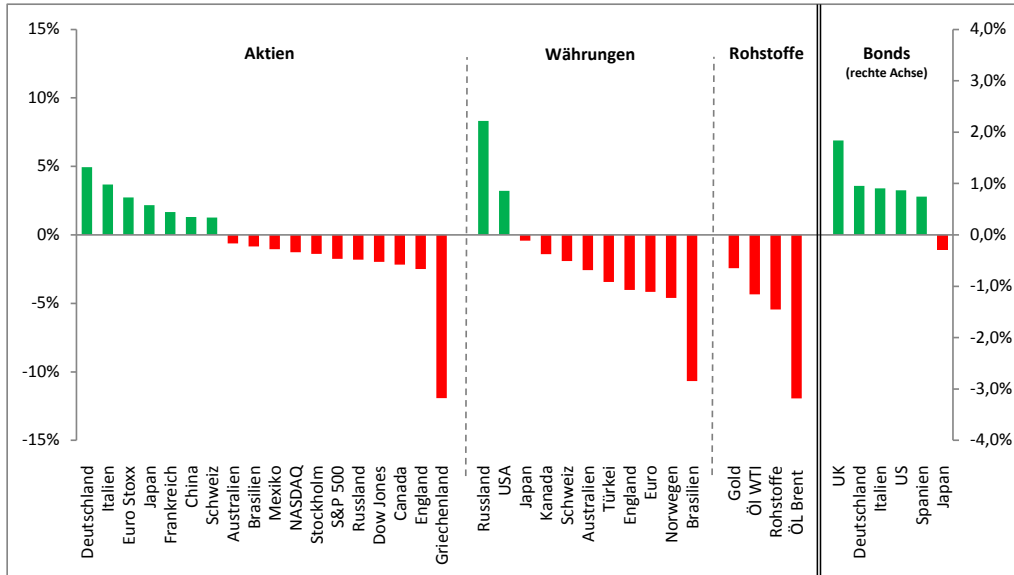


## Allgemeiner Marktbericht Monat März 2015

Die Lage an den Welt-Finanzmärkten hat sich im März entspannt. 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 hohe Spannweite zwischen Gewinn und Verlust in jeder Asset-Klasse signalisiert aber, dass die Anleger nicht sicher sind, wie die verwirrenden Impulse aus Politik und Real-Wirtschaft interpretiert, bzw. welche Reaktion und Konsequenzen daraus für die Geldpolitik abgeleitet werden müssen. Die folgende Grafik zeigt die Börsen-Entwicklung der Industrienationen (grün) und Schwellenländer (rot, blau).



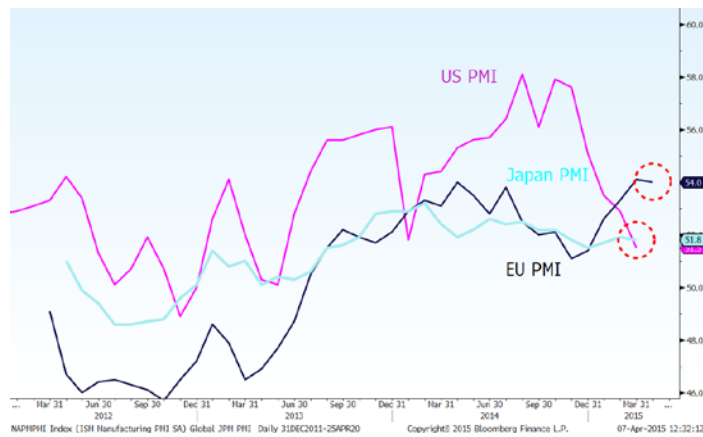
### Real-Politik:

1. Die Situation in der Ukraine ist etwas in den Hintergrund gerückt, seit Saudi-Arabien im Jemen militärisch interveniert und der Wahlausgang in Israel die Iran-Atom-Gespräche erschwert. Beide Entwicklungen treffen den Ölmarkt (siehe wilde Preisausschläge) mit Folgen für die globale Geldpolitik (Inflation/Deflation).

2. In Frankreich hat die Regierung eine fürchterliche Schlappe bei den Kommunalwahlen kassiert, die Wahl in England Anfang Mai droht sogar zum Referendum über einen Ausstieg der Briten aus Europa zu entgleisen. Griechenland nähert sich dem „Graccident“ (accident: Unfall, Ausscheiden aus der EU per Unfall), nachdem die EZB den Banken jeden Kauf von Staatsschulden verboten hat (mehr dazu im separaten Anhang zum Monatsbericht).

**Real-Wirtschaft:** Das Konjunkturmodell sorgt für Irritation. In Europa signalisieren die Daten einen deutlichen Aufschwung, Asien befindet sich im Abschwung, in Amerika ist die Lage absolut unerschüssig.

Die folgende Grafik zeigt den PMI (Index der Einkaufs-Manager) für USA, EU und Japan. Glaubt man diesem Impuls, dann wächst Europa jetzt sogar deutlich schneller als Amerika! Folglich steht die Frage im Raum, warum der Zins für Europa unter dem Zins für Amerika liegen sollte.



Insgesamt reflektiert diese Momentaufnahme der Realwirtschaft das Gegenteil der Erwartung an den Märkten und das verkompliziert die Einschätzung, wie die Geldpolitik darauf reagieren wird. Apropos China: Der Konjunktur-Abschwung dauert an, mittlerweile wird ein Mini-Crash befürchtet. Die Gegenwehr der Regierung reicht nicht für einen Wende, sondern die Talfahrt nur dämpfen.

Die folgende Grafik (Amerika) zeichnet sehr trefflich das Bild der verwirrenden Situation in den USA: Der **PMI-Index** der Einkaufs-Manager für Dienstleistungen (Linie blau) signalisiert mit einem 6-Monatshoch bei 58,5 eine Expansion, beim verarbeitenden Gewerbe wurde der Index sogar auf 59,2 hoch-revidiert. Gleichzeitig signalisiert der **ISM-Index** für das verarbeitende Gewerbe (Linie grün) das Gegenteil (22-Monats-tief). Die rote Linie reflektiert den Makro-Impuls der Analysten (Echtzeit-Daten relativ zur Analystenschätzung).



Am US-Arbeitsmarkt herrscht eine ähnlich verblüffende Diskrepanz: Enttäuschende Daten über neue Jobs stehen im Kontrast zur Quote für Kurzfrist-Arbeitslose, die mit 3,8% ein absolutes Rekordtief erreicht hat. Dieser Trend signalisiert die Gefahr von Lohndruck, denn der Arbeitsmarkt wächst deutlich schneller als die Wirtschaft. Verblüffend ist auch, dass Löhne/Einkommen steigen, was aber nicht den Konsum beflügelt, sondern die Sparquote – trotz Strafzinsen!

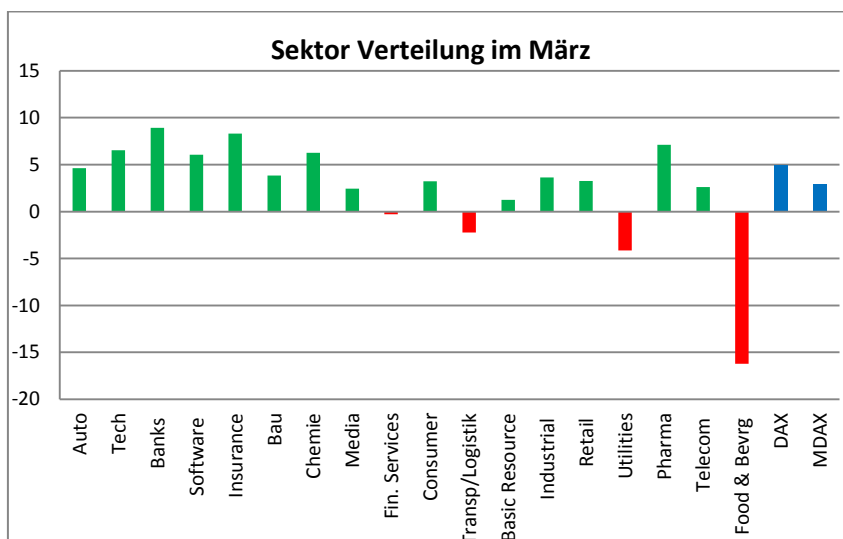
Manches lässt sich wohl mit der Hafenblockade an der Westküste erklären (Streik der Hafearbeiter hat Importe gestoppt). Der extrem kalte Winter hat den Bau behindert und der Konsum leidet unter verzerrtem Aufwand der Privathaushalte für Heizkosten. Trotzdem bleibt das Gefühl von Konfusion über den Ausblick insbesondere mit Blick auf die Geldpolitik. In Amerika wurde ein Zinsanstieg befürchtet, was genau so falsch sein mag, wie die drakonische EZB-Lockerung (gravierender Irrtum?).

Diese Ungewissheit manifestiert sich nicht nur im EURUSD-Wechselkurs, der nach Jahren der Ruhe plötzlich wieder enormen Tagesschwankungen unterliegt. Auch am Aktienmarkt geht die Frage um, warum der Dax seit November um 45% gestiegen ist, obwohl die unglaublich aggressive Geldpolitik der EZB eine gefährliche Destabilisierung der Wirtschaft signalisiert. Wäre das Konjunktur-Szenario (schwach) der EZB falsch (Umkehr der Geldpolitik), dann wäre der im Sog von übertriebenem Zinsoptimismus erzielte Finanzboom fatal (Kurse könnten genau so schnell 45% fallen).

Eine Belastung ist auch die Tatsache, dass die „nicht-frisierten“ Firmengewinne bereits in 2014 gefallen sind und in 2015 erneut und nach jüngsten Schätzungen sogar noch stärker fallen dürften (-6%). Da die Börsen im gleichen Zeitraum gestiegen sind, wirken die Finanzmärkte verzerrt und überbewertet (Blase). Laut Bloomberg-Schätzung werden die Gewinne in den kommenden 3 Quartalen fallen. Statistiker warnen, dass bei dreimaligem Quartals-Rückgang traditionell eine Rezession droht.

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 18%. Angeführt wurde die Liste der Gewinner von Merck (+15%), Dt. Bank (+11%), VW (+9%), Schlusslichter waren Dt. Post (-4%), RWE (-4%), E.On (-4%).



**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.



An den Kernaussagen hat sich im letzten Monat wenig geändert: Weltwirtschaft, Konjunktur und Inflation sind nicht annähernd so schwach, wie der Zinsmarkt das suggeriert. Trotzdem dauert das Kesseltreiben gegen Sparer und Anleger an. Die Zentralbanken betreiben ein reaktionäres Strafzins-Regime, das in großem Stil Kapital vernichtet. Mehr als 38 Zentralbanken haben seit Januar die Zins-Zügel am kurzen Ende der Laufzeitkurve gelockert. Am langen Ende ist der Kapitalmarktzins in 15 Ländern negativ. In Europa haben 40% aller umlaufenden Anleihen einen Strafzins, in Deutschland sind es sogar fast 50%. Da die EZB aber nur Anleihen mit einem Strafzins kleiner als -0,2% kaufen darf, wird der verkündete Plan über das monatlich geplante Kauf-Volumen am verfügbaren Marktvolumen scheitern. Ähnlich prekär ist die Lage in Japan, wo die Zentralbank so viele Anleihen gekauft hat, dass die Liquidität im Bondmarkt mittlerweile so stark gefallen ist, dass die Funktion der Märkte gefährlich gestört respektive destabilisiert wird, denn die Privat-Anleger ziehen sich zurück, weil die Risiko-Toleranz eine kritische Grenze erreicht hat (Angst vor Rückschlag). Gleichzeitig wurde am Welt-Kapitalmarkt nach einem Rekord-Monat März für das gesamte erste Quartal ein neuer Emissionsrekord aufgestellt.

**Unser Fazit:** Am globalen Kapitalmarkt droht eine skurrile Mischung aus Schulden-Müdigkeit und Sättigung. Ein weiterer Zins-Rückgang erscheint bestenfalls sinn- bis zwecklos und im schlimmsten Fall zerstörerisch. Läuft die Notenpresse schneller, wird das Finanzsystem destabilisiert, läuft sie langsamer, wird das System noch stärker destabilisiert.

**WER (Währungen, Energie, Rohstoffe)**

Der Baltic-Dry Index (Frachtraten für Schiffe) ist +10% gestiegen. Linke Grafik: Der CRY-Rohstoff-Index notiert -5,5% schwächer (Öl -6%). Rechte Grafik: Am Währungsmarkt dauern die Turbulenzen an. EURUSD schwankt zwischen 1,0500 und 1,10 00.



## Ausblick

Der Finanz- und Kapitalmarkt bekommt von den Haupt-Gefechtsplätzen wenig Hilfe, denn der Konjunkturausblick ist gespalten, die Zinslage unklar, die welt-politische Bühne instabil. Hinzu kommt, dass die Quartalsgewinne schrumpfen, was die überzogene Bewertung schürt, insbesondere wenn sich die schwachen Konjunktursignale durchsetzen sollten. Das schlechte charttechnische Bild unterstreicht diesen Sachverhalt (Trend-Überhitzung).

Das Experiment der quantitativen Lockerung stößt weltweit auf immer breitere Skepsis. Alles dreht sich nur noch um die Geldpolitik, entsprechend verzerrt sind die Märkte. Dieser Zustand der weitgehenden „Abkopplung“ der Märkte von der Realwirtschaft ist auf Dauer kaum haltbar. Angesichts des Umfangs der quantitativen Lockerung (QE) erscheint die Frage angebracht, ob QE überhaupt hilft. Die Erfahrung seit 2001, dem Start von QE durch Japan, zeigt einen geringen Einfluss auf Wachstum oder Inflation. Die Geldpolitik hat zwar einen Finanzboom ausgelöst (siehe Kursanstieg), bleibt aber wirkungslos beim Anstoßen Real-Wirtschaft. Regierungen und Notenbanken verzichten auf notwendige Reformen und weichen stattdessen auf eine langsame Konfiszierung des Besitzes von Investoren aus. Das führt zur Ausweitung der Einkommensschere bei gleichzeitiger Verringerung des Lebensstandards für zukünftige Generationen. Die Resonanz der frustrierten Wähler ist bemerkenswert: Es kommt zum Konsum-Protest, denn die steigenden Real-Einkommen beflügeln nicht den Verbrauch, sondern die Sparquote – und das trotz Strafzins-Regime.

Glaubt man dem ehemaligen US-Fed-Gouverneur Kevin Warsh, dann wiederholt sich die Geschichte: Die Notenbanken haben bereits in 1970 und vor 2000 mit negativen Real-Zinsen experimentiert – beides ging auf spektakuläre Art und Weise schief. Die globalen Märkte waren selten so verzerrt wie heute. Zusätzlich hat das Strafzins-Regime eine Abwertungs-Lawine in Gang gesetzt, die spektakuläre Folgen haben dürfte.

**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 (Märkte werden verzerrt). Deshalb werden die Kurse auf absehbare Zeit nicht dem gewohnten Muster folgen. Die Unsicherheit wird steigen, kräftige Schwankungen 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. 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?).