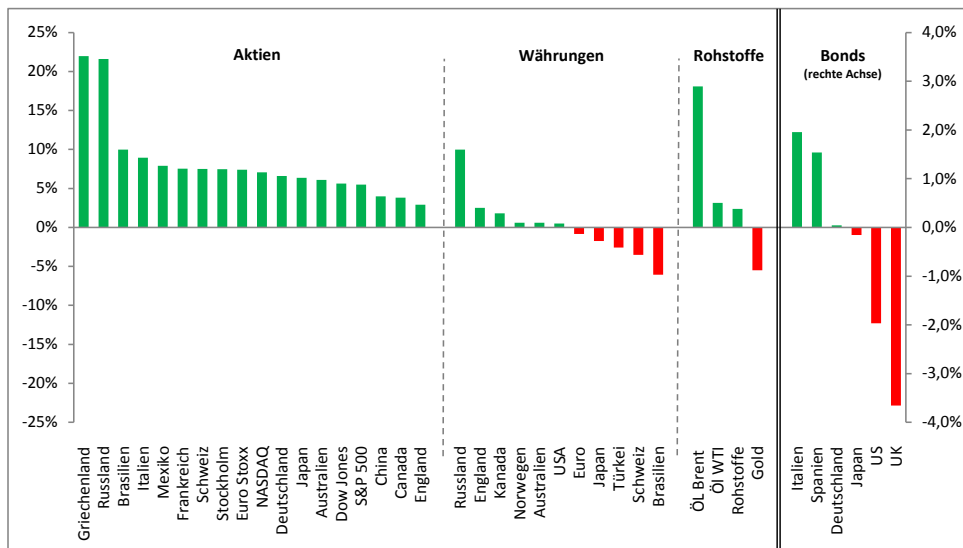


Allgemeiner Marktbericht Monat Februar 2015

Der Kursverlauf an den Welt-Finanzmärkten war auch im Februar von heftigen Ausschlägen geprägt. 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). Die Spannweite zwischen Gewinnern und Verlierern ist erneut ungewöhnlich hoch.



Insgesamt stand die Entwicklung diesmal aber unter einem günstigeren Stern, denn mit Blick auf Wirtschaft und Konjunktur ist die Lage deutlich entspannter, als dies bislang vermutet wurde und der Ölpreis hat sich etwas erholt.

Die Situation in Griechenland bleibt allerdings weiter ausgesprochen skurril, denn die Verhandlungen hinken im 7-Tages-Rhythmus von Hürde zu Hürde (Börse hat davon profitiert).

Die BRIC's (Brasilien, Russland) profitieren von der Tatsache, dass der Ölpreis 20% gestiegen ist und dies trägt erheblich dazu bei, dass sich die Lage an den Währungsmärkten stabilisiert (Angst vor Deflation fällt).

Der Goldpreis ist trotz vielzähliger Krisenherde kräftig gefallen. Das galt auch für die Kurse von Anleihen, besonders in Amerika, Japan und England. Diese Entwicklung reflektiert, dass die Geldpolitik einen Regime-Wechsel anstrebt. Die bisherige Ära der „Forward-Guidance“ wird durch stärkere „Diskretion“ ersetzt. Dabei kommt es immer häufiger zu Überraschungen ohne Vorwarnung. Die Zinspolitik operiert nicht mehr präventiv, sondern reflexiv: sie reagiert, wenn Konjunktur, Wachstum, Inflation oder Märkte dies erfordern.

In Japan und Europa hat sich die konjunkturelle Lage merklich aufgehellt. Die jüngsten Hoch-Frequenzdaten übertreffen sämtliche Schätzungen, was zeigt, dass der Wachstums-Pessimismus übertrieben war. In Deutschland wächst der Konsum seit Jahresanfang um verblüffende 5% auf Jahresbasis (Autoabsatz sogar +7%).

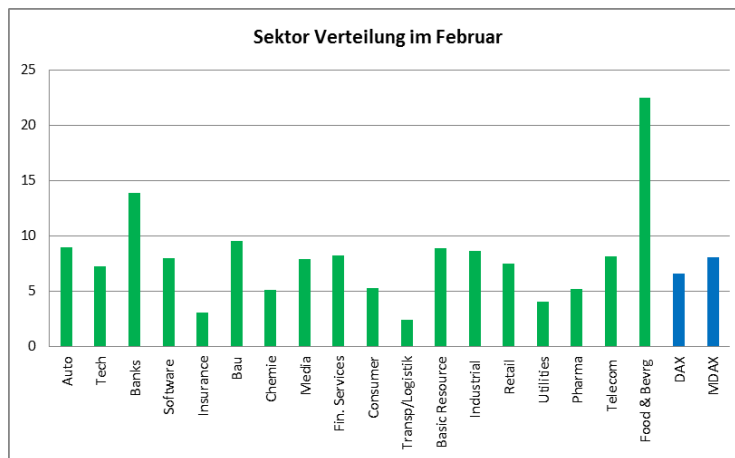
Dies hat dazu geführt, dass die GDP-Wachstums-Prognosen für 2015 in rapider Folge nach oben korrigiert wurden (von 0,5% im Dezember über 1,2% im Januar auf jetzt mehr als 2%). Es kommt nicht häufig vor, dass sich das konjunkturelle Wachstumstempo in so kurzer Zeit vervierfacht. Dieser Sachverhalt wirft ein ausgesprochen schräges Licht auf die Experten. Vermutlich wurde bei den Schätzungen bewusst tief-gestapelt, um so die Grundlage, für eine weitere geldpolitische Lockerung zu schaffen, die in Wahrheit nicht erforderlich war (heimliche Staatsfinanzierung).

Die folgende Grafik zeigt die Börsen-Entwicklung der Industrie-Nationen (grün) und Schwellenländer.



Sektor-Rotation in Deutschland bei Aktien:

Dies nächste 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 27%. Angeführt wurde die Liste der Gewinner von Dt. Bank (+14%), VW (+14%), Adidas (+13%), Schlusslichter waren Fresenius (+1%), Beiersdorf (0%), Lufthansa (-13%).

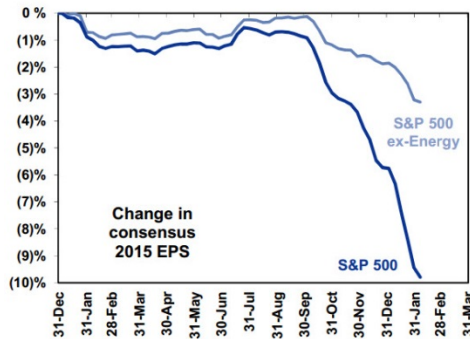


Das Konjunktur-Wachstum hat mancherorts ein ausgesprochen boom-artiges Profil. Umso mehr verblüfft die Tatsache, dass bei vielen börsennotierten Firmen eine Gewinn-Rezession droht.

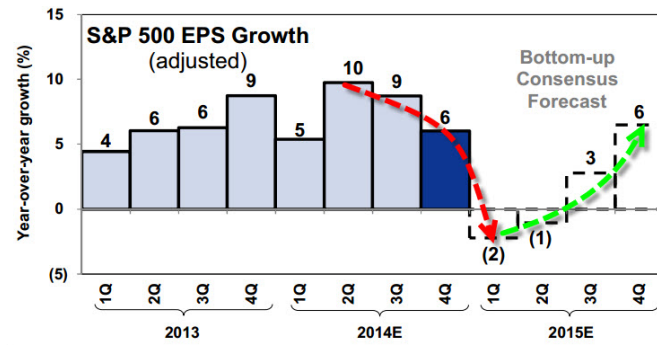
Schuld ist in den Augen vieler Experten die Geldpolitik. Bei Null- und Negativ-Zinsen ist es viel billiger, eine marode Firma zu finanzieren als sie zu schließen. So entsteht ein künstlicher Kapazitätsüberhang, der bei gesunden Firmen für erheblichen Margendruck sorgt.

Gewinnwarnungen und Herabstufungen sind an der Tagesordnung. Die linke Grafik zeigt, dass die Gewinn-Schätzungen für den S&P-500-Index regelrecht in den Keller gerauscht sind (siehe dunkelblaue Linie), wobei der größte Teil davon auf das Konto des Energie-Sektors geht (Linie hellblau). Die rechte Grafik zeigt zwar, dass der Markt mit einer Erholung rechnet, das Gesamtergebnis für 2015 aber wohl deutlich unter dem Resultat aus 2013 und 2014 bleibt.

Exhibit 7: Negative revisions to consensus 2015 EPS
as of February 5, 2014

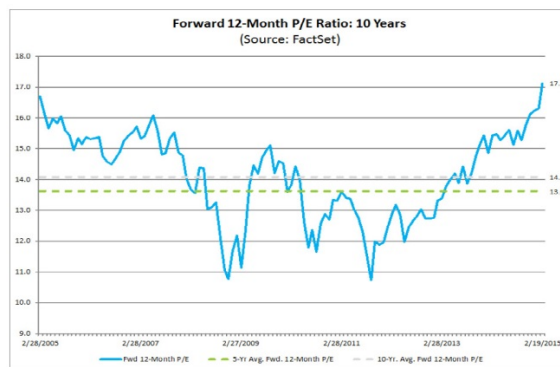


Consensus expects year-over-year earnings declines in 1H 2015

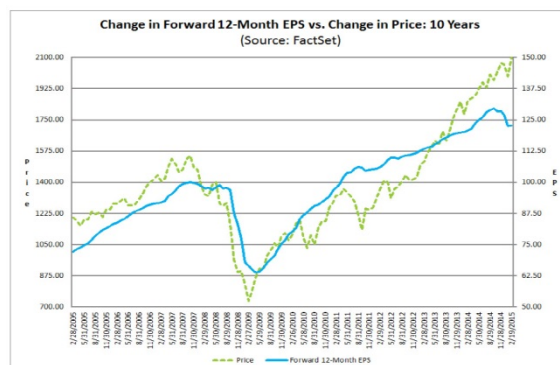


Source: I/B/E/S, FirstCall, and Goldman Sachs Global Investment Research.

Die bisherige Ära des zweistelligen Gewinnwachstums droht plötzlich in eine Gewinn-Rezession umzuschlagen. Beispiel: Die Firmen im S&P-500-Index melden einen Anstieg beim bereinigten Gewinn um +4%, obwohl das nach US-GAAP gemeldete Bilanz-Ergebnis um 9% gefallen ist. Dieser „Swing-Faktor“ von 13% sorgt für erhebliche Irritation, denn der markante Rückgang der Gewinn-Schätzungen führt bei gleichzeitig steigenden Börsenkursen im Umkehrschluss dazu, dass die aktuelle Bewertung (siehe Gewinn-Multiplikator) ausgesprochen heikel oder teuer ist. Die folgenden Grafiken verdeutlichen diesen Sachverhalt. Das erste Schaubild zeigt, dass die Gewinn-Bewertung (KGV) im S&P-Index den höchsten Stand seit 10 Jahren erreicht.



Diese Grafik zeigt eine signifikante Abkopplung zwischen Gewinnwachstum (Line hellblau) und Börsen-Index (Linie grün).



Anleihen: Diese Grafik zeigt den Kapitalmarkt-Zins für Dollar, Yen und Euro. In Amerika ist der Zins im Februar um 0,5% gestiegen, in Japan hat er sich verdoppelt (von 0,2% auf 0,4). Insgesamt wurde vermutlich der Tiefpunkt erreicht.

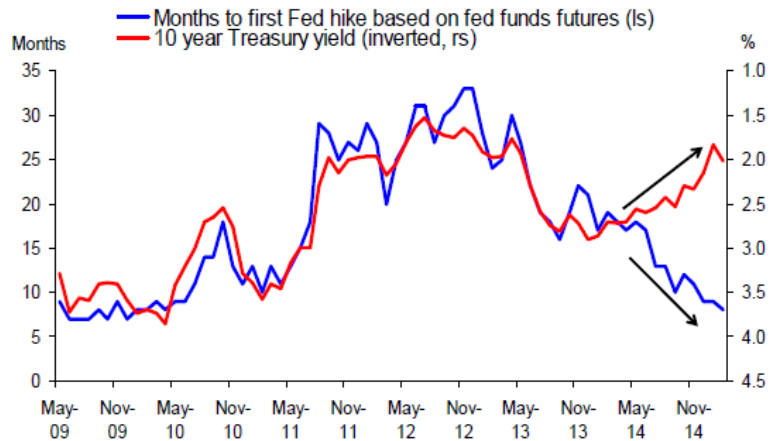


Kesseltreiben gegen Sparer und Anleger: Mehr als 38 Zentralbanken haben seit Januar die Zügel gelockert. Am kurzen Laufzeit-Ende haben Dänemark/Schweiz **Strafzinsen von -0,75%**, der Kredit-Zins mit Laufzeit 12 Monate ist auf **-1,3%** gefallen. Am langen Ende ist der Kapitalmarktzins in 15 Ländern negativ, Staatsanleihen in Portugal haben günstigere Zinsen als in Amerika, in Deutschland haben 7-jährige Staatsanleihen Straf-Zinsen. Die Folgen sind enorm. Der weltweite Umlauf von Anleihen mit **Strafzins** liegt bei mehr als €5 BILLIONEN. In Griechenland, Dänemark, Norwegen, Schweden und der Schweiz sind Kapital-Verkehrskontrollen geplant. In Österreich verweigert der Staat zum ersten Mal in der Geschichte einer maroden Bank die Hilfe (Hypo-Alpe-Adria zwingt Gläubiger/Kunden zum „bail-in“). Bei vielen Firmen und Versicherungen drohen unbezahlbare Lasten wenn die Pensions-Zusagen mit Null- oder Strafzinsen abgezinst werden müssen.

Grotesk daran ist die Tatsache, dass Weltwirtschaft, Konjunktur und Inflation nicht annähernd so schwach sind, wie der Zinsmarkt das suggeriert. Das bedeutet: Läuft die Notenpresse schneller, wird das Finanzsystem destabilisiert, läuft sie langsamer, wird das System noch stärker destabilisiert. Anders formuliert: Die Zentralbanken betreiben in der Praxis ein reaktionäres Strafzins-Regime, das in großem Stil Kapital vernichtet, die politische Balance verändert und im Nebeneffekt auch noch das Finanzsystem destabilisiert.

Unser Fazit: Der Welt-Zins hat im Februar vermutlich eine Art Tief- oder Wendepunkt erreicht. Ein weiterer Rückgang erscheint im besten Falle sinn- oder zwecklos und im schlimmsten Fall sogar destabilisierend und zerstörerisch. Es gibt bereits erste Anzeichen für ein Umdenken der Entscheidungsträger. Beispiel: In Japan signalisiert die Zentralbank das Ende der Lockerung, in Amerika ist die Mehrheit der stimmberechtigten Mitglieder der US-Fed überzeugt, dass der Leitzins in Kürze angehoben wird. In der EZB wächst das Lager der Gouverneure, die den Tiefpunkt bei Inflation und Wachstum erreicht haben.

Die folgende Grafik zeigt, wie stark der Marktzins (rote Linie, 2%) vom Plan-Ziel der Geldhüter abweicht (blaue Linie, 3,8%).



W E R (Währungen, Energie, Rohstoffe)

Der Baltic-Dry Index (Frachtraten für Schiffe) ist -11% gefallen. Grafik: Der CRY-Rohstoff-Index notiert +2% fester (Öl +8%).



Rechte Grafik: Am Währungsmarkt dauern die Turbulenzen an. EURUSD ist zeitweise bis auf 1,15 gestiegen, danach aber wieder auf 1,1130 gefallen. Der Schweizer Franken hat sich stabilisiert.

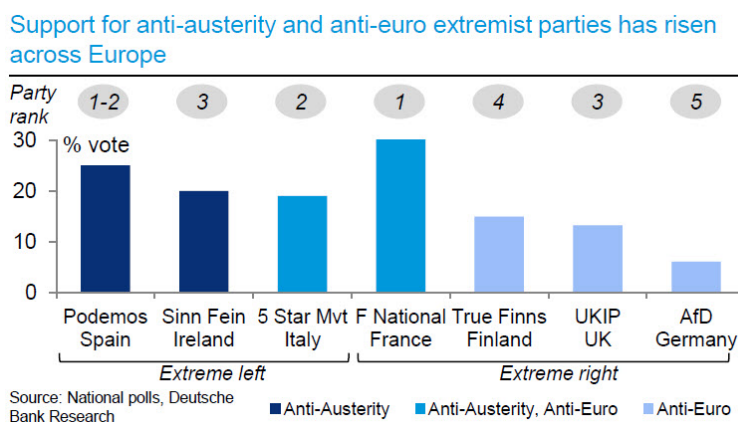


Ausblick

Der unorthodoxe Kurs der Geldpolitik wird schärfer. Seit Jahresanfang haben weltweit mehr als 38 Zentralbanken die Zügel gelockert. Verblüffend daran ist die Tatsache, dass die Welt-Konjunktur dafür kaum einen stichhaltigen Grund liefert. Im Gegenteil. Es gibt immer mehr Kritiker, die behaupten, dass die Geldpolitik die Lage destabilisiert und deshalb nicht mehr länger Teil der Lösung, sondern Teil des Problems ist. Zwei Schlüssel-Argumente:

1. Die fundamentale Idee, wonach die Steuerung der Geldmenge zu Wachstum und Inflation führt, steht unter Beschuss und das hat mittlerweile sämtliche politische und wirtschaftliche Konventionen in Frage gestellt. Die Strafzins-Politik hat das Geschäftsmodell der Finanz-Industrie beschädigt. Tausende von Arbeitsplätzen bei Versicherungen, Fonds, Banken usw. stehen auf der Kippe. Die Kaufkraft der Privat-Haushalte fällt (Strafzins pulverisiert Einkommen der Rentner). Bei Negativ-Zinsen ist es billiger, marode Firmen zu finanzieren als zu schließen. So entsteht ein künstlicher Kapazitätsüberhang, der für Margendruck bei gesunden Firmen sorgt.

2. Die Geldpolitik steht als sozial-politischer Brandbeschleuniger am Pranger, weil Strafzins und Rekordschulden nicht für politische Stabilität, sondern für eine offene Wähler-Revolution sorgen. Die weltweiten reaktionären (nationalistisch) Tendenzen gehen auf das Konto eines Kesseltreibens gegen Sparer/Anleger. Diese Grafik zeigt den Machtzuwachs der „Anti-Euro“ Kräfte (Spanien, Irland, Italien, Frankreich, Finnland, England). Überall sind rechts-und links-extreme Ultras auf dem Vormarsch, das politische Gleichgewicht ist in Gefahr und damit die Stabilität der EU.



Unser Fazit: Das beherrschende Denkkonstrukt der letzten Jahre wankt. Es ist der Glaube, dass die Geldpolitik nicht-monetäre Probleme beseitigen kann. Der Zeitpunkt könnte gekommen sein, an dem den Märkten bewusst wird, dass die Geldpolitik Teil des Problems und nicht Teil der Lösung ist. Die Preisfindung einer markt-basierten Wirtschaft funktioniert nur auf der Basis einer natürlichen Balance von Angebot/Nachfrage. In einem Strafzins-Regime können die Akteure nicht mehr länger zwischen guten und schlechten Anlagen unterscheiden. Deshalb werden Märkte und Kurse auf absehbare Zeit nicht dem gewohnten Muster folgen. Die Unsicherheit wird steigen, kräftige Kursschwankungen sind die Folge (Volatilität steigt).

Die Lage der Real-Wirtschaft ist nicht so brenzlich, wie der hysterische Zinsmarkt dies suggeriert. Wir rechnen mit einem positiven Wachstums-Schock, bei dem die Weltwirtschaft mehr als 4% wächst. Eine robuste Realwirtschaft hilft der Finanzwirtschaft allerdings wenig. Am Aktienmarkt droht eine Gewinn-Rezession (Öl, Währungen, Pensionslasten etc.). Käme es zu dem von uns erwarteten positiven Wachstums-Schock, dann müssten die Geldhüter den Traum vom ewig billigen Geld abrupt beenden (die unnatürlich aufgeblasenen Märkte auf Talfahrt schicken?).