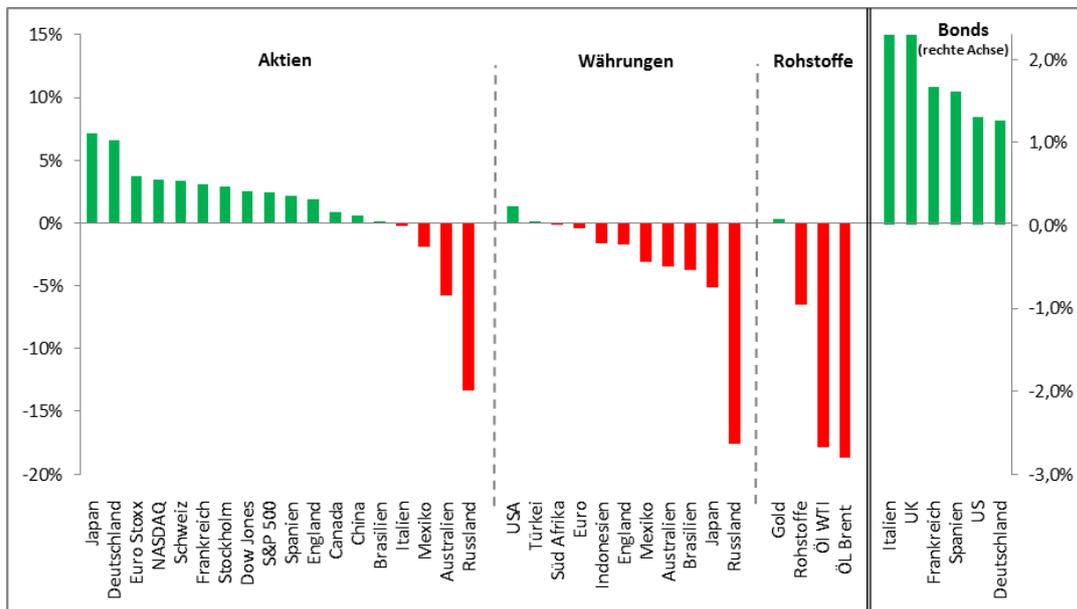


### Allgemeiner Marktbericht Monat November 2014

Die Finanzmärkte haben den Monat November trotz starker Turbulenzen freundlich beendet. Der Dax-Index ist in den letzten 4 Tagen des Monats 900 Punkte gestiegen, was aufgrund der ausgeprägten Sorgen über Konjunktur und Wachstum fast schon sensationell war. Die Tatsache, dass die Zentralbanken den Geldhahn weiter aufdrehen (wollen), obwohl die Kurse steigen und die echten Konjunkturdaten über den Erwartungen lagen zeigt, dass die Pessimisten gewaltig in der Überzahl sind. Als Unruhestifter fungierte diesmal die OPEC. Sie hat mit dem Ölkrieg eine Lawine losgetreten. Die Ölschwemme forciert einen ruinösen Preiskampf, um kostenintensive Förderer wie Russland und das US-Fracking an die Wand zu drücken. Experten befürchten einen Öl-Kollaps auf \$30. Das schürt die Angst vor Deflation weltweit und ruft die Wachstums-Apostel auf den Plan. Sie fordern mit fast schon religiösem Eifer, dass die Geldhüter den Deflations-Teufel wie in einem heiligen Krieg mit einer monströsen Liquiditäts-Sintflut wegschöpfen. China und Japan sind dieser Aufforderung gefolgt, die EZB hat mit dem Kauf von Staatsanleihen gedroht. Im Fahrwasser der kriegerischen Öl-Gefechte haben die weltführenden Export-Nationen (Japan, China, EU) dann noch ein Währungsscharmützel vom Zaun gebrochen. Die Geldschleusen werden immer weiter geöffnet, um die Währungs-kurse zu drücken und den Export anzukurbeln.

Die folgende Grafik zeigt die Performance ausgesuchter Asset-Klassen in Prozent für den Monat (linke Skala: Aktien, Währungen, Rohstoffe – Achtung: rechte Skala: Kursveränderung in Prozent bei 10-jährigen Staatsanleihen). Absoluter Ausreißer war der Rutsch beim Rubel mit zeitweise fast 30% gegen Dollar (-60% seit Juni).



Die Schockwellen der OPEC-Entscheidung gehen weit über den Ölmarkt hinaus und bei den kumulativen Turbulenzen zwischen Öl, Währung und Zins handelt es sich um weit mehr, als ein vorübergehendes „Markt-Spektakel“. Es kommt zu einer neuen Weltordnung am Energiemarkt, und im Sog dessen, zu einer gewaltigen Verschiebung der Machtfaktoren. Einige Beispiele: Mit EON hat der größte Energieversorger in Europa entschieden, sich selber zu zerschlagen. Öl ist seit Juni um sagenhafte 42% gefallen, der Rubel hat sich fast halbiert, die Währungen von Norwegen/Kanada haben 12% verloren. Unter die Räder gekommen sind alle Aktien aus dem Öl- und Gassektor: Der Saudische Aktienmarkt fiel 25%, der Stoxx-Branchen-Index 15%, der OSX-Index für US-Ölservicefirmen 20%. Experten befürchten ein Platzen der Kredit-Blase im Schieferölsektor, weil 35% der notleidenden Hochzinsanleihen öl-abhängig sind (Zins ist auf 7,3% gestiegen). Bankkredite sind eine weitere

wichtige Finanzierungsquelle der Schieferöl-Produzenten, deshalb drohen den US-Banken hohe Kreditausfälle (Moratorium).

Trotz dieser Sensations-Schlagzeilen hat die Real-Wirtschaft Grund für diebische Freude, denn im Aggregat sorgt das Öl-Zins-Währungs-Spektakel für einen Konjunktur-Schub. Das Welt-GDP profitiert im Umfang von 1,5-2,5%, was in Zahlen ausgedrückt mindestens einem Betrag von enormen \$1-2 BILLIONEN entspricht. Ganz oben auf der Gewinner-Liste stehen Verbraucher und Hersteller, gefolgt vom Fiskus (sprudelnde Steuereinnahmen) und der arg strapazierten Geldpolitik, die auf eine weitere Expansion verzichten könnte.

Unser Fazit: Wir rechnen mit „binären“ Folgen, die nicht nur positiv sind. Beispiel: Der Zins wird steigen, weil die Geldpolitik entlastet wird, wenn das Wachstum steigt. Der Konsumboom wird dem Aktienmarkt helfen, die schwindsüchtige Ölbranche (Gewinne /Investitionsaufträge) wird den Anstieg aber bremsen. Die folgende Grafik zeigt, dass die Industrie-Nationen (grüne Linie) stärker profitieren, als der Block der Schwellenländer.



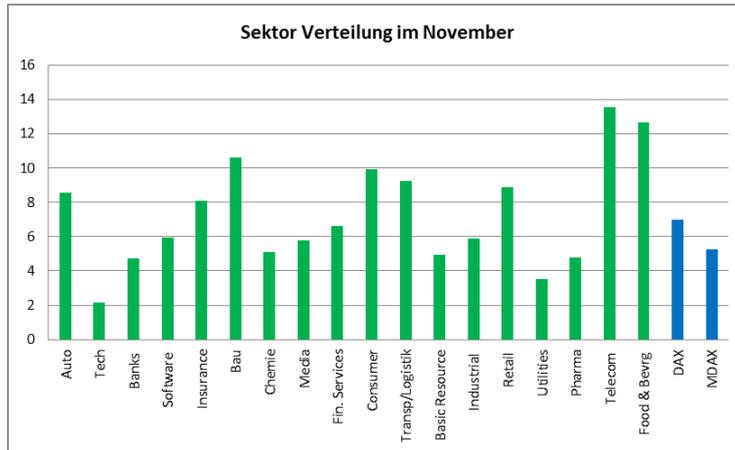
Insgesamt ist die Lage besser als die Stimmung. Die Wachstums-Pessimisten sind zwar in der Überzahl, die Daten könnten aber kaum kontroverser sein.

Beispiele: Das Wachstum der Weltwirtschaft ertrinkt regelrecht in globaler Liquidität. Deutschland erlebt ein Arbeitsmarktwunder, getragen von einem Konsum- und Export-Boom, obwohl die Produktion in jüngster Zeit lahmt. Dito Amerika, wo Nachfrage und Verbrauch mit +4% mehr als doppelt so schnell wachsen, wie die Produktion. Es dürfte nicht mehr lange dauern, bis die Hersteller darauf reagieren und die Lücke schließen (Produktion hochfahren). Ähnlich verrückt geht es in Japan zu: Der Yen befindet sich im freien Fall – das Wachstum auch. Trotzdem haben die Firmengewinne einen absoluten historischen Rekord erreicht, genau wie die Barreserven in den Konzernkassen. Am Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung, der Staat meldet einen neuen Schuldenrekord, die Zinsen sind auf Rekordtief, die Zentralbank-Bilanz/Geldmenge explodiert und die Investitionen seit 2007 um mehr als 50% gefallen.

**Unser Fazit:** Die Konjunktur-Ängste steigen, aber die Aktienkurse steigen auch. Das passt nicht. Die Gesamteinkommen sind zum Vorjahr um +4,5% gestiegen, was die Nachfrage schürt. Die Vorsteuergewinne leiden allerdings unter Stagnation (+0,4%). In der Summe haben chronische Unter-Investitionen der Vergangenheit dazu geführt, dass zusätzliches Wachstum immer teurer wird (Investitionen und Lohndruck belasten die Gewinn-Marge). Die Bewertung stößt damit an natürliche Grenzen (Gewinn-Faktor ist überstrapaziert).

**Sektor-Rotation in Deutschland bei Aktien:**

Diese Grafik zeigt die Gewinner/Verlierer der Sektoren für 550 Aktien im C-Dax (siehe grüne/rote Säulen, 2 blaue Säulen rechts außen für Dax, M-Dax). Im Dax lag die Spreizung zwischen Gewinnern/Verlierern bei erstaunlich geringen 15%. Angeführt wurde die Liste von Dt. Telekom (+13%), Lufthansa (+13%), HeidelbergCement (+12%), Schlusslichter waren Infineon (+2%), RWE (+2%), Lanxess (-2%).



**Anleihen:** Diese Grafik zeigt den Zins für Euro und Dollar. Die Renditen verharren auf Rekord-Tief. Das ist erstaunlich, denn der US-Markt hat mit einem 11-Monats-Emissionsvolumen \$1,5 BILLIONEN Firmen-Anleihen einen „inflationären“ Welt-Rekord aufgestellt. Die Staats-Schulden haben sich unter Obama fast verdoppelt. Deutsche Staatsanleihen haben ein KGV von 130 (Anleger wartet 130 Jahre, bis Kapital verdient wird). Das ist mehr als nur eine gefährliche Blase und es ist gut möglich, dass der nächste Betriebsunfall am Finanzmarkt nicht von Griechenland ausgeht! Das Beispiel am Ölmarkt zeigt plakativ, wie schnell und brutal eine Marktkorrektur einsetzt, wenn die Stimmung plötzlich kippt.



Der Markt spekuliert darauf, dass die EZB die Geldschleusen weiter öffnet - trotz rechtlicher, ökonomischer und politischer Bedenken. Dies verblüfft, denn die EZB hat genau wie die Bundesbank im jüngsten Monatsbericht vor den Folgen dieser Euphorie gewarnt. Die Beiträge im Anhang zum Monatsbericht belegen, warum das Kalkül nicht aufgehen kann. Der Kauf von Staatsanleihen schafft weder Wachstum noch Jobs. In Europa ist auf der Zinsseite kaum noch Luft – nur auf der Währungsseite. Das gilt auch für Japan und China, wo die Geldschwemme allein dazu dient, die Währung zu schwächen (Export anzukurbeln). Japan wollte mit ABENOMICS das Wachstum fördern und so die Verschuldung senken – jetzt werden noch mehr Schulden gemacht. In China eskalieren die Fiskalprobleme (Steuer-Einnahmen fallen, weil das Wachstum sinkt, Kreditausfälle steigen, was den Haushalt zusätzlich belastet). ES

grenzt fast schon an einen Witz, dass sich mit Europa, China und Japan ausgerechnet die 3 weltführenden Export-Nationen in einem Währungskrieg verheddert haben.

Die Analysten von DB-Research warnen, dass die Volkswirtschaft in Deutschland überhitzen kann, weil das Zinsniveau bereits jetzt viel zu niedrig ist. Es gibt besorgniserregende Signale, die in der aktuellen Debatte über schwächere Konjunkturdaten zumeist ignoriert werden. An erster Stelle steht die gewaltige Diskrepanz zwischen monetären Rahmenbedingungen und realwirtschaftlicher Lage.

Beispiel: Seit 2010 liegt der Kapitalmarktzins weit unter dem Nominal-GDP. Von 1992 bis 2010 war immer das Gegenteil der Fall. Es ist kein Zufall, dass die Immobilien-Preise genau seit dem Zeitpunkt steigen, an dem der Kapitalmarktzins unter die nominale Wachstumsrate fiel. Bei Wohnimmobilien-Preisen beträgt der Anstieg 25%, bei Baugenehmigungen 70%; In guten Lagen wird die 30-fache Monatsmiete bezahlt; Bei Gewerbe-Immobilien sind 50% aller Bauvorhaben in den Ballungsräumen spekulativ (Baubeginn, bevor Mieter gefunden werden; so fangen alle Immobilien-Blasen an). Deutschlands Real-Wirtschaft ist in der EU in allen Disziplinen führend: Die Beschäftigung erreicht mit 43 mio einen historischen Rekord, die Arbeitslosenrate nähert sich mit 6,7% der Vollbeschäftigung, die Einwanderung erreicht den höchsten Wert seit 20 Jahren; der Leistungsbilanz-Überschuss erreicht sagenhafte 7% vom GDP; trotz gedrückter Stimmung ist das Vertrauen im Dienstleistungs-Sektor heute viermal höher als der Durchschnitt der Eurozone. Das Verbraucher-Vertrauen erreicht fast den Höchstwert von 2006. Beim Dax hat sich das KGV seit 2012 verdoppelt, die Marktkapitalisierung von €6 Mrd für Rocket Internet (trotz ausbleibender Gewinne) zeigt, wie anfällig der Markt für hochgradige Übertreibungen ist. Insgesamt ist nicht schlüssig zu erkennen, welcher Vorteil in diesem Umfeld von sinkenden Zinsen ausgehen soll. Umgekehrt besteht die größte Gefahr für das Wachstum darin, dass die Geldpolitik nur noch Finanzblasen schürt, deren Platzen sämtliche Anstrengungen der letzten Jahre zunichte machen würde.

### **W E R** (Währungen, Energie, Rohstoffe)

Der Baltic-Dry Index (Frachtraten für Schiffe) ist -20% gefallen. Der CRY-Rohstoff-Index notiert -6,5% schwächer (Gold, Silber, Kupfer sind gefallen).



Der Ölmarkt sorgt gewaltig für Furore, denn der Preis ist seit Juni um 42% gefallen. Mit Amerika und Russland machen jetzt gleich zwei Länder den Scheichs in Saudi-Arabien den Titel des weltgrößten Ölförderers streitig. Das Opec-Kartell produziert nur noch ein Drittel des weltweit verfügbaren Rohöls - mit sinkender Tendenz.

Der Euro-Kurs ist kaum verändert (1,2420), der Währungsmarkt sorgt aber weiter für Unruhe (Währungs-Krieg). Die Währungen von Kanada/Norwegen sind 12% gefallen, der YEN fast 60% seit dem Hoch in 2012 und der Rubel gut 60% seit Juni. Nach einem ähnlichen Kurssturz in 1998 war Russland bankrott (Moratorium, gefolgt von Zahlungsunfähigkeit).

## Ausblick

Die Finanzmärkte sind ein Seismograph der Weltwirtschaft. Im November registrierten die Messgeräte ein Mini-Beben am Öl-, Währungs- und Zinsmarkt. Im spektakulären Kampf um Marktanteile hat die OPEC dem Welt-Energiemarkt einen **positiven Angebots-Schock** verordnet (Preisrutsch), mit wüsten Konsequenzen für den Währungs- und Zinsmarkt.

Insgesamt wurde eine Spirale in Gang gesetzt, bei der jetzt von einer Zeitenwende die Rede ist. Beispiel: EON - größter Energieversorger in Europa – hat entschieden, sich selber zu zerschlagen. Tatsächlich gehen die Schockwellen der Opec-Entscheidung weit über den Ölmarkt hinaus (Aktien, Währungen, Anleihen usw). Von einer Verschiebung der Machtfaktoren ist die Rede bis hin zu einer neuen Weltordnung.

**Ein positiver Schock:** Positiv an diesem „Schock“ ist die Tatsache, dass die Weltwirtschaft massiv davon profitiert. Positiv ist, dass die Märkte mit steigenden Preisen gerechnet haben, weil die Konjunktur wächst und der Winter vor der Tür steht. Nun tritt exakt das Gegenteil ein, was mehr als ein glücklicher Zufall ist. Fast so verblüffend wie der Segen selbst ist die Tatsache, dass Wirtschaft und Börse nicht in einen vorweihnachtlichen Freudentaumel verfallen. Die Kaufkraft profitiert, das Wachstum steigt, die chronisch überstrapazierte Geld- und Fiskalpolitik wird mächtig entlastet (Umfang: 1,5-2,5% vom Welt-GDP, in Zahlen \$1-2 BILLIONEN). Da die Experten einen weiteren Rückgang bis auf \$30 pro Barrel befürchten, werden diese Effekte kumulativ noch stärker.

„**Schockierend**“ an der Ölschwemme ist nur, dass die Angst vor einem generellen Preisverfall die Geldpolitik in Alarm-Zustand versetzt. Dies gilt zumindest für jene Nationen, die vor dem Hintergrund massiver Überschuldung ständig von Deflations-Ängsten geplagt werden, weil der naive Glaube an die Beherrschbarkeit der Schulden bröckelt. Die Angst vor dem Infarkt gipfelt in der abstrusen Forderung aller Wachstumsjünger und Schulden-Aposteln, die Geldschleusen noch weiter zu öffnen (Währung schwächen / Export ankurbeln), um das Schulden-Monster zu bändigen (mit Wachstum und Inflation).

Was fehlt, ist die Einsicht, dass es der Welt-Wirtschaft aufgrund der anhaltenden Investitions-Dürre schlicht an der notwendigen Kapazität mangelt, um schneller zu wachsen (Investitions-Lähmung). Schuld daran ist die Finanz-Repression. Sie animiert die Privatwirtschaft, Liquidität zu bunkern oder in Finanz-Akrobatik zu pumpen, statt in Neu-Investitionen. Konkret schürt das Nullzins-Regime die Angst vor einem Überhang an überbewerteten Sachwerten (Blasen-Angst lähmt Investoren). Die Tatsache, dass der Staat durch die Zentralbanken toxische Wertpapiere kauft, die der freie Markt meidet, wird wenig ändern. Ohne Investitions-Anreize bleibt die Risiko-Bereitschaft paralysiert.

Unser Fazit: Niemand auf der Welt hat damit gerechnet, dass sich etwas, dass so signifikant ist wie Öl, in so kurzer Zeit so schnell bewegt. Dieser Angebots-Schock am Welt-Energiemarkt versorgt die Weltwirtschaft mit enormer Schubkraft, zusätzlich zur Hilfestellung, die der Zins- und Währungsmarkt bereits leistet.

Ein Konjunktur-Wunder wird es zwar nicht geben, weil die Stimmung nach wie vor viel zu schlecht ist. Die Demontage der geldpolitischen Stützräder ist aber vorprogrammiert (monetäre Straffung). Die US-Fed hat den Anfang bereits gemacht, dass hat Signal-Charakter für den Rest der Welt. Der aufgeblähte Geldapparat kann zwar nicht schlagartig geschrumpft werden, die Tendenz ist aber klar und der Finanzmarkt befürchtet zu Recht erhebliche Kalamitäten. Es gilt der Grundsatz: Wer in der Geldpolitik extreme Bedingungen schafft, der muss mit extremen Folgen rechnen.