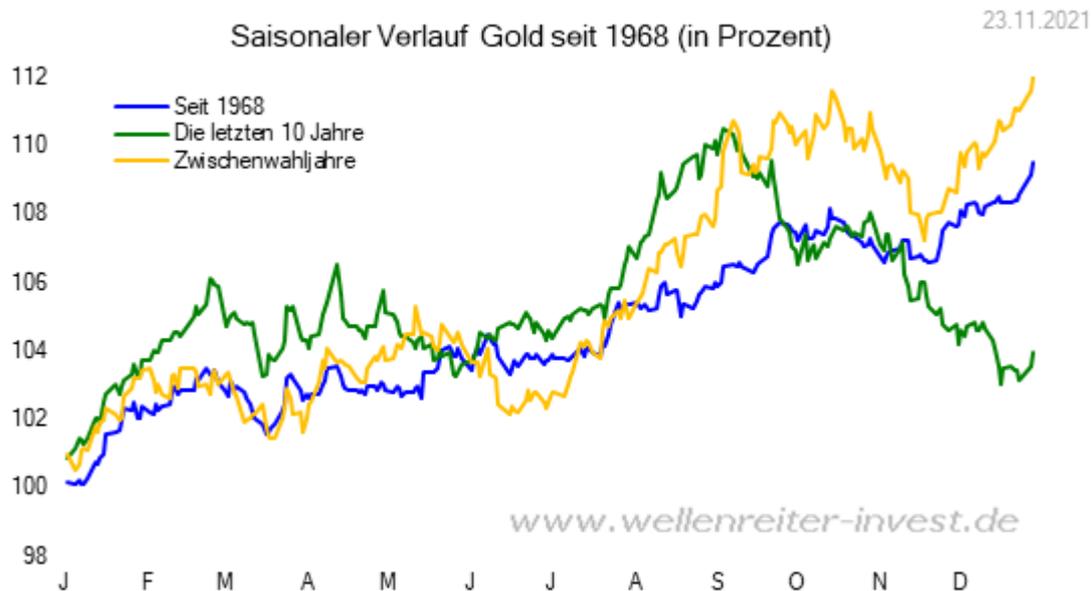


Abb. 4.27: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)

Am US-Terminmarkt notiert die Spekulation bereits auf einem recht hohen Niveau. In der ersten Jahreshälfte 2022 würde die Spekulation dann rückläufig sein, um Luft für einen erneuten Anstieg in der zweiten Jahreshälfte holen zu können.

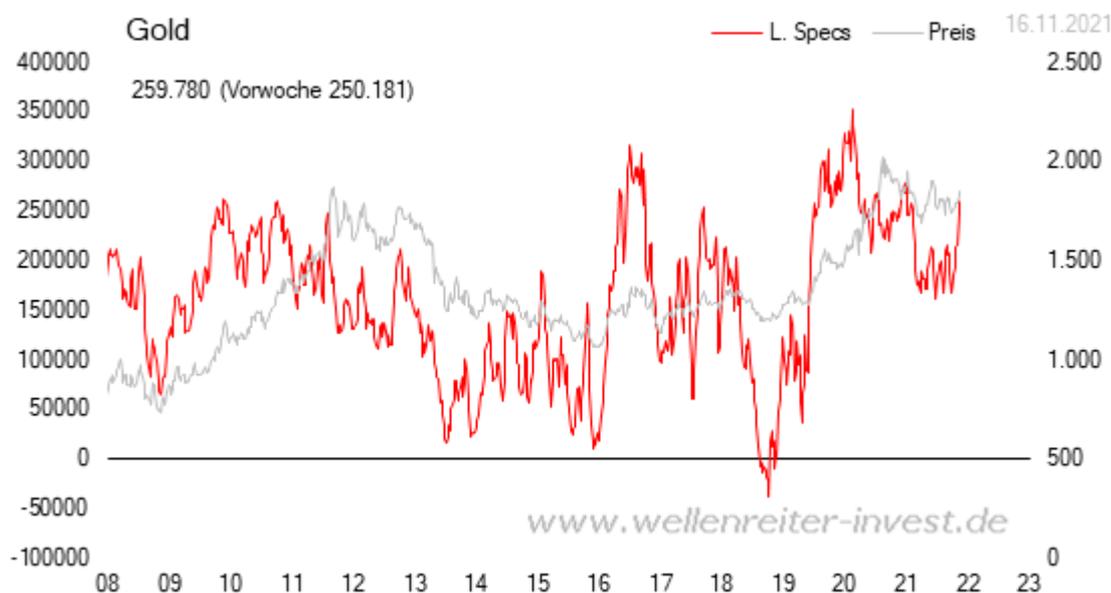


Abb. 4.28: Gold Großspekulanten

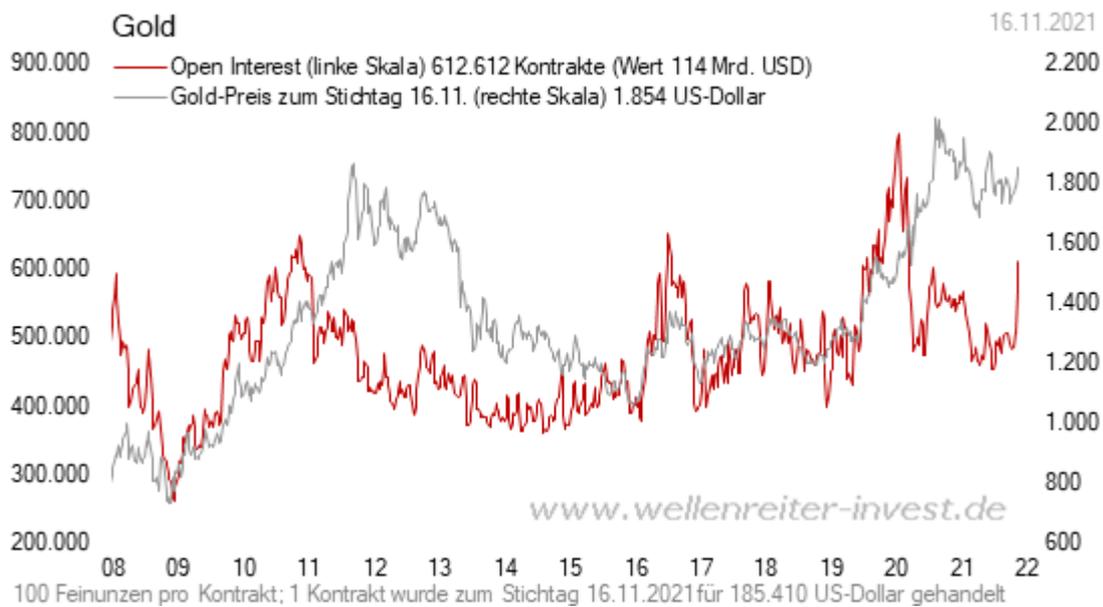


Abb. 4.29: Netto-Positionierung der Großspekulanten / Open Interest im Gold

Als Hinweisgeber kann auch weiterhin das Open Interest gelten. Es wies in den Jahren 2011 und 2020 vorauslaufend auf ein Hoch im Goldpreis hin. Die Ausbildung einer weiteren Spitze im Open Interest würde ebenfalls ein Signal für ein Hoch im Goldpreis darstellen.

### Silber

Silber scheiterte erneut an seiner 200-Tage-Linie. Ein Verlassen der Formation nach unten würde bei einem Bruch der 22-Dollar-Marke erfolgen.



Abb. 4.30: Silber

Saisonal ist Silber im Jahr 2022 ebenfalls ein Kandidat für einen Anstieg in der zweiten Jahreshälfte.



Abb. 4.31: Saisonaler Verlauf Silber

Die Spekulation bleibt in Silber fast schon gewohnheitsmäßig geringer als in Gold. Die Ausgangssituation für eine Rally in der zweiten Jahreshälfte 2022 erscheint gut.

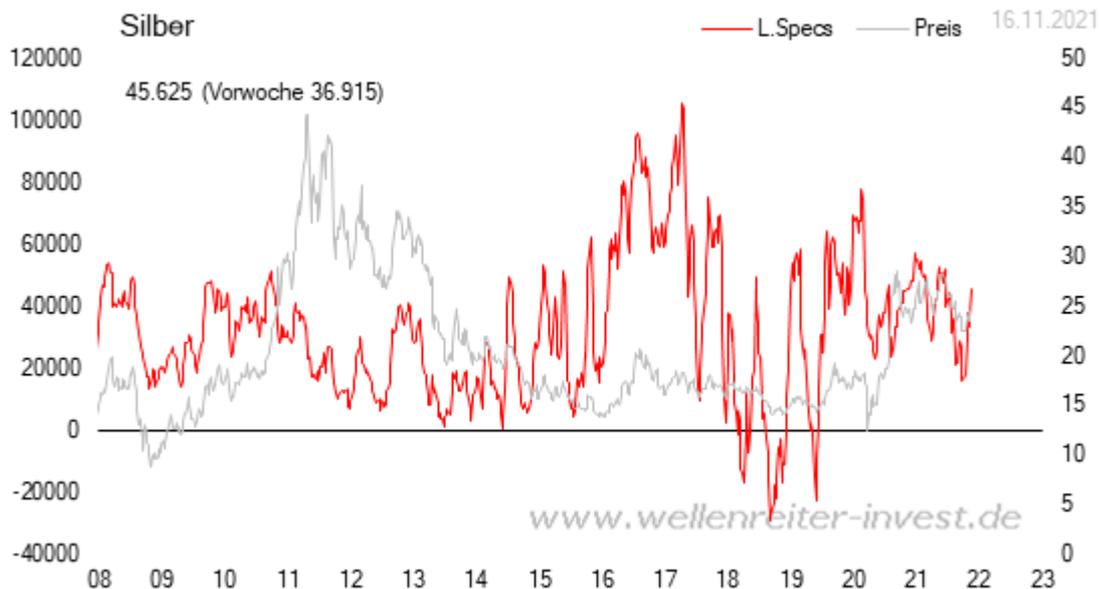


Abb. 4.32: Silber Großspekulant

Der Goldpreis sollte in einem Umfeld zunächst fallender Inflationsraten schwächer tendieren. Die Marke von 1.700 US-Dollar ist eine wichtige Unterstützung. Er hat aber in der zweiten Jahreshälfte 2022 die Chance auf einen Anstieg, sollte es zu einer erneuten Risk-on-Phase kommen. Silber befindet sich in einer ähnlichen Situation, hätte aber in der zweiten Jahreshälfte aufgrund der besseren CoT-Daten und einer in der zweiten Jahreshälfte üblichen relativen Stärke gegenüber Gold die Chance, prozentual stärker zu steigen als Gold. Insgesamt sehen wir eher eine Handelsspanne in Gold und Silber.

## 4.4 Agrar

### Übersicht

Die nachwachsenden Rohstoffe zeigten im Jahr 2021 eine heterogene Bilanz. Während der Kaffeepreis um 80% stieg, ließ der Preis für Bauholz um 11% nach.

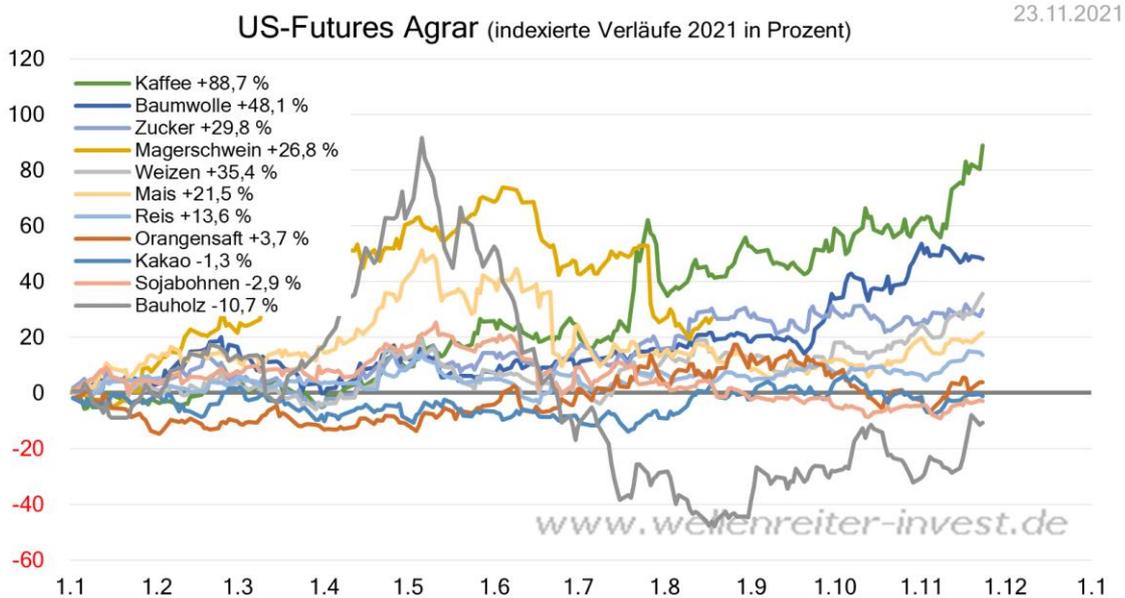


Abb. 4.33: Agrar-Futures

### Bauholz

Der Bauholz-Preis befindet sich trotz des Preisrückgangs mit 773 US-Dollar oberhalb der langjährigen Handelsspanne, die bei etwa 450 Dollar endete. Bauholz war der „First Mover“ im Hinblick auf steigende Rohstoffpreise.

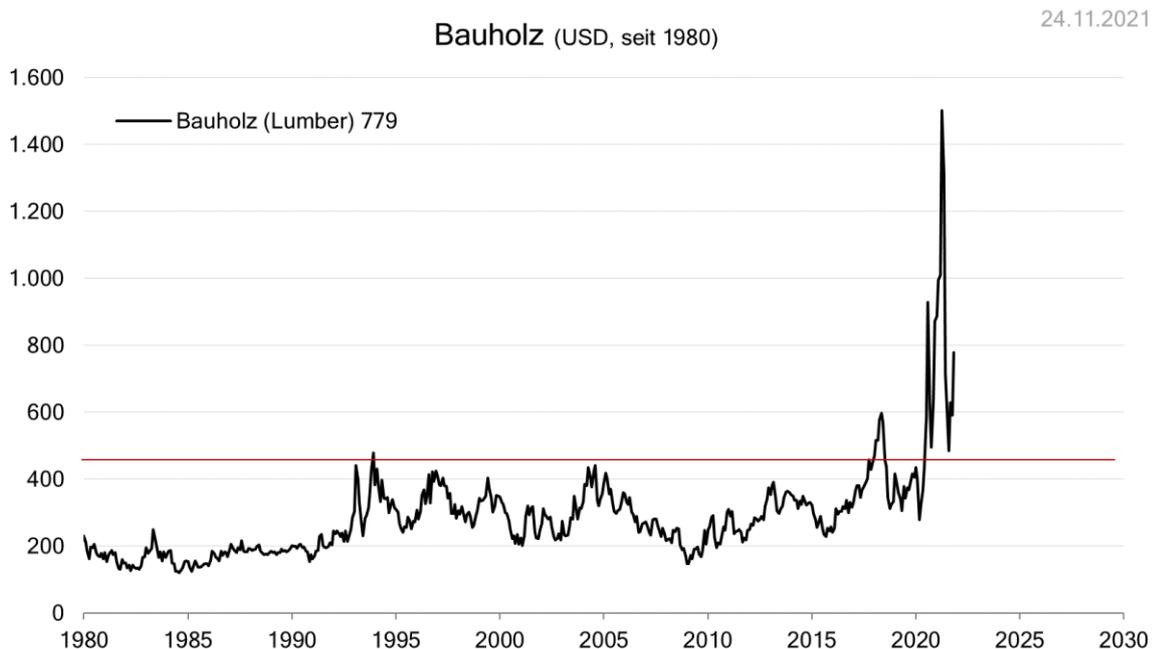


Abb. 4.34: Bauholz

Sollte Bauholz sich eine neue Spanne erschließen können, die bei 450 bis 1.000 Dollar liegen würde, dann würden wir unsere These gestützt sehen, dass sich die US-Inflationsrate in den kommenden zwei bis drei Jahren auf einem höheren Niveau als der üblichen Spanne zwischen 0 und 2 Prozent bewegen wird.

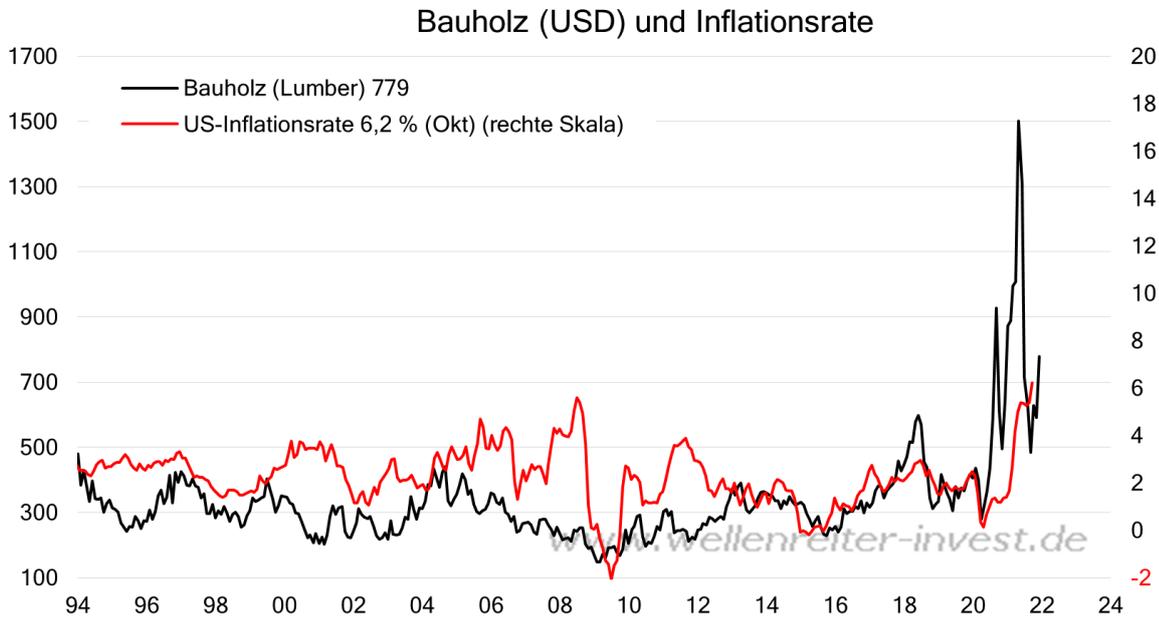


Abb. 4.35: Bauholz und Inflationsrate

### Weizen

Der Weizenpreis steht für uns weiterhin im Fokus. Schon im vergangenen Jahr beschrieben wir die charttechnisch positive Formation. Weizen ist einer der wichtigsten nachwachsenden Rohstoffe. Er liefert etwa 20 Prozent der globalen Kalorien und Ernährung. Die sechs wichtigsten Länder für den Weizenanbau sind die USA, Argentinien, Australien, Kanada, die EU und die Region um die Schwarzmeerküste (Russland, Ukraine, Kasachstan).

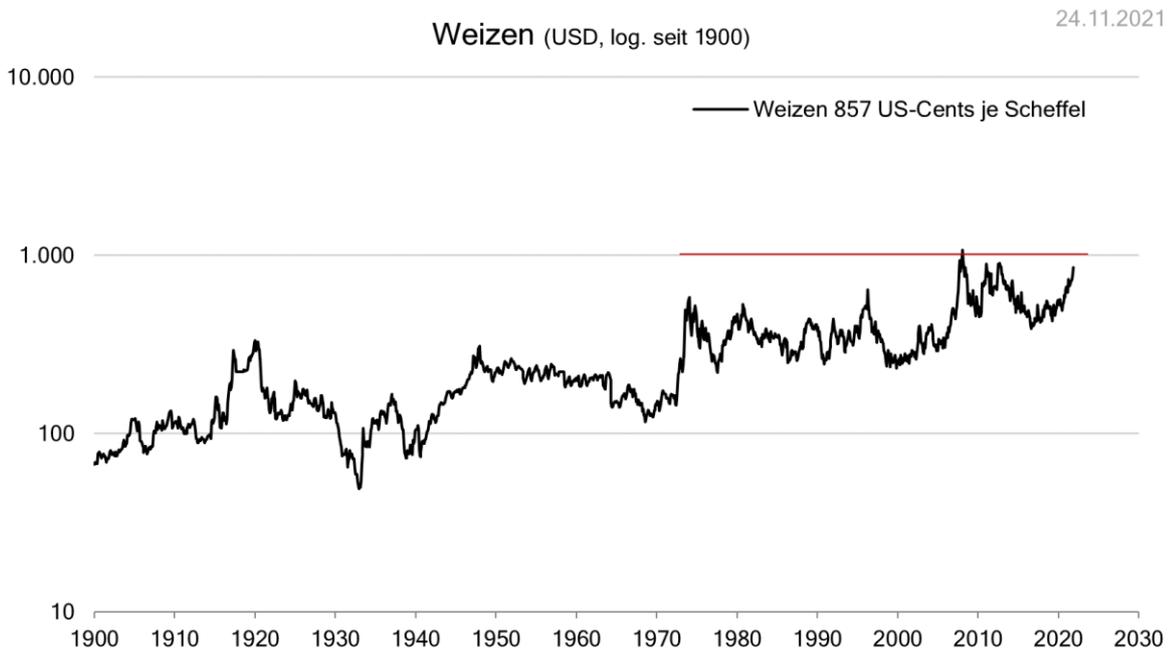


Abb. 4.36: Weizen

Weizen notiert bei 847 US-Cents pro Scheffel. Die Marke von 1.000 US-Cent pro Scheffel ist ein wichtiger Widerstand. Wir nehmen an, dass der Preis dort hinlaufen wird und anschließend konsolidieren wird. Die Preise von Agrarrohstoffen steigen in einem inflationären Umfeld häufig mit Verspätung an.

Die Spekulation in Weizen befindet sich auf einem maßvollen Niveau. Die Großspekulanten stehen einem steigenden Weizenpreis nicht im Weg.

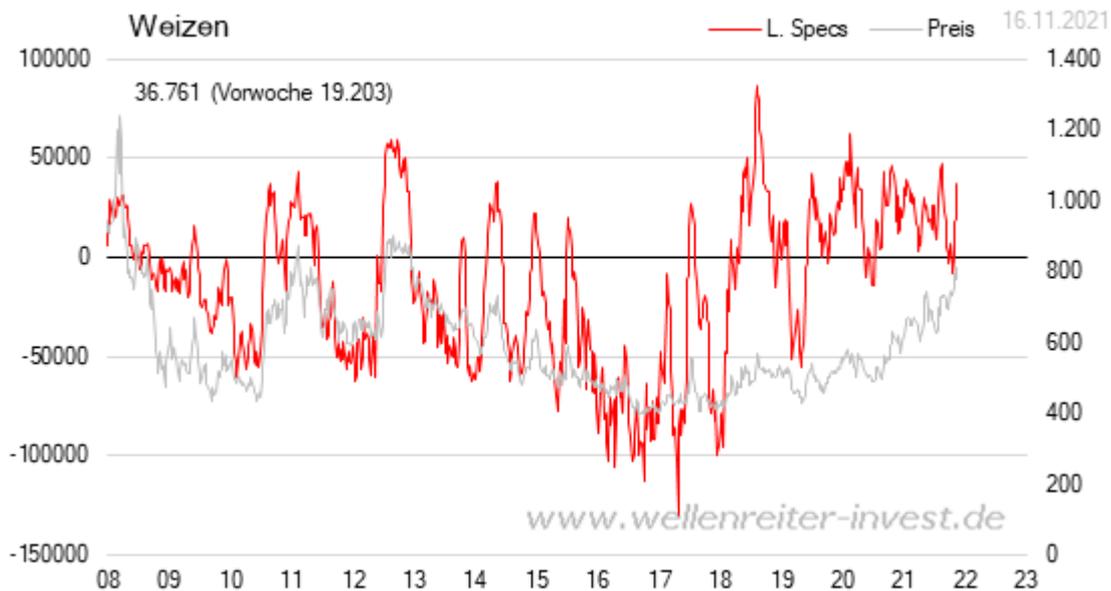


Abb. 4.37: Weizen Großspekulanten

### Reis

Die Inflationsrate in China und in Japan ist relativ gering. Entsprechend moderat verhält sich der Reisfuture. Der Reispreis stieg im Vorfeld der Asienkrise 1997, nur um anschließend deutlich zu fallen.



Abb. 4.38: Reis

Wir nehmen an, dass der Reispreis steigen wird, sollte die Inflation mit Verzögerung in China und - etwas abgeschwächer - auch in Japan ankommen.

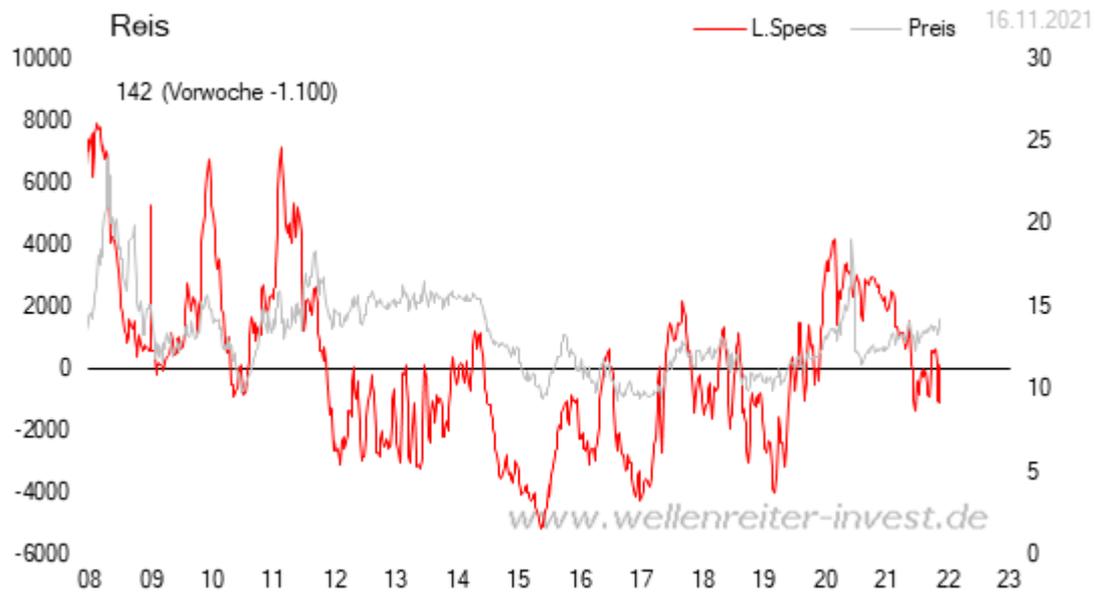


Abb. 4.39: Reis Großspekulanten

Die Spekulation in Reis ist jedenfalls moderat genug. Auch würden die Großspekulanten einem Anstieg nicht entgegenstehen.

## 5. Der Aktienmarkt

### 5.1 Bewertung

Wir betrachten die Q-Ratio, den Buffet-Indikator und das Fed-Modell als Bewertungsfaktor für US-Aktien. Per Ende des zweiten Quartals 2021 notierte die Q-Ratio für den US-Markt mit 1,78. Dies entspricht einem Rekordwert und ist umso ungewöhnlicher für eine gerade beendete Rezession.

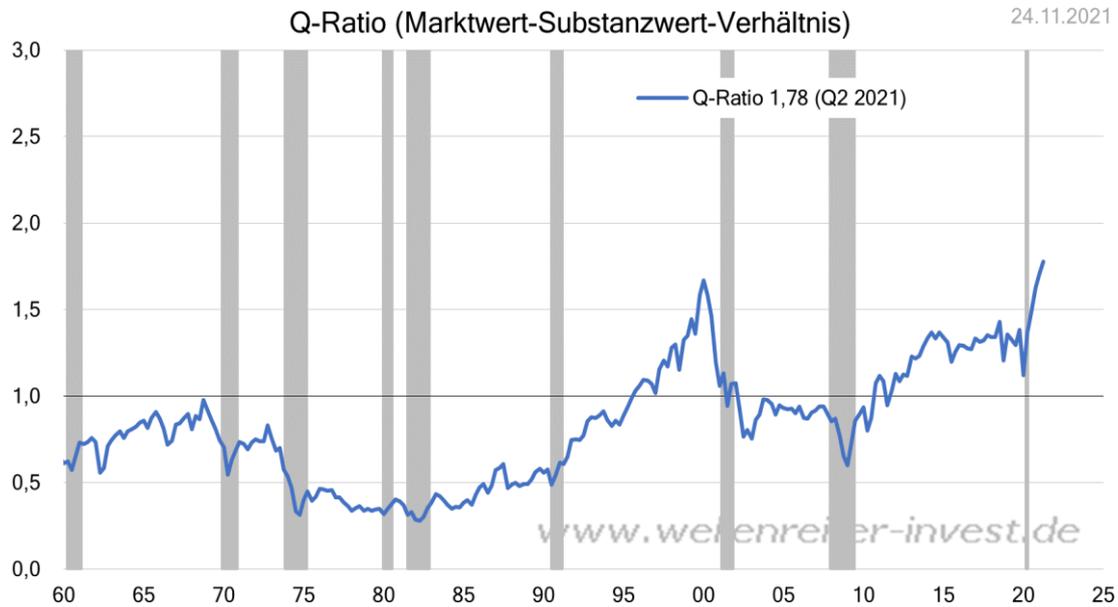


Abb. 5.1: Q-Ratio

Der Marktwert (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten), geteilt durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände (Substanzwert) ergibt den „Tobins Quotient“ (Q-Ratio). Man nennt dies Marktwert-/ Substanzwert-Verhältnis. Ein Wert von 1 zeigt eine faire Bewertung an. Die Q-Ratio folgt damit dem Buffett-Indikator.

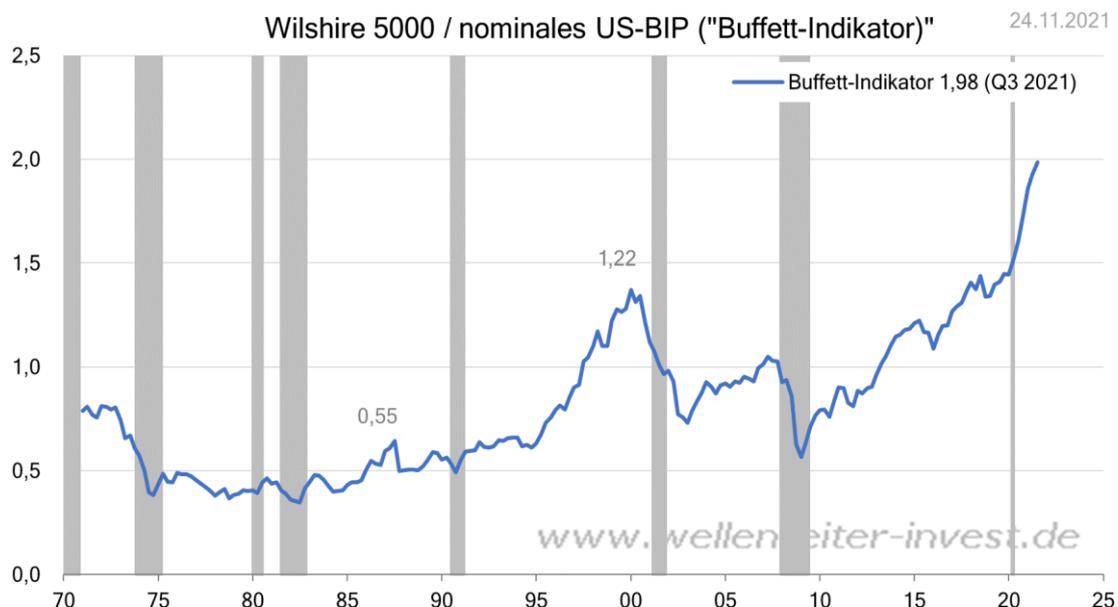


Abb. 5.2: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP

Dieser Indikator vergleicht die Gesamtmarktkapitalisierung des US-Aktienmarktes (Wilshire 5000 Index) mit dem nominalen BIP, er ist eine Art Kurs-Umsatz-Verhältnis auf volkswirtschaftlicher Ebene (obiger Chart).

Ein neues Rekordhoch erzielte dieser Indikator bereits in den letzten beiden Jahren. Der momentan erreichte Wert von 1,98 liegt signifikant oberhalb des Niveaus der Dot-com-Blase im Jahr 2000.

Die Attraktivität der Aktien gegenüber Anleihen speist sich aus der höheren Gewinnrendite. Während die Rendite 10jähriger US-Anleihen bei 1,5 Prozent notiert, weist der US-Aktienmarkt eine Rendite von 2,6 Prozent auf.

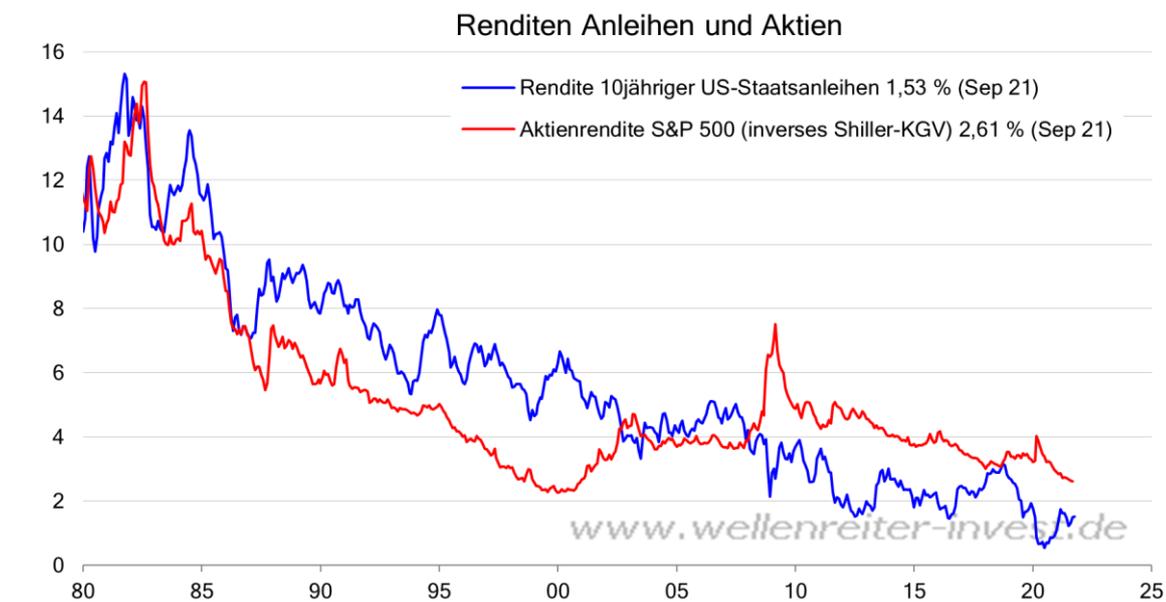


Abb. 5.3: Gewinnrendite Aktien und Anleihen

Die Rendite 10jähriger US-Anleihen bleibt historisch schwach. Die Aktienrendite fällt mit steigenden KGVs zwar auch, hält aber ihren Abstand zu den Anleiherenditen. Ein moderater Anstieg der Rendite von Anleihen trübt die Bewertung von Aktien nicht, aber ein deutlicher Anstieg würde dies tun.

Das sogenannte FED-Modell vergleicht die Spanne zwischen Anleihen- und Aktienrenditen. Die Differenz beträgt 1,1 Prozentpunkte zugunsten der Aktienrendite. Der rote Pfeil bezeichnet die Linie, an der die Aktienrendite gegenüber der Anleihenrendite keinen Vorteil mehr hätte.

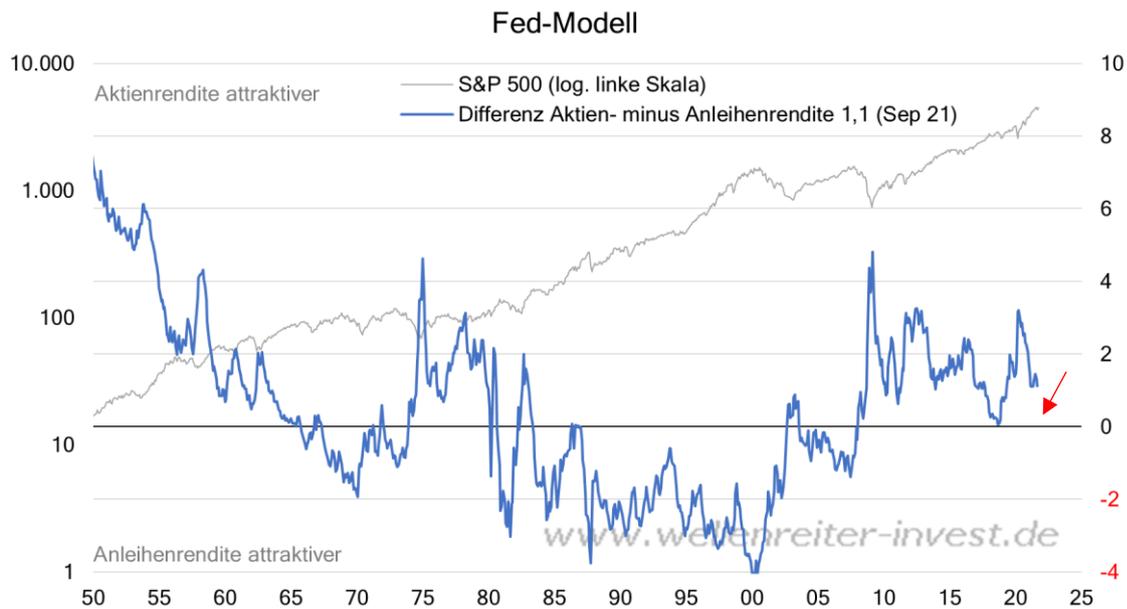


Abb. 5.4: Fed-Modell

Steigt die Rendite 10jähriger Anleihen auf nicht mehr als 2 Prozent, dann würde die Attraktivität der Aktienmärkte praktisch so lange überwiegen, bis die Bewertung des Jahres 2000 erreicht worden ist (=Aktienrendite 2%). Die Kritik, die an diesem Modell geübt werden muss, ist der Umstand, dass in der Zeitperiode der 80iger und 90iger Jahre trotz der Vorteilhaftigkeit der Anleihenrendite eine starke Hausse am US-Aktienmarkt zu beobachten war. Die fallenden Renditen erhöhten den Wert der erwarteten zukünftigen Cashflows.

Eine Gefahr für die Aktienmärkte würde entstehen, wenn die Rendite am langen Ende um die dargestellten 1,1 Prozent steigen würde. Technologieaktien würden zu den ersten zählen, die wegen niedrigerer abgezinster Gewinne negativ reagieren würden.

## 5.2 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2022 ist ein Zwischenwahljahr 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 +7,5%

Historisch betrachtet sind Zwischenwahljahre die schwächsten Jahre im Wahlzyklus (Nr. 1 sind die Vorwahljahre).

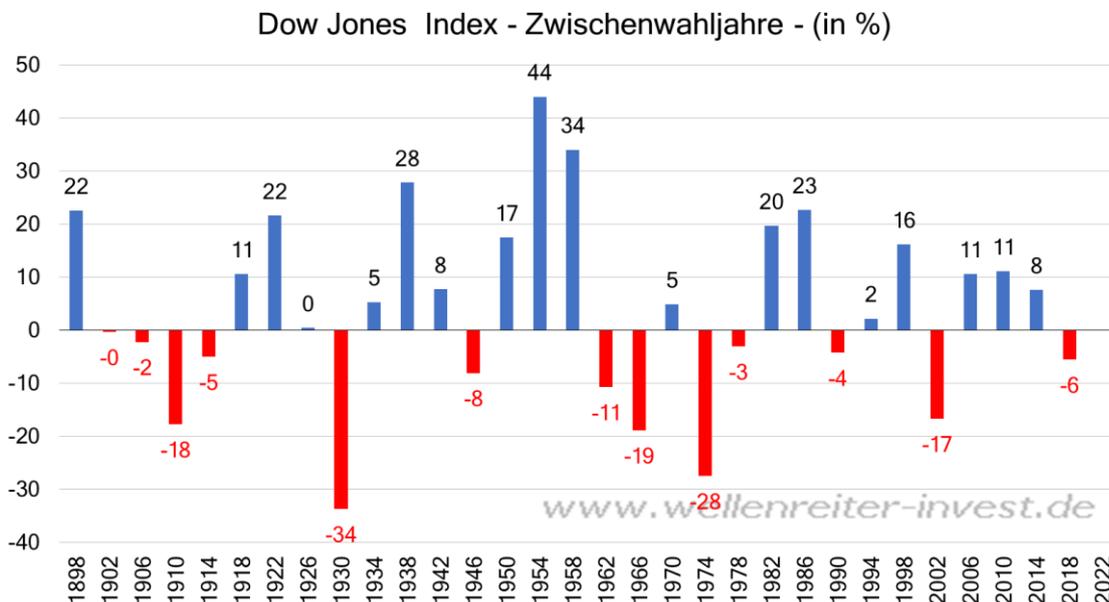


Abb. 5.5: Dow Jones Index Verteilung Nachwahljahre (prozentuale Veränderung)

Drei der vier letzten Zwischenwahljahre verliefen positiv. Das letzte Zwischenwahljahr 2018 endete im Minus. Auffällig sind die mageren Dow-Gewinne in Plus-Jahren seit der Jahrhundertwende. Zweimal 11 Prozent und einmal 8 Prozent sind im Vergleich zu den anderen Zyklen gering.

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

In Joe Bidens bisheriger Amtszeit stieg der Dow Jones Index um 17,9 Prozent. Der Wertzuwachs liegt auf dem Niveau der ersten beiden Jahre Bill Clintons oder Donald Trumps. Beide benötigten dafür allerdings zwei Jahre.

Jahre	Präsident	Senat	Rep.Haus	Dow	%Veränd.	%Amtszeit
1945-1946	Harry S. Truman			177	+16,6	
1947-1948				177	+0,1	
1949-1950				235	+32,5	
1951-1952			291	+23,8	+91,4	
1953-1954	Dwight D. Eisenhower			404	+38,8	
1955-1956				499	+23,5	
1957-1958				584	+17,0	
1959-1960			616	+5,5	+111,7	
1961-1962	John F. Kennedy			652	+5,8	+5,8
1963-1964	Lyndon B. Johnson			874	+34,0	
1965-1966				786	-10,1	
1967-1968				944	+20,1	+44,7
1969-1970	Richard Nixon			839	-11,1	
1971-1972				1.020	+21,6	
1973-1974				616	-39,6	-34,7
1975-1976	Gerald Ford			1.005	+63,1	+63,1
1977-1978	Jimmy Carter			805	-19,9	
1979-1980				964	+19,8	-4,0
1981-1982				1.046	+8,5	
1983-1984	Ronald Reagan			1.211	+15,8	
1985-1986				1.895	+56,5	
1987-1988				2.168	+14,4	+124,9
1989-1990	George H. W. Bush			2.633	+21,4	
1991-1992				3.301	+25,4	+52,3
1993-1994				3.834	+16,1	
1995-1996	Bill Clinton			6.448	+68,2	
1997-1998				9.181	+42,4	
1999-2000				10.788	+17,5	+226,8
2001-2002	George W. Bush			8.341	-22,7	
2003-2004				10.783	+29,3	
2005-2006				12.463	+15,6	
2007-2008			8.776	-29,6	-18,6	
2009-2010	Barack Obama			11.578	+31,9	
2011-2012				13.104	+13,2	
2013-2014				17.823	+36,0	
2015-2016			19.763	+10,9	+125,2	
2017-2018	Donald Trump			23.327	+18,0	
2019-2020				30.606	+31,2	+54,9
2021-2022	Joe Biden			36.079	+17,9	
2023-2024						

Abb. 5.6: Zusammensetzung US-Kongress seit 1945

Die Zwischenwahlen („Midterm-Elections“) finden am 8. November 2022 statt. Nach dem Wahlrecht der USA sind alle zwei Jahre ein Drittel der Senatoren und das gesamte Repräsentantenhaus neu zu wählen. Die obige Auflistung zeigt, dass die Opposition seit 1992 bei allen Zwischenwahlen das Repräsentantenhaus eroberte, es also zu einem Wechsel kam. Die Ausnahme war die Midterm-Wahl im November 2002, als ein Jahr nach 9/11 und kurz vor dem Irak-Krieg Präsident Bush die Nation hinter sich versammeln konnte. Die Wahrscheinlichkeit eines Führungswechsels im Repräsentantenhaus am 8.11.2022 ist sehr hoch. Noch mehr gilt dies für den Senat, wo ein Patt herrscht. Auch hier dürften die Republikaner das Ruder übernehmen. Joe Biden wird dann größere Gesetzesvorhaben nicht mehr durchbringen können.

Es sei allerdings darauf verwiesen, dass der demokratische Präsident Bill Clinton in den 1990ern sechs seiner acht Amtsjahre gegen eine Mehrheit der Republikaner in Senat und Repräsentantenhaus regierte. Für die US-Aktienmärkte war dies dennoch ein sehr guter Zeitraum. Sogar die Netto-Neuverschuldung kehrte sich in ein Budget-Plus um.

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

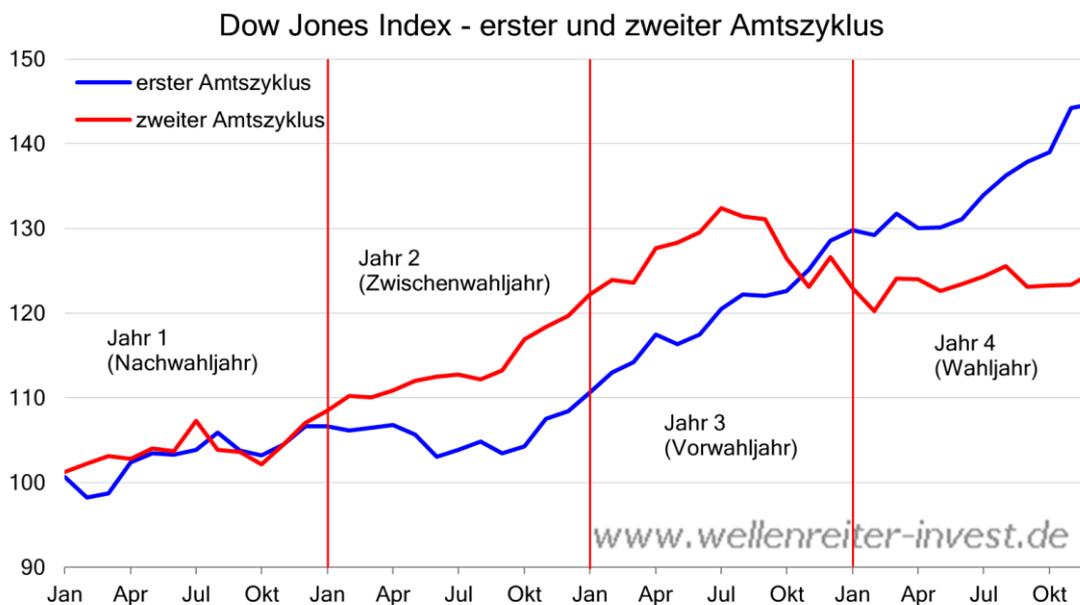


Abb. 5.7: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus

Demnach verläuft die Entwicklung des Zwischenwahljahres im Rahmen eines ersten Amtszyklus schwach. Für beide Zyklen (blaue und rote Linie) gilt: Unmittelbar vor der Zwischenwahl im November 2022 beginnt eine Rally, die sich bis in den Sommer des Folgejahres (in diesem Fall 2023) fortsetzt.

Das zweite Jahr eines neu gewählten Präsidenten der Demokraten verlief aktientechnisch häufig unbefriedigend. Lediglich Barack Obama konnte in seinem zweiten Jahr ein zweistelliges Plus vorweisen (nächster Chart).

Dow Jones Index - Durchschnittsverläufe Zwischenwahljahre  
Frisch gewählter Präsident der Demokraten zweites Jahr

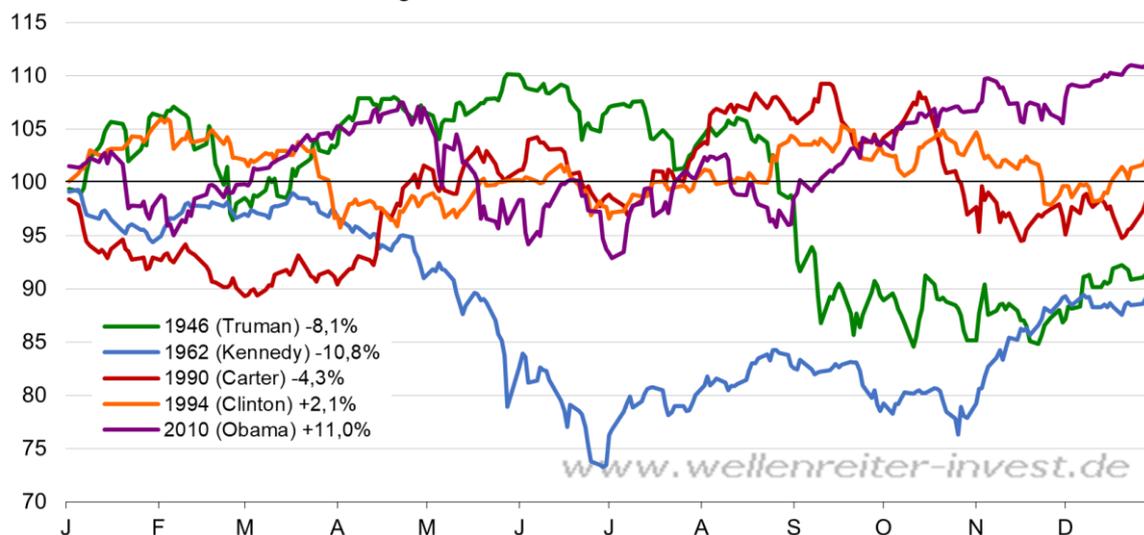


Abb. 5.8: Dow Jones Index – Durchschnittsverl. Zwischenwahljahre neu gewählte demokr. Präsidenten

Der durchschnittliche Verlauf eines Zwischenwahljahres ist durch eine Seitwärtsperiode von Januar bis September gekennzeichnet, gefolgt von einem starken vierten Quartal. Das letzte Zwischenwahljahr war das Jahr 2018. In jenem Jahr lief das vierte Quartal konträr zur üblichen Saisonalität.

Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Zwischenwahljahre  
Verlauf in %



Abb. 5.9: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Zwischenwahljahre seit 1897 (Verlauf in Prozent)

Schärfer lässt sich dieses Verlaufsmuster unter dem Gesichtspunkt Stimulus.

Wir erwähnten bereits, dass mit der Finanzkrise die fiskal- und geldpolitischen Zyklen invertierten. Das jeweils dritte Jahr, also die Zwischenwahljahre 2010, 2014 und 2018 waren Jahre des monetären Entzugs: Ende QE1 im März 2010, Ende QE3 Oktober 2014, Quantitative Tightening Anfang 2018.

Das Jahr 2022 setzt diese Tradition mit dem Herunterfahren des QE-Programms fort. Aus Sicht der US-Indizes waren die Jahre 2010, 2014 und 2018 holprige Seitwärtsjahre, zwei davon mit einem Tiefpunkt Ende Juni. Alle Verläufe eint ein Zwischentief im Februar. Zu diesem Zeitpunkt liegt der Dow Jones Index auf Jahresbasis im Minus.

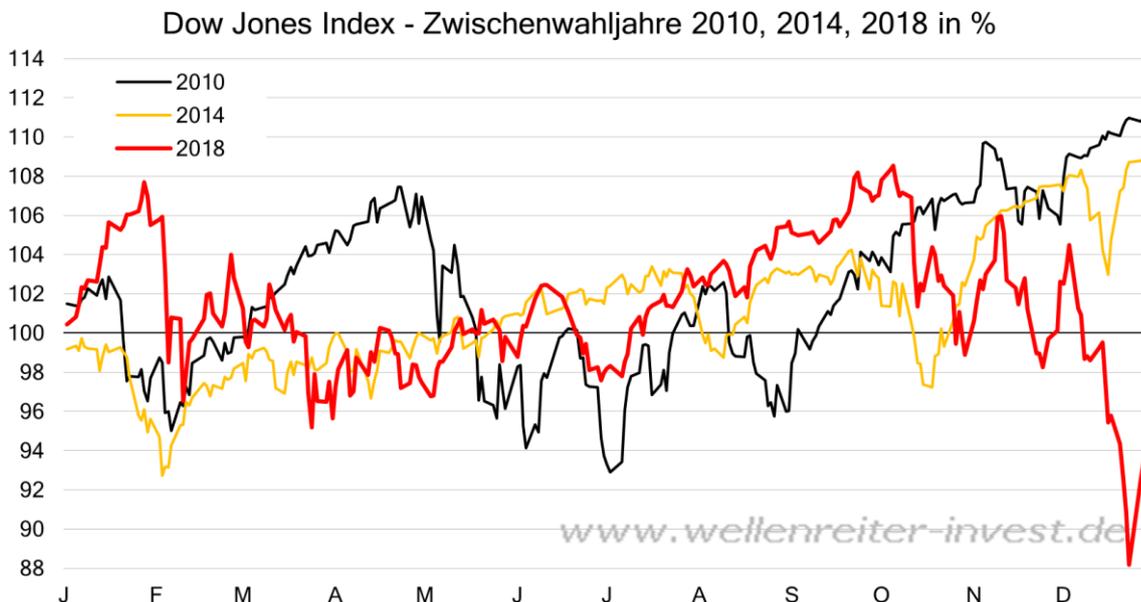


Abb. 5.10: Dow Jones Index - Zwischenwahljahre 2010, 2014, 2018

Das Motto des Zwischenwahljahres lautet „Kaufe den Unabhängigkeitstag (4. Juli)“. Ein weitere Einstiegsmöglichkeit ergibt sich wahrscheinlich im Oktober.

### 5.3 Dekadenmuster

Das Jahr 2022 ist ein „2er-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.

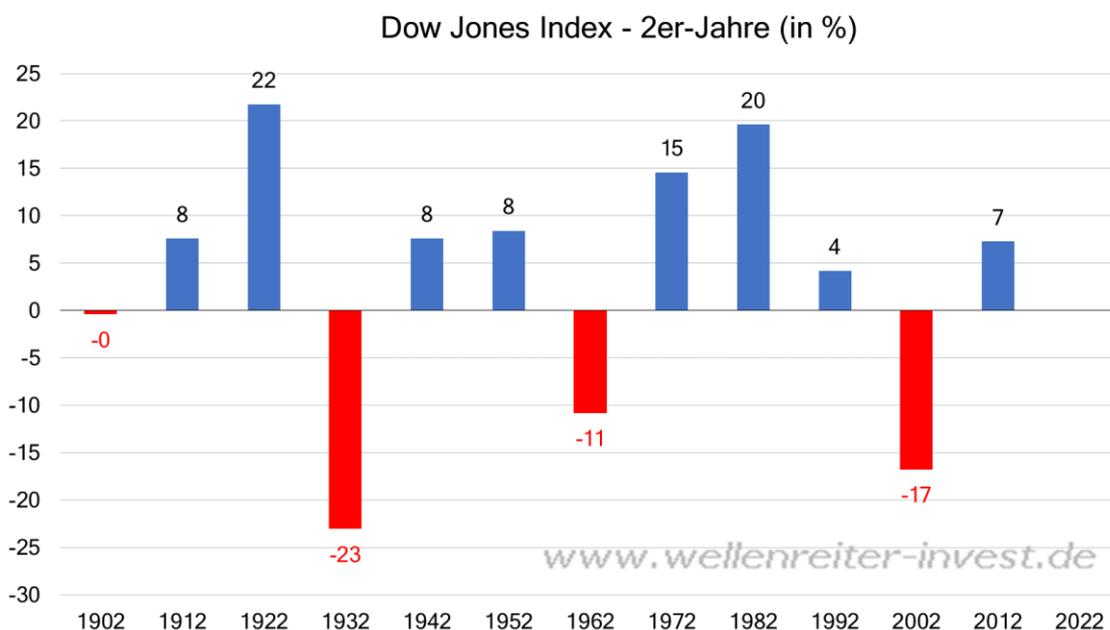


Abb. 5.11: 2er-Jahre (in Prozent)

Wir zeigen den Durchschnittsverlauf des 2er-Jahres, den Durchschnittsverlauf ohne das Ausnahmejahr 1932 sowie den Verlauf des letzten 2er-Jahres (2012).

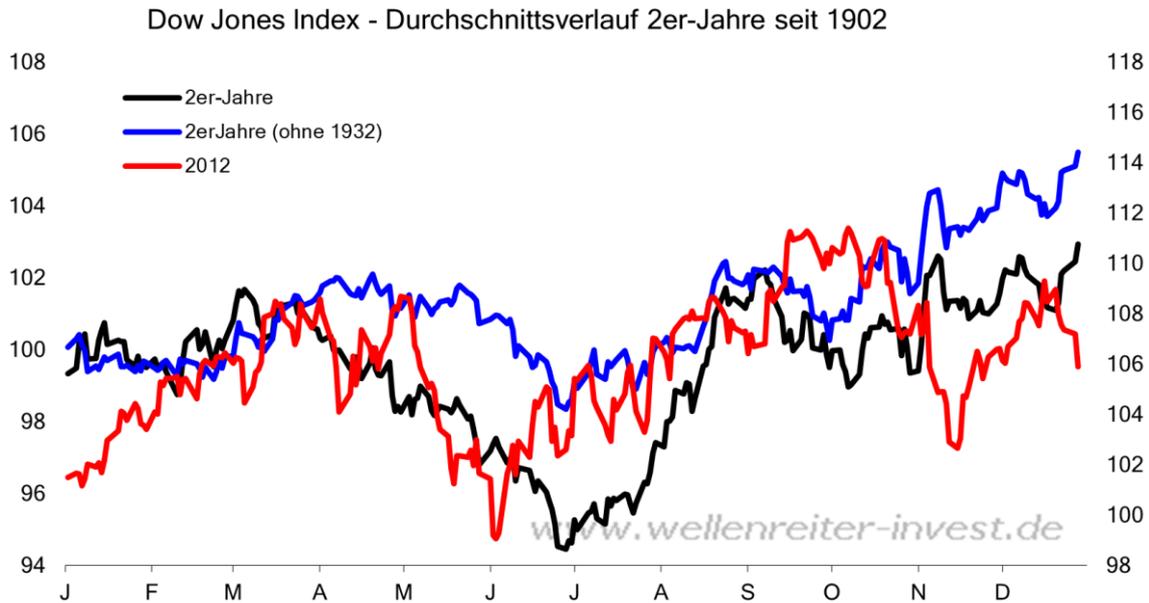


Abb. 5.12: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 2er-Jahre seit 1902

Wie im Zwischenwahljahr springt auch im 2er-Jahr das Sommertief ins Auge.

Den Verlauf der sechs 2er-Jahre seit 1900, die gleichzeitig Zwischenwahljahre waren, bilden wir mit Hilfe des folgenden Charts ab. Fünf der sechs Verläufe eint, dass sie sich Ende Juni - kurz vor dem US-Unabhängigkeitstag - im Kalenderjahresminus befanden. Nur im Jahr 2002 war Ende Juni/Anfang Juli kein guter Kaufzeitpunkt. Dieser verzögerte sich um vier Wochen.

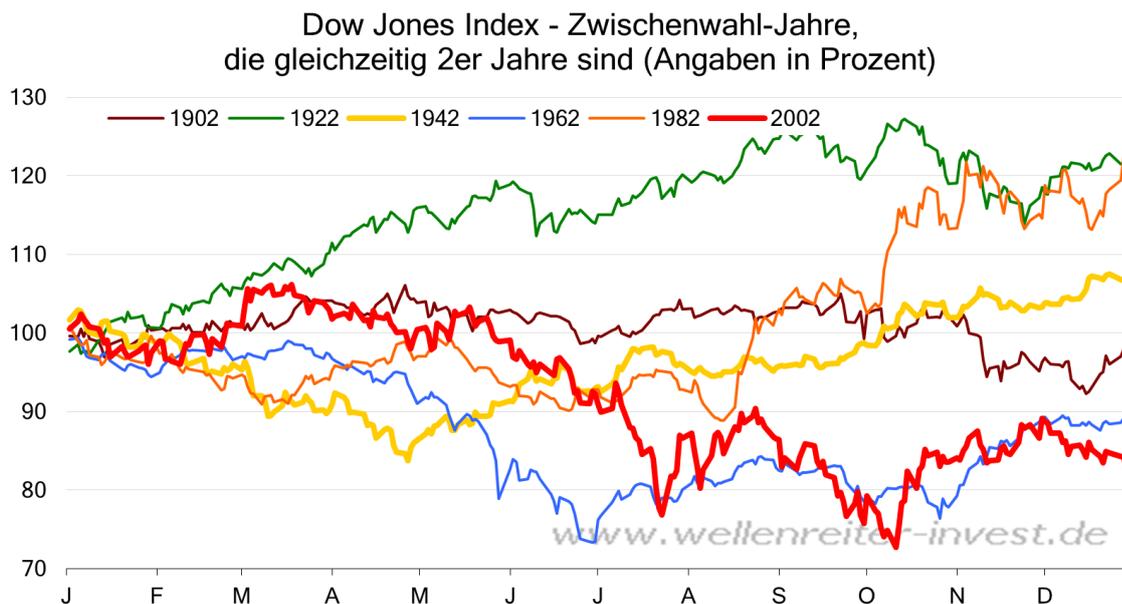


Abb. 5.13: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 2er Jahre, die gleichzeitig Zwischenwahljahre sind

Die größte Schnittmenge zwischen einem Zwischenwahljahr und einem 2er-Jahr liegen im Ende-Juni-Tief. Als zweite Kaufoption ergibt sich ein (höheres) Oktobertief, das zudem mit einer typischen Vorwahlrally zusammenfällt. Die US-Zwischenwahlen finden am 8. November 2022 statt. Der Zeitraum ab 3 Wochen vor der Wahl offeriert eine gute Kaufgelegenheit.

## 5.4 Marktstruktur

### QE und Aktienmärkte

Für die Marktstruktur waren die Quantitative Easing (QE)-Programme der US-Notenbank seit 2009 ein wichtiger marktbestimmender Faktor. „Die Flut hebt alle Boote“ galt beim Initiieren der Programme und während ihrer Laufzeit. In diesen Phasen fielen Kursrückschläge sehr gering aus.

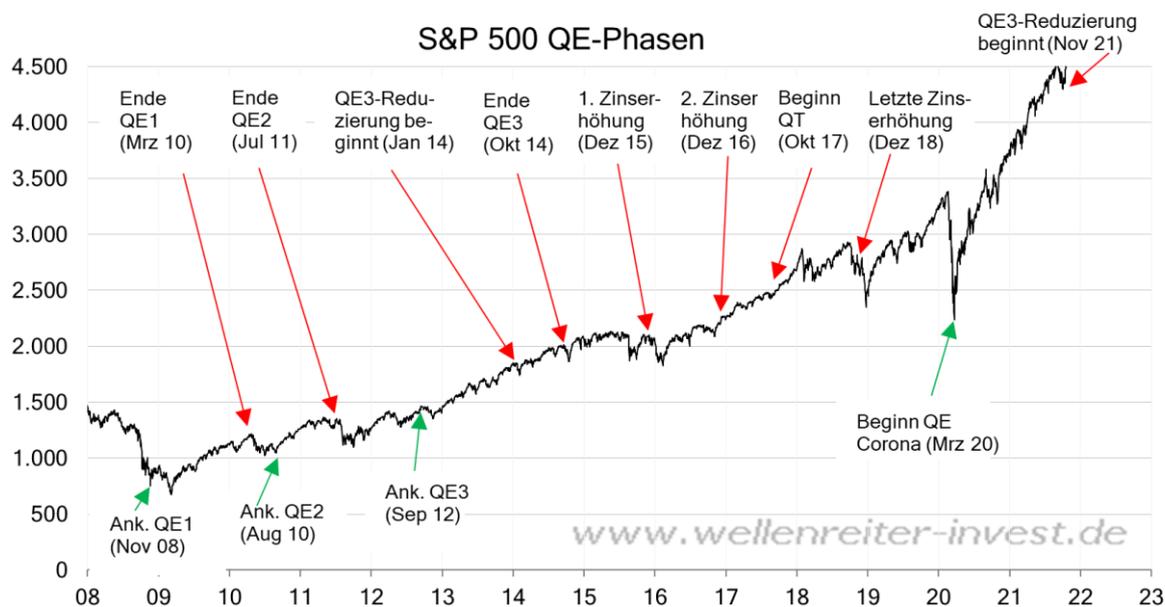


Abb. 5.14: S&P 500 QE-Phasen

Das Ende der QE-Programme führte zu größeren Kursrückschlägen. Das Ende von QE ist spätestens Ende Juni 2022 zu erwarten, ein früheres Ende (Ende März 2022) ist möglich, falls die US-Notenbank ihr Straffungstempo auf 30 Mrd. USD pro Monat erhöhen sollte. Bei den Programmen QE 1 und QE 2 beendete die US-Notenbank abrupt ihr Kaufprogramm auf null innerhalb von einem Monat und der S&P 500 reagierte prompt.

Im Zwischenwahljahr 2010 korrigierte der S&P 500 im zweiten Quartal in der Spitze um 17 Prozent, im Jahr 2011 im dritten Quartal in der Spitze um 20 Prozent. Im Jahr 2014 erfolgte die Beendigung von QE 3 erstmals in kleinen Schritten. Dennoch führte das QE-Ende im Oktober 2014 zu einer korrektiven Phase von 10 Prozent im September/Oktober 2014. Größere Turbulenzen im Verbund mit Konjunkturängsten entstanden ab dem dritten Quartal 2015, China und ein stark fallender Ölpreis waren auslösende Faktoren. Der damalige Boom chinesischer Wertpapiere ging in einen Bust über.

Im Zwischenwahljahr 2018 sank die Liquidität, da die US-Notenbank zum ersten Mal mit Quantitative Tightning (QT) den Märkten Liquidität entzog. Aus dem Boom der preislichen Beschleunigung des Aufwärtstrends bildete sich ein kurzer Crash Ende Januar/Anfang Februar 2018. Dieser Zeitpunkt entpuppte sich als Beginn einer Industrierezession, die erst mit dem Corona-Crash im März 2020 ihren Endpunkt fand. Der Blick in die Vergangenheit der bereits beendeten QE-Programme offenbart, dass das Ende der monetären Unterstützung zu einer größeren preislichen Korrektur und damit einer erhöhten Volatilität führen sollte. Da das QE-Programm im Jahr 2022 gegen Ende der saisonal günstigen 6-Monatszeitphase (November-April) enden wird, ist zu erwarten, dass sehr zeitnah mit dem Ende der Unterstützung mit einer Phase der Preisschwäche am Aktienmarkt zu rechnen ist. Der preisliche Umfang sollte zumindest bei 10 Prozent, möglicherweise auch bis zu 15 Prozent liegen. In dieser Phase ist temporär mit einer deflationären Bewegung am Kapitalmarkt (Risk off<sup>n</sup>) zu rechnen.

### Dow Theorie

Charles Dow war der Meinung, dass sich Dow Industrial- und Dow Transport-Index bestätigen müssen. Eine solche Bestätigung liegt im Gegensatz zu den Jahren 2018 und 2019 mittlerweile wieder vor.

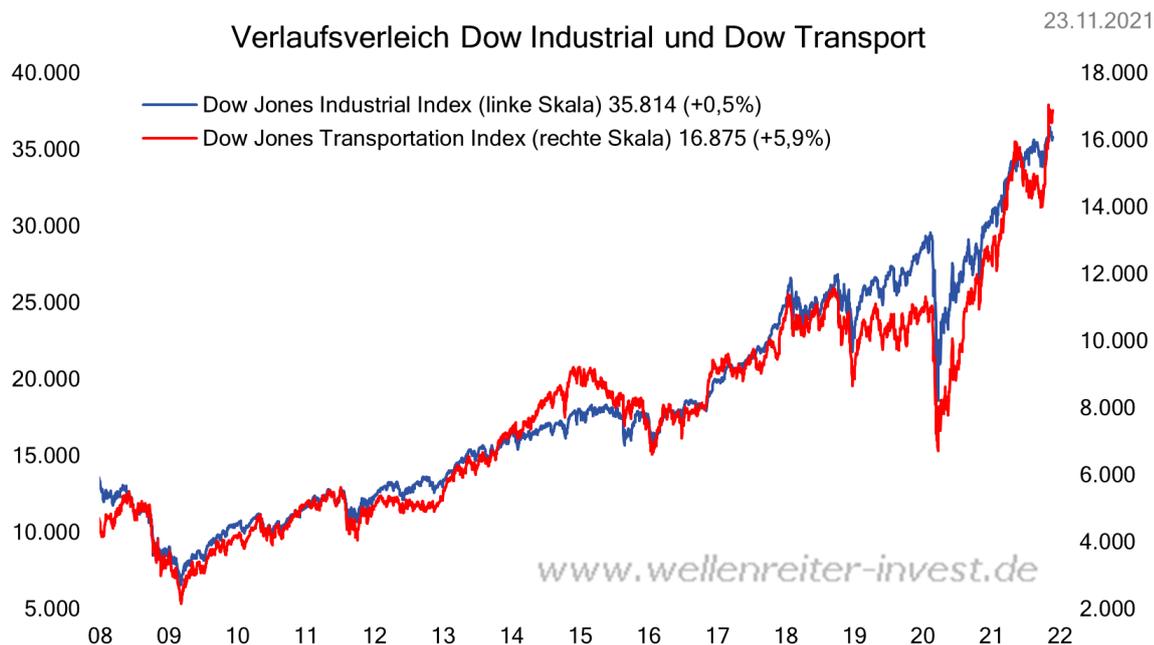


Abb. 5.15: Verlaufsvergleich Dow Industrial vs. Dow Transport Index

Der Transportsektor zeigt relative Stärke gegenüber den Industrieaktien. Dieses Verhalten der Transportaktien werten wir als einen positiver Faktor. Im Vorfeld größerer Schwächeperioden wie in den Jahren 2000, 2007 oder Anfang 2020 wiesen die Transportwerte relative Schwäche auf, genauso auch in der korrektiven Bewegung zwischen dem Sommer 2015 und Januar 2016. Eine kleinere Divergenz gab es im Jahr 2011.

Anfang November 2022 markierte der Transportsektor ein ungewöhnlichen Super-spike, ausgelöst durch einen Run in die Avis-Aktie. Gegen dieses Spikehoch sollte der Transportsektor im Jahr 2022 nochmals handeln. Der Aufwärtstrend könnte dort vorerst enden. Insgesamt aber bestätigt die Dow Theorie den Aufwärtstrend der Aktienmärkte.

### Verlaufsvergleiche

Der seit März 2020 laufende Bullenmarkt übertrifft die Anstiege früherer Bullenmärkte deutlich, wenn man sich auf die vergangenen 50 Jahre bezieht. Nach dem Anstieg stellt sich die Frage, ob es Anzeichen für zukünftige Preisschwäche gibt.

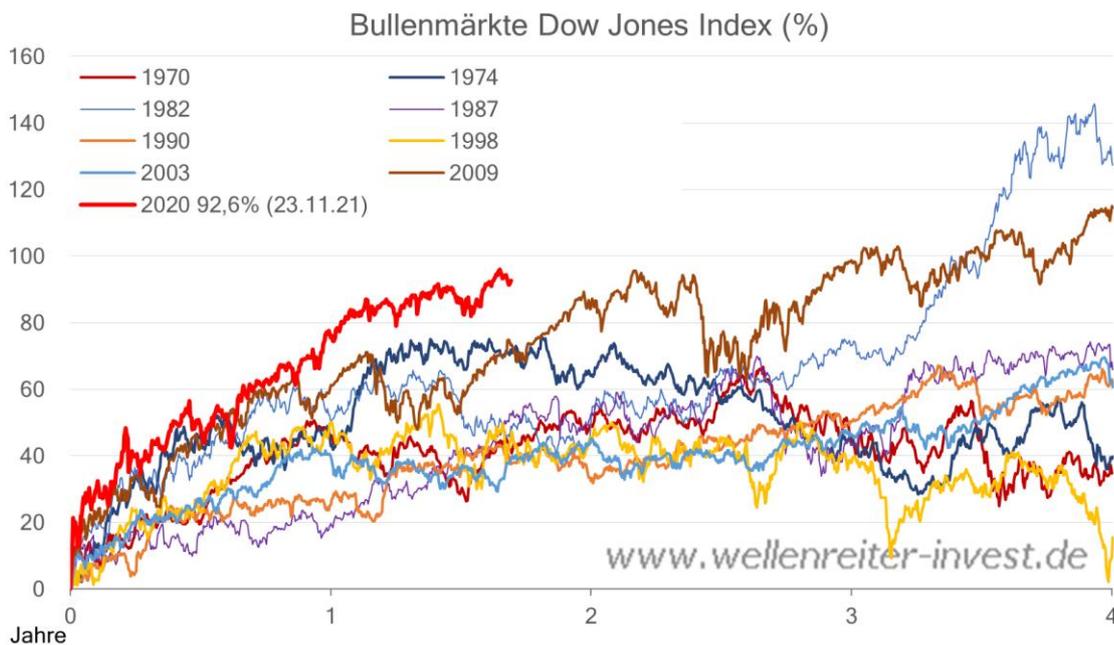


Abb. 5.16: Bullenmärkte Dow Jones Index

Bei der Betrachtung des Startpunktes eines neuen Bullenmarkts, der durch eine Rezession gestartet wird, gab es in den vergangenen 50 Jahren bisher 6 Vergleichsmuster. Dieser Bullenmarkt ist mittlerweile 20 Monate alt. Eliminiert man die schwächeren Muster aus dem obigen Chart, so bleiben die Jahre 1974 und 2009 übrig. Insgesamt lässt sich feststellen, dass Bullenmärkte nach zwei Jahren beginnen, holpriger zu verlaufen.

Das Muster ab 2009 würde im neuen Jahr ein Sommerhoch bedeuten, gefolgt von einem „Herbst der Unzufriedenheit“ wie im Spätsommer/Herbst 2011. Danach würde es weiter aufwärts gehen.

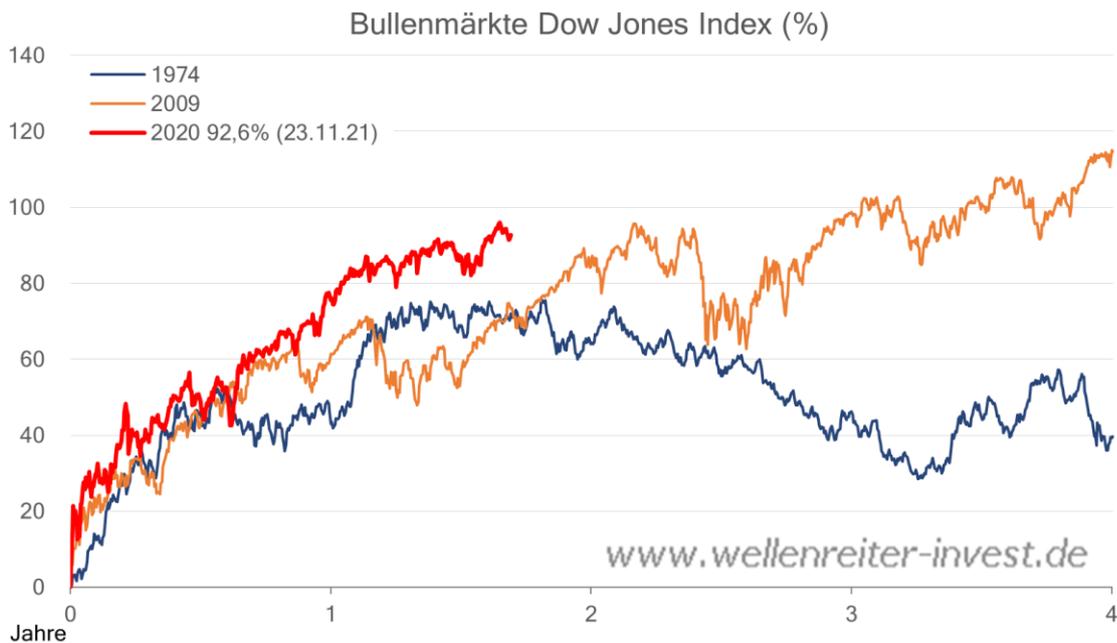


Abb. 5.17: Bullenmärkte Dow Jones Index – 1974 und 2009

Das 1974er Muster ist bearischer mit fallenden Kursen in den kommenden anderthalb Jahren. Die statistische Seite des Zwischenwahl- und 2er-Jahres würde eine Mischung aus beiden Verläufen bevorzugen. Den 1974er Verlauf bis Mitte 2022 mit der Aufwärtsbewegung des 2009er-Verlaufsmusters ab Juli 2022.

Unser Verlaufsvergleich mit den 1950er Jahren hat sich über die Jahre bewährt. Danach wäre eine Top-Bildung im Gange. Vom Jahreswechsel 2021/22 bis zum Frühjahr 2023 würde der Aktienmarkt korrektiv unterwegs sein.

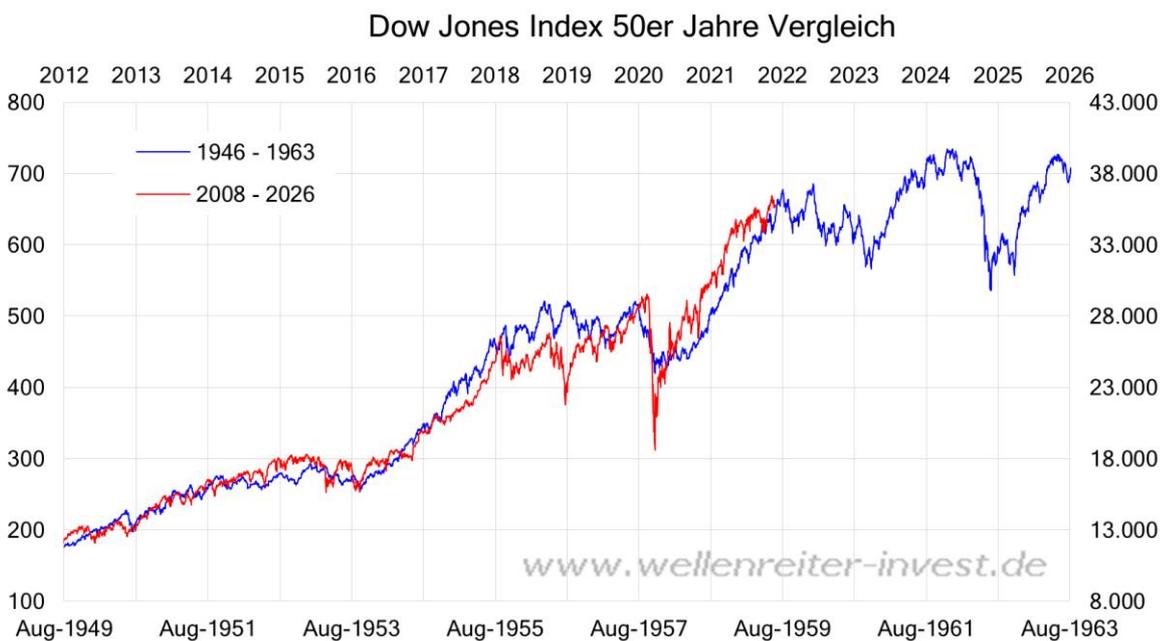


Abb. 5.18: Dow Jones Index 50er-Jahre-Vergleich

Das Muster der 1950er Jahre ist dem Muster von 1974 recht ähnlich. Daraus ergibt sich die Option einer schwächeren, etwa anderthalb Jahre andauernden Phase.

## 5.5 Sentiment

Der 10-Tage-GD der CBOE-Put-Call-Ratio auf Aktien notiert bei 0,42. Ein derart bullischer Wert lag in diesem Jahrhundert nur zu Beginn (im Jahr 2000) vor. Weder die Hochpunkte der Jahre 2007/08 noch 2011 verliefen derart angstfrei.

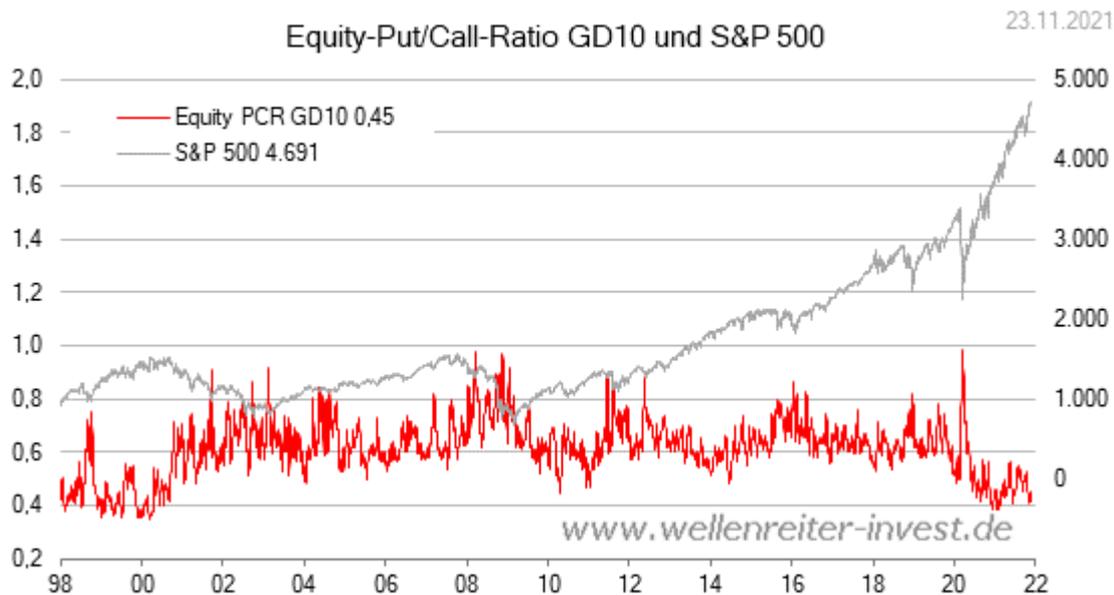


Abb. 5.19: Equity-Put-Call-Ratio

In der Regel signalisiert ein derartiger Wert eine Unterbrechung im Aufwärtstrend in Form zumindest einer Konsolidierung.

Der NAAIM-Exposure-Index misst die Stimmung der US-Fondsmanager. Werte über 100 sind bullish/euphorisch, Werte unter 50 laden zum Konträr-Kauf ein. Zuletzt betrug der Wert 104 Punkte. Damit ist das Stimmungsniveau deutlich erhöht, was den Markt anfällig für eine Konsolidierung macht.

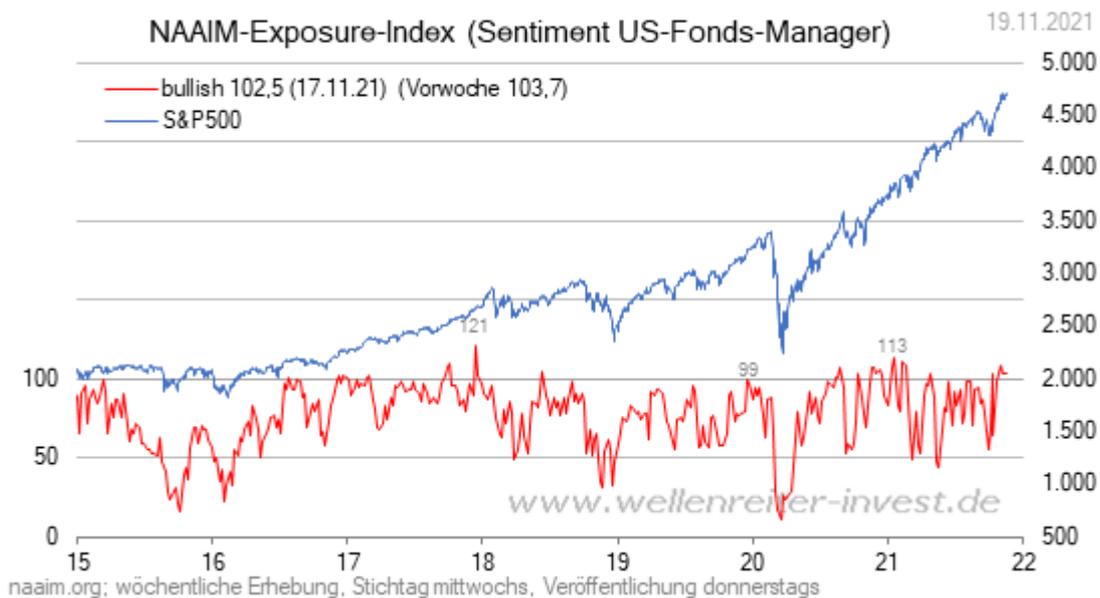


Abb. 5.20: NAAIM-Exposure-Index

Den oberen Extremwerten von Ende 2017 (121 Punkte) und Anfang 2020 (99 Punkte) folgten jeweils mit einer Wochen Verspätung Korrekturphasen. Das Hoch vom 20. Januar 2021 mit 113 Punkten unterwarf sich diesem Mechanismus nicht, die Märkte stiegen weiter. Nicht immer, aber in den meisten Fällen ist ein Wert von 108, wie er am 3. November 2021 verzeichnet wurde, ein Signal für eine einige Wochen später erfolgende Korrektur.

Nach der monatlichen Umfrage von AAI im Oktober 2021 liegt der Aktienanteil bei 70,2 Prozent. Werte über 70 lagen zuletzt Ende 2017 (danach Korrektur) und Mitte 2006 (Finanzkrise ab Mitte 2007) vor.

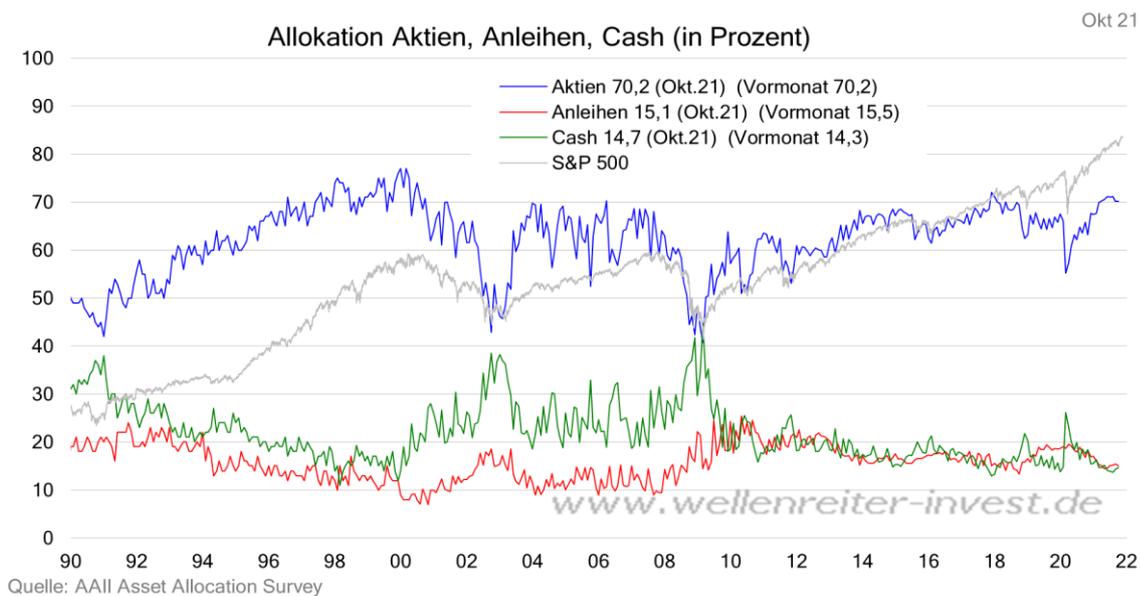


Abb. 5.21: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAI-Umfrage)

Die Cash-Quote befand sich im August 2021 mit 13,7% auf dem niedrigsten Stand seit Ende 2017. Davor war sie im Jahr 2000 niedriger. Eine Verengung des Aktien-/Cash-Spreads wäre allein schon aus zyklischen Gesichtspunkten zu erwarten.

## 5.6 S&P 500 Sektoren

Im Jahr 2021 zählte die Energiewerte zu den frühen Outperformern. Sie standen in diesem Jahr extrem im Fokus. Seit den Beginn des vierten Quartals zeigen sie eine Seitwärtsbewegung, bleiben aber mit +50% der größte Gewinner-Sektor. Die positive Marktbreite hob alle zyklischen Werte homogen. Die defensiven Sektoren Basiskonsumgüter, Versorger und auch das Gesundheitswesen wurden zurückgelassen. Wir betrachten die Verläufe der Sektoren nach dem Panik-Tief vom 23. März 2020.

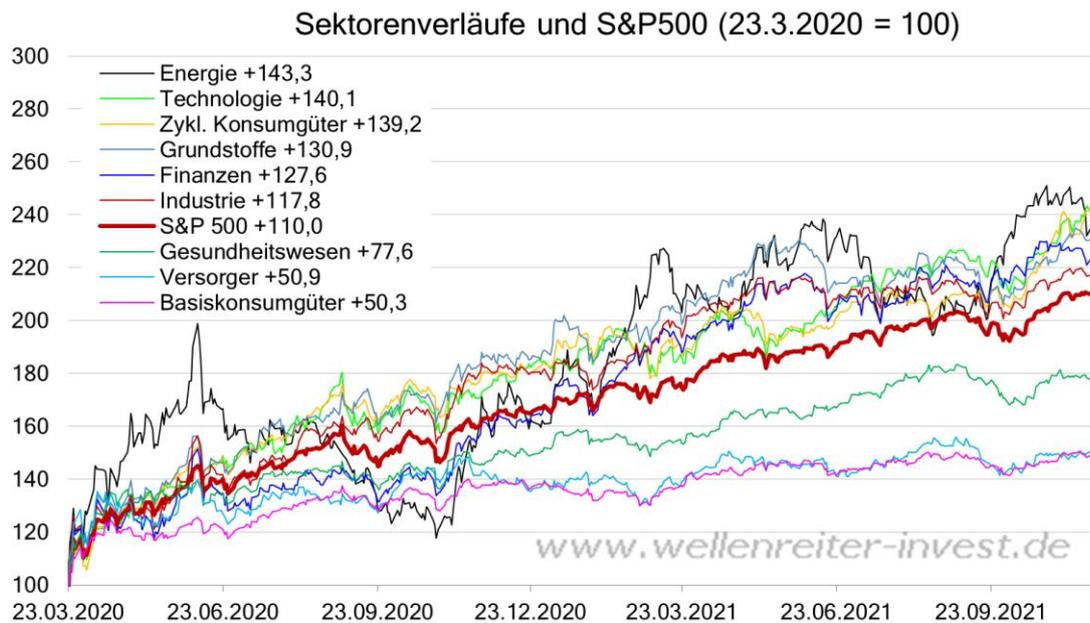


Abb. 5.22: S&P 500-Sektoren seit März 2020

In einer Abwärtsphase wie derjenigen vom Jahr 2000 bis Jahr 2003 wird deutlich, dass die Basiskonsumgüter (violett) und Versorger (hellblau) in den Jahren 2001 und 2002 zu den relativ besten Sektoren gehörten. Tech-Werte zeigten die größte Schwäche.



Abb. 5.23: S&P 500-Sektoren seit Januar 2000

Die Baisse zu Beginn des Jahrhunderts gehörte den Tech-Werten, während Finanzkrise selbstredend die Banken als größten Verlierer sah. Basiskonsumgüter und Versorger hielten sich wiederum gut und zeigten relative Stärke.

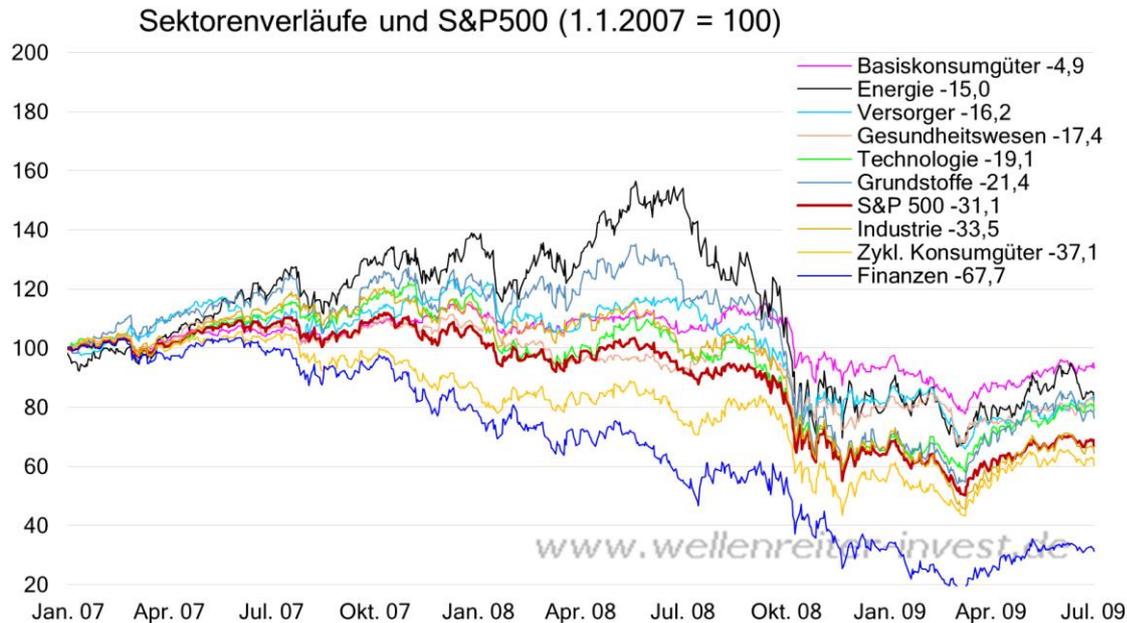


Abb. 5.24: S&P 500-Sektoren seit Januar 2007

Der Energiesektor verlor in den Jahren 2008/09 überproportional. Aber betrachtet man den Gesamtzeitraum seit Januar 2007, so war er anfangs der größte Gewinner. Er gab also nur das – und ein wenig mehr – ab, was er sich vorher geholt hatte. Auch von 2000 bis 2003 hielt sich der Energiesektor stets im oberen Bereich der Marktperformance. Die Schlussfolgerung wäre: Der Energiesektor würde zwar in einer erneuten Abwärtsphase den Gewinn überproportional abbauen, aber am Ende der Bewegung wäre er weiterhin ein interessanter Sektor geblieben.

Im Rahmen des Wegfalls der monetären Unterstützung ist damit zu rechnen, dass die Investoren defensiver werden und eine stärkere Diversifizierung zu beobachten sein wird. Diese könnte in einer möglichen Konsolidierungsphase im Jahr 2022 bedeuten, dass die Investoren ihr Kapital in Basiskonsumgüter, Versorger und Gesundheitswesen umschichten werden. Im Rahmen dieses Prozesses würde die weit nach unten gelaufene Ratio Basiskonsumgüter zum S&P 500 einen unteren Wendepunkt ausbilden. Bisher ist dies noch nicht der Fall.



Abb. 5.25: Basiskonsumgüter zu S&P 500

Der idealisierte Konjunkturzyklus von Stockcharts.com zeigt auf, dass nach einem Hoch in den Energiewerten die Sektoren Basiskonsumgüter (Staples), Gesundheitswesen (Healthcare) und Versorger (Utilities) Stärke zeigen sollten.

### Idealisierter Konjunkturzyklus

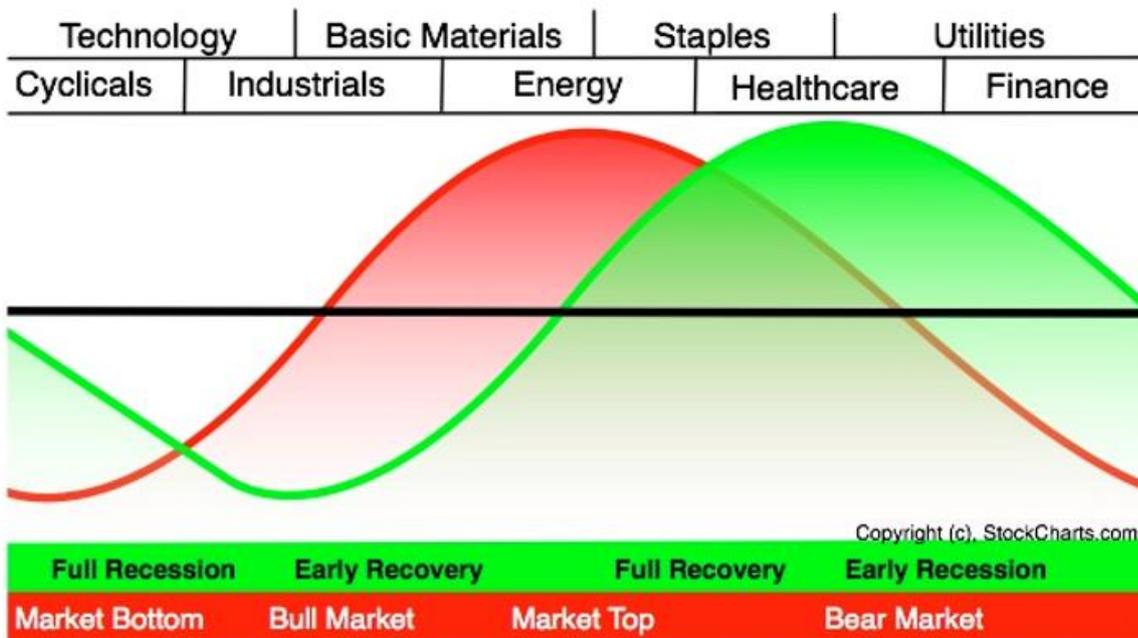


Abb. 5.26: Idealisierter Konjunkturzyklus

Quelle: Stockcharts.com

Das Verhalten der Börse zeigt dann eine Phase der späten Erholung an, wenn die Energiewerte ihr zyklisches Hoch überschritten haben. Dann entwickeln sich die defensiven Sektoren stärker als der Gesamtmarkt. Die Märkte befinden sich noch nicht an diesem Punkt. Eine ausgeprägte Schwäche ist in den zyklischen Sektoren und im Tech-Sektor ist nicht erkennbar.

## 5.7 Hindenburg-Omen

Jim Miekka, der Erfinder des Hindenburg-Omens, war blind. Er starb im Jahr 2014 im Alter von 54 Jahren in Maine/USA, als er von einem SUV angefahren wurde, während er mit seinem Blindenhund die Straße entlanglief. Die Rationale hinter dem Omen, das Miekka nach dem Luftschiff „Hindenburg“ benannte, lässt sich mit der Erfassung des folgenden Zustandes beschreiben: Eine hohe Zahl an Aktien markiert neue 52-Wochen-Hochs, während gleichzeitig mehr und mehr Aktien neue Tiefpunkte generieren. Der Aktienmarkt verliert – aus einer bullischen Phase kommend – Marktbreite und Momentum.

Wir führen eine Tabelle mit den exakten Bedingungen, damit wir in unserer handeltäglichen Ausgabe die Omen vermelden können, sobald sie generiert werden. Am 17., 18., 19. und 22.11. wurden vier NYSE-Hindenburg-Omen hintereinander registriert. Vier Omen oder mehr innerhalb eines kurzen Zeitraums gab es zuletzt Anfang Februar 2020. Entscheidend ist, dass die Zahl der neuen Tiefs bei nachlassender Marktbreite steigt, obwohl sich der Markt sich noch im Aufwärtstrend befindet.



Abb. 5.27: Hindenburg-Omen

Nachfolgend beschreiben wir ein idealtypisches Szenario. Die Aktienmärkte laufen bereits eine Weile nach oben. Ein Bullenmarkt ist reif. Die Zahl der täglichen neuen Verlaufshochs hat sich auf ein hohes Niveau eingependelt, aber die Zahl der neuen Verlaufstiefs steigt jetzt steigt ebenfalls. Während die wichtigen Indizes oberhalb der gleitenden Durchschnitts wie der 50-Tage-Linie (=Aufwärtstrend) verbleiben, zeigt sich die Schwäche unter der Motorhaube darin, dass bereits mehr Aktien fallen als steigen. Beispielsweise steigen die Tech-Werte und auch die zyklischen Konsumgüter noch, aber andere Werte – wie beispielsweise die Nebenwerte – beginnen, weniger neue Hochs zu markieren.

Einzelne Anlageklassen fallen und deren Aktien produzieren neue Jahrestiefs. Um sicherzustellen, dass der Markt bereits eine innere Schwäche besitzt, muss der McClellan-Oszillator negativ sein. In diesem Zeitraum ist die Wahrscheinlichkeit recht hoch, dass die Bedingungen für ein Hindenburg-Omen erfüllt sind.

Die Intention des Omens ist ja, das Ende eines Aufwärtstrends zu erfassen und rechtzeitig vor einer Abwärtsbewegung zu warnen. Einzelne Omen kommen immer wieder einmal vor, wie sehen sie zunächst als Warnschuss. Spannend wird es dann, wenn zu einem Zeitpunkt X fast täglich ein Omen auftritt. Dies war beispielsweise im Jahr 2007 der Fall, und zwar eindrucksvoll.

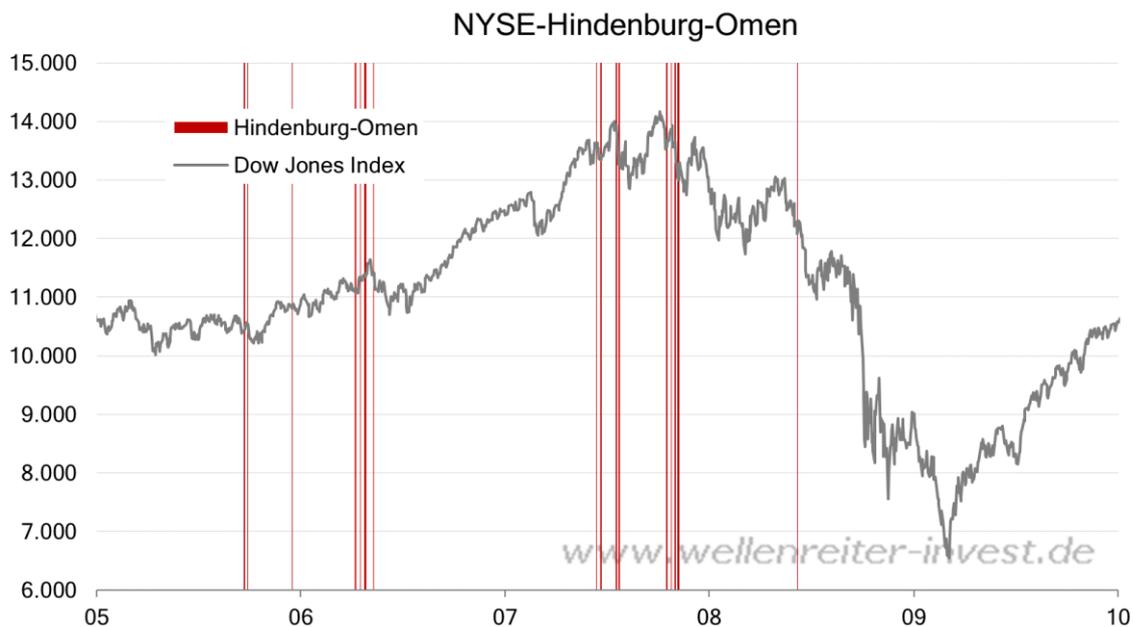


Abb. 5.28: Hindenburg-Omen 2005 - 2010

Die Signale des Omens sollte man ernster zu nehmen beginnen, wenn Sie in Clustern auftreten. Eine Anzahl von 5 Omen innerhalb von drei bis vier Wochen wäre eine solche Größenordnung. In der Vergangenheit löste eine steigende Zahl neuer Tiefs im Energiesektor häufiger Hindenburg-Omen aus.

Parallel dazu steigt auch die Zahl der neuen Tiefs an der Nasdaq. Immer dann, wenn der Nasdaq 100 in den letzten sieben Handelstagen ein neues 52-Wochen-Hoch markiert hat, aber gleichzeitig die Zahl der neuen 52-Wochen-Tiefs die Zahl der neuen 52-Wochen-Hochs übersteigt, kommt ein Ohama-Titanic-Syndrom zum Tragen. Der Indikator ist gegenüber dem Hindenburg-Omen etwas vereinfacht, resultiert aber aus der gleichen Logik des Verlusts des Marktmomentums heraus.

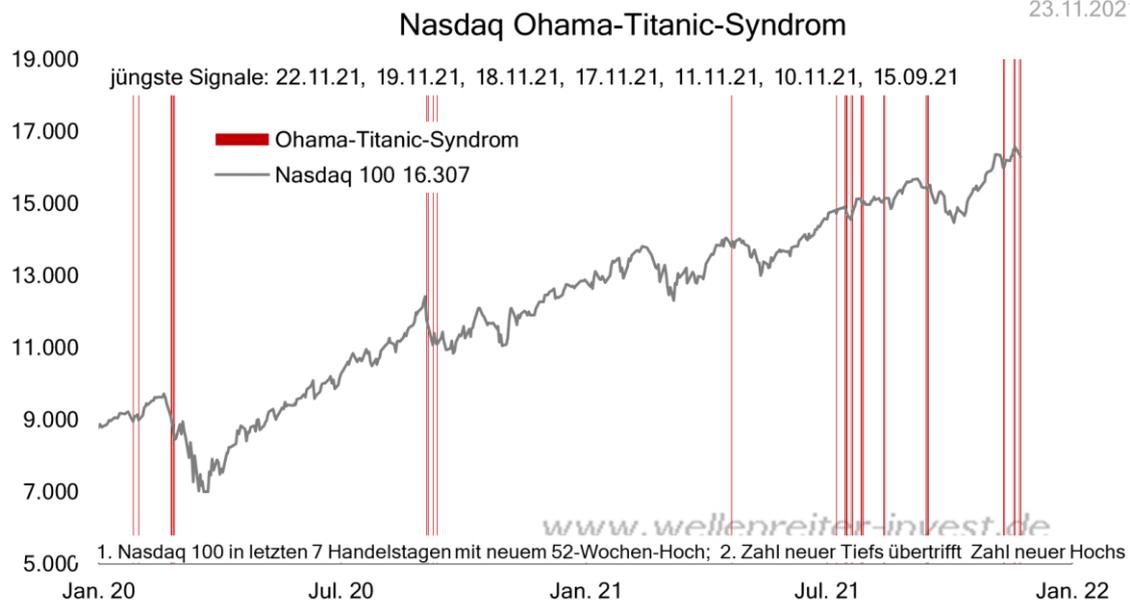


Abb. 5.29: Nasdaq Ohama-Titanic-Syndrom

Nasdaq-Ohama-Titanic-Signale lagen ebenfalls am 17., 18., 19. und 22. November 2021 vor. Noch übertüncht der Anstieg der Big-Tech-Werte die interne Marktschwäche der Nasdaq. Aber genauso wie die jüngsten Hindenburg-Omen signalisiert dieser Indikator, dass immer mehr Notierungen in eine schwächere Verfassung geraten.

## 5.8 Gebert Indikator

Der Gebert-Indikator stieg Anfang November auf 3 von 4 möglichen Punkten. Er lieferte damit ein Kaufsignal. Solange der Indikator nicht auf einen Punkt fällt, bleibt das Kaufsignal erhalten.

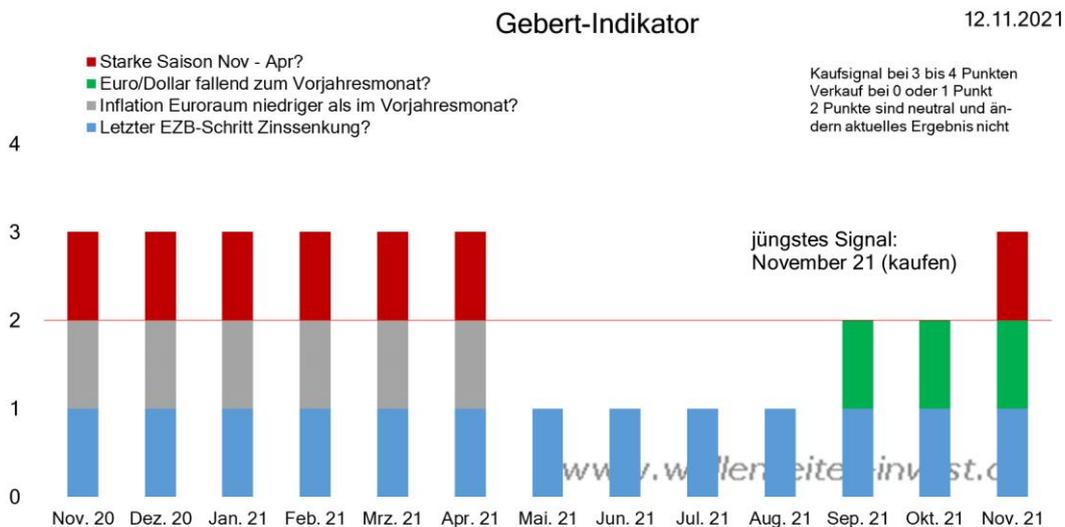


Abb. 5.30: Gebert-Indikator

### Saisonalität

Der Saisonalitätspunkt wird Anfang Mai 2022 entfallen, der Gebert-Indikator fällt auf 2 Punkte. Anfang November 2022 kommt dieser Punkt zurück.

### Euro/Dollar

Solange der Euro/Dollar nicht in den Bereich von 1,18 oder mehr vorstößt, erscheint der Euro/Dollar-Punkt sicher. Wir nehmen an, dass der Euro zunächst unter dieser Marke bleiben wird.

### Inflation

Die Inflation wird zunächst höher bleiben als zum gleichen Zeitpunkt des Vorjahres. Dies gilt insbesondere für das erste Halbjahr. Eine steigende Inflationsrate ist laut Gebert negativ, hier gibt es keinen Punkt. Möglicherweise gibt es im zweiten Halbjahr 2022 aufgrund des Basiseffekts eine Chance auf einen Punkt.

### Leitzins

Die letzte Aktion der EZB war eine Leitzinssenkung. Solange der Leitzins nicht erhöht wird, bleibt der Zinspunkt. Vorstellbar erscheint eine EZB-Zinserhöhung frühestens Ende 2022/Anfang 2023. Dieser Punkt bleibt.

Die Wahrscheinlichkeit, dass die Punkte für den Euro/Dollar und für den Leitzins im Jahr 2022 bleiben, erscheint hoch. Damit sollte sich das Kaufsignal im Jahr 2022 halten können.

## 5.9. Leit-Aktienindizes

### 5.9.1 US-Aktienmarkt

#### S&P 500 Index

Der Aufwärtstrend im S&P 500 läuft seit dem Jahr 2009. Die Reaktion der Politik auf den Pandemicrash im März 2020 und die Lockdowns erwies sich mit Hilfe der monetären und fiskalen Stimuli als Beschleuniger nach oben.

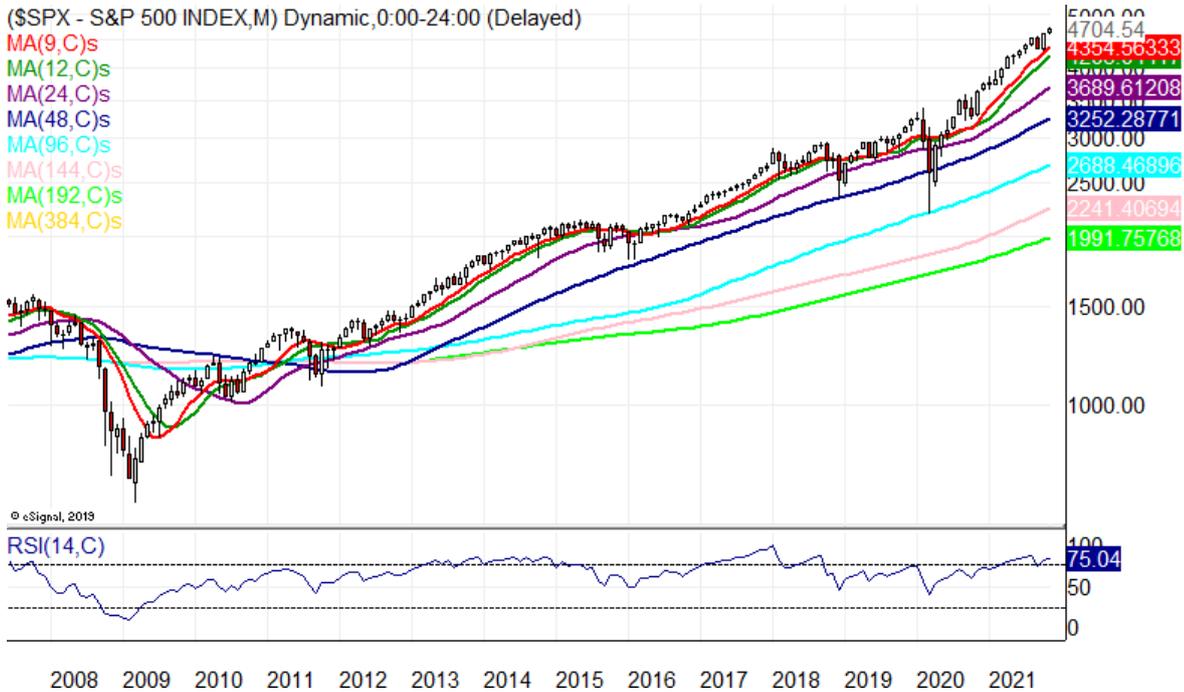


Abb. 5.31: S&P 500 Monatschart

#### Nasdaq 100 Index

Im Monatschart des Nasdaq 100 ist die Phase März/April 2020 kaum zu erkennen.

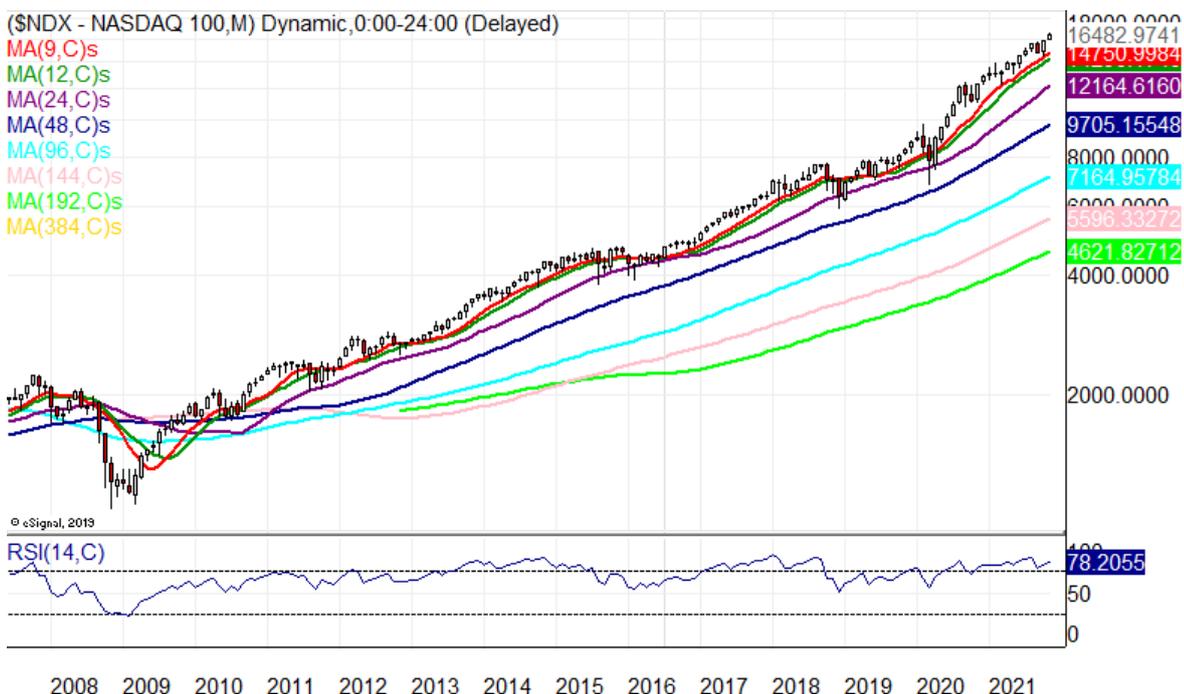


Abb. 5.32: Nasdaq 100 Index Monatschart

Generelle Trendwendeformation sind sowohl im S&P 500 als auch im Nasdaq 100 nicht erkennbar. Die Charttechnik hilft wenig, die zyklische Betrachtung im Rahmen des Präsidentschaftszyklus und die angesprochenen Verlaufsvergleiche ergeben eine bessere Einsicht in einen möglichen zukünftigen Verlauf, den wir ja bereits als „holprig“ gekennzeichnet haben. Im S&P 500 und Nasdaq 100 befindet sich der RSI auf einem überkauften Niveau. Diese Überkauftheit spiegelt sich in vielen weiteren Charts wider.

### US-Halbleiter-Index

Auch der US-Halbleiterindex zeigen einen makellosen Trendverlauf, zuletzt beschleunigt durch Knappheiten in der Chipversorgung. Diese Knappheiten werden langsam geringer. Die Chipproduktion in Malaysia läuft bereits wieder auf 100 Prozent. Auch wenn die Nachfrage beispielsweise der Autoindustrie zunächst noch hoch bleiben wird, so sollte sich die Situation im Laufe des Jahres 2022 beruhigen.

Wenn Knappheiten verschwinden, beruhigen sich die Preise, was die Gewinnmargen der Chiphersteller schrumpfen lassen könnte.

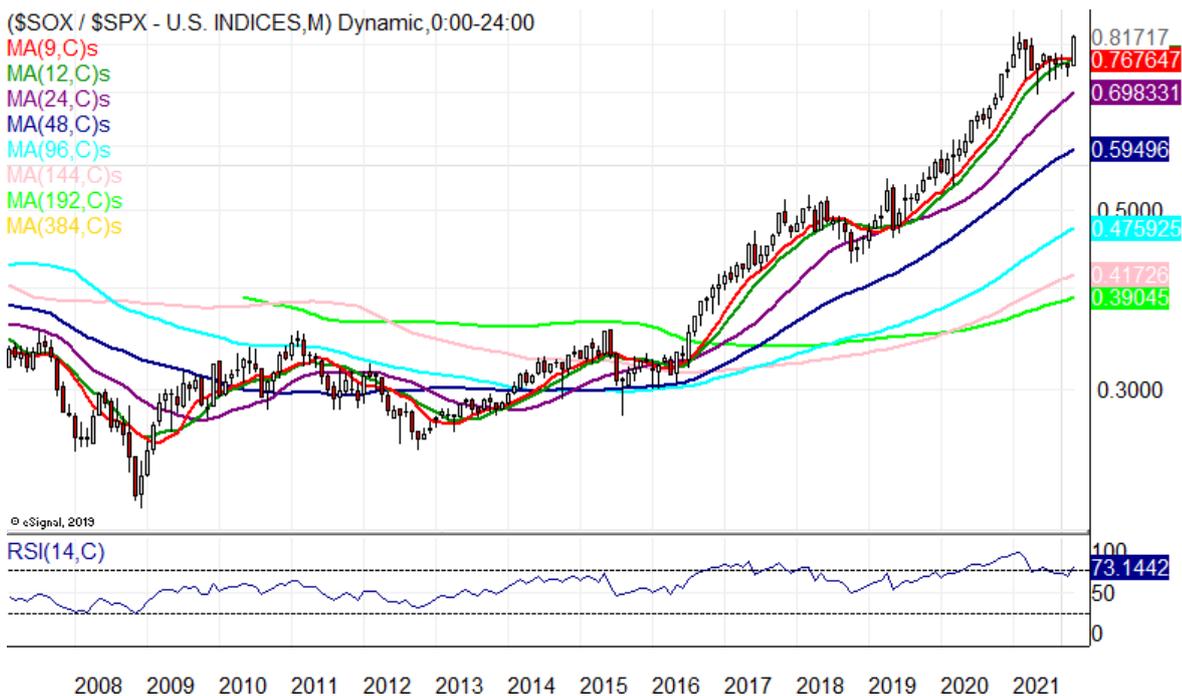


Abb. 5.33: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500

In einer solchen Situation würde die Ratio des Halbleiterindex zum S&P 500 (oberer Chart) ein Hoch ausbilden.

## Russell 2000

Der US-Nebenwerteindex Russell 2000 markierte nach einer neunmonatigen Konsolidierungsphase im November 2021 ein neues Allzeithoch.

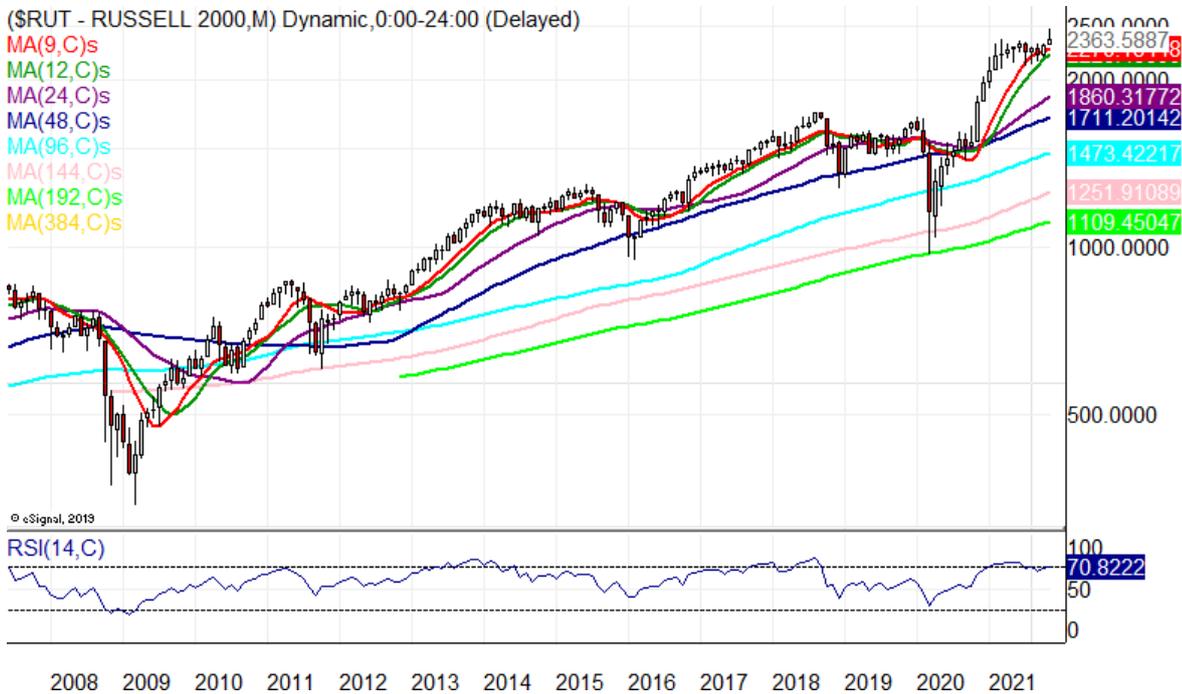


Abb. 5.34: Russell 2000 Monatschart

Seit Anfang 2021 läuft eine erneute Phase der relativen Schwäche gegenüber dem S&P 500. Nebenwerte ebenso wie Small und Mid Caps sind wieder zu Underperformern im Markt geworden.

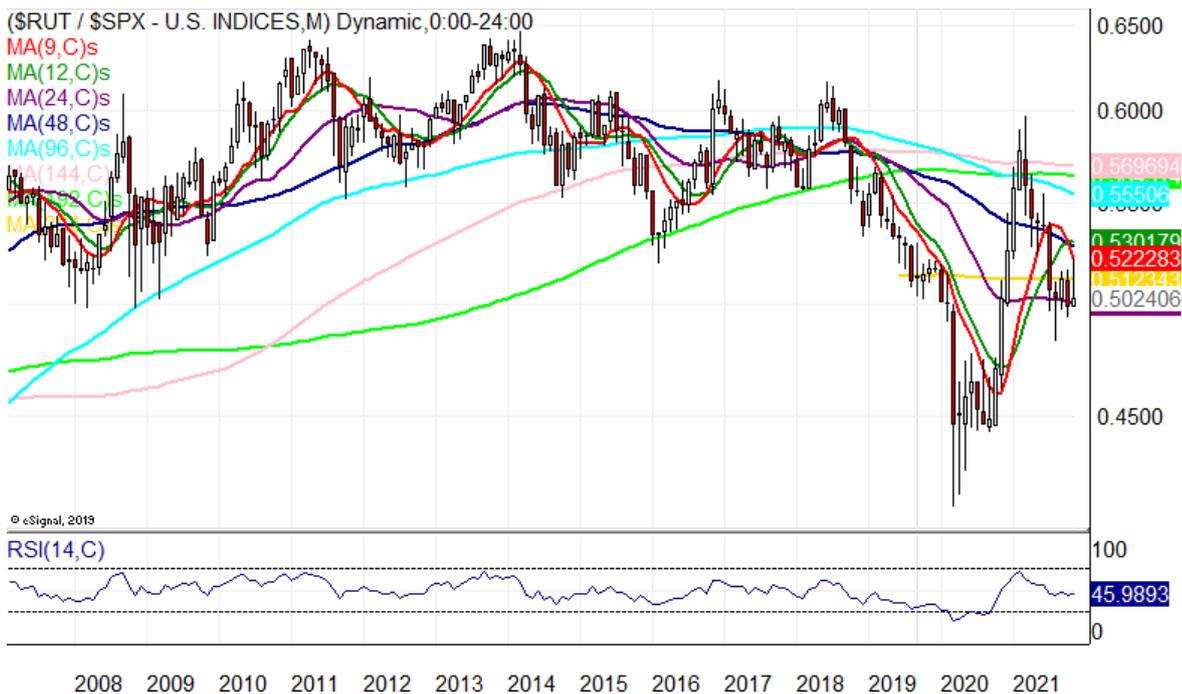


Abb. 5.35: Russell 2000 / S&P 500 Monatschart

## 5.9.2 Europäischer Aktienmarkt

### Euro Stoxx 50

Der Euro Stoxx 50 war in den letzten Jahren ein starker Underperformer gegenüber dem S&P 500. Anfang des Jahres 2021 vollzog er allerdings den Ausbruch über seine langjährige Widerstandslinie bei 3.800 Punkten. Der Hochpunkt des Jahres 2008 bei 4.500 Punkten scheint in Reichweite. Vorher könnte es zu einem Pullback kommen.

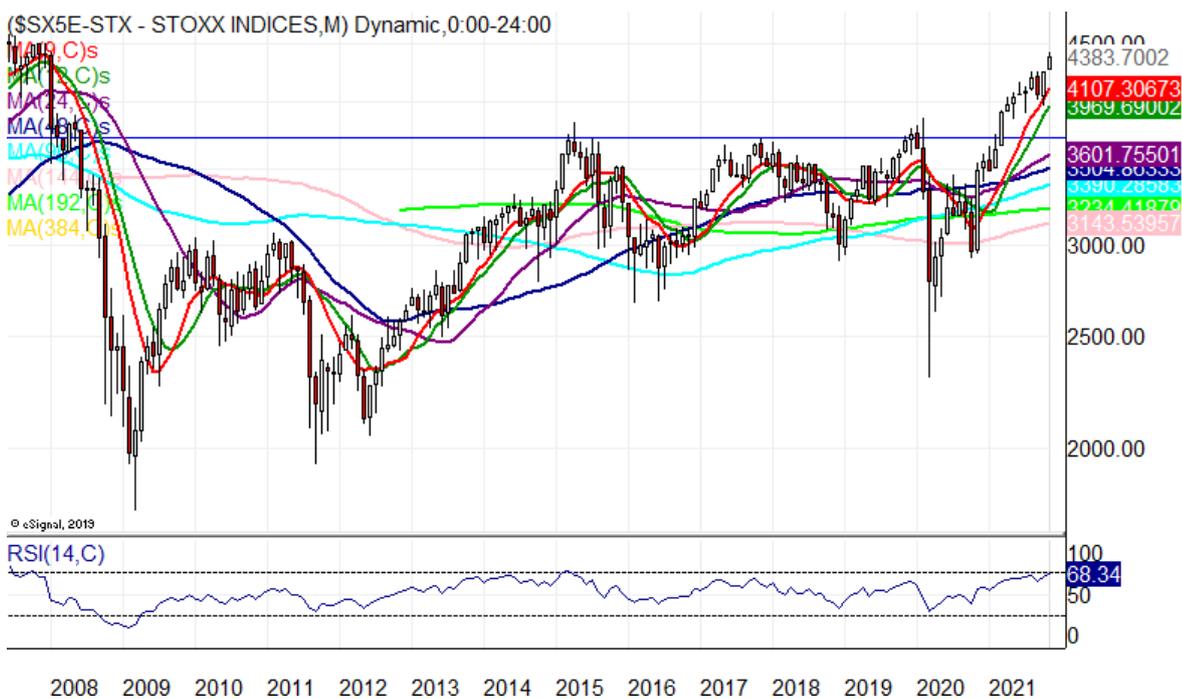


Abb. 5.36: Euro Stoxx 50 Monatschart

Ohne die Mithilfe des italienischen Leitindex FTSE-MIB wäre der Ausbruch nicht gelungen. Ministerpräsident Mario Draghi genießt Vertrauen. Er ist in Brüssel und Frankfurt gut vernetzt und dürfte sein Land wirtschaftlich voranbringen.



Abb. 5.37: FTSE-MIB

## DAX und KDAX

Der Kurs-DAX (KDAX) ist als dividendenloser, reiner Kursindex international vergleichbar. Der DAX ist es nicht, trotz seiner Umstellung auf 40 Werte. Wiederum verstrich eine Gelegenheit, den deutschen Leitindex von einem Performance- auf einen Kursindex umzustellen.

Mit Hilfe des Kurs-DAX ist erkennbar, dass der deutsche Leitindex aktuell schwächer agiert als der Euro Stoxx 50 oder der italienische FTSE-MIB. Der Ausbruch ist zwar erfolgt aber, er ist hinter den beiden genannten Indizes zurückgeblieben.

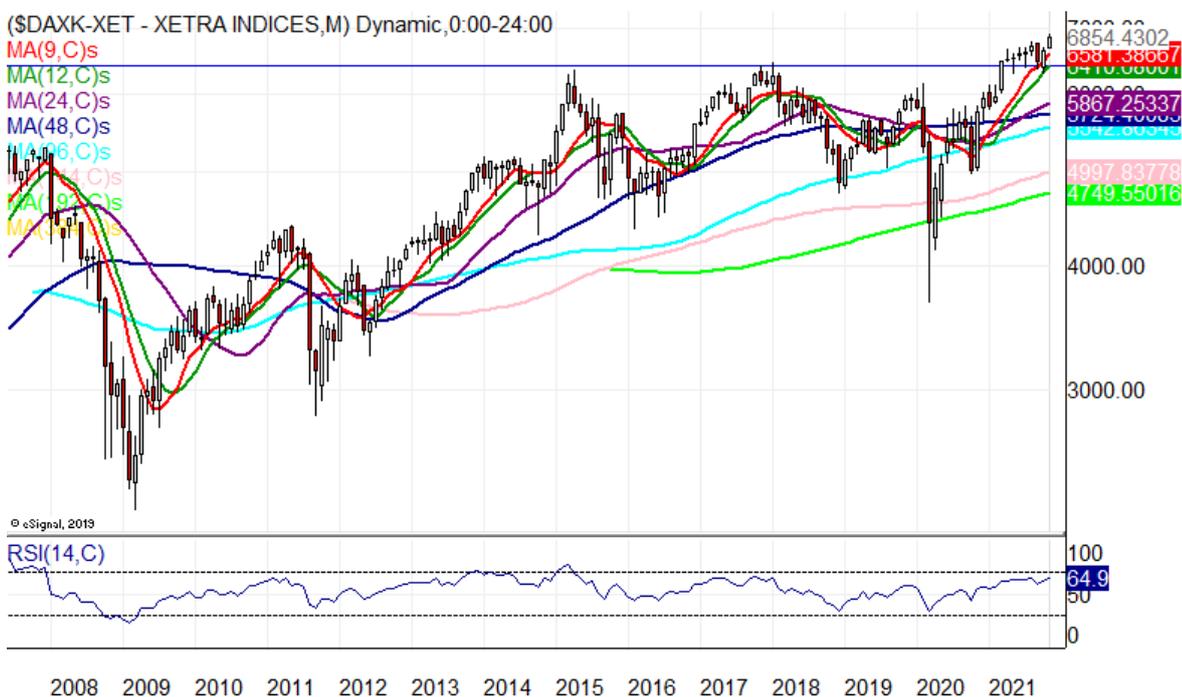


Abb. 5.38: KDAX Monatschart

Da der DAX die Dividenden in seiner Berechnung enthält, wirkt er marginal stärker als das große europäische Aktienbarometer. Daher sind in 2021 keine extrem starken Rückgänge am deutschen Aktienmarkt von mindestens 20 Prozent zu erwarten.

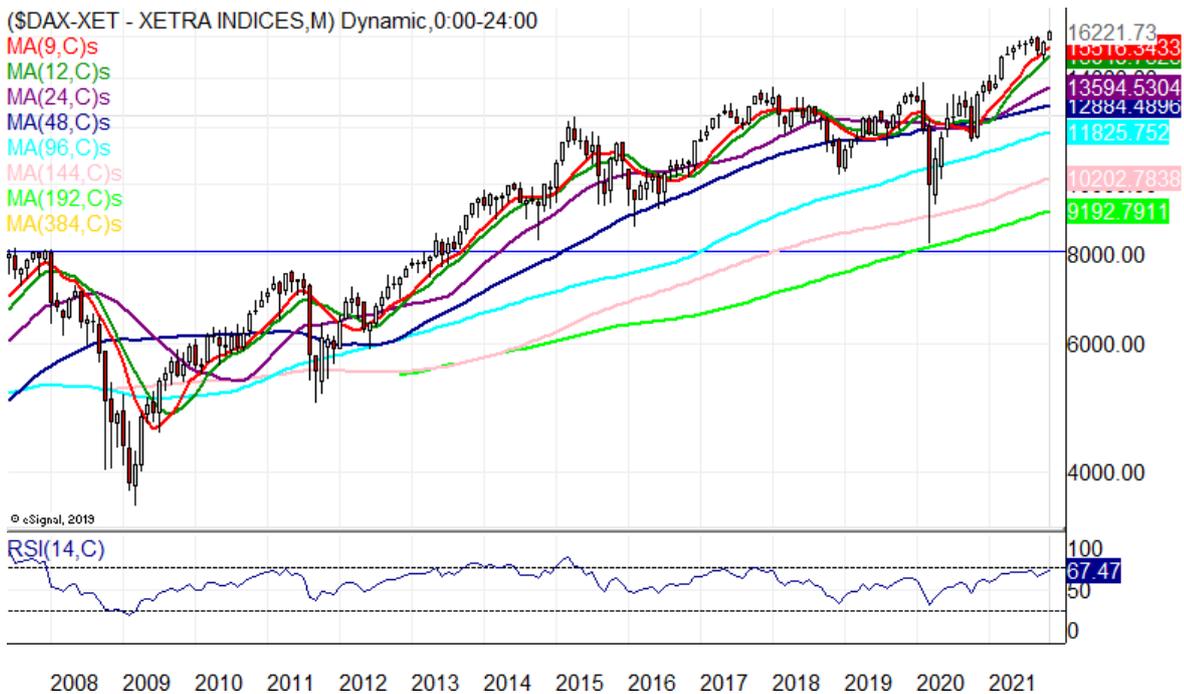


Abb. 5.39: DAX Monatschart

Der Corona-Crash endete im März als Pullback auf das Kurshoch von 2007. Die Zusammensetzung des DAX hat sich im Jahr 2021 verändert. Die Erweiterung auf 40 Werte verbreiterte den Index durch den Aufstieg der 10 größten MDAX-Werte. Da diese 10 Werte geringer gewichtet sind als die beiden größten Werte SAP und Linde gemeinsam und sich das Gewicht der einzelnen Branchen nicht sehr stark verändern wird, ist anhand dieser Erweiterung des Index keine substantielle Veränderung zu erwarten gewesen. Ein Grund, warum der DAX zurückbleibt, waren die vorauslaufenden Wetten auf den Aufstieg in den DAX. Erst einmal dort aufgenommen, trat eine Verschnaufpause ein.

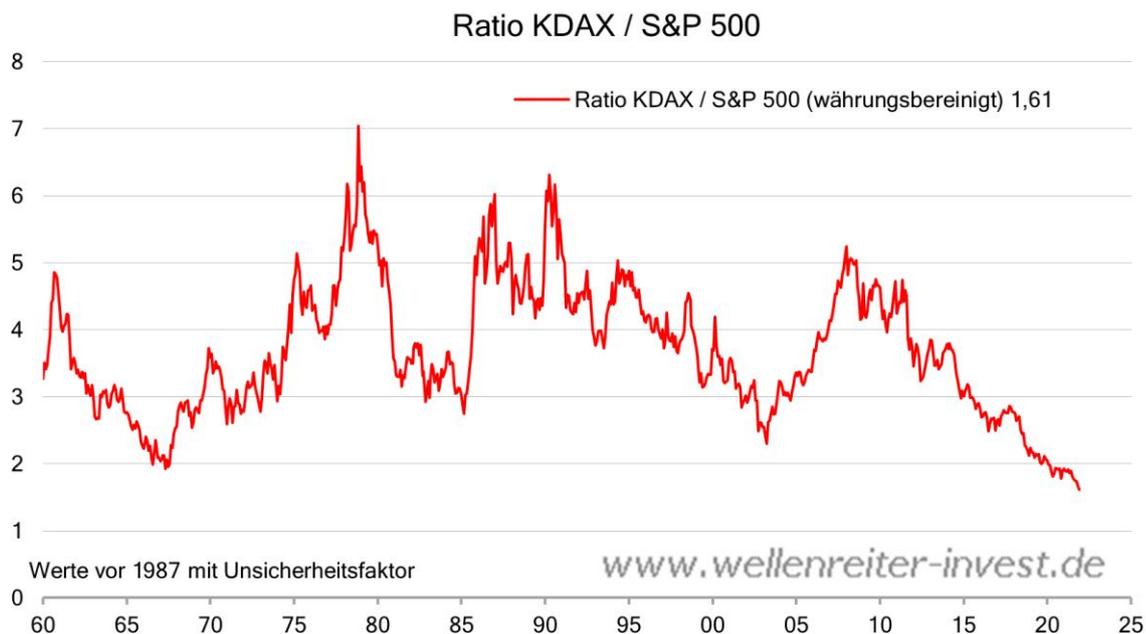


Abb. 5.40: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro

Die Phase der Underperformance Deutschlands gegenüber den USA hält seit Januar 2008 an und ist weiterhin intakt (oberer Chart). Diese ist damit 14 Jahre alt und damit länger als die vorherige Phase von 1990 bis 2003. Damals brachte der neue Bullenmarkt eine Outperformance Deutschlands mit sich.

Interessant bleibt der Vergleich de KDAX-Verlaufs ab dem Jahr 2000 mit dem Dow Jones-Index-Verlauf ab dem Jahr 1929. Wir hatten im vergangenen Jahr auf die ähnlichen Begleitumstände der Auf- und Abschwünge Amerikas nach 1929 und den Vergleich mit dem DAX ab 2000 hingewiesen. Bei dem Vergleich lagen die wichtigen Hoch- und Tiefpunkte zeitlich sehr eng beieinander und auch die Rezession 2020 in Deutschland passte zur Rezession in den USA 1949.

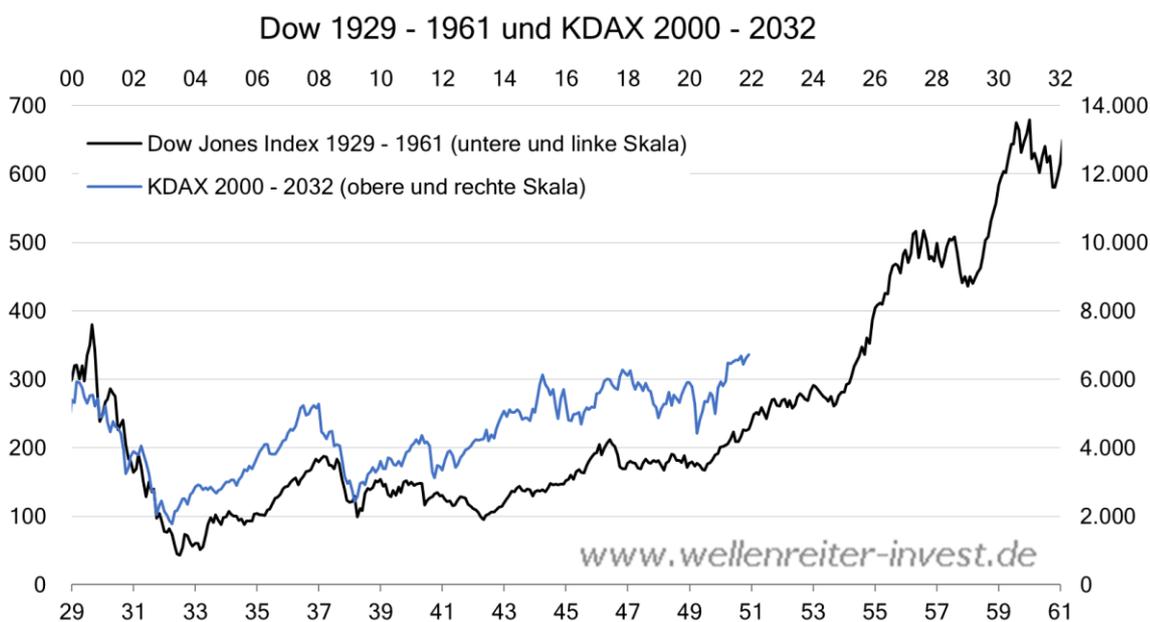


Abb. 5.41: KDAX und Dow

Auch wenn eine identische Entwicklung nicht zu erwarten ist, bleibt die Chance auf eine Fortsetzung des Anstiegs erhalten, allerdings wohl erst nach einer Pause im Jahr 2022. Das zyklische Bild für den DAX wäre demnach für 2022 leicht positiv.

### 5.9.3 Aktienmärkte Asien/Pazifik

#### Japan

Der Nikkei 225 zeigt bereits seit 2019 relative Stärke gegenüber dem Währungspaar Dollar/Yen.



Abb. 5.42: Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart seit 2010

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

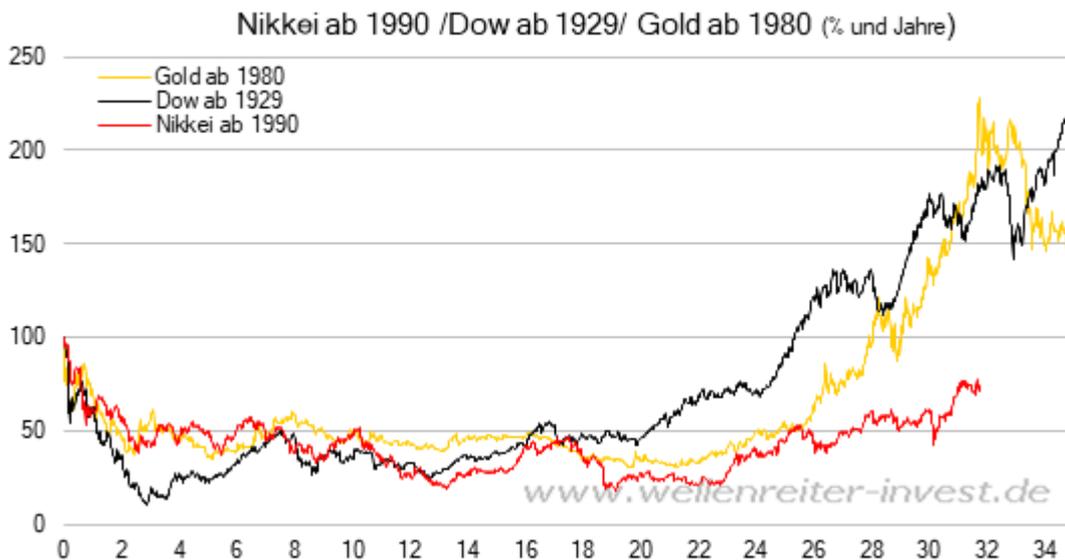


Abb. 5.43: Blasenverläufe Nikkei ab 1990/Dow ab 1929/Gold ab 1980 (Prozent und Jahre)

Der Goldpreis toppte durch eine preisliche Beschleunigung im August 2011 und damit nach 31 Jahren und 7 Monaten. Der Dow Jones Index toppte im November/Dezember 1961 nach 32 Jahren und 2 Monaten, bevor eine deutliche Korrektur einsetzte.

Wir formulierten im vergangenen Jahresausblick: „Hält sich der Nikkei 225 an diese zeitliche Komponente bis zu einem Hochpunkt, dann wäre ausgehend von seinem Hochpunkt im Januar 1990 mit einem Hochpunkt im August 2021 oder zu Beginn des neuen Jahres zu rechnen.“ Interessanterweise markierte der Nikkei-Index sein Verlaufshoch im September 2021. Ausgehend vom obigen Muster wären dies Hoch bedeutsam. Es würde sich eine holprige, volatile Phase anschließen.

## China

Der Aktienmarkt zeigte im Jahr 2021 ein Seitwärtsbild. Damit ist er international betrachtet ein deutlicher Underperformer.



Abb. 5.44: Shanghai Composite Index Monatschart

Über China schwebt der große Umbau in Richtung „Wohlstand für alle“ und Säuberungen im Hinblick auf Korruption und einem zu hohen Maß an Verschuldung von Unternehmen. Gleichzeitig leitet China die Umstellung von Kohle- zu Gaskraftwerken ein, ohne vermeiden zu können, dass die Kohlekraftwerke weiterhin benötigt werden und das Smog-Niveau in vielen Städten erhöhen. Wir gehen davon aus, dass die Produktion zu den Olympischen Spielen im Februar temporär heruntergefahren wird. Eine Null-Covid-Strategie Chinas macht angesichts der Delta-Variante lokale Lockdowns und zielgenaues Vorgehen der Behörden unvermeidbar. Die geringe Inflationsrate signalisiert ein eher bescheidenes Wirtschaftswachstum. Eine bedeutende Outperformance des chinesischen Aktienmarktes im Jahr 2022 erscheint unwahrscheinlich.

## Indien

Indien ist der viertgrößte Importeur von LNG-Erdgas. Ähnlich wie China leidet das Land unter einer Smog-Problematik. Auch hier erfolgt eine Umstellung noch mehr in Richtung Erdgas. Indien hat die Wachstumskurve Chinas noch zeitverzögert vor sich. Deshalb bleibt der indische Aktienmarkt auch im Jahr 2022 unser Favorit. Die indische Bevölkerung hat zu 90% Covid-19-Antikörper im Blut. Es ist das erste Land, in dem eine Grundimmunisierung erfolgte, ausgelöst durch eine Infektionswelle im Frühjahr.

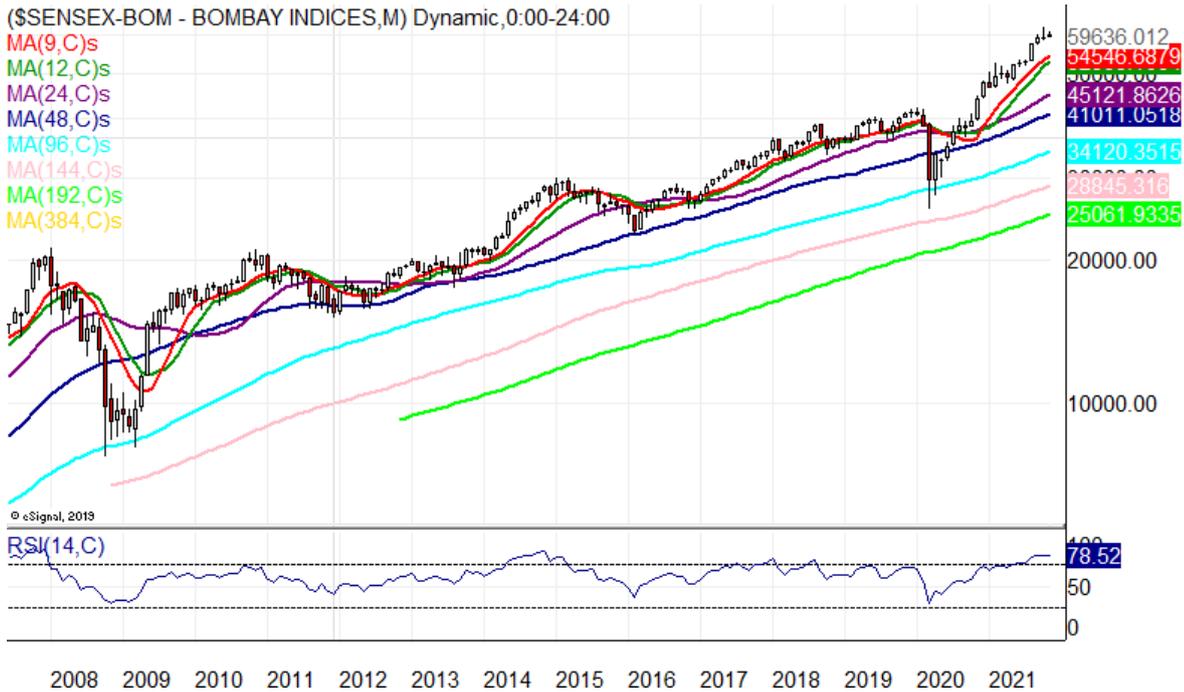


Abb. 5.45: Sensex Monatschart

Abseits korrekativer Bewegungen sollte sich der Aufwärtstrend im Jahr 2022 fortsetzen.

## Brasilien

Brasilien hat zwar jetzt positive Covid-19-Entwicklung, aber dafür ein Inflationsproblem. Die Zentralbank hat den Leitzins derart stark erhöht, dass die Zinsstrukturkurve 10 Jahre minus 2 Jahre in eine Inversion gerutscht ist. Analysten rechnen mit einer Rezession in Brasilien im Jahr 2022.

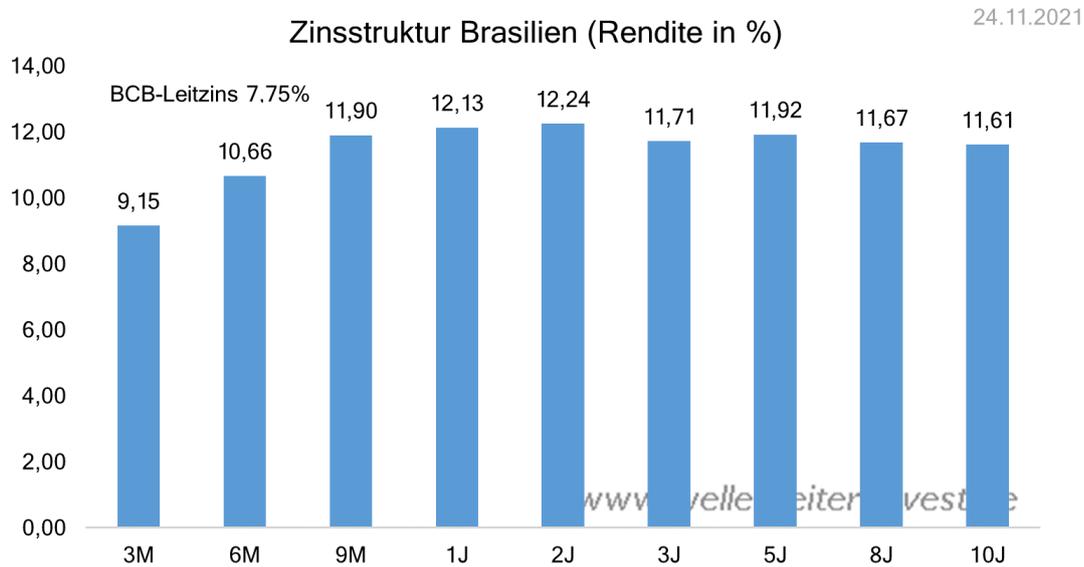


Abb. 5.46: Zinsstruktur Brasilien

Der Aktienmarkt reagiert entsprechend schwach.

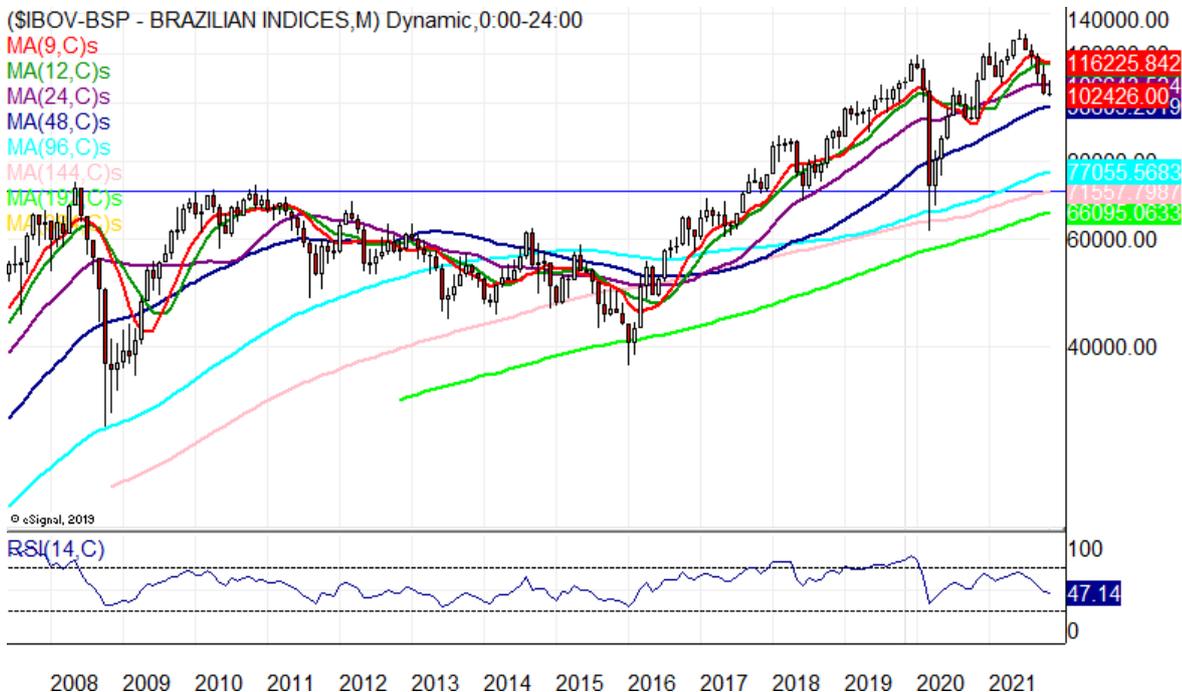


Abb. 5.47: Bovespa Monatschart

Wir gehen davon aus, dass Brasilien zu den Underperformern des Jahres 2022 zählen wird.

## 6. Fazit für den Finanzmarkt

Zum Jahresende 2021 antizipieren die Investoren eine restriktivere Geldpolitik für das Börsenjahr 2022. Unser „Ablaufplan“ orientiert sich an den statistischen Erwartungen aus der Kombination aus Zwischenwahljahr und 2er-Jahr.

### *Erstes Quartal*

Aufgrund der geringen Zahl an Auffrischungsimpfungen weitet sich die Pandemie in den USA nochmals deutlich aus. Die Konsumentenstimmung bleibt schwach wie bereits im vierten Quartal 2020. Die Aktienmärkte fallen frühzeitig und bilden im Februar ein erstes Tief aus. Zuvor war die Stimmung euphorisch und die Absicherung zu gering gewesen. Gleichzeitig beginnt sich die Inflation abzukühlen. Energiepreise und Renditen liefern dieser Entwicklung voraus. Der US-Dollar-Index steigt weiter. Der Euro/Franken erreicht die Parität.

### *Zweites Quartal*

Die seit Februar laufende Erholung an den Börsen setzt sich fort. Das Januar-Hoch wird nochmals getestet, aber negative Divergenzen stellen sich ein. Im Juni kommt es zu einer heftigen Abverkaufsphase, die bis zum Monatsende andauert. Die Containerpreise fallen, weil sich die Staus in den Häfen auflösen beginnen. Die Ware wird jedoch zum Ladenhüter, die Nachfrage nach Gütern sinkt. Die Winter-Corona-Welle läuft aus und lässt die Nachfrage nach touristischen Dienstleistungen steigen. Trotz der sich verschlechternden wirtschaftlichen Situation erhöht die Fed den Leitzins.

### *Drittes Quartal*

Die Aktienmärkte beginnen zu steigen. Der ersten Handelstag des neuen Quartals (Freitag, 1. Juni) bringt im Vorfeld des US-Unabhängigkeitstages (Montag, 4. Juli) Gewinne mit sich. Die sechs Wochen von Anfang Juli bis Mitte August sind das Beste, was der Aktienmarkt im Jahr 2022 bisher zustande gebracht hat. Zunehmend werden wieder Nebenwerte gesucht. Gleichzeitig erholen sich die Rohstoffpreise. Allerdings wird die US-Inflationsrate im September und Oktober aufgrund des Basiseffekts deutlich reduziert sein.

### *Viertes Quartal*

Der Ölpreis beginnt im Vorfeld der US-Zwischenwahl vom 8. November zu fallen. Die Aktienmärkte beginnen Mitte Oktober ihre Vorwahlrally, nachdem die US-Inflationsrate in die Nähe der 3-Prozent-Marke gefallen ist. Die Republikaner übernehmen die Mehrheit in beiden US-Kammern des US-Kongresses, nämlich dem Senat und dem Repräsentantenhaus. US-Präsident Joe Biden und der Kongress blockieren sich fortan gegenseitig. Das Aktienjahr geht unspektakulär zu Ende.

## **7. Unsere 10 Thesen für 2022**

### **1. Covid-19 in China und den USA**

Die mangelnde Bereitschaft für Auffrischungsimpfungen in den USA lässt dort die Covid-19-Zahlen nochmals deutlich steigen. China schafft den Spagat der Null-Covid-Politik angesichts der Olympischen Winterspiele im Februar nicht. Auch dort steigen die Zahlen. Im Frühling wird es besser, Medikamente helfen.

### **2. Die internationale Konjunktur verlangsamt ihr Wachstum**

Die chinesischen Probleme im Bausektor weiten sich aus. Auch der Hausbau-sektor in den USA beginnt sich abzukühlen, genauso wie der Gebrauchtwagen-sektor. Die hohen Preise beginnen, sich negativ auf die Kaufbereitschaft der Konsumenten auszuwirken.

### **3. Die US-Inflationsrate fällt von 6 auf 3 Prozent**

Die US-Inflationsrate erreicht ihren Hochpunkt gleich zu Beginn des Jahres. Sie fällt bis zum Herbst in die Nähe der 3 Prozent-Marke. Siegesmeldungen der Zentralbanken sind allerdings verfrüht. Gegen Jahresende zieht sie erneut an.

### **4. Globale Notenbanken werden restriktiver**

Viele Notenbanken folgen dem Primat der Fed und werden restriktiver. Die Fed wird eine erste Zinserhöhung im zweiten Quartal trotz dann schwächerer Wirtschaftsdaten und fallender Aktienkurse durchführen.

### **5. Der Ölpreis fällt auf 60 Dollar**

Die Abschwächung der Konjunktur macht vor den Energiepreisen nicht halt. Der Ölpreis fällt im Vorfeld der US-Zwischenwahl auf 60 Dollar.

## **6. Bitcoin fällt auf 30.000 Dollar**

In einem Risk-off-Umfeld sind Krypto-Anleger zu Gewinnmitnahmen gezwungen. Stablecoins wie der E-Yuan oder der Novi von Meta (ehemals Facebook) setzen sich durch, weil sie an Fiat-Währungen gekoppelt sind.

## **7. Die Rendite zehnjähriger Anleihen verharrt in einer Handelsspanne**

Die Rendite 10jähriger US-Anleihen bildet im ersten Quartal knapp oberhalb von 2 Prozent ein Hoch aus. Sie fällt sich abschwächenden Konjunkturzahlen. Die Zinsspanne zwischen kurzem und langem Ende verengt sich.

## **8. US-Arbeitsmarkt lässt nach**

Nach der schnellsten Arbeitsmarkterholung aller Zeiten erfolgt im Rahmen einer konjunkturellen Abkühlung ein Rückschlag. Die Schaffung neuer Stellen lässt nach, die US-Arbeitslosenquote beginnt zu steigen.

## **9. Der US-Dollar-Index steigt auf 100 Punkte**

Der Euro/US-Dollar fällt auf 1,05/08. Verbale Interventionen der EZB stabilisieren ihn. Der Euro/Franken fällt auf die Parität, erholt sich dann.

## **10. Die US-Zwischenwahl baut eine Patt-Situation auf**

Die Republikaner erobern Senat und Repräsentantenhaus. Was vor der Wahl von Joe Biden nicht erledigt wurde, hat jetzt keine Chance mehr, verabschiedet zu werden. Es entsteht eine Pattsituation. In Zeiten, in denen die Wirtschaft läuft – wie Ende der 1990er unter US-Präsident Clinton - kann eine solche Konstellation vorteilhaft sein. Nicht aber in einer Phase, in der sich die Konjunktur abkühlt.

## **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](http://www.wellenreiter-invest.de). Wir veröffentlichen Einzelstudien und sind auch beratend tätig.

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

## Abbildungsverzeichnis

- Abb. 1.1: IHS Markit Eurozone Composite PMI  
Abb. 1.2: IFO-Index und KDAX  
Abb. 1.3: US-Einkaufsmanager-Indizes  
Abb. 1.4: ISM verarbeitendes Gewerbe und Chicago PMI  
Abb. 1.5: US-Verbrauchervertrauen Uni-Michigan  
Abb. 1.6: Consumer Comfort Index Langer Associates nach Parteianhängern  
Abb. 1.7: Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe  
Abb. 1.8: Erwerbsquote US-Arbeitsmarkt  
Abb. 1.9: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen  
Abb. 1.10: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne  
Abb. 1.11: Caixin China PMI  
Abb. 1.12: US-Inflationsrate und US-Rezessionen seit 1920  
Abb. 1.13: Rendite 10jähriger Anleihen und Inflationsrate  
Abb. 1.14: US-Geldmengenwachstum und Inflationsrate  
Abb. 1.15: Solare Aktivität und Inflationsrate  
Abb. 1.16: Unterkunft und Inflationsrate  
Abb. 1.17: US-Inflationsrate seit 1950  
Abb. 1.18: 5-Year US-Break-Even-Inflation Inflationsrate  
Abb. 1.19: Inflationsrate Euroraum  
Abb. 1.20: Inflationsrate USA  
Abb. 1.21: Inflationsrate Euroraum  
Abb. 1.22: Inflationsrate und S&P 500 seit 2000
- Abb. 2.1: Bilanzsummen Zentralbanken 2010-2020  
Abb. 2.2: US-Leitzinserhöhungswahrscheinlichkeit 2022/23  
Abb. 2.3: US-Leitzinserhöhungspfad 2022/23  
Abb. 2.4: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen QE-Phasen  
Abb. 2.5: US-Renditen  
Abb. 2.6: Leitzinsen Fed, EZB, BoJ  
Abb. 2.7: EZB-Zinserwartungen  
Abb. 2.8: EZB APP und PEPP  
Abb. 2.9: EZB APP und PEPP kumuliert  
Abb. 2.10: Zinssatz Japan (Rendite in Prozent)  
Abb. 2.11: 30-Jahres-Zyklus Rendite  
Abb. 2.12: US-Renditen  
Abb. 2.13: Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen  
Abb. 2.14: Netto-Positionierung der Großspekulanten Rendite 30jähriger US-Anleihen  
Abb. 2.15: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen  
Abb. 2.16: Netto-Positionierung der Großspekulanten Rendite 10jähriger US-Anleihen  
Abb. 2.17: Russell 2000/S&P 500 und 10jährige US-Rendite  
Abb. 2.18: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten  
Abb. 2.19: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen Griechenland, Italien, Portugal, Spanien  
Abb. 2.20: Renditen Asien/Schwellenländer  
Abb. 2.21: Renditen Japan  
Abb. 2.22: Japan 10 Jahre zeitversetzt
- Abb. 3.1: US-Dollar-Index seit 1980  
Abb. 3.2: US-Dollar-Index und QE  
Abb. 3.3: US-Dollar-Index

Abb. 3.4: Netto-Spekulation der Großspekulanten im US-Dollar-Index  
Abb. 3.5: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index  
Abb. 3.6: Handelsgewichteter US-Dollar-Index versus US-Dollar-Index  
Abb. 3.7: Value/Growth Ratio  
Abb. 3.8: Euro/Dollar seit 2000  
Abb. 3.9: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar  
Abb. 3.10: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Euro/Dollar  
Abb. 3.11: Euro/Dollar seit 1980  
Abb. 3.12: Euro/Dollar seit 2012  
Abb. 3.13: GBP/USD seit 1976  
Abb. 3.14: GBP/USD und EUR/USD seit 2010  
Abb. 3.15: Netto-Positionierung der Großspekulanten im GBP/USD  
Abb. 3.16: EUR/CHF  
Abb. 3.17: Franken, Euro, Yen und Yuan vs. US-Dollar  
Abb. 3.18: Netto-Positionierung der Großspekulanten im CHF/USD  
Abb. 3.19: Dollar/Yen und US-Rezessionen  
Abb. 3.20: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen  
Abb. 3.21: Realzins-Differenz USA/Japan und Kursverlauf Dollar/Yen  
Abb. 3.22: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Dollar/Yen  
Abb. 3.23: Dollar/Yen und Nikkei Index  
Abb. 3.24: Dollar/Yuan  
Abb. 3.25: 10jährige Rendite USA und China  
Abb. 3.26: 10jährige Rendite USA und China  
Abb. 3.27: Australischer und kanadischer Dollar  
Abb. 3.28: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl  
Abb. 3.29: Kanadischer Dollar Großspekulanten  
Abb. 3.30: AUD/USD und Gold  
Abb. 3.31: Bitcoin Open Interest  
Abb. 3.32: Bitcoin Future Großspekulanten/Open Interest  
Abb. 3.33: Bitcoin und Euro/Dollar  
Abb. 3.34: Bitcoin und CRB-Rohstoffindex  
Abb. 3.35: Bitcoin und US-Inflationsrate  
Abb. 3.36: Bitcoin seit 2010  
Abb. 3.37: Bitcoin und S&P 500

Abb. 4.1: IEA-Einschätzung Energietransformation  
Abb. 4.2: CRB-Index seit 1970  
Abb. 4.3: CRB-Index inflationsbereinigt  
Abb. 4.4: Energiepreise in MMBtu  
Abb. 4.5: Erdgas-Spread Asien zu Europa  
Abb. 4.6: CO<sub>2</sub>-Emissionsrechte-Futures  
Abb. 4.7: Energiefutures indexierte Verläufe  
Abb. 4.8: TTF-Future-Backwardation  
Abb. 4.9: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)  
Abb. 4.10: US-Erdölproduktion seit 1950 (in Mio. Barrel pro Tag)  
Abb. 4.11: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch  
Abb. 4.12: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und -Förderung und Ölpreis  
Abb. 4.13: WTI Crude Monatschart  
Abb. 4.14: WTI Crude und 10jährige US-Rendite  
Abb. 4.15: WTI Crude Open Interest  
Abb. 4.16: WTI Crude Terminkontrakte

Abb. 4.17: WTI Crude Kontraktdifferenz  
Abb. 4.18: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)  
Abb. 4.19: ONI-Index  
Abb. 4.20: US-Erdgas  
Abb. 4.21: US-Erdgas Kontraktdifferenz  
Abb. 4.22: Erdgas-Spread  
Abb. 4.23: Großhandelsstrom und Erdgas  
Abb. 4.24: Metalle-Futures  
Abb. 4.25: Gold  
Abb. 4.26: Gold und Realzins  
Abb. 4.27: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)  
Abb. 4.28: Gold Großspekulanten  
Abb. 4.29: Netto-Positionierung der Großspekulanten / Open Interest im Gold  
Abb. 4.30: Silber  
Abb. 4.31: Saisonaler Verlauf Silber  
Abb. 4.32: Silber Großspekulanten  
Abb. 4.33: Agrar-Futures  
Abb. 4.34: Bauholz  
Abb. 4.35: Bauholz und Inflationsrate  
Abb. 4.36: Weizen  
Abb. 4.37: Weizen Großspekulanten  
Abb. 4.38: Reis  
Abb. 4.39: Reis Großspekulanten

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 Nachwahljahre (prozentuale Veränderung)  
Abb. 5.6: Zusammensetzung US-Kongress seit 1945  
Abb. 5.7: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus  
Abb. 5.8: Dow Jones Index – Durchschnittsverl. Zwischenwahljahre neu gewählte demokrat. Präsidenten  
Abb. 5.9: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Zwischenwahljahre seit 1897 (Verlauf in Prozent)  
Abb. 5.10: Dow Jones Index - Zwischenwahljahre 2010, 2014, 2018  
Abb. 5.11: 2er-Jahre (in Prozent)  
Abb. 5.12: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 2er-Jahre seit 1902  
Abb. 5.13: Dow Jones Index – Durchschnittsverlauf 2er Jahre, die gleichzeitig Zwischenwahljahre sind  
Abb. 5.14: S&P 500 QE-Phasen  
Abb. 5.15: Verlaufsvergleich Dow Industrial vs. Dow Transport Index  
Abb. 5.16: Bullenmärkte Dow Jones Index  
Abb. 5.17: Bullenmärkte Dow Jones Index – 1974 und 2009  
Abb. 5.18: Dow Jones Index 50er-Jahre-Vergleich  
Abb. 5.19: Equity-Put-Call-Ratio  
Abb. 5.20: NAAIM-Exposure-Index  
Abb. 5.21: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAI-Umfrage)  
Abb. 5.22: S&P 500-Sektoren seit März 2020  
Abb. 5.23: S&P 500-Sektoren seit Januar 2000  
Abb. 5.24: S&P 500-Sektoren seit Januar 2007  
Abb. 5.25: Basiskonsumgüter zu S&P 500  
Abb. 5.26: Idealisierter Konjunkturzyklus  
Abb. 5.27: Hindenburg-Omen

Abb. 5.28: Hindenburg-Omen 2005 - 2010  
Abb. 5.29: Nasdaq Ohama-Titanic-Syndrom  
Abb. 5.30: Gebert-Indikator  
Abb. 5.31: S&P 500 Monatschart  
Abb. 5.32: Nasdaq 100 Index Monatschart  
Abb. 5.33: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500  
Abb. 5.34: Russell 2000 Monatschart  
Abb. 5.35: Russell 2000 / S&P 500 Monatschart  
Abb. 5.36: Euro Stoxx 50 Monatschart  
Abb. 5.37: FTSE-MIB  
Abb. 5.38: KDAX Monatschart  
Abb. 5.39: DAX Monatschart  
Abb. 5.40: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro  
Abb. 5.41: KDAX und Dow  
Abb. 5.42: Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart seit 2010  
Abb. 5.43: Blasenverläufe Nikkei ab 1990/Dow ab 1929/Gold ab 1980 (Prozent und Jahre)  
Abb. 5.44: Shanghai Composite Index Monatschart  
Abb. 5.45: Sensex Monatschart  
Abb. 5.46: Zinsstruktur Brasilien  
Abb. 5.47: Bovespa Monatschart