

Wellenreiter-Invest



# **Wellenreiter- Jahresausblick 2024**

**„It's the economy, stupid!“**

**©Robert Rethfeld,  
Alexander Hirsekorn**

**Oberursel, im Dezember 2023**

## Editorial

### Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2024

#### 1. Konjunktur und Anleihen

BIP-Prognosen	5
Leitzins-Erwartungen	5
Fiskalpolitik	6
Hochzinsanleihen-Spread	8
Zinsstruktur	9
Einkaufsmanagerindizes	12
Inflation	16
Arbeitsmarkt und Lohnwachstum	23
Immobilienmarkt	25
Renditen langes Ende	28

#### 2. Der Währungsmarkt

Euro/Dollar	32
US-Dollar-Index	36
Dollar/Yen	38
Schweizer Franken	41
Kryptowährungen/Bitcoin	42

#### 3. Der Rohstoffmarkt

Rohstoffmarkt langfristig	48
Energie	52
Metalle	64
Agrar	72

#### 4. Der Aktienmarkt

Bewertung	75
US-Präsidentschaftszyklus	76
Dekadenmuster	81
Verlaufsvergleiche	84
Sentiment	86
Sektoren	87
Marktstruktur-Indikatoren	94
Leit-Aktienindizes	100

<b>5. Fazit für den Finanzmarkt</b>	108
<b>6. Unsere 10 Thesen für 2024</b>	112
<b>Disclaimer</b>	114
<b>Über uns</b>	115
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	116

## **Editorial**

„Shake it off“ lautet einer der größten Hits von Taylor Swift, die in diesem Jahr als erste Musikerin vom TIME-Magazin zur „Person of the Year“ gekürt wurde. Die US-Musikerin stellte viele Rekorde auf, die das Editorial komplett füllen würde, wenn sie alle aufgelistet werden würden. „Swiftflation“ wurde als Begriff geprägt und beschreibt das erhöhte Preisniveau in einer Stadt rund um die alle Rekorde brechende „Eras“-Tournee der US-Künstlerin.

Die restriktive Politik der EZB und FED erforderte im März Opfer mit einer Krise und Insolvenz einiger Regionalbanken, in Zuge dessen sich wichtige Preistiefs im US-Bankensektor bildeten. Im November erforderte die Phase steigender Renditen bei langen Laufzeiten mit der Insolvenz der Signa Holding von Rene Benko ein prominentes Opfer. Spektakuläre Pleiten stehen am Ende von Trends und markieren häufig den Beginn neuer Trends.

Die erhöhte Inflation war in diesem Jahr rückläufig und die Investoren schüttelten die massiven Sorgen und Ängste des vergangenen Jahres in Schüben vor allem im Januar und im November ab. Neue Rekorde am Aktienmarkt konnten im Dezember erzielt werden und sind ein Fingerzeig für eine neue Zeitrechnung, die mit dem Thema der Künstlichen Intelligenz zunächst große Tech-Unternehmen beflügelte.

Nach FAANG wurde viel von den „Magnificent Seven“ gesprochen. Sukzessive wird die künstliche Intelligenz Einzug in allen Unternehmen halten und die Produktivität der Unternehmen erhöhen. Für Aktionäre sind dies perspektivisch gute Aussichten. Die künstliche Intelligenz half in diesem Jahr bei der Reanimation der Stimme von John Lennon und bescherte den Pilzköpfen mit „Now and then“ einen Nummer Eins-Erfolg. Altersmäßig war Paul McCartney mit 81 Jahren der älteste Künstler mit einem Nummer Eins-Hit, aber nach dem Motto „Oldies are goldies“ war er nicht allein. Der 77jährige Udo Lindenberg landete mit „Komet“ den Hit des Jahres, die Rolling Stones mit dem 80jährigen Mick Jagger das erfolgreichste Album des Jahres in Deutschland. In den USA rockt die 79jährige Brenda Lee erstmals auf Platz 1 um den Weihnachtsbaum. Politisch wird das wahrscheinliche Duell von Joe Biden und Donald Trump um das Amt des US-Präsidenten das Duell der beiden ältesten Kandidaten der Geschichte.

Wir würden uns freuen, im neuen Jahr Ihr alter und neuer täglicher Lektürelieferant am Morgen zu sein und wünschen viel Freude bei der Lektüre des vorliegenden 20. Jahresausblicks.

## **Oberursel, im Dezember 2023**

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn

Wellenreiter-Invest



# Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2024

## 1. Konjunktur und Anleihen

### BIP-Prognosen

Die BIP-Wachstums-Prognosen für das Jahr 2024 bewegen sich sowohl für die USA als auch für den Euroraum zwischen 0,5% und 1,5% auf einem insgesamt niedrigen Niveau. In den USA wird ein niedrigeres Wachstum als in diesem Jahr antizipiert. Die chinesische Volkswirtschaft könnte zwischen 4 und 5 Prozent % wachsen. Die OECD prognostiziert für das Jahr 2024 eine globale Wachstumsrate von 2,7%. Eine US-Rezession wird im Gegensatz zum vergangenen Dezember von keiner Investmentbank prognostiziert.

Im Jahr 2023 dürfte das reale US-BIP um 2,9% und das reale Euroraum-BIP um 0,5% zugelegt haben. Für China deutet sich ein BIP-Wachstum von etwa 5,2% Prozent an. Das über die Jahre zuverlässige GDPNow-Modell der Atlanta Fed schätzt das reale US-Wachstum des vierten Quartals 2023 mit +2,6% ein. Dargestellt ist das festgestellte reale US-BIP-Wachstum sowie die mit einer Ziffer bezeichnete GDPNow-Schätzung.

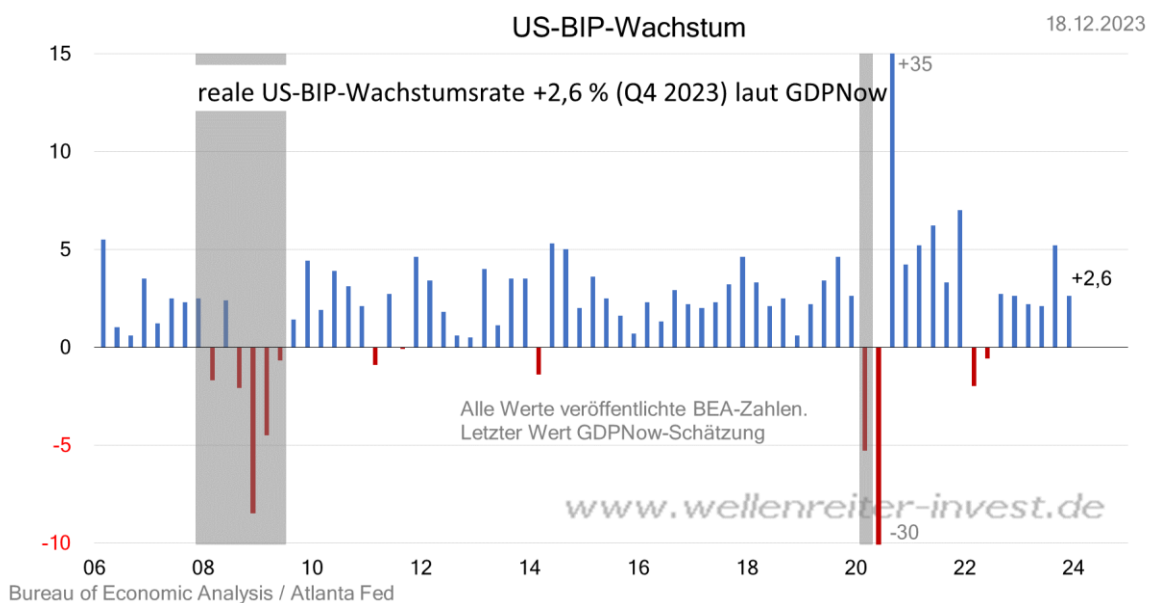


Abb. 1.1: US-BIP-Wachstum und GDPNow

Bei einem BIP-Wachstum von 2,6% in Q4 2023 würde sich für das Gesamtjahr 2023 ein BIP-Wachstum von 2,9% ergeben haben. Wir gehen davon aus, dass die 5,2% in Q3 2023 das zyklische Verlaufshoch darstellt. Der private Konsum ist das entscheidende Kriterium. Dieser verfügt über einen BIP-Anteil von etwa 68%, die Bruttoinvestitionen liegen bei 17%. Die restlichen Größen sind der Staatskonsum (ebenfalls 17%) sowie der in den USA häufig negative Außenbeitrag.

Bemerkenswert ist das hohe nominale BIP-Wachstum in den vergangenen Jahren. Werte unter 5% wurden seit dem Jahr 2020 praktisch nicht verzeichnet.

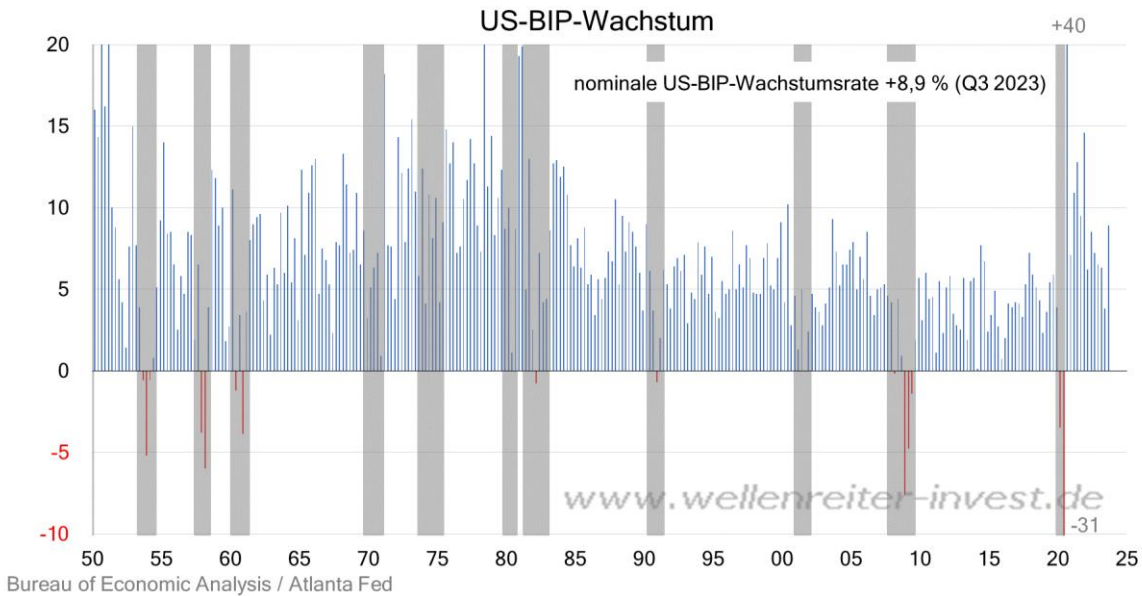


Abb. 1.2: Nominales US-BIP-Wachstum

Ein derart hohes BIP-Wachstum ist atypisch. Es lag zuletzt in den 1970er Jahren und zu Beginn der 1980er Jahre vor. Zyklisch dürfte eine Phase der Abschwächung des nominalen BIPs folgen.

### Leitzinserwartungen

Die US-Zentralbank hatte die US-Leitzinsspanne auf 5,25 bis 5,50% angehoben. Die Teilnehmer im Markt der Fed-Funds-Futures preisen eine erste Leitzinssenkung um 25 Basispunkte für die Sitzung vom 20. März 2024 ein. Sie verlegten ihre Zinssenkungserwartung jüngst weiter nach vorn. Die US-Notenbank hat jüngst die Erwartung von lediglich 3 Zinsschritten kommuniziert, am Markt liegen die Erwartungen bei 6 Schritten.

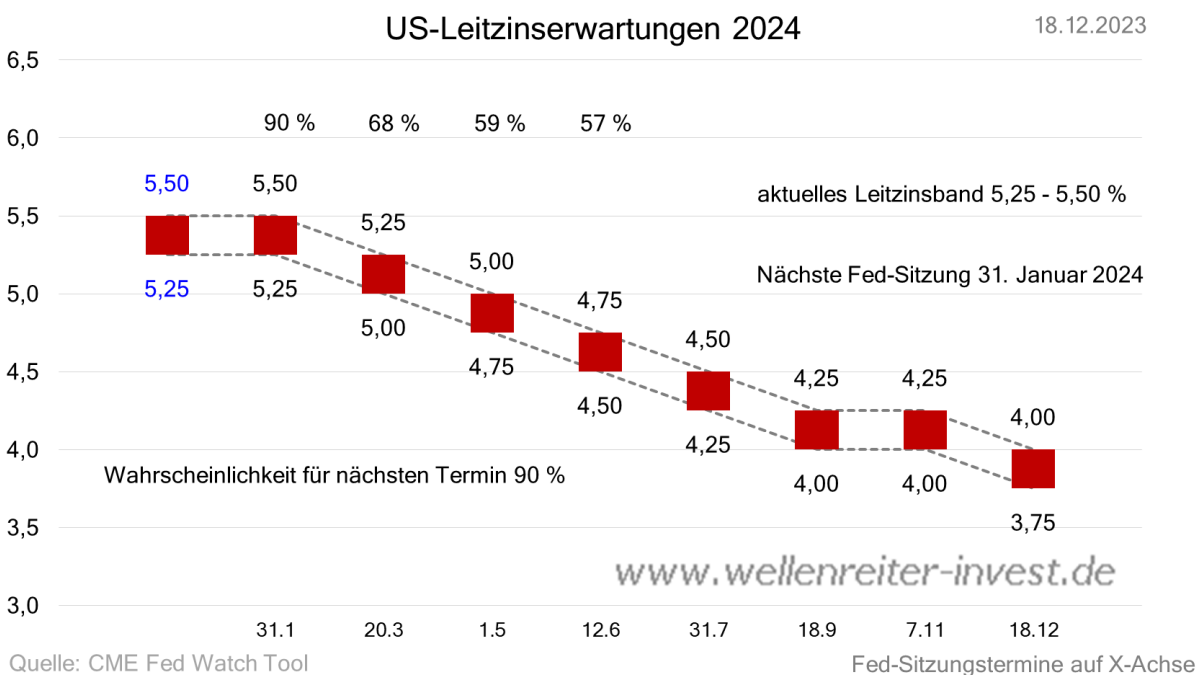


Abb. 1.3: US-Leitzinserwartungen

Der Einlagesatz der EZB notiert bei 4%. Eine erste Senkung um 25 Basispunkte wird von der 1-Monats-Euro-Short-Term-Rate für den Sitzungstermin 11. April angezeigt. Die Zinssenkungserwartungen der Investoren sind ähnlich stark wie in den USA.

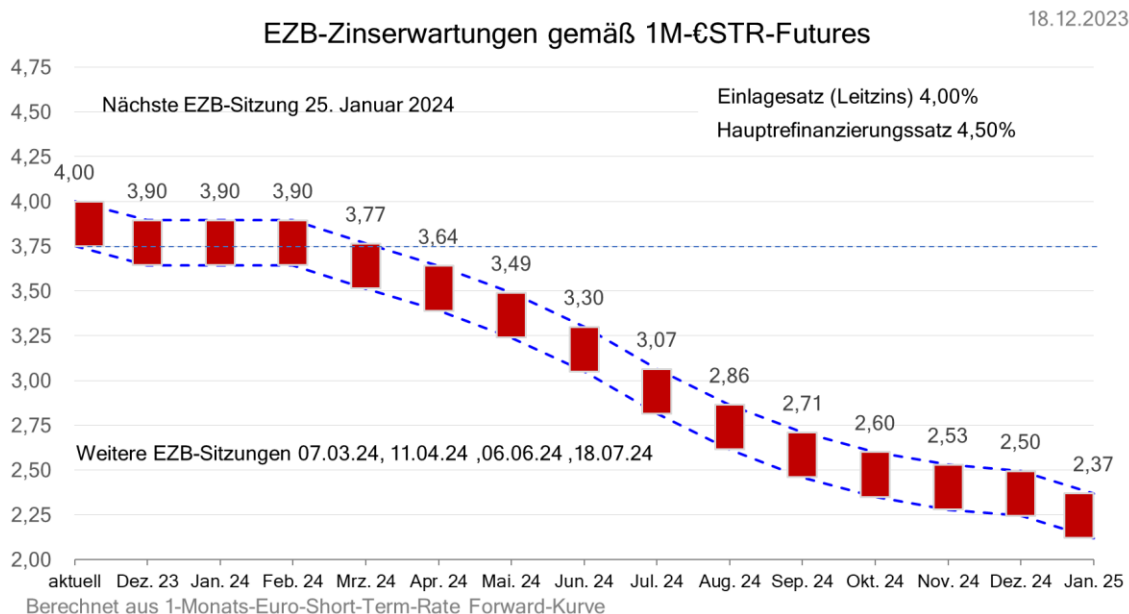


Abb. 1.4: EZB-Leitzinserwartungen

Überlegungen, wonach die EZB zuerst senkt und dann erst die Fed, verfügen aus historischer Sicht über keine Grundlage. Der erste Senkungsimpuls großer Zentralbanken kam stets von der Federal Reserve, gefolgt von der EZB und der Bank of Japan.

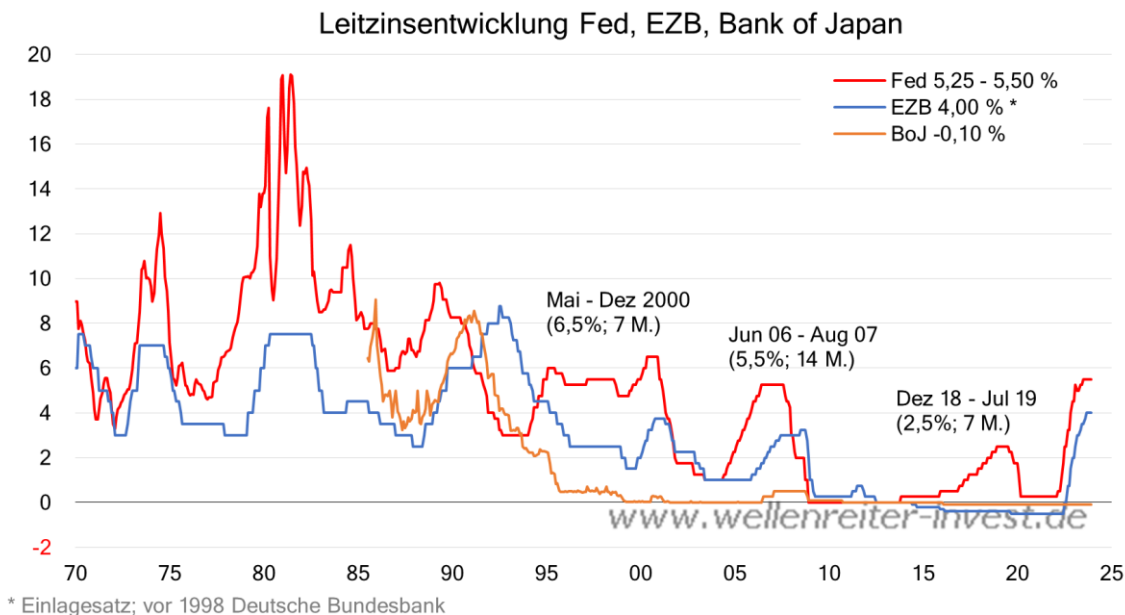


Abb. 1.5: Leitzinsentwicklung Fed, EZB, Japan

Wirtschaftliche Rückgänge werden häufig von den USA ausgehend in die Weltwirtschaft transportiert. Zudem ist die Fed reaktiver als die EZB. Letztere wartet häufig lange, bis sie eine Konsensentscheidung trifft. Die Bank of Japan läuft derzeit zyklisch weit hinterher. Für das Frühjahr 2024 erwarten Analysten eine erste Leitzinsanhebung. Der Diskontsatz der Bank of Japan notiert seit dem Jahr 2016 bei -0,10%. Das Timing der Zinsanhebungen der Bank of Japan war sowohl im Spätsommer des Jahres 2000

als auch Mitte 2006 mehr als unglücklich. Mit einer Anhebung würde Japan auch im kommenden Jahr eine konträre Politik gegenüber den USA und Europa verfolgen.

## Fiskalpolitik

Im Wahljahr 2024 ist nicht zu erwarten, dass US-Förder- und Anreizprogramme zurückgefahren werden. Gleichzeitig bleibt die US-Staatsverschuldung mit 123% vom Bruttoinlandsprodukt auf einem hohen Niveau. Der Chart zeigt, dass die Auswirkungen von Rezessionen regelmäßig mit erhöhten Staatsausgaben bekämpft werden. Dies führte in den USA zu einer Erhöhung des Anteils der Staatsverschuldung am BIP. Der längerfristige Zyklus zeigt, dass sich die US-Staatsverschuldung bereits einmal auf einem ähnlichen Niveau befand, nämlich am Ende des 2. Weltkriegs. Fallende Renditen entlasten den Staatshaushalt.

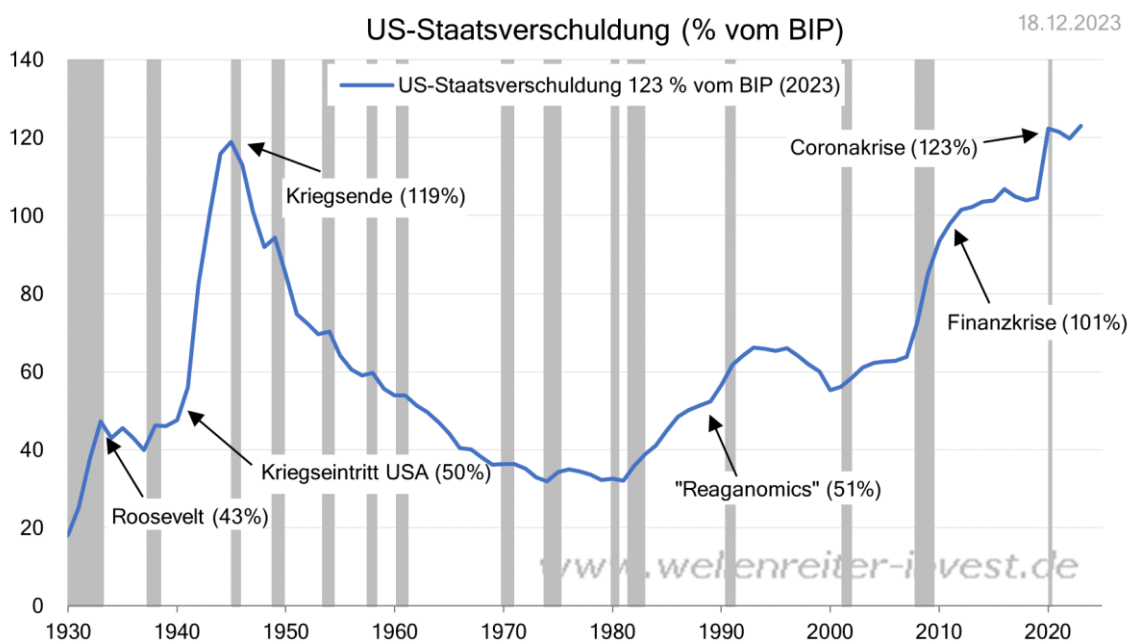


Abb. 1.6: US-Staatsverschuldung in % vom BIP längerfristig

US-Investitionsprogramme wie der Inflation-Reduction-Act sind auf mehrere Jahre ausgelegt. Der fiskalpolitische Rückenwind für die US-Wirtschaft bleibt im Wahljahr 2024 erhalten. Allerdings wird die US-Wirtschaftsentwicklung hauptsächlich vom Konsum getragen. Würden Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor nicht mehr in dem Maße wie bisher zur Verfügung stehen und würde der Verbraucher beginnen, den Cent zweimal umzudrehen, müssten Stimulierungen wieder steuerpolitisch auf der Konsumentenseite erfolgen. Derartige Schritte seitens der US-Regierung sehen wir aktuell nicht.

## Hochzinsanleihen-Spread

Der Hochzinsanleihen-Spread ist ein Konjunktur- und Risiko-Indikator. Steigende Hochzinsanleihen-Spreads indizieren erhöhte Marktrisiken. Aktuell ist von Unsicherheit wenig zu spüren: Der Spread der Hochzinsanleihen fiel zuletzt und notiert in der Nähe des Jahrestiefs.

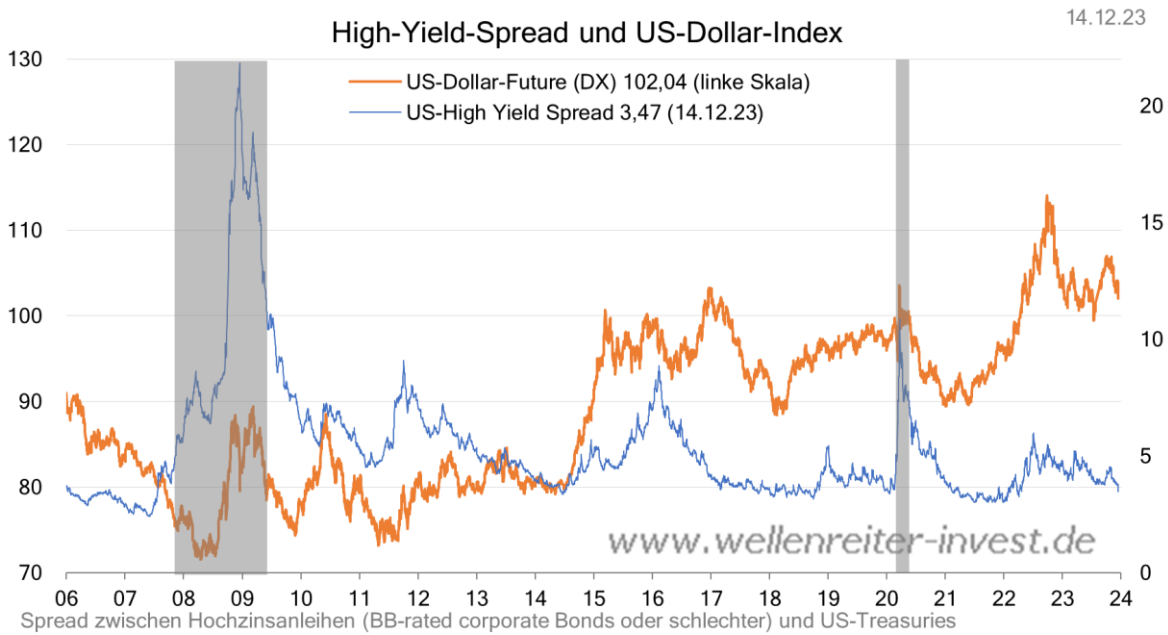


Abb. 1.7: High-Yield-Spread und US-Dollar-Future

Der US-Dollar-Index fiel in den vergangenen Wochen. Je schwächer der US-Dollar agiert, umso wahrscheinlicher ist eine Verringerung des Hochzinsanleienspreads.

Eine Ausnahme gab es: Im Jahr 2007 stieg der Hochzinsanleienspread bereits an, obwohl der Dollar-Index zunächst noch fiel. Im Rezessionsfall ist mit einem starken Anstieg des High Yield Spreads zu rechnen. Ein Hinweis auf eine nahe US-Rezession fehlt seitens dieses wichtigen Indikators. Umgekehrt dürfte sich der Spread kaum noch verringern. Die 3%-Marke stellt eine langfristige Unterstützung dar.

### Zinsstruktur

Nach dem 2. Weltkrieg folgte einer Inversion der US-Zinsstrukturkurve 10 Jahre minus 3 Monate stets eine Rezession – mit der Ausnahme des Herbstes 1966.

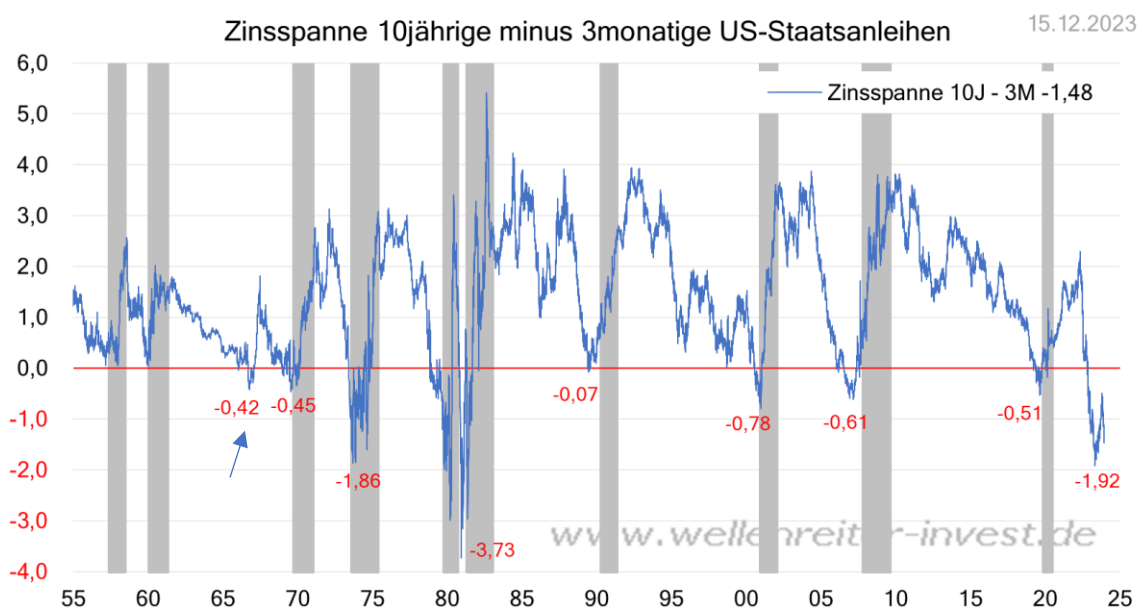


Abb. 1.8: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen

Im Herbst 1966 invertierte die Zinsstrukturkurve um bis zu 42 BP (siehe Pfeil) und drehte dann zügig in den positiven Bereich. Damals blieb die Rezession aus. Die geringe Arbeitslosenquote lässt Parallelen zu heute zu. Sie stieg lediglich von 3,6% im November 1966 auf 4,0% im Oktober 1967. Auch in der aktuellen Situation würde eine nur leicht steigende Arbeitslosenquote ein Anzeichen dafür sein, dass eine Rezession vermieden werden könnte. Die Inversion notiert auf dem höchsten Niveau seit dem Jahr 1981 und indiziert eine extrem restriktive Politik der US-Notenbank, deren Ziel eine Rückführung der Inflation den Bereich von 2 % darstellt.

Die 3-Monats-Rendite bei 5,50% (gelb) orientiert sich an der Fed Funds Rate (gestrichelte Linie). Die Renditen 2 Jahre bis 30 Jahre fallen und entfernen sich damit vom kurzen Ende.

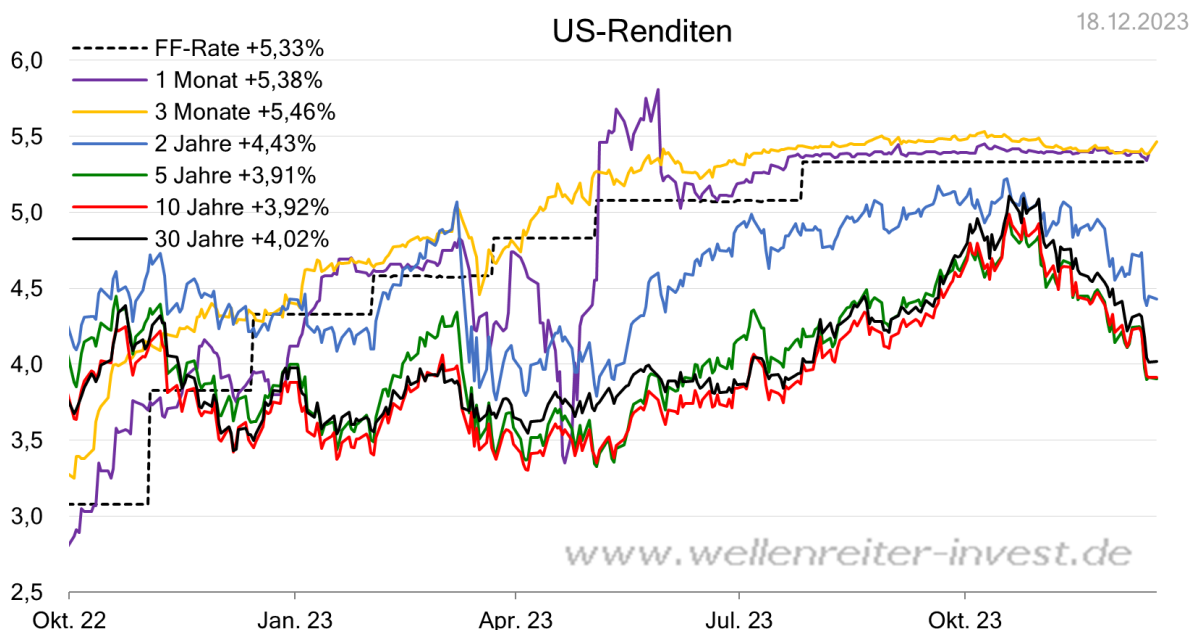


Abb. 1.9: US-Renditen unterschiedliche Laufzeiten

Für die Indikation einer Rezession durch diesen Indikator bedarf es einer aktiven Handlung der Fed, erzwungen durch rezessionsanzeigende Marktindikatoren wie steigende Erst- oder Folgeanträge, nachlassender Konsumneigung oder fallender Einkaufsmanagerindizes. Eine Rezession wird zunächst durch fallende Renditen am langen Ende signalisiert (geschieht), gefolgt von ersten Zinssenkungen der Fed. Argumente, wonach eine Leitzinssenkung erfolgen kann, ohne dass es zu einer Rezession kommt, lassen sich nicht von der Hand weisen. So verhielt es sich beispielsweise in den Jahren 1994/1995. Ein solches Vorgehen ist in den einzelnen Wirtschaftszyklen allerdings eher als Ausnahme zu sehen. Sollten allerdings die Wirtschaftsindikatoren nach unten weisen, würde sich die Wahrscheinlichkeit einer erzwungenen, rezessionsanzeigenden Zinssenkung erhöhen.

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).

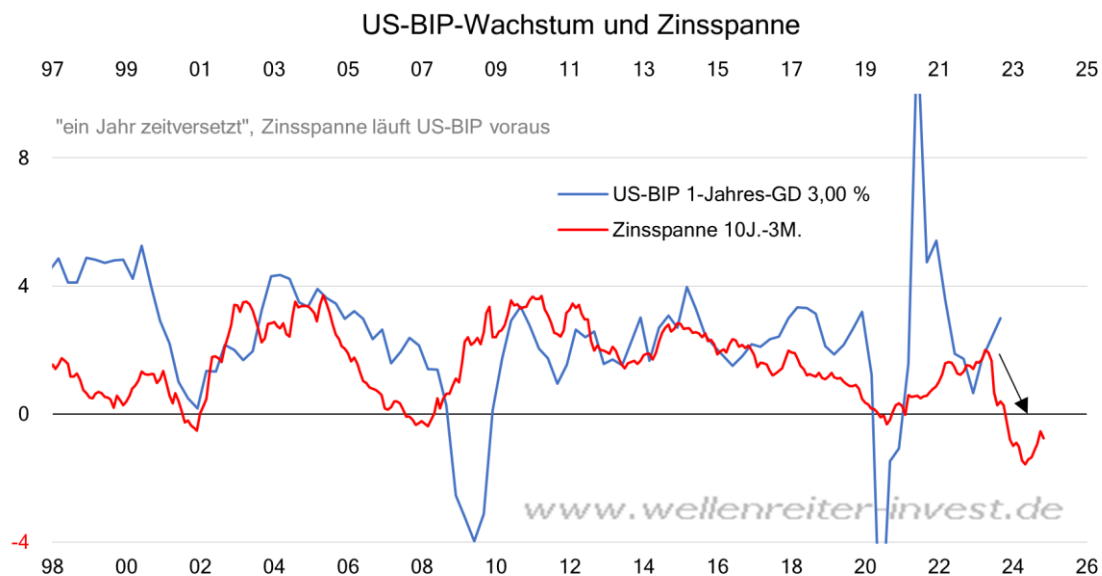


Abb. 1.10: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Danach verspricht die US-Zinsstrukturkurve eine deutliche Abschwächung der US-Wirtschaftstätigkeit über einen Zeitraum von etwa 12 Monaten, ausgehend von Hochpunkt Q3 2023 über ein geringeres Wachstum in Q4 2023 und negativen Wachstumsraten im ersten Halbjahr 2024.

Der folgende Chart stellt die mehr als einjährige Dauer der aktuellen Inversion dar.

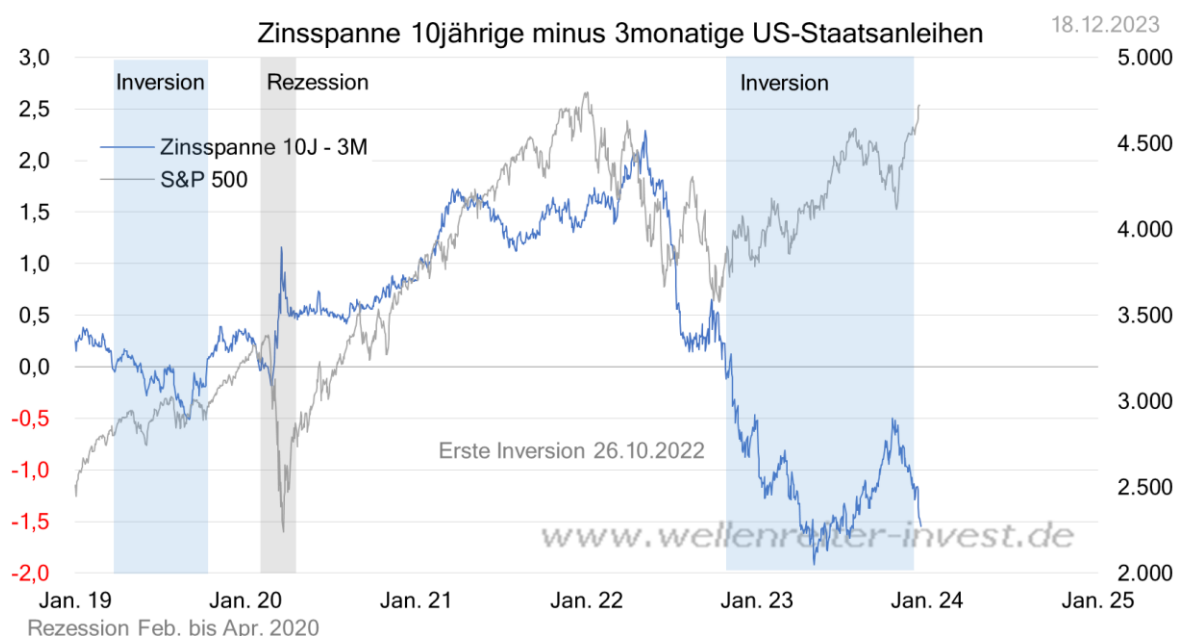


Abb. 1.11: Inversionsdauer

Die tabellarische Übersicht zeigt, dass die Distanz von einem erstmaligen Auftreten einer Inversion bis zu einem Beginn der Rezession durchschnittlich 10 Monate beträgt.



<b>Zinsstruktur 10 Jahre minus 3 Monate</b>					
	Hoch	Rezessions-	Dauer Inversion	Inversion bis	Hoch SP 500
Inversion	S&P 500	beginn	bis Rezession	Hoch S&P 500	bis Rez.-beginn
10.01.1969	Okt 69	Dez 69	11	9	2
14.06.1973	Jan 73	Nov 73	5	-5	10
08.12.1978	Feb 80	Jan 80	13	14	-1
07.11.1980	Nov 80	Jul 81	8	-0	8
06.06.1989	Jul 90	Jul 90	13	13	0
31.08.2000	Mrz 00	Mrz 01	6	-6	12
19.07.2006	Okt 07	Dez 07	17	15	2
22.03.2019	Feb 20	Feb 20	11	11	0
26.10.2022	???	???	14		
Durchschnitt			10	6	4

Die Inversion trat erstmals am 26. Oktober 2022 auf. Aktuell dauert sie 14 Monate an. Um die bisher längste Dauer (17 Monate in den Jahren 2006/07) nicht zu überschreiten, müsste eine US-Rezession spätestens im April 2024 beginnen. Im ersten Halbjahr 2022 gab es eine „Pseudo“-Rezession mit zwei aufeinander folgenden negativen Quartalen. Allerdings notierten die Einkaufsmanagerindizes im Expansionsbereich und es fand ein starker Aufbau an Arbeitsplätzen statt. Zudem existierte keine inverse Zinsstrukturkurve im Januar 2022, so dass dieser Hochpunkt im S&P 500 zwar bis heute existiert. Möglicherweise handelt es sich nicht um einen finalen Hochpunkt vor einer Rezession, sondern der S&P 500 generiert ein neues Hoch und die Zählung beginnt von vorn. Ein Ausbleiben einer Rezession wäre historisch eine Überraschung.

### **Einkaufsmanagerindizes**

Der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe bleibt mit 46,7 Punkten den 13. Monat hintereinander unterhalb der Expansionsschwelle, es herrscht eine „Industrie-Rezession“. Die Dienstleistungsbranche notiert dagegen mit 52,8 Punkten im expansiven Bereich. Dienstleistungen machen etwa 70 Prozent des US-BIP aus. Es ist nicht falsch, davon auszugehen, dass der US-Dienstleistungssektor dafür verantwortlich ist, dass die US-Wirtschaft im Jahr 2023 nicht mal in die Nähe eines Quartals mit Negativwachstum kam.



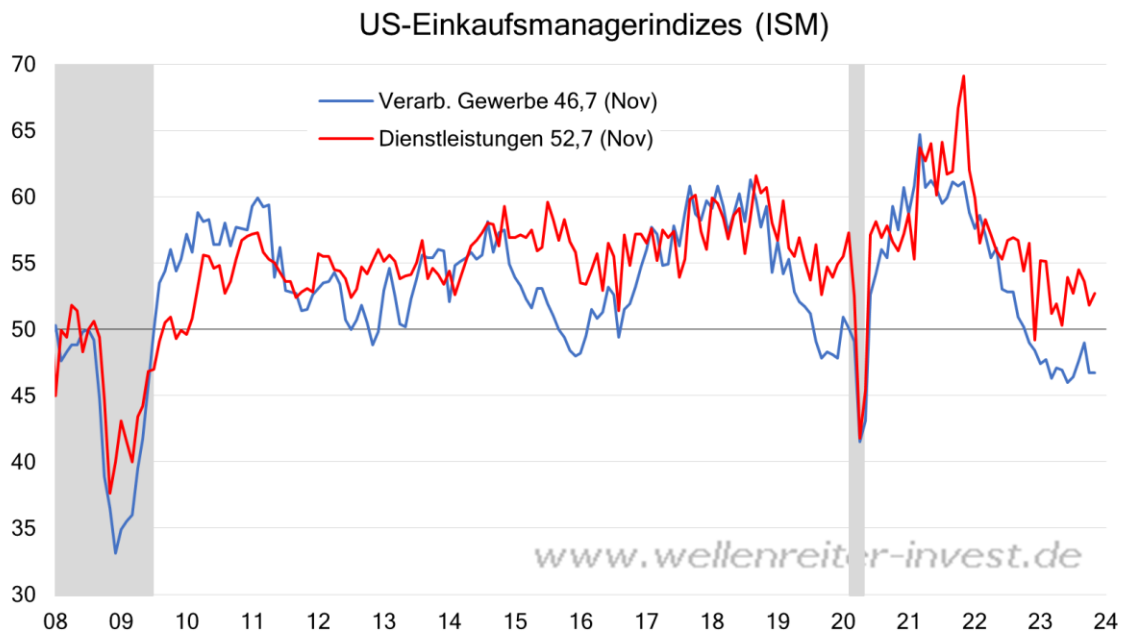
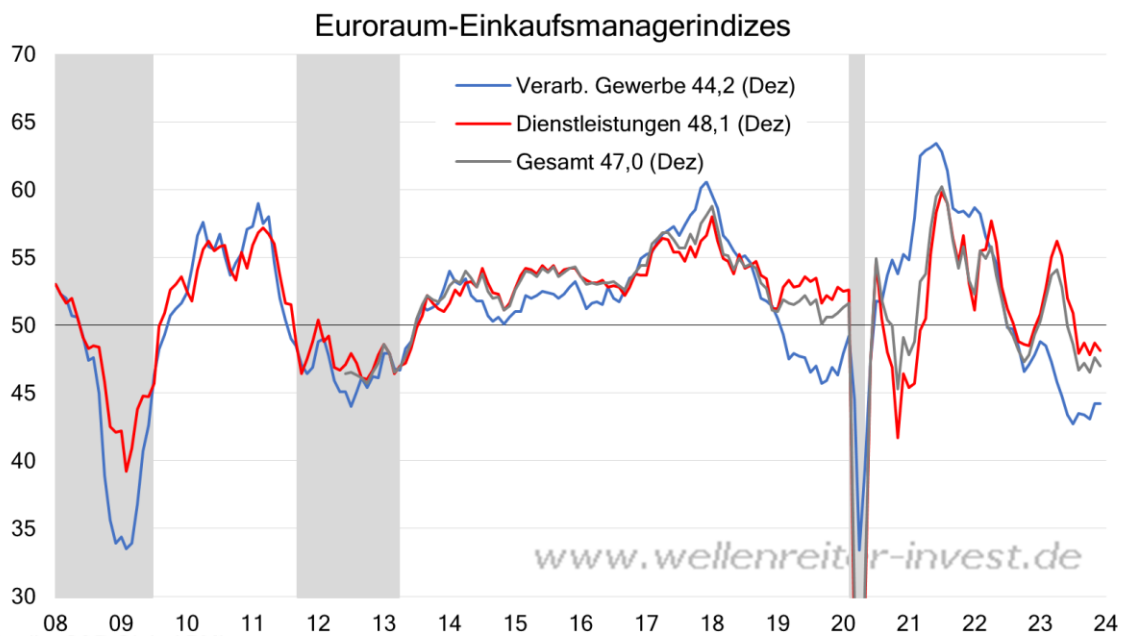


Abb. 1.12: ISM verarbeitendes Gewerbe und ISM-Dienstleistungsindex

Das verarbeitende Gewerbe des Euroraums stabilisierte sich in den vergangenen Monaten auf einem niedrigen Niveau. Der Euroraum verdankt die Vermeidung einer Rezession im Jahr 2023 der Nachfrage nach Dienstleistungen. Die Nachfrage in diesem Sektor war zwar nicht so stark wie in den USA, reichte aber aus, um die europäische Wirtschaft knapp über der Wasserlinie zu halten.



Quelle: S&P Global PMI

Abb. 1.13: S&P Global Euroraum

Der ifo-Geschäftsklimaindex erholt sich von seinem niedrigen Niveau. Angesichts der rückläufigen Energiepreise könnten sich die Geschäftserwartungen weiter verbessern. Ein Tiefpunkt könnte im September 2023 gesetzt worden sein. Die Kraft nach unten ist nicht mehr groß. IM ZEW-Index wird die Lage katastrophal (-77,1 Punkte) bewertet, schlechter kann es schwerlich werden.

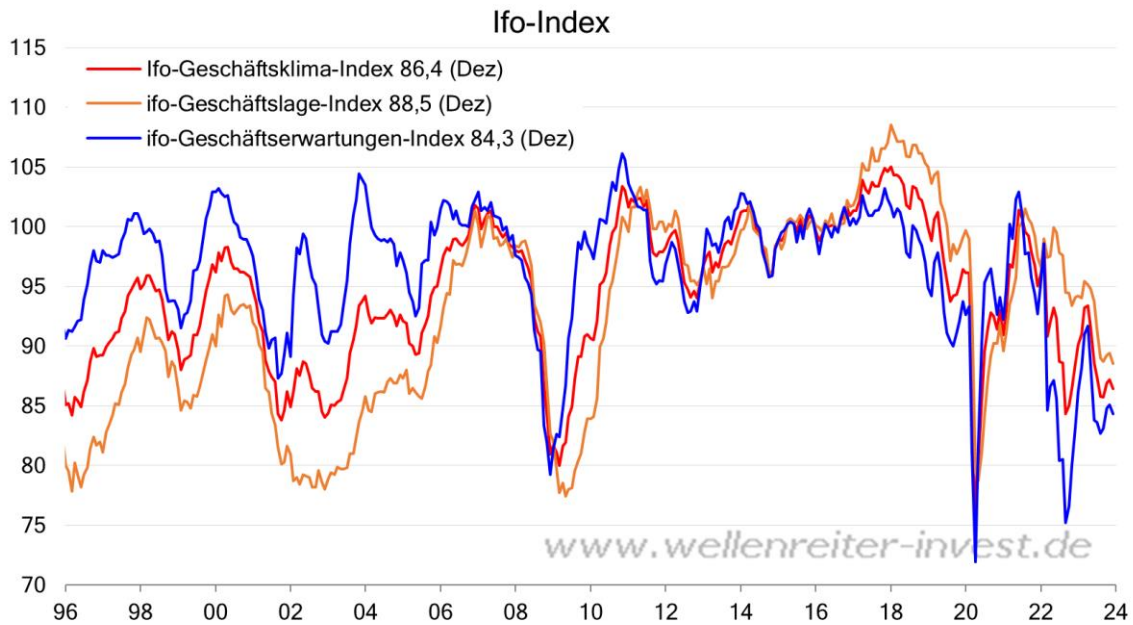


Abb. 1.14: Ifo-Index

Wir zeigen den Verlauf des Ifo-Geschäftsklimaindex gemeinsam dem KDAX. Der deutsche Aktienmarkt und Ifo-Index bildeten im Oktober 2023 ein Verlaufstief aus.

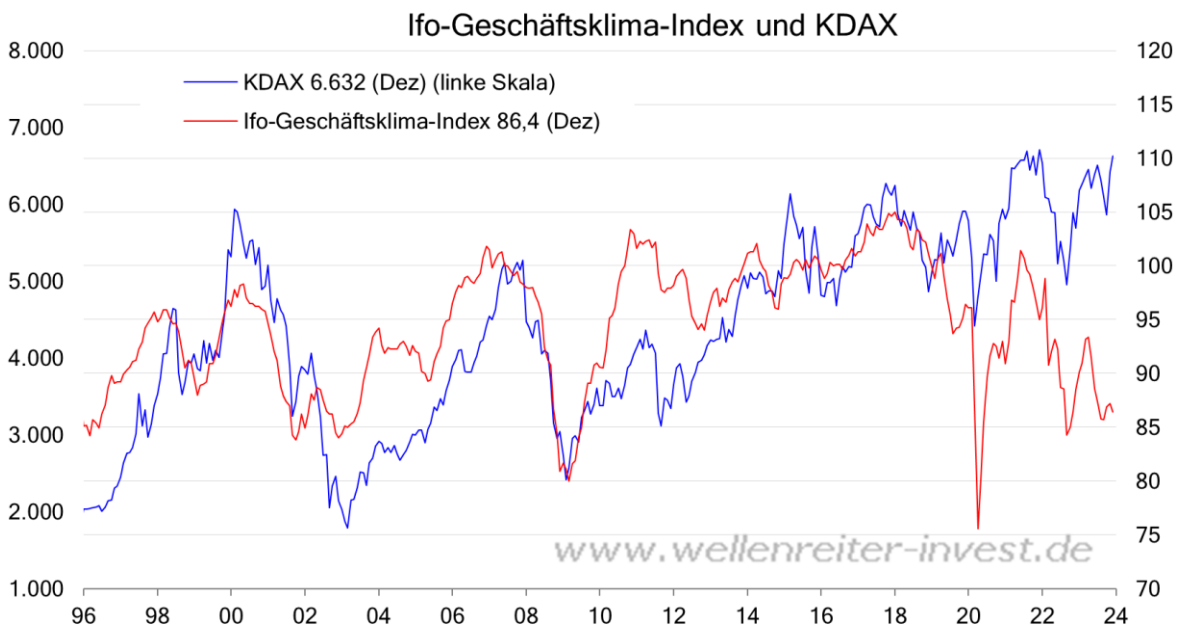


Abb. 1.15: Ifo-Index und KDAX

Der chinesische Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes notierte im November 2023 bei 50,7 Punkten. Der Dienstleistungsindex zeigt 51,5 Punkte.

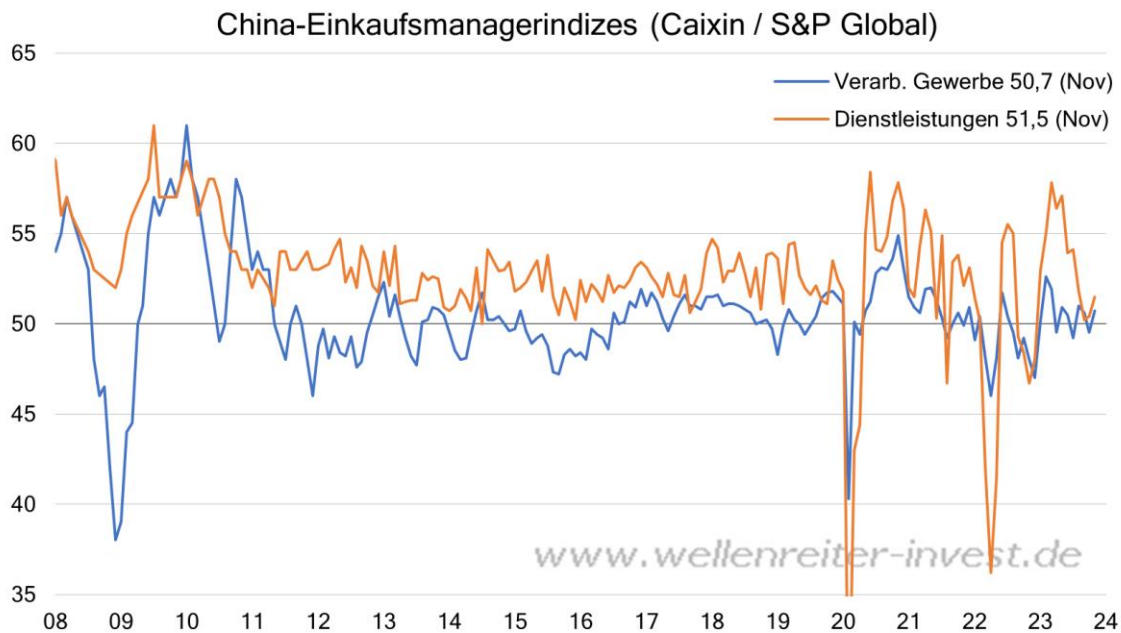


Abb. 1.16: Caixin China PMI

Im kommenden Jahr könnten Stimulierungen der chinesischen Regierung greifen. Die Wirtschaft erhält dadurch die Chance auf eine Zwischenerholung. Längerfristig greifen in China weiterhin die Probleme des Bausektors und China zeigt einige Symptome des japanischen Weges (stark gesunkene Geburtenraten, rückläufige Bevölkerungsentwicklung, keine Inflation). Die Reduzierung der Abhängigkeit des Bruttoinlandsprodukts von der Immobilienwirtschaft von 25 Prozent auf 10 bis 15 Prozent dürfte weiterhin auf der Agenda der chinesischen Staatsführung stehen.

Niedrige Frachtraten, wieder intakte Lieferketten, ein Abflauen der Inflation und anhaltende Lohnsteigerungen in einem Umfeld noch niedriger Arbeitslosenquoten könnte dazu führen, dass sich das verarbeitende Gewerbe zu Beginn des Jahres 2024 erholt.

Der Dienstleistungssektor hat in den vergangenen Jahren den Großteil der wirtschaftlichen Erholung getragen. Dort wurden viele Arbeitsplätze geschaffen. Die USA, China, Japan und Deutschland als große Volkswirtschaften weisen Dienstleistungs-PMIs um die 50 Punkte auf, Frankreich notiert darunter. Von diesem Sektor hängt es ab, ob sich für das Jahr 2024 eine Rezession vermeiden lässt.

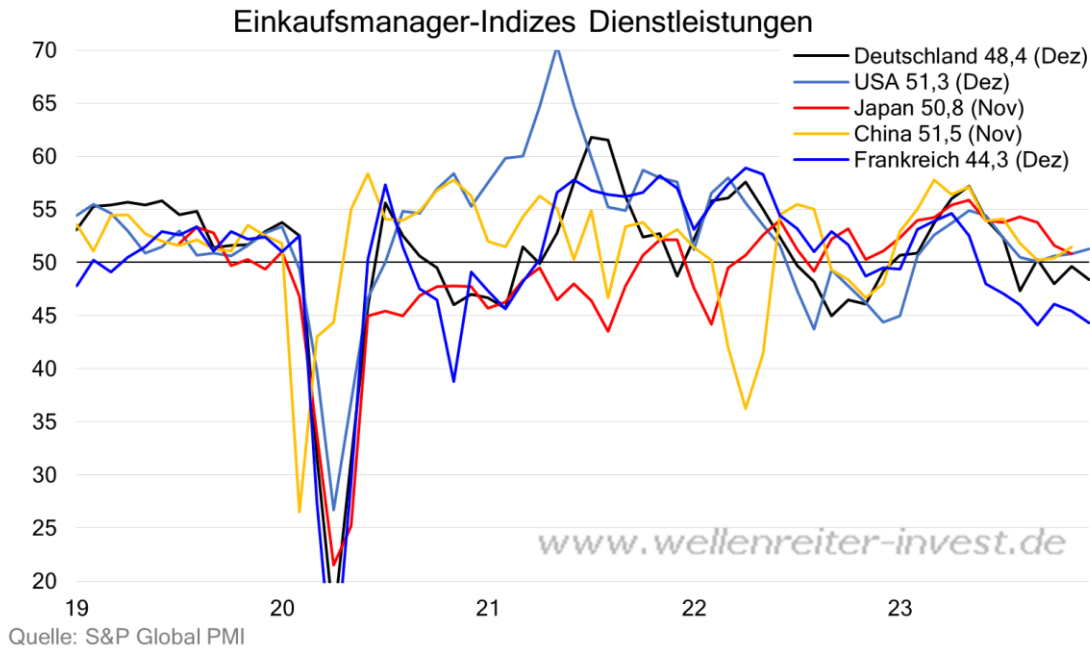


Abb. 1.17: Einkaufsmanager-Indizes Dienstleistungen

Der Trend ist abwärtsgerichtet. Im Sinne einer besseren Vergleichbarkeit wurde auch für die USA auf die S&P Global-Datenreihe zurückgegriffen. Die Werte liegen eng beieinander, ohne dass eine Richtungsentscheidung gefallen ist.

### Inflation

Hohe Inflationsraten sind in den USA 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. Auch in dieser Zeitphase folgten auf starke Inflationsanstiege deutliche Rückgänge.

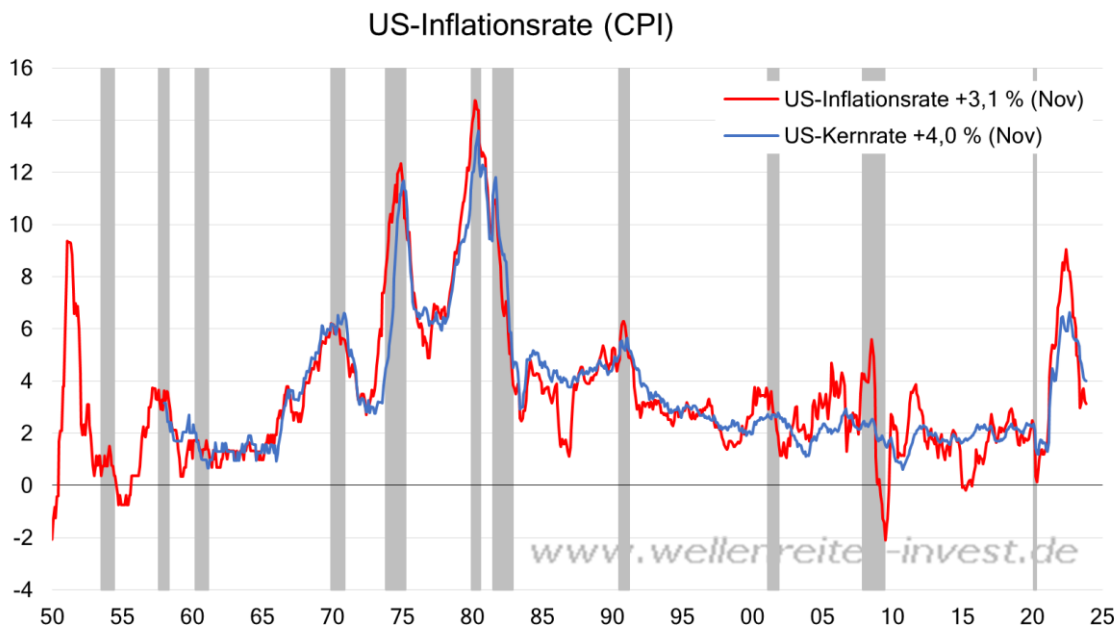


Abb. 1.18: US-Inflationsrate und US-Rezessionen seit 1950

Mit einem Wert von 9,1% im Juni 2022 hat die US-Inflationsrate ihr Verlaufshoch gesehen. Seit Mitte 2022 läuft eine disinflationäre Entwicklung. Mit 3,2% bewegt sich die US-Inflationsrate nahe ihres Langzeitdurchschnittsniveaus. Der Median aller Werte seit 1950 beträgt 2,9%.

Die 5-Jahres-Breakeven Inflationsrate hilft bei der Bewertung für das Jahr 2024. Sie gilt als vorauslaufender Indikator für die US-Inflationsrate. Die Differenz ergibt sich aus der nominalen 5jährigen US-Rendite minus der Rendite für eine 5jährige inflationsgeschützte Anleihe (TIPS). Mit Kapital unterlegte Markterwartungen funktionieren in der Regel besser als Umfragen.

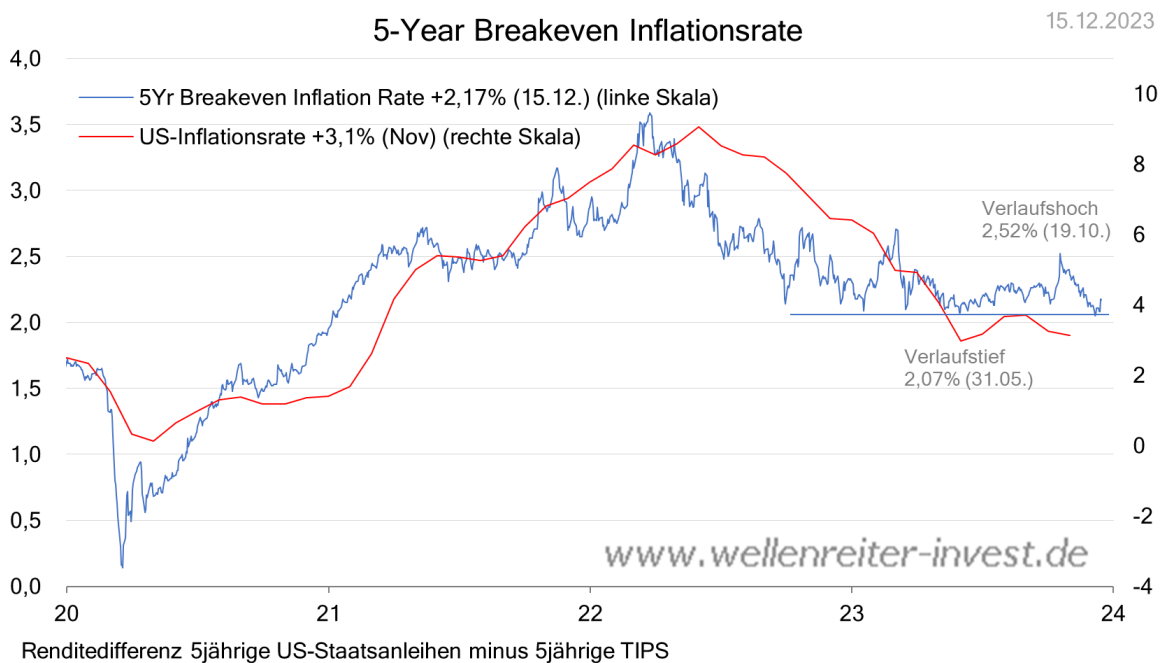


Abb. 1.19: 5-Year US-Breakeven-Inflationsrate

Auffällig ist die seit einigen Wochen laufende Entspannung. Die Breakeven-Inflationsrate notiert bei 2,17%. Nach einem kurzzeitigen Anstieg wurde sie wieder zurückgehandelt und sich dem Verlaufstief von 2,07% (31.05.23). Sie hatte frühzeitig und führend den Anstieg der US-Inflation antizipiert. Sollte das Verlaufstief unterschritten werden, würde eine Fortsetzung des disinflationären Trends angezeigt werden.

Die Frachtraten im Schüttgutbereich (Baltic-Dry-Index) stiegen jüngst deutlich, während sie im Containerbereich (Freightos-Baltic-Index) auf das vor dem Jahr 2021 übliche Niveau zurückgefallen sind.

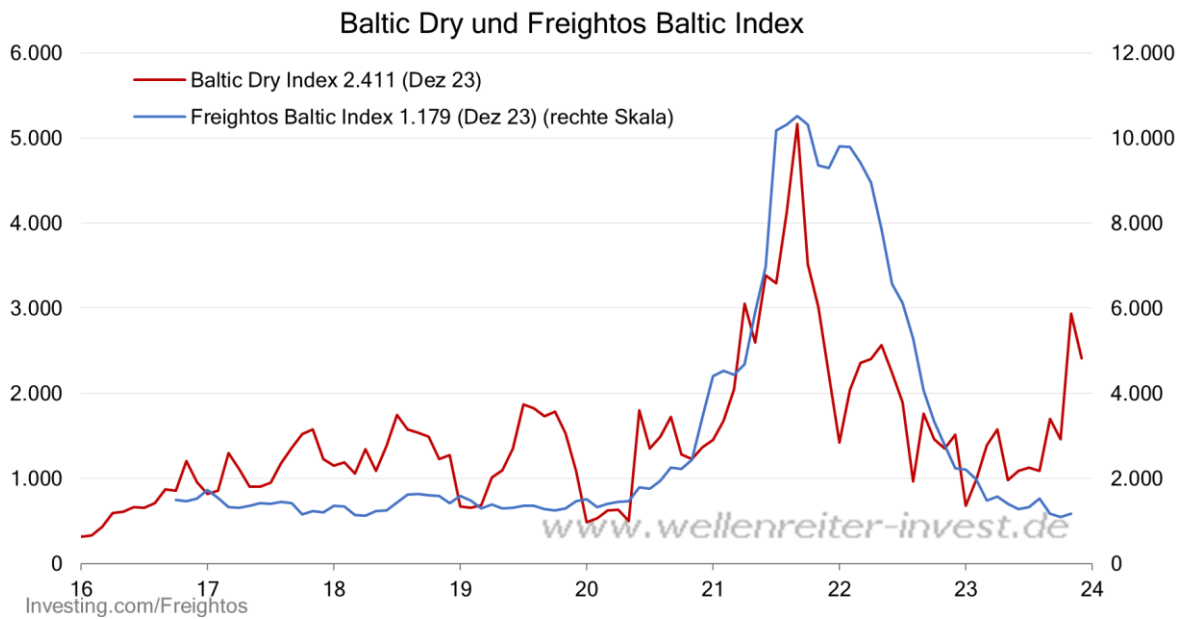


Abb. 1.20: Baltic Dry Index und Freightos Baltic Index

Containerstaus haben sich aufgelöst. Die Lieferketten funktionieren inzwischen wieder auf einem akzeptablen Niveau. Dieser Einflussfaktor wirkt inflationsmindernd. Der Schüttgutbereich wird von Restriktionen im Panamakanal getroffen. Zudem wird berichtet, dass das Aufkommen insbesondere bei Eisenerz- und Kohle durch eine Produktionsausweitung Chinas für den Export von Stahlerzeugnissen gestiegen ist.

Die Euroraum-Inflationsrate lag im November bei 2,4%. Das Verlaufshoch wurde im September 2022 mit 10,7% gemessen. Auch die Kerninflationsrate (ohne Energie und Lebensmittel) reduzierte sich zuletzt. Sie notiert bei 3,6% Prozent.

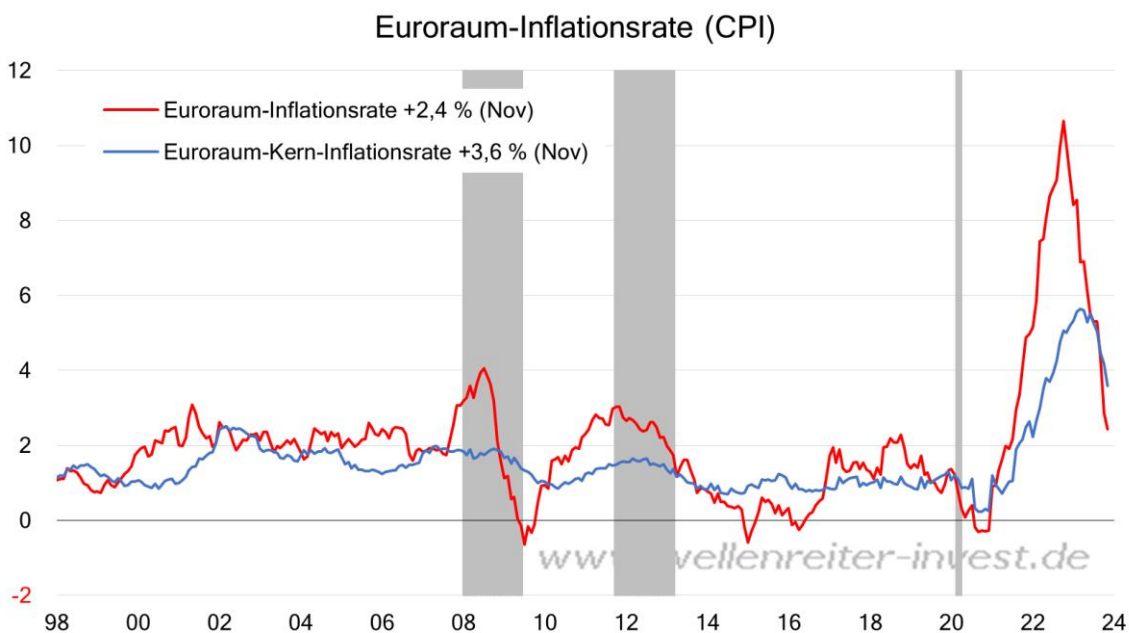


Abb. 1.21: Inflationsrate Euroraum

Wir stellen für die USA und Europa bis einschließlich September 2024 unterschiedliche Inflationsverläufe dar.

Das inflationäre Muster +0,4% zum Vormonat (orange Linie) würde bei einem Anstieg der Rohstoffpreise - insbesondere der Energiepreise - seine Chance erhalten.

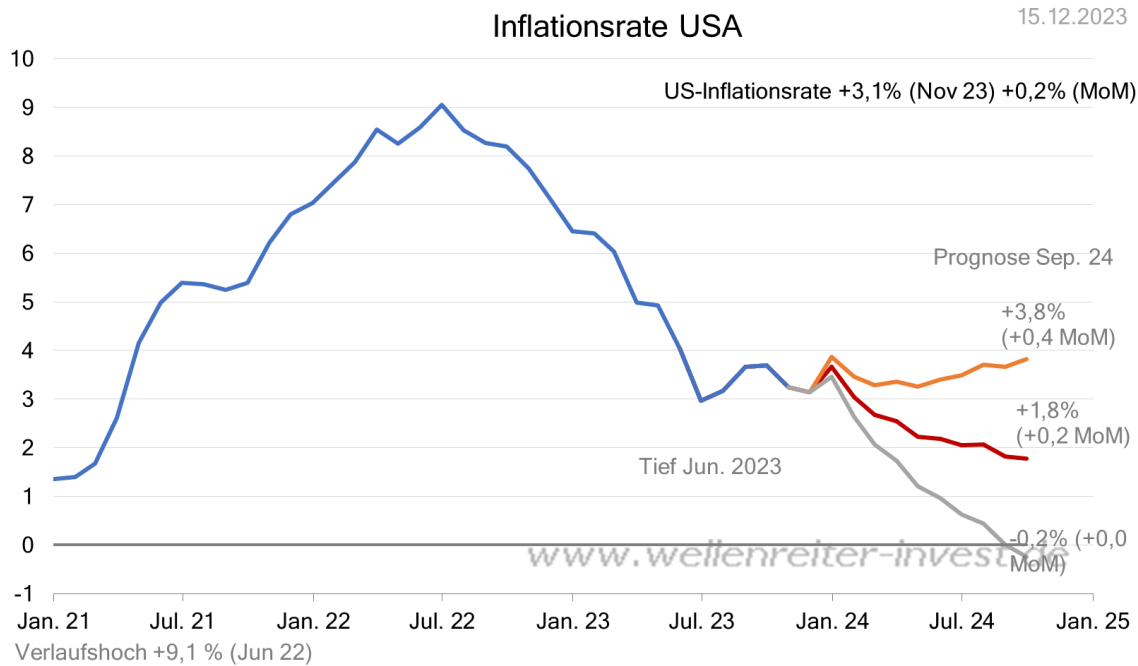


Abb. 1.22: Inflationsrate USA Prognose

Danach würde die US-Inflationsrate in den Bereich von über 4% zurückkehren. Das disinflationäre Muster (+0,2% zum Vormonat, rot) wäre eine Art „Goldilocks“-Muster. So würden es sich die Fed und die Marktteilnehmer wünschen.

Das deflationäre Muster (0,0%, grau) könnte in einer Phase der wirtschaftlichen Abschwächung oder einer rezessiven Entwicklung auftreten. Der Basiseffekt wirkt im Jahr 2024 insbesondere von Januar bis April inflationsmindernd. Im April dürfte die US-Inflationsrate bei rund 2 Prozent notieren. Bereits eine leichte Abschwächung des Wirtschaftswachstums könnte die deflationäre Variante ins Spiel bringen.

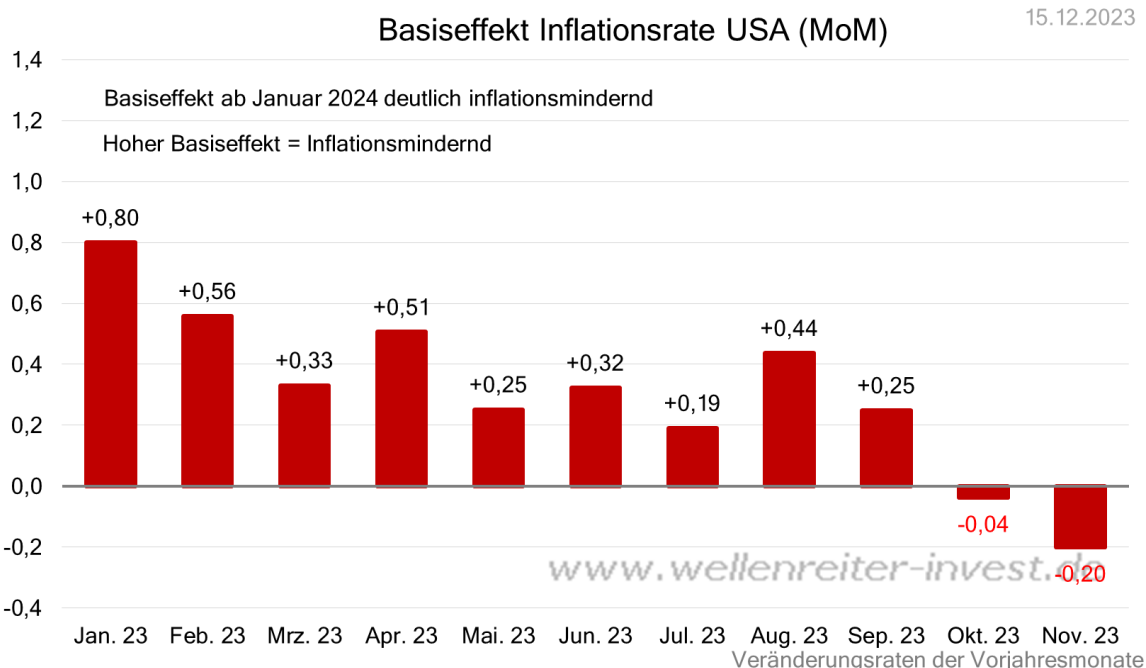


Abb. 1.23: Basiseffekt USA



Die Euroraum-Inflationsrate sollte ab Februar 2024 mit mindestens zur Jahresmitte rückläufig sein. Dies gilt aufgrund des Basiseffekts für alle vorgestellten Lösungen.

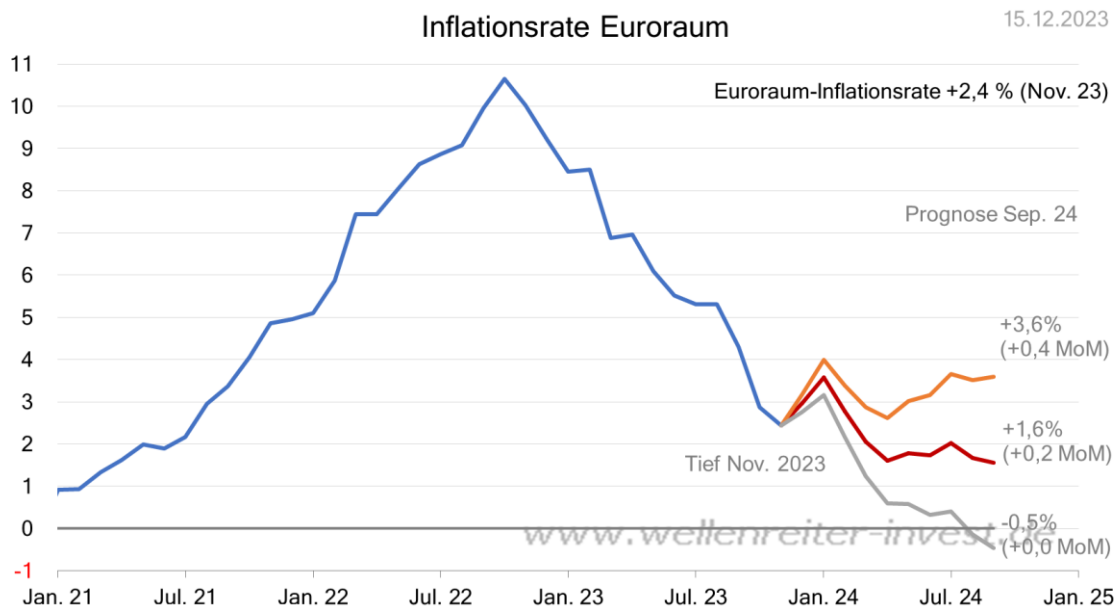


Abb. 1.24: Inflationsrate Euroraum Prognose

Zwar wirkt der Basiseffekt im Januar noch inflationserhöhend, dafür aber im Februar, März und April umso stärker inflationsmindernd. Auch in Europa dürfte die Inflationsrate mit den Aprilzahlen bei rund 2 Prozent notieren, einem wichtigen Ziel der Notenbanken. Im November 2024 wirkt der Basiseffekt inflationssteigernd.

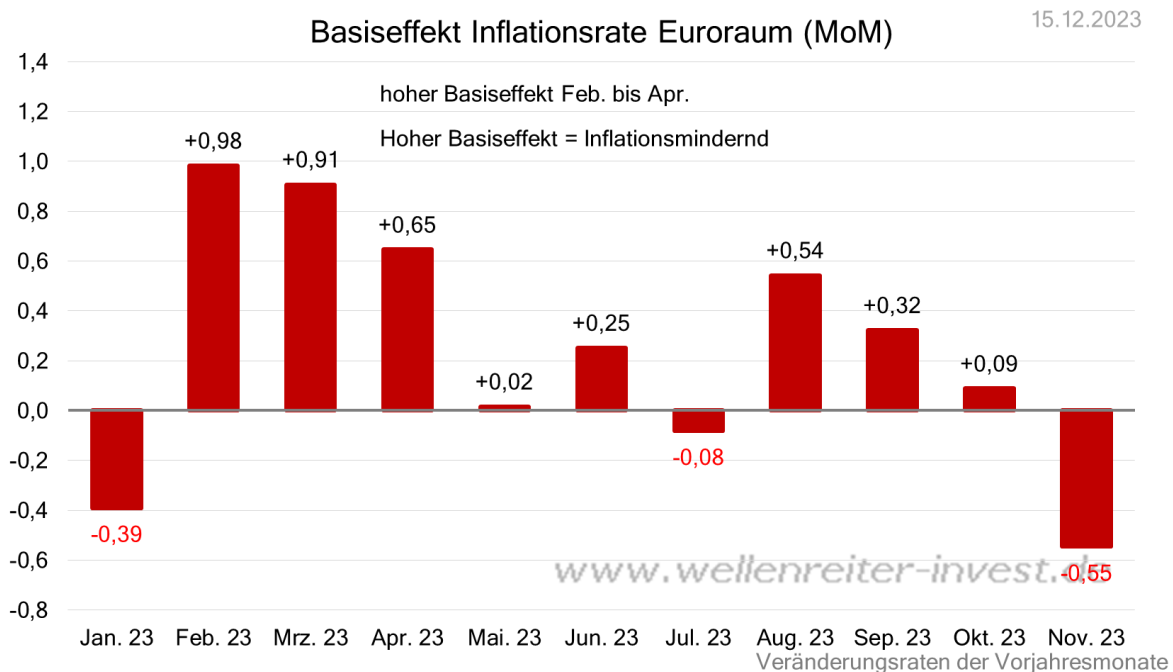


Abb. 1.25: Basiseffekt Euroraum

Die Kernrate dürfte stärker fallen als die Headline-Inflation. Dies ist besonders deshalb wichtig, weil sich die Zentralbanken geldpolitisch an der Kernrate ausrichten. Ein disinflationärer Trend der Kernrate würde indizieren, dass befürchtete Zweitrundeneffekte ausbleiben.



## Basiseffekt Kern-Inflationsrate Euroraum (MoM)

15.12.2023

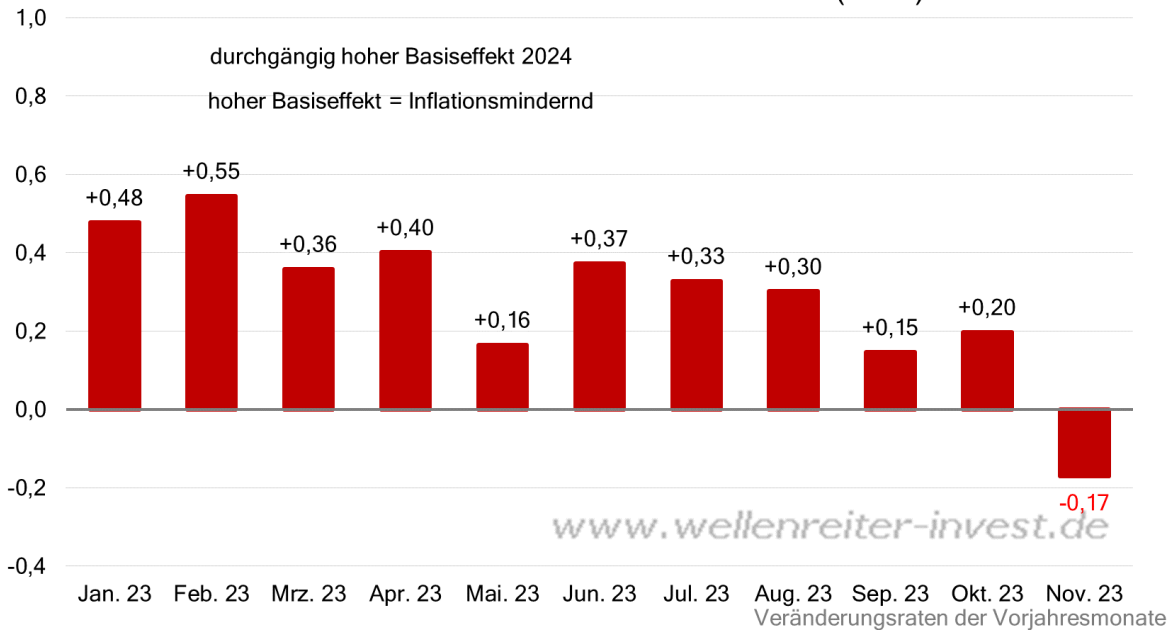


Abb. 1.26: Kern-Inflationsrate Euroraum

Seit April 2021 befindet sich der S&P 500 außerhalb seines Wohlfühlkorridors. Der Index generiert bei einer US-Inflationsrate zwischen 1 und 3 Prozent eine Outperformance. Ein Fall dorthin zurück könnte im Januar 2024 Realität werden. Dies würde ein Pluspunkt für die Performance des S&P 500 im kommenden Jahr sein.

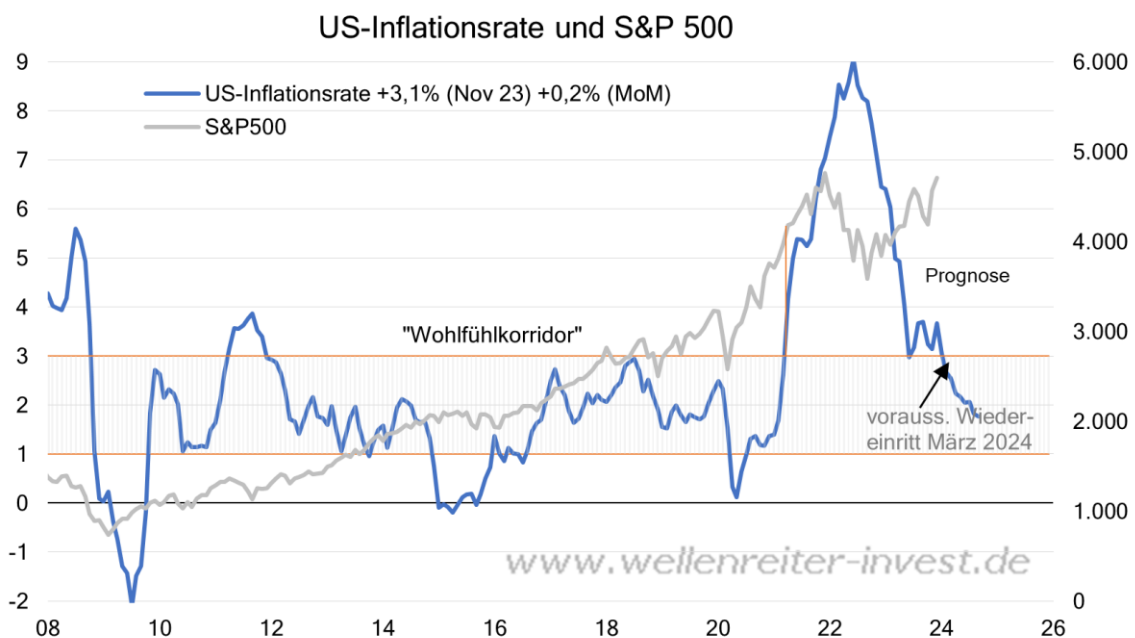


Abb. 1.27: Inflationsrate und S&P 500 seit 2000

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.

In den 1970er Jahren reagierte die Inflationsrate mit einer Verzögerung von zwei Jahren auf deutliche Geldmengenausweitungen. Der auslösende Punkt war ein stark steigender Ölpreis mit einer Hausse der Rohstoffpreise. Analog dazu dürfte dieser Punkt im Juni 2022 erreicht worden sein.

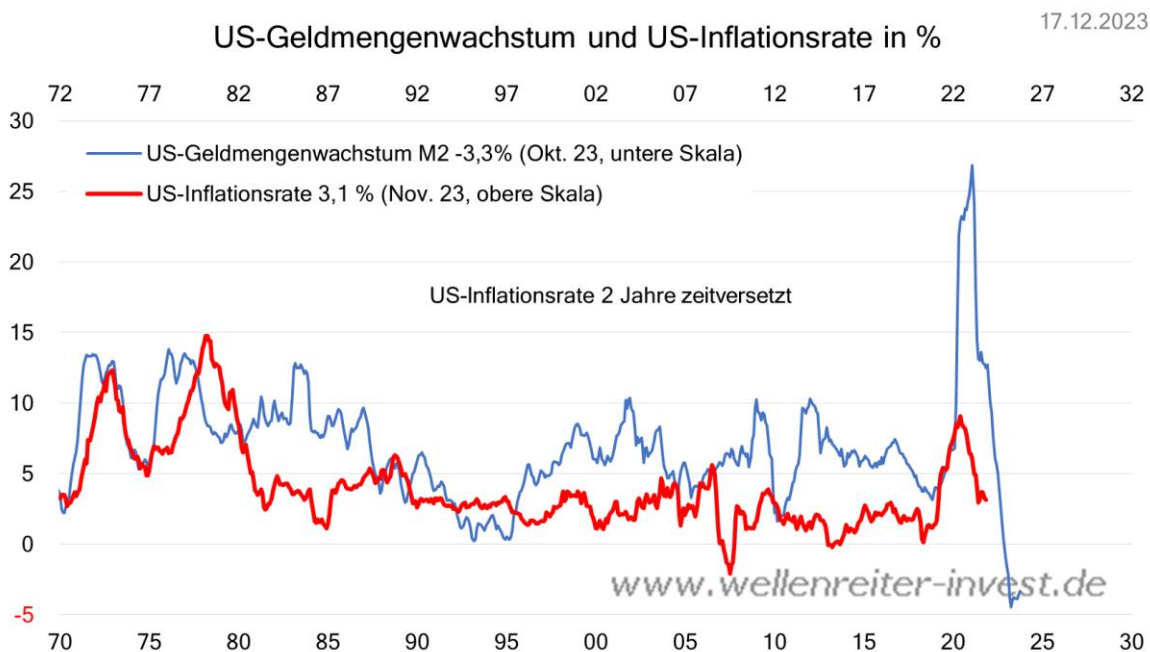


Abb. 1.28: US-Geldmengenwachstum und Inflationsrate

Die US-Geldmenge M2 schrumpft. Das Geldmengenwachstum befindet sich mit -3,3 Prozent deutlich unterhalb der üblichen Spanne. Dies lässt auf eine Reduzierung der Inflationsrate schließen. Sollte die Geldmenge sich nur in einem geringen Maße erholen, wäre die Ausbildung eines zweiten Buckels wie den 1970er Jahren unwahrscheinlich. Die ersten vier Monate des Jahres 2024 dürften von deutlich fallenden Inflationsraten geprägt sein. Sowohl in den USA als auch im Euroraum könnten die Zielmarken der Zentralbanken von 2% bereits im Frühjahr erreicht werden.

Die geopolitische Situation ist ein Risikofaktor für Inflation. In Zeiten gehäufte Kriegshandlungen herrschen eigene Gesetze. Kriege tendieren dazu, die Nachfrage nach Rohstoffressourcen – insbesondere Erdöl – zu erhöhen. Über Konfliktausweitungen lässt sich spekulieren, aber vorhersehbar sind sie kaum. Große Waffengänge benötigen Geld, große Ressourcen, viel Durchhaltevermögen, einen großen Machterhaltungswillen, die Opferung vieler eigener Soldaten und können den eigenen Kopf kosten. Innerhalb von drei Tagen ist eben nicht alles gelaufen, wenn man ein Land von 40 Mio. Einwohnern erobern will. Größere Kriege bergen Risiken für die Weltwirtschaft.

Insofern wird jeder Staatsführer, dessen Land nur einigermaßen groß und in der Weltwirtschaft vernetzt ist, überlegen, welche Vor- und Nachteile für ihn drin sind. Das Überraschungspotential der jetzigen Konflikte in der Ukraine und im Gaza-Streifen erscheinen begrenzt. Große Kriege werden wir in unseren Vorhersagen nicht einpreisen. Es sei denn, die Anzeichen sind unmissverständlich. Aber das sind sie für uns derzeit nicht.

## Arbeitsmarkt und Lohnwachstum

Während die Erstanträge auf US-Arbeitslosenhilfe stagnieren, steigen die Folgeanträge seit September deutlich. Mit knapp 2 Mio. Anträgen in der dritten November-Woche wurde ein neues Jahreshoch erreicht. Die Anzahl der Folgeanträge (wiederholte Anträge auf US-Arbeitslosenunterstützung) werden mit einer Verzögerung von einer Woche gegenüber den Erstanträgen publiziert.

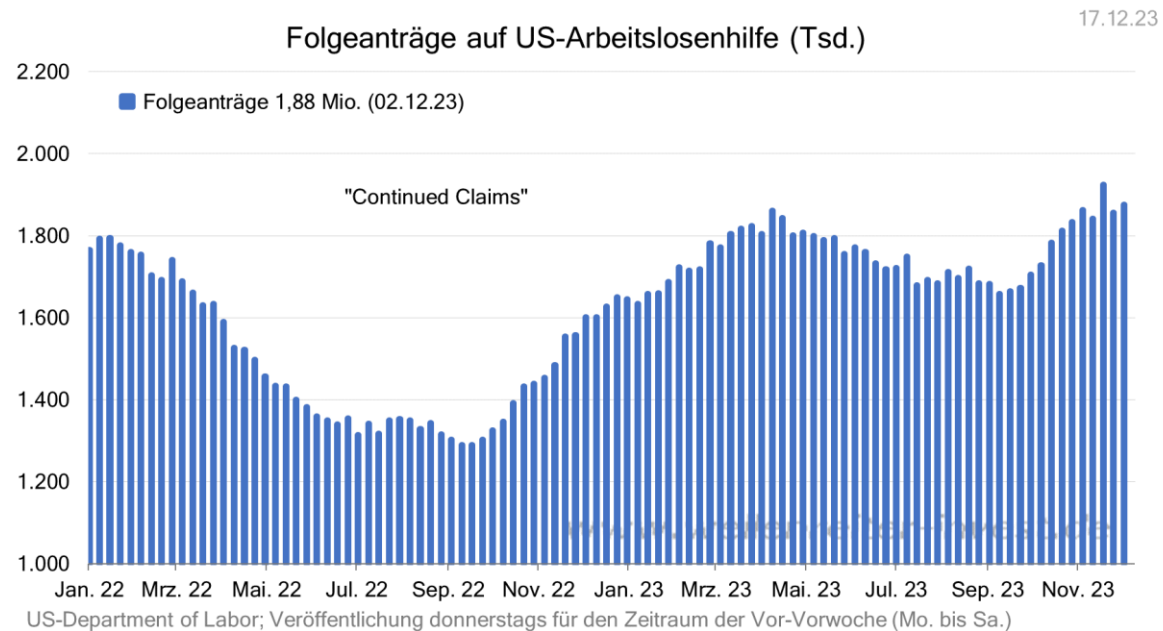


Abb. 1.29: Folgeanträge auf US-Arbeitslosenhilfe

Der Stellenanzeigen-Index der Jobbörse Indeed erreichte das Verlaufshoch im Mai 2022. Der Tiefpunkt der Folgeanträge erfolgte im Spätsommer 2022. Zur besseren Illustration stellen wir die Folgeanträge in der nachfolgenden Grafik invers dar.

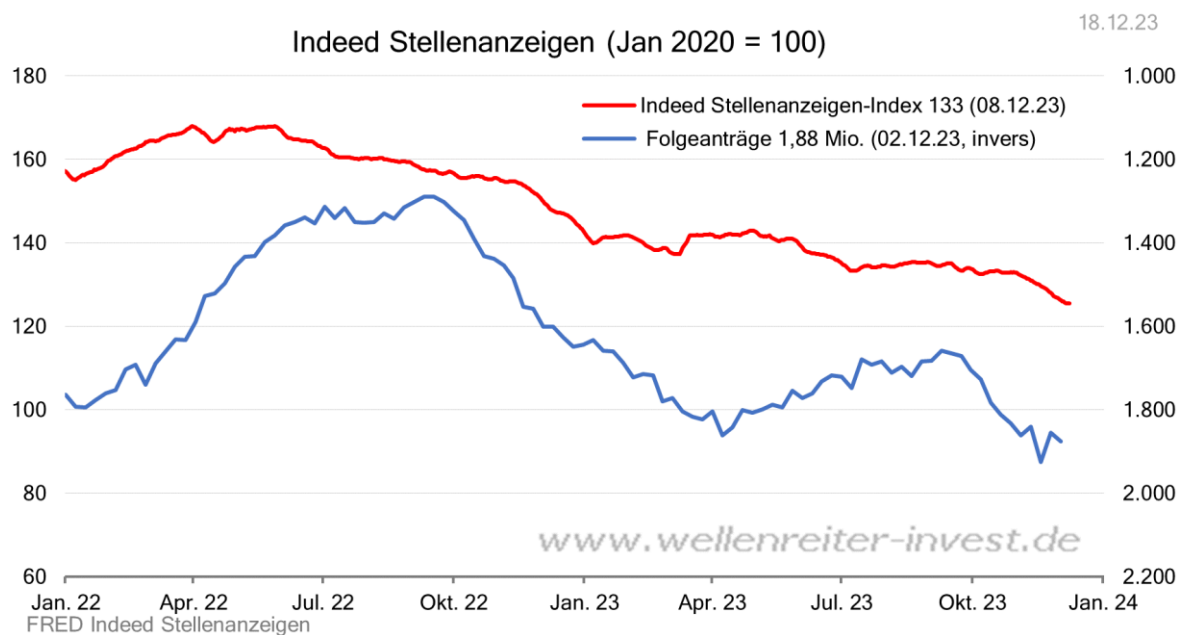


Abb. 1.30: US-Stellenanzeigen Indeed

Damit erscheint der Indeed Stellenanzeigenindex als Frühindikator für die Folgeanträge geeignet. Eine Demografie, die die Baby-Boomer in Rente gehen sieht und in der die Partizipationsrate der US-Bevölkerungsgruppe 55+ gering ist, entlastet die Arbeitsmärkte in den entwickelten Ländern. Allerdings dürfte in den kommenden Monaten zunächst ein zyklischer Gegenwind zu verspüren sein.

Das US-Lohnwachstum flaut zwar ab, befindet sich aber weiterhin auf einem höheren Niveau als in den vergangenen 40 Jahren. In Rezessionen sinkt der Lohnzuwachs.

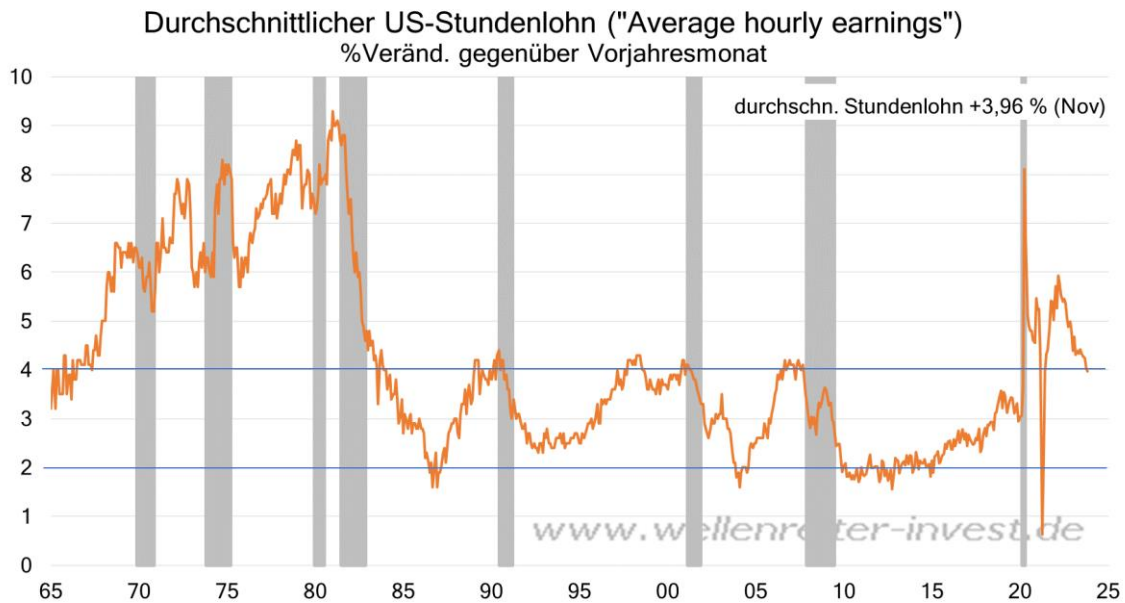


Abb. 1.31: US-Stundenlohn

Laut Indeed steigen Löhne und Gehälter sowohl in den USA als auch in Europa aktuell um etwa 4%. Der nominale Anstieg erreichte in den USA im Januar 2022 seinen Höhepunkt, in Europa erst im Herbst 2022.

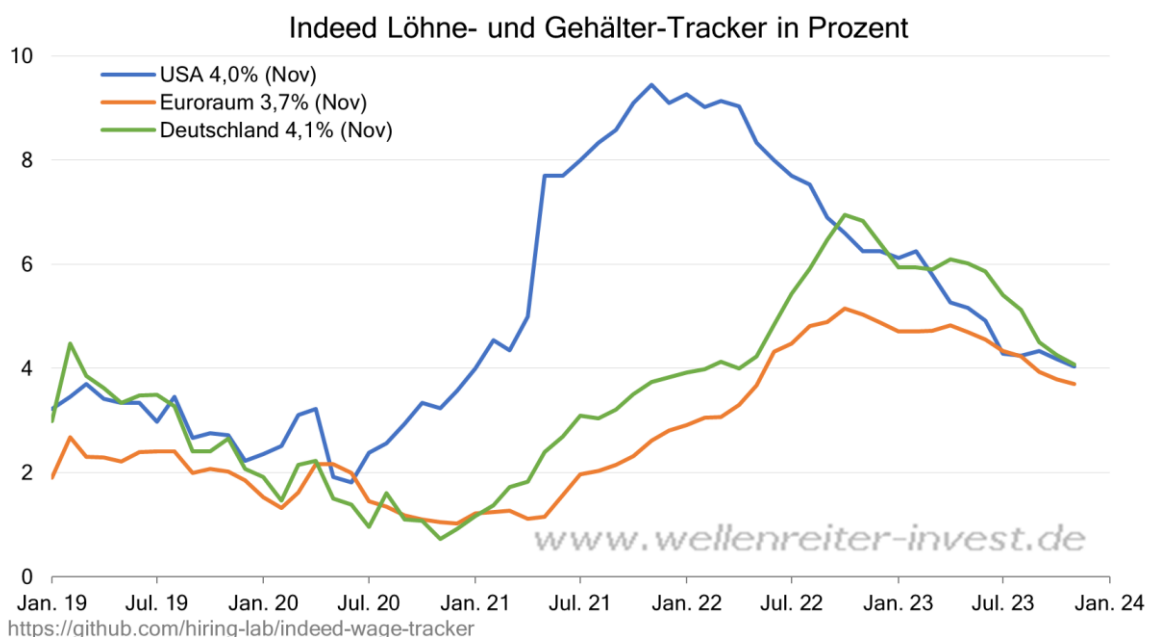


Abb. 1.32: Indeed-Löhne und Gehälter-Tracker

Fällt das Lohnwachstum, senkt die Fed den Leitzins. Das US-Lohnwachstum verlangsamte sich seit dem Frühjahr 2022.

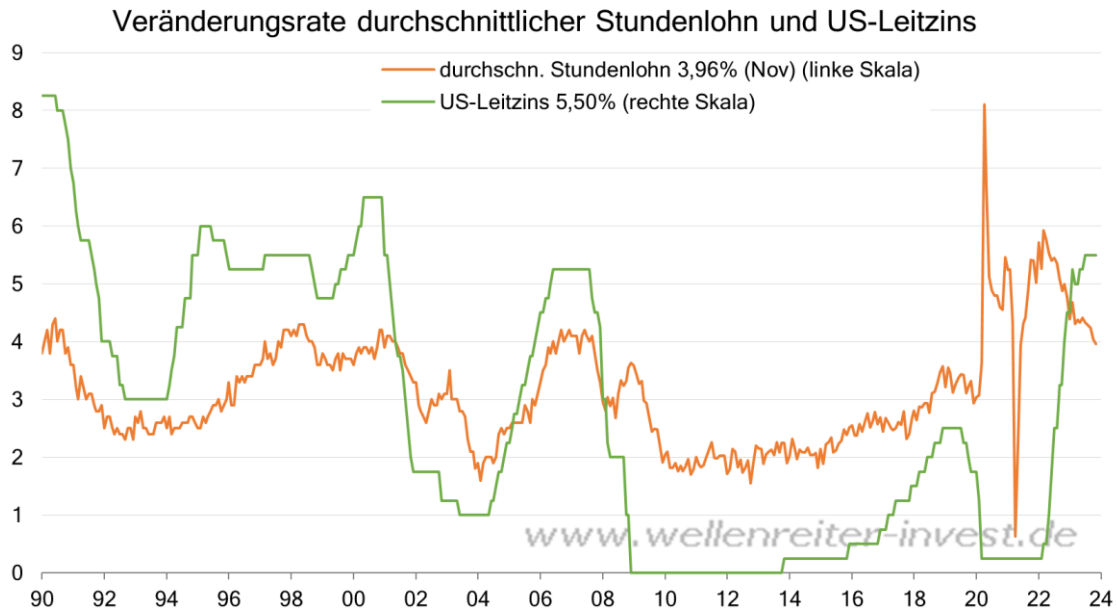


Abb. 1.33: Veränderungsrate Stundenlohn und US-Leitzins

Der Leitzins der US-Notenbank befindet sich auf einem höheren Niveau als der Anstieg der Stundenlöhne. Dies macht es der US-Zentralbank leichter, Leitzinssenkungen in Angriff zu nehmen.

### Immobilienmarkt

Der US-Hausbaumarkt hat in Folge steigender Hypothekenzinsen deutlich nachgelassen. Die Stimmung der US-Hausbauunternehmen notiert mit 34 Punkten auf einem niedrigen Niveau. Auch die Baubeginne waren rückläufig.

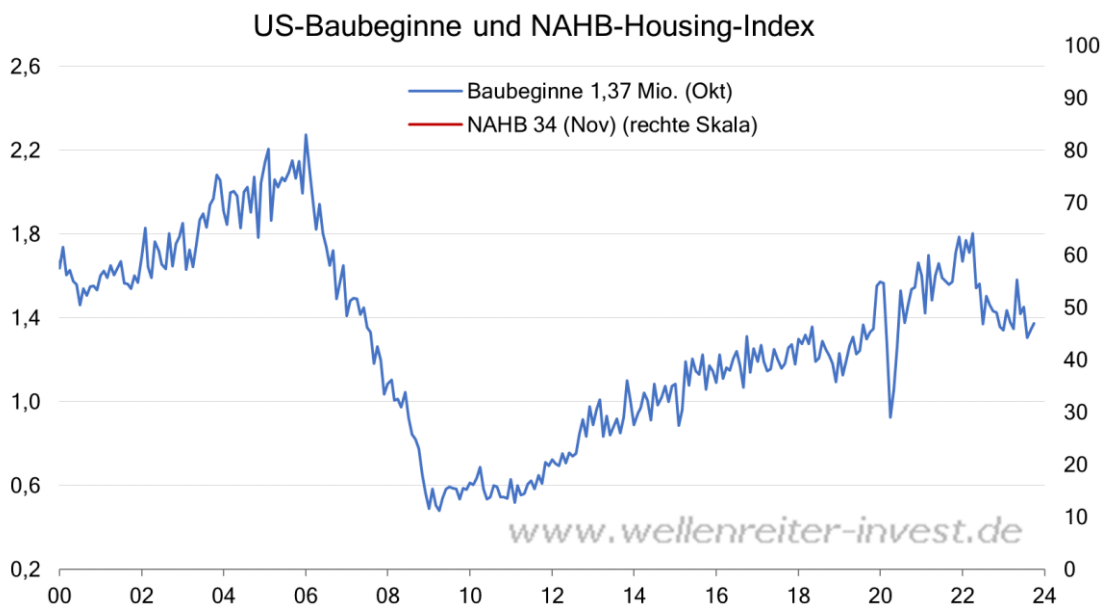


Abb. 1.34: US-Baubeginne und NAHB-Housing-Index

Der Kaufindex der Mortgage Bankers Association (MBA) ist auf neues Tief gefallen und hat das Niveau der Finanzkrise unterschritten.

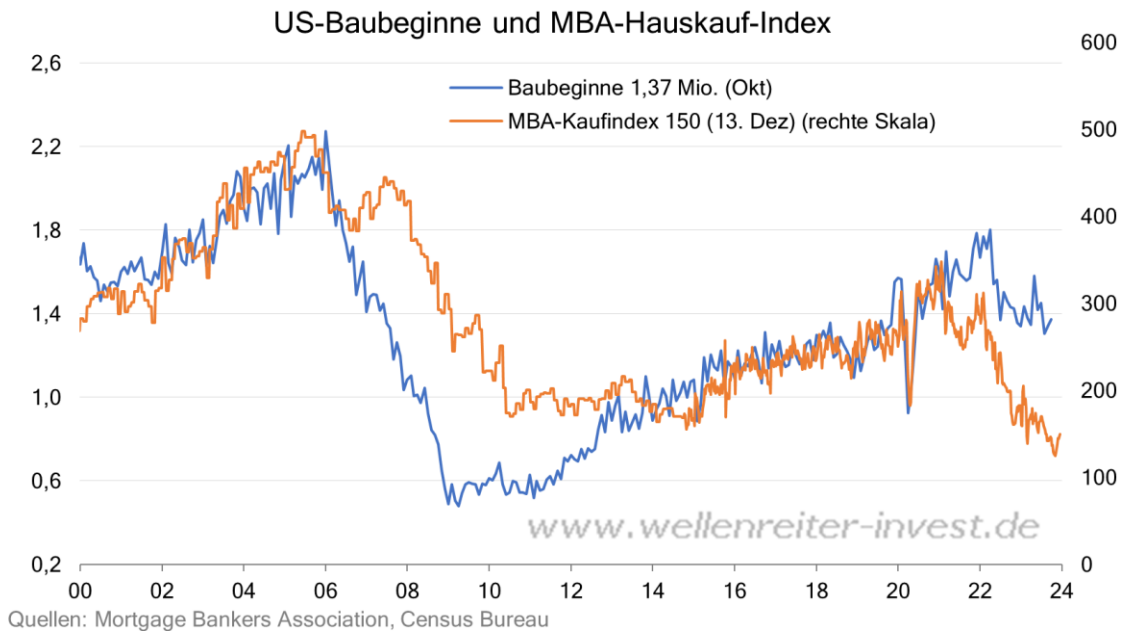


Abb. 1.35: US-Hausbaumarkt-Preisindizes

Der Zinssatz für einen 30jährigen US-Baukredit beläuft sich auf 7,07%. In der Spitze notierte er bei knapp 8%.

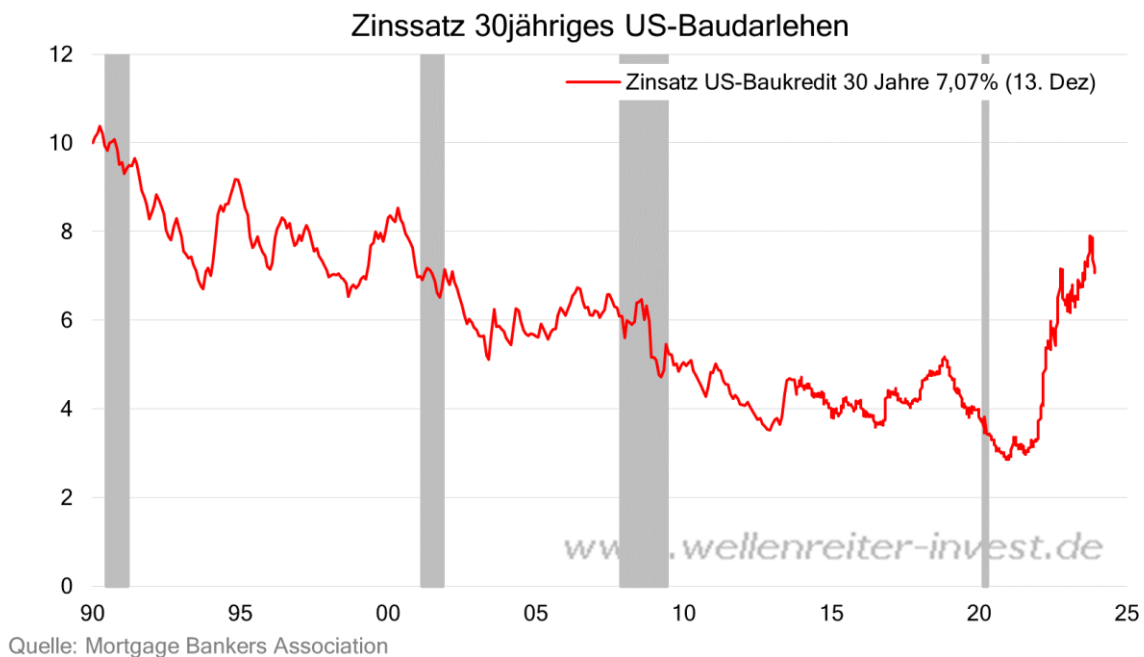


Abb. 1.36: Zinssatz US-Baukredit 30 Jahre

Die Zinsen für Baukredite dürften fallen. Angesichts steigender Reallöhne und sinkender Zinsen dürften sich die Bedingungen für den Kauf von Immobilien im Jahr 2024 verbessern.

Auf dem deutschen Immobilienmarkt zeigen die Häuserpreise eine zweigeteilte Entwicklung. Während die Neubauhäuser ihr Niveau halten, fiel der Preis von Eigentumswohnungen und Bestandshäusern seit dem Frühjahr 2022 um 17%. Ein ähnliches Verlustniveau traf den Immobilienmarkt in der Finanzkrise. Auch damals konnten Neubauhäuser ihr Wertniveau halten.

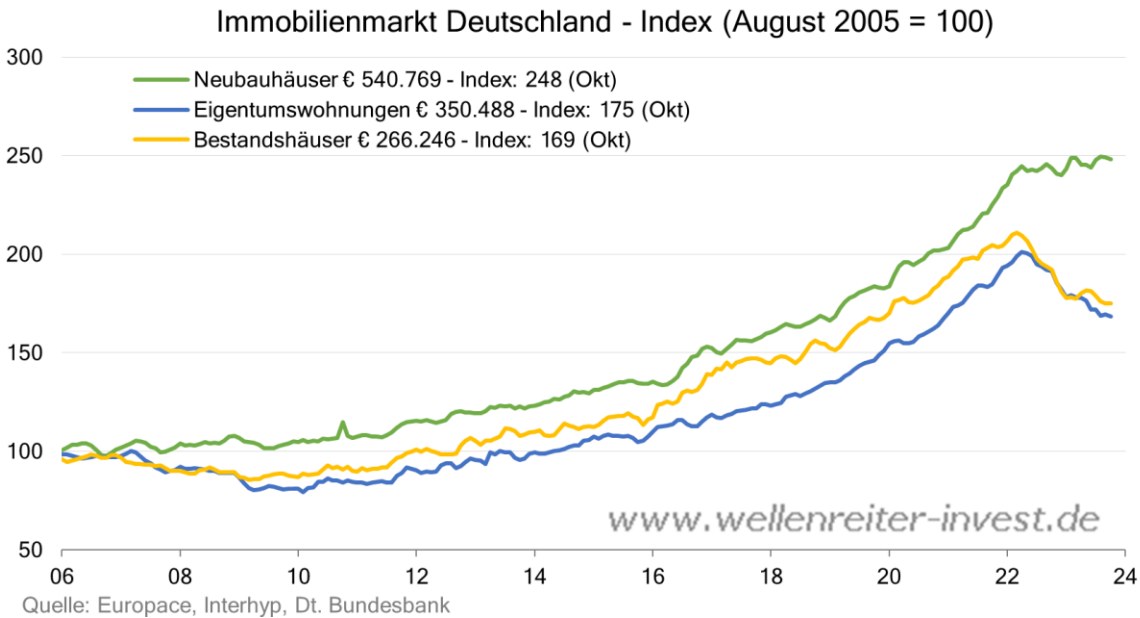


Abb. 1.37: Immobilienmarkt Deutschland

Angesichts einer noch geringen Arbeitslosenquote und einer intakten Lohnstruktur, einer stagnierenden Verschuldung der US-Privathaushalte und einem nur geringen Anteil variabel finanzierter Hauskäufe könnte der US-Hausbaumarkt in Kürze einen Tiefpunkt markieren. Die Knappheitssituation im Wohnungsmarkt erscheint weiterhin intakt. Charttechnisch unterstützt wird diese These durch den US-Hausbau-Index XHB.



Abb. 1.38: XHB-Homebuilder-Index

Der Index ist aus einer Tasse/Henkel-Formation nach oben ausgebrochen und besitzt weiteres Potential für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends.



## Entwicklung 10jähriger Renditen

### USA

Seit über 200 Jahren steigt und fällt die Rendite 10jähriger US-Anleihen im Rahmen einem 30jährigen Zyklus. Vor der Corona-Panik im Jahr 2020 wurde ein Tief nur einmal – Ende der 1890er Jahre – nochmals unterboten. Dieser Chart zeigt Jahresendkurse. Ende November 2023 notierte die 10jährige US-Rendite bei 4,3%.

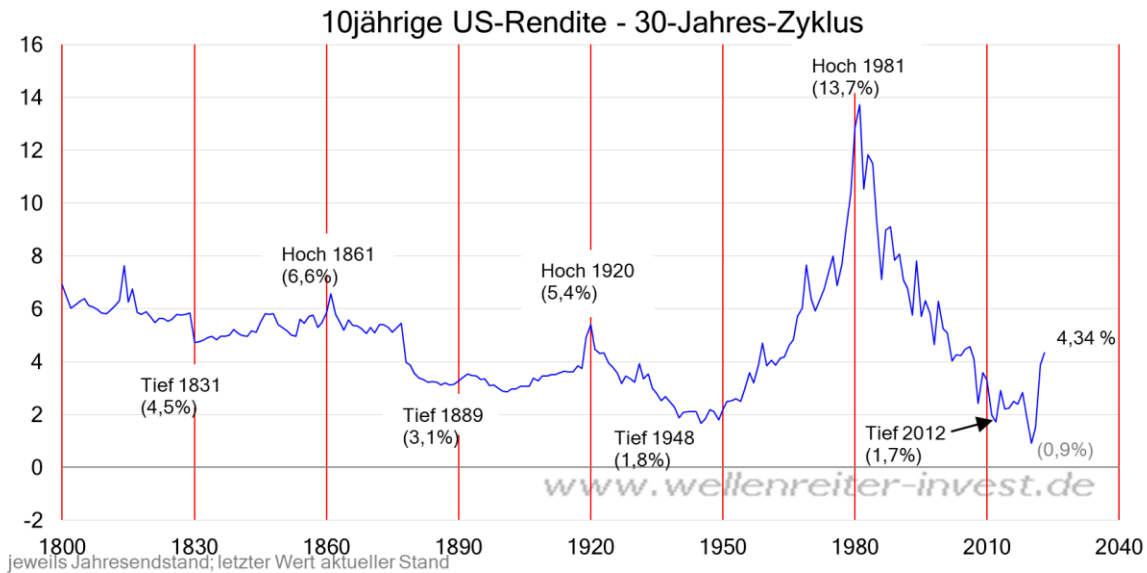


Abb. 1.39: 30-Jahres-Zyklus Rendite

Lässt man das Pandemietief der 10jährigen US-Rendite des Jahres 2020 als Ausreißer beiseite, behält der 30-Jahres-Zyklus der 10jährigen US-Rendite seine Gültigkeit. Für das große Bild bedeutet dies, dass sich die 10jährige Rendite tendenziell bis um das Jahr 2040 herum in einer Aufwärtstendenz bewegen sollte. Dabei gehen wir nicht von einer Wiederholung des Anstiegs der 1970er Jahre aus, sondern halten uns an die üblichen Hochpunkte der vergangenen 200 Jahre im Bereich von 6 bis 8 Prozent.

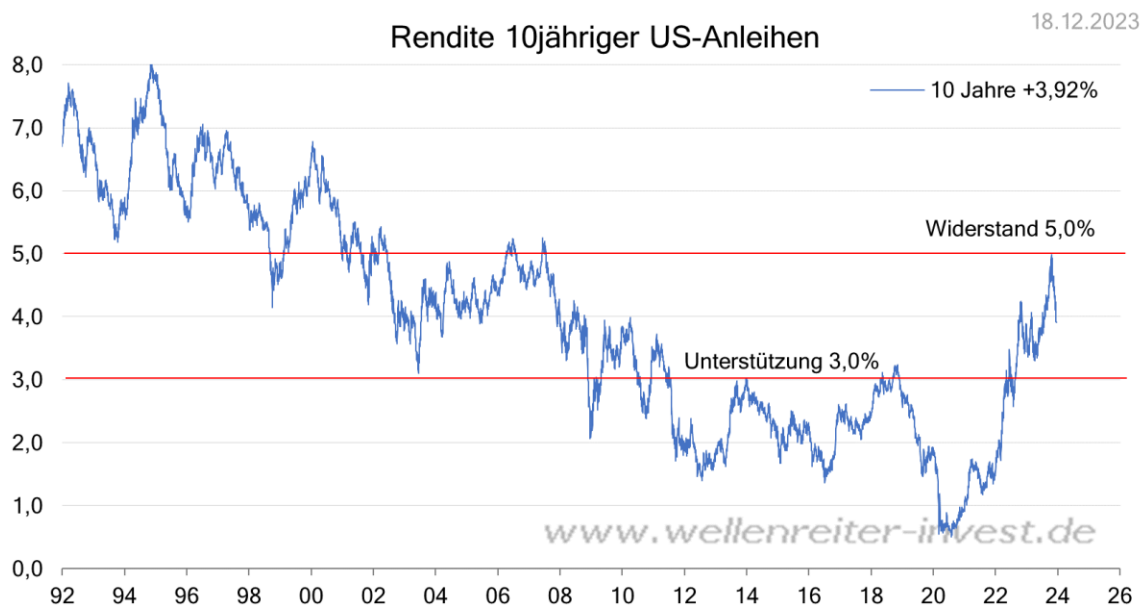


Abb. 1.40: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen



Die 3,0%-Marke (Tief des Jahres 2003, Zwischenhoch der 10er Jahre) kommt als Zielbereich im Jahr 2024 in Frage, gerade auch, wenn sich die US-Wirtschaft rezessiv abschwächen sollte. Ohne Rezession wäre das Jahrestief 2023 im Bereich von 3,3-3,4 Prozent als ein Zielbereich anzusehen. Die Breakeven-Inflationsrate weist auf eine fallende US-Inflationsrate hin.

## Europa

Die Renditetendenz des 30-Jahres-Zyklus bescherte Europa seit Beginn der 1980er Jahre fallende Renditen. Anders als in den USA endete der Zyklus nicht im Jahr 2012. Die Zinsen des Euroraums konvergierten im Vorfeld der Euro-Einführung 1998. Danach nahmen die Marktteilnehmer den Euroraum bis zur Finanzkrise als einen einheitlichen Wirtschaftsraum wahr. Die Rezession von 2012/13 war europaspezifisch. Der Markt war nach der Finanzkrise nicht mehr bereit, den Mitgliedern des Euroraums eine einheitliche Zins- und Inflationspolitik zu gewähren. Zu groß waren die Unterschiede im Hinblick auf die Staatsverschuldung und die Wirtschaftsentwicklung. Die Länderrisiken werden seither unterschiedlich bewertet, und so ist es auch heute.

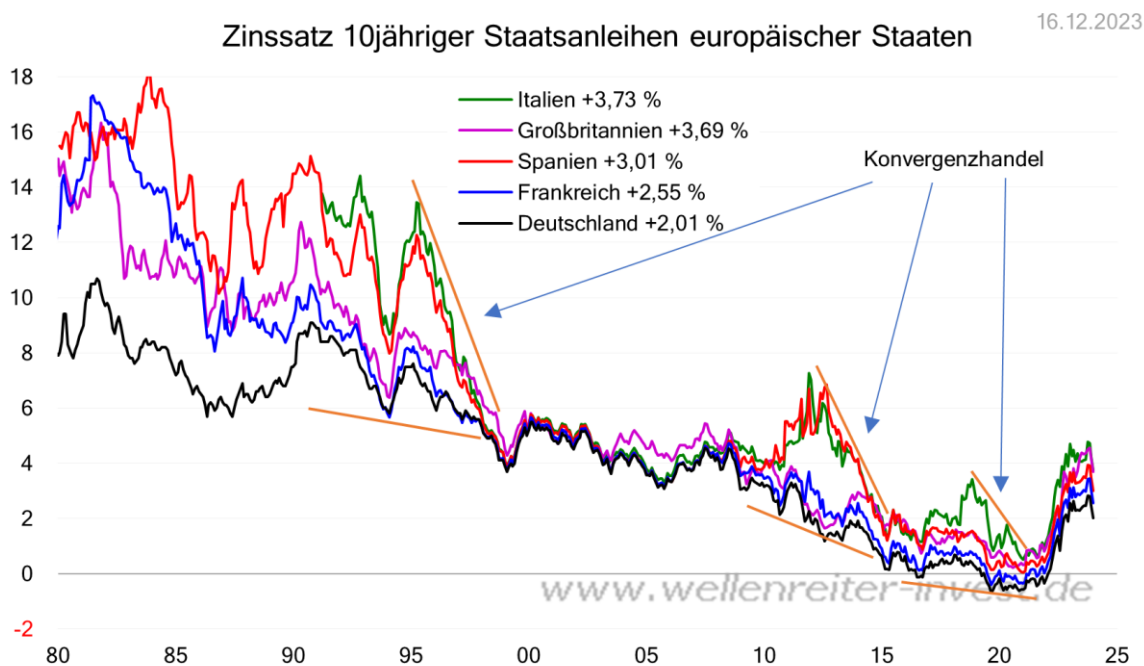


Abb. 1.41: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten

In der jüngeren Vergangenheit mehren sich die Anzeichen für konstante Renditeabstände zwischen Ländern wie Deutschland und Italien, ohne via APP oder PEPP einzugreifen. Aber da die EZB fällige Staatsanleihen durch Nachkäufe ersetzt, nutzt sie die Möglichkeit, vermehrt italienische Staatsanleihen zu kaufen, wenn die Situation dies aus ihrer Sicht erfordert. Ab 2025 werden keine Reinvestments mehr vorgenommen, ab Juli 2024 beginnt bereits ein Tapering-Kurs der EZB mit reduzierten Reinvestments. In Zeiten mit Marktstress weitet sich der Spread zwischen Deutschland und Italien. Ein verbaler Ansatz recht derzeit aus. 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 Ausblick 2021. Diese Konvergenz dominiert weiterhin, könnte aber in einer rezessiven Phase getestet werden.

### Asien/Emerging Markets

Auffällig ist das wenig volatile Verhalten der chinesischen 10jährigen Rendite im Vergleich zu den Renditen von Ländern wie der Türkei, Südafrika oder Brasilien. Die 10jährige chinesische Rendite bleibt auf einem konstant niedrigen Niveau.

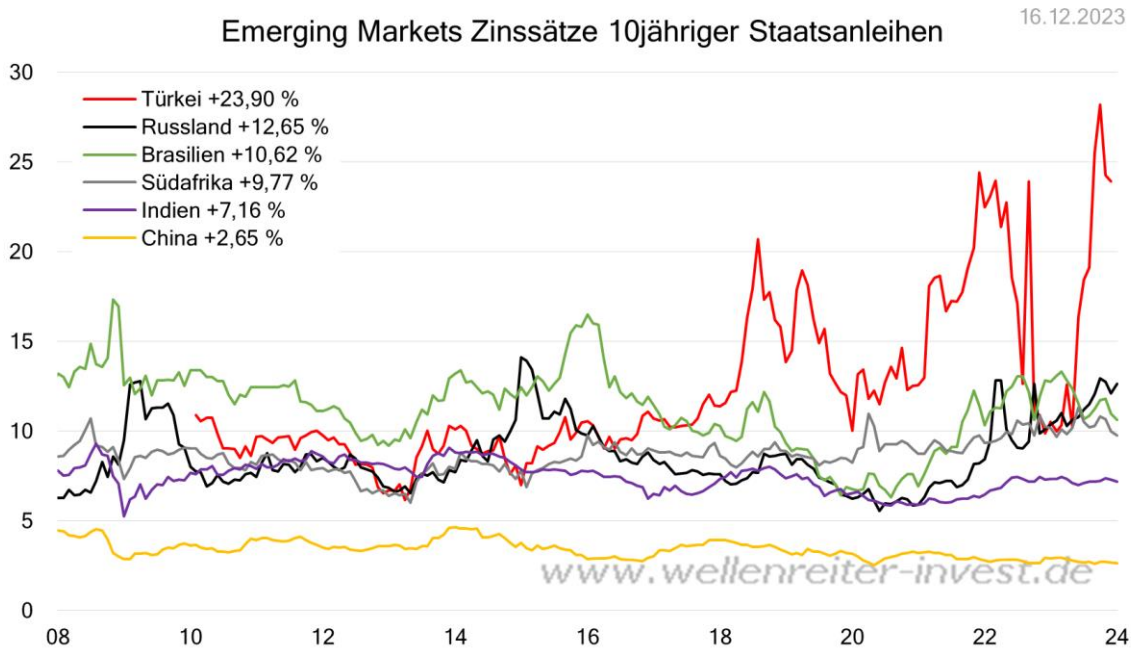


Abb. 1.42: Renditen Asien/Schwellenländer

Angesichts steigender Inflationszahlen versucht Japan, sich aus der Null-Rendite-Falle zu befreien.

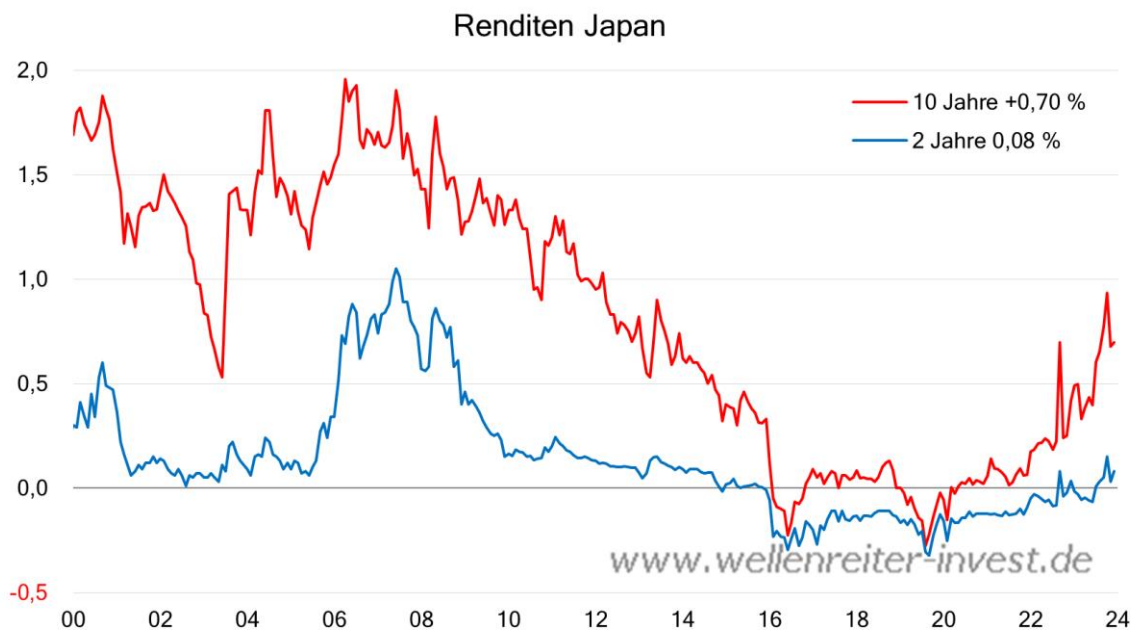


Abb. 1.43: Renditen Japan

Die japanische Notenbankpolitik hat eine Veränderung erfahren. Im Jahr 2024 dürfte die Bank of Japan erstmals den Leitzins (-0,10%) in den positiven Bereich verschieben. Japan dürfte eine reelle Chance haben, die Deflationsfalle zu verlassen.

### **Fazit**

Wir nehmen an, dass die 10jährige US-Rendite im Jahr 2024 kein neues Hoch mehr setzen wird und sich im Oktober 2023 ein wichtiger Hochpunkt ausgebildet hat. Nur im Falle einer Rezession würde sie in den Bereich 3 Prozent zurückfallen. Sollte es zu einer sanften Landung kommen, könnten 3,3-3,4 Prozent als Tiefpunkt in Frage kommen. Auf eine erste Leitzinssatzsenkung reagiert die zehnjährige Rendite üblicherweise mit einem Rückgang. Bei weiteren Zinsschritten, die im Jahr 2024 zu erwarten sind, sind weitere Renditerückgänge bei langlaufenden Renditen nicht zwingend, da die Erwartungen an eine bessere Wirtschaftstätigkeit und eine potenziell höhere Inflation einen weiteren Rückgang verhindern.

Wir gehen davon aus, dass der langfristige Aufwärtstrend der Rendite intakt bleibt und sich ein neues Gleichgewicht der Renditen auf einem erhöhten Niveau bilden wird. Die 5%-Marke siedeln wir bereits im oberen Bereich dieses Trends an. Zum Ende des Langfristzyklus im Jahr 2040 könnten die 6% bis 8%-Marken angelaufen werden. Die Inversion der Zinsstrukturkurve dürfte im ersten Halbjahr 2024 anhalten. Ob sie sich im zweiten Halbjahr 2024 auflösen wird, hängt von der Zinssenkungs-Aggressivität der US-Notenbank ab. Momentan erscheinen die Markterwartungen etwas zu hoch.

## 2. Der Währungsmarkt

### Euro/Dollar als Risikoindikator

Die globale Industrierezession begann Anfang 2018. Sie traf Europa und insbesondere Deutschlands produzierendes Gewerbe. Anfang 2018 markierte der Euro/Dollar ein wichtiges Mehrjahreshoch bei 1,25. Es wurde bis heute nicht überschritten.

Das Verlaufsmuster Euro/Dollar und KDAX zeigt größere Übereinstimmungen. Im Jahr 2021 markierte der Euro/Dollar ein frühes Hoch – gleichzeitig mit dem ARK-Innovation-Fonds von Cathie Wood. Im gleichen Zeitraum markierten die Reddit-gehypten Aktien Gamestop und AMC ihre Hochpunkte. Der Euro/Dollar ist nicht zuletzt ein Risiko-Indikator. Indikator. Seit 2021 lief der Euro/US-Dollar dem Aktienmarkt an Hoch- und Tiefpunkten voraus. Die jüngsten Avancen des Aktienmarktes vollzieht er nicht mehr mit.

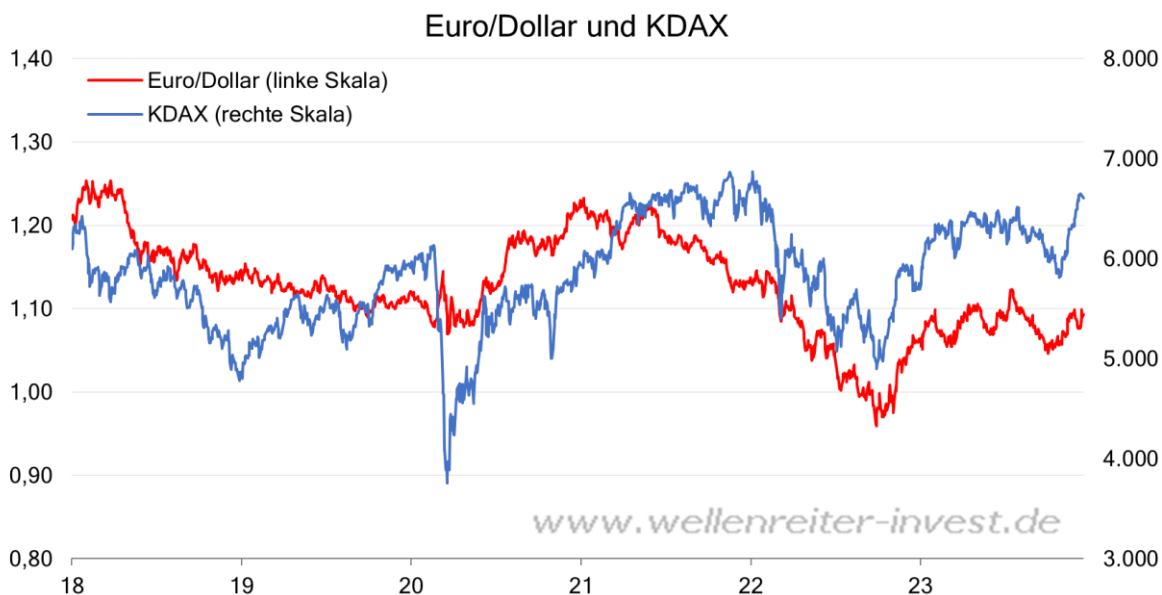


Abb. 2.1. Euro/Dollar und KDAX

Der Euro/Dollar fungiert auch als Risiko-Indikator für den US-Aktienmarkt, auch wenn dessen Momentum durch die glorreichen Sieben stärker war. Fällt der Euro/Dollar, geraten Aktienmärkte - teilweise mit Verzögerung – unter Druck.

Europa weist eine Vielzahl an zyklischen Substanzwerten auf. Ein Anstieg der Value/Growth-Ratio müsste demnach positiv für den Euro sein. Die Value/Growth-Ratio und der Euro bildeten beide im Jahr 2008 einen wichtigen Hochpunkt aus. Die Chance auf eine Bodenbildung der Value/Growth-Ratio ist in einem zeitlich reifen Trend gegeben.

Gegen einen deutlichen Anstieg des Euro/Dollar spricht die hohe Netto-Spekulation am Futures-Markt. Mit +150.000 Kontrakten reicht sie bereits an den Spekulationshochpunkt des Jahres 2018 heran. Je höher die Netto-Spekulation, desto größer ist die Anfälligkeit für die Wiederaufnahme der Abwärtsbewegung.

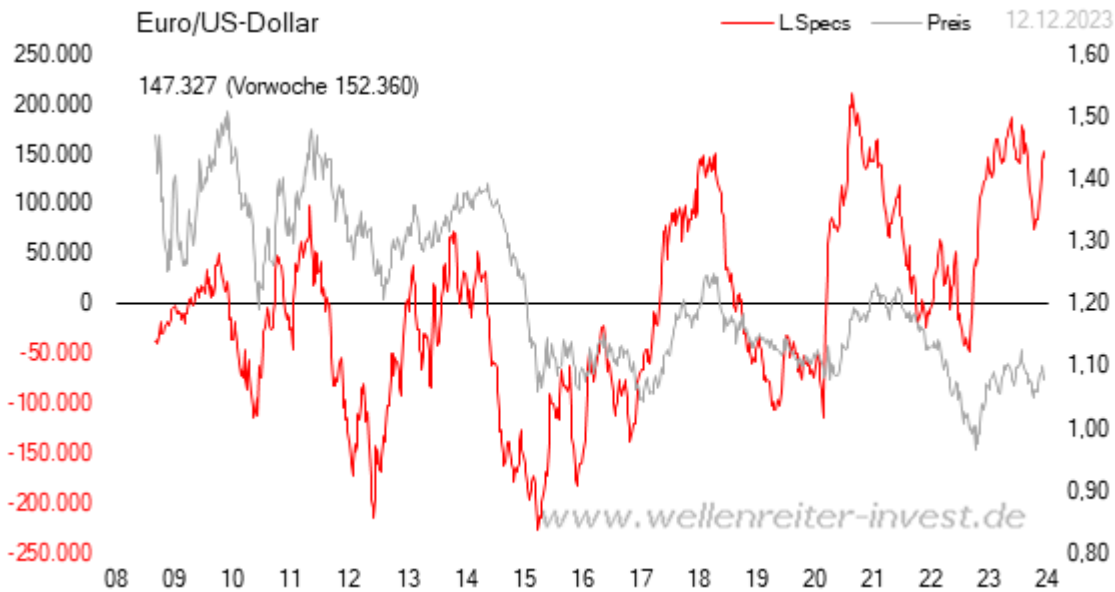


Abb. 2.2: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Euro/Dollar

Die Entwicklung der Realrenditen kann Aufschlüsse über die Währungsentwicklung geben. Seit Anfang 2017 ist sie mit Ausnahme weniger Monate im Jahr 2020 durchgängig negativ gewesen. Erst mit der deutlich fallenden Inflationsrate im Oktober 2023 befand sich der nominale Euroraum-Benchmark-Zins wieder oberhalb der Inflationsrate, sodass der Realzins die Null-Linie überschreiten könnte. Gleiches gelang dem US-Realzins bereits im Juni 2023.

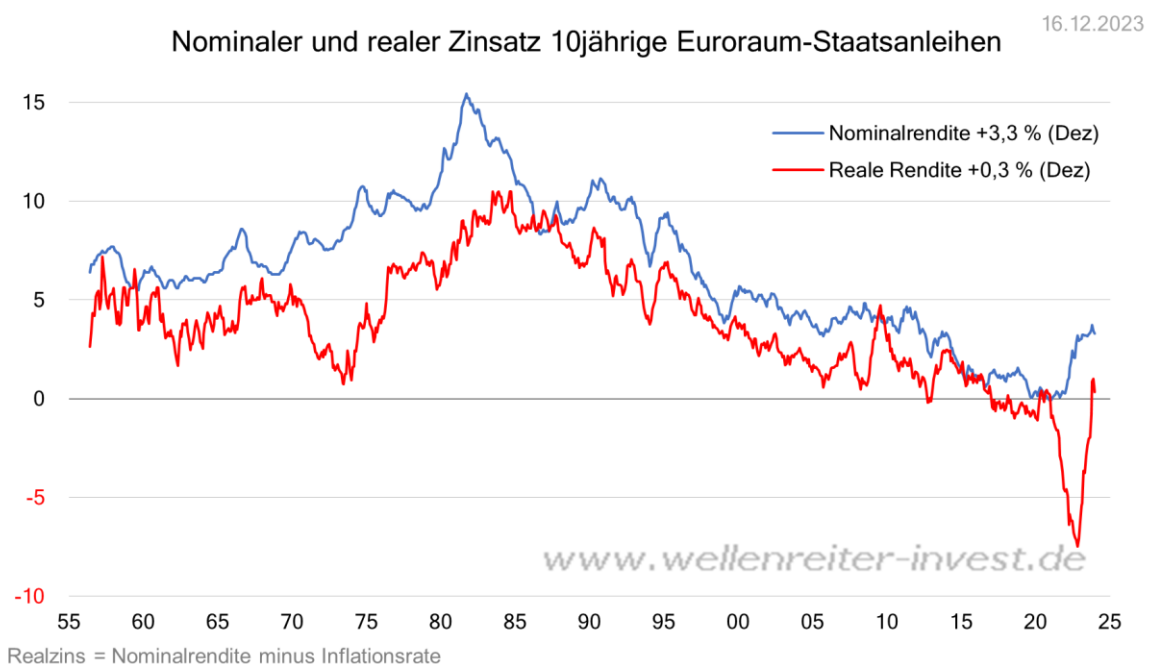
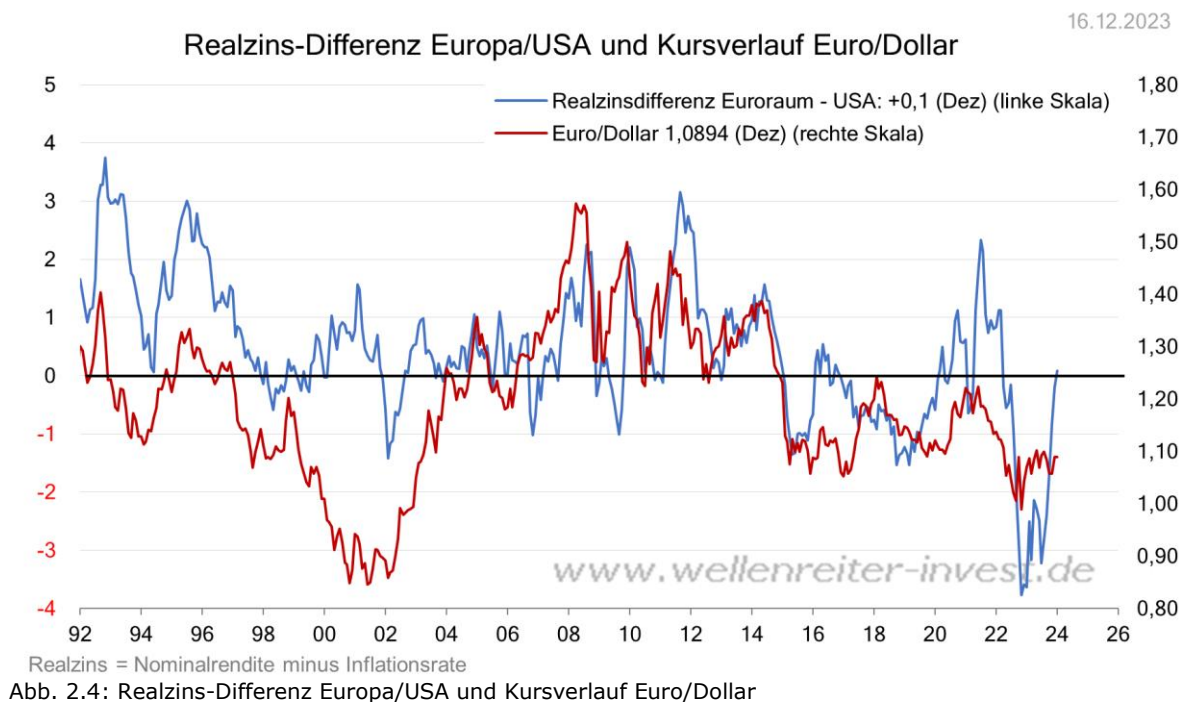


Abb. 2.3: Nominaler und realer Zinssatz Euroraum

Da die Inflationsrate im Euroraum höher war in den USA und gleichzeitig die Rendite niedriger blieb, ergab sich vor gut einem Jahr eine extreme Abweichung in der Realzinsdifferenz zwischen dem Euroraum und den USA von nahezu 400 Basispunkten. Dieser Spread wurde abgebaut. Die Realzinsdifferenz zwischen dem Euroraum und den USA notiert nahe null. Entsprechend erholte sich der Euro/Dollar. Einen Anstieg der realen Rendite auf 2-3 Prozent erwarten wir nicht.



Man kann die Frage stellen, ob sich in den nächsten Jahren nochmals eine ähnliche Differenz zwischen dem Euroraum und den USA ergeben kann. Das würden wir verneinen. Die Inflationsrate des Euroraums liegt meist nicht oberhalb, sondern unterhalb der US-Inflationsrate. Auch gehen wir davon aus, dass der nominale Spread zwischen dem Euroraum und den USA sich einigermaßen in einer Handelsspanne bewegen wird. Wenn unsere Annahmen stimmen, dann hat der Euro/Dollar im Herbst 2022 bei 0,95 seinen unteren Extrempunkt gesehen, und zwar für längere Zeit.

Aus Sicht der Realzinsbewegung würde der Euro zulegen können, wenn die Inflationsrate im Euroraum stärker fallen würde als die US-Inflationsrate, während gleichzeitig der Abstand zwischen der 10jährigen Euroraum-Benchmark-Rendite und der 10jährigen US-Rendite gleichbleiben oder schrumpfen würde.

Der seit dem Jahr 2008 im Euro/Dollar etablierte Abwärtstrendkanal (blau) ist intakt. Ein Ausbruch aus dem Trendkanal könnte durch eine Überwindung der gestrichelten Linie bei 1,15 erfolgen. Die Marke von 1,20 wäre der letzte größere Widerstand, den es zu überwinden gälte, bevor eine längere Rally einsetzen würde. Allerdings ist eine solche Bewegung unwahrscheinlich, solange der Abwärtstrend intakt ist. Einen Bruch des Abwärtstrendkanals erwarten wir im Jahr 2024 nicht.

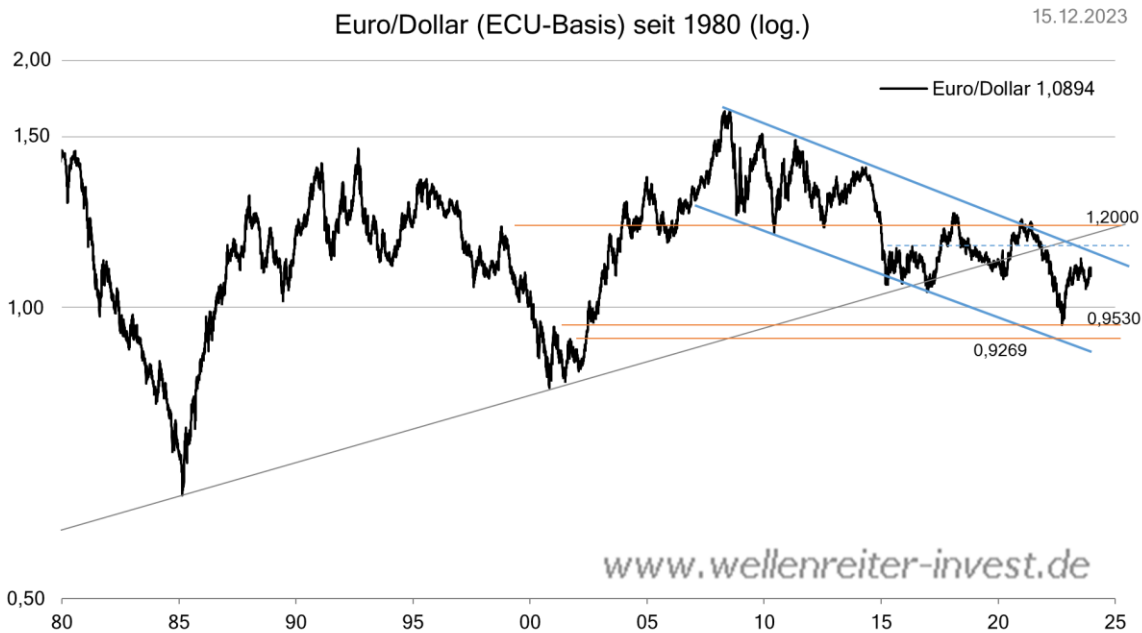


Abb. 2.5: Euro/Dollar seit 1980

Der Euro/Dollar markierte sein Verlaufstief am 28. September 2022 mit einem Wert von 0,9535. Nach einer Erholung fiel das Währungspaar Anfang Oktober 2023 auf 1,0465, nur um anschließend auf 1,1150 zu steigen. Von dort aus legte der Euro/Dollar erneut den Rückwärtsgang ein. Der Euro/Dollar bewegte sich im Jahr 2023 weitgehend in einer Spanne zwischen 1,05 und 1,10. Der Widerstandsbereich 1,10 bis 1,12 ist als stark einzustufen, die beiden gleitenden Durchschnitte im Bereich um 1,12 stellen einen Deckel dar.

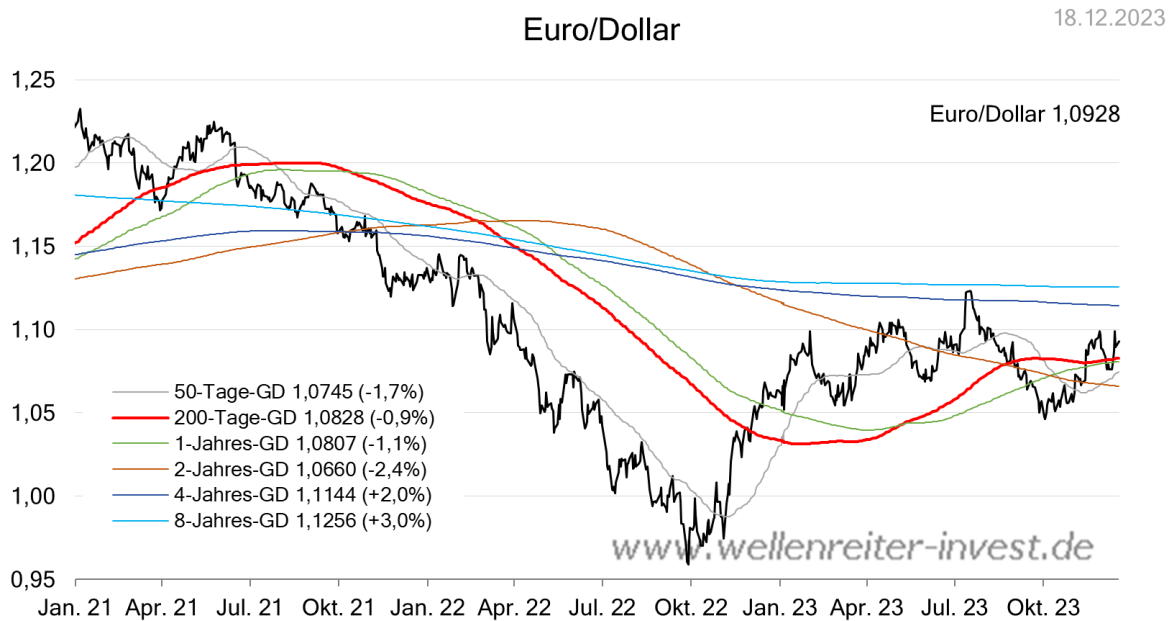


Abb. 2.6: Euro/Dollar kurzfristig

Der Euro/Dollar neigt in Wahljahren zur Schwäche und koppelt sich von seinen Durchschnittsverläufen ab.



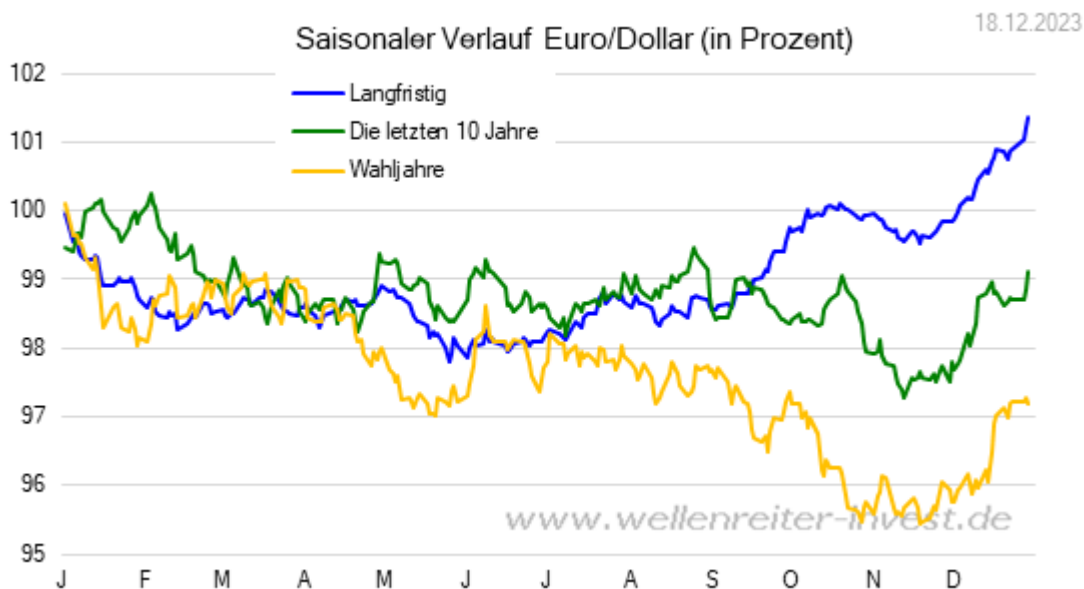


Abb. 2.7: Euro/Dollar saisonal

Wir nehmen an, dass der Euro/Dollar in den ersten Monaten des Jahres 2024 stagnieren oder rückläufig sein könnte, wobei die Parität im Falle einer Rezession die untere Grenze bilden sollte. Auch die Marke von 1,05 stellt eine wichtige Unterstützung dar. Da FED und EZB sehr ähnlich mit leichter Zeitverzögerung bei Zinssenkungen reagieren werden, dürften die Zinsdifferenzen keinen starken Einfluss auf die Entwicklung des Währungspaares liefern. Das Währungspaar dürfte seine Handelsspanne des Jahres 2023 fortsetzen.

### US-Dollar-Index

Aus Sicht der Charttechnik markierte der US-Dollar-Index im Herbst 2023 ein sekundäres Hoch.

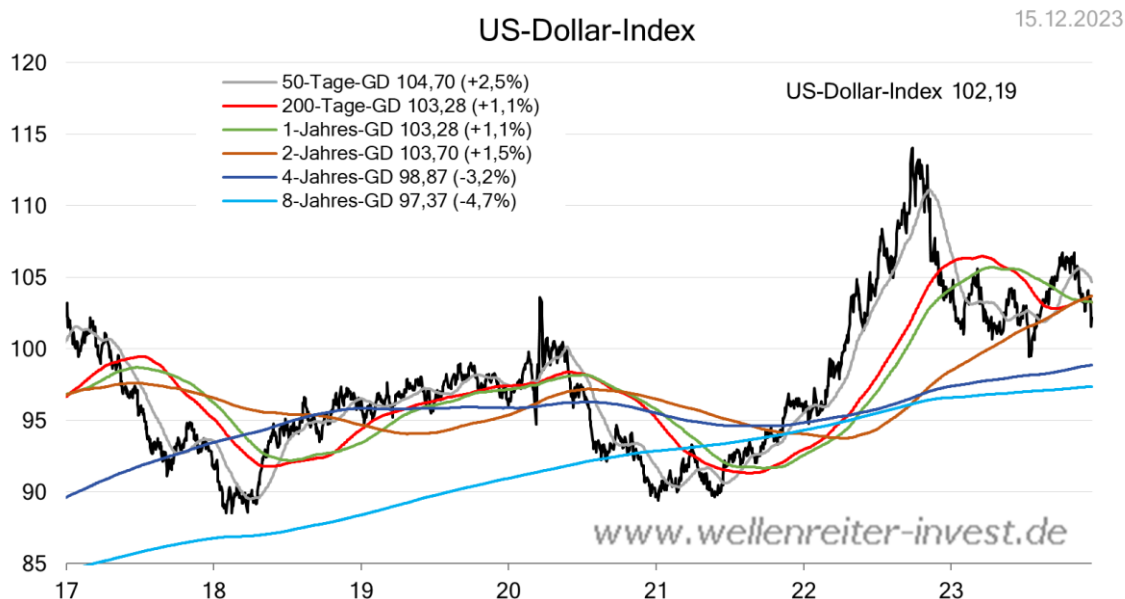


Abb. 2.8: US-Dollar-Index Chart



Der US-Dollar-Index wird in einer Rezession als „sicherer Hafen“ angesehen. Ausgangs einer Rezession pflegt der Dollar einen Hochpunkt zu generieren. Auch die „Pseudo-Rezession“ im Jahr 2022 (zwei US-Quartale mit Negativwachstum hintereinander) führte zu einem Hochpunkt des US-Dollar-Index. Er lässt dann expansiven Kräften und damit anderen Währungen (Euro, EM-Währungen) den Vortritt.

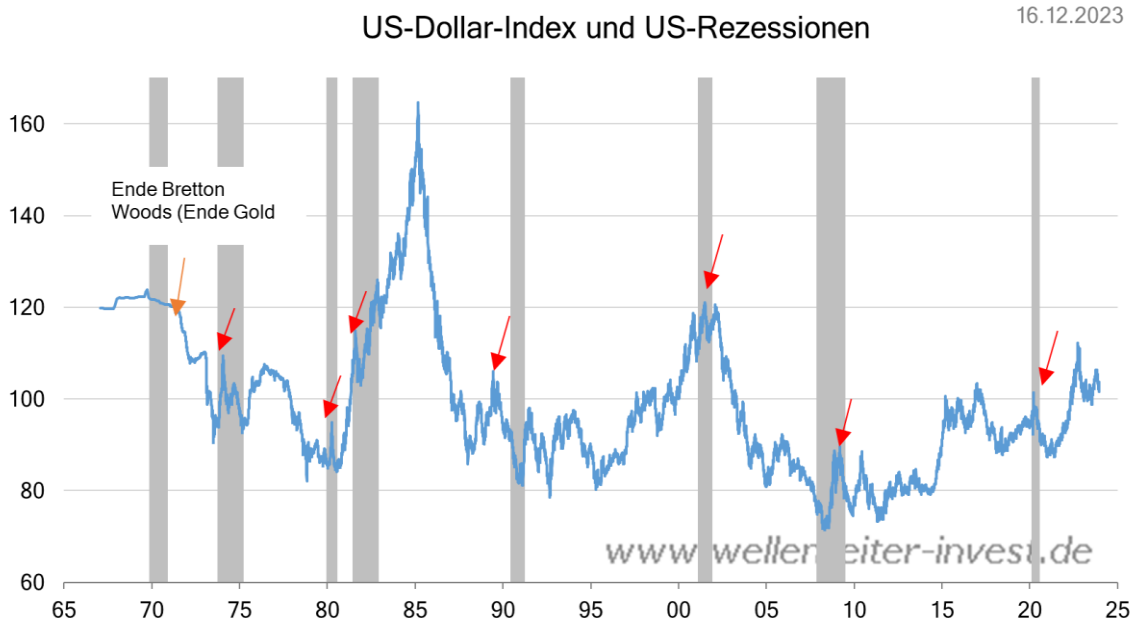


Abb. 2.9: US-Dollar-Index seit 1980

Der Bereich von 100 bis 103 Punkten bleibt eine kraftvolle Unterstützung. Erst dann, wenn dieser Bereich unterschritten werden sollte, würde der Euro/Dollar die Chance auf einen Ausbruch über die 1,12 erhalten.

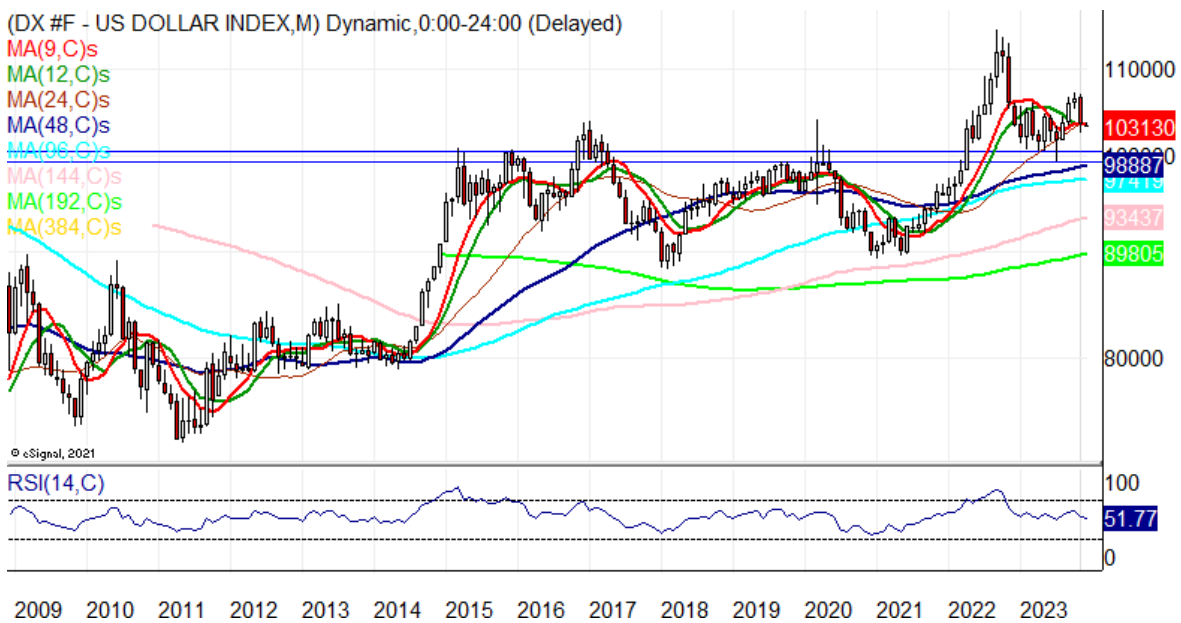


Abb. 2.10: US-Dollar-Index Chart lang

## Dollar/Yen

Der Dollar/Yen ist ähnlich wie der US-Dollar-Index ein Konjunkturzyklus-Indikator mit dem zusätzlichen Wert, Krisen in Asien 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 – in der Rezession fällt er. Auch der jüngste Anstieg gestaltet sich so, als ob er eine Rezession ankündigen würde.

16.12.2023

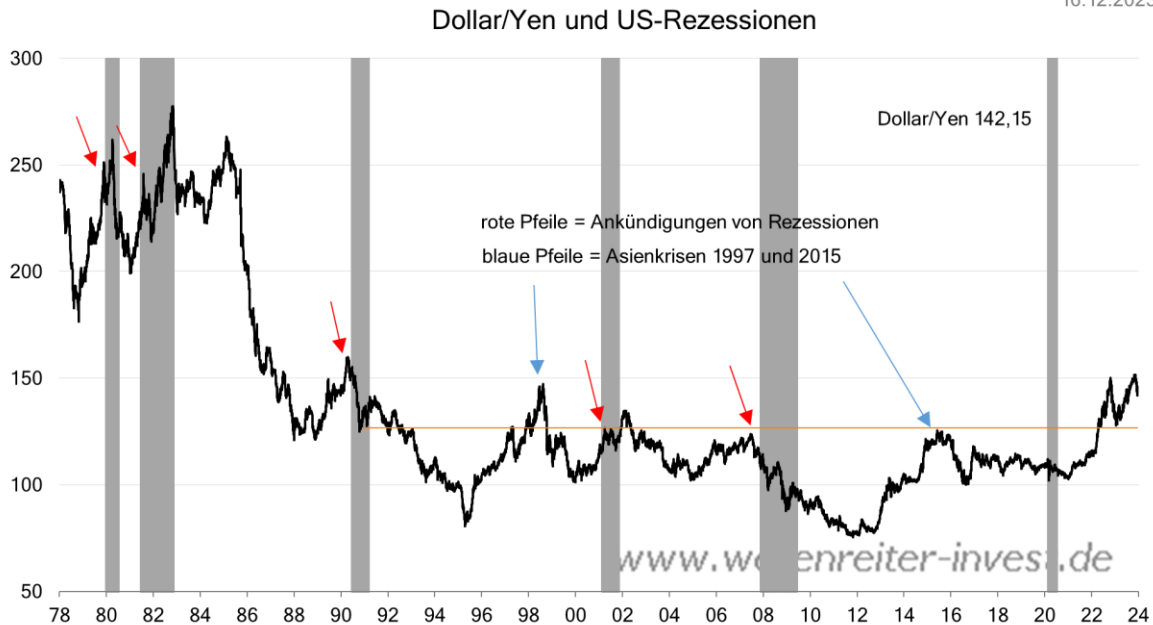


Abb. 2.11: Dollar/Yen und US-Rezessionen

Ein Yen-Carry-Trade wird über eine preiswerte Verschuldung im Yen aufgebaut, mit der 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.

15.12.2023

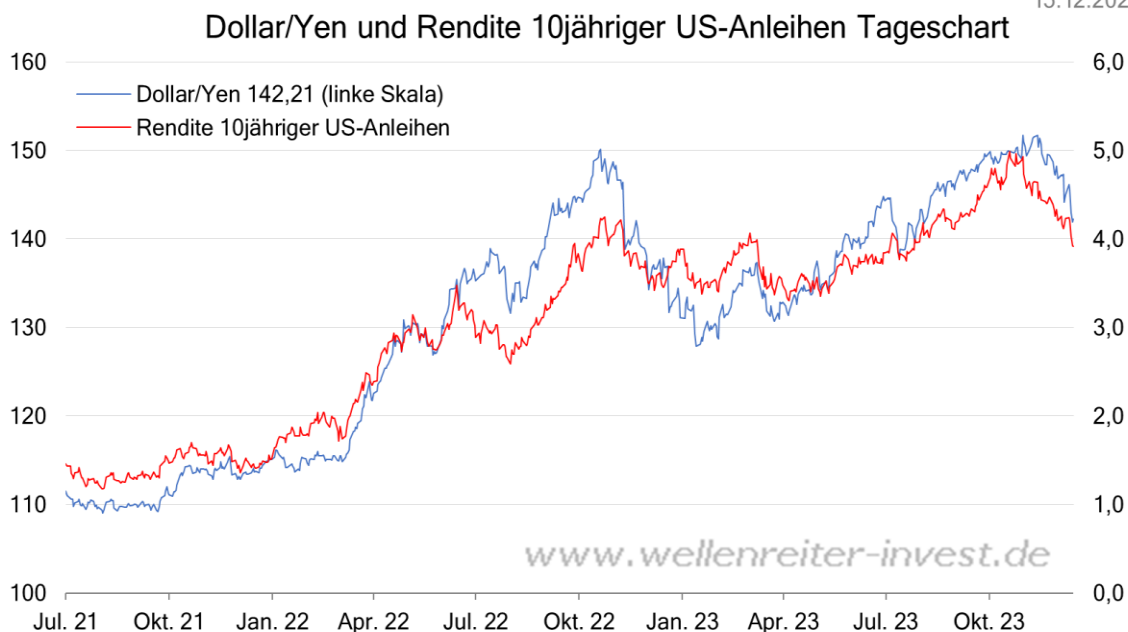


Abb. 2.12: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Der Trade verliert gehebelt, weil einerseits Währungsverluste auftreten (Dollar/Yen wird schwächer) und die Zinsdifferenz abnimmt. Dies geschieht seit Mitte November.

Die japanische Rendite hat sich bisher nicht an die neue Realität einer höheren Inflationsrate angepasst.

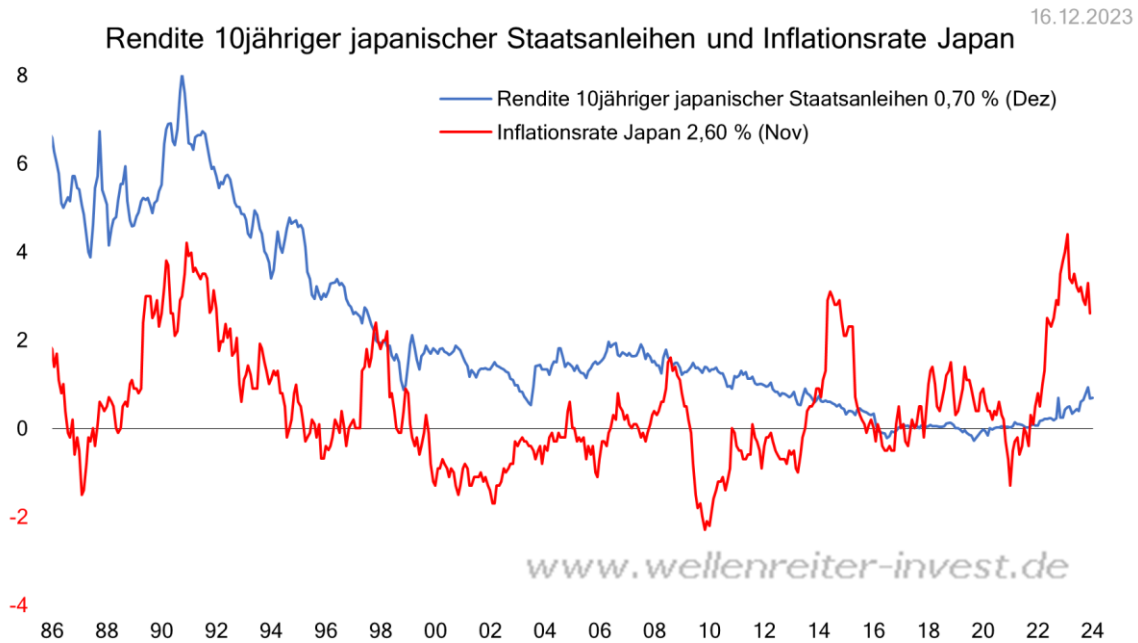
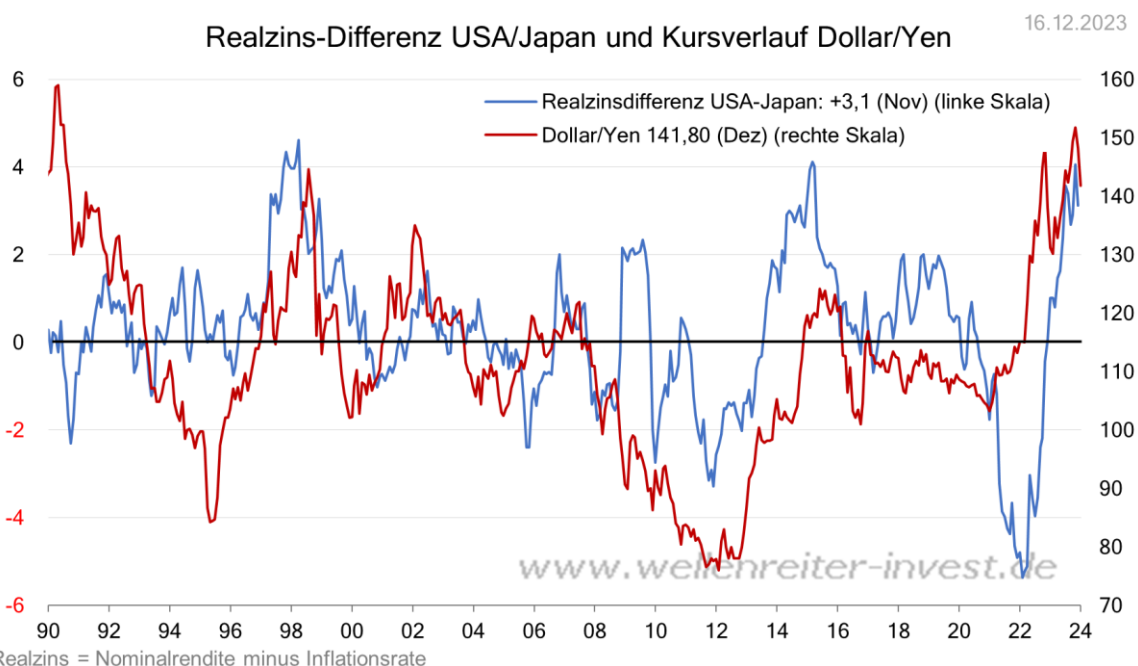


Abb. 2.13: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Damit ist die japanische Realrendite deutlich negativ (Rendite minus Inflationsrate). Ähnlich hohe Realzins-Differenzen sorgten in der Vergangenheit in 1998 und 2015 für obere Wendepunkte im Dollar/Yen mit deutlichen Rückgängen des Währungspaares. Da gleichzeitig die reale US-Rendite positiv ist, beträgt die Realzinsdifferenz USA-Japan 310 Basispunkte. Der Dollar/Yen erscheint deutlich überbewertet.



Realzins = Nominalrendite minus Inflationsrate

Abb. 2.14: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Hinzu kommt, dass die Spekulation am Terminmarkt das obere Ende der Spanne erreicht hatte. Wir stellen den Yen/Dollar invers dar. So lässt sich die Spekulation im Dollar/Yen betrachten. Die Netto-Positionierung der Großspekulanten lässt einen fallenden Dollar/Yen erwarten.

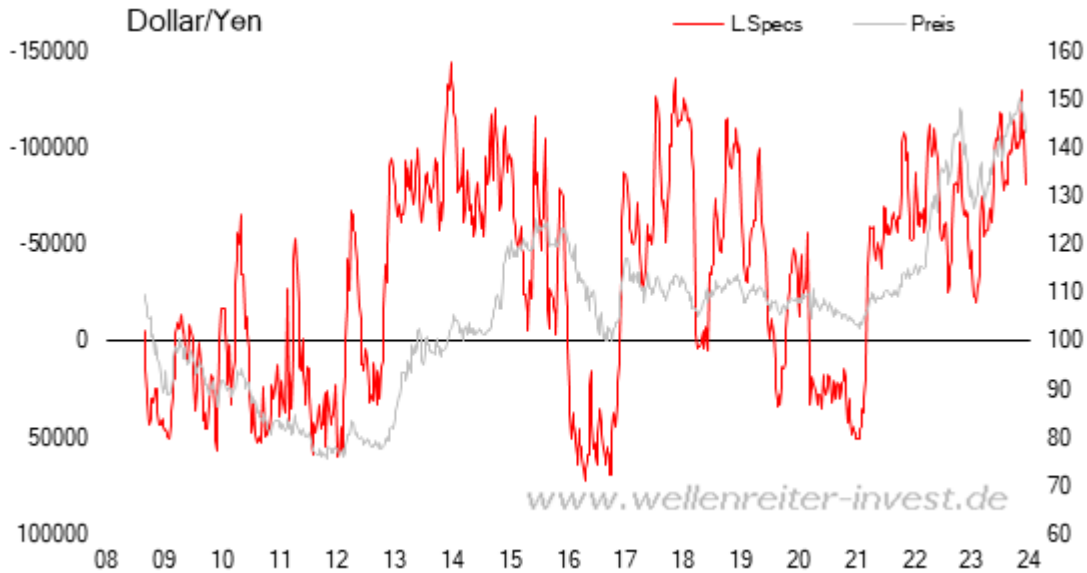


Abb. 2.15: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Dollar/Yen

Wir formulierten im Ausblick 2023: „Es erscheint vorstellbar, dass die Marke von 150 im Herbst 2023 nochmals angelaufen wird, um dort ein Doppelhoch entstehen zu lassen.“ Wir nehmen an, dass sich gerade ein solches Doppelhoch ausgebildet hat.

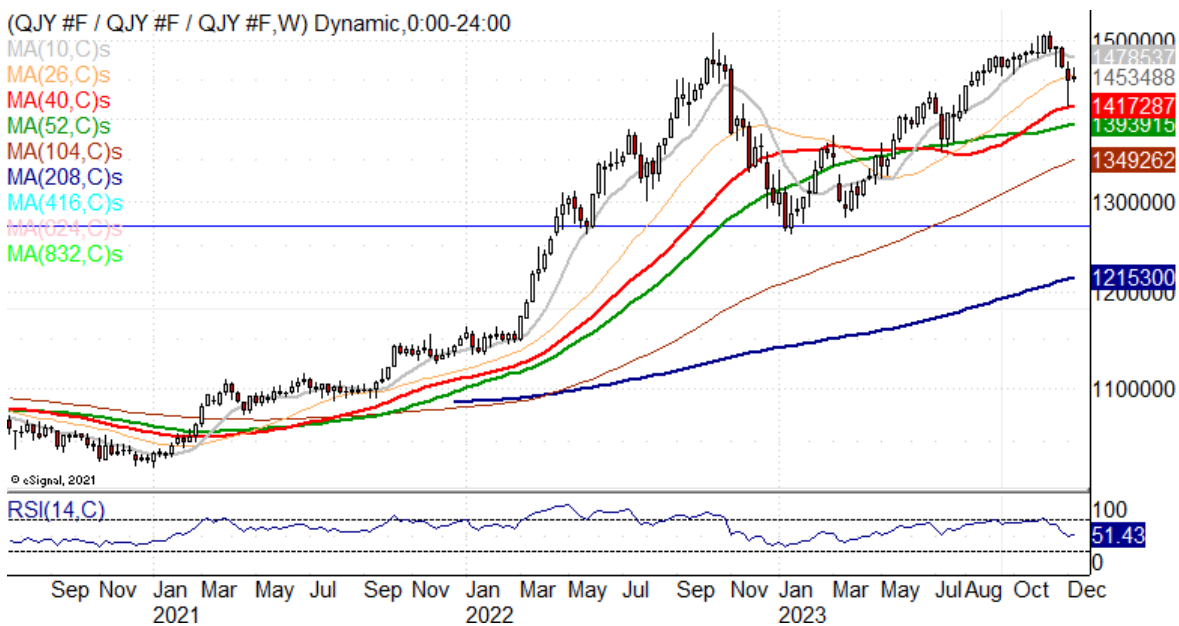


Abb. 2.16: Dollar/Yen Wochenchart

Der Dollar/Yen sollte fallen, der Yen-Carry-Trade dürfte sich abbauen. Das Währungspaar verfügt im Bereich von 125 über eine wichtige Unterstützung.

## Schweizer Franken

Der Franken ist als sicherer Hafen gefragt. Wir zeigen den Euro/Franken, der Unterhalb der Parität notiert.

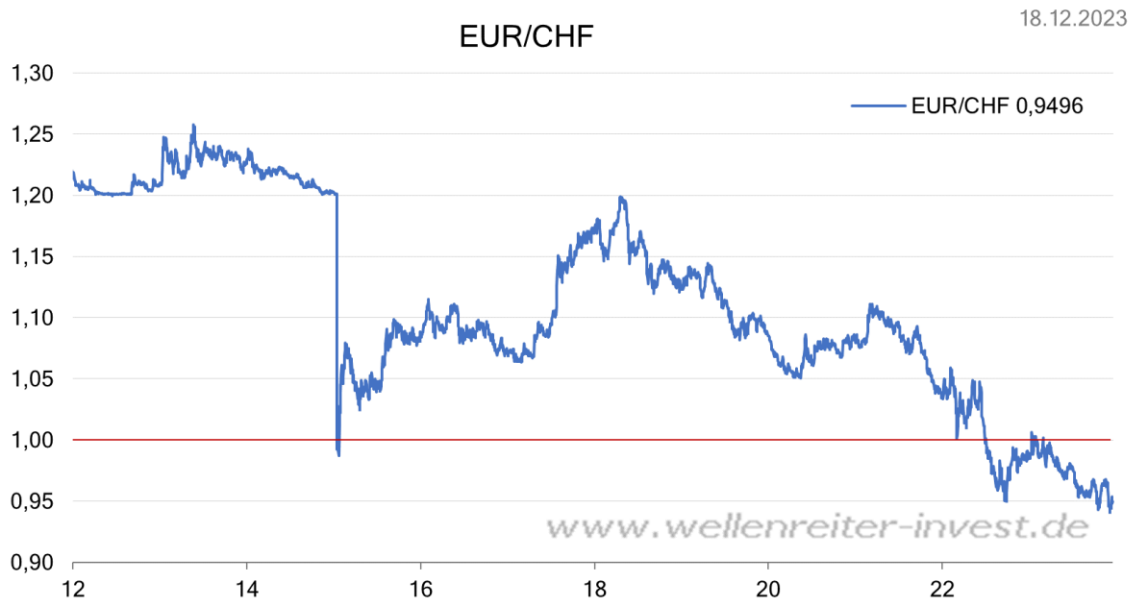


Abb. 2.17: EUR/CHF

In Risk-On-Phasen wie nach dem Corona-Tief im März 2020 oder im Oktober 2022 steigt der Euro gegenüber dem Schweizer Franken leicht an. Es handelt sich um einen schleichenden und konstanten Trend, der Euro zeigt Schwäche gegenüber dem Schweizer Franken. Dies gilt auch für die Phase ab Ende Oktober 2023. Erst dann, wenn der Euro/Franken über die Parität steigt, besteht auch für den Euro/Dollar eine Chance auf einen substanzielleren Anstieg. Der schleichende Abwärtstrend im Euro/Franken dürfte daher zunächst anhalten und das Währungspaar bis auf 0,90 drücken, bevor eine Gegenbewegung einsetzt.

## Kryptowährungen/Bitcoin

15 Jahre nach dem Start von Bitcoin sind Kryptowährungen nicht über ihren Status als spekulative Wertanlage hinausgekommen. Ein intrinsischer Bewertungsansatz führt nicht zum Erfolg, ein Kurs-/Umsatz- oder Kurs-/Gewinn-Verhältnis existiert nicht. Der Nutzen liegt im möglichen Wertgewinn und in der Tauschmöglichkeit in US-Dollar oder Euro. Niemand lebt komplett in einer Bitcoin-Blase, das reale Leben erfordert die Visa-Card, Bargeld, Apple- oder Google-Pay.

Auch hat der Mensch schon immer Dingen oder Menschen einen Wert zugewiesen, der deutlich über den Herstellkosten liegt oder über dem, was sie nüchtern betrachtet leisten können (Diamanten, Gold, Luxussegment Uhren, spezielle Weine, Oldtimer, Kunstwerke, Sportidole). Die Saudis geben ihren hohen Entlohnungen ein Beispiel für eine veränderte Wertzumessung im Profisport. Ist ein Markt erst einmal da, verschwindet er nicht so leicht, und ein weltweites Verbot von Kryptowährungen würde am Durchsetzungsvermögen scheitern. Solange Angebot und Nachfrage für Kryptowährungen existieren, werden immer wieder auch Phasen existieren, in denen Übertreibungen stattfinden.

Keine Sekunde glauben wir, dass Bitcoin zu einem „Sichere-Hafen-Instrument“ mutieren wird, auch nicht in einer Rezession. Das wird der US-Dollar sein und bleiben. Fällt der S&P 500, fällt Bitcoin. Bildet der S&P 500 ein Tief aus, steigt Bitcoin ebenfalls. „Risk-on“ und „Risk-off“ sind die Fachbegriffe dafür.

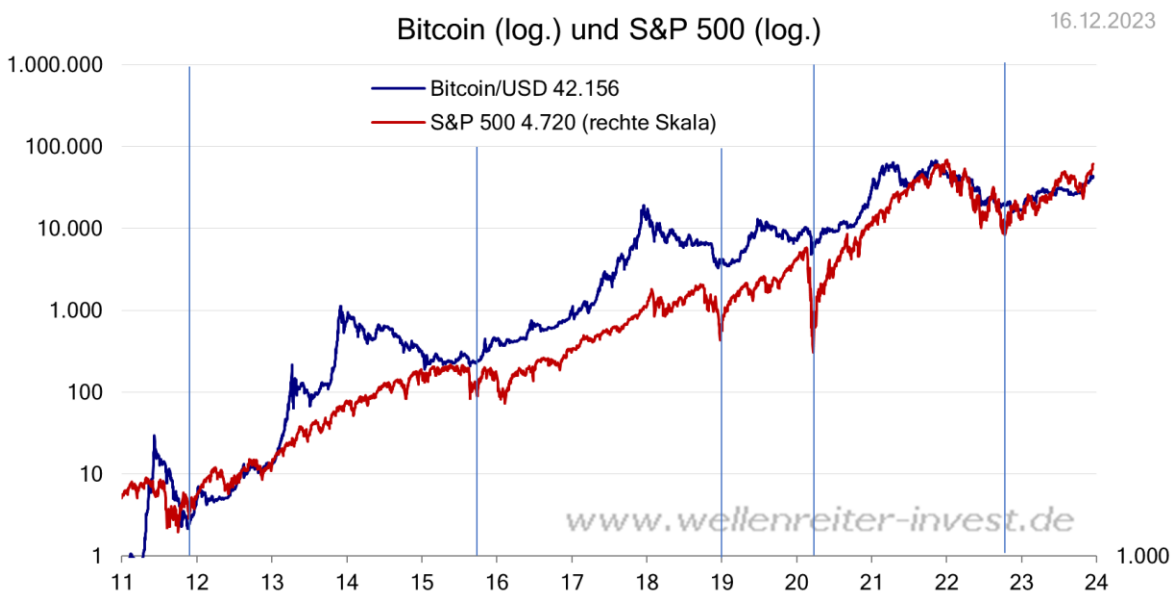


Abb. 2.18: Bitcoin und S&P 500

Das bedeutet: Sollte der Rest dieser Dekade für die Aktienmärkte positiv verlaufen, dann ist die Wahrscheinlichkeit, dass auch die Kryptowährungen steigen, recht hoch. Dieser Effekt würde gestärkt werden, sollten spotmarktbasierete Bitcoin-ETFs in den USA zugelassen werden. Die Zulassung durch die SEC könnte – so sie denn käme – im

Januar 2024 erfolgen. Die Gespräche zwischen ETF-Anbietern wie BlackRock und der SEC haben sich intensiviert. Der Druck von Pensionsfonds und anderen Interessenten, Geld in Bitcoin hineindiversifizieren zu können, erscheint offenbar hoch.

Die Zulassung von ETFS einer Kryptowährung, die sich längerfristig – über Dekaden – zu einer Konkurrenz für den US-Dollar mausern könnte, erscheint uns unplausibel. Aber möglicherweise überwiegen andere Gründe. Wie die Entscheidung auch immer ausfällt: Der Zeitpunkt der Zulassung dürfte genauso ein Hochpunkt markieren wie der Zeitpunkt der Ablehnung. Im letzten Fall würde Bitcoin wahrscheinlich sofort auf 30.000 Dollar zurückfallen. Im ersten Fall würden Gewinnmitnahmen einsetzen.

Die Marktkapitalisierung sämtlicher Krypto-Währungen beträgt 1,57 Billionen US-Dollar. Im November 2021 wurde das Maximum bei 2,8 Billionen erreicht. Zum Vergleich: Die Größenordnung des globalen Anleihenmarktes beträgt etwa 133 Billionen, diejenige der weltweiten Aktienmärkte etwa 108 Billionen US-Dollar.

Das Bitcoin-Open Interest (Anzahl der offenen Kontrakte) stieg zuletzt deutlich auf 23.035 an. Hochpunkte im Open Interest gingen in der Vergangenheit mit Preishochs einher. Der steile Anstieg des Open Interest spricht für ein Preishoch.

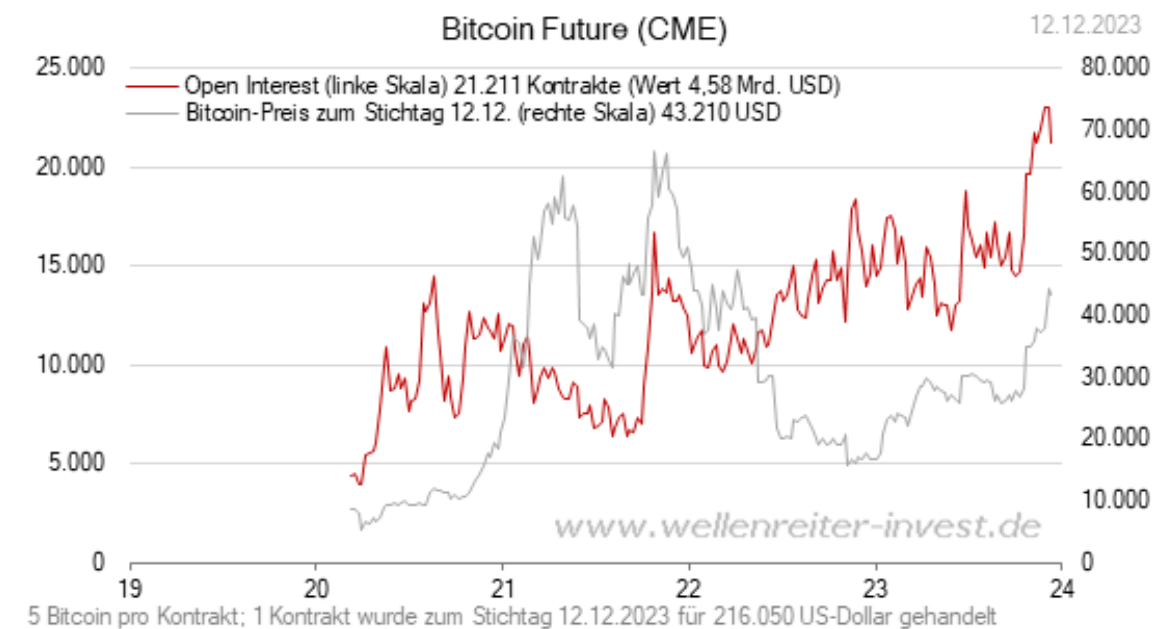


Abb. 2.19: Bitcoin Open Interest

Bitcoin hat in der Vergangenheit die Wegstrecken zwischen zwei 10er-Potenzen jeweils innerhalb von Monaten zurückgelegt. Der Weg von der 10.000 zur 100.000-Dollar-Marke gelang hingegen nicht. Bereits an der Marke von 60.000 Dollar war der Widerstand massiv.

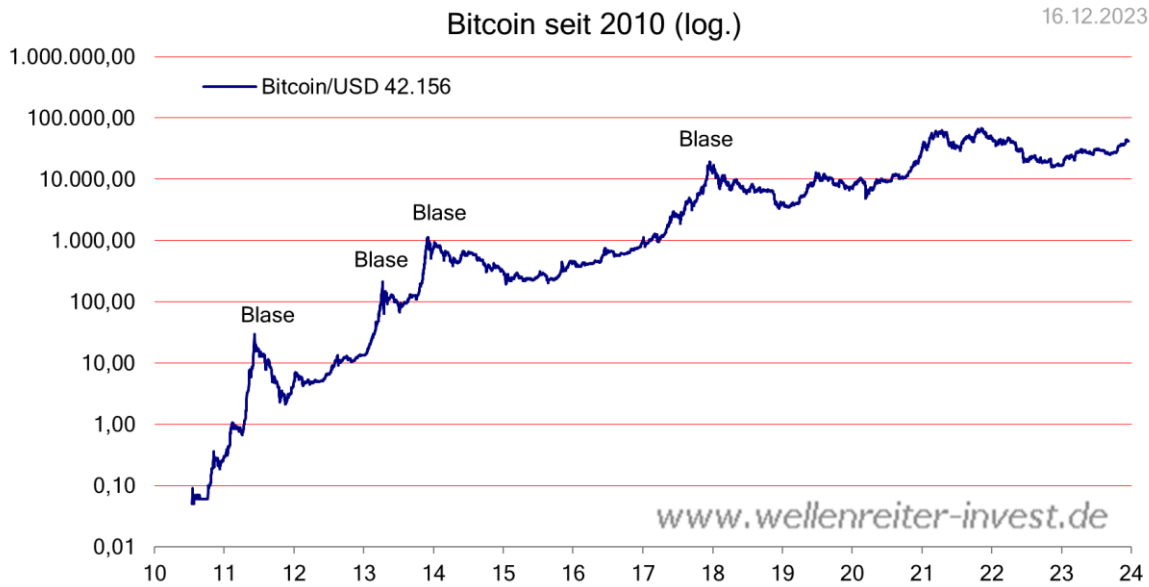


Abb. 2.20: Bitcoin seit 2010

Die nächste Bitcoin-Halbierung findet voraussichtlich am 23. April 2024 statt. An jenem Datum wird die Belohnung für die Bitcoin-Miner halbiert. Durchschnittlich anderthalb Jahre vorher markierte Bitcoin jeweils ein wichtiges Tief. Als Zeitpunkt hatten wir im Vorfeld den 19. November 2022 erreicht und bezeichnet. Tatsächlich wurde es der 21. November 2022. Die zeitliche Distanz entsprach damit der Durchschnittsdistanz.

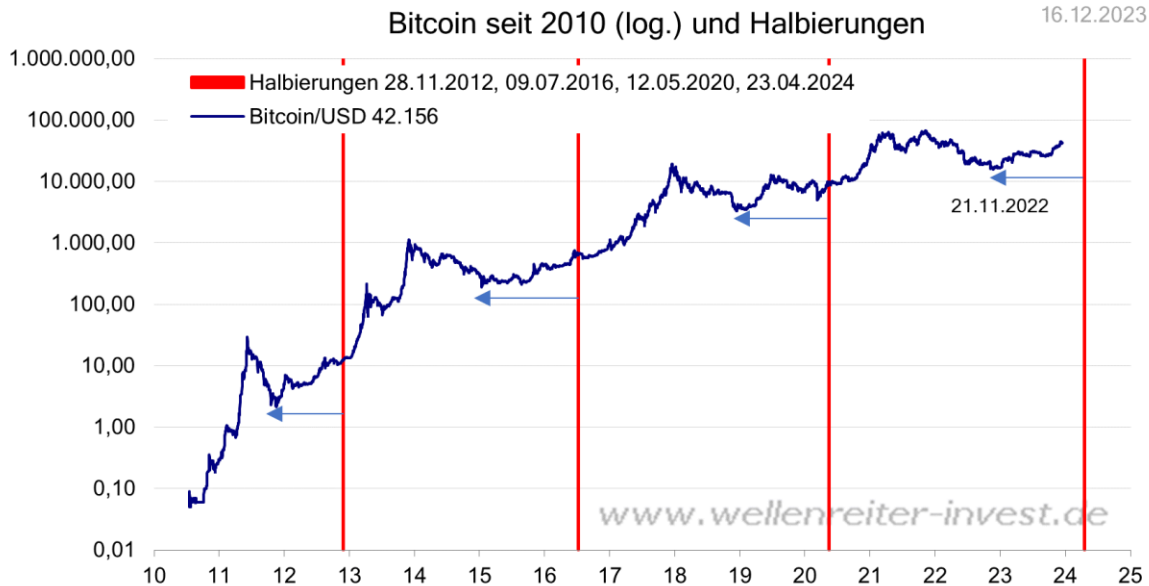


Abb. 2.21: Bitcoin-Halbierungen

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.



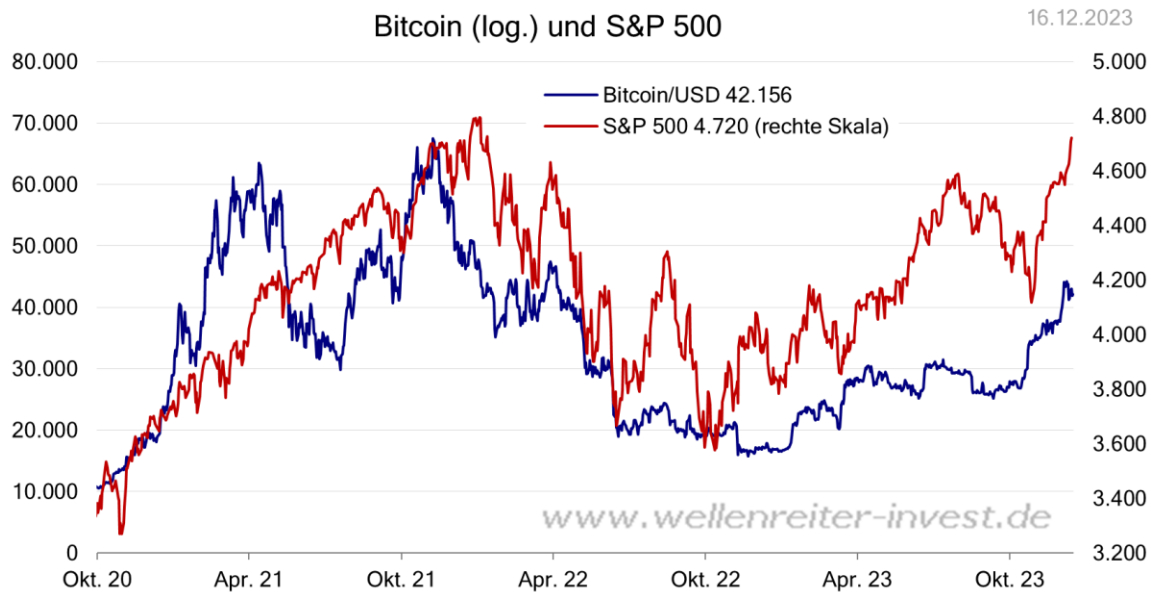


Abb. 2.22: Bitcoin und S&P 500

Im Blasenverlaufsmuster hat Bitcoin einen Zwischenspur eingelegt, etwas stärker, als der Goldpreis dies zweieinhalb Jahre nach dem Hoch im Jahr 1980 tat.

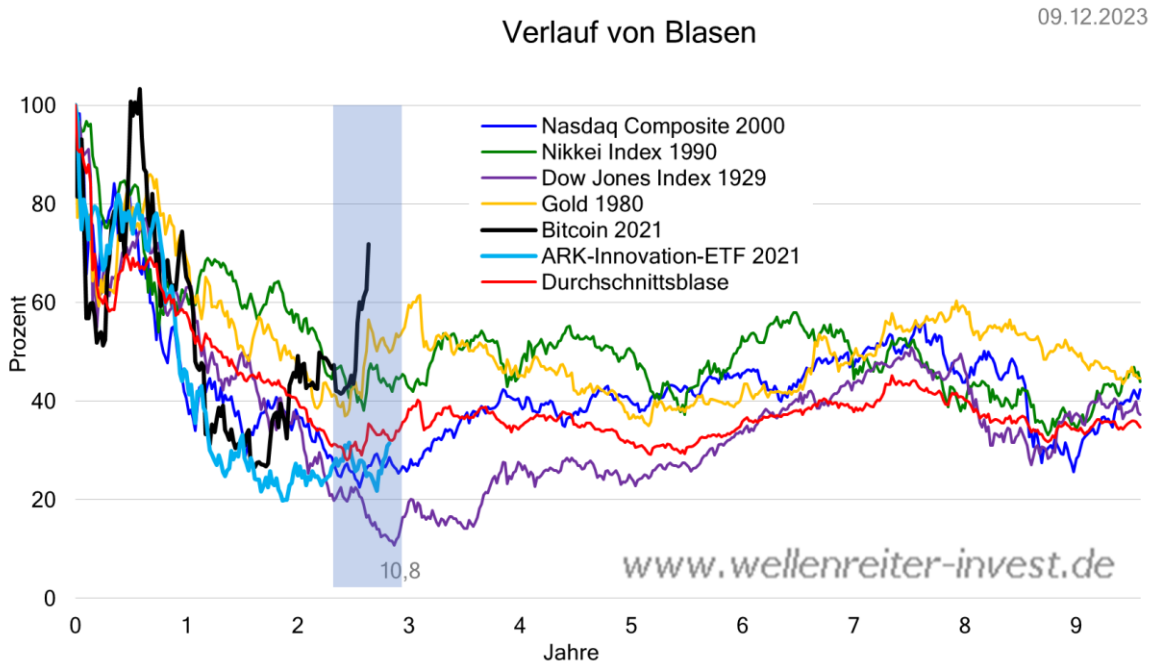


Abb. 2.23: Bitcoin und Verlauf von Blasen

Aus Blasenverlaufssicht würde Bitcoin innerhalb der kommenden Wochen einen Hochpunkt markieren. Ein weiterer wichtiger Hochpunkt hat sich gut 3 Jahre nach dem Platzen einer Blase gebildet, dies würde für ein (weiteres) Preishoch des Bitcoins im späten Frühjahr 2024 sprechen. Anschließend würde Bitcoin in einen mehrjährigen Winterschlaf fallen. Die würde ein Scheitern im Bereich von 45.000 bis 50.000 Dollar bedeuten mit einem Fall zurück auf die 30.000-Dollar-Marke.

Charttechnisch hätte Bitcoin noch eine bullisere Option. Eine vollendete Tasse-Henkel-Formation (siehe Pfeile) würde als Ziel das ATH bei 69.355 Dollar haben.

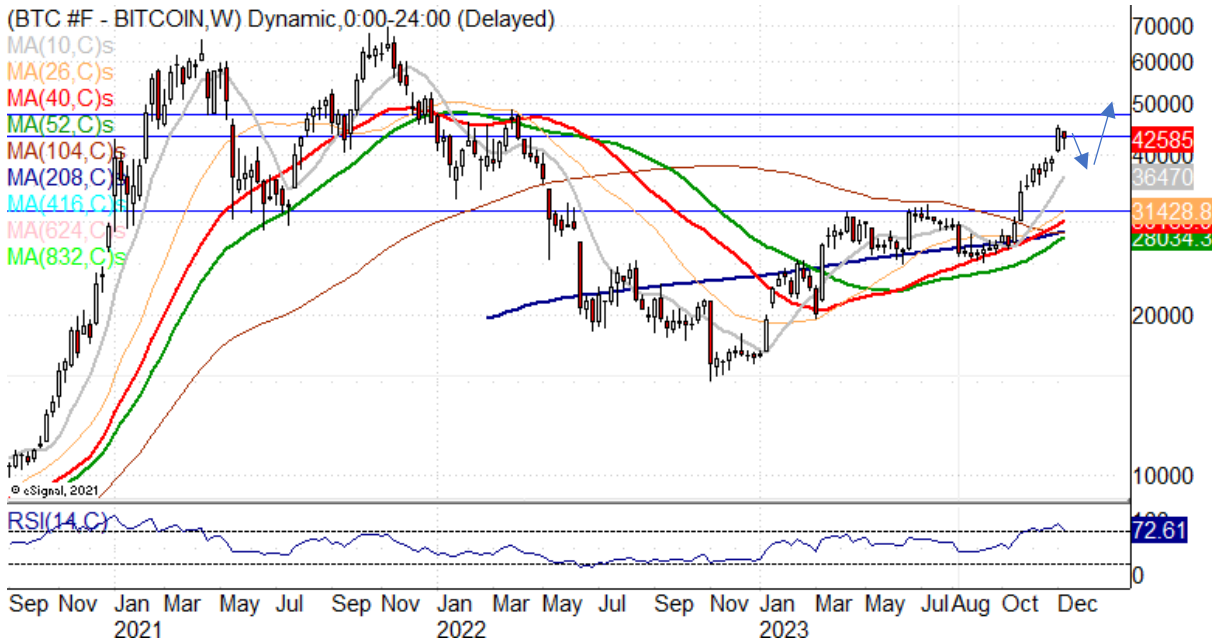


Abb. 2.24: Bitcoin Wochenchart

Die Kryptowährung Solana belegt mit einer Marktkapitalisierung von 30 Mrd. US-Dollar Platz 5 hinter Bitcoin, Ethereum, Binance Coin und Ripple.

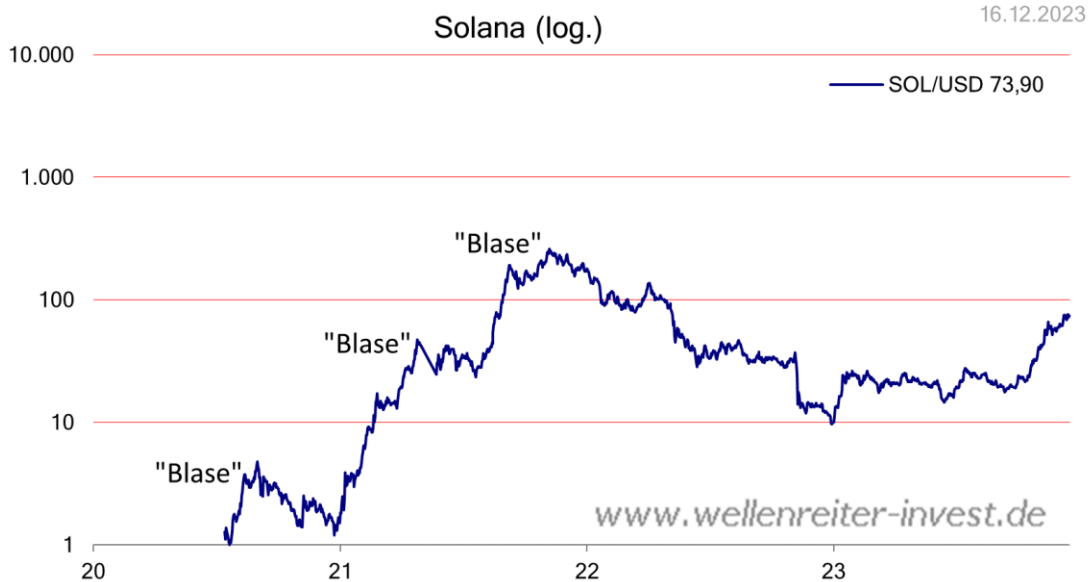


Abb. 2.25: Solana Blasenmuster

Gegenüber Bitcoin zeigt Solana zuletzt relative Stärke.

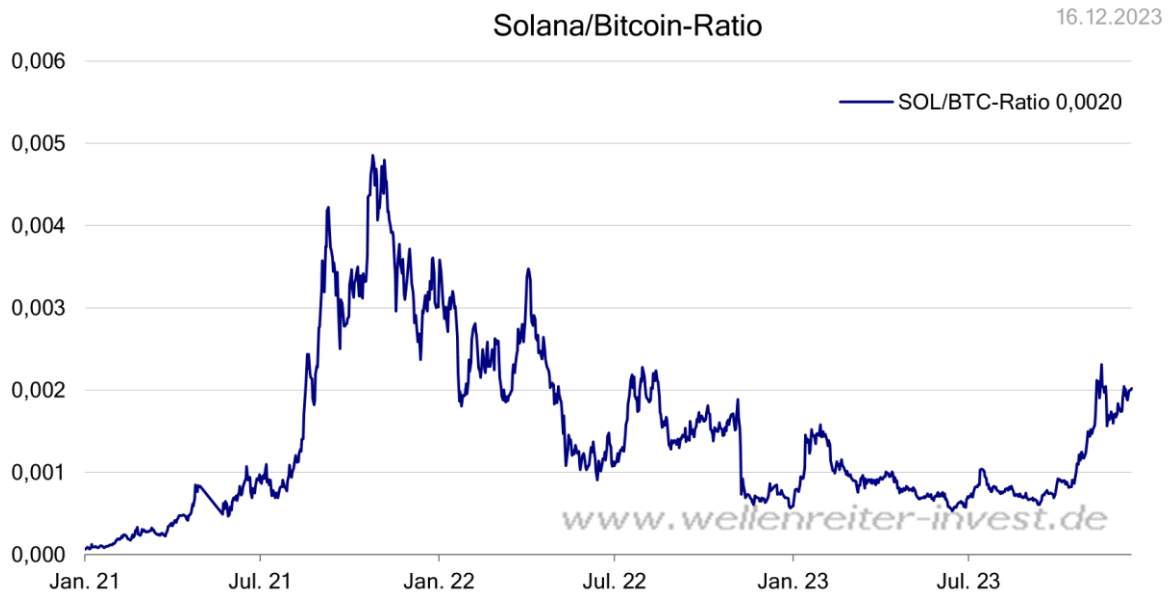


Abb. 2.26: Solana/Bitcoin-Ratio

Sollte sich die Risk-on-Phase fortsetzen, dann hätte Solana die Chance, frühere Hochpunkte zu erreichen. Wir gehen davon aus, dass Bitcoin im Jahr 2024 keine neuen historischen Rekordstände erreichen kann.

### 3. Der Rohstoffmarkt

#### Rohstoffmarkt langfristig

Die langfristige Preisentwicklung von Rohstoffmärkten lässt sich am Beispiel des Kupferpreises beschreiben. Die Rohstoffpreise steigen schwächer als die US-Inflationsrate. Wir wollen dies am Beispiel von Kupfer zeigen. Das Metall performt zwar besser als nachwachsende Rohstoffe wie Weizen oder Mais, bleibt aber inflationsbereinigt unterhalb des Wertes von 1900.

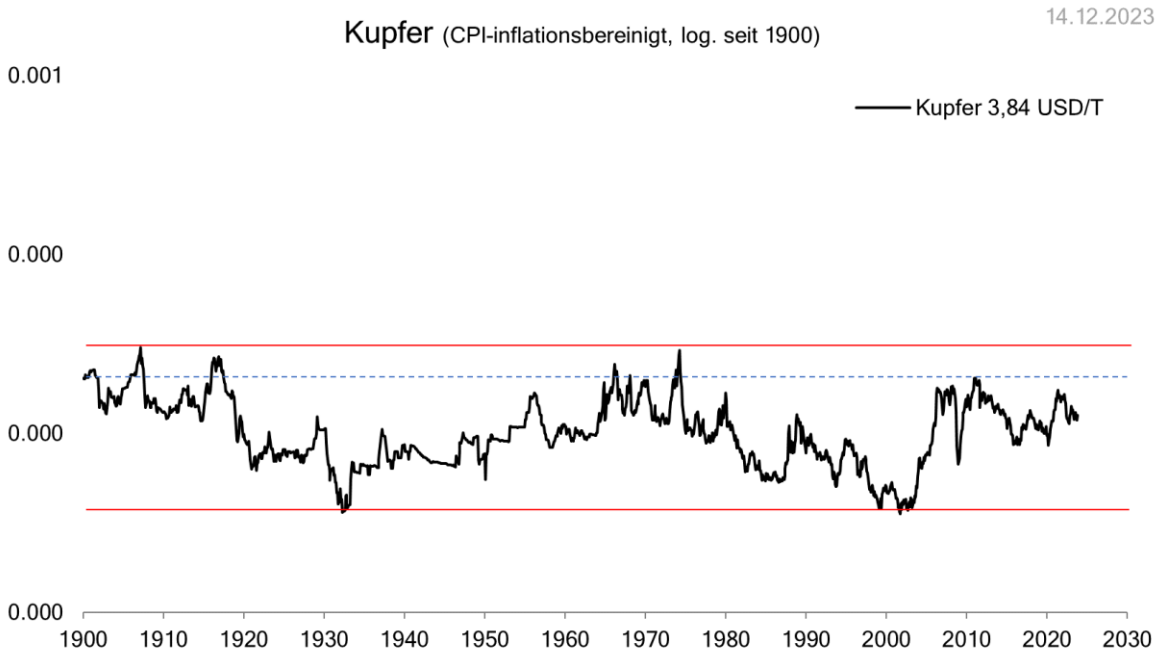


Abb. 3.1: Kupfer inflationsbereinigt

In Rezessionen kommt es zu Preisrückgängen. Das ist bei Kupfer nicht anders als bei anderen Industrie-Rohstoffen. Kupfer reagiert auf Inflation und starkes Wirtschaftswachstum positiv, auf Deflation und einer Abschwächung der Wachstumsrate negativ.

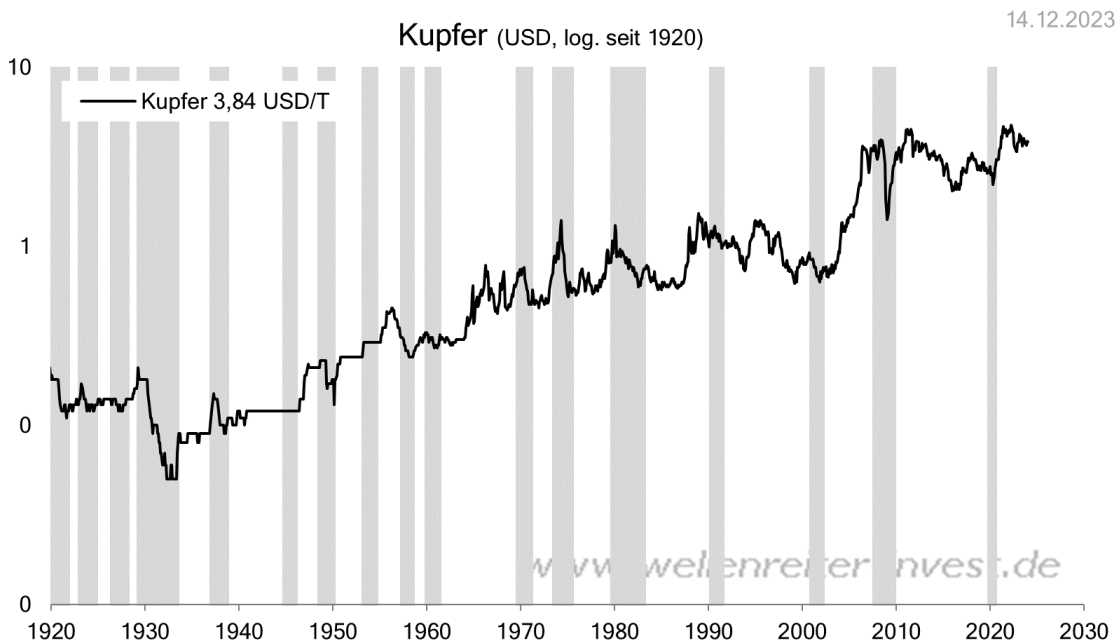


Abb. 3.2: Kupfer und Rezessionen

Den größten Preissprung innerhalb eines Mehrjahreszeitraums markierte Kupfer zwischen den Jahren 2003 und 2008. Grund waren die damaligen hohen Infrastruktur-Investitionen in China (Bau, Verkehr).

China verfügt über eine sich abschwächende Wachstumsperspektive. In den vergangenen 10 Jahren war China für zwei Drittel der zusätzlichen Öl-Konsums und ein Drittel des zusätzlichen Erdgas-Verbrauchs verantwortlich. Die internationale Energieagentur (IEA) geht in ihrem im Oktober 2023 publizierten Welt-Energie-Ausblick davon aus, dass die Nutzung fossiler Energien Mitte dieser Dekade ihren Hochpunkt überschreiten wird. Die Nachfrage nach Kohle wird als rückläufig beschrieben. Der Verbrauch von Erdöl und Erdgas verbleibt in etwa auf dem aktuellen Niveau.

Der Erdöl-Verbrauch soll über die kommenden 20 Jahre knapp oberhalb von 100 Mio. Barrel pro Tag stagnieren. Im Gegensatz dazu sieht die OPEC in ihrem eigenen Ausblick die Öl-Nachfrage bis zum Jahr 2030 auf 112 Mio. Barrel/Tag steigen. Dies sind fundamentale Unterschiede. Sollte die OPEC ihre Investitionen nach ihren Prognosen ausrichten, aber die benötigte Infrastruktur nicht abgerufen werden, dann würde versunkene Kosten mit entsprechenden Margen-Kürzungen entstehen.

Die Annahmen zum Wachstum Chinas unterscheiden sich fundamental und sind der Urheber unterschiedlicher Vorhersagen. Die OPEC rechnet mit Wachstumsraten Chinas zwischen 4 und 5 Prozent bis 2035, während die IEA das BIP-Wachstum China bereits im Jahr 2030 nur bei 3,3 Prozent sieht. Zudem nimmt die OPEC eine langsamere Adaption erneuerbarer Energien in China als die IEA an.

Die Investitionen in Erneuerbare Energien werden weiter zunehmen. Während die Preise für Solar- und Windkraft sowie für die Stromspeicherung in Batterien weiter fallen, bleibt der von Atomkraftwerken teuer und auf der Zeitschiene problematisch. Die IEA geht davon aus, dass die Kapazität von Solar-PV-Anlagen bis zum 2030 weltweit von aktuell 349 GW auf 498 GW steigen wird. Allein in Deutschland sind aktuell 80 GW installiert und bis zum Jahr 2030 werden 200 GW angestrebt. Die nukleare Kapazität wächst etwas, während der Bau von Gaskraftwerken nahezu stagniert. Kohlekraftwerke werden weniger ausgelastet, sodass netto trotz eines Zubaus in China weniger Strom durch Kohlekraftwerke erzeugt wird.

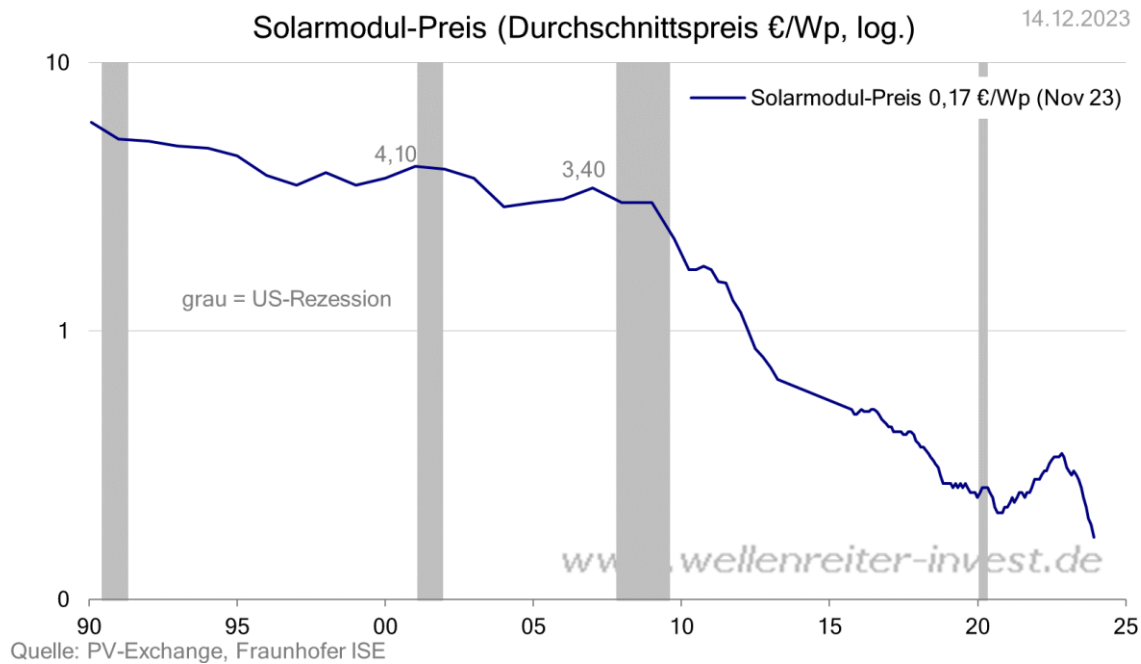
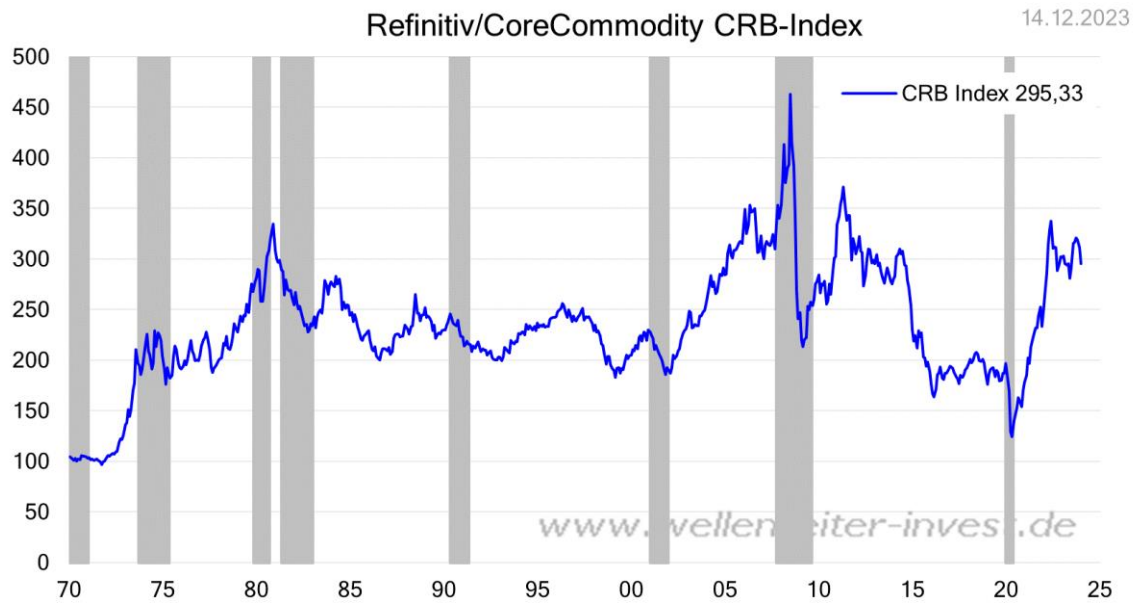


Abb. 3.3: Solarmodulpreis

Elektronische Produkte, Textilien, Spielzeug, Masken, Sportgeräte, Maschinen, Solarmodule, Autos und vieles anderes werden durch die Lernkurve der Massenproduktion preiswerter. Die deflationäre Phase der Zeit nach der Finanzkrise ist nicht zuletzt auf günstige Importpreise aus China und Asien zurückzuführen.

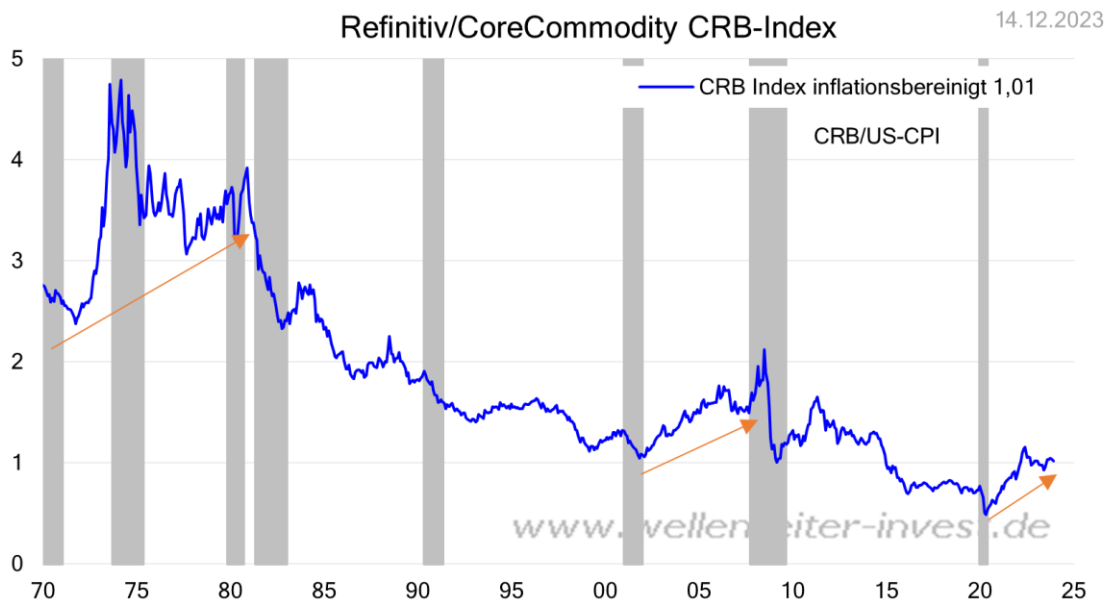
Der deflationäre Hang zeigt sich im CRB-Rohstoff-Index. Der CRB-Index ist der älteste Rohstoffindex, auf den Finanzprodukte emittiert werden (seit 1957). Er berücksichtigt 17 Rohstoffe. Der Index zeichnet sich durch eine Aufwärtsperiode von März 2020 bis März 2022 aus, nachdem er in der 2010er-Dekade deutlich fiel. Seit der zweiten Jahreshälfte 2022 befindet er sich in einer korrektiven Bewegung und hat am Ende des dritten Quartals 2023 ein niedrigeres zweites Hoch ausgebildet. Sollte die korrektive Bewegung in zwei Schüben (a-b-c) ablaufen, dann würde der CRB-Index zunächst ein neues Verlaufstief markieren, bevor er sich erholt. Eine komplexere Korrektur mit drei Bewegungstiefs, würde vor allem auch unter dem Faktor Zeit den Großteil des Jahres 2024 umfassen und die Rohstoffpreise unter Druck lassen.



Der Refinitiv/CoreCommodity CRB Index Total Return Index wird aus 19 Futures gebildet, die in vier Gruppen eingeteilt sind. Energie ist auf 33% gedeckelt. Die weiteren drei Gruppen sind Agrar, Metalle und Vieh.

Abb. 3.4: CRB-Index seit 1970

Der inflationsbereinigte Chart zeigt eine Underperformance der Rohstoffe in den vergangenen 50 Jahren.



Der Refinitiv/CoreCommodity CRB Index Total Return Index wird aus 19 Futures gebildet, die in vier Gruppen eingeteilt sind. Energie ist auf 33% gedeckelt. Die weiteren drei Gruppen sind Agrar, Metalle und Vieh.

Abb. 3.5: CRB-Index inflationsbereinigt

Seit dem Beginn der laufenden Dekade steigt der Index zwar stärker als die Inflationsrate. Der Trend ist allerdings nicht besonders deutlich. Inflationbereinigt notiert der CRB-Index nahe am Tiefpunkt der Finanzkrise von Anfang 2009. Handelsspanne für längere Zeit.

## Energie

### Übersicht

Kohle und US-Erdgas bleiben die preiswertesten Energieträger. Deshalb sind Anreize für eine Abkehr von Erdgas in den USA limitiert. Den Korridor zwischen der kostengünstigsten (US-Erdgas) und der teuersten fossilen Energie (Erdöl) haben wir grau markiert. In der Übersicht fossiler Energiepreise zeigen wir alle Preise in €Cent/kWh. In Klammern steht zusätzlich der Preis in der gewohnten Einheit.

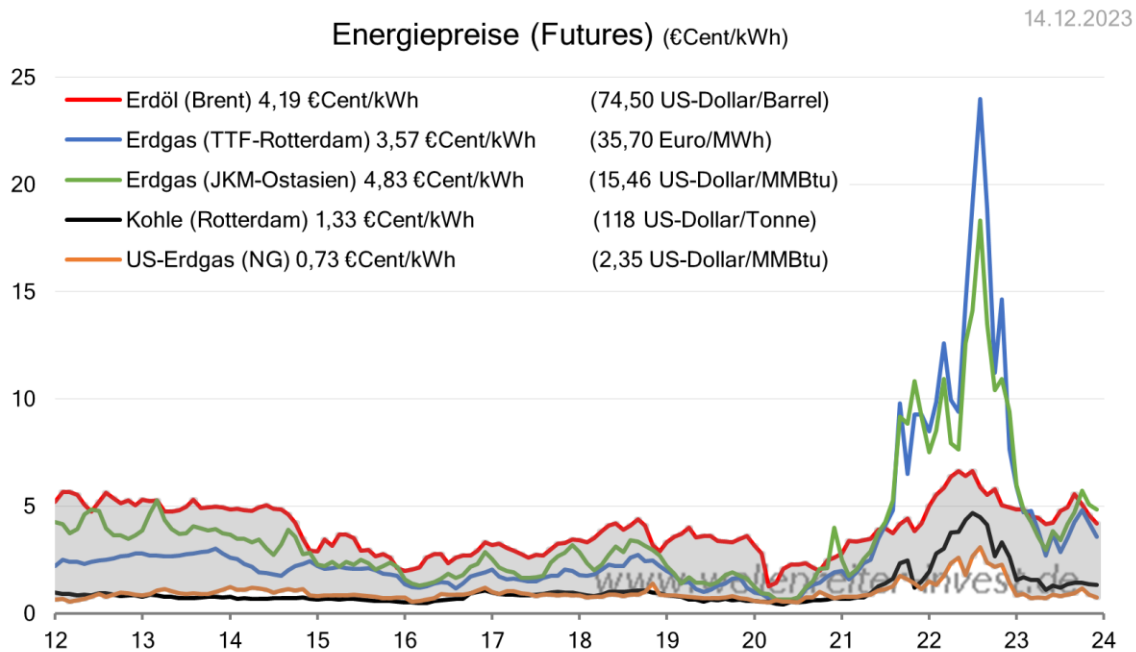


Abb. 3.6: Energiepreise in MMBtu

Die Preisspitze für europäisches und asiatisches Erdgas hat sich zurückgebildet. Für Europäer ist Erdgas etwa 4,5mal teurer als für US-Bürger. Vor zehn Jahren war europäisches Erdgas etwa 3mal teurer als US-Erdgas. Das Verhältnis ist zwar noch nicht auf dem alten Niveau, aber längst nicht mehr so außergewöhnlich wie 2021/2022.

### Erdöl

Der Trend eines steigenden globalen Erdölverbrauchs bleibt intakt. Die Erwartung der US-Energy Information Administration (EIA) für den globalen Ölkonsum 2024 entspricht 102,4 Mio. Barrel pro Tag, einem Anstieg von 1% gegenüber dem Vorjahr. Im Jahr 2023 wurden 100 Mio. Barrel täglich verbraucht.



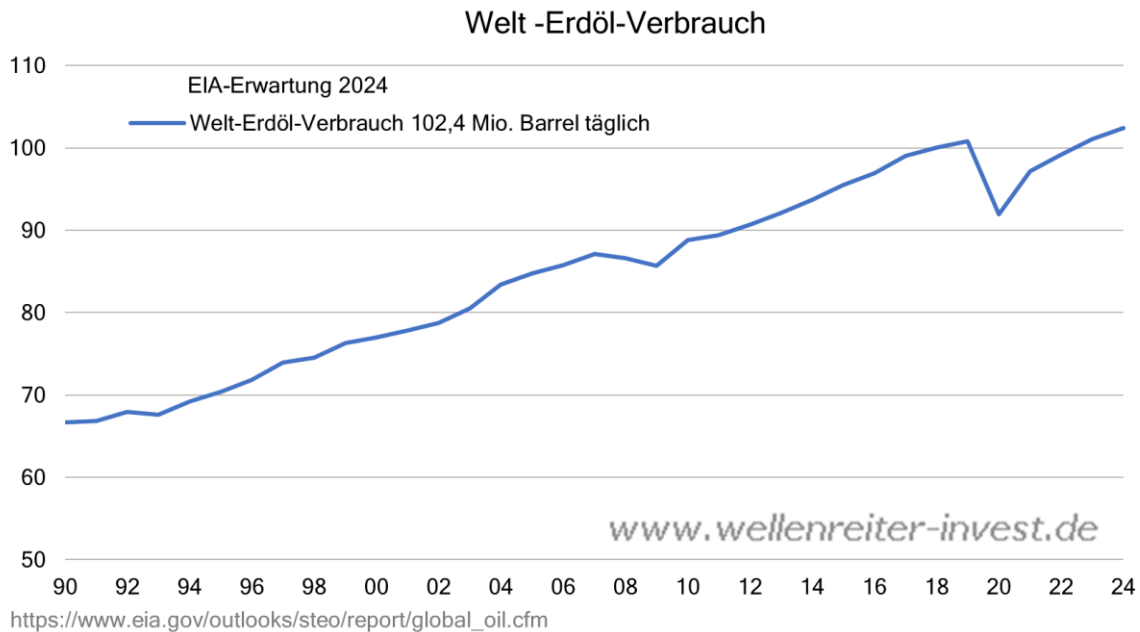


Abb. 3.7: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)

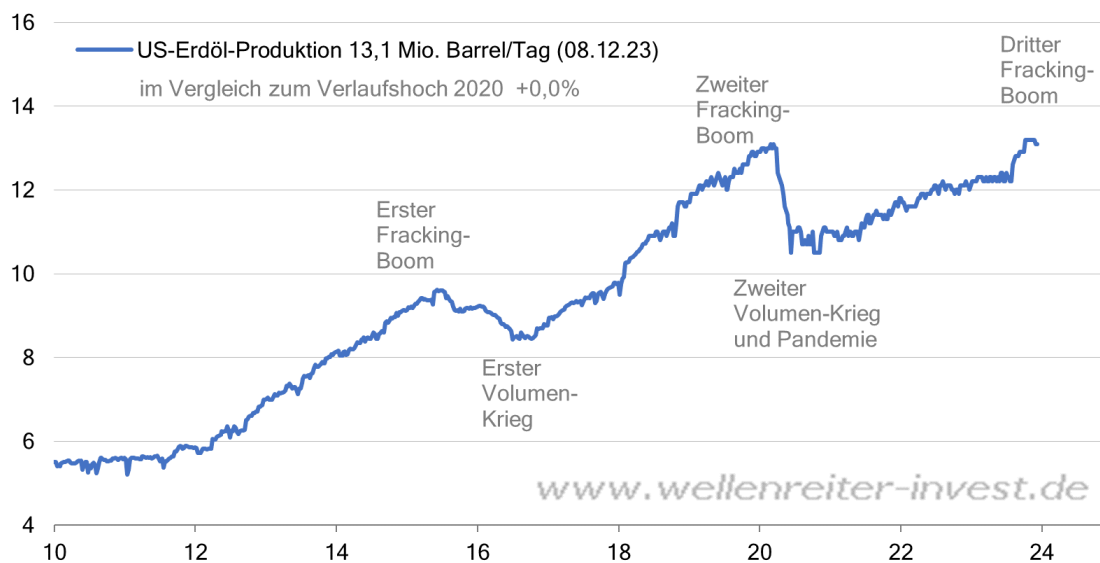
Morgan Stanley Research beschreibt die mögliche Öl-Produktionsausweitung von Nicht-OPEC-Staaten von 2023 bis 2027. Die US-Ölproduktion könnte um 1,4 Mio. Barrel/Tag, diejenige Brasiliens um 1 Mio. Barrel/Tag und diejenige Guyanas und Kanadas um jeweils etwa 0,5 Mio. Barrel/Tag zulegen. In Russland und Mexiko würde die Förderleistung hingegen rückläufig sein. Insgesamt könnten die Nicht-OPEC-Staaten (mit Brasilien) etwa 4 Mio. Barrel/Tag im Jahr 2027 beitragen. Sollte also der Welt-Erdölverbrauch im Jahr 2027 nicht mehr als 107 Mio. Barrel/Tag betragen, könnte dieses Volumen aus dem Raum der Nicht-OPEC-Staaten plus Brasilien abgedeckt werden, ohne dass Saudi-Arabien die Produktion erhöhen würde.

Brasilien wird ab Anfang 2024 Mitglied der OPEC+-Länder. Damit möchte die OPEC+ Einfluss ihren Einfluss auf die Ölpreisentwicklung ausbauen. Bis dato ist Brasilien nicht bereit, sich bei den Fördermengen zu begrenzen. Für die Entwicklung der Gruppe wird es wichtig werden, ob Brasilien einen eigenen Weg bei den Fördermengen gehen wird oder ob sie auf den Kurs Saudi-Arabiens einschwenken. Die OPEC versucht, ihren Marktanteil auszubauen, um einen größeren Einfluss auf die Preisentwicklung nehmen zu können.

Die US-Ölproduktion beläuft sich auf 13,1 Mio. Barrel/Tag. Die USA sind der größte Ölproduzent der Welt. Der dritte Fracking-Boom läuft. Die fortschreitende technologische Entwicklung erlaubt immer komplexere Bohrungen, die wiederum die Effektivität des Ausquetsches von Lagerstätten erhöhen.

## US-Erdöl-Produktion (wöchentlich, Mio. Barrel pro Tag)

17.12.2023



Quelle: EIA wöchentliche Daten (ohne Natural Gas Liquids)

Abb. 3.8: US-Erdöl-Produktion

Wir gehen davon aus, dass auch dieser Boom nicht mangels Masse abbricht. Auch hier dürfte eher ein Preiskrieg dafür verantwortlich sein, der sich im Rahmen einer Rezession verstärken könnte. Das Frühjahr 2016 (erster Volumen-Krieg) sah Preise unter 30 Dollar. Im Frühjahr 2020 wurde ein negativer Ölpreis verzeichnet, als Saudi-Arabien die Produktion erhöhte, um die Förderdisziplin der Mitgliedsländer und hier vor allem von Russland zu erhöhen.

Ein dritter Volumen-Krieg (Ölhahn wird ohne Rücksicht auf Verluste aufgedreht) dürfte den Preis abermals deutlich drücken. Zwischen Russland und Saudi-Arabien kann in Bezug auf die Förderdisziplin ein Konflikt ausbrechen, da Russlands Aufwendungen für das Militär weiter ansteigen und im kommenden Jahr die Rüstungsausgaben in Abhängigkeit zum BIP auf rund 30 Prozent ansteigen dürften. Da die Kriegsmaschinerie finanziert werden muss, ist Russland von möglichst hohen Einnahmen abhängig und hat nur ein geringes Interesse an einer sinkenden Produktion. Das Risiko eines Konflikts innerhalb der OPEC mit preisdrückenden Folgen erscheint im kommenden Jahr größer als kriegerische Einflüsse von außerhalb, die den Ölpreis beflügeln.

Etwa 25 Mio. Barrel Öl täglich werden für PKWs gefördert, LKWs benötigen etwa 15 Mio. Barrel Öl pro Tag. Demnach wird etwa 40% der Ölproduktion im landgebundenen Transport verbraucht. Für Schiffe und Flugzeuge wird täglich je 5 Mio. Barrel Öl produziert. Etwa 3% der weltweiten PKW-Flotte sind aktuell E-Autos. Dies sollte eine Reduktion um 0,1 bis 0,2 Mio. Barrel/Tag ausmachen. Dieser Faktor wird perspektivisch stärker werden. Im Bereich ab 5% sollte die Auswirkung auf die Ölnachfrage statistisch relevant werden und die Ölnachfrage zu reduzieren beginnen.

Die US-Energiebehörde EIA sieht die weltweite Ölproduktion ab dem zweiten Quartal 2024 oberhalb des Verbrauchs.

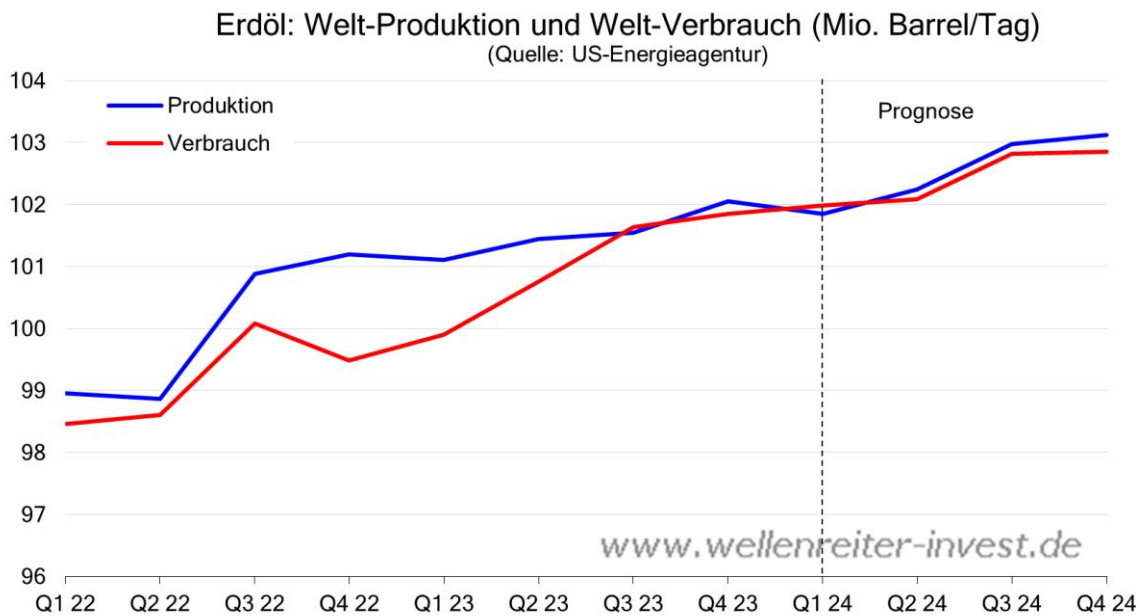


Abb. 3.9: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch

In der Vergangenheit wirkte sich ein Nachfrageüberhang positiv auf die Ölpreisentwicklung aus, ein Angebotsüberhang negativ. Der Ölpreis könnte somit im ersten Quartal nur eine kurze Phase der Erholung sehen, bevor er wieder unter Druck gerät.

Der Angebotsüberhang soll nur gering sein. Allerdings würde die Nachfrage im Rahmen einer Rezession fallen und damit auch der Angebotsüberhang stärker ausfallen. Hingegen würde bei einem Anziehen der Konjunktur rasch ein Defizit entstehen können, das die Preise beflügelt.

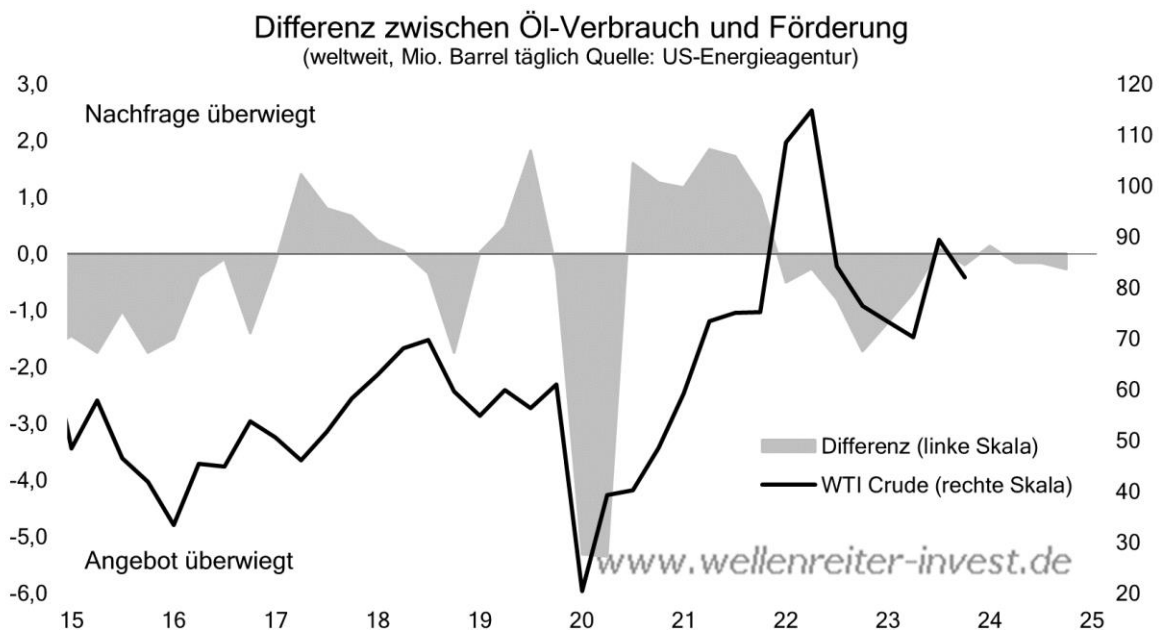


Abb. 3.10: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und -Förderung und Ölpreis

Das Wetterphänomen La Nina sorgt häufig für kalte US-Winter und lässt den Öl- und Erdgasverbrauch steigen. Umgekehrt fällt der Ölpreis in einer starken EL Nino-Phase (warme US-Winter). Die aktuelle El Nino-Phase erreicht zum Jahreswechsel ihre größte Ausdehnung. Im Verlauf des ersten Halbjahres 2024 dürfte der Index zügig in den neutralen Bereich (-0,5 bis +0,5, graues Feld) übergehen.

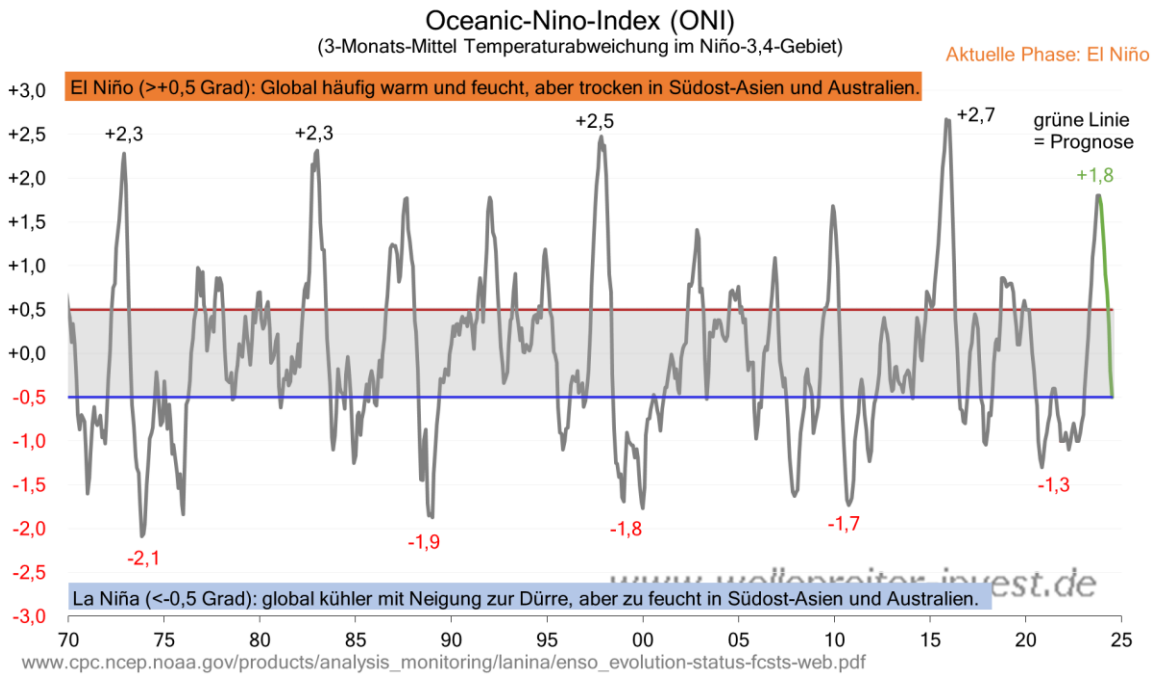


Abb. 3.11: ONI-Index

El Nino sorgt üblicherweise für wärmere Winter in den USA, der Ölverbrauch ist reduziert. Entsprechend stützt die These, dass der Winter 2023/24 mild verläuft.

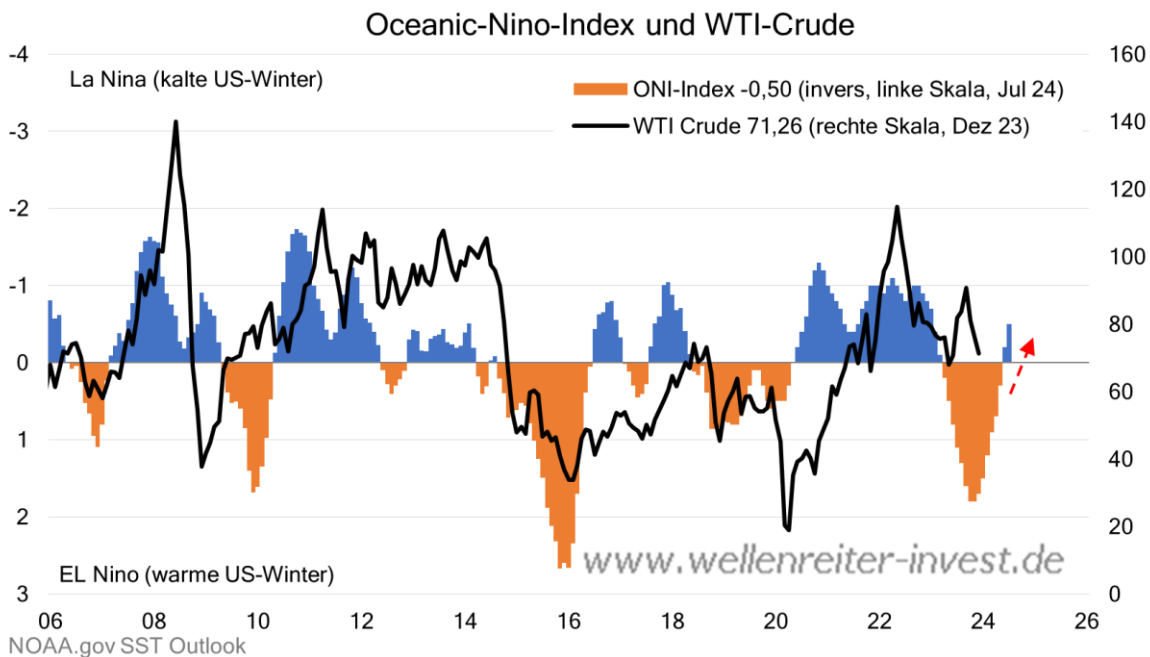
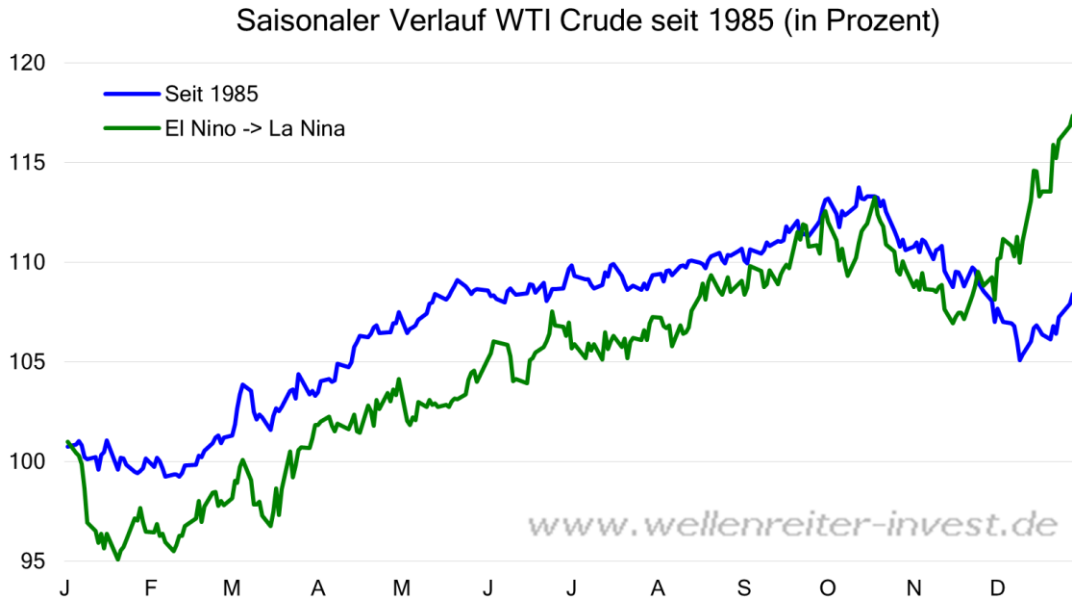


Abb. 3.12: ONI-Index und WTI-Crude

Es ist nicht sicher, ob im Jahr 2024 ein Übergang von El Nino zurück zu La Nina oder zunächst nur in den neutralen Bereich erfolgen wird. Sollte sich ein La Nina abzeichnen, würde dies den Ölpreis unterstützen. Wir zeigen nachfolgend den saisonalen Verlauf von WTI Crude in den Jahren, in denen ein Übergang von El Nino zu La Nina stattfand. Der Ölpreis würde im Dezember 2024 überdurchschnittlich steigen.



El Nino -> La Nina 1988, 1992, 1995, 1998, 2002, 2005, 2007, 2010, 2016, 2020  
 Abb. 3.13: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)

Am US-Terminmarkt hatte das Open Interest ein niedrigeres Hoch ausgebildet. Diese Divergenz hatte das Ende des Ölpreisanstiegs angekündigt. Eine Umkehr ist nicht erkennbar. Das fallende Open Interest begünstigt einen fallenden Ölpreis.

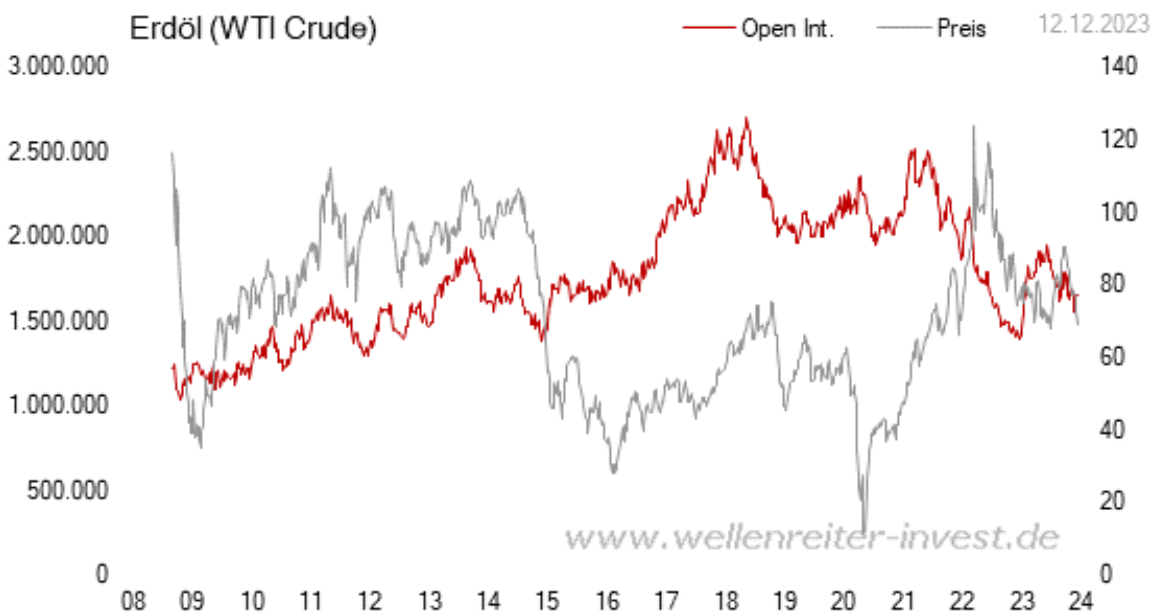


Abb. 3.14: WTI Crude Open Interest

Die Spekulation in Erdöl ist mittlerweile niedrig. Marginal niedriger war sie zuletzt im ersten Quartal 2016 und im Frühjahr 2023, als sich Preistiefs bildeten. Die geringe Spekulation spricht für eine Bodenbildungsphase.

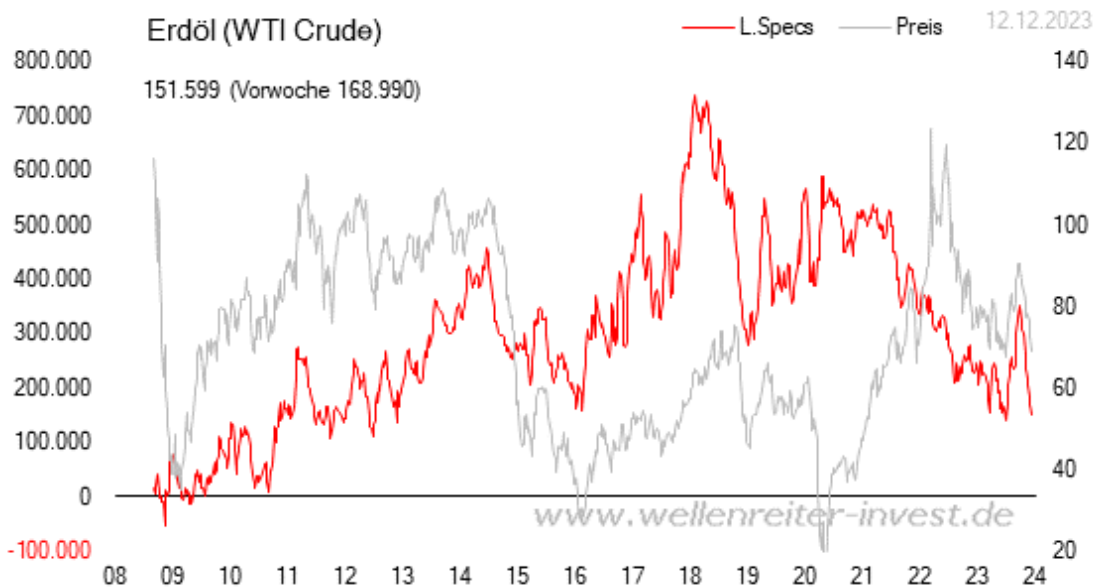


Abb. 3.15: WTI Crude Open Interest

Fallende Renditen und ein fallender Ölpreis gehen häufig Hand in Hand. Das Ölpreishoch im Juni 2022 lief dem Renditehoch im Oktober 2022 voraus. Es ist vorstellbar, dass die Renditen zu steigen beginnen, wenn der Ölpreis im Januar/Februar ein saisonales Tief erreicht.

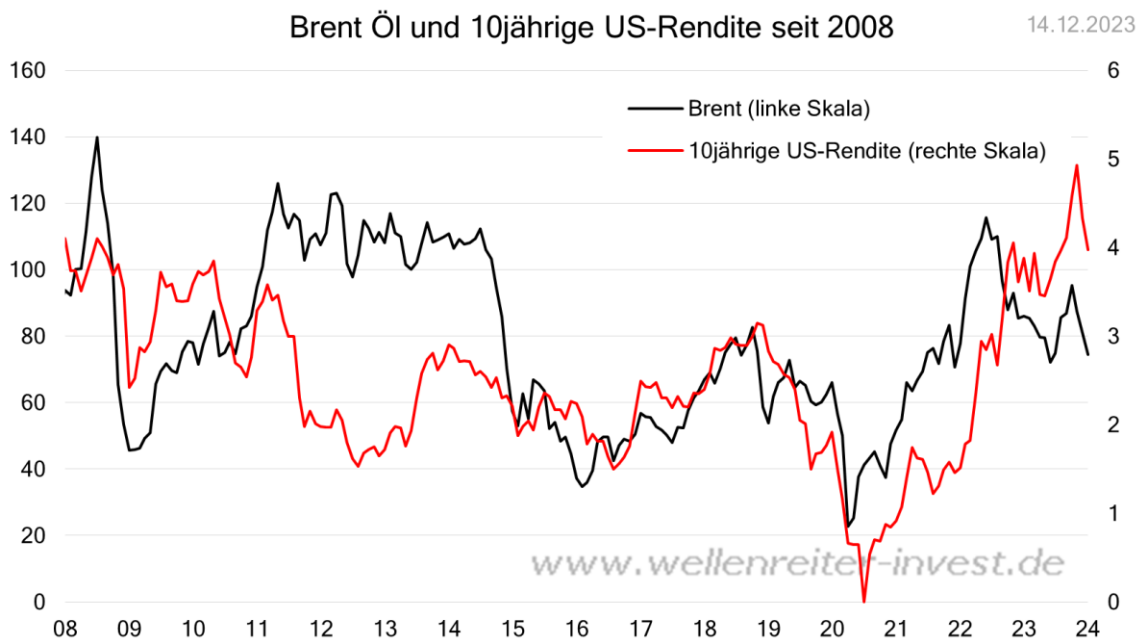


Abb. 3.16: WTI Crude und 10jährige US-Rendite

Der April-23-Kontrakt notiert auf einem höheren Niveau als der Januar-23-Kontrakt. Er herrscht Contango (=Angebotsüberhang).

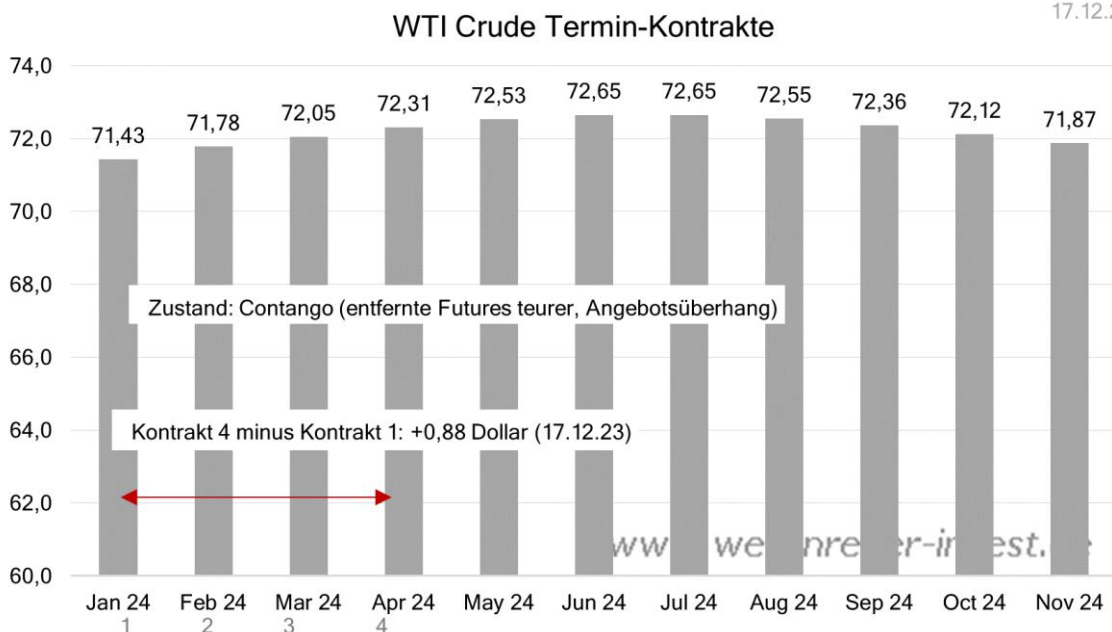


Abb. 3.17: WTI Crude Terminkontrakte

Seit dem Jahr 2021 herrschte nahezu durchgängig Backwardation, dies war ein außergewöhnlich langer Zeitraum. Die Backwardation erreichte mit -13,0 Anfang März 2022 und -6,3 im Oktober 2023 ihre größten Ausdehnungen und bezeichnen entsprechende Verlaufshochs von WTI Crude. (130 und 95 US-Dollar). Umgekehrt entstehen Preistiefs, wenn das Contango ein Maximum erzielt, gut zu sehen im Frühjahr 2020.

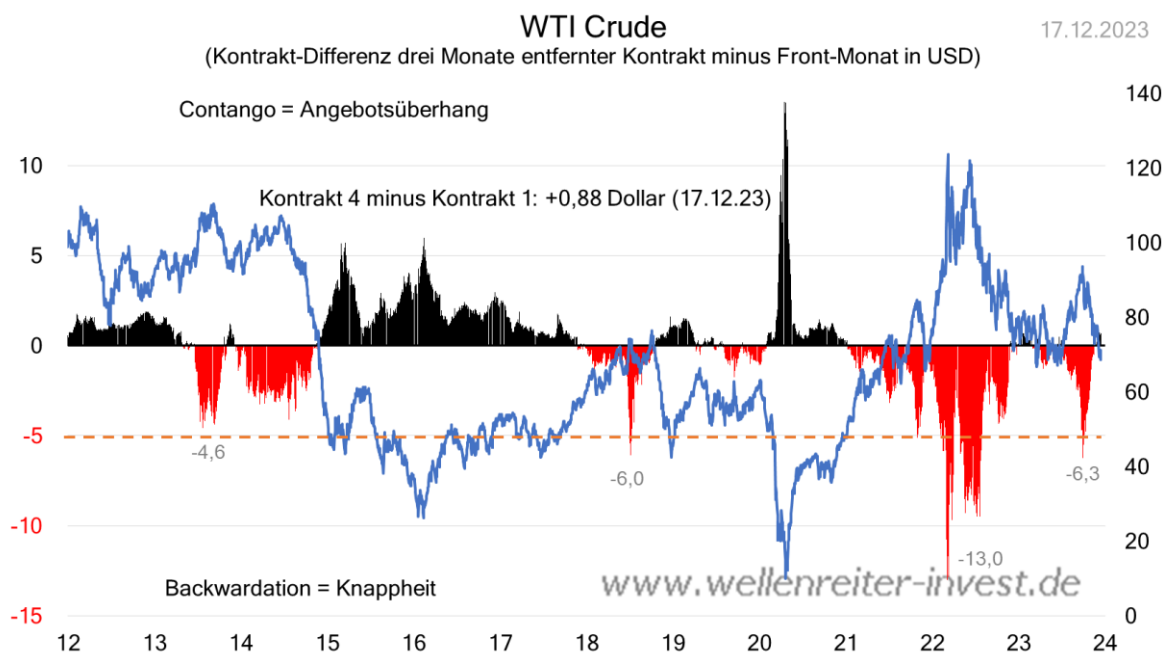


Abb. 3.18: WTI Crude Kontraktdifferenz

Da die US-Regierung ihre strategische Ölreserve auffüllen möchte, wenn WTI Crude die 70-Dollar-Marke erreicht, bildet diese Marke einen „US-Regierungs-Put“. Die Hälfte der US-Öl-Reserve von ursprünglich 700 Mio. Barrel wurde auf den Markt geworfen. Aktuell sind noch 352 Mio. Barrel eingelagert.



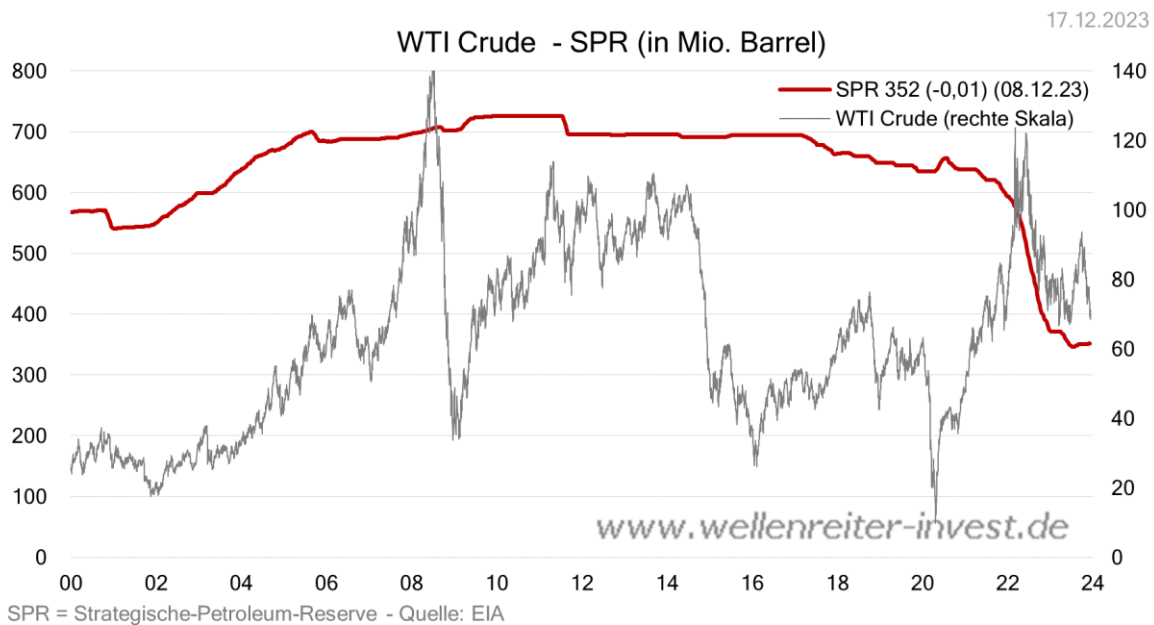


Abb. 3.19: WTI Crude Strategische Öl-Reserve

Das Wiederauffüllen der Reserve sollte dazu führen, dass der Preis kaum unter die 60 bis 70-Dollar-Marke fällt. Die USA würden als zusätzlicher Nachfrager auf den Markt kommen. Eine Verbesserung der konjunkturellen Situation Chinas würde den Ölpreis unterstützen.

Der folgende Chart zeigt, dass der Preis für WTI Crude in Rezessionen tendenziell fällt. Ausnahmen waren die Rezession 1973/74 sowie die Rezession von 1990. Diese wurden durch abrupte Ölpreisanstiege ausgelöst. Im Rahmen eines wirtschaftlichen Abschwungs würde auch der Ölpreis fallen. Zu erkennen ist aber auch, dass der Ölpreis im letzten Drittel einer Rezession häufig bereits wieder ansteigt. Die „Industrie-Rezession“ dürfte ein Faktor sein, warum der Ölpreis in diesem Jahr unter Druck stand.

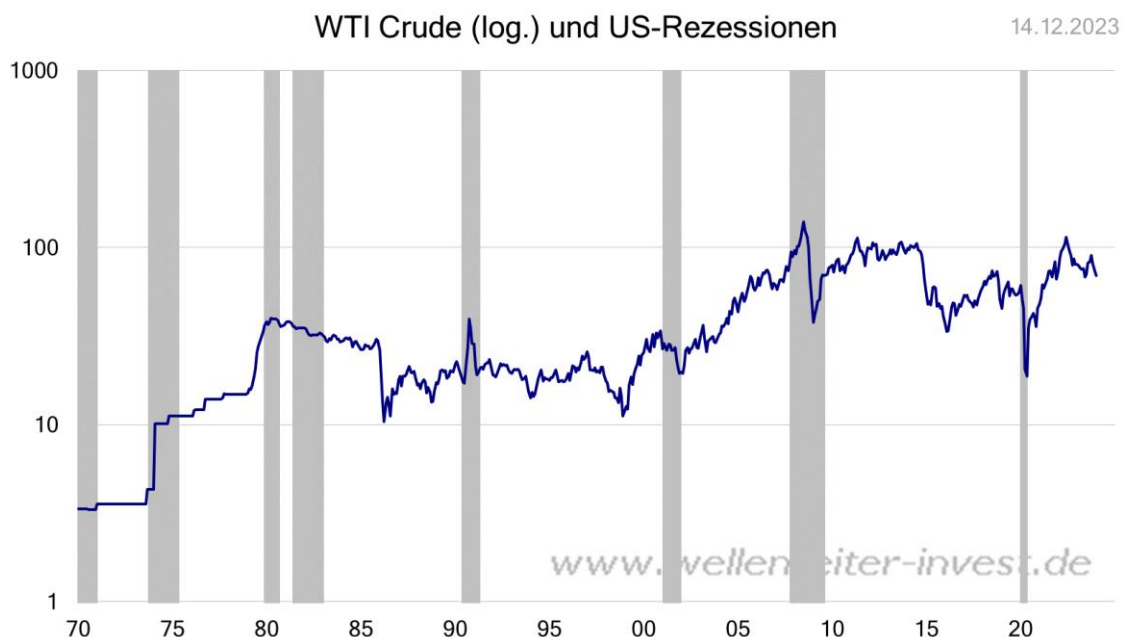


Abb. 3.20: WTI Crude und Rezessionen



Der Ölpreis der Sorte WTI Crude bildete im Jahr 2022 ein Doppelhoch und im Jahr 2023 ein sekundäres Hoch aus. Auf der Unterseite finden sich langjährige gleitende Durchschnitte im Bereich von 70 (4-Jahres-GD) und 62 (8-Jahres-GD) US-Dollar.

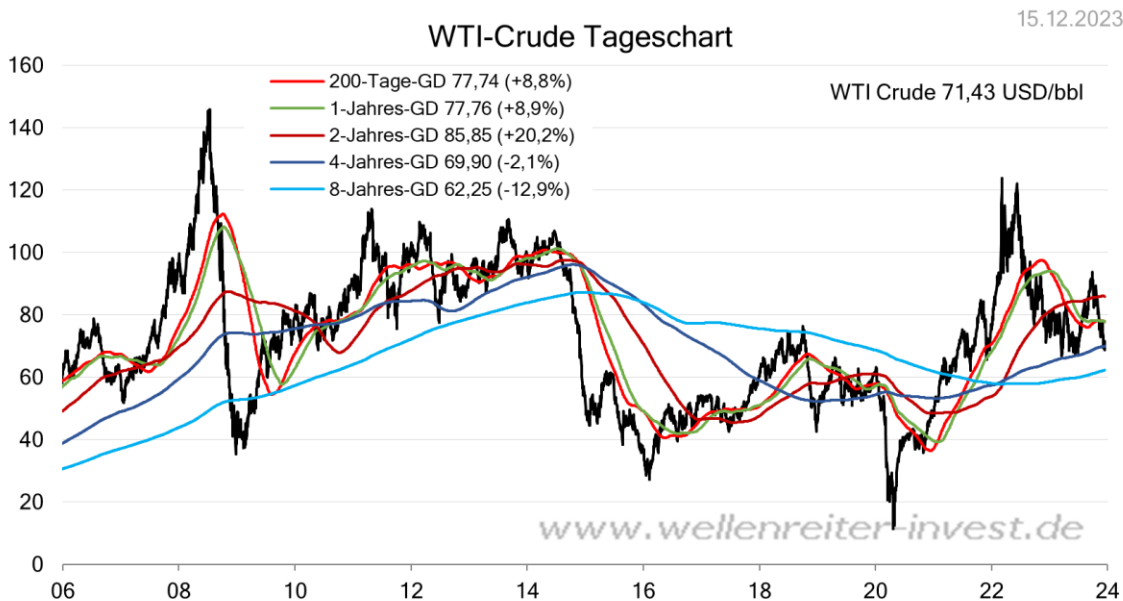


Abb. 3.21: WTI Crude Tageschart

Das Wetterphänomen El Nino begleitete die Weltwirtschaft im Jahr 2023. Der Ölpreis gerät in einer solchen Konstellation, in der eine zusätzliche Erwärmung stattfindet, häufig unter Druck, die Inflationsraten fallen. In den kommenden Monaten verschwindet der El Nino von der Bildfläche und macht zunächst einer neutralen Situation Platz.

Der Wille der USA, das Wiederauffüllen der strategischen Reserve durchzuführen, stützt den Ölpreis und spricht für einen Preisboden im Bereich des Jahrestiefs 2023. Nur im Rahmen eines Preiskrieges und/oder einer stärkeren Rezession könnten Preise im Bereich von 40 Dollar für kurze Zeit angelaufen werden. Dies würde eine Kaufgelegenheit bedeuten, zumal eine Aussicht auf die Entwicklung einer Kaltphase (La Nina) für den Winter 2024/25 besteht. Der Ölpreis sollte im Januar/Februar ein erstes Verlaufstief ausbilden. Ohne eine Rezession und einen neuen Volumen-Krieg der OPEC erscheint ein Verharren des Ölpreises in seiner Handelsspanne von 2024 wahrscheinlich. Insbesondere bei einem kälteren Winter 2024/25 könnte der Ölpreis im vierten Quartal auf der Oberseite überraschen.

### **Erdgas**

Weltweit können pro Jahr 478 Mio. Tonnen Erdgas verflüssigt und verschifft werden (Stand: Ende 2022). Die höchsten Export-Kapazitäten haben die USA (88,1 Mio. Tonnen jährlich), Australien (87,6 Mio.) und Katar (77,1 Mio.). Russland, Malaysia, Indonesien, Algerien und Oman sind weitere größere LNG-Exporteure.

Der Ausbau der Flüssiggas-Kapazitäten wird sich insbesondere in den Jahren 2025/26 fortsetzen. Für das Jahr 2023 wurde nur ein geringer Zuwachs auf 481 Mio. Tonnen erwartet. Im Jahr 2024 dürfte die Kapazität auf 515 Mio., im Jahr 2025 auf 550 Mio. und im Jahr 2026 auf 600 Mio. Tonnen steigen - dank großer Projekte in den USA und Katar. Ende 2026 dürfte die weltweite LNG-Kapazität etwa 600 Mio. Tonnen/Jahr betragen, ein Anstieg von 25% gegenüber dem Jahr 2022. Katar wird seine Kapazität dann um 50% ausgebaut haben. Die US-Kapazität wird sich zwischen Mitte 2024 und Anfang 2026 um etwa 30% erhöhen. Fünf US-LNG-Standorte sind aktuell im Bau, dazu drei in Mexiko und zwei in Kanada. Die Eröffnung des Golden Pass Terminals in Texas verschiebt sich von der 2. Jahreshälfte 2024 in die 1. Jahreshälfte 2025.

Die deutsche Industrie verbraucht 20 Prozent weniger Erdgas als zu Zeiten russischer Pipeline-Lieferungen. Ein Minderverbrauch von 20 Prozent entspricht 15 Mio. Tonnen weniger Gas, was wiederum etwa 40 Prozent der früher von Russland gelieferten Menge entspricht. Abgesänge auf die deutsche Wirtschaft („Deindustrialisierung“) sind dennoch unangebracht, weil die Einsparungen in erster Linie das Resultat höherer Preise sind. Allenfalls zu einem kleinen Teil sind sie auf ein geringeres Produktionsvolumen zurückzuführen.

Die Marktteilnehmer handeln den europäischen TTF-Erdgas-Future (Januar 2024) bei 38,60 Euro/MWh. Bis auf den Winter 24/25 mit knapp 45 Euro/MWh ist die Preistendenz in den kommenden Jahren abnehmend. Für Mitte 2028 können sich Energieunternehmen Erdgas für 25 Euro/MWh an der Börse sichern.

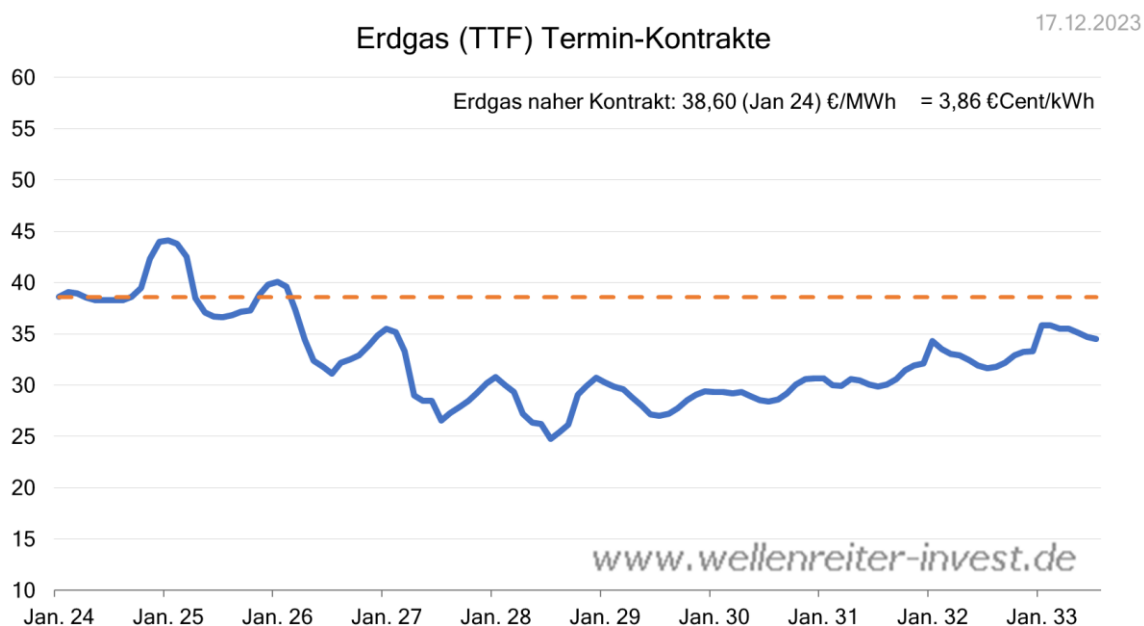


Abb. 3.22: Erdgas Rotterdam TTF

Der TTF-Future bildete im August 2022 eine Spitze aus. Seither nähert sich der Erdgaspreis der im Zeitraum vor 2021 üblichen Spanne von 10 bis 30 Euro/MWh an. Die aktuellen Neukundenpreise von 8,5 Cent/kWh für Endverbraucher könnten damit noch etwas sinken, möglicherweise auf 7 bis 8 Cent/kWh.

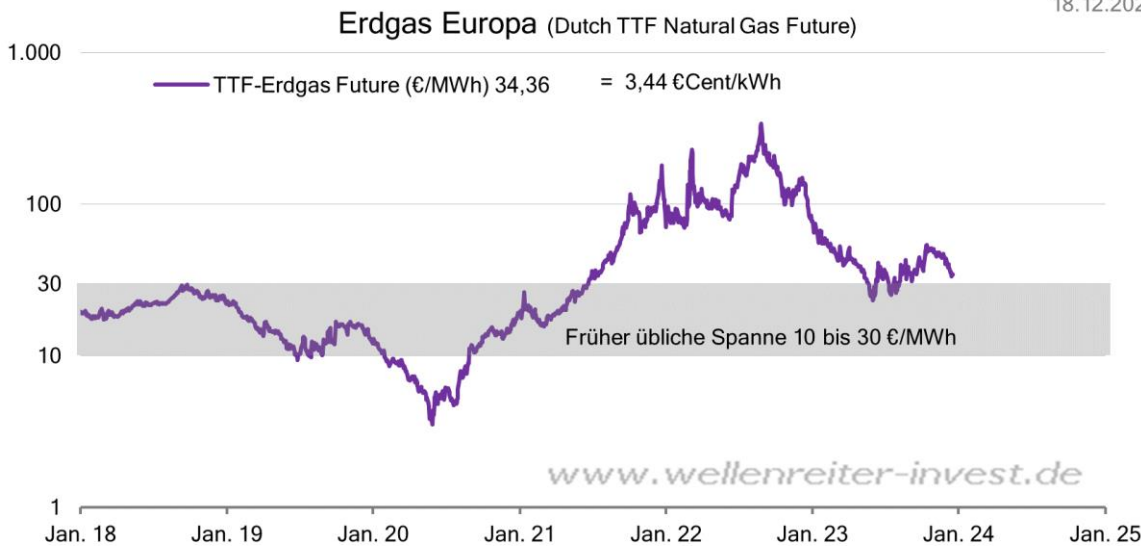


Abb. 3.23: Erdgas Rotterdam TTF und Spot-Preis

Je stärker längerfristig abgeschlossene Verträge in den Vordergrund rücken, desto weniger sollten die Preise schwanken. Sollte der Ölpreis weiter fallen, besteht für an den Ölpreis gebundene Langfristkontrakte, die zwischen den arabischen Ländern und China/Indien ausgehandelt werden, die Gefahr von Einnahmeverlusten für Katar & Co. China und Indien würden sich hingegen über preiswertes Erdgas freuen können.

Der Preis für US-Erdgas dürfte sich weiterhin Bereich von 2 bis 4 US-Dollar/MMBtu bewegen und damit deutlich preiswerter als in Europa und Asien bleiben.

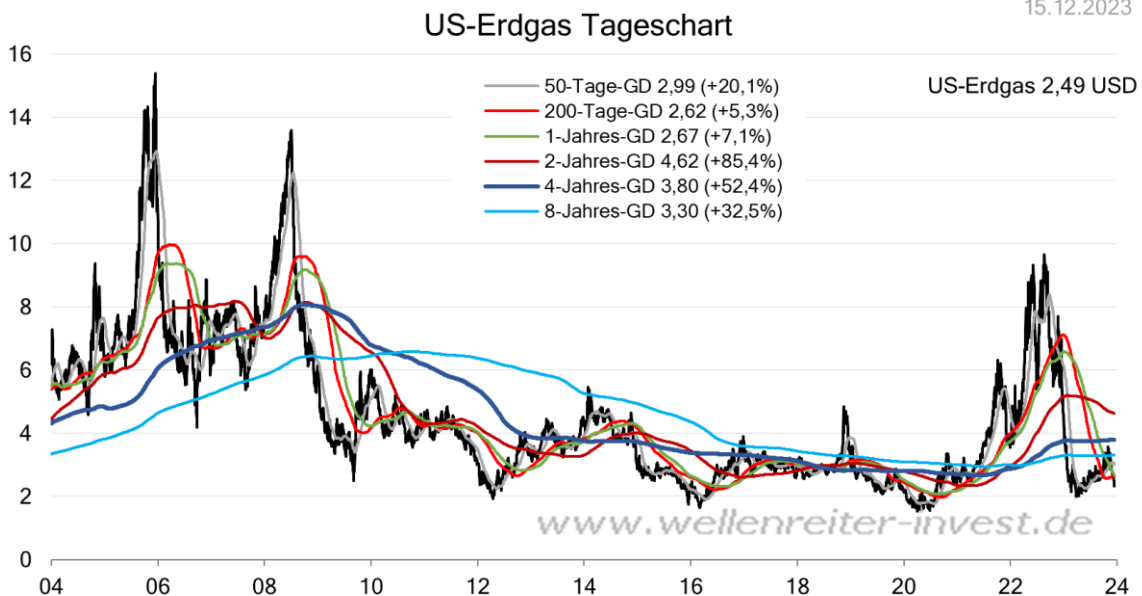


Abb. 3.24: US-Erdgas

Wir gehen davon aus, dass der Erdgaspreis in Europa und Asien mit der Eröffnung neuer LNG-Terminals mittelfristig weiter fallen wird. Wir nehmen an, dass das Erreichen der früher üblichen Spanne von 10 bis 30 Euro/MWh im oberen Bereich nicht unrealistisch ist. Die Marke von 23 Euro/MWh ist eine Unterstützung. Ein kleiner Wertstropfen besteht insofern, weil das Golden Pass Terminal nicht rechtzeitig zur Wintersaison 24/25 zur Verfügung stehen wird.

## Metalle

### Übersicht

Der Eisenerzpreis befindet sich in einem Aufwärtstrend. Eisenerz ist die Grundlage der Stahlproduktion. China produziert mehr als die Hälfte des weltweiten Stahls, derzeit aber mit schwachen Margen. In diesem Jahr wurde der jährliche Produktionsdeckel offenbar seitens der Regierung ausgesetzt, um das Wirtschaftswachstum hochzuhalten. Da aufgrund der Immobilienkrise eigene Bauprojekte in einem geringen Maße durchgeführt werden, wird der Weltmarkt zu niedrigen Preisen mit Stahl geflutet. Rekordmengen werden exportiert.

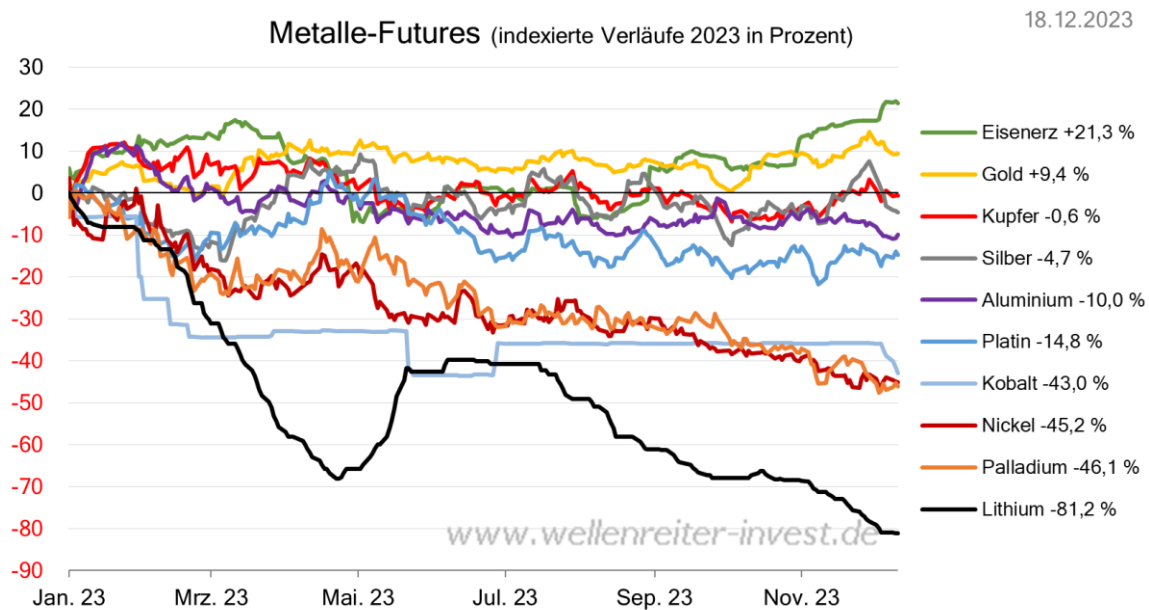


Abb. 3.25: Metalle-Futures

Auf der anderen Seite des Spektrums sind die Preise für Kobalt, Nickel, Palladium und besonders für Lithium deutlich gefallen.

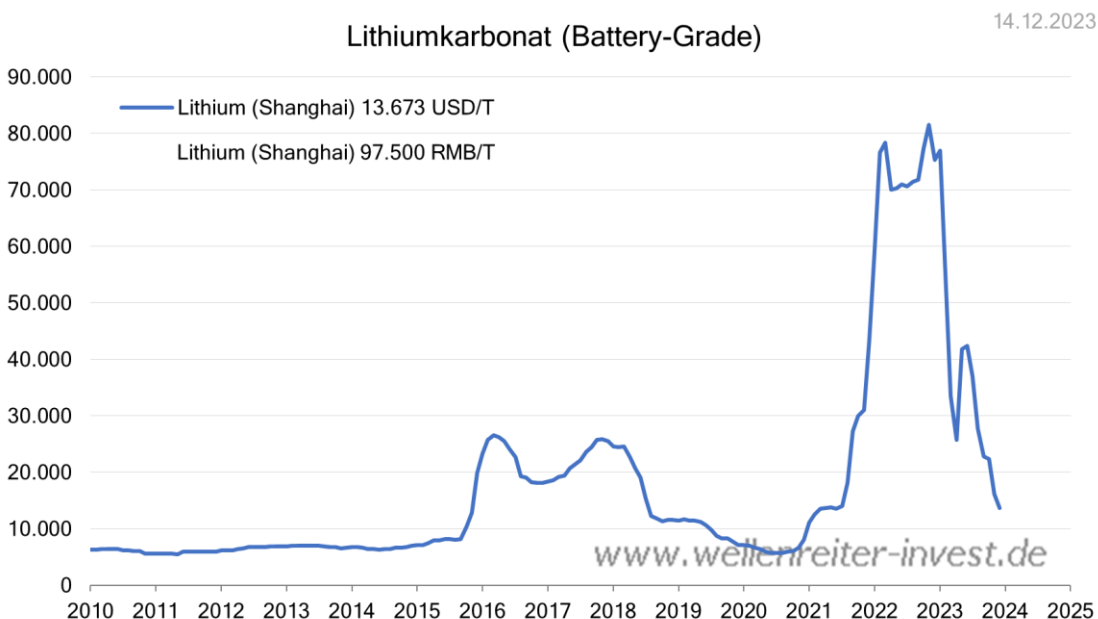


Abb. 3.26: Lithiumkarbonat

Die Industrie-Rohstoffe zeigen sich in der Summe absolut und relativ schwach und reflektieren die „Industrie-Rezession“ in den USA, Europa und die schwächere Entwicklung in China.

Unternehmen aus der Autoindustrie haben jetzt die Möglichkeit, sich Lithium zu Preisen zu sichern, die niedriger sind als in den Jahren 2016 bis 2018. Damit kommt die Industrie ihrem Wunschziel näher, die Kosten für die Produktion von Elektroautos auf das Niveau von Verbrennerautos zu drücken oder es zu unterschreiten. Möglicherweise wird der Lithium-Ionen-Akku in einigen Jahren Konkurrenz durch den Natrium-Ionen-Akku erhalten. BYD plant dessen Einsatz in Kleinwagen, auch Northvolt und CATL treiben die Entwicklung voran. Natrium ist ein günstiges und hochverfügbares Metall. Batteriekosten würden gesenkt, Nachteile wie die Kälteempfindlichkeit reduziert werden.

### Gold

Innerhalb des Sektors der Metalle hat der Goldpreis im Jahr 2023 relative Stärke gezeigt. Charttechnisch hat Gold einen Fehlausbruch über die Marke von 2.100 Dollar produziert. Solche Fehlausbrüche stehen zunächst für das Ende einer Aufwärtsbewegung.



Abb. 3.27: Gold

Der Goldminenindex HUI hat eine signifikante negative Divergenz gegenüber dem Goldpreis gebildet und deutet keinen Ausbruch auf nachhaltig neue Rekordkurse an.

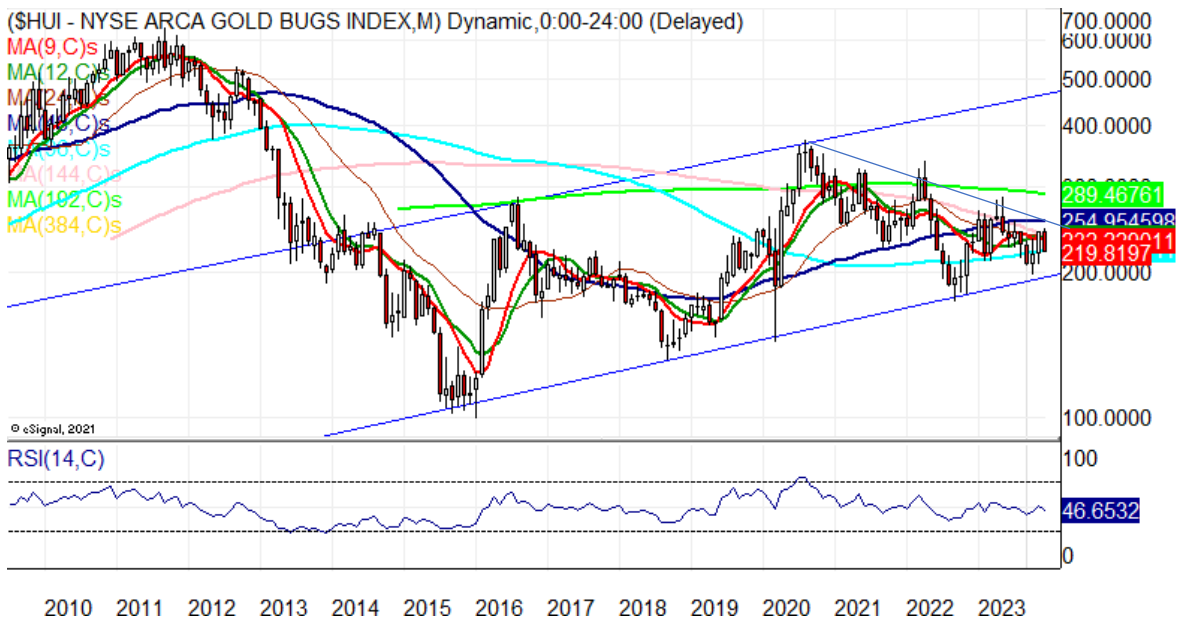


Abb. 3.28: Goldminenindex HUI

Wahljahre sind durchschnittliche Jahre für den Goldpreis. Signifikant ist ein Preishoch im Februar.

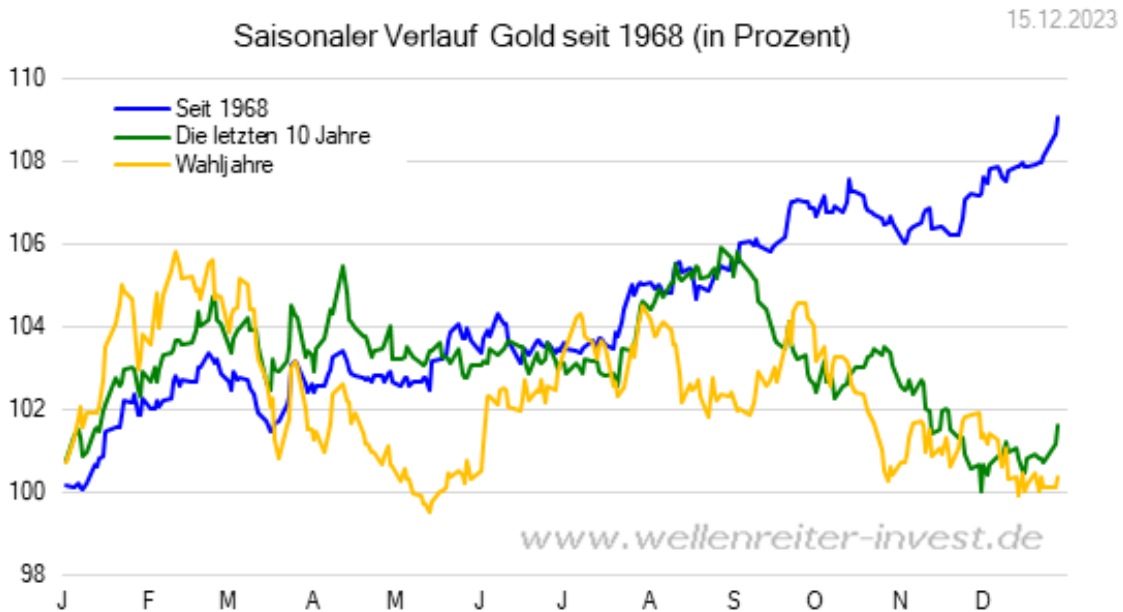


Abb. 3.29: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)

Das Gold-Open Interest verläuft in einer Handelsspanne auf einem relativ niedrigen Niveau. Ein Anstieg des Open-Interest wäre positiv für den Goldpreis.

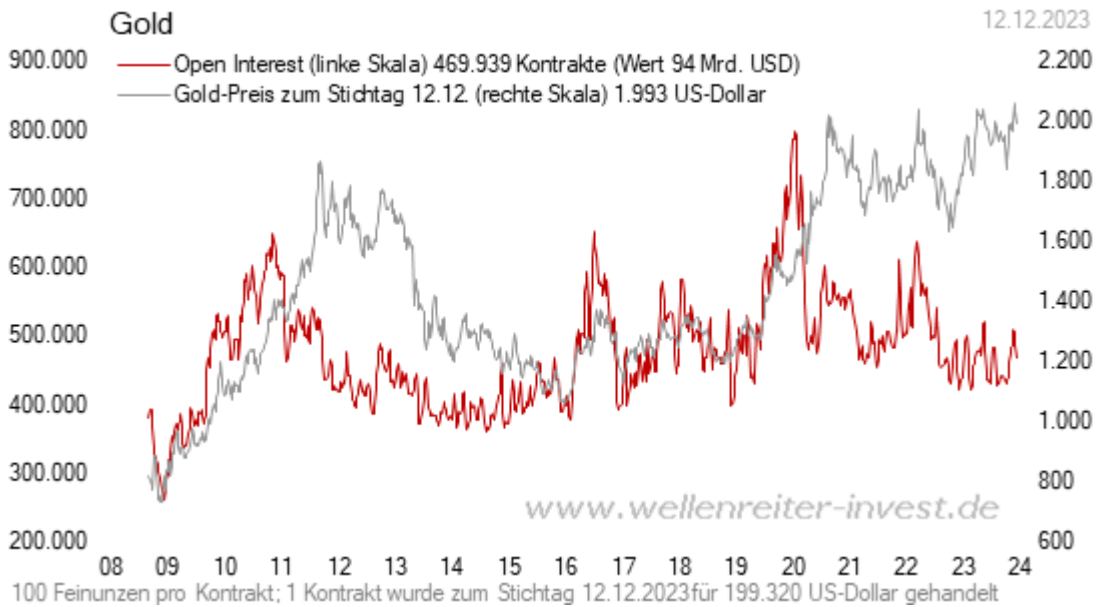


Abb. 3.30: Gold Open Interest

Am US-Terminmarkt notiert die Spekulation auf einem mittleren Niveau. Dies sieht aus deshalb positiv aus, weil die Spekulation bei einem geringen Preisrückgang deutlich zurückkam.

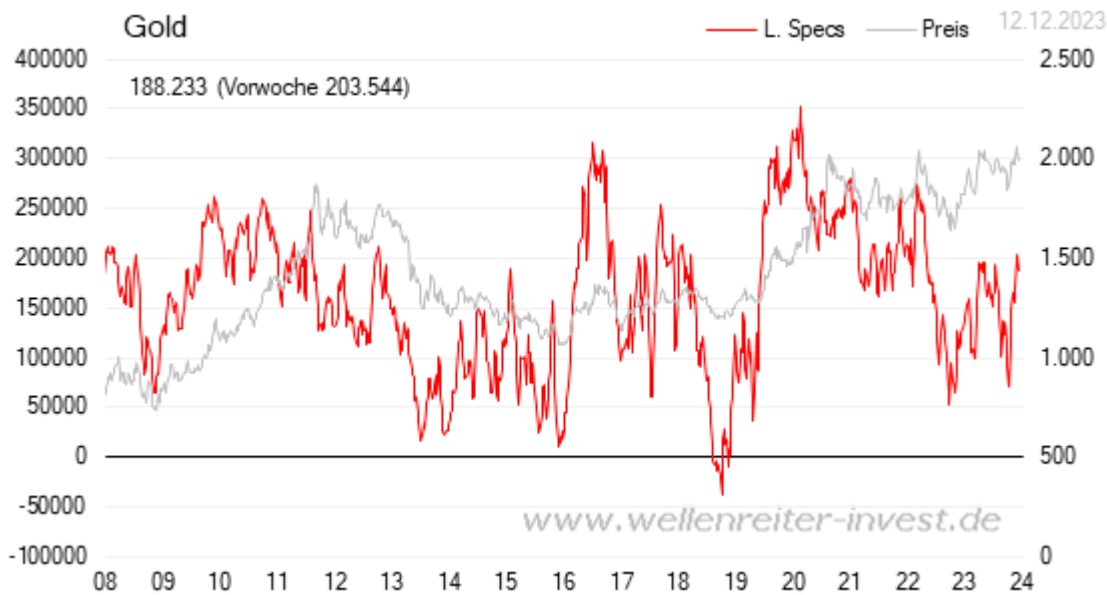


Abb. 3.31: Gold Großspekulanten

Gold kann seinen Wert in einem Umfeld fallender oder negativer Realzinsen steigern. Der „Worst Case“ sind eine steigende Rendite und eine fallende Inflationsrate, der „Best Case“ fallende Renditen und eine steigende Inflationsrate (Stagflation). Ein wichtiger Einflussfaktor für die Goldpreisentwicklung ist auch das Währungspaar Euro/Dollar. Hier ist der Bereich 1,10-1,12 als starker Widerstand anzusehen.



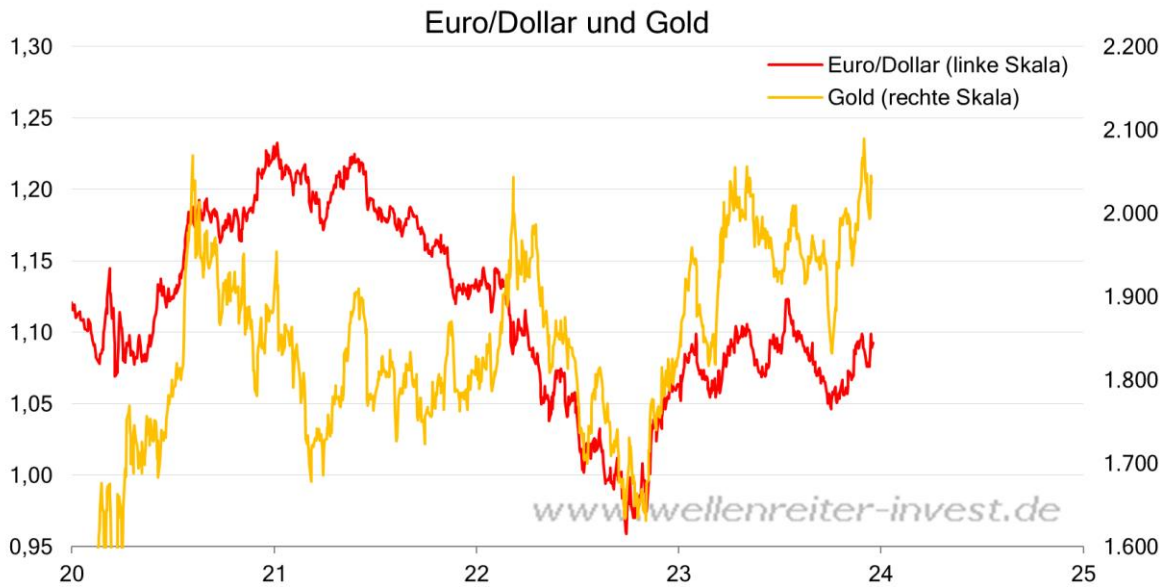


Abb. 3.32: Euro/Dollar und Gold

Würde eine wirtschaftliche Abschwächung weiter fallende Renditen nach sich ziehen, würde der Goldpreis profitieren. Wir nehmen an, dass der Goldpreis ein Frühjahrshoch gemäß seinem saisonalen Verlaufsmuster markiert, verbunden mit einem dann wieder steigenden US-Dollar-Index.

### Silber

Silber ist wie Gold zunächst im Rahmen einer Ausbruchssituation gescheitert. Seit 2020 zeigt sich der Silberpreis sehr volatil mit kurzen scharfen Preisbewegungen, aber ohne Trend.



Abb. 3.33: Silber



Statistisch erweisen sich Wahljahre als schwache Jahre für Silber. Silber markiert in Wahljahren häufig Ende Februar/Anfang März ein signifikantes Hoch, das gleichzeitig das Jahreshoch darstellen könnte.

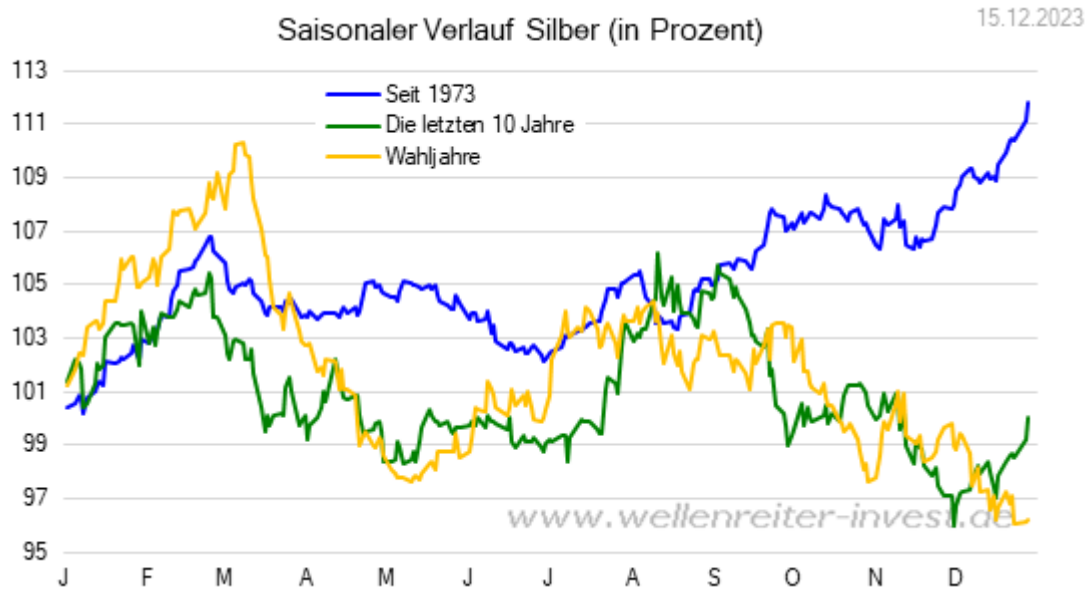


Abb. 3.34: Saisonaler Verlauf Silber

Die Spekulation in Silber bleibt etwas geringer als in Gold.

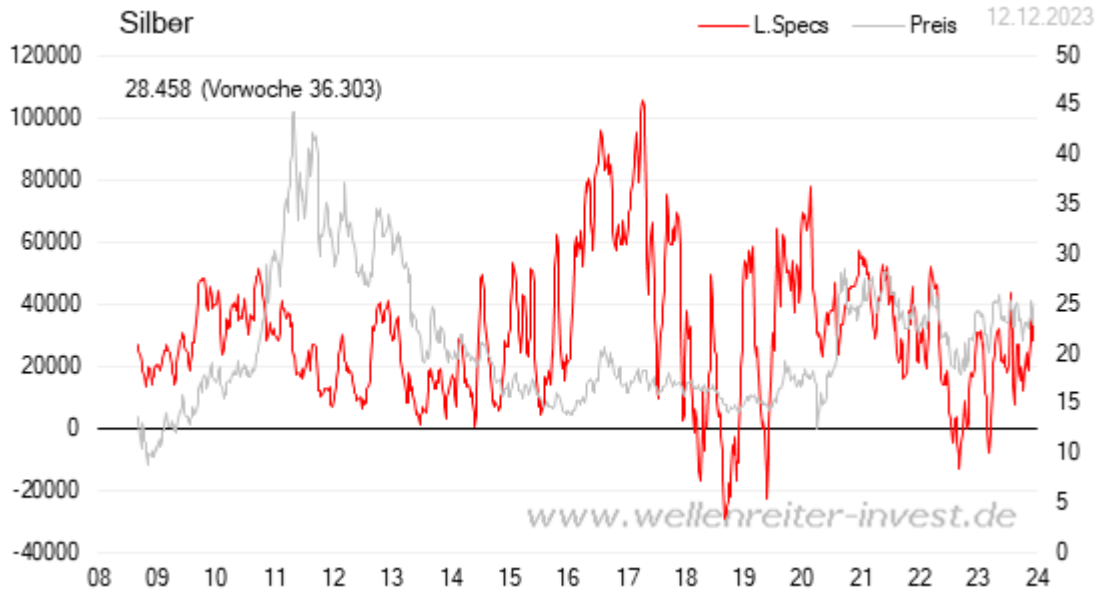


Abb. 3.35: Silber Großspekulanten

Auch Silber sollte nach anfänglicher Stärke in einen Abwärtstrend übergehen.

## Kupfer

Nochmals zurück zu Kupfer. Zu 75% wird Kupfer zur Führung elektrischen Stromes genutzt. Kupfer ist das meistgenutzte Industriemetal. Der Kupferpreis ist damit ein führender Konjunkturindikator. Der US-Future notiert bei 3,83 \$Cent/Pfund.



Abb. 3.36: Kupfer langfristig

Kupfer verengt sich charttechnisch dermaßen, dass ein Ausbruch unmittelbar bevorsteht. Er sollte nach oben erfolgen auf Grundlage aufkeimender Hoffnungen auf eine Erholung der Weltwirtschaft. Die Zinsen könnten in dieser Phase steigen, die Aktien mit Schwäche reagieren.

Kupfer läuft dem Ölpreis in Erholungsphasen häufig voraus. Das Doppeltief in Kupfer vom Juli und Oktober 2022 mit dem höheren Tief im Herbst 2023 könnte einen Hinweis auf eine mögliche wirtschaftliche Erholung darstellen.

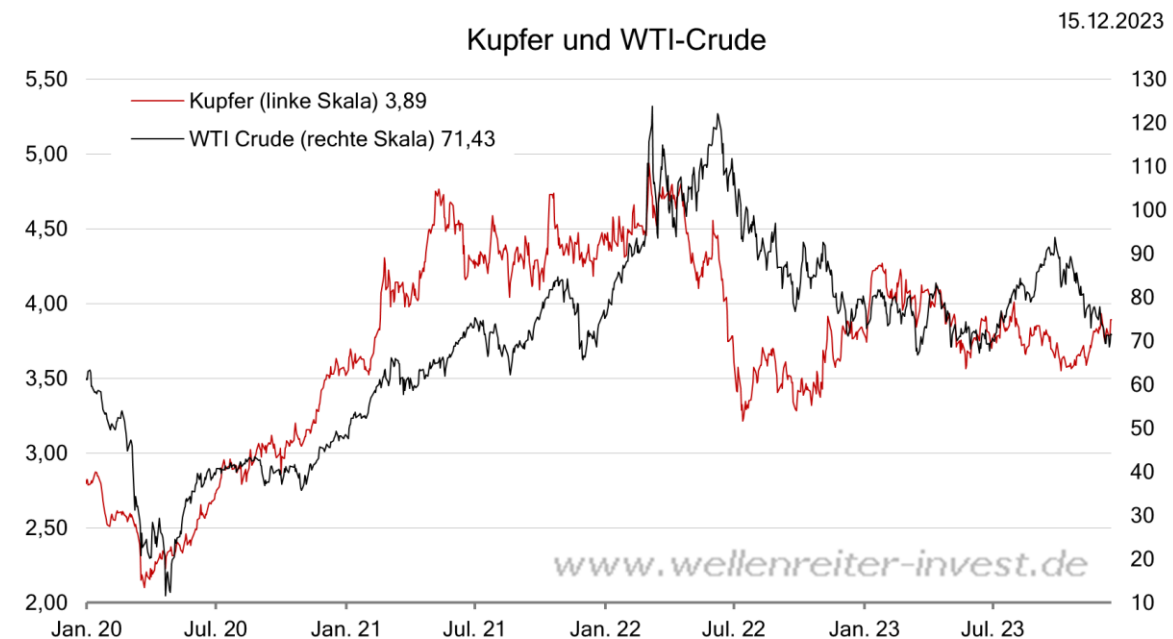


Abb. 3.37: Kupfer und WTI Crude

Kupfer ist in Wahljahren saisonal seitwärts unterwegs, allerdings mit einer ausgeprägten Schwächephase in den Wochen vor der Präsidentschaftswahl. Auch hier ist ein Februar-/März-Hoch erkennbar.

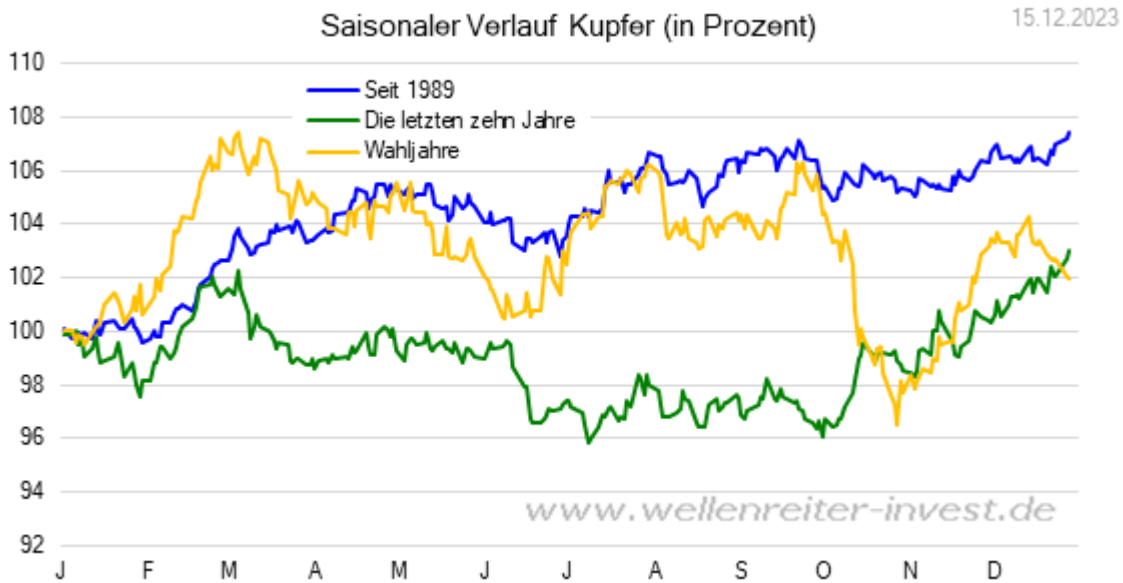


Abb. 3.38: Kupfer Saisonalität

Die neutrale Netto-Positionierung der Großspekulanten bei Kupfer lässt Raum für einen weiteren Preisanstieg.

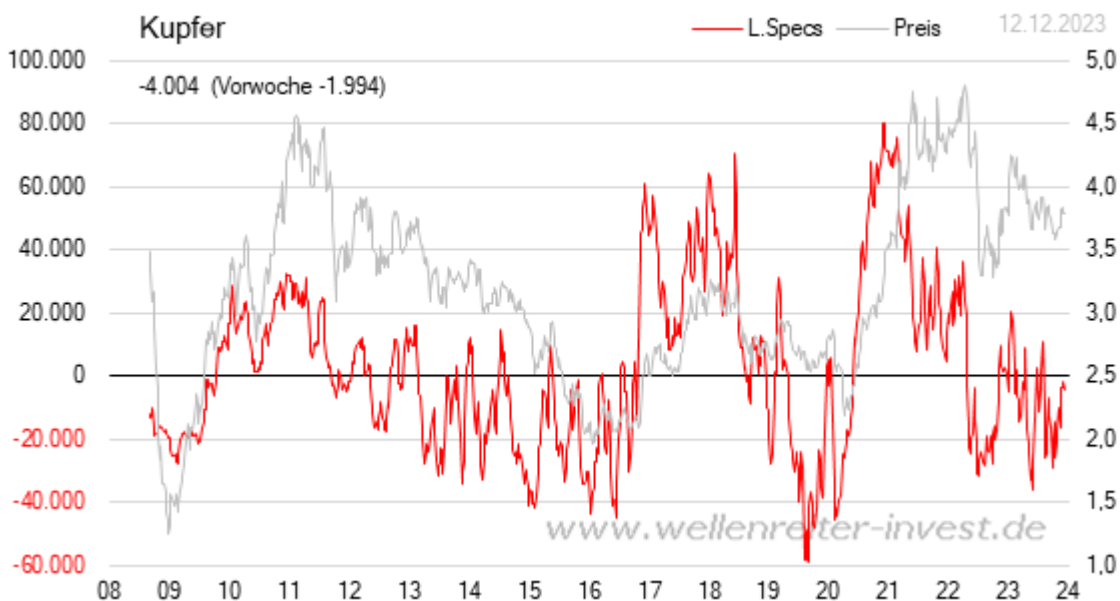


Abb. 3.39: Kupfer Großspekulanten

Auch Kupfer könnte im Wahljahr 2024 im Rahmen einer Handelsspanne notieren, das Preistief von 2022 sollte verteidigt werden können und auf der Oberseite stellt für uns das Jahreshoch 2023 einen nicht zu überwindenden Widerstand dar.

# Agrar

## Übersicht

Die nachwachsenden Rohstoffe wurden im Jahr 2023 von Orangensaft und Kakao angeführt. Getreidesorten wie Weizen und Mais verbuchten Verluste von 20% bis 30%.

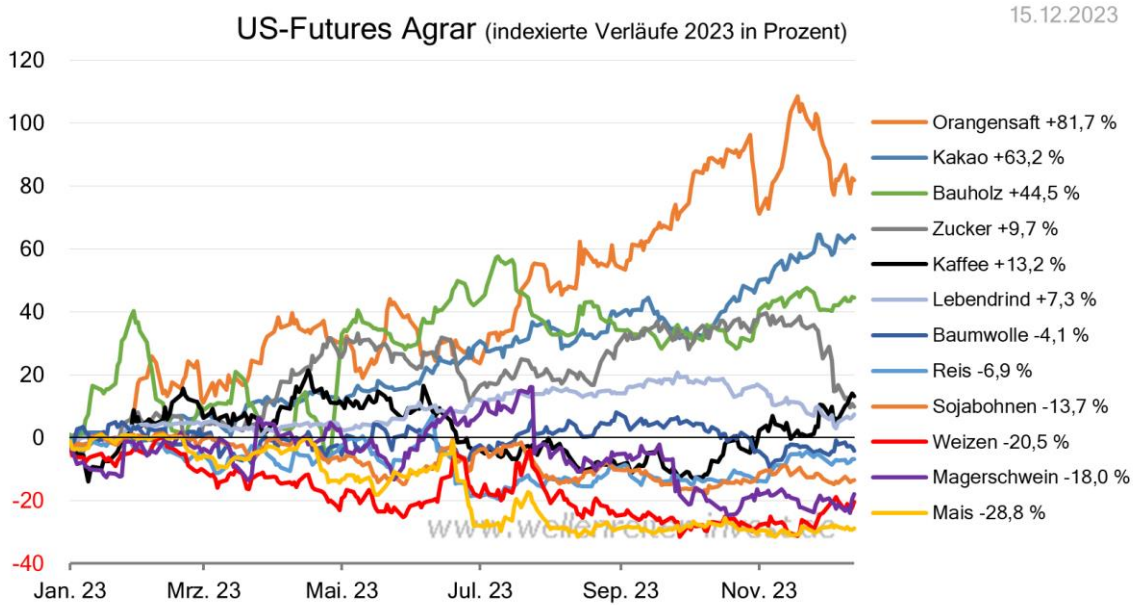


Abb. 3.40: Agrar-Futures

## Orangensaft

Der Aufwärtstrend in Orangensaft verlangsamt sich. Eine Umkehr des Momentums dürfte gefunden haben mit einem Korrekturpotential auf die 200-Tage-Linie (rot). Der vorherige Anstieg war derart extrem, dass selbst eine Halbierung des Preises keine Überraschung darstellen würde.

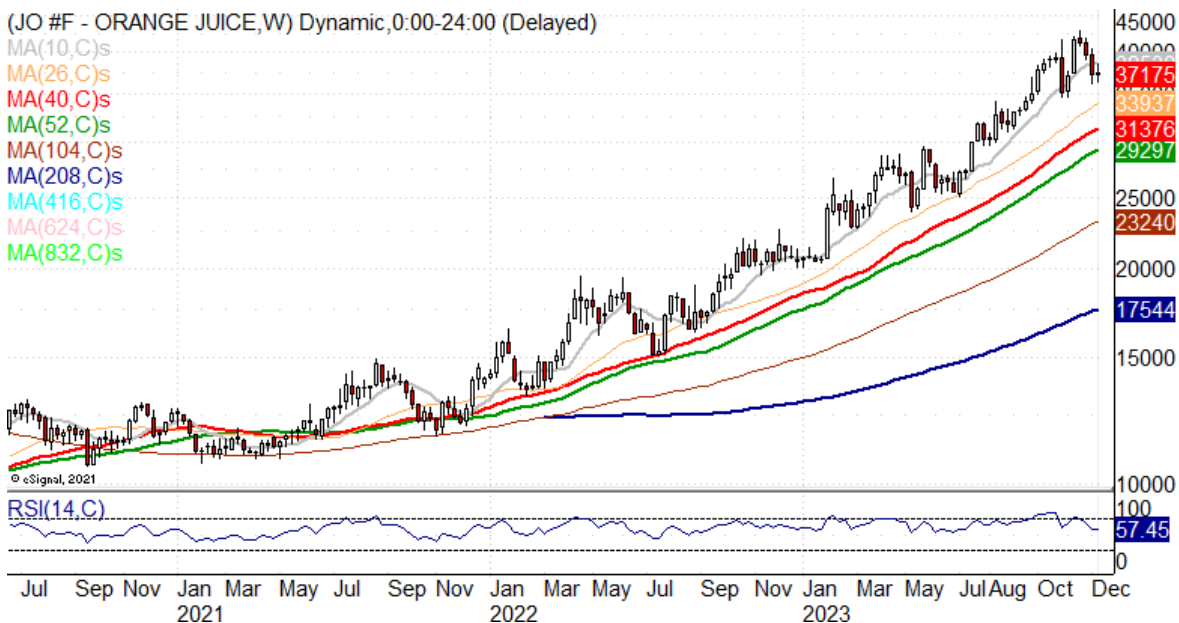


Abb. 3.41: Orangensaft Future

## Weizen

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).

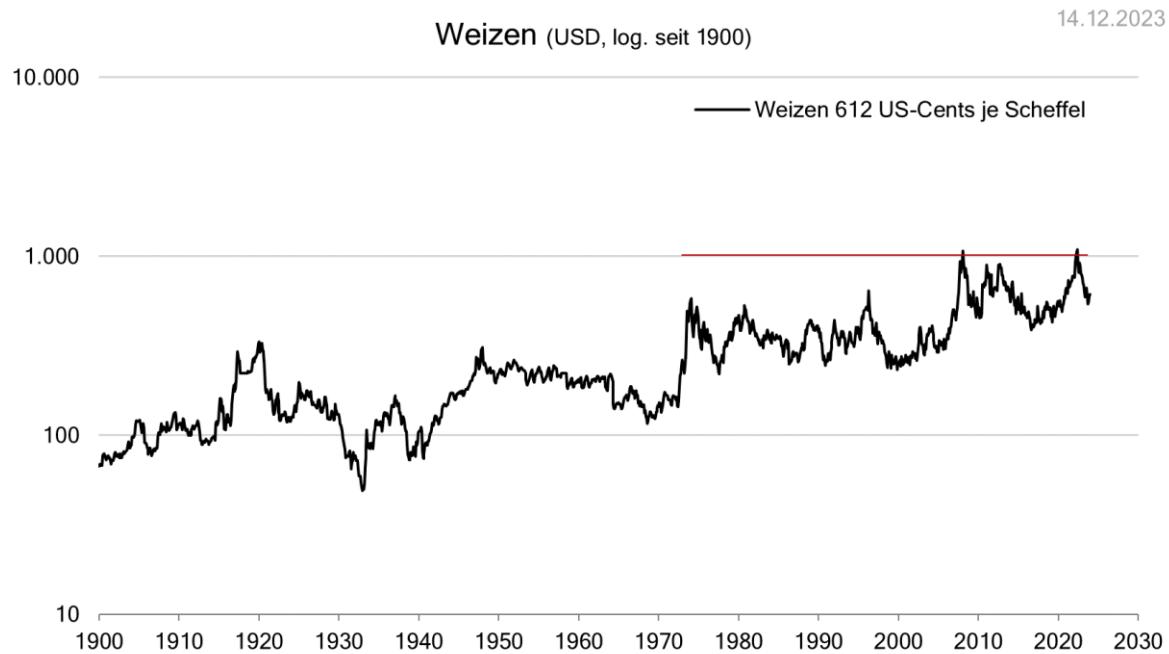


Abb. 3.42: Weizen

Weizen notiert bei 632 US-Cents pro Scheffel. Auch der Weizenpreis wird üblicherweise vom ONI-Index beeinflusst. Wenn El Nino endet, steigt der Weizenpreis häufig.

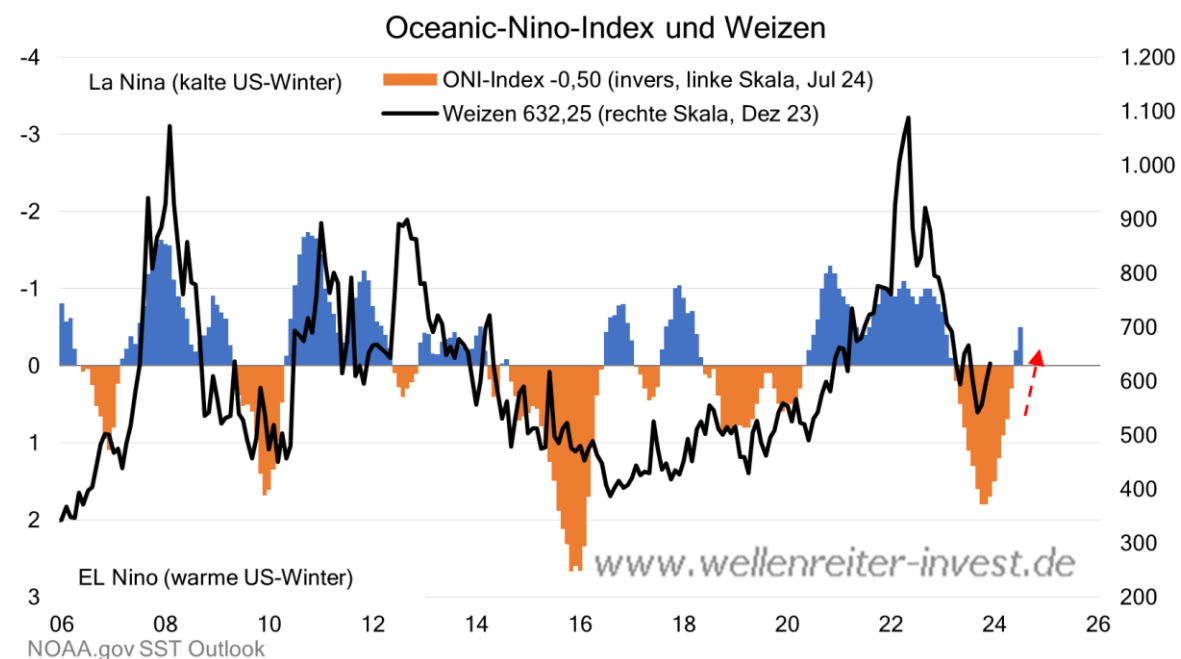


Abb. 3.43: ONI-Index und Weizen

Die Spekulation in Weizen hat Luft nach oben.

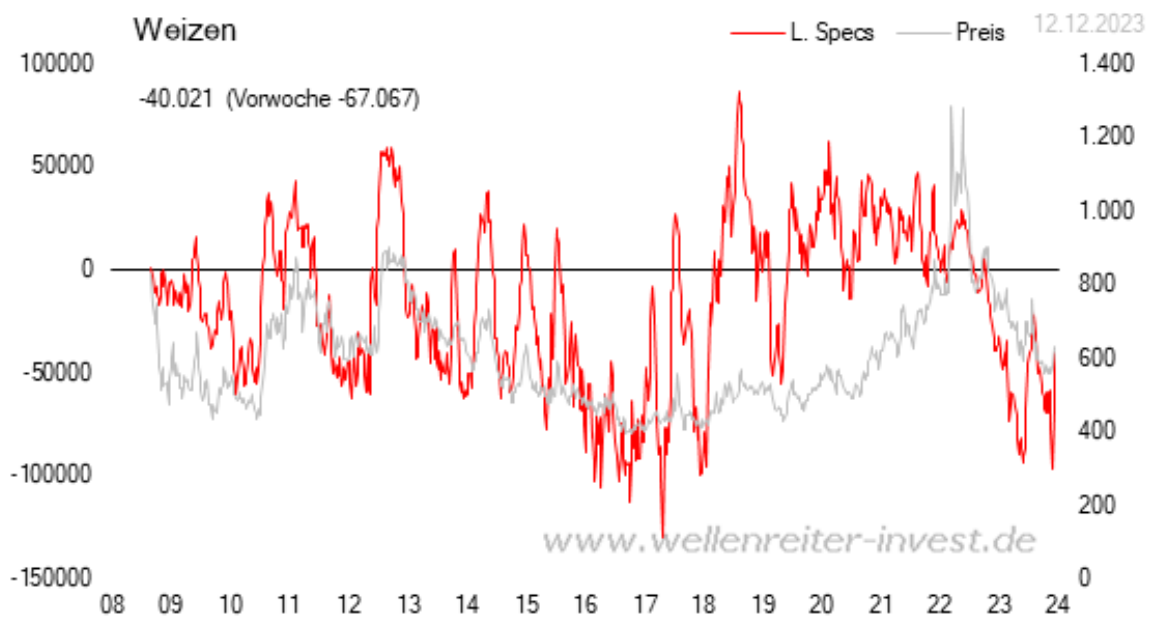


Abb. 3.44: Weizen Großspekulanten

Der Weizenpreis könnte im Verlauf des Jahres 2024 in den Bereich von 750 bis 800 US-Cents pro Scheffel steigen. Die Gewinner des Jahres 2023 bei den nachwachsenden Rohstoffen werden nicht die Gewinner des Jahres 2024 sein, während die großen Verlierer des Jahres 2023 eine Stabilisierung erfahren werden und zumindest temporär Erholungspotential besitzen.

## 4. Der Aktienmarkt

### Bewertung

Wir betrachten die Q-Ratio, das Fed-Modell und das um 12 Monate nachlaufende KGV (TTM) als Bewertungsfaktor für US-Aktien. Per Ende des zweiten Quartals 2023 notierte die Q-Ratio für den US-Markt mit 1,43. Das Hoch befand sich bei 1,70 (Q2 2021). Eine gewisse Entlastung hat stattgefunden.

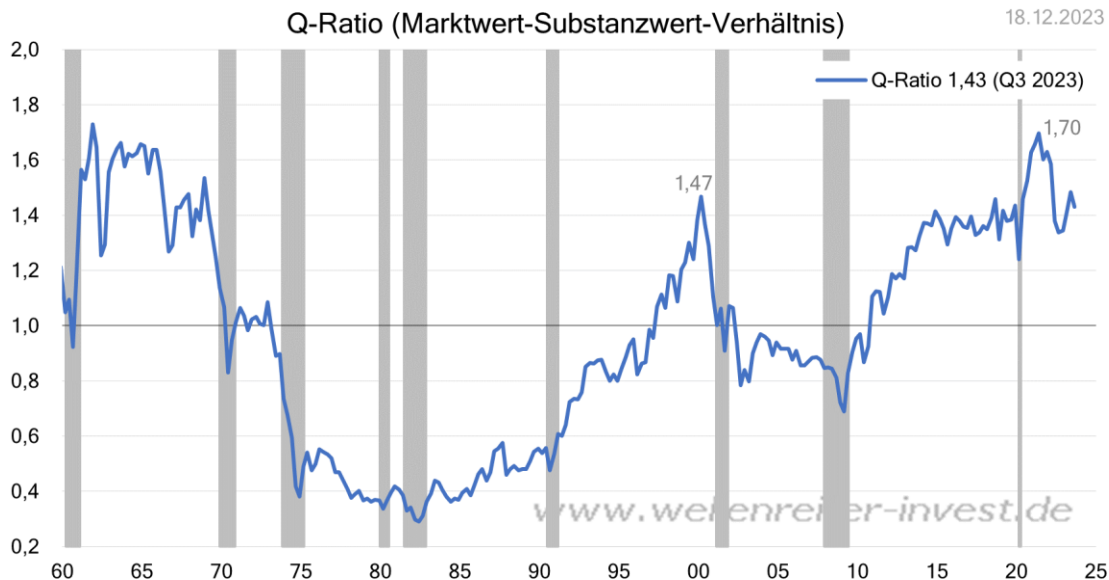


Abb. 4.1: Q-Ratio

Der Marktwert (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten), geteilt durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände (Substanzwert) ergibt den „Tobins Quotient“ (Q-Ratio). Ein Wert von 1 zeigt eine faire Bewertung an.

Das FED-Modell vergleicht die Spanne zwischen Anleihen- und Aktienrenditen. Basis ist der Trailing-KGV des S&P 500.

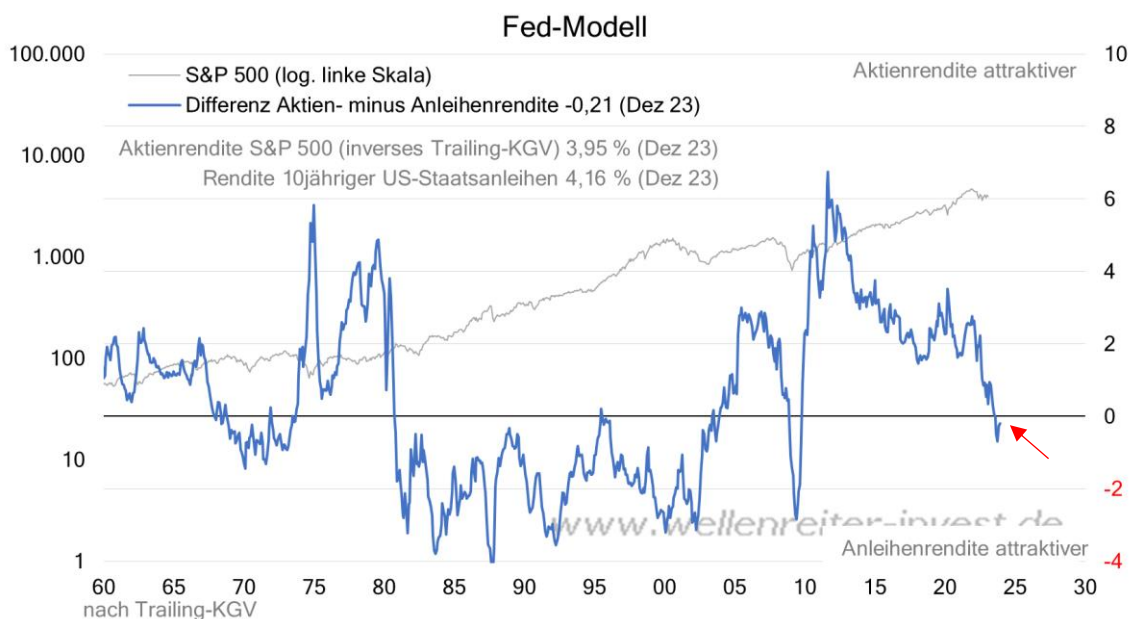


Abb. 4.2: Fed-Modell



Die Aktienrendite beträgt 3,95%, die Anleihenrendite 3,93%. Die Anleihen waren zum ersten Mal seit 14 Jahren attraktiver und bieten jetzt eine identische Rendite wie der Aktienmarkt. Der Aktienmarkt schlägt den Anleihemarkt über einen längeren Zeitraum. Seit 1928 hat der S&P 500 hat jährlich um 8,5% zulegen können (inklusive Dividenden), während die 10jährigen US-Staatsanleihen ein jährliches Plus von 2,2% und die US-Unternehmensanleihen von 4,3% erwirtschaftet haben. Alle Werte sind inflationsbereinigt und in US-Dollar berechnet. Insofern sollte das Fed- Modell keinen Empfehlungscharakter darstellen.

Der Vorteil der Anleihen- gegenüber der Aktienrendite bestand temporär zu Beginn der 1970er Jahre. Im Umfeld steigender Renditen entwickelte sich der Aktienmarkt seitwärts. Der vermeintliche Vorteil nutzte den Anleihen gerade in den 1980er und 1990er Jahre nichts, denn dort wurden hohe Aktiengewinne im Umfeld sinkender Renditen generiert. Insofern ist die Entwicklung der nominalen Renditen ein wichtigerer Einflussfaktor als die relative Bewertung von Aktien und Anleihen.

### US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2024 ist ein Wahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Historisch betrachtet sind Wahljahre die zweitstärksten Jahre im Wahlzyklus.

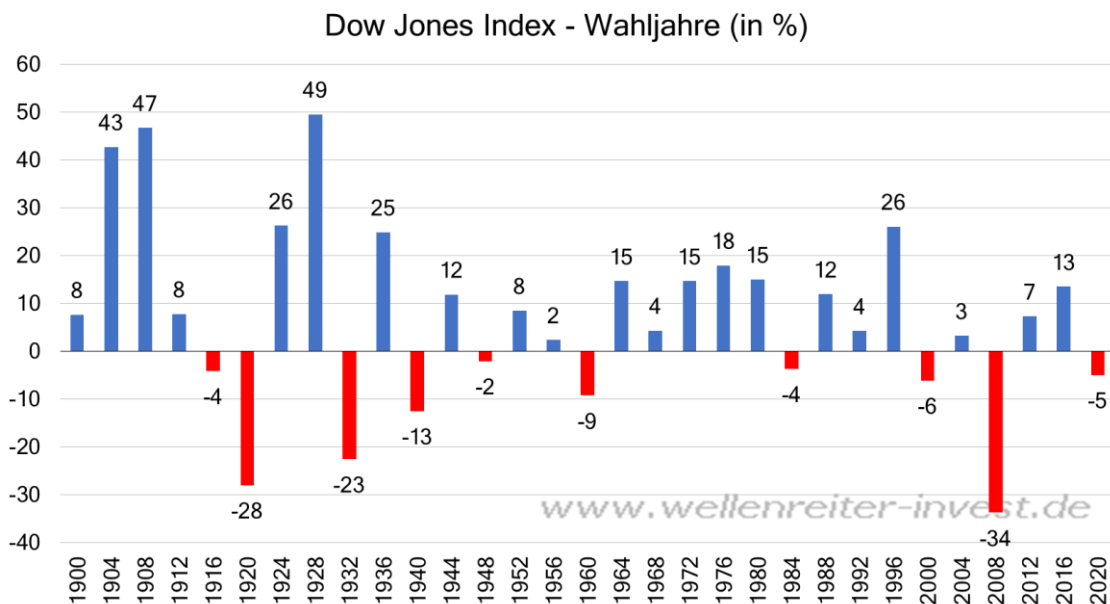


Abb. 4.3: Dow Jones Index Verteilung Wahljahre (prozentuale Veränderung)



Seit 1897 stellt sich die durchschnittliche Performance des Dow Jones Industrial Average im US-Präsidentschaftszyklus wie folgt dar:

Nachwahljahre +7,2%

Zwischenwahljahre +4,2%

Vorwahljahre +12,0%

**Wahljahre +7,5%**

Allerdings wurde der Nimbus zuletzt angegriffen. In diesem Jahrhundert stehen drei positiven drei negative Wahljahren gegenüber. Welch ein Unterschied zu Vorwahljahren, die nach 1945 eine Bank waren (nur 2015 mit einem geringfügigen Minus). Auch das Vorwahljahr 2023 lieferte.

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. Wirtschaftliche Krisen (Finanzkrise und Corona-Krise) erforderten von Demokraten und Republikanern Unterstützungsmaßnahmen der Wirtschaft zu Beginn der Präsidentschaft. Donald Trump unterstützte die Wirtschaft durch eine Steuerreform, bevor er einen Handelskrieg mit China anzettelte, der belastend wirkte. Im Jahr 2024 ist auch aufgrund der andauernden Streitigkeiten um das hohe Haushaltsdefizit nicht mit neuen fiskalpolitischen Maßnahmen zu rechnen, zumal Programme wie der Inflation-Reduction-Act weiterlaufen.

In Joe Bidens bisheriger Amtszeit stieg der Dow Jones Industrial Average um 21,9 Prozent. Diese Wertentwicklung ist unterdurchschnittlich. Allerdings sollte berücksichtigt werden, dass der S&P 500 (+46,1%) und der Nasdaq 100 (+90,3%) deutlich stärker gestiegen sind als der Dow Jones Industrial Average.

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	Ronald Reagan			1.046	+8,5	
1983-1984				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	Bill Clinton			3.834	+16,1	
1995-1996				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			33.147	+8,3	
2023-2024				37.305	+12,5	+21,9

Abb. 4.4: Zusammensetzung US-Kongress seit 1945

Amtierende US-Präsidenten werden häufig wiedergewählt. Ausnahmen nach dem 2. Weltkrieg waren Donald Trump (2020), George H. W. Bush (1992) und Jimmy Carter (1980). Allerdings wird Joe Bidens Arbeit als Präsident von der Mehrheit der Wähler in einem hohen Ausmaß (53%) missbilligt. Hinzu kommt das hohe Alter Joe Bidens, der am Wahltag 82 Jahre alt wäre und damit älter als jeder Präsident der bisherigen Geschichte.

Der am Wahltag lediglich 4 Jahre jüngere und polarisierende Donald Trump liegt in den Umfragen seiner Partei deutlich in Führung. Das große Manko von Donald Trump ist seine Vielzahl von Prozessen. Er wird im Jahr 2024 in vielen Gerichtssälen zu sehen

sein. Zum ersten Mal seit 112 Jahren könnte ein Duell zwischen dem Amtsinhaber und seinem Vorgänger im Amt stattfinden. 7 von 10 Amerikanern sagen, dass sie sich andere, jüngere Kandidaten wünschen. Im Falle einer Verurteilung von Donald Trump könnten aus dem momentan zu erwartenden Duell der beiden betagten Kandidaten neue und jüngere Kandidaten oder Kandidatinnen ins Spiel kommen, die für die Investoren eine Überraschung darstellen würden. Die ehemalige Gouverneurin von South Carolina, Nikki Haley, könnte dann auf Seiten der Republikaner als Kandidatin antreten. Die Chancen der Wiederwahl Bidens würden bei einer signifikant jüngeren Kandidatin weiter sinken und könnten einen überraschenden Verzicht Bidens auf eine zweite Amtszeit bewirken, da sein persönliches Ziel die Verhinderung einer Wiederwahl von Donald Trump erreicht wäre.

Nach aktuellen Umfragen würde Donald Trump ein direktes Duell gegen Joe Biden gewinnen. Im Falle einer Rezession würde sich die Chancen der Republikaner weiter erhöhen. Sollte sich hingegen eine Goldilocks-Wirtschaft mit weiter abflauenden Inflationsraten, fallenden Renditen und weiterhin niedrigen Arbeitslosenzahlen durchsetzen, würden sich die Chancen der Demokraten verbessern („Its the economy, stupid“).

Die US-Präsidentschaftswahlen finden am 5. November 2024 statt. Die Besonderheit des US-Wahlsystems liegt darin, dass nicht die absolute Zahl der Wählerstimmen entscheidend ist – Donald Trump hatte sowohl 2016 als auch 2020 deutlich weniger Wählerstimmen als die Kandidaten der Demokraten bekommen –, sondern die Anzahl der Wahlleute, die die Bundesstaaten entsenden. Der Wahlkampf dreht sich deshalb besonders um „Swing States“ wie Michigan, Wisconsin, South Carolina oder Ohio.

US-Präsident Joe Biden geht in das letzte Jahr seines ersten Amtszyklus.

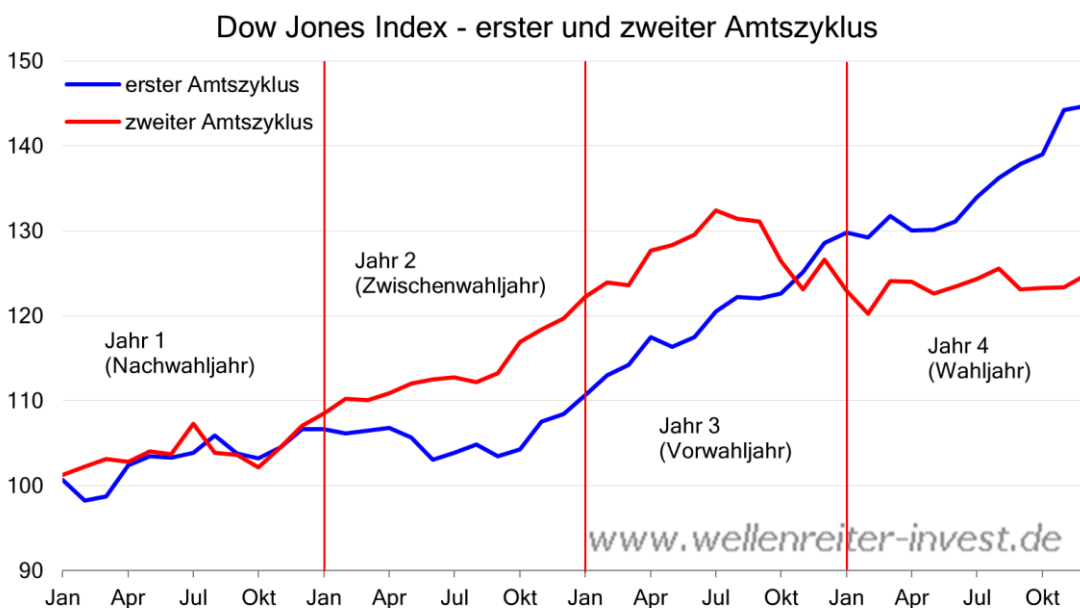


Abb. 4.5: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus

Das erste Halbjahr verläuft meist schwächer als das zweite Halbjahr. Insgesamt jedoch ist – anders als im zweiten Amtszyklus – die Aufwärtstendenz intakt.

Das vierte Jahr eines neu gewählten Präsidenten der Demokraten verlief aktientechnisch mit Ausnahme mit Ausnahme eines marginalen Minus im Jahr 1948 stets positiv.

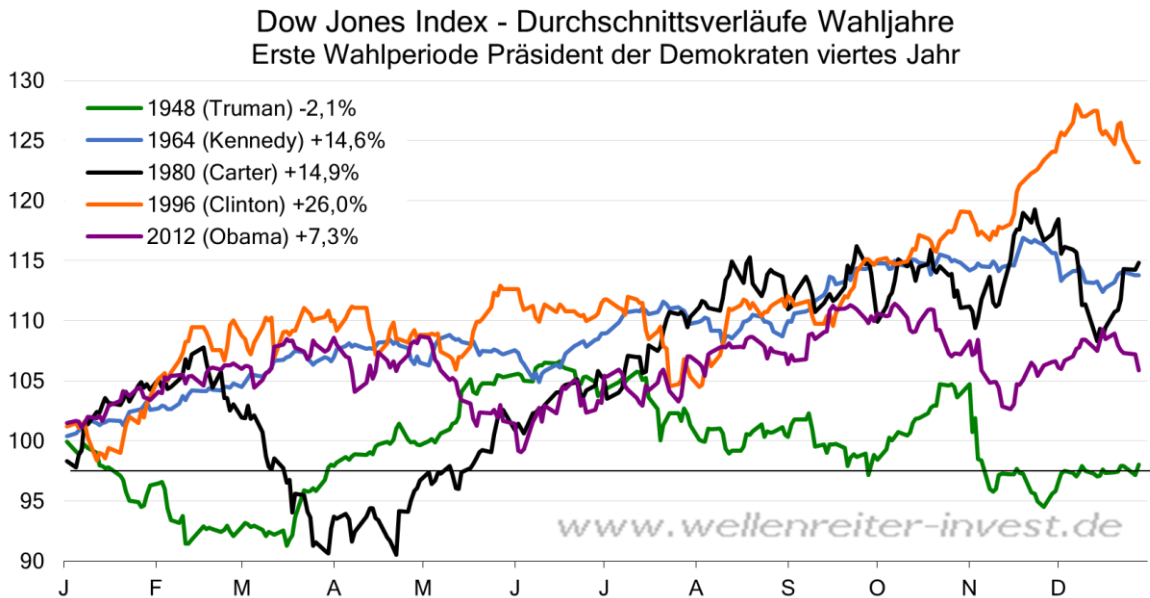


Abb. 4.6: Dow Jones Index – Durchschnittsverl. Wahljahre demokrat. Präsidenten erste Wahlperiode

Aus Sicht der Verläufe der Wahljahre seit 2000 ist das Jahr 2008 ein Ausreißerjahr gewesen. Das letzte Wahljahr war das Jahr 2020. Es war ein Jahr der Lockdowns, aber auch ein Jahr der pandemiebedingten Stimuli. Die Rezessionsjahre 2000 und 2008 verliefen negativ, das Rezessionsjahr 2020 drehte spät im Jahresverlauf ins Plus.

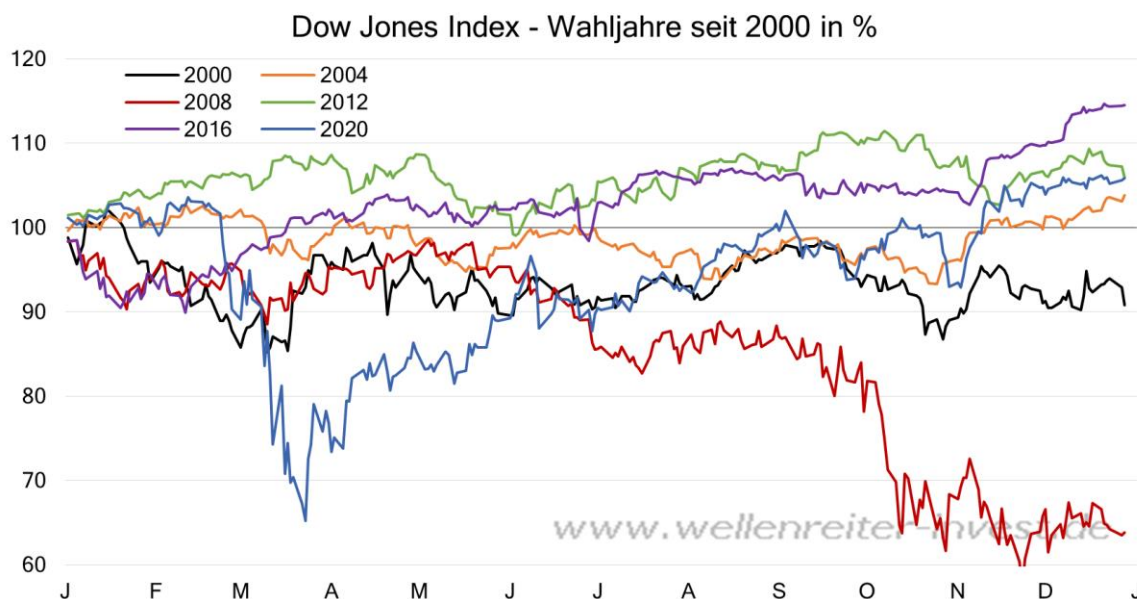


Abb. 4.7: Dow Jones Index - Wahljahre seit 2000

Der durchschnittliche Verlauf eines Wahljahres ist durch eine schwächere erste Jahreshälfte gekennzeichnet, gefolgt von einer im Juli beginnenden Aufwärtsbewegung. In

Wahljahren mit Rezession zeigt der Zeitraum Februar bis Mai relative Schwäche, der Sommer hingegen relative Stärke. Eine statistische Anomalie ist die „Wahlrally“, die Ende Oktober im Vorfeld der Präsidentschaftswahl einsetzt und bis Mitte November anhält.

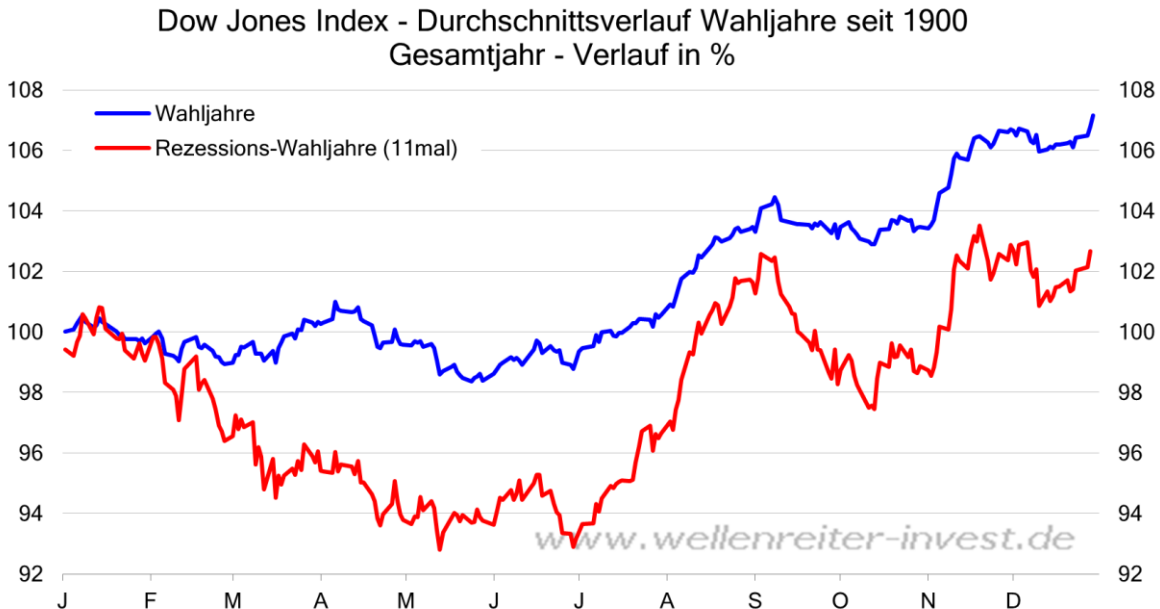


Abb. 4.8: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Wahljahre seit 1897 (Verlauf in Prozent)

### Dekadenmuster

Das Jahr 2024 ist ein „4er-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. Historisch zeichnen sich die 4er-Jahre durch eine solide Performance aus. Durchschnittlich steigt der Dow Jones Index in einem 4er-Jahr um 10,3%.

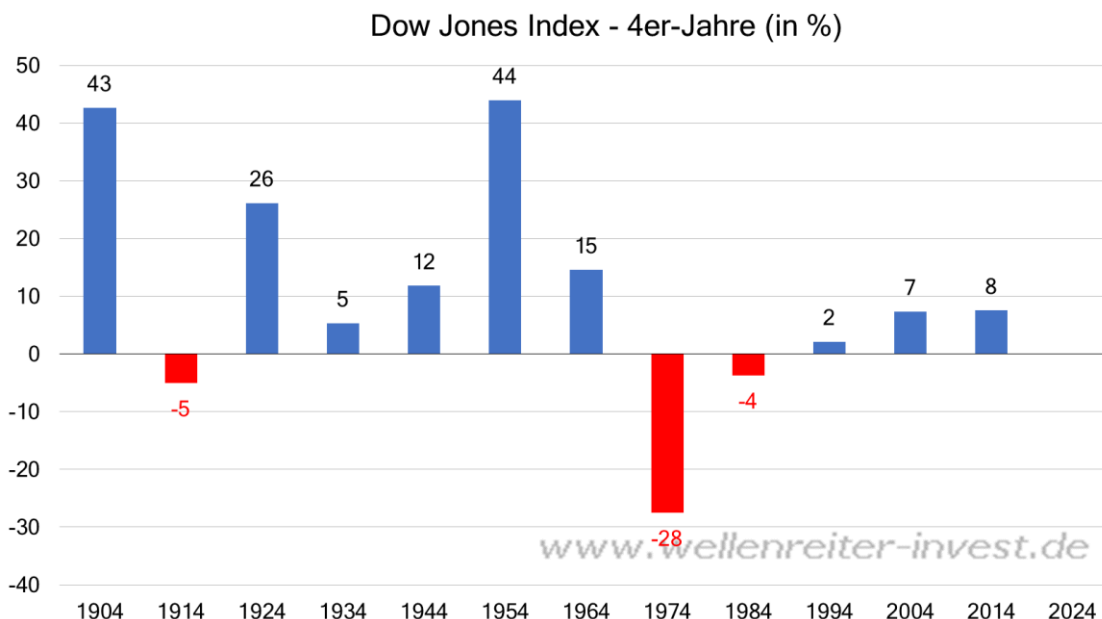


Abb. 4.9: Dow Jones Index Verteilung 4er-Jahre (prozentuale Veränderung)

Auch das Jahr 1914 war ein 4er-Jahr – aber kein Wahljahr, sondern ein Zwischenwahljahr. Durch den Ausbruch des 1. Weltkriegs war die NYSE vom 30. Juli bis zum 12. Dezember 1914 geschlossen. Anders als vielfach dargestellt betrug der Verlust des Dow in jenem Jahr lediglich 5%. Der Index wurde im Jahr 1916 neu berechnet. Vielfach wird in den Statistiken ein Verlust von 25% ausgewiesen. Das ist falsch. Der folgende Chart stellt das korrekte Verlaufsmuster dar.

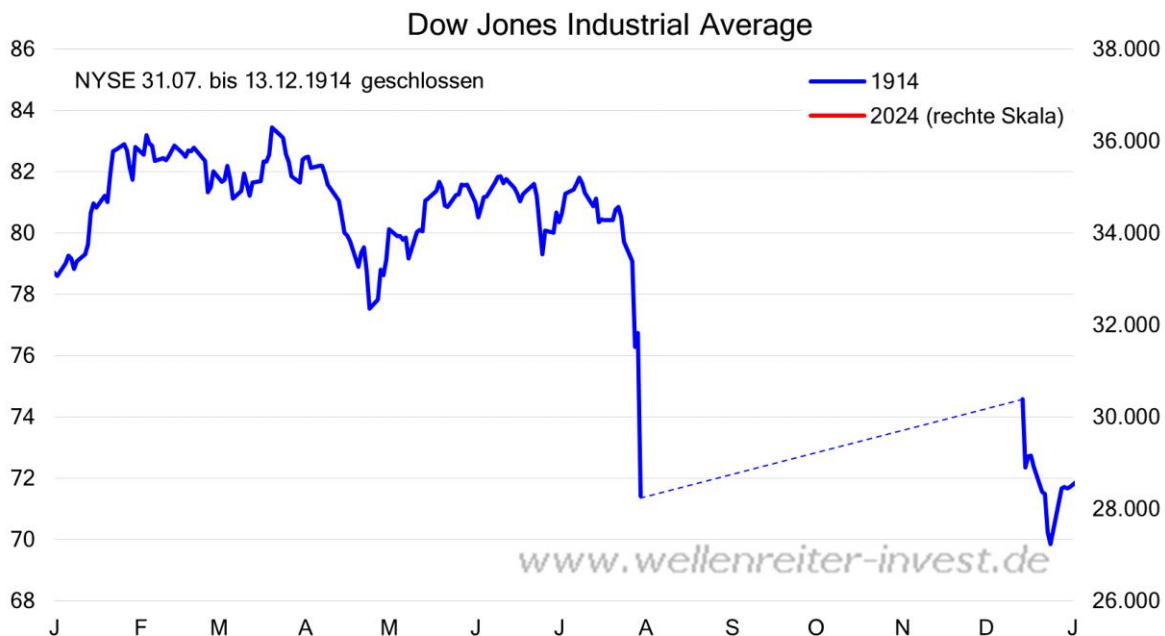


Abb. 4.10: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 4er-Jahre seit 1904

Die vergangenen drei 4er-Jahre verliefen leicht positiv – nichts Spektakuläres. Die stärksten 4er-Jahre waren die Jahre 1904 und 1954 mit Renditen oberhalb von 40%.

Wir zeigen den Durchschnittsverlauf des 4er-Jahres seit dem Jahr 1904. Das Motto wäre „Buy in May and stay“. Zuvor beginnt ab Ende Januar eine Schwächephase.

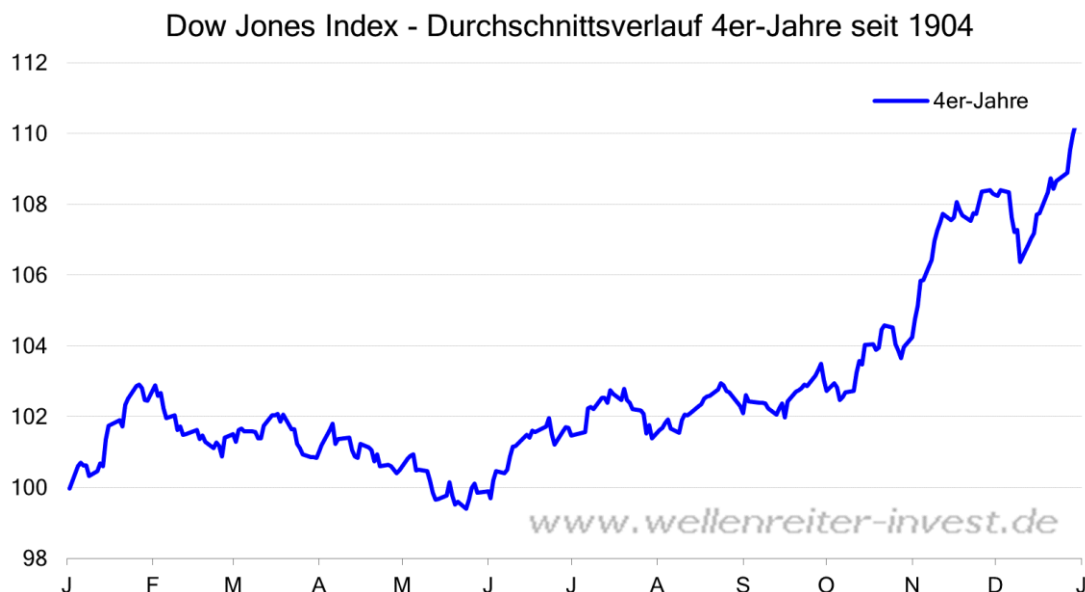


Abb. 4.11: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 4er-Jahre seit 1904

Ein 4er-Jahr besticht durch einen wahlbedingten starken Endspurt. Die Unsicherheiten reduzieren sich üblicherweise nach einer Wahl.

Den Verlauf der sechs 4er-Jahre seit 1900, die gleichzeitig Wahljahre waren, bilden wir mit Hilfe des folgenden Charts ab. Bis auf das Jahr 1984 waren die Verläufe positiv.

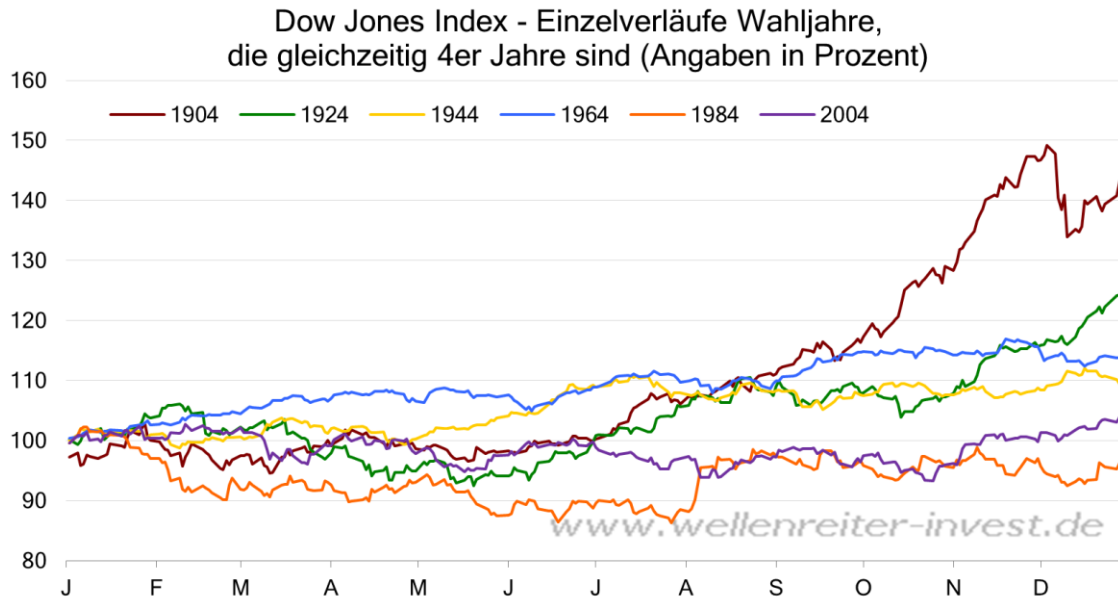


Abb. 4.12: Dow Jones Index – Durchschnittsverlauf 4er Jahre, die gleichzeitig Wahljahre sind

Das schwächste dieser Jahre (1984) endete mit -3,7% unspektakulär.

Der Präsidentschaftszyklus gibt für das Jahr 2024 ein positives Signal. Wahljahre (+7,5%) sind die zweitstärksten Jahre in diesem Zyklus, und 4er-Jahre (+10,3%) performen zweistellig. Die Muster beschreiben mit einer recht hohen Wahrscheinlichkeit einen negativen Verlauf insbesondere von Februar bis Mai, gefolgt von einem positiven Juli und August. Kurz vor der US-Präsidentschaftswahl (5. November 2024) beginnt eine Wahlrallye, die üblicherweise bis zum Jahresende trägt.







Der Zyklus ist nicht genau vier Jahre lang, sondern verzeichnet Abweichungen von wenigen Monaten. Er wird von nicht zyklischen Tiefs unterbrochen (2008, 2016, 2020). Die Kernaussage ist, dass der Dow vom Tief des Zwischenwahljahres häufig bis zum Wahljahr positiv verläuft. In seltenen Fällen endet die Rally früher.

Unser Verlaufsvergleich mit den 1950er Jahren hat sich über die Jahre bewährt.

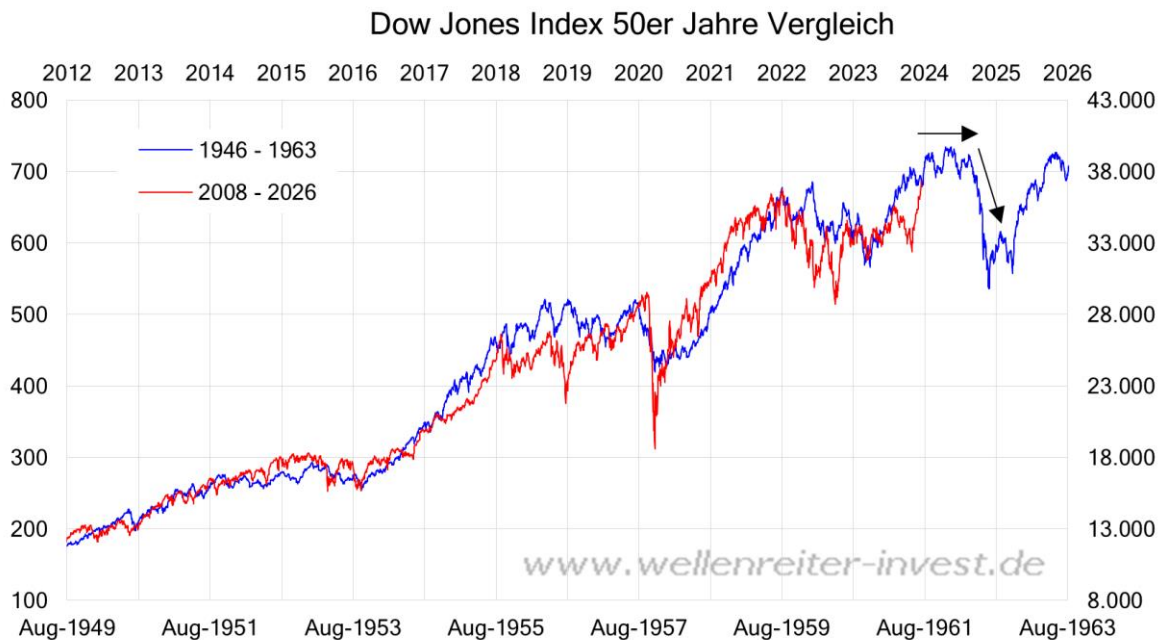


Abb. 4.15: Dow Jones Index 50er-Jahre-Vergleich

Danach würde der Dow Jones Index im Frühsommer 2024 ein Hoch ausbilden, dem vor dem Wahltermin eine deutliche Abwärtsbewegung folgen würde. Damals fiel der Dow in der Spitze um 27% (1962). Ein erstes Frühjahrshoch würde im Frühsommer nur marginal übertroffen werden. Das zweite Halbjahr 2024 würde invers zum Wahljahresmuster verlaufen. Im Vorfeld der deutlichen Preisschwäche müsste die Risikobereitschaft der Investoren nachlassen und zahlreiche Divergenzen müssten auftreten, wie beispielsweise bei der Dow Theorie. Das Auftreten einer Rezession wäre wahrscheinlich. Eine solche Schwächephase würde zudem politisch einen Wechsel hin zu einem republikanischen Präsidenten im Weißen Haus beflügeln.

## Sentiment

Die monatliche globale BofA-Research-Fondsmanagerumfrage von Mitte November 2023 zeigt eine noch immer vorsichtige Positionierung der Profis an. Während sie im September 2022 eine Untergewichtung von Aktien auf dem Niveau der Finanzkrisen-tiefs besaßen, haben sie diese Untergewichtung sukzessive abgebaut. Sie waren mit einer Übergewichtung von 4 Prozent noch nahe an einer neutralen Positionierung und weit von positiven Stimmungsextrema entfernt, die bei einer Übergewichtung von 50 Prozent liegt. Zudem waren sie stark in Anleihen so stark übergewichtet wie seit der Finanzkrise nicht mehr. Nur im Dezember 2008 und März 2009 lag die Übergewichtung von Anleihen noch marginal höher. Die starken Preisbewegungen seit der Novemberumfrage werden an der bis dato geringen Aktiengewichtung deutliche Veränderungen gebracht haben, allerdings werden bullische Extrema sehr wahrscheinlich nicht erreicht werden.

Die Netto-Positionierung des wöchentlich erhobenen NAAIM-Exposure-Index notierte Mitte Dezember bei 78 Punkten. Der Index lag Ende Oktober mit 24,8 Punkten auf einem Jahrestief. Dieses historisch sehr niedrige Niveau diente als Katapult eines außergewöhnlich positiven Novembers. Eine Euphorie mit Werten um 100 Punkten zeigt dieser Indikator bisher nicht an, aber die Stimmung der US-Fondsmanager ist zum Jahresende hin positiv.

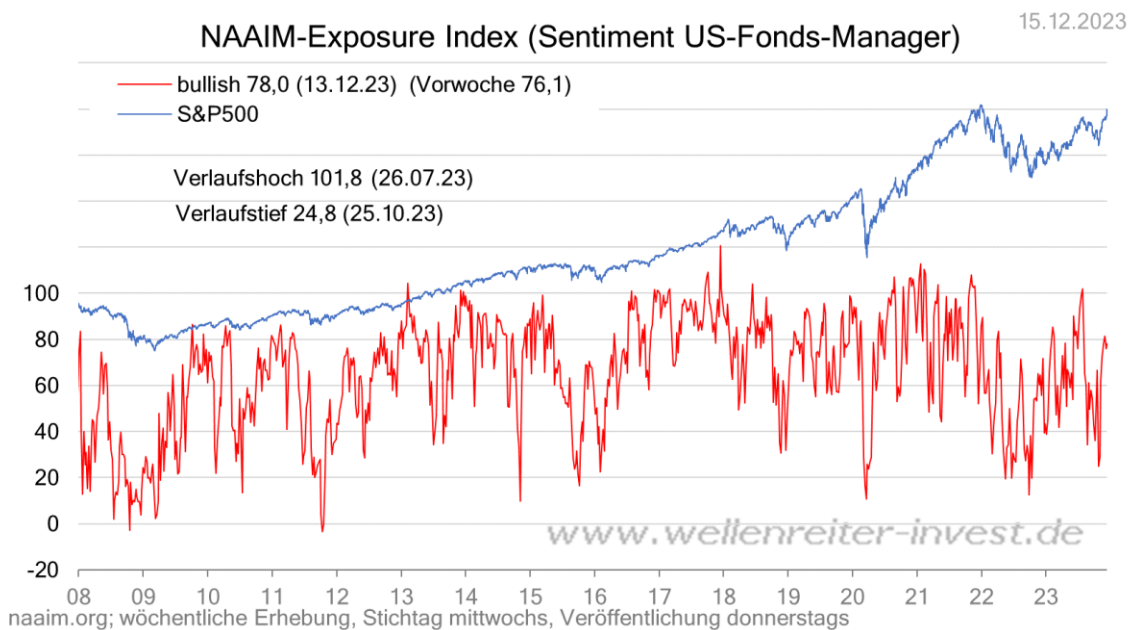


Abb. 4.16: NAAIM-Exposure-Index

Nach der monatlichen Umfrage von AAI vom November 2023 liegt der Aktienanteil bei 64,6 Prozent.

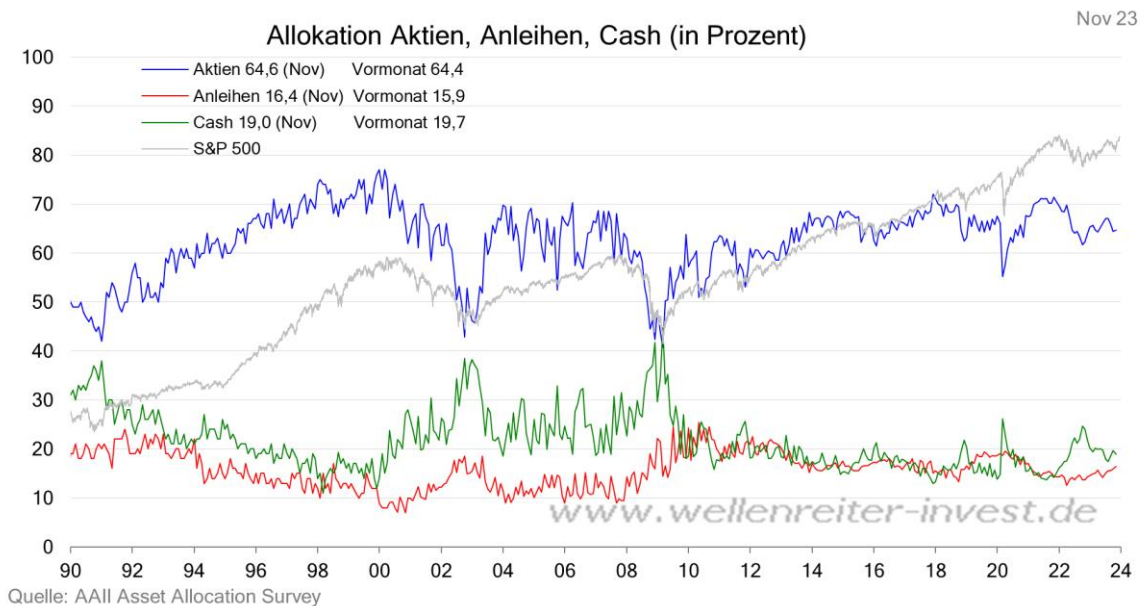


Abb. 4.17: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAI-Umfrage)

Die Aktien-Allokation liegt mit 64,6 Prozent unterhalb der Schwelle von 70 Prozent, die Kurshochs erwarten lassen. Auch die Cash-Allokation ist mit 19 Prozent noch etwas erhöht, hat sich aber gegenüber dem Vorjahr von 24 Prozent zurückgebildet.

## Sektoren

Der Blick auf die Sektorenperformance des Jahres 2023 entspricht eine Inversion des Vorjahresergebnisses. Technologie, zyklische Konsumgüter und Kommunikation waren im Jahr 2022 die Schlusslichter. In diesem Jahr führen sie das Ranking der Jahresperformance an. Im Vorjahr war der Energiesektor der Gewinner des Jahres, gefolgt von Basiskonsumgütern, Versorgern und dem Gesundheitswesen. Alle vier Sektoren notieren in diesem Jahr im Minus. Die Industriegüter stiegen zuletzt deutlich.

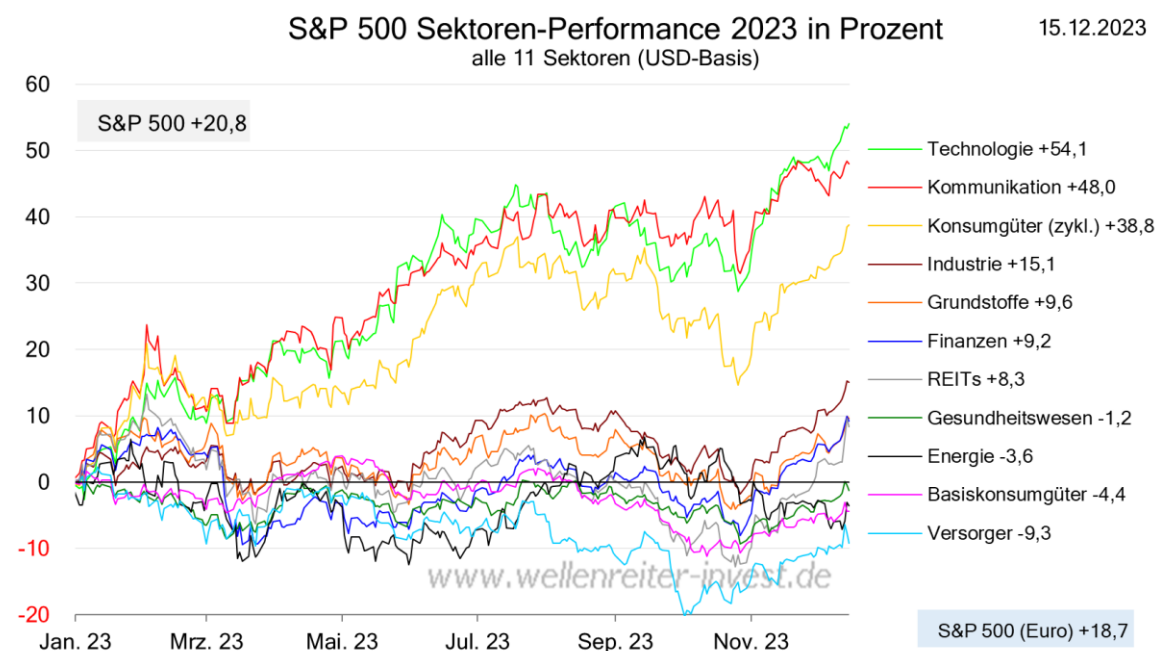


Abb. 4.18: S&P 500 Sektoren-Performance 2023

Die Russell 1000 Growth/Value Ratio befindet sich an einem wichtigen Widerstand. Ein Scheitern würde die Substanzwerte gegenüber den Wachstumswerten bevorzugen. Dies würde bedeuten, dass die „Glorreichen Sieben“ im Jahr 2024 relative Schwäche gegenüber dem breiten Markt zeigen würden.

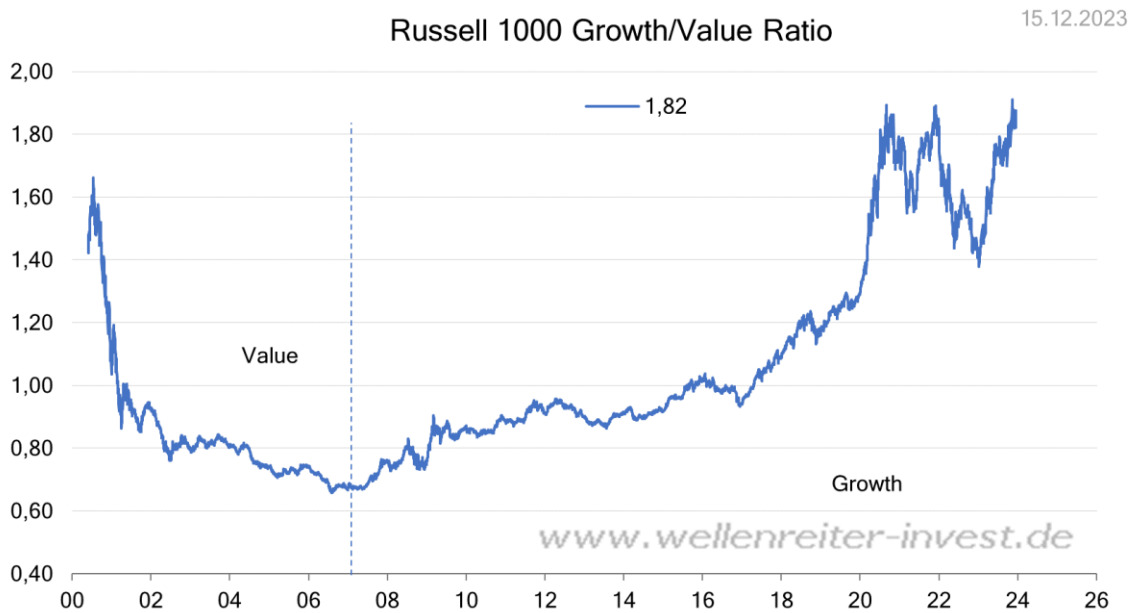


Abb. 4.19: Russell 1000 Growth/Value

Künstliche Intelligenz war das große Investment-Thema des Jahres 2023 in den USA. ChatGPT war in aller Munde und feierte am 30.11.23 seinen ersten Geburtstag. Dieses Thema beflügelte Halbleiteraktien und die großen Technologieunternehmen. Der Einsatz von Künstlicher Intelligenz erhöht die Produktivität in Unternehmen und wirkt deflationär, da Leistungen in wesentlich kürzerer Zeit erbracht werden können. Im nächsten Schritt beflügelt es die Masse der Unternehmen, die künstliche Intelligenz in ihren Arbeitsalltag integrieren.



Abb. 4.20: US-Halbleiterindex Wochenchart

Da KI potenziell in der Lage ist, die Profitabilität von Unternehmen zu erhöhen, wird von Analystenhäusern damit gerechnet, dass sich die breite Anwendung von KI positiv auf die Unternehmensbewertung und damit auf Aktienkurse auswirkt. Nichtsdestotrotz könnte die Growth/Value-Ratio aufgrund der hohen Bewertung von Wachstumswerten zunächst fallen. Neben Halbleiteraktien sehen auch andere Sektoren wie die Broker oder die Hausbauunternehmen charttechnisch Ausbrüche auf neue Allzeithochs.

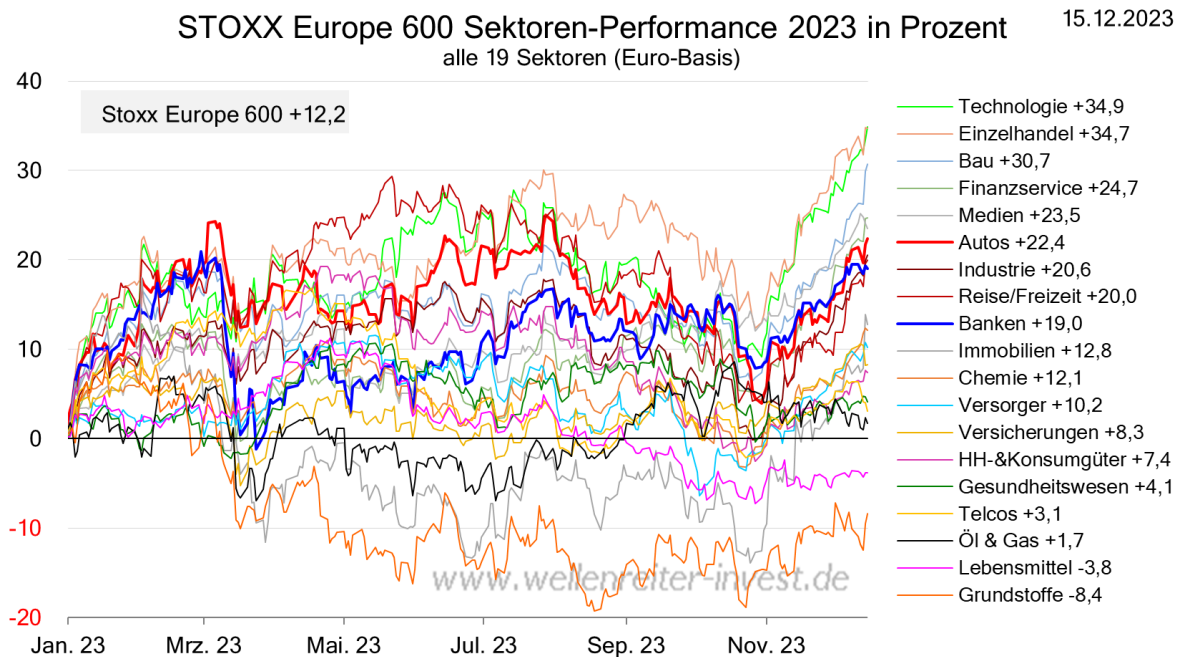


Abb. 4.21: Stox Europe 600-Sektoren-Performance 2023

Die STOXX-Europe-600-Sektoren-Performance sieht hauchdünn die Technologie vor dem Einzelhandel in Führung, ebenso sind zyklische Sektoren und der Finanzbereich inklusive Banken und Versicherungen überdurchschnittlich erfolgreich im Jahr 2023 gewesen. Defensive Sektoren bilden wie in den USA die Schlusslichter im Jahresranking. Nur 2 der 19 Sektoren befinden sich auf Kalenderjahressicht im Minusbereich (Lebensmittel und Grundstoffe). Immobilien, Bau, Autos, Banken, Chemie- und Industrierwerte holten zuletzt auf.

Das Verhalten der Sektoren weist auf eine frühe Phase der Erholung in einem Bullenmarkt hin. Im Zyklusmodell läuft alles außer Grundstoffe und Energiewerte. Energie- und Grundstoffe (Materials) zeigten im vergangenen Jahr Stärke, als die Inflation auf dem Hochpunkt war. Momentan führen andere, offensive Sektoren. Diese Phase begann Ende Oktober. Solange die Industrierwerte steigen, kann eine rezessive Phase nicht eintreten.

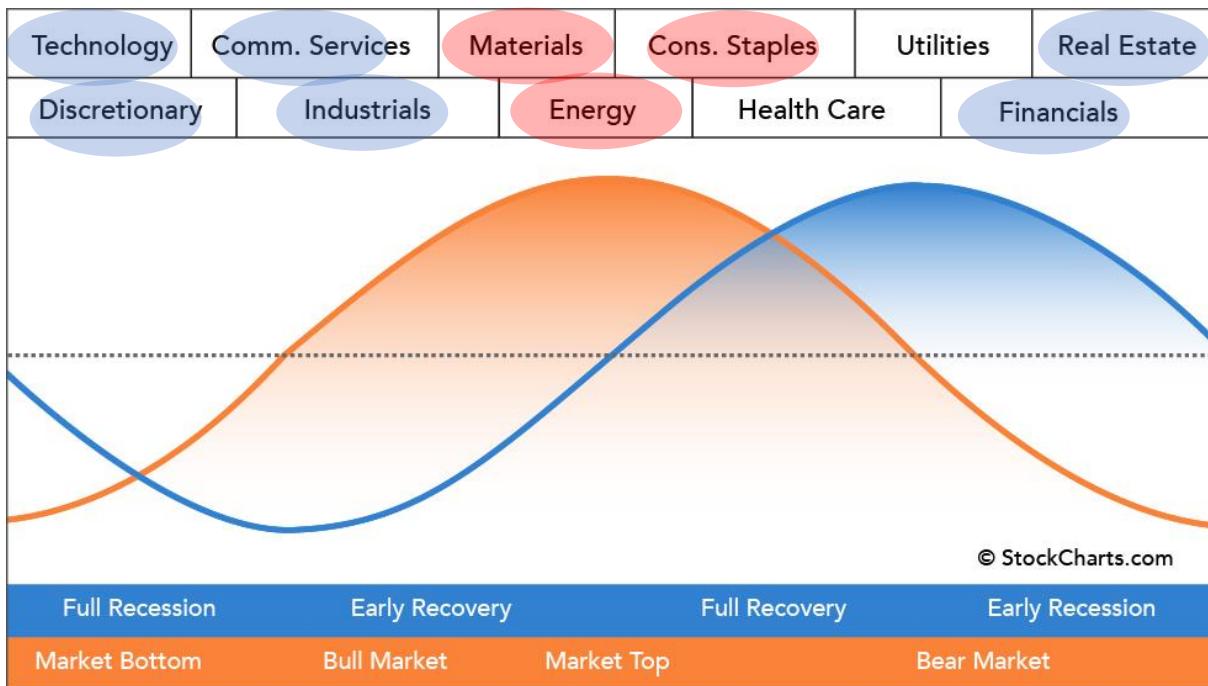


Abb. 4.22: Idealisierter Konjunkturzyklus Stockcharts.com

Gerade in Europa war das Tal sehr lang. Es erscheint unwahrscheinlich, dass das verarbeitende Gewerbe nach nur wenigen Wochen Erholung wieder in eine lethargische Phase zurückfällt, zumal Effekte wie niedrigere Zinsen und steigende Reallöhne wirken.

Dieses Verhalten ist überraschend, da eine inverse Zinsstruktur üblicherweise auf eine nahende Rezession hinweist. In einer solchen Phase stehen defensive Branchen in den Performanceranglisten vorn. Zuletzt nahm die Marktbreite zu. Auf Kalenderjahresbasis hat sich der US-Nebenwerteindex Russell 2000 vor den Dow Jones Industrial Average geschoben. Dies weist auf eine gesunde Marktentwicklung hin.

### US-Indizes-Wertentwicklung 2023 in Prozent

15.12.2023



Abb. 4.23: Wertentwicklung US-Indizes



Der S&P 500 hat in diesem Jahr einen Performancevorsprung von knapp 10 Prozent gegenüber dem Russell 2000. Ähnlich hoch fiel der Vorsprung im Jahr 2021 aus. Die Outperformance von Growth gegenüber Value im Russell 1000 liegt sogar bei 30 Prozentpunkten und lag nur im Jahr 2020 höher. In beiden Fällen setzte sich die Outperformance des einen Jahres im Folgejahr nicht mehr fort.

Die zuletzt gezeigte relative Stärke der US-Nebenwerte zum S&P 500 korreliert mit fallenden Renditen. Large Caps Aktien besaßen bereits vor Corona eine bessere Entwicklung als die Nebenwerte, die Phase steigender Renditen belastete Nebenwerte vor allem im Jahr 2023, zumal eine inverse Zinsstrukturkurve vorliegt. Im Jahr 2018 begann mit der einsetzenden „Industrie-Rezession“ eine „Risk off“-Phase am Kapitalmarkt. Im Jahr 2019 hatte sich eine inverse Zinsstrukturkurve gebildet, so dass es Investoren vorsichtig blieben und Aktien mit einer höheren Liquidität und Marktkapitalisierung bevorzugten. Die Umkehr bei den Renditen führt zu einer Verschiebung hin zu Nebenwerten. Eine längere Phase der Outperformance von Nebenwerten bedürfte zudem einer normalen Zinsstrukturkurve, die momentan noch nicht vorliegt.

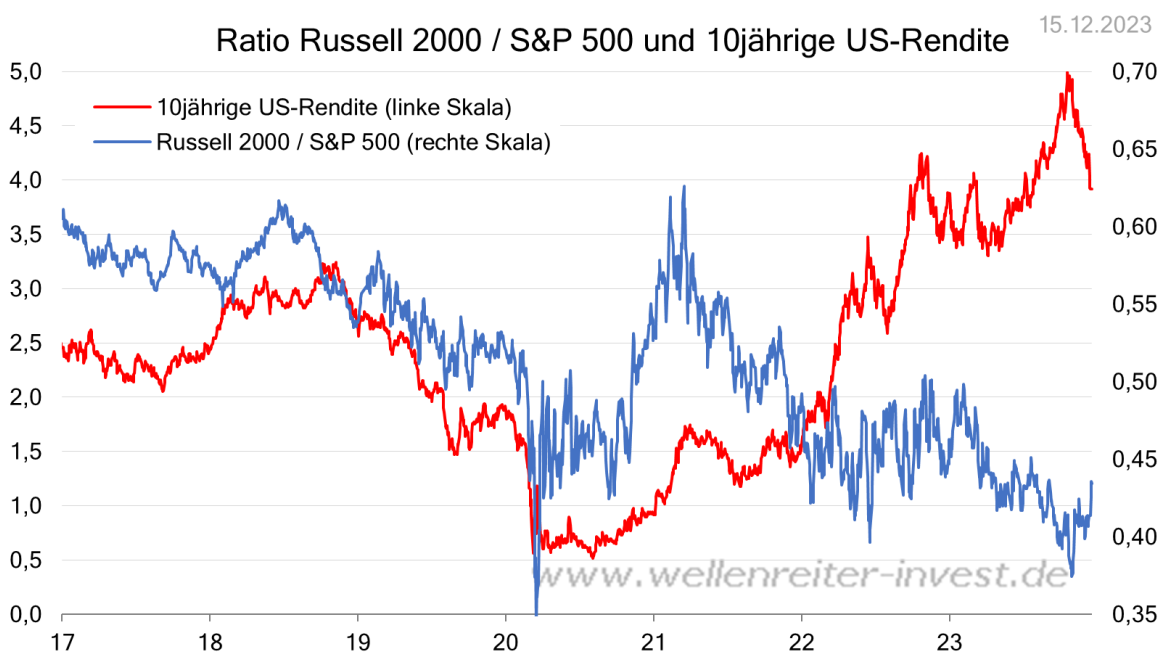


Abb. 4.24: Ratio Russell 2000/S&P 500

Der Blick auf die längerfristigen Ratiocharts von Sektoren gegenüber dem S&P 500 zeigt ein modifiziertes Bild. Während der Technologiesektor seit Jahren eine Outperformance erzielt, tut sich der Industrie- und Transportsektor deutlich schwerer.

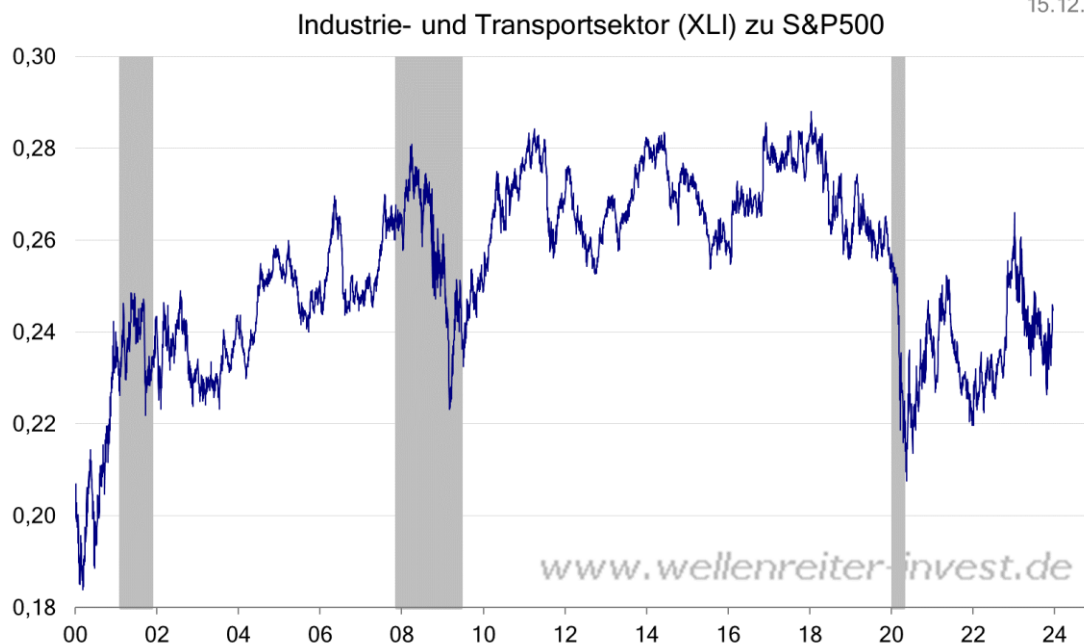


Abb. 4.25: Industrie- und Transportsektor zu S&P 500

Der Transportsektor bildet in den letzten Monaten eine negative Divergenz gegenüber den Industriewerten aus. Während der Dow Jones Industrial Average bereits ein neues Allzeithoch markiert hat, notiert der Transportation Index 6,6% darunter. Divergenzen, die sich über viele Monate gebildet haben, liefen bedeutenderen Schwächephasen des Gesamtmarktes voraus. Als Beispiele dienen die Jahre 2000, 2007/08; 2011, 2015 und 2020. Sollte sich die Divergenz zwischen Industrie- und Transportaktien in den kommenden Wochen oder Monaten nicht auflösen können, würde diese Divergenz eine frühe Warnung für eine sich bildende Schwächephase darstellen, die zu einer statistisch ungewöhnlichen Bewegung führen kann (siehe Abb. 5.22).

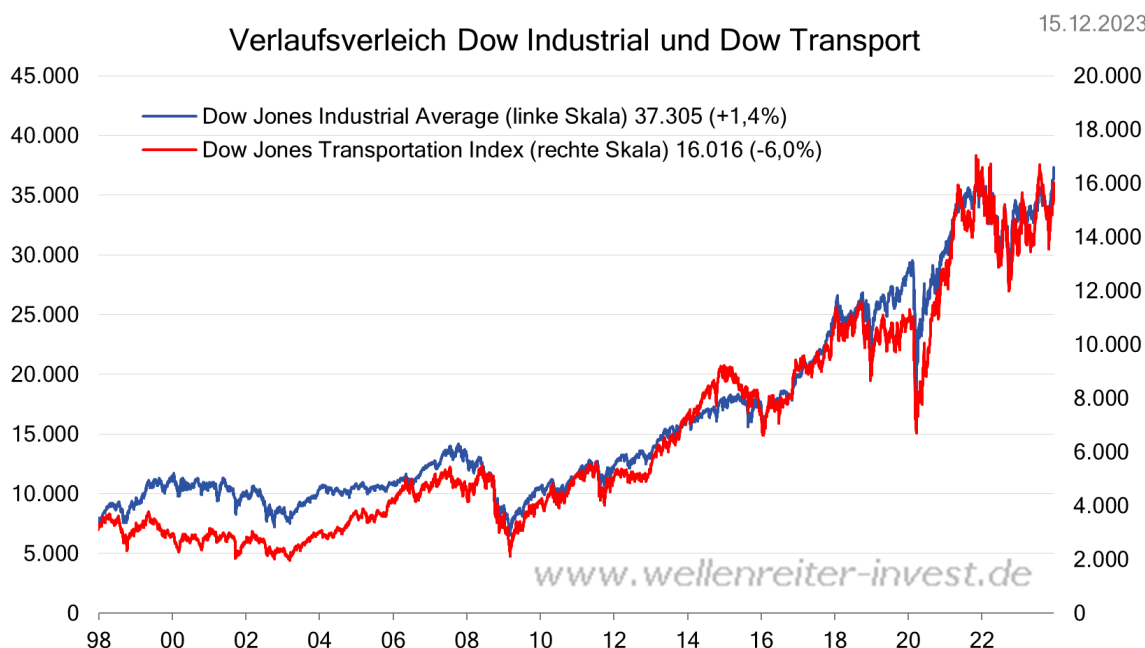


Abb. 4.26: Verlaufsvergleich Dow Industrial und Dow Transport



Während im S&P 500 die Branchen Industrie und Transport in einem Sektor zusammengefasst sind (XLI), existieren der Dow Jones Industrial Average und Dow Jones Transportation Index seit Anfang des 20. Jahrhunderts separat. Laut Dow Theorie müssen sich beide Sektoren gegenseitig bestätigen, damit Ausbrüche nachhaltig sind. Diese Regel hat sich über die vergangenen Dekaden bewährt.

Im Hinblick auf die Intermarketkorrelationen sind die beiden letzten Jahre entscheidend durch die Entwicklung der nominalen Rendite geprägt. Die Phase 1994/95 ähnelt der Phase der Jahre 2022 und 2023.

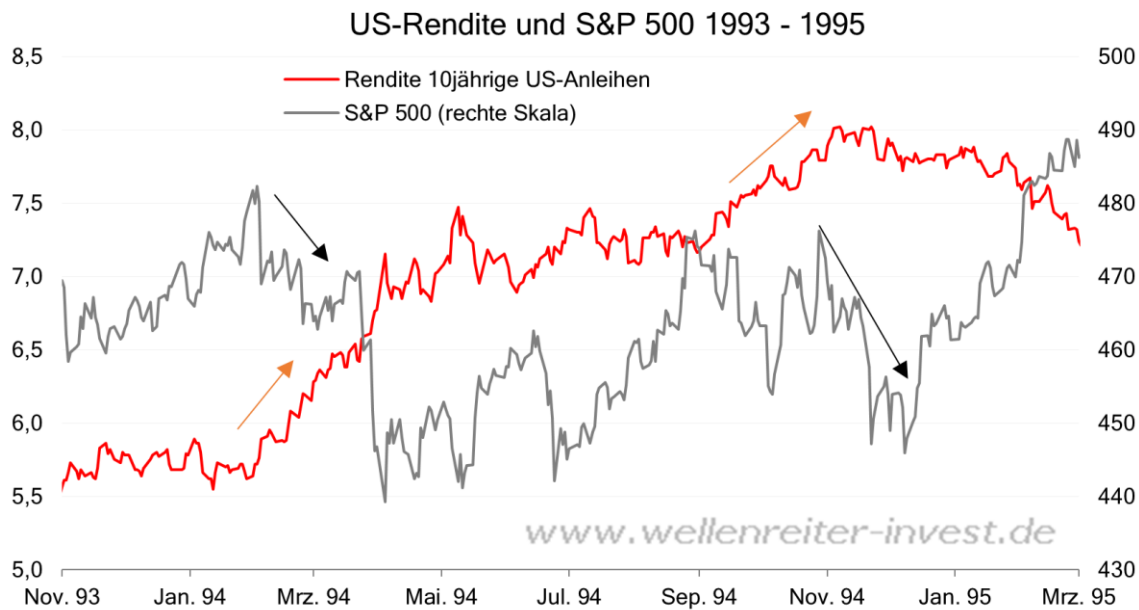


Abb. 4.27: US-Rendite und S&P 500 1993 - 1995

Der starke Renditeanstieg 1994 wurde durch eine restriktivere US-Notenbank mit Leitzinssatzerhöhungen ausgelöst. Sie senkte erst im Juli 1995 erstmals wieder den Leitzinssatz, die Aktien begannen im Dezember 1994 zu steigen, bevor sie zwischen März und Juni 1995 konsolidierten. Eine Rezession konnte damals vermieden werden. Bei einer ähnlichen Vorgehensweise der US-Notenbank wäre eine erste Zinssenkung im Mai oder Juni 2024 zu erwarten sowie eine dreimonatige Konsolidierungsphase im Vorfeld dieses Zinsschrittes.

Wir erwarten im Jahr 2024 eine Abschwächung der positiven Korrelation zwischen Aktien und Anleihenrenditen, da die Anleihenrendite im Oktober 2023 einen wichtigen Hochpunkt erreicht haben dürfte.

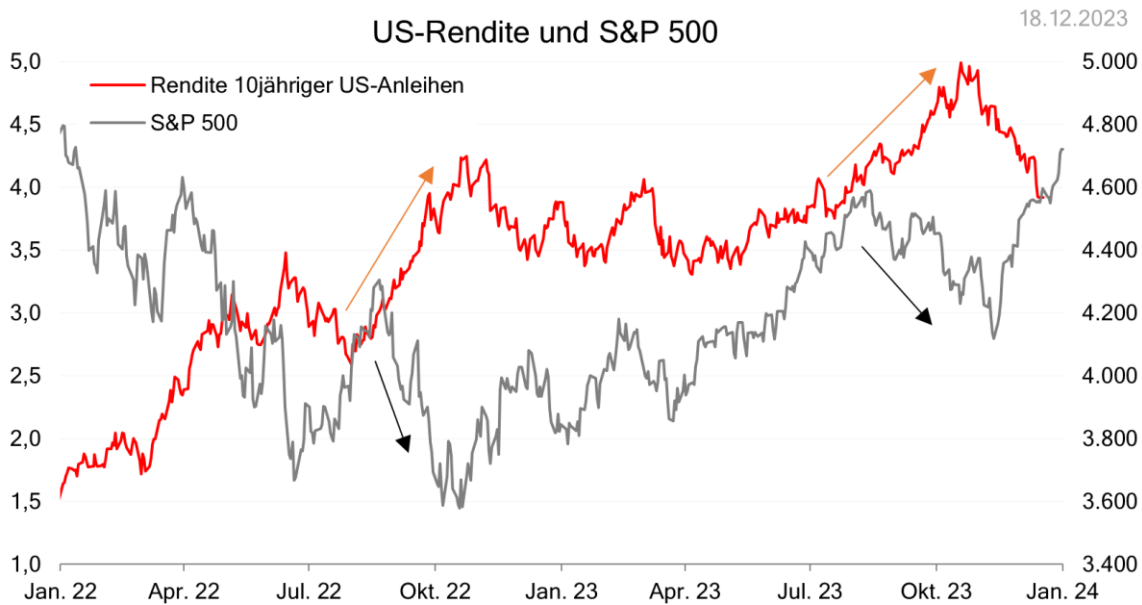


Abb. 4.28: US-Rendite und S&P 500 aktuell

Im Falle einer Rezession würden Aktien und Renditen gemeinsam fallen. Eine solche Korrelation war zuletzt im März 2023 zu beobachten, als Probleme im Bankensektor Rezessionsängste schürten.

### Marktstruktur-Indikatoren

Im Jahr 2023 wurden zwei Zweig Breadth Thrust (ZBT) Signale registriert, nämlich am 31. März und am 3. November. Ein ZBT-Signal entsteht, wenn sich die Marktbreite rasend schnell verbessert. Die technische Definition erfordert, dass der 10-Tage-EMA der steigenden NYSE-Werte, geteilt durch die Gesamtzahl steigender und fallender Werte, innerhalb von 10 Tagen oder weniger von unter 0,40 auf über 0,615 klettert. 17 solcher Signale gab es bisher nach 1945.

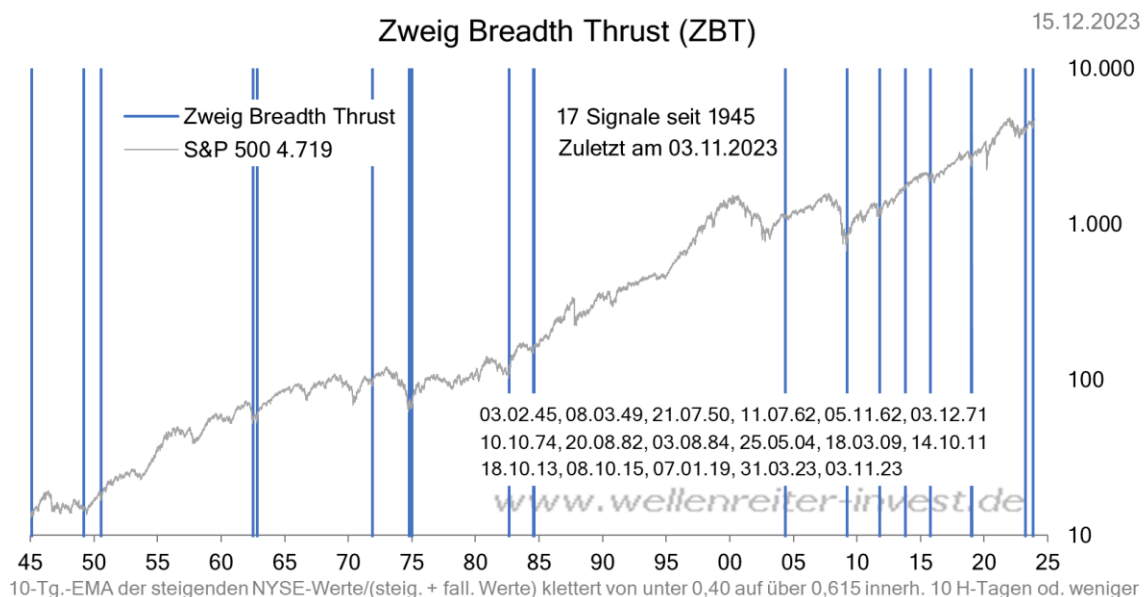


Abb. 4.29: Zweig Breadth Thrust

Nach einem Signal folgt im Durchschnitt nach drei Monaten ein Plus von 8,3 Prozent und nach 6 Monaten von 17,2 Prozent. Nach 12 Monaten lag die durchschnittliche Entwicklung bei 23,3 Prozent. Das Signal Ende März 2023 führte zu einem durchschnittlichen historischen Zuwachs. Seit 1950 verlief auch das 16. Signal mit einer Trefferquote von 100 Prozent positiv. Und auch dem jüngsten Signal vom 3. November 2023 folgte ein deutlich positiver Start in eine saisonal ohnehin überdurchschnittliche Phase. Die sechs Monate von November bis April bilden die beste Aktienmarktphase eines Jahres.

Sollte der S&P 500 das Kalenderjahr 2023 mit einem Plus von mindestens 20 Prozent beenden, dann lagen die Gewinne im Folgejahr eines ZBT-Signals bei 12 Prozent (1958), 23 Prozent (1975), 22 Prozent (1982), 14 Prozent (2009) bzw. 18 Prozent (2019). Die Stärke des abgelaufenen Kalenderjahres würde weitere Stärke mit einem überdurchschnittlichen Anstieg im Folgejahr nach sich ziehen. Das November-2023-Signal lässt statistisch eine positive Phase für das Jahr 2024 erwarten. Dabei wäre ein überdurchschnittlich positives Aktienjahr mit einem Zuwachs in der Bandbreite von 10 bis 20 Prozent möglich.

Tage mit einem NYSE-Aufwärtsvolumen von 90% oder mehr bedeuten häufig einen unteren Wendepunkt insbesondere dann, wenn die Märkte zuvor deutlich gefallen sind. Sie können aber auch eine Erschöpfung signalisieren, wenn zuvor mehrere solcher Tage aufgetreten sind. Aufwärtsvolumen ist definiert als das Gesamtvolumen aller Werte, die an einem Handelstag gestiegen sind.

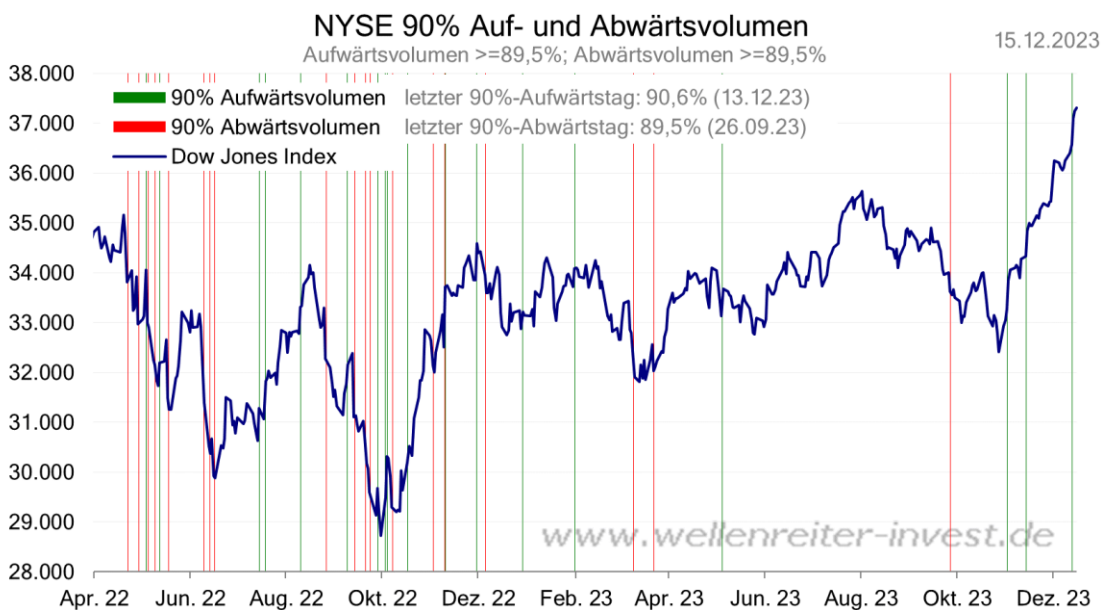


Abb. 4.30: 90%-Auf- und Abwärtsvolumen

Der 90%-Aufwärtstag vom 2. November fand zeitgleich mit dem letzten ZBT-Signal statt. Weitere 90%-Aufwärtstage folgten am 14. November und 13. Dezember. Das letzte Signal vom 13. Dezember könnte eine Konsolidierungsphase eingeleitet haben.

Das Put-Call-Ratio auf Aktien notierte zuletzt am 13.12.2023 oberhalb von 1. Werte über 1 weisen auf Tiefpunkte an den Aktienmärkten hin. Üblicherweise sind Tage mit einem solch hohen Put-/Call-Ratio auf Aktien eine Rarität und treten nach bedeutenden Preisrückgängen auf. Bereits im November und Dezember 2022 gab es auffallend viele solcher Handelstage mit hohen Angstwerten. Fast immer mittwochs wurden große Blöcke von Puts auf Einzelaktien gekauft, im Vorjahr in einer einsetzenden Aufwärtsbewegung. Die Investoren trauten dem neuen Aufwärtstrend offensichtlich nicht. In der Abwärtsbewegung von August bis Oktober gab es mehrere dieser Angsttage. Aber auch im November und selbst am 13.12. gab es außergewöhnlich große Absicherungen und damit ein Misstrauen in den Aufwärtstrend. Trendtechnisch ist diese hohe Angst positiv zu bewerten.

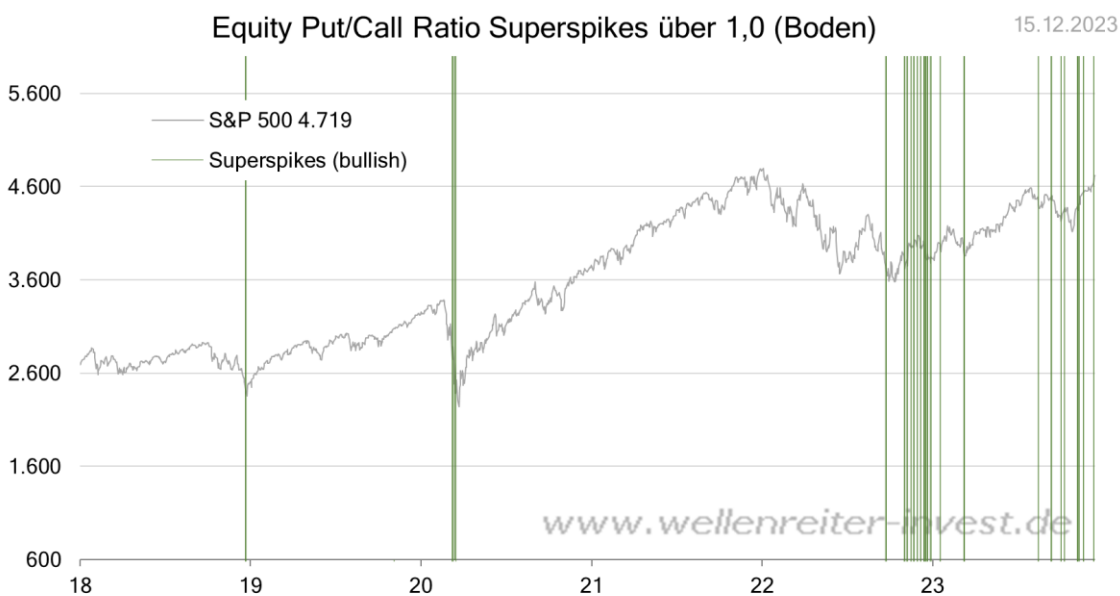


Abb. 4.31: Equity-PCR Superspikes über 1,0

Markthochs werden häufig durch Hindenburg-Omen signalisiert.

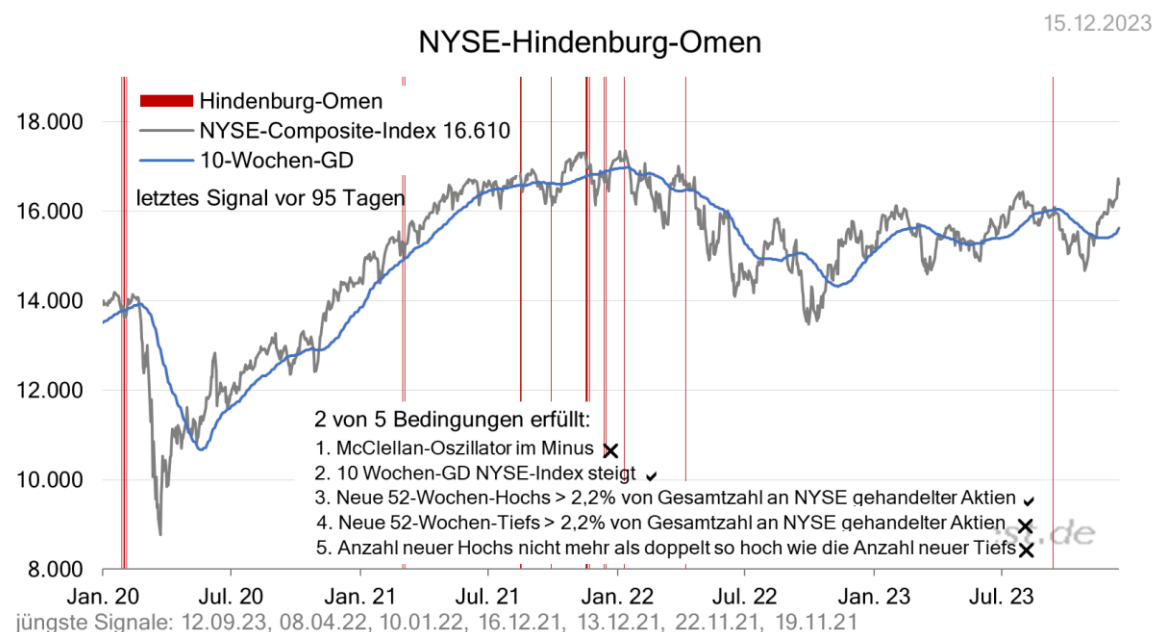


Abb. 4.32: Hindenburg-Omen NYSE

Das letzte NYSE-Hindenburg-Omen stammt vom 12. September 2023. Der Markt fiel bis Ende Oktober. Ein einzelnes Signal kann wirksam sein, aber signifikante Hochs bilden sich erst im Rahmen eines Signal-Clusters wie Ende 2021/Anfang 2022.

Der Russell-3000-Index liefert mehr Signale, hat aber durchschnittlich mehr Fehlsignalpotential.

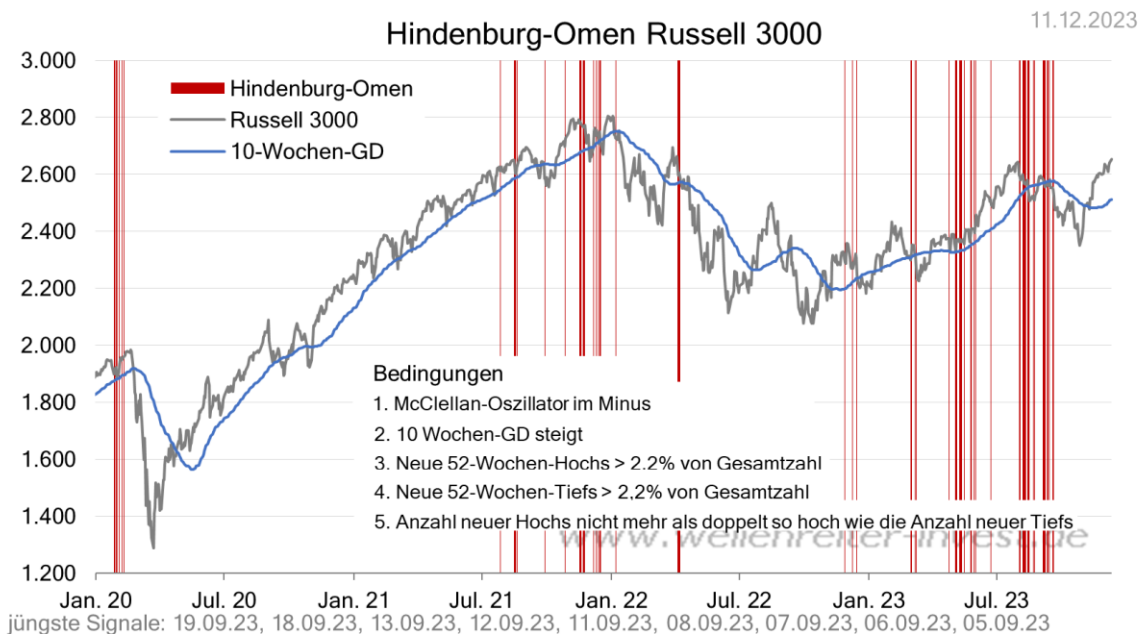


Abb. 4.33: Hindenburg-Omen Russell 3000

Signale können sich erst dann wieder ergeben, wenn der McClellan-Oszillator negativ wird. Seit Ende Oktober notiert der McClellan-Oszillator ununterbrochen im Plus.

Der Nasdaq 100 Index hat jüngst ein neues Allzeithoch und damit auch ein neues 52-Wochen-Hoch markiert.

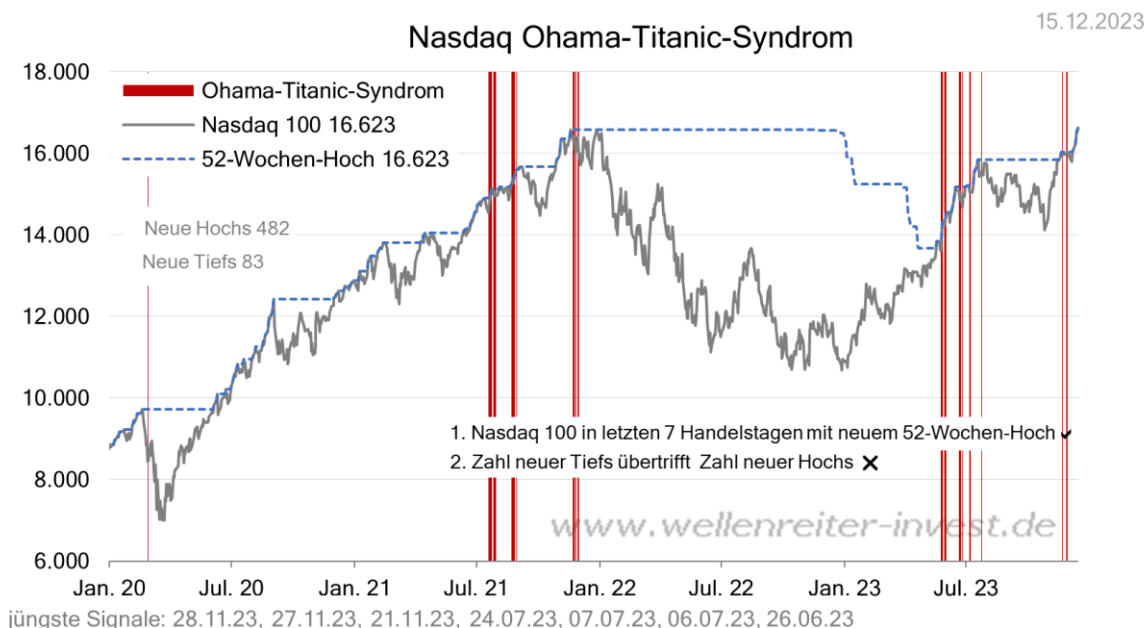


Abb. 4.34: Nasdaq-Ohama-Titanic-Syndrom

Gleichzeitig gab es aber Tage, an denen die Anzahl neuer 52-Wochen-Tiefs die Anzahl neuer 52-Wochen-Hochs übertroffen hat. Daraus resultiert das Nasdaq Ohama-Titanic-Syndrom. Diese Signale zeigen in den vergangenen Jahren Verlaufshochs zufriedenstellend an – manchmal ein wenig zu früh. Danach könnte sich im Nasdaq 100 Index in Kürze ein Verlaufshoch ergeben.

Auffällig ist zuletzt eine gewisse Schwäche in der AD-Linie des Russell 3000 Index.

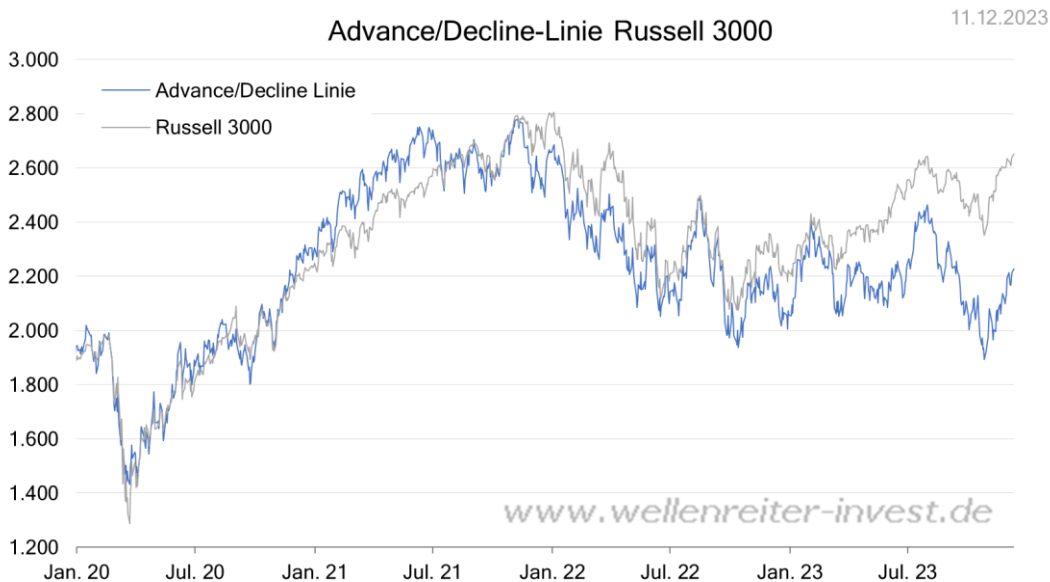


Abb. 4.35: Russell-3000-AD-Linie

Der Russell 3000 erreichte preislich sein Niveau vom Augusthoch, die AD-Linie blieb massiv darunter. Sollte der Liquiditätsentzug der Notenbanken im Jahr 2024 eine stärkere Rolle als in diesem Jahr spielen, dann müsste sich die relative Schwäche der AD-Linie fortsetzen.

Der SKEW-Index notiert mit 163 auf dem zweithöchsten Wert der vergangenen Jahre.

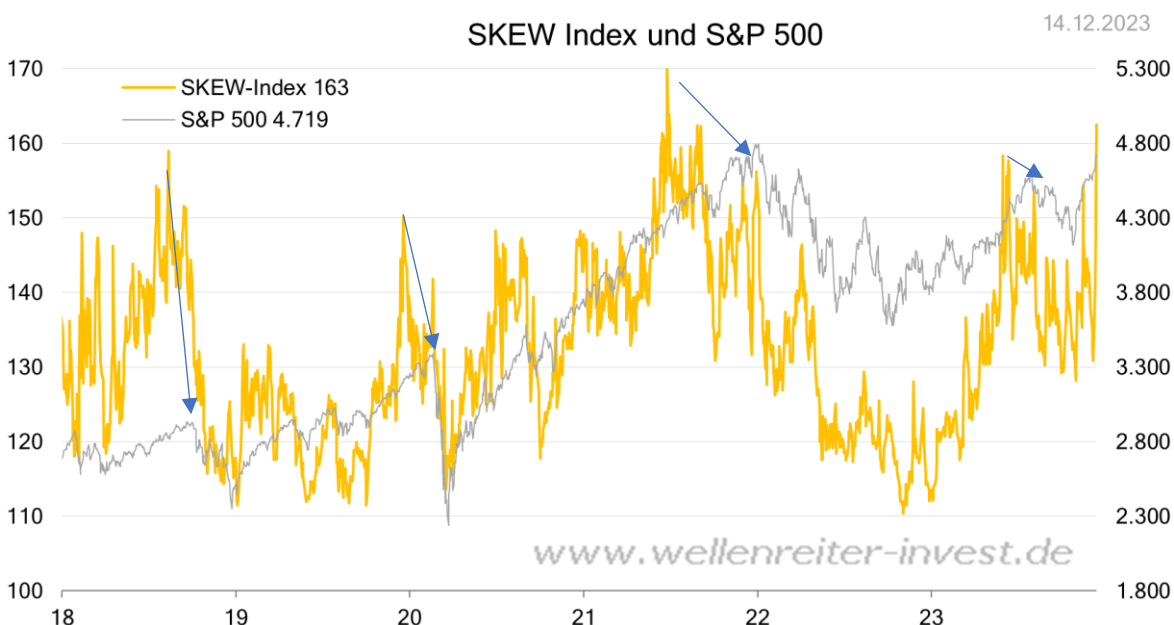


Abb. 4.36: SKEW-Index und S&P 500

Nur Mitte 2021 stieg er noch stärker. Der SKEW-Index misst das „Tailrisk“, das Risiko einer extremen Bewegung im S&P 500. Er errechnet sich aus dem Preis der nicht im Geld liegenden Optionen („Out-of-the-money-options“). Je mehr sich der SKEW der 170-Punkte-Marke nähert, desto wahrscheinlicher ist eine deutliche Marktreaktion.

Der Vorlauf des SKEW-Index kann bis zu einem halben Jahr betragen. Er ist demnach ein guter Frühindikator. Der Wert von 163 Punkten signalisiert innerhalb der kommenden sechs Monate eine korrektive Bewegung im S&P 500.

## Leit-Aktienindizes

Der MSCI Argentinien führt die Liste der Länderindizes mit einem Zuwachs von 51% vor Polen und Griechenland an. Der MSCI Deutschland (59 Komponenten aus DAX und MDAX, 85% der deutschen Marktkapitalisierung) ordnet sich international auf Rang 15 von 48 ein. Alle dargestellten Länder-Aktienmärkte sind US-Dollar basiert und überwiegend MSCI-Länder-Indizes.

Länder-Aktienmärkte 2023 (Euro)				15.12.2023	
Land (10 Tg. zuvor) 2023 in %		Land (10 Tg. zuvor) 2023 in %			
1	Argentinien (0)	+51,3	26	Kanada (-1)	+9,1
2	Polen (0)	+46,0	27	Saudi-Arabien (+1)	+9,1
3	Griechenland (0)	+38,5	28	U.K. (-1)	+6,5
4	Mexiko (0)	+36,1	29	Australien (+3)	+6,5
5	Irland (+1)	+29,5	30	Portugal (-1)	+4,9
6	Ägypten (+1)	+26,0	31	Chile (+2)	+4,8
7	Spanien (-2)	+25,8	32	Belgien (-1)	+4,6
8	Italien (0)	+24,0	33	Israel (+1)	+0,0
9	Brasilien (0)	+22,9	34	Nigeria (-4)	-0,8
10	Taiwan (0)	+22,5	35	Südafrika (+6)	-2,0
11	USA (+1)	+22,5	36	Philippinen (+1)	-2,4
12	Pakistan (-1)	+22,1	37	Indonesien (-1)	-2,8
13	Schweden (+3)	+21,1	38	V.A.R. (Dubai) (-3)	-3,1
14	Niederlande (+4)	+19,1	39	Neuseeland (-1)	-3,1
15	Deutschland (-2)	+17,6	40	Norwegen (+4)	-3,4
16	Peru (+10)	+17,2	41	Singapur (-2)	-4,2
17	Frankreich (0)	+16,9	42	Türkei (-2)	-6,0
18	Japan (-3)	+15,3	43	Finnland (+2)	-6,3
19	Indien (0)	+15,0	44	Katar (-2)	-6,8
20	Kolumbien (+1)	+14,6	45	Malaysia (-2)	-7,1
21	Österreich (-1)	+13,0	46	China (0)	-13,8
22	Südkorea (+2)	+12,5	47	Thailand (0)	-17,6
23	Schweiz (-1)	+10,9	48	Hongkong (0)	-18,3
24	Dänemark (-1)	+10,7			
25	Vietnam (-11)	+10,3			

©Wellenreiter-Invest

In Euro auf Grundlage US-Dollar-basierter Länder-ETF's (überwiegend MSCI) Euro/Dollar +0,6%

In Mexiko (4) werden viele für die USA bestimmte Güter produziert. Zudem dient Mexiko als Winterreiseziel vieler US-Amerikaner. Früher gebeutelte europäische Staaten wie Spanien (7), Irland (5) und Italien (8) notieren lediglich kurz unterhalb von Griechenland (3). Nach den Wahlen in Polen fließt Vertrauen und damit auch Kapital dort hin zurück.

Brasilien (9) produziert Jahr für Jahr mehr Erdöl für den Export. Großbritannien mit seinem hohen Grundstoffe- und Energieanteil weist nur ein leichtes Jahresplus auf (+6,5%; Platz 28). Die OPEC-Staaten Saudi-Arabien (27) und Nigeria (34) leiten den Reigen weniger gut performender Aktienmärkte ein. Katar notiert auf Platz 44, das öl-



und gasreiche Norwegen auf Platz 40, Malaysia (Öl) auf 45. Am Ende der Liste notieren mit zweistelligen Minusraten China, Thailand und Hongkong.

### S&P 500

Seit Oktober 2022 läuft der Aufwärtstrend im S&P 500. Über eine Tasse-/Henkel-Formation brach der US-Leitindex nach oben aus. Das Ziel der Formation lautet 5.600 Punkte, 17% oberhalb des aktuellen Kurses von 4.719 Punkten. Das Allzeithoch bei 4.800 Punkten offeriert einen ersten Widerstand.



Abb. 4.37: S&P 500 Monatschart

Der Abstand zur 200-Tage-Linie ist mit 9,3% moderat. Häufig läutet erst ein Abstand von 15 bis 20% eine obere Wendeformation ein.

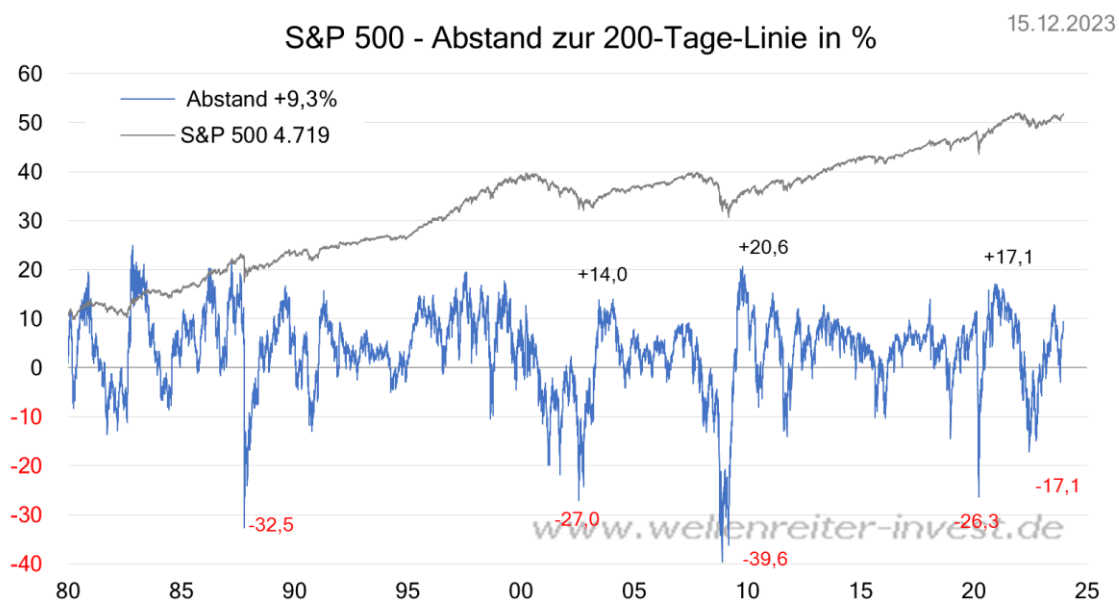


Abb. 4.38: S&P 500 – Abstand 200-Tage-Linie

## Nasdaq 100

Der Leit-Tech-Index erzielte Mitte Dezember 2023 ein neues Allzeithoch. Der Index zeigt mittelfristige relative Stärke zum S&P 500, getragen vom Anstieg der „Glorreichen Sieben“. Eine Flagge markiert häufig die Hälfte einer Bewegung.

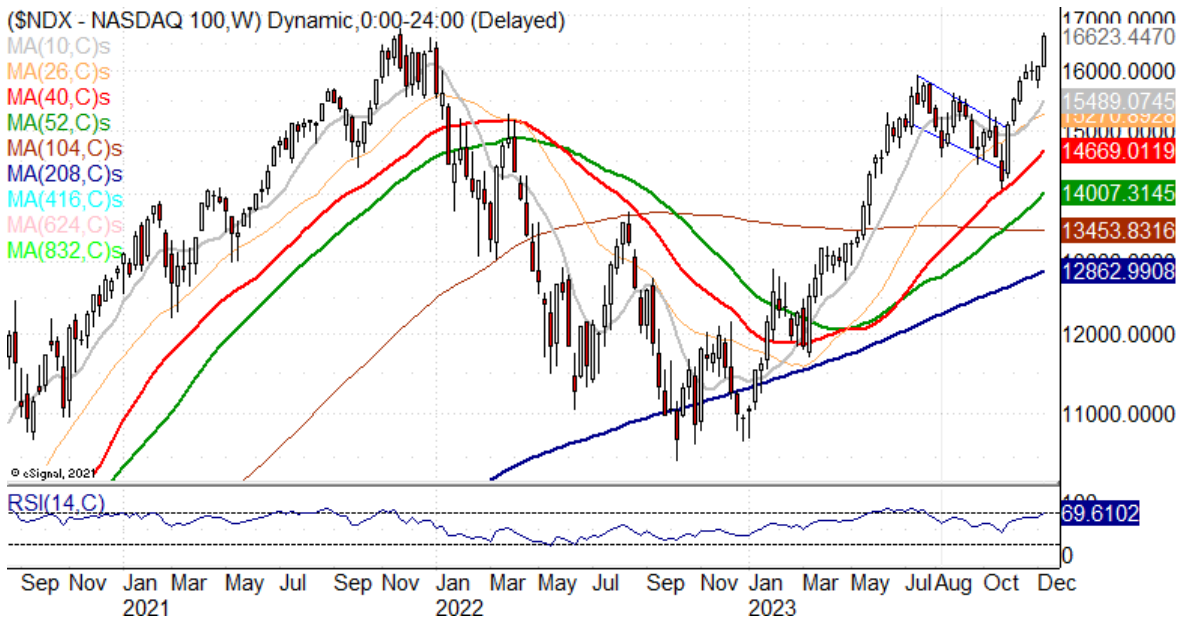


Abb. 4.39: Nasdaq 100 Index Monatschart

Dem Anstieg um 5.000 Punkte von 11.000 auf 16.000 Punkte in der ersten Jahreshälfte 2023 könnte ein Anstieg von 14.000 Punkte (Oktobertief) auf 19.000 Punkte – ebenfalls 5.000 Punkte – folgen. Dies würde ein Plus von weiteren 15% bedeuten.

## Kurs-DAX

Der Kurs-DAX (KDAX) sollte sein Allzeithoch bei 6.873 Punkten anlaufen. Danach wäre die runde Marke von 7.000 Punkten das Ziel. Die Tasse-/Henkel-Formation aus dem Jahr 2022 misst auf 7.100 Punkte. Als Kursindex ist er international vergleichbar.

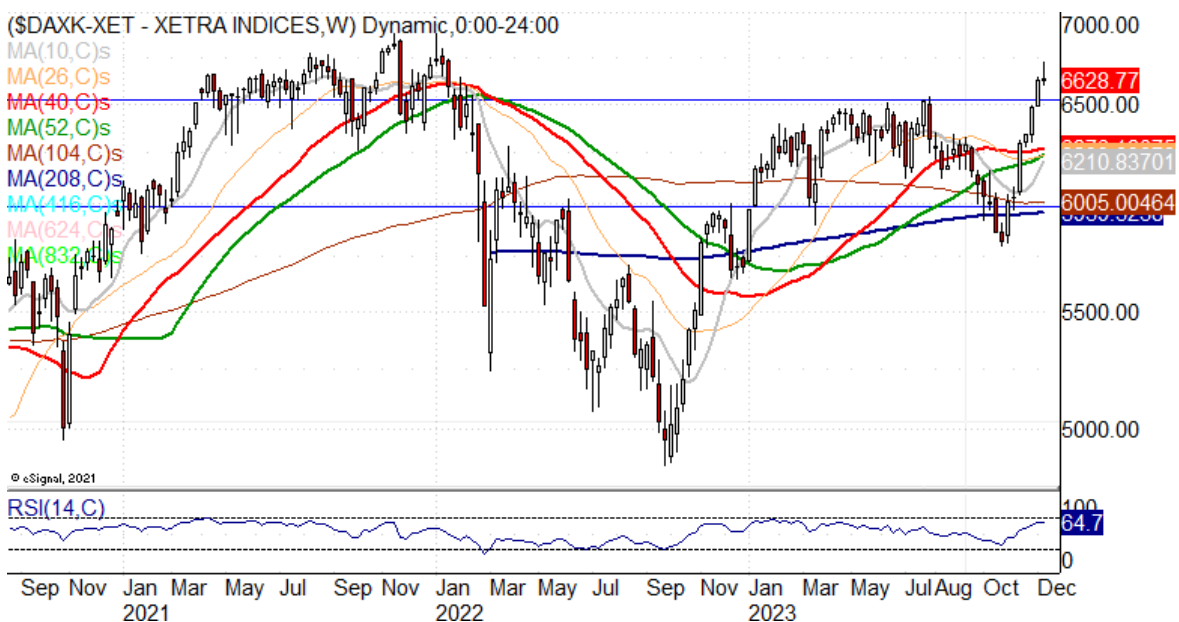


Abb. 4.40: KDAX Monatschart

Die Ratio des KDAX zum S&P 500 dreht im Herbst 2022 zugunsten des KDAX. Die Phase der Underperformance Deutschlands dauerte 15 Jahre.

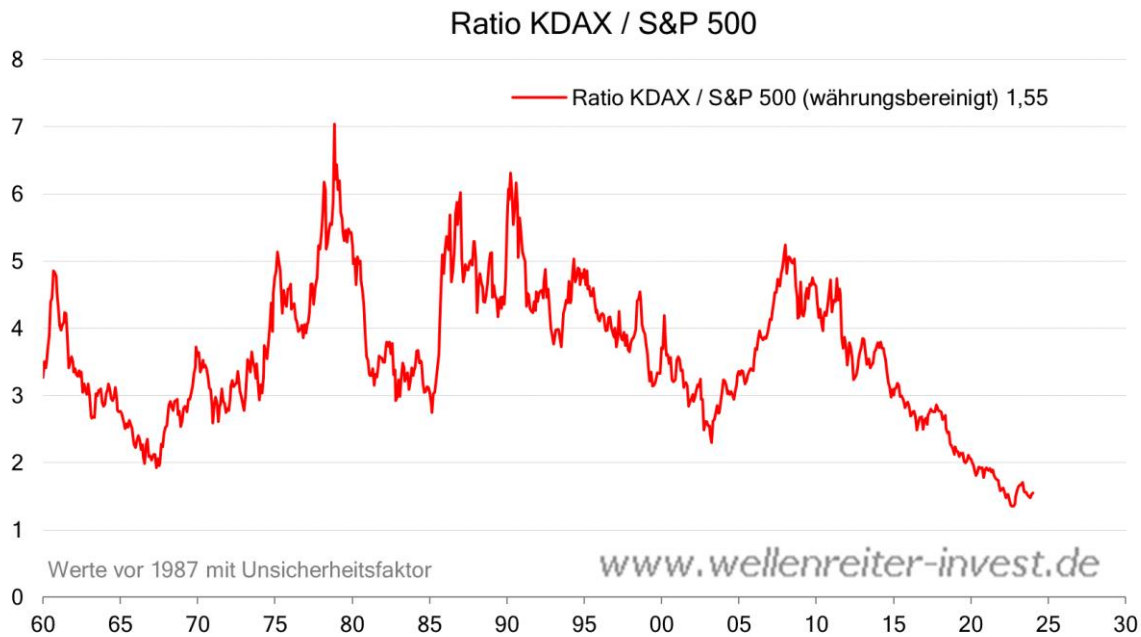


Abb. 4.41: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro

Das Platzen größerer Blasen und deren Folgen stellen wir mit dem folgenden Chart dar. Sollte der KDAX dem Dow ab 1929 folgen, dann würde er in den Jahren 1924 und 1925 deutlich steigen. Der Shanghai Composite Index folgt den bekannten Mustern. Danach hätte er noch einige Jahre der Schwäche vor sich.

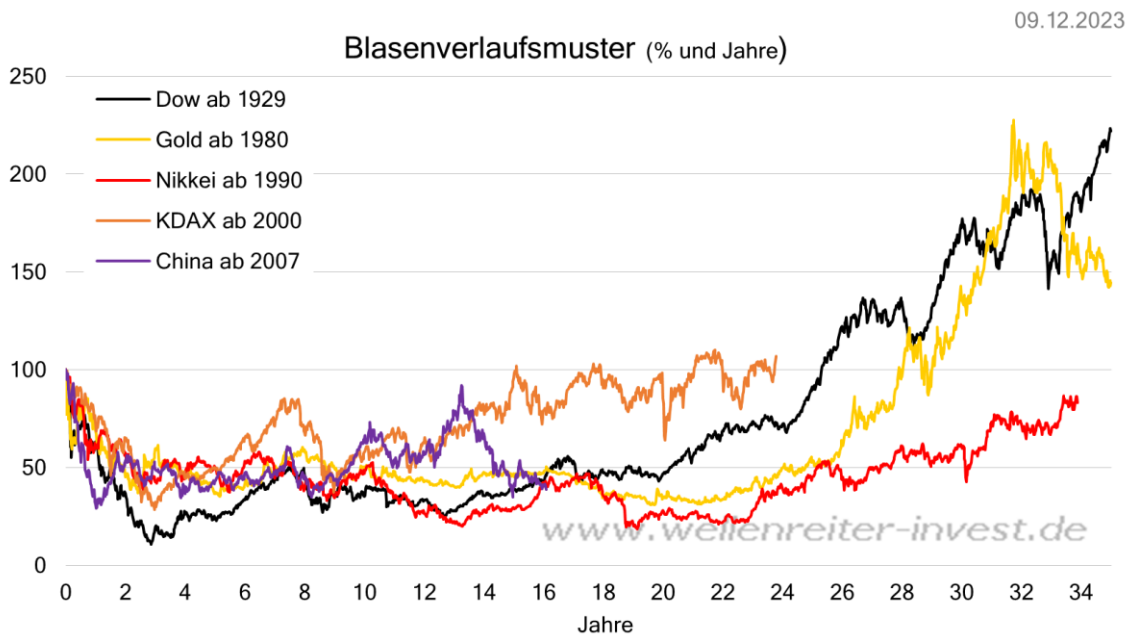


Abb. 4.42: KDAX und Blasenverlaufsmuster

## Japan

Der japanische Nikkei-Index hat sein Hochpunkt vom Juni nicht mehr übertroffen. Er dürfte seinen Weg nach oben nur dann fortsetzen können, wenn...



Abb. 4.43: Nikkei Index

... der Dollar/Yen stagniert oder steigt. Da wir annehmen, dass der Dollar/Yen nach unten tendieren wird, dürfte der japanische Aktienmarkt im Jahr 2024 ein Underperformer sein.

## Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart seit 2010



Abb. 4.44: Dollar/Yen und Nikkei Index

## China

Geradezu verzweifelt versuchten die Marktteilnehmer in den vergangenen beiden Jahren immer wieder, den Shanghai Composite Index an der psychologisch wichtigen Marke von 3.000 Punkten zu kaufen.



Abb. 4.45: MSCI China Monatschart (US-Dollar)

China zeigt extreme relative Schwäche gegenüber den globalen Aktienmärkten. Es ist unwahrscheinlich, dass auf diesem Niveau eine mittelfristig positive Trendwende stattfindet. Allerdings dürfte eine temporäre Gegenbewegung in der Nähe der Preistiefs des Jahres 2022 stattfinden.

## Indien

Der Sensex steigt wie an einer Perlenkette gezogen. Der indische Aktienmarkt ist seit Jahren einer unserer Favoriten.

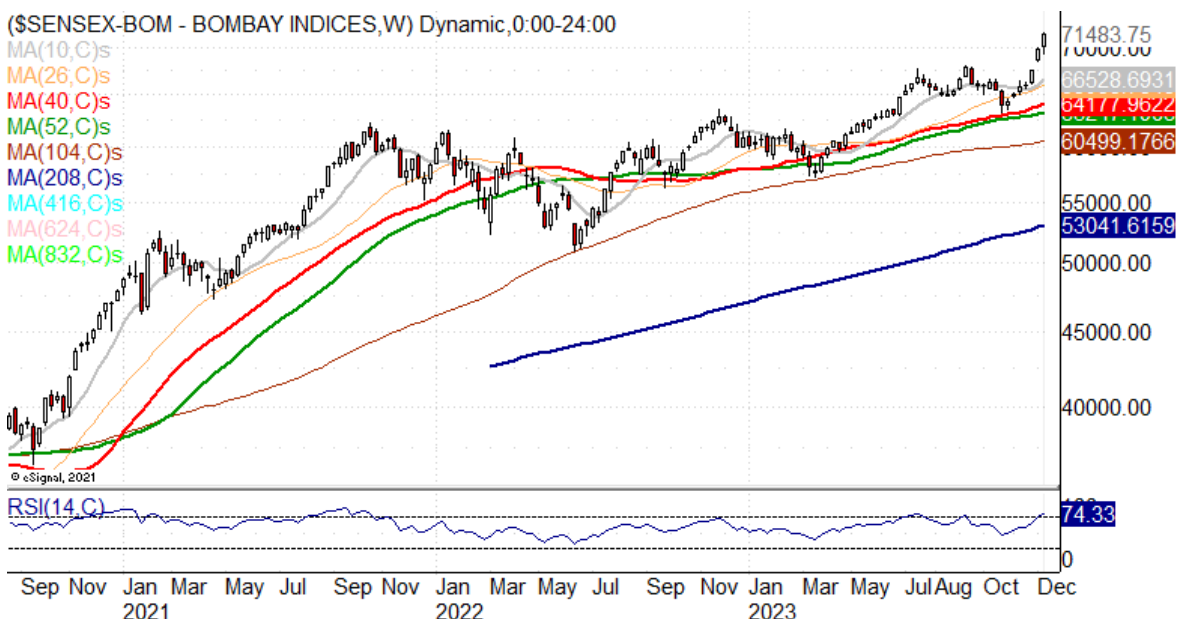


Abb. 4.46: Sensex

Der dollarbasierte Länderindex steigt aufgrund der Dollar-Stärke moderater. Er verhält sich wie einige andere europäische oder US-Indizes, aber auch hier weist die generelle Richtung nach oben.



Abb. 4.47: MSCI Indien Monatschart (US-Dollar)

### Brasilien

Die brasilianische Zentralbank hat bereits seit Anfang August den Leitzins mehrfach um insgesamt 200 Basispunkte gesenkt und dürfte diesen Zinssenkungszyklus fortsetzen. Der brasilianische Leitindex Bovespa kommt aus einer Tasse/Henkel-Formation und hat sein Allzeithoch erreicht. Die Formation verspricht einen weiteren Anstieg.

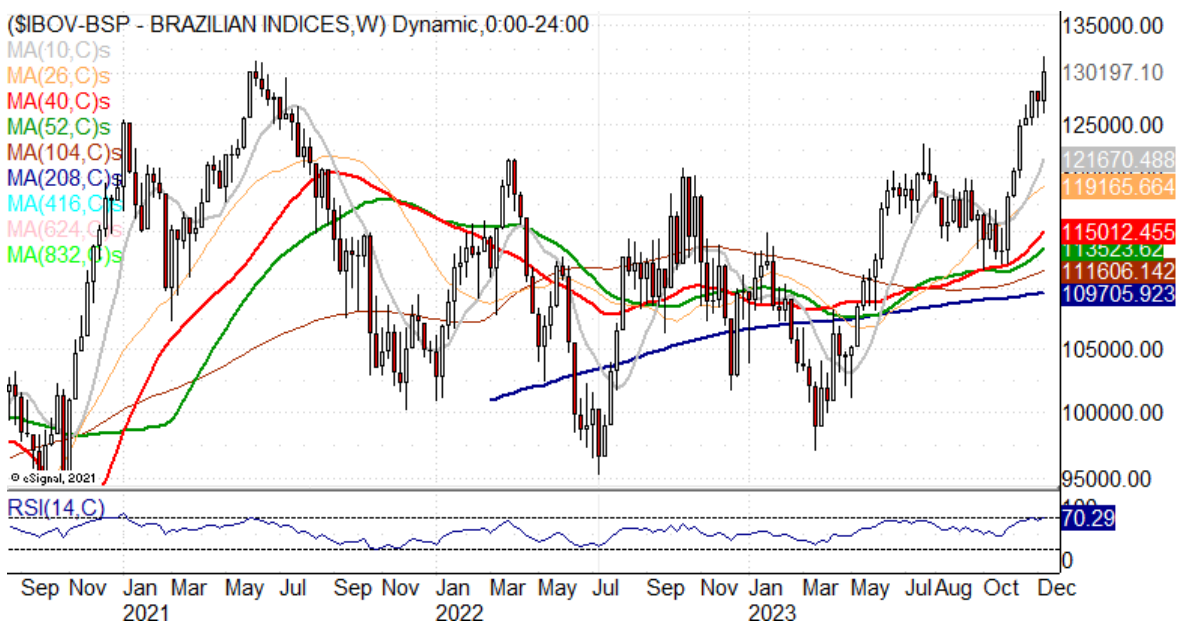


Abb. 4.48: Bovespa



Die Kursentwicklung ist in US-Dollar betrachtet in Ländern mit hohen Inflationsraten nicht ganz so stark.



Abb. 4.49: MSCI Brasilien Monatschart (US-Dollar).

Auch dieser Index bleibt konstruktiv.

## 5. Fazit für den Finanzmarkt

Aktuell läuft die Wirtschaft gut in den USA und in Japan, aber mäßig in Europa. China enttäuschte die Erwartungen in 2023 mit hohen, aber fallenden Wachstumsraten. Eine geplatze Immobilienblase hat ein deflationäres Umfeld in China geschaffen, welche das Wachstum auch im neuen Jahr belasten wird. China wird die Deflation in die Welt exportieren und damit die Inflationsraten drücken.

Der weltweite Industriesektor notiert in der Nähe von Tiefpunkten und könnte sich im Laufe des Jahres erholen. Die Industrierezession läuft übergeordnet seit dem Jahr 2018 und in den USA seit immerhin 13 Monaten. Der Dienstleistungssektor hält die Weltwirtschaft bisher zusammen. Steigende Reallöhne in 2024 kommen den Verbrauchern zugute. Im Verbund mit fallenden Inflationsraten wird sich die Konsumentenstimmung verbessern.

Die Arbeitsmärkte sind bisher stabil, auch wenn die Anzahl der Stellenanzeigen rückläufig ist und die Anzahl der Folgeanträge auf Arbeitslosenunterstützung steigt. Die Inflationsraten sind seit Oktober 2022 rückläufig. Gerade in den ersten Monaten des Jahres 2024 wird der hohe Basiseffekt die Inflationsraten sinken lassen. Die 2%-Marken könnten im Frühjahr sowohl in den USA als auch in Europa nahezu erreicht werden.

Die Kernraten der Inflation bleiben im ersten Halbjahr oberhalb der Inflationsrate, bilden sich aber auch aufgrund der Basiseffekte vor allem in den ersten vier Monaten 2024 deutlich zurück. „Higher für longer“ ist gestorben, die Zinslaufzeiten von 2 bis 10 Jahren fallen bereits seit Mitte Oktober deutlich. Ein Bounce ist nicht erkennbar.

Die Zentralbanken sind keine Vorreiter. Sie ziehen nach und beenden den Zinserhöhungszyklus widerstrebend, die USA wohl eher als Europa. Japan geht den entgegengesetzten Weg und straft die Geldpolitik moderat. Fallende Zinsen beflügeln die Immobilienmärkte und lassen die Ängste finanziell angeschlagener Unternehmen schwinden.

Der Euro/Dollar als Risikoindikator macht die scharfe Aufwärtsbewegung der Aktienmärkte seit Ende Oktober nicht so richtig mit. In US-Wahljahren tendiert der Euro/Dollar zur Schwäche. Der US-Dollar-Index verfügt an der bald ins Blickfeld rückenden 100-Punkte-Marke über eine große Unterstützung, von der wir annehmen, dass sie hält. Stiege der US-Dollar-Index erneut, würde dies eine wirtschaftliche Abschwächung signalisieren. Der Dollar/Yen ist in allen Facetten bei 150 oben gewesen. Er sollte auf 125 fallen. Eine Reduzierung des Yen/Carry-Trades erfolgt, Liquidität reduziert sich.



Der steile Anstieg des Open Interest in Bitcoin spricht für ein Preishoch im Verlauf der kommenden Wochen. Bitcoin als Risk-on-Indikator gibt wichtige vorauslaufende Signale für die Aktienmärkte.

Rohstoffpreise zeigen über längere Zeiträume relative Schwäche zur US-Inflationsrate. Gold, Silber und Kupfer markieren in Wahljahren ihre Jahreshochs häufig bereits im März. Die Getreidesorten sind angesichts eines sich abbauenden El-Nino Kandidaten für ein Preistief, Orangensaft könnte sich vom Hoch aus halbieren.

Seit Ende Oktober 2023 laufen die Aktienmärkte mit einem hohen Momentum nach oben. Fallende Renditen am langen Ende und damit verbundene Leitzinssenkungserwartungen waren einer der Auslöser. Momentum bricht nicht einfach in sich zusammen. Der Aufwärtstrend könnte sich zu Beginn des Jahres 2024 fortsetzen. Das Sentiment hat seinen Siedepunkt noch nicht erreicht.

Aus Sektorensicht sind die zyklischen Werte gerade erst ins Laufen gekommen, genauso wie Broker-, Halbleiter- und Nebenwerte. Alle Unternehmen profitieren von fallenden Zinsen. Die US-Wirtschaft bewegt sich in einer disinflationären Goldilocks-Umgebung. Bevor das Momentum dreht, könnte der S&P 500 die Marke von 5.600 Punkten erreichen, was einem Anstieg um 17% gleichkommt.

Ein solcher Anstieg würde dem durchschnittlichen Anstieg des ZBT-Signals entsprechen. Der Nasdaq 100 könnte relative Schwäche zum S&P 500 zeigen, indem er einen verhalteneren Anstieg zeigt. Eine nachhaltige Erholung des chinesischen Aktienmarktes erscheint fraglich, da die relative Schwäche in den letzten Wochen gegenüber Europa und den USA extrem stark ausfiel.

Der Konsensus der Investoren liegt mittlerweile bei einem „Soft-/No Landing“, die Rezessionsorgen sind stark rückläufig gewesen. Anders als Ende des vergangenen Jahres ist die Stimmung aus dem Analystenkreis gut, die Prognosen für 2024 moderat positiv, Joe Biden würde profitieren.

Das starke Momentum der Märkte dürfte allerdings nicht das ganze Jahr 2024 andauern. Es wird zu Rückfällen kommen, möglicherweise bereits mit einem Hochpunkt im Januar als Ausgangspunkt einer konsolidierenden Bewegung. Eine Rezession erscheint uns in den USA im ersten Halbjahr 2024 unwahrscheinlich.

Trotzdem darf das sich aus einer inversen Zinsstrukturkurve ergebene Rezessionsrisiko nicht aus den Augen verloren werden. Solange die Zinsstrukturkurve invers ist, fehlt einer potentielle Rezession der Auslöser. Eine Rezession bildete sich oftmals erst dann, wenn die Zinsstrukturkurve wieder in den positiven Bereich gestiegen ist.

Der Spread zwischen der zwei- und zehnjährigen Rendite ist seit Ende Oktober von -11 auf -51 Basispunkte gesunken. Er deutet damit kein unmittelbares Rezessionsrisiko an. Solange die US-Notenbank restriktiv agiert, wird die Inversion der Zinsstrukturkurve bestehen bleiben. Erst nach einem wahrscheinlich im zweiten Quartal 2024 einsetzenden Zinssenkungszyklus kann sich die Inversion gegebenenfalls auflösen. Eine solche Situation würde die Investoren im zweiten Halbjahr 2024 überraschen, da die statistische Seite am Aktienmarkt für diesen Zeitraum sehr positiv ausfällt.

Sowohl in Wahl- wie auch in Viererjahren lautet die Devise „Buy in May and stay“. Der Aktienmarktverlauf würde im Falle einer Rezession charttechnisch „abknicken“. Nach dem Anstieg zum Sommer hin würde - analog zu unserem Verlaufsvergleich der 1950/60er Jahre - im Herbst eine 20%-Abwärtsbewegung bevorstehen. Eine solche würde die Wahlchancen der Republikaner stark erhöhen. Die Märkte in den USA, Europa, Japan und China würden im Herbst ein gemeinsames Tief ausbilden. Ohne Rezession sehen wir ein starkes drittes und viertes Quartal voraus. Divergenzen werden den Weg pro oder kontra Rezession weisen.

#### *Erstes Quartal*

Die Investoren starten mit Optimismus in das neue Jahr, gerade die unbeliebten Sektoren sind gesucht, während die starken Performer des Jahres 2023 zunächst schwächeln. Die Investoren werden für den extremen Underperformer China zu Jahresbeginn etwas zuversichtlicher, davon profitieren die Rohstoffwerte im ersten Quartal. Es handelt sich bei der Entwicklung des chinesischen Aktienmarktes nur um ein Strohfeuer. Der sich in der Bodenbildung befindende Ölpreis beginnt auch anzuziehen. Die Notenbanken der FED und EZB bleiben zunächst abwartend mit einer ersten Leitzinssatzsenkung. Der US-Aktienmarkt mit einem Hochpunkt im Januar beginnt eine Konsolidierung, die Renditen absolvieren eine Gegenbewegung nach dem starken Rückgang der letzten Wochen.

#### *Zweites Quartal*

Rezessionsängste sind nicht zu spüren, die Inflation hat sich in den ersten Monaten weiter ermäßigt, so dass die Notenbank ohne Druck agieren, aber signalisieren, dass sie die Zinszügel etwas lockern werden, während sie den Bilanzabbau weiter fortsetzen. „Buy in May and stay“ ist das Motto der Investoren, die die erste Zinssenkung der US-Notenbank im zweiten Quartal antizipieren. Die EZB schließt sich der FED an. Die lang laufenden Renditen sinken im Umfeld der ersten Leitzinssatzsenkung.

### *Drittes Quartal*

Die Sommerrally am Aktienmarkt erfreut die Investoren. Zu diesem Zeitpunkt müssen die Investoren darauf achten, ob sich bedeutendere Divergenzen am Aktienmarkt bilden und inwiefern sich die inverse Zinsstrukturkurve bereits auflöst. Die Notenbanken nehmen den Leitzinssatz weiter nach unten. Die FED beginnt im Vorfeld der Präsidentschaftswahl mit einer Zinspause, um ihre politische Neutralität zu signalisieren. Nur im Falle einer begonnenen Rezession würde sie wie in 2008 deutlich reagieren müssen.

### *Viertes Quartal*

Der Aktienmarkt entwickelt sich positiv, die „Wahlrally“, die kurz vor den US-Präsidentschaftswahlen einsetzt, erinnert die Investoren an die scharfen Aufwärtsbewegungen von 2022 und 2023. Dieses Momentum wird sich allerdings im Jahr 2024 nicht wiederholen. Der Ölpreis kann sich im Falle eines sich abzeichnenden kälteren Winters von seiner Schwächephase, die üblicherweise im Vorfeld der Wahl einsetzt, abkoppeln und würde selbst zu einer Jahresendrally ansetzen, die letztendlich die Aufwärtskräfte am Aktienmarkt begrenzt. Im positiven Verlauf ohne Rezessionsüberraschung im zweiten Halbjahr 2024 legt der US-Aktienmarkt mit einem prozentual zweistelligen Zuwachs ein überdurchschnittliches Jahr hin.

## **6. Unsere 10 Thesen für 2024**

### **1. "Buy in May and stay"**

Die US-Aktienmärkte konsolidieren den starken Anstieg am Jahresende 2023 beginnend im ersten Quartal bis in das zweite Quartal. Statt „Sell in May...“ lautet das Motto in 2024 umgekehrt „Buy in May and stay“.

### **2. Die US-Inflationsrate fällt im Frühjahr in den Bereich um 2 Prozent**

Die US-Inflationsrate fällt bis April in den Bereich um 2 Prozent, die Kernrate bleibt allerdings darüber. Auch in Europa nähert sich die Inflationsrate dem offiziellen Ziel von 2 Prozent an.

### **3. Globale Notenbanken werden expansiver**

Die Fed gibt im zweiten Quartal 2024 das Startsignal für Leitzinssatzsenkungen, die EZB wird ihr folgen. Japans Sonderweg findet global keine Nachahmer. Der Bilanzabbau wird fortgesetzt.

### **4. Der Ölpreis befindet sich in der Bodenbildung**

Der „US-Regierungs-Put“ wirkt auf der Unterseite in der Nähe der Jahrestiefs 2023. Das Risiko eines weiteren Preiskriegs innerhalb der OPEC+-Länder existiert, dürfte aber auch im Hinblick auf die US-Wahlen von Seiten Saudi-Arabiens nicht ausgelöst werden. Der Ölpreis wird in Jahr 2024 im Rahmen der Handelsspanne des Jahres 2023 liegen.

### **5. Bitcoin bleibt Indikator für die Risikofreudigkeit der Investoren**

Bitcoin profitiert bereits von der Aussicht auf die Auflegung eines ETFs und dem Halving beim Mining. Neue historische Rekordhochs sind in 2024 nicht zu erwarten.

### **6. China enttäuscht beim Wirtschaftswachstum und exportiert Deflation**

Die geplatzte Immobilienblase belastet das Wirtschaftswachstum auch im Jahr 2024. Die Konjunkturstützung der Regierung hilft dem Wachstum nur leicht. Der Rutsch in die Deflation erfordert mehr politische Unterstützung, die zunächst nicht erfolgt. Im Export drücken die Chinesen die Preise nach unten und tragen damit zu einem Rückgang der Inflation bei.

## **7. US-Dollar/Yen fällt Richtung 125**

Der US-Dollar/Yen hat ein Doppelhoch bei 150 ausgebildet, der sinkende Zinssfad gegenüber den USA drückt das Währungspaar und stellt eine Belastung für den Nikkei dar, der in 2024 kein Outperformer ist.

## **8. Die Auflösung der inversen Zinsstrukturkurve verzögert sich**

Die US-Zinsstrukturkurve wird die längste Phase in der US-Geschichte invers sein. Die vorsichtige Herangehensweise der US-Notenbank führt im ersten Halbjahr 2024 zu einer anhaltend inversen Struktur. Eine Auflösung im zweiten Halbjahr erscheint möglich, wenn die Fed mehr Zinsschritte nach unten vornehmen würde.

## **9. Die Stimmung in Europa verbessert sich**

Die Einkaufsmanagerindizes liegen auf historisch sehr niedrigem Niveau und werden sich in 2024 verbessern. Die Allokation in europäische Aktien wird von den globalen Fondsmanagern wieder erhöht. Auch die Konsumentenstimmung verbessert sich.

## **10. Preis für Orangensaft halbiert sich**

Bei nachwachsenden Rohstoffen halten sich Phasen mit extremen Preisanstiegen nicht lange und werden hart korrigiert. Orangensaft wird sich halbieren. Dagegen befindet sich der Weizenpreis in einer Phase der Bodenbildung.

## **Disclaimer**

Für die Richtigkeit sämtlicher Inhalte übernehmen wir keine Garantie. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann daher nicht übernommen werden. Die von uns gelieferten Informationen nutzen Sie auf eigenes Risiko. Wir garantieren 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 vorherige 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) sowie des Internationalen Clubs Frankfurter Wirtschaftsjournalisten (ICFW).

## Abbildungsverzeichnis

- Abb. 1.1: US-BIP-Wachstum und GDPNow  
Abb. 1.2: Nominales US-BIP-Wachstum  
Abb. 1.3: US-Leitzinserwartungen  
Abb. 1.4: EZB-Leitzinserwartungen  
Abb. 1.5: Leitzinsentwicklung Fed, EZB, Japan  
Abb. 1.6: US-Staatsverschuldung in % vom BIP längerfristig  
Abb. 1.7: High-Yield-Spread und US-Dollar-Future  
Abb. 1.8: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen  
Abb. 1.9: US-Renditen unterschiedliche Laufzeiten  
Abb. 1.10: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne  
Abb. 1.11: Inversionsdauer  
Abb. 1.12: ISM verarbeitendes Gewerbe und ISM-Dienstleistungsindex  
Abb. 1.13: S&P Global Euroraum  
Abb. 1.14: Ifo-Index  
Abb. 1.15: Ifo-Index und KDAX  
Abb. 1.16: Caixin China PMI  
Abb. 1.17: Einkaufsmanager-Indizes Dienstleistungen  
Abb. 1.18: US-Inflationsrate und US-Rezessionen seit 1950  
Abb. 1.19: 5-Year US-Breakeven-Inflationsrate  
Abb. 1.20: Baltic Dry Index und Freightos Baltic Index  
Abb. 1.21: Inflationsrate Euroraum  
Abb. 1.22: Inflationsrate USA Prognose  
Abb. 1.23: Basiseffekt USA  
Abb. 1.24: Inflationsrate Euroraum Prognose  
Abb. 1.25: Basiseffekt Euroraum  
Abb. 1.26: Kern-Inflationsrate Euroraum  
Abb. 1.27: Inflationsrate und S&P 500 seit 2000  
Abb. 1.28: US-Geldmengenwachstum und Inflationsrate  
Abb. 1.29: Folgeanträge auf US-Arbeitslosenhilfe  
Abb. 1.30: US-Stellenanzeigen Indeed  
Abb. 1.31: US-Stundenlohn  
Abb. 1.32: Indeed-Löhne und Gehälter-Tracker  
Abb. 1.33: Veränderungsrate Stundenlohn und US-Leitzins  
Abb. 1.34: US-Baubeginne und NAHB-Housing-Index  
Abb. 1.35: US-Hausbaumarkt-Preisindizes  
Abb. 1.36: Zinssatz US-Baukredit 30 Jahre  
Abb. 1.37: Immobilienmarkt Deutschland  
Abb. 1.38: XHB-Homebuilder-Index  
Abb. 1.39: 30-Jahres-Zyklus Rendite  
Abb. 1.40: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen  
Abb. 1.41: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten  
Abb. 1.42: Renditen Asien/Schwellenländer  
Abb. 1.43: Renditen Japan
- Abb. 2.1. Euro/Dollar und KDAX  
Abb. 2.2: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Euro/Dollar  
Abb. 2.3: Nominaler und realer Zinssatz Euroraum  
Abb. 2.4: Realzins-Differenz Europa/USA und Kursverlauf Euro/Dollar  
Abb. 2.5: Euro/Dollar seit 1980



Abb. 2.6: Euro/Dollar kurzfristig  
Abb. 2.7: Euro/Dollar saisonal  
Abb. 2.8: US-Dollar-Index Chart  
Abb. 2.9: US-Dollar-Index seit 1980  
Abb. 2.10: US-Dollar-Index Chart lang  
Abb. 2.11: Dollar/Yen und US-Rezessionen  
Abb. 2.12: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen  
Abb. 2.13: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen  
Abb. 2.14: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen  
Abb. 2.15: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Dollar/Yen  
Abb. 2.16: Dollar/Yen Wochenchart  
Abb. 2.17: EUR/CHF  
Abb. 2.18: Bitcoin und S&P 500  
Abb. 2.19: Bitcoin Open Interest  
Abb. 2.20: Bitcoin seit 2010  
Abb. 2.21: Bitcoin-Halbierungen  
Abb. 2.22: Bitcoin und S&P 500  
Abb. 2.24: Bitcoin Wochenchart  
Abb. 2.25: Solana Blasenmuster  
Abb. 2.26: Solana/Bitcoin-Ratio  
Abb. 3.1: Kupfer inflationsbereinigt  
Abb. 3.2: Kupfer und Rezessionen  
Abb. 3.3: Solarmodulpreis  
Abb. 3.4: CRB-Index seit 1970  
Abb. 3.5: CRB-Index inflationsbereinigt  
Abb. 3.6: Energiepreise in MMBtu  
Abb. 3.7: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)  
Abb. 3.8: US-Erdöl-Produktion  
Abb. 3.9: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch  
Abb. 3.10: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und -Förderung und Ölpreis  
Abb. 3.11: ONI-Index  
Abb. 3.12: ONI-Index und WTI-Crude  
Abb. 3.13: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)  
Abb. 3.14: WTI Crude Open Interest  
Abb. 3.15: WTI Crude Open Interest  
Abb. 3.16: WTI Crude und 10jährige US-Rendite  
Abb. 3.17: WTI Crude Terminkontrakte  
Abb. 3.18: WTI Crude Kontraktdifferenz  
Abb. 3.19: WTI Crude Strategische Öl-Reserve  
Abb. 3.20: WTI Crude und Rezessionen  
Abb. 3.21: WTI Crude Tageschart  
Abb. 3.22: Erdgas Rotterdam TTF  
Abb. 3.23: Erdgas Rotterdam TTF und Spot-Preis  
Abb. 3.24: US-Erdgas  
Abb. 3.25: Metalle-Futures  
Abb. 3.26: Lithiumkarbonat  
Abb. 3.27: Gold  
Abb. 3.28: Goldminenindex HUI  
Abb. 3.29: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)  
Abb. 3.30: Gold Open Interest  
Abb. 3.31: Gold Großspekulanten

Abb. 3.32: Euro/Dollar und Gold  
Abb. 3.33: Silber  
Abb. 3.34: Saisonaler Verlauf Silber  
Abb. 3.35: Silber Großspekulanten  
Abb. 3.36: Kupfer langfristig  
Abb. 3.37: Kupfer und WTI Crude  
Abb. 3.38: Kupfer Saisonalität  
Abb. 3.39: Kupfer Großspekulanten  
Abb. 3.40: Agrar-Futures  
Abb. 3.41: Orangensaft-Future  
Abb. 3.42: Weizen  
Abb. 3.43: ONI-Index und Weizen  
Abb. 3.44: Weizen Großspekulanten  
Abb. 4.1: Q-Ratio  
Abb. 4.2: Fed-Modell  
Abb. 4.3: Dow Jones Index Verteilung Wahljahre (prozentuale Veränderung)  
Abb. 4.4: Zusammensetzung US-Kongress seit 1945  
Abb. 4.5: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus  
Abb. 4.6: Dow Jones Index – Durchschnittsverl. Wahljahre demokrat. Präsidenten erste Wahlperiode  
Abb. 4.7: Dow Jones Index - Wahljahre seit 2000  
Abb. 4.8: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Wahljahre seit 1897 (Verlauf in Prozent)  
Abb. 4.9: Dow Jones Index Verteilung 4er-Jahre (prozentuale Veränderung)  
Abb. 4.10: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 4er-Jahre seit 1904  
Abb. 4.11: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 4er-Jahre seit 1904  
Abb. 4.12: Dow Jones Index – Durchschnittsverlauf 4er Jahre, die gleichzeitig Wahljahre sind  
Abb. 4.13: Bullenmärkte Dow Jones Index  
Abb. 4.14: Vier-Jahres-Zyklus  
Abb. 4.15: Dow Jones Index 50er-Jahre-Vergleich  
Abb. 4.16: NAAIM-Exposure-Index  
Abb. 4.17: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAI-Umfrage)  
Abb. 4.18: S&P 500 Sektoren-Performance 2023  
Abb. 4.19: Russell 1000 Growth/Value  
Abb. 4.20: US-Halbleiterindex Wochenchart  
Abb. 4.21: Stoxx Europe 600-Sektoren-Performance 2023  
Abb. 4.22: Idealisierter Konjunkturzyklus Stockcharts.com  
Abb. 4.23: Wertentwicklung US-Indizes  
Abb. 4.24: Ratio Russell 2000/S&P 500  
Abb. 4.25: Industrie- und Transportsektor zu S&P 500  
Abb. 4.26: Verlaufvergleich Dow Industrial und Dow Transport  
Abb. 4.27: US-Rendite und S&P 500 1993 - 1995  
Abb. 4.28: US-Rendite und S&P 500 aktuell  
Abb. 4.29: Zweig Breadth Thrust  
Abb. 4.30: 90%-Auf- und Abwärtsvolumen  
Abb. 4.31: Equity-PCR Superspikes über 1,0  
Abb. 4.32: Hindenburg-Omen NYSE  
Abb. 4.33: Hindenburg-Omen Russell 3000  
Abb. 4.34: Nasdaq-Obama-Titanic-Syndrom  
Abb. 4.35: Russell-3000-AD-Linie  
Abb. 4.36: SKEW-Index und S&P 500  
Abb. 4.37: S&P 500 Monatschart  
Abb. 4.38: S&P 500 – Abstand 200-Tage-Linie

- Abb. 4.39: Nasdaq 100 Index Monatschart
- Abb. 4.40: KDAX Monatschart
- Abb. 4.41: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro
- Abb. 4.42: KDAX und Blasenverlaufsmuster
- Abb. 4.43: Nikkei Index
- Abb. 4.44: Dollar/Yen und Nikkei Index
- Abb. 4.45: MSCI China Monatschart (US-Dollar)
- Abb. 4.46: Sensex
- Abb. 4.47: MSCI Indien Monatschart (US-Dollar)
- Abb. 4.48: Bovespa
- Abb. 4.49: MSCI Brasilien Monatschart (US-Dollar)