

# Die Zucht der Notenbanken





## Inhalt

<b>Autoren dieser Analyse.....</b>	<b>5</b>
<b>Executive Summary - Die sentix-Thesen für 2014 .....</b>	<b>6</b>
<b>Die Zucht der Notenbanken.....</b>	<b>7</b>
Die Geschichte vom Truthahn .....	7
Bauer Mario macht Druck .....	7
<i>Wo die Konditionierung schon erfolgreich ist.....</i>	<i>9</i>
<i>Einordnung in den idealtypischen Stimmungsverlauf .....</i>	<i>9</i>
Warum die Notenbanken das tun! .....	10
1. Die Vertreibung der Angst .....	10
2. Die Zucht.....	11
3. Deflatorischer Druck.....	11
Zwischenfazit.....	12
Das Ziel der Züchtung .....	12
<i>Vorbereitung von Schuldenschnitten.....</i>	<i>13</i>
<i>Fiskalpolitische Maßnahmen.....</i>	<i>13</i>
<i>Abbau von Überkapazitäten .....</i>	<i>13</i>
Mach's noch einmal, Janet! .....	13
Der langfristige Blick: Einordnung in den großen Zyklus.....	14
<i>Hoffnungsrally oder neuer Bullmarkt – das ist egal!.....</i>	<i>15</i>
Wirkungen auf den Kapitalmarkt .....	15
<b>Die Weltkonjunktur auf dem Sprung.....</b>	<b>16</b>
Baltic Dry Index: Der Totgesagte ist auf einmal putzmunter! .....	16
<i>Angeblich nicht mehr interpretierbar .....</i>	<i>16</i>
<i>Jetzt zieht der Unterschätzte kräftig an! .....</i>	<i>16</i>
<i>Das behavioristische Signal: Banken schreiben Schiffsportfolios ab.....</i>	<i>17</i>
<i>Die Implikationen: Kräftige Weltkonjunktur und ein Comeback Chinas.....</i>	<i>17</i>
Rohstoffe: 2014 – das Jahr der Bodenbildung .....	18
<i>Rohstoff-Sentiment hat negativen Extremwert ausgebildet .....</i>	<i>18</i>
<i>Charttechnisch deutet sich eine Bodenbildung an.....</i>	<i>19</i>
M1-Schwäche kein Vorbote einer nachlassenden Konjunkturerholung!.....	19
<i>Die traditionelle Sicht: Transaktionskassenmotiv treibt M1 .....</i>	<i>19</i>
<i>Die alternative Sicht: Vorsichtskasse (Horten) treibt M1.....</i>	<i>20</i>
<i>Rückgang des M1-Wachstums kein Argument gegen Konjunkturerholung.....</i>	<i>20</i>
Fazit: Die Weltkonjunktur zieht 2014 an! .....	21
<b>Über Deflationsängste und negative Zinsen .....</b>	<b>22</b>
Preisentwicklung in den G4-Ländern.....	22
<i>Besorgnis der EZB.....</i>	<i>22</i>
<i>Südeuropa bremst den Preisauftrieb.....</i>	<i>23</i>
<i>Die Auffassung der Gegenseite: Negierung des Trends.....</i>	<i>23</i>
Jahresbefragung 2014.....	24
<i>Anleger blicken nur „nach oben“ .....</i>	<i>24</i>
<i>Rohstoffpreisentwicklung überstrahlt den deflatorischen Grundtrend.....</i>	<i>24</i>
<i>Auch Japan leistet Schützenhilfe .....</i>	<i>25</i>
Wirkung auf die Kapitalmärkte .....	25
<i>Inflation und Rentenmarkt.....</i>	<i>25</i>
<i>Inflation und Goldpreis.....</i>	<i>26</i>
<b>Kapitalmarktausblicke.....</b>	<b>27</b>
Events & Trigger 2014.....	27
Deutscher Aktienmarkt: DAX 30 .....	28

Deutscher Aktienmarkt: MDAX relativ zum DAX 30 .....	29
Europäischer Aktienmarkt: Euro Stoxx 50 .....	30
US-Aktienmarkt: S&P 500 .....	31
Japanischer Aktienmarkt: Nikkei 225 .....	32
Aktienmarkt China: CSI 300 .....	33
Emerging Markets-Aktien: MSCI (MXEM) .....	34
Brasilianischer Aktienmarkt: Bovespa .....	36
Zinsen Euroland: Bundesanleihen (10 Jahre Restlaufzeit) .....	38
Zinsen Euroland: Rendite-Spreads Euro-Staatsanleihen zu Bunds.....	39
Zinsen USA: US Treasuries (10 Jahre Restlaufzeit) .....	41
Unternehmensanleihen (Credits) .....	42
Rohstoffe: Gold.....	43
Rohstoffe: Öl (Brent und WTI) .....	44
Rohstoffe: Kupfer.....	46
Währungen: EUR/USD.....	47
Währungen: USD/JPY.....	48
Währungen: EUR/CHF .....	49
Währungen: AUD/USD .....	50
Volatilität: Volaindex auf den EuroSTOXX 50 (V2X) .....	51
Aktien-Sektoren: Europäische Versorger (STOXX 600 Utilities) .....	52
Bitte ein Bit-(coin).....	53
<i>Litecoin &amp; Co. ....</i>	54
<i>Kursentwicklung in spekulativen Blasen.....</i>	54
<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>55</b>
<b>Anhang.....</b>	<b>56</b>
Ergebnisse der Jahresendumfrage 2013 / 2014.....	56
<i>Anlegererwartungen zum DAX Index.....</i>	56
<i>Anlegererwartungen zum S&amp;P 500 Index.....</i>	56
<i>Anlegererwartungen zum Nikkei Index .....</i>	57
<i>Anlegererwartungen zu den 10 Jahres-Bundesanleihe-Zinsen .....</i>	57
<i>Anlegererwartungen zu den 10 Jahres-US-Zinsen.....</i>	58
<i>Anlegererwartungen zu den 10-Jahres-Japan-Zinsen.....</i>	58
<i>Anlegererwartungen zu den EZB-Leitzinsen .....</i>	59
<i>Anlegererwartungen zu den US-Leitzinsen .....</i>	59
<i>Anlegererwartungen zum Rohöl .....</i>	60
<i>Anlegererwartungen zu Gold.....</i>	60
<i>Anlegererwartungen zu EUR-USD.....</i>	61
<i>Anlegererwartungen zu USD-JPY.....</i>	61
<i>Anlegererwartungen zur deutschen Inflation.....</i>	62
<i>Anlegererwartungen zum deutschen Arbeitsmarkt.....</i>	62
<b>Disclaimer .....</b>	<b>63</b>
Wichtige Hinweise zu Haftung, Compliance, Anlegerschutz und Copyright .....	63

**Den Rückblick 2013 sowie die Marktstatistiken veröffentlichen wir im Januar 2014!**

## Autoren dieser Analyse



**Manfred Hübner, CEFA**

Geschäftsführender Gesellschafter



**Patrick Hussy, CEFA**

Geschäftsführender Gesellschafter



**Dr. Sebastian Wanke**

Senior-Analyst

Ein besonderer Dank gilt **Martin Feldbauer**, der für uns auch in diesem Jahr wieder ein einmaliges Titelbild kreiert hat!

## Die Zucht der Notenbanken

### Die Geschichte vom Truthahn

Was haben Truthähne und Anleger gemeinsam? Beide verhalten sich äußerst schreckhaft, wenn sie sich auf unbekanntem Terrain bewegen. Doch Zeit und regelmäßiges „Futter“ bauen Ängste ab und Vertrauen auf. Der Wirt, beim Truthahn der Bauer, bei den Anlegern die Notenbanken, legen Umfang und Zeitpunkt der Futtergabe fest. Je mehr, desto fatter das Federvieh; je regelmäßiger, desto schneller gewöhnt es sich an sein Umfeld.

**Nassim Nicholas Taleb**, Bestseller-Autor und ehemaliger Derivate-Händler, hat in seinem Buch „Der Schwarze Schwan“ eine interessante Geschichte verfasst. Sie handelt vom Leben eines Truthahns, der sich unvermittelt in Gefangenschaft auf einem Bauernhof wiederfindet. Er hat Angst. Er fürchtet um sein Leben, denn es ist dunkel im Stall. Am nächsten Morgen kommt der Bauer in den Stall. Dem Federvieh schwant Böses, doch der Bauer stellt nur eine Schale mit Futter und Wasser ab und geht wieder. Der Truthahn rührt es nicht an, es könnte ja vergiftet sein.

Am nächsten Morgen dann das gleiche Spiel. Wieder kommt der Bauer herein, stellt das Futter ab und geht. Der Truthahn, noch immer skeptisch, verspürt jedoch zunehmend ein Knurren im Magen. Je länger er nichts isst, desto größer wird sein Hunger. Inzwischen hat er weitere Artgenossen im Stall entdeckt und bemerkt, dass einige von ihnen das Futter essen.

Am dritten Tag schließlich ist der Hunger so groß geworden, dass er ebenfalls zu essen beginnt. So geht es Tag um Tag weiter. Seine anfängliche Scheu hat der Truthahn inzwischen abgelegt. „Der Bauer ist doch ein netter Mann“, denkt sich der Hühnervogel, „er kommt jeden Tag und versorgt mich mit bestem Futter.“ Also lässt es sich der Knabe gut gehen. Er kann sich zwar nicht mehr so frei bewegen wie früher und setzt deshalb inzwischen auch schon ordentlich Speck an. Aber in Gesellschaft seiner Brüder fühlt er sich wohl und zunehmend geborgen.



Bis eines Morgens der Bauer wieder in den Stall tritt. Zur Überraschung unseres Freundes hat er heute kein Futter dabei – sondern ein Messer. Es ist Thanksgiving. Doch das erfährt der Truthahn nicht mehr.

Die Frage, die Nassim Taleb mit der Geschichte verbindet, ist: Woher hätte der Truthahn wissen können, welches Schicksal ihm blüht? Wie hätte er seinen ganz persönlichen „Schwarzen Schwan“<sup>1</sup> erahnen können?

Die Antwort auf diese Frage ist in dem Verhalten des Wirtes zu suchen. „Cui bono?“<sup>2</sup> fragten schon die alten Römer und wiesen darauf hin, dass selten etwas ohne

Grund geschieht. Wenn jedes Problem vom Wirt aus der Welt geschafft wird und man ganz mühelos zu ordentlichem Hüft-Gold kommt, sollte man vorsichtig werden.

### Bauer Mario macht Druck

Was hat das alles mit den Finanzmärkten zu tun? Wie schon erwähnt, haben Truthähne und Anleger so manches gemeinsam. Unser Titelbild des Jahres<sup>3</sup> überträgt die Geschichte vom Truthahn auf die aktuelle

<sup>1</sup> Lange Zeit galten schwarze Schwäne als nicht existent - ein unmögliches Ereignis, bis man dann in Westaustralien solche Exemplare entdeckte. An den Finanzmärkten steht der "Schwarze Schwan" ebenfalls als Synonym für nahezu unmögliche und damit von den meisten Anlegern unerwartete Ereignisse. Gemeinsames Merkmal dieser Ereignisse ist, dass sie von den vorherrschenden Risikobegriffen und Risikosystemen nicht oder nur unzureichend erfasst werden und die negativen Folgen daraus gravierend sein können. Doch nicht alle Ereignisse, die als unvorhersehbar gelten, sind es auch. Vielfach resultieren solche negativen Entwicklungen aus Wahrnehmungsverzerrungen der Investoren, die - vertrauend auf eine falsche Wissenschaft oder beeinflusst von eingängigen Slogans und Stereotypen - einseitig und falsch am Markt positioniert sind.

<sup>2</sup> „Wem nutzt es?“ Erstmals nachweisbar bei Cicero, 80 v. Chr.

<sup>3</sup> Wir bedanken uns bei Martin Feldbauer, Frankfurt, für seine künstlerische Gestaltung ([www.martin-feldbauer.de](http://www.martin-feldbauer.de)).

Finanzmarktsituation. Die im Jahr 2007 ausgebrochene Finanzkrise hat die Anleger gehörig verschreckt. Über Nacht sind alte Gewissheiten abhandengekommen, neue Risiken entstanden, Geschäftsmodelle entfallen und Reserven geschmolzen.

**Wie bei einer Matroschka stülpten sich die immer umfassenderen Krisen (Subprime, Konjunktur, Banken- und Staatsschuldenkrise) übereinander.** Der um sich greifende Vertrauensverlust rief nicht nur bei vielen Anlegern die Sorge um die Stabilität des gesamten Systems, quasi die Mutter aller Krisen, hervor. Auch die Notenbanken traten auf den Plan. „Lender of last resort“ - die Hüter der Währungen kamen ihrem Auftrag in vorher nicht gekannter Weise nach.



Dennoch fühlten und fühlen sich viele Anleger „entwurzelt“. Man kann sich nicht mehr vorstellen, dass die Welt von heute so funktioniert wie die von gestern. Gleichzeitig weiß man aber auch nicht, wie die von morgen stattdessen funktionieren wird. **Der Anleger ist in einem dunklen, unbekannten Raum gefangen.**

Er hat jedoch einen „Wirt“, der sich um ihn sorgt. Jeden Tag kommt dieser vorbei und bringt Futter und Wasser in Form von „quantitative easing“, „long-term refinancing“ und „steiler Zinsstrukturkurve“. Doch der scheue Anleger hat Angst. Ist dieses Futter womöglich vergiftet? Will der Notenbank-Wirt mir böse? Das alles riecht doch verdächtig nach Unheil (Inflation), denkt der Anleger und verschmäht das Angebot. So erging und ergeht es vielen Investoren in den letzten Jahren. Man zweifelt an den Willensbekundungen von FED, EZB und BoJ, an deren Effektivität und fürchtet die Nebenwirkungen.

**Doch wie in unserer Geschichte bekommt der arme Kerl irgendwann Hunger.** Bei Investoren nennt man dies „notwendige Zielrenditen“ oder „zu erwirtschaftende Garantiezinsen“. Renditen von 4% müssen oder wollen beispielsweise viele Pensionskassen ihren Versicherten gewähren. Das sind Ertragssätze, die mit risikoarmen Anlageformen nicht mehr zu erzielen sind. Also fängt der Investor an zu essen, zumal – das merkt er nun ebenfalls nach und nach – er ja nicht alleine ist und der eine oder andere seiner Artgenossen schon längst zugegriffen hat.

An diesem Punkt in der Truthahn-Geschichte befinden wir uns zum Jahreswechsel 2013 / 2014. Die größten Ängste sind geschwunden, der Investor hat sich in der Krise eingelebt und gewöhnt sich zunehmend an die großzügigen Gaben des Wirtes. „Die neue Welt“, so denkt der Anleger, „ist gar kein so übler Ort. Ich kann mich zwar nicht mehr so frei bewegen wie früher, aber wenigstens kümmert man sich um mich“.

**Je mehr und je eher sich der Akteur auf diese neue Welt einstellt, desto schneller ist er in der Lage, Speck auf seinen geschundenen Knochen anzusetzen.** Dass dies der Grund für seine Fürsorge ist, daraus macht der Euro-Wirt Draghi keinen Hehl: „Primäres Ziel der Notenbank ist es, dafür zu sorgen, dass privates Geld wieder in Banken investiert wird“. Mit anderen Worten: Die Banken sollen so grundsolide aufgestellt werden und Speck ansetzen, dass alle Bonitätszweifel verfliegen und die Risikotragfähigkeit wiederhergestellt wird. Dass dies gelingt, ist in dem aktuellen Kapitalmarktumfeld nur eine Frage der Zeit!

Dafür sorgt schon der sehr hohe Zinsabstand zwischen kurzfristigen und langfristigen Anlagen. In Euroland beispielsweise refinanzieren sich die Kreditinstitute nahe null Prozent und legen andererseits in den Staatsanleihen ihres Heimatlandes zu 1,5% bis 6% an. Geht man davon aus, dass rund 25% der Bilanzsumme einer Bank auf diese Weise geparkt werden, so gewinnt eine spanische Bank beispielsweise bis zu 1%-Punkt an Kernkapitalquote pro Jahr hinzu, sofern die Erträge nicht ausgeschüttet sondern angesammelt werden.

Aber es sind nicht nur die Bankvögel, denen der Wirt das Futter reichen will. Vor allem das Versicherungs-Wesen rückt mehr und mehr in seinen Fokus. Hier ist es etwas komplizierter, da diese nicht unmittelbar vom Wirt das billige Kraftfutter erhalten können. Es muss sich sein Futter etwas aufwändiger – und riskanter – in einer anderen Ecke des Geheges suchen. Nachdem das Produkt der Marke „Credits / Unternehmensanleihen“, welches noch nahe am Eingang zu finden war, weitgehend aufgefressen wurde, dürfte es nun die Sorte „Equity / Aktien“ werden, die zum Verzehr ansteht. Bislang haben sich daran nur die aggressiveren Typen versucht.

**„Die Konditionierung der Anleger funktioniert“, denkt sich der Wirt.** Doch er merkt, dass manchmal die Stimmung in dem Hühnerhaufen zu gelassen ist. Dann öffnet er kurz überraschend die Tür und zeigt das blanke Messer, was die Truthähne, respektive die Anleger, immer sehr verschreckt. **Doch da es bei der Drohung bleibt, dauert es mit jedem Mal ein wenig kürzer, bis sich die Bande wieder über das Futter hermacht.** Der Wirt weiß, dass er nicht zu früh sein blutiges Werk verrichten darf. Denn wenn sich die Anleger seinem „Futter“ verweigern, würde der ganze Laden nicht mehr funktionieren.

Aber da der Bernanke-Wirt und der Draghi-Wirt das wissen – und auch die neue Yellen-Bäuerin das weiß, bleibt es vorerst bei der Drohung. Und die Anleger gewöhnen sich mehr und mehr an die immer gleichen Rituale und an die üppige Versorgung, die sie erhalten können, wenn sie sich an die Regeln des Bauern, respektive der Notenbanken, halten.

**So steht ein wichtiger Punkt in der Entwicklungsgeschichte noch aus:** In unserer Truthahn-Parabel gibt sich der Vogel irgendwann ganz der Situation hin und lernt die Abläufe lieben. Es ist zu erwarten, dass auch die Anleger ihre derzeit noch vielfach anzutreffende Zurückhaltung gegenüber dem Bauern und seinen Ritualen aufgeben und diese lieben lernen. Und ein Anleger, der sich erst einmal an etwas gewöhnt und es gar lieben gelernt hat, der steigert sein Engagement in dieser „Beziehung“ noch erheblich!



**Bei einem DAX-Stand von nahe 10.000 Punkten ist es wohl für viele Investoren nur schwer vorstellbar, dass eine noch viel größere Euphorie entstehen kann.** Doch wir befinden uns wie beschrieben noch nicht im Endstadium unserer Geschichte! Wenn eine zumeist bullische Anlegerzeitschrift wie „Der Aktionär“ einen Höchststand mit einem schwarzen Titelblatt und einer Warnung vor dem Absturz quittiert, dann ist dies ganz sicher kein Zeichen von Euphorie und einem Ende der Hausse.

Das Gesagte schließt zwischenzeitliche Korrekturen nicht aus, denn der Wirt lässt immer wieder einmal das blanke Messer des „Futterentzugs“ blitzen. Doch noch ist nicht „Thanksgiving“<sup>4</sup>.

### Wo die Konditionierung schon erfolgreich ist

In einigen Märkten und an einigen Phänomenen kann man schon „Erfolge“ der Notenbank-Zucht erkennen. Zu nennen wäre da der Umgang mit dem jüngsten „US Shutdown“, also dem Stillstand der US-Regierung durch das Erreichen der Schuldengrenze im Oktober 2013. Die Märkte haben dieses hochriskante Spiel der Politik komplett ignoriert. Dass mit jedem Mal, mit dem sich dieses Spiel wiederholt, die Gefahr eines Unfalls zunimmt, wird ausgeblendet. Man schaut über das Risiko hinweg, „weil nicht passieren kann, was nicht passieren darf“. Im Februar 2014 steht eventuell das nächste Ereignis dieser Serie an – und damit eine weitere Gelegenheit zu „lernen“.

Ein anderes Beispiel sind die langfristig fallenden Börsenumsätze<sup>5</sup>. Sie sind Ausdruck eines typischen Verhaltens in einer Inflationsphase. Inflation? Nein, es geht nicht um Güterpreis-inflation. Aber wie in einer sich beschleunigenden Inflation auf den Gütermärkten, **findet auch bei einer Assetpreis-Inflation ab einem gewissen Punkt eine zunehmende Hortung statt.** Dies ist ein Zeichen dafür, dass die Investoren „konditioniert“ sind und ungern „werthaltige“ Assets hergeben wollen, denn davon gibt es im Zeitablauf immer weniger.

### Einordnung in den idealtypischen Stimmungsverlauf

**Übertragen wir das Gesagte auf unseren idealtypischen sentix-Stimmungsfahrplan, dann entspricht die Gefühlslage der meisten Anleger der Phase des Zögerns.** Diese folgt auf die Phase des Entdeckens, an deren Ende die Anleger die Zusammenhänge weitgehend verstanden haben. Sie ist davon geprägt, dass die Anleger zögern und zweifeln, ob sie sich voll und ganz auf diese „neu entdeckte Welt“ einlassen sollen. Doch dies ist – Stichwort „Hunger“ – auch nur eine Phase und geht vorüber.

<sup>4</sup> Auch wenn die jüngste Korrektur unmittelbar nach Thanksgiving 2013 begann, ist dies für uns noch nicht das finale Hoch!

<sup>5</sup> Siehe auch Jahresausblick 2009 zum Thema „Bärenmarkt der Umsätze“.



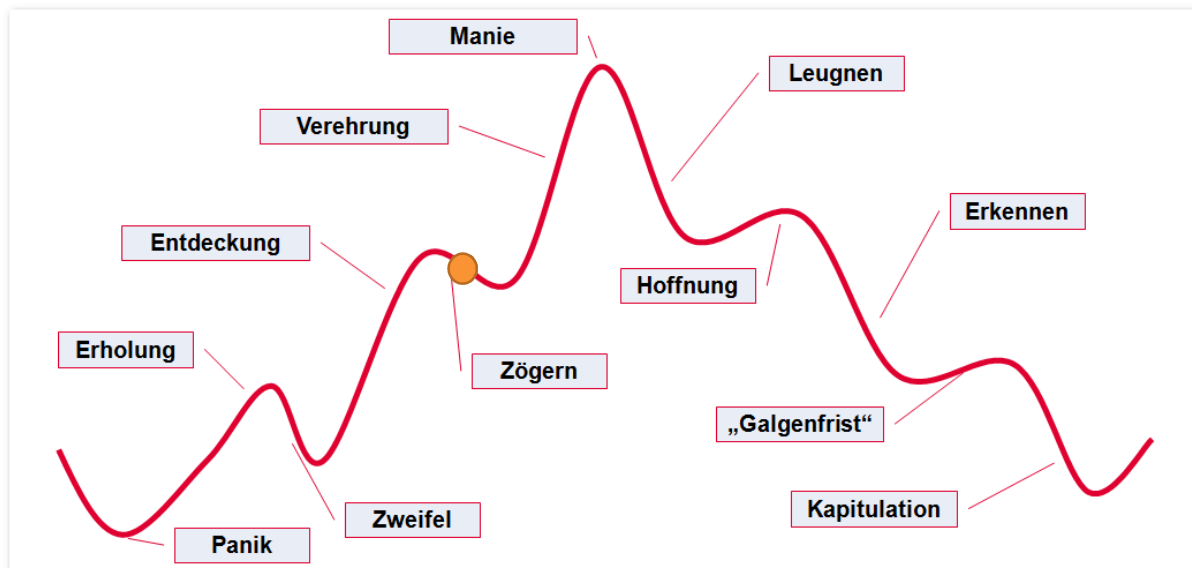


Abbildung 1: sentix „Idealtypischer Stimmungsverlauf“

**Nach dem Zögern kommt die Verehrung.** In unserer Geschichte erfreut sich der Truthahn an seinem Leben und verliebt sich alles ein<sup>6</sup>, was ihm der Wirt so anbietet. Diese Phase ist schön, aber doch eher kurz – zumindest im Vergleich zur ganzen langen Vorgeschichte bis hierher. Auch ist das beste Futter bereits weg. Mehr und mehr muss man sich mit anderen um den besten Platz balgen. Zudem schleichen sich durch die Hintertür artfremde Wesen ein, die vom Partylärm im Gehege angelockt werden. Distribution nennt der Fachmann dieses Verhalten, wenn man mit immer mehr anderen teilen muss.

Wie die Geschichte endet, haben wir schon verraten. „Thanksgiving“ heißt für den Wirt, dass der Truthahn Danke dafür sagen soll, dass er gemästet wurde. Nun ist die Zeit gekommen, dass der arme Vogel etwas zurückgeben muss ...

## Warum die Notenbanken das tun!

Es sind drei wesentliche Gründe, warum die Notenbanken ihr aktuelles Verhalten zeigen, die Zinsen deutlich nach unten manipulieren und damit die Lenkungsfunction des Zinses weitgehend außer Kraft setzen.

### 1. Die Vertreibung der Angst

Viele Marktteilnehmer, vor allem hier in Europa, hadern noch immer mit Mario Draghis Bekenntnis zur Unumkehrbarkeit des Euros. Aber war dieser Schritt wirklich so ungewöhnlich? Oder ist es nicht Aufgabe einer Notenbank, für die Stabilität der ihr anvertrauten Währung zu sorgen?

Alle Maßnahmen von EZB, FED & Co. dienen in erster Linie der **Wiederherstellung von Vertrauen**. Die Ängste vor Wertverlusten und „systemischen“ Problemen sitzen seit der Finanzkrise tief. Durch planbare Handlungen, Zusagen für dauerhaft niedrige Zinsen und das aktive Einschreiten als „Lender of last resort“ (z.B. durch Staatsanleihekäufe) wird dem verängstigten Anleger sein regelmäßiges „Futter“ gereicht. Im Strategischen Bias zu Aktien war der Erfolg, gerade von Draghis Rede Ende Juli 2012, deshalb auch gut ablesbar.

**Dennoch ist die Angst der Investoren nicht endgültig gewichen.** Am ehesten kann man den Verlust an Angst am Goldpreis ablesen, der in diesem Jahr rund 27% auf USD-Basis verloren hat. An den sich noch immer gut verkaufenden Büchern selbsternannter Geldtheoretiker und Crashpropheten kann man jedoch ebenso erkennen, **dass noch immer viele Menschen Vorbehalte hegen**. Kein Wunder, dass die Hausse am Aktienmarkt bislang in der Breite noch keinen Widerhall gefunden hat.

<sup>6</sup> Sogar Bitcoins!



## Deutscher Aktienmarkt: DAX 30



Abbildung 12: DAX 30 und sentix-Ablaufplan 2014

Vieles spricht dafür, dass 2014 für den DAX ein weiteres gutes Aktienjahr wird. Die Anleger dürften in den kommenden zwölf Monaten lernen, dass 9.400 Punkte nicht das Ende der Aufwärtsbewegung sein müssen. Stellten wir in 2013 das alte Allzeithoch bei 8.200 Indexpunkten, welches damals die Vorstellungskraft der Anleger limitierte, als psychologisches Thema heraus (Stichwort „Heben des mentalen Ankers“), so dürfte das neue **Jahresmotto für den Dax „Abbau der Zurückhaltung“** lauten.

Im **idealtypischen Stimmungszyklus** (siehe Seite 10) ordnen wir die aktuelle Situation in die Phase des „Zögerns“ ein. Zögerlich sind vor allem noch die Privatanleger, deren Strategischer Bias sich mit kontinuierlichem „Sicherheits-Abstand“ zu den Investmentprofis bewegt. **Die Privaten sind eben die ängstlichere Spezies.**

In unserem Ablaufplan gehen wir davon aus, dass der Jahresauftakt bis in den Februar hinein etwas ungemütlich wird. Wenn die Klippen der ersten Wochen umschifft sind, könnte der DAX im Zuge einer überraschenden China-Erholung an die magische 10.000er Punktemarke laufen.

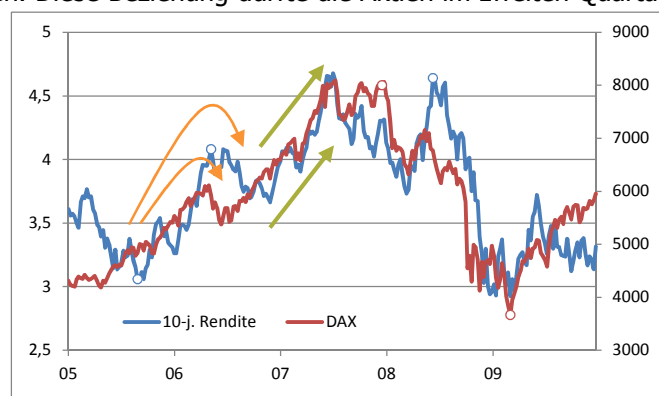
Hier dürfte der Markt aber erneut innehalten. Überschäumender Optimismus, gepaart mit Zinssteigerungssignalen aus den USA sind Faktoren, welche die US-Börsen wie auch unseren Heimatmarkt belasten.

Das zweite Quartal wird (noch) schwieriger! Auch die Europawahl wird viele alte Probleme erneut ins Gedächtnis rufen und für Verunsicherung sorgen. Eine entscheidende Determinante ist aber im kommenden Jahr der erwartete Zinsanstieg für längere Laufzeiten.

Aktuell dominiert noch die Gleichung, dass ein mögliches Tapering und damit einhergehende Zinssteigerungen Gift für Risikoassets darstellen. Diese Beziehung dürfte die Aktien im zweiten Quartal auch belasten.

Doch es wird einen Zeitpunkt geben, ab dem diese Kausalität nicht mehr gilt und der Konsens den Zinsanstieg positiv im Sinne einer nachhaltig erstarkten Wirtschaft interpretiert. Die Kursentwicklung 2006 / 2007 ist ein passendes Beispiel für eine Situation, in der am Anfang Zinssteigerungen zur Belastung wurden und später Hand in Hand mit steigenden Aktienmärkten gingen.

In der zweiten Jahreshälfte kommt das schüchterne Federvieh hervor und pickt voller Hast die verbleibenden Körner auf. Die „Zucht der Notenbanken“ treibt den DAX am Ende auf 11.000 Punkte.



## Deutscher Aktienmarkt: MDAX relativ zum DAX 30



Abbildung 13: Relative Performance MDAX zu DAX 30 und sentix Ablaufplan 2014

Die zweite Reihe in Deutschlands Börsenliga ist nach den Kursgewinnen der vergangenen fünf Jahre stark in Mode. Die Outperformance zum DAX ist auch mehr als beeindruckend. Sie beträgt seit dem Tief in 2008 knapp 70% und seit Anfang 2011 immerhin 26%. Da leuchten die Augen des Anlegers.



Abbildung 14: Relativer Spread DAX 30 zu MDAX

Zudem sieht man am Beispiel des MDAX was es bedeutet, wenn Allzeithochs überschritten werden. Dies war im Sommer 2012 bei 11.200 Punkten der Fall. Zwölf Monate später stehen wir bei 16.000 Indexpunkten um 4.800 Punkte höher.

Die FAZ titelte im August 2013 „Der M-DAX ist der Beste - Hoch hinaus mit dem M-DAX“ und große deutsche Fondsgesellschaften haben dieses Anlagethema mit neuen Publikumsfonds aufgegriffen – ein Zeichen für die Reife dieses Trends. Historische Performance lässt sich eben gut vermarkten.

**Doch der Wind dreht.** Der seit 2012 laufende Trend im relativen Chart von DAX und MDAX ist gebrochen. Zudem ist das Bewertungsniveau mit einem KGV von 25 auf Basis der 2013er Gewinne (Quelle: Bloomberg) deutlich anspruchsvoller als das für die erste Reihe.

Wir gehen davon aus, dass trotz positiver Vorzeichen bei einer Rückkehr breiter Bevölkerungsschichten an den Aktienmarkt in 2014 dennoch mehr Geld in die großen DAX- und EuroSTOXX-Titel fließen wird und somit eine Phase der Underperformance des MDAX begonnen hat.

**Die „Wahlgeschenke“ der großen Koalition dürften zudem die gelisteten MDAX-Unternehmen stärker belasten**, so dass nicht nur die Möglichkeit besteht, dass der Langfristrend getestet, sondern auch im Jahresverlauf gebrochen wird. Eine per Saldo um zehn Prozentpunkte schlechtere Wertentwicklung als beim DAX bedeutet für den MDAX aber dennoch kein absolutes Minus!

## Europäischer Aktienmarkt: Euro Stoxx 50



Abbildung 15: Euro Stoxx 50 und sentix-Ablaufplan 2014

Für den europäischen Aktienmarkt besteht aus globaler Sicht nach wie vor Nachholpotential. Der Index hat jedoch eine sehr schwere Hürde zu nehmen. Die 3.000 Punkte-Marke im Index lastet seit 2009 wie eine Betondecke auf dem Index. Wir gehen davon aus, dass 2014 diese charttechnische Begrenzung eine Limitierung und ein Katalysator zugleich sein werden.

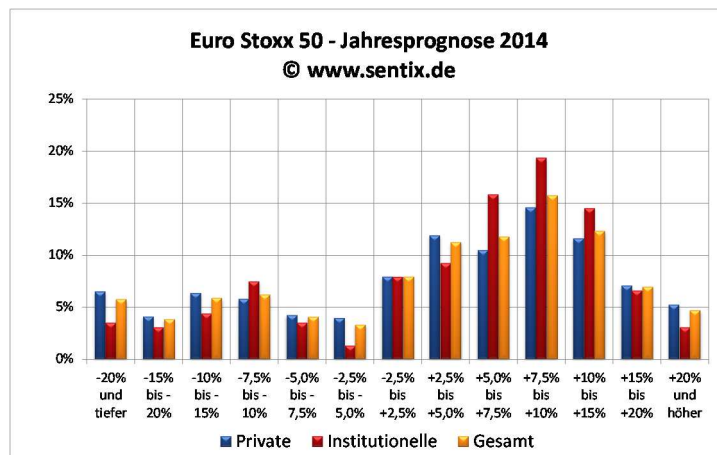
Da wir uns in der **Phase des Zögerns** befinden (siehe auch unser Hauptthema „Die Zucht der Notenbanken“), dürfte der Markt weitere vier bis sechs Monate um dieses Niveau „pendeln“. Auch wenn der Index bis März versuchen wird, sich nachhaltig von der magischen 3.000 zu lösen, so wird ihn die Schwerkraft nochmals einholen. Gründe liegen mit den Events in den USA, aber auch mit den Wahlen in Euroland genug parat.

Wenn dann noch die Zinsen in Übersee und auch bei Bundesanleihen steigen, dürfte gerade das zweite Quartal nochmals die Anleger verwirren. Zu dieser Zeit sollten auch die bislang positiven Konjunktur-Frühindikatoren ihren Zenit überschritten haben und erste Schwächesignale senden.

Die Anleger blicken zwar für Eurolands Aktien positiv ins kommende Jahr – allen voran die Institutionellen (rote Balken). Doch der Optimismus kennt auch Grenzen.

Dieser reicht bis 15%, ein klarer Unterschied zur Erwartungshaltung des Vorjahres. Schief gehen darf aber auch nichts: Knapp 73% aller Anleger gehen von höheren Kursen aus.

Würde der Euro Stoxx 50 unter die 2.700er Marke fallen, wäre die Not groß! Denn dies hätten nur 14% der Investoren auf der Agenda.



Wir erwarten einen ungemütlichen Jahresstart, die Überwindung von Stolpersteinen – gerade im zweiten Quartal - und eine sehr positive Phase im zweiten Halbjahr. Wenn dann 3.500 Indexpunkte an der Kurstafel leuchten (Dividenden sind darin noch nicht berücksichtigt), dürften viele Notenbanker stolz auf ihre Zucht sein. Denn dann hat die Hausse eine deutlich breitere Akzeptanz im Anlegerkreis erfahren. Wir warten gespannt, welcher Politiker als Erster die Krise offiziell als beendet erklärt!



## Disclaimer

### Wichtige Hinweise zu Haftung, Compliance, Anlegerschutz und Copyright

Diese Analyse und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist.

Sämtliche sentix-Ablaufpläne (S.A.P.) stellen auf einfache Weise den von uns erwarteten Pfad der Kapitalmärkte für den jeweils prognostizierten Zeitraum dar, die aufgrund unserer Analyse zu erwarten ist. Der Marktmechanismus und alle zukünftigen Kurse unterliegen komplexen wirtschaftlichen Zusammenhängen und Einflussgrößen, die in der Zukunft nicht vorhersagbar sind. Deshalb sollte unbedingt beachtet werden, dass niemand die Zukunft kennt und sich verändernde wirtschaftliche oder politische Rahmenbedingungen massiven Einfluss auf den zukünftigen Kursverlauf und damit den Verlaufspfad in den S.A.P. nehmen. Die S.A.P. dienen mehr der Orientierung und der Visualisierung unserer Ideen. Die S.A.P. sollten daher nicht als Grundlage für Käufe, Verkäufe, Absicherung, Übertragung oder Beleihung von Wertpapieren, sonstigen Vermögensgegenständen und Forderungen herangezogen werden. Die sentix-GmbH schließt jegliche Haftung aus.

Diese Analyse wurde nur zu Informationszwecken erstellt und (i) ist weder ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder Bestandteil eines solchen Angebots noch eine Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren; (ii) ist weder als derartiges Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder als Bestandteil eines solchen Angebots noch als Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren zu verstehen und (iii) ist keine Werbung für ein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung. Die in dieser Analyse behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren aufgrund ihrer spezifischen Anlageziele, Anlagezeiträume oder ihrer persönlichen finanziellen Verhältnisse nicht geeignet sein. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben.

Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Darüber hinaus lassen die Kurs- oder Wertentwicklungen aus der Vergangenheit nicht ohne weiteres einen Schluss auf die zukünftigen Ergebnisse zu. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in dieser Analyse behandelte Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt.

Für die in dieser Analyse enthaltenen Informationen übernehmen wir keine Haftung. Die Analyse ist kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Investoren müssen selbst auf Basis der hier dargestellten Chancen und Risiken, ihrer eigenen Anlagestrategie und ihrer finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Situation berücksichtigen, ob eine Anlage in die hier dargestellten Finanzinstrumente für sie sinnvoll ist. Da dieses Dokument keine unmittelbare Anlageempfehlung darstellt, sollten dieses Dokument oder Teile dieses Dokuments auch nicht als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art genutzt werden. Investoren werden aufgefordert, den Anlageberater ihrer Bank für eine individuelle Anlageberatung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren.

Weder die sentix GmbH noch einer ihrer Geschäftsführer, Angestellten oder sonstige Personen übernehmen die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen.

Die Sentiment Analyse wird den registrierten sentix-Teilnehmern über das Internet zur Verfügung gestellt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Analyse treffen.

In Daten oder Diensten getroffenen Aussagen oder Feststellungen beinhalten keine Zusicherungen oder Garantien über künftige Markt- oder Preisveränderungen. Die darin zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Einschätzungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die sentix GmbH weist ausdrücklich darauf hin, dass sowohl die sentix GmbH, ihre gesetzlichen Vertreter sowie deren Mitarbeiter (im Folgenden Beteiligte genannt) regelmäßig Geschäfte in Wertpapieren und sonstigen Finanzinstrumenten, auf die in Daten und Diensten Bezug genommen wird, durchführen. Dies tun sie sowohl für eigenen Namen und eigene Rechnung, wie auch im Namen und für Rechnung Dritter. Sofern die Beteiligten an der Emission von Finanzmarktinstrumenten in den letzten 12 Monaten beteiligt waren, wird darauf an entsprechender Stelle gesondert hingewiesen.

Alle Nutzungsrechte an dieser Analyse, den Daten und der Dienste stehen im Eigentum der sentix GmbH und sind kopierrechtlich geschützt. Die sentix GmbH behält sich vor, Verstöße gegen das Urheberrecht sowie eine nicht autorisierte Verwendung von Daten und Diensten, insbesondere die nicht genehmigte kommerzielle Verwendung, zu ahnden. Eine Reproduktion oder Weiterverarbeitung von Website-Elementen, Analysen, Daten oder Diensten in elektronischer, schriftlicher oder sonstiger Form ist ohne vorherige Zustimmung der sentix GmbH untersagt. Aus Analysen, die nur im geschützten Kundenbereich zugänglich sind, darf nicht – auch nicht auszugsweise – zitiert werden. Hiervon ausgenommen sind Analysen, Daten und Dienste die von der sentix GmbH über Presseverteiler oder in sonstiger Weise, die auf eine öffentliche Verbreitung zielen, bereitgestellt werden.

Diese Analyse darf nicht – ganz oder teilweise und gleich zu welchem Zweck – weiterverteilt, reproduziert oder veröffentlicht werden.

„sentix“ ist eine eingetragene Marke der sentix Holding GmbH.

DAX, TecDAX, Xetra und Eurex sind eingetragene Marken der Deutsche Börse AG. Dow Jones EURO STOXX 50 ist eine eingetragene Marke der STOXX Limited. Andere Namen von Produkten und Gesellschaften, die gegebenenfalls auf dieser Site erwähnt werden, können ebenfalls geschützt bzw. Markenzeichen anderer Unternehmen sein.

#### ERKLÄRUNG DES ANALYSTEN

Die Entlohnung des Verfassers hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.

Die Analyse wurde abgeschlossen am 15.12.2013