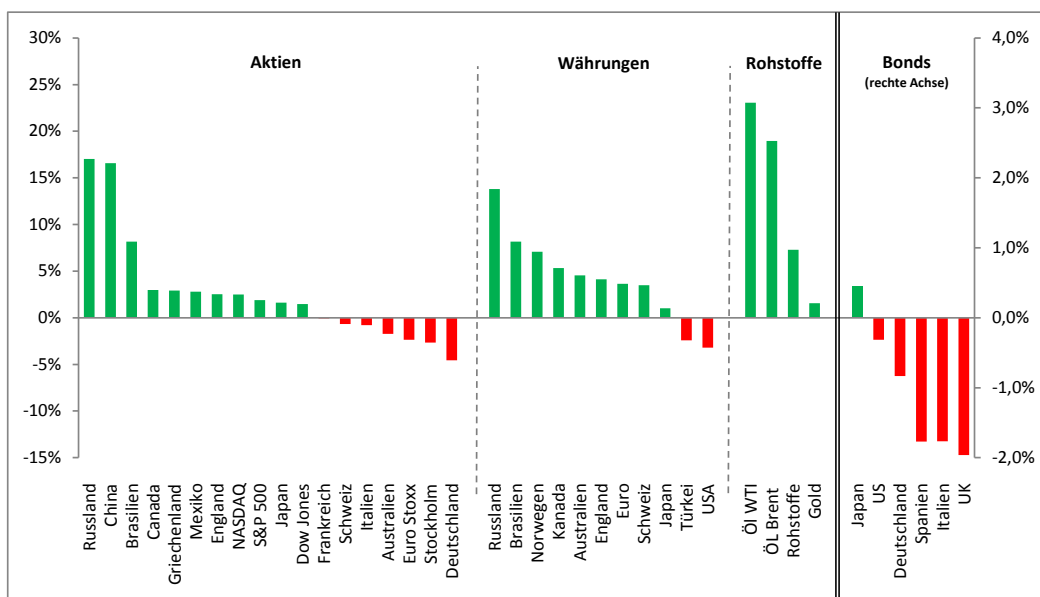


Allgemeiner Marktbericht

Die Lage an den Welt-Finanzmärkten ist im April ungemütlich geworden. Die Kursausschläge werden gleichzeitig größer und skurriler, weil die Konjunkturdaten widersprüchliche Impulse liefern (USA, China, EU). In Amerika warnt die Notenbank den Markt, dass trotz einer krassen Fehleinschätzung beim Wachstum (siehe Konjunkturdelle) ab sofort auf jeder Fed-Sitzung mit einer Straffung der monetären Zügel gerechnet werden muss. Japans Notenbank will die monetäre Expansion drosseln, in China soll die Geldschleuse weiter geöffnet werden. Die Anleger befürchten einen Zick-Zack-Kurs der Notenbanken mit unkalkulierbaren Folgen. Diese 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).



Wirklich markant waren der Ölpreis-Anstieg um 25% trotz Ölschwemme sowie die Börsen-Hausse in China um 18%, obwohl die Konjunktur dort spektakulär absackt. Am Währungsmarkt stieg EURUSD um 8% (1,05/1,13), am Anleihe-Markt kam es zum historischen „Blitz-Crash“ mit brutalen Kursverlusten. Die folgende Grafik zeigt die Börsen-Entwicklung der Industrie-Nationen (grün) und Schwellenländer (rot, blau).



Real-Wirtschaft: Der globale Konjunktur-Ausblick stiftet beträchtliche Verwirrung. Europa avanciert im Sog eines kräftigen Aufschwungs zur Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft, Asien meldet einen kräftigen Abschwung (siehe Fiskalkrise in China) und in Amerika ist die Expansion aus schwer zu erklärenden Gründen völlig zum Stillstand gekommen.

Für markante Irritation sorgt die Lage in Amerika, wo die Divergenz zwischen den Sektoren und Branchen absolut frappierend ist. Der Arbeitsmarkt signalisiert einen Boom bei neu-geschaffenen Stellen, die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung sind auf den tiefsten Stand in 15 Jahren gefallen und die Quote für Kurzfrist-Arbeitslose hat mit 3,8% ein historisches Rekordtief erreicht. Dieser Trend signalisiert steigenden Lohndruck, denn der Arbeitsmarkt wächst schneller als die Wirtschaft.

Verblüffend ist, dass der Anstieg bei Lohn & Einkommen nicht den Konsum beflügelt, sondern stattdessen die Sparquote anheizt – obwohl solch ein Reflex im Kontext der global grassierenden Null- oder Strafzins-Politik völlig sinnlos erscheint. Schlimmer noch: Die Geldpolitik bezweckt eigentlich genau das Gegenteil. Frappierend ist auch, dass im Firmensektor ein Anfall von Rationalisierungs-Wut dafür sorgt, dass die Investitionen fallen - trotz der prall gefüllten Konzernkassen.

Vor dem Hintergrund dieser grotesken Entwicklung kam es jüngst zu einem heftigen öffentlichen Schlagabtausch zwischen ehemaligen Notenbanken-Chefs und der Wirtschaftspresse. Die Medien werfen den Geldhütern eine völlig entgleiste Geldpolitik vor, während die Notenbanker der Regierung die Schuld für die Wachstums-Delle in die Schuhe schieben. Angeblich werde die Zinspolitik von einer verantwortungslosen Passivität der Wirtschafts- und Arbeitsmarktpolitik völlig im Stich gelassen.

Finanz-Wirtschaft: Das Gros der Börsen-Experten warnt vor den Gefahren einer fulminanten Blase. Dieser Sachverhalt manifestiert sich in der Tatsache, dass die akute Wirtschaftsflaute von einem unverständlichen Finanzboom begleitet wird.

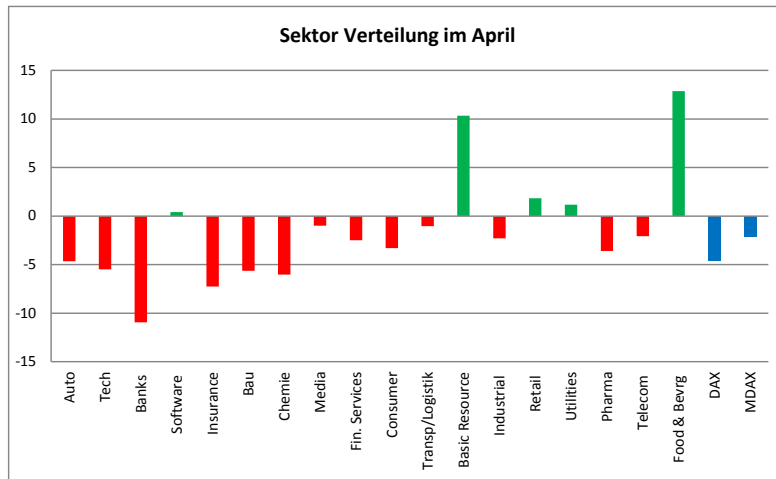
Die Irrfahrt der Notenbanken sorgt augenscheinlich dafür, dass die Währungs-, Finanz- und Wirtschaftspolitik nicht mehr funktionieren kann. Seit der **Habenzins** abgeschafft und der **negative Sollzins** eingeführt wurde (**Kreditschuldner bekommt Geld**), fordert der Zeitgeist, dass die Realwirtschaft gefälligst neu denken respektive sich neu erfinden muss. Kapitalanleger, Versicherer, Banken, Pensionskassen und Fonds straucheln bei dem Versuch, im Kontext dieser Mode ein Geschäftsmodell zu (er) finden, das es eigentlich nicht geben kann. Insgesamt reflektiert diese Momentaufnahme der Realwirtschaft das Gegenteil der Erwartung von Analysten, Investoren und Märkten und genau das verkompliziert die Einschätzung, wie die Geldpolitik darauf reagieren wird. Aus Vorsicht kommt es nun zu Gewinnmitnahmen an allen Märkten (Aktien, Währungen, Anleihen).

Real-Politik: Die Ukraine-Situation wird genau wie die Militär-Intervention der Saudis im Jemen von den Marktakteuren aus dem Bewusstsein verdrängt. Die Parlaments-Wahl in England Anfang Mai droht zum Referendum über einen Ausstieg der Briten aus Europa zu entgleisen. Für Griechenland droht nach wie vor der „Graccident“ (accident: Unfall, Ausscheiden aus der EU per Unfall), denn Athen plant nun einen Kompromiss mit der EU, der in einem Referendum dann den Bürgern zur Wahl-Entscheidung vorgetragen wird.

Quartalsberichtssaison: Die Konzerngewinne tragen kaum zum Wohlbefinden der Anleger bei. Die Aktienkurse wirken verzerrt und überbewertet. Beim Blick auf die Bewertung erreicht die Risiko-Prämie, also die Differenz mit der Aktien über Anleihen handeln, mittlerweile den höchsten Stand in 60 Jahren. Laut Bloomberg-Schätzung werden die Konzern-Gewinne in den kommenden 3 Quartalen fallen.

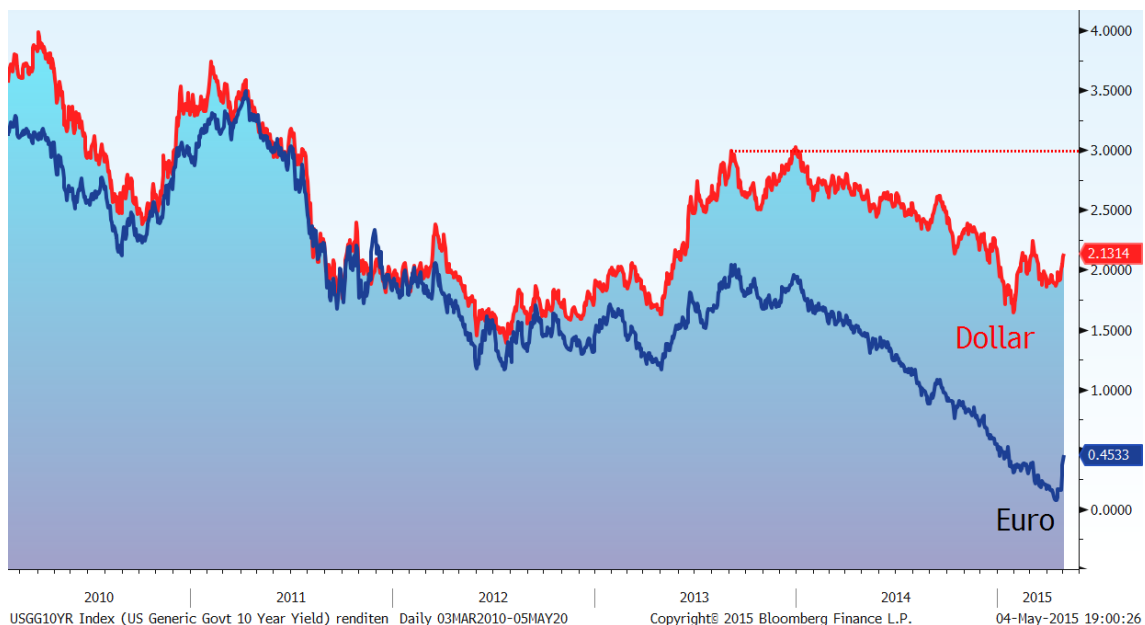
Sektor-Rotation in Deutschland bei Aktien:

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 relativ geringen 14%. Angeführt wurde die Liste der Gewinner von Dt. Post (+1,6%), E.ON (+0,5%), SAP (+0,5), Schlusslichter waren BMW (-9%), Dt. Bank (-11%), MunRe (-12,8%).



Anleihen: Am globalen Bondmarkt droht eine gefährliche Mischung aus Schulden-Müdigkeit und Schulden-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.

Die folgende Grafik zeigt den Anstieg beim Kapitalmarkt-Zins für Dollar und Euro. Zur Verblüffung der Märkte ist der US-Zins gestiegen, obwohl die Konjunktur ab Januar fast zum Stillstand kam (Wachstum +0,2%). Schlimmer noch: In Europa sackte der Zins erst auf neue historische Tiefs, bevor er zum Monatsultimo dann gewaltig anzog. Am Markt für 10-jährige deutsche Anleihen kam es zum „Blitz-Crash“. Der Zins kletterte schlagartig um das elf-fache von 0,04% auf 0,45%. Diese größte jemals gemessene Korrektur hat einen Mini-Schock ausgelöst.



An den Kernaussagen hat sich im letzten Monat wenig geändert: Weltwirtschaft, Konjunktur und Inflation senden kontroverse Signale. Nicht zuletzt deshalb hat die US-Fed nun erklärt, dass ab sofort auf jeder Notenbank-Sitzung über eine Zinserhöhung diskutiert wird (Ausgang ungewiss). In Japan hat die Notenbank der Forderung nach einer weiteren Lockerung der geldpolitischen Zügel eine klare Absage erteilt. In Europa wächst die Sorge, dass die kräftige Konjunktur ebenfalls eine plötzliche Umkehr der Geldpolitik auslösen könnte.

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%. Weltweit notieren fast 60% aller Anleihen unter 1%. In der Schweiz erreicht die Bilanz der Notenbank mittlerweile einen Umfang von 90% vom GDP, was einen Währungsverlust von mehr als \$30 Mrd in drei Monaten verursacht hat.

Die Bilanzen der Notenbanken sind weltweit mit mehr als \$22 BILLIONEN mittlerweile auf einen Umfang angeschwollen, der dem kombinierten Brutto-Sozialprodukt von Amerika und Japan entspricht. Kaum jemand kann erklären, wie das jemals wieder normalisiert werden soll. In Japan hat die Zentralbank bereits so viele Anleihen gekauft, dass die Liquidität im Bondmarkt austrocknet, was die Funktion der Märkte gefährlich stört respektive destabilisiert.

Insgesamt werden die Notenbanken der Wirtschaft und dem Finanzmarkt recht bald erklären müssen, welche Logik hinter dieser wild gewordenen Geldpolitik stecken soll, denn selbst die Analysten bei Deutsche Bank Research räumen mit Blick auf die Marktentwicklung im April unverblümt ein: „Unser Zinsausblick für Europa ist unglaublich verwirrt“ (our view on EU-rates is incredibly confused). Viele Marktteilnehmer schließen sich diesem Urteil an.

W E R (Währungen, Energie, Rohstoffe)

Der Baltic-Dry Index (Frachtraten für Schiffe) ist -3% gefallen. Linke Grafik: Der CRY-Rohstoff-Index notiert +8% fester. Rechte Grafik: Am Währungsmarkt dauern die Turbulenzen an. EURUSD schwankte zwischen 1,05 und 1,13.



Apropos China: Der Konjunktur-Abschwung dauert an, die Industrieproduktion befindet sich im freien Fall, mittlerweile wird ein Mini-Crash befürchtet und in dessen Sog eine schwere Fiskal-Krise (Einbruch der Steuer-Einnahmen). Die Gegenwehr der Regierung reicht nicht aus für eine Wende, sondern nur um die Talfahrt zu dämpfen.

Ausblick

Der Welt-Konjunkturausblick ist uneinheitlich. In Europa und Japan geht es beim Wachstum so flott bergauf wie in China bergab. Aus Amerika kommt eine völlig verstümmelte Botschaft, was die Geldpolitik stark unter Druck setzt.

Die Finanzmärkte sind mittlerweile stark verzerrt, weshalb es in einschlägigen Medien (Blogs) zu einem unappetitlichen Schlagabtausch zwischen ehemaligen Notenbank-Chefs und der Wirtschaftspresse kommt. Die Wirtschafts-Redaktionen (siehe Wall-Street-Journal) werfen den Notenbanken eine verantwortungslose Gelddruckerei vor, die Geldhüter verteidigen das mit dem Vorwurf, von der Wirtschafts- und Finanzpolitik in Sachen Wachstum und Investitionen hemmungslos im Stich gelassen zu werden.

Aus Sorge vor einem plötzlichen Stimmungswechsel mit Verschiebungen bei der Markt-Bewertung werden die Portfolios großer institutioneller Anleger auf Vorsicht getrimmt. Diese symptomatische „Risiko-Aversion“ (sell in may and go away) dürfte erst weichen, wenn sich beim Konjunkturbild und dem damit verknüpften Zins-Ausblick der Nebel lichtet, was vermutlich nicht vor Ende der Sommerferien möglich ist.

Bis dahin bleibt es beim bekannten Sachverhalt: Am Aktienmarkt hat die Bewertung gemessen an der gezahlten Risiko-Prämie jetzt den höchsten Wert in 60 Jahren erreicht. Dieser Zustand der weitgehenden „Abkopplung“ zwischen Markt und Realwirtschaft ist auf Dauer kaum haltbar. Hinzu kommt, dass die geo-politische Bühne instabil bleibt: In England steht eine Parlaments-Wahl vor der Tür, die zum Europa-Referendum ausarten mag. Kommt es zum „Patt“ im Parlament, dann mag die Regierungsbildung Wochen oder Monate dauern. Das gilt analog für Griechenland. Kriegsherde wie Ukraine/Russland, Jemen/Saudi-Arabien, Iran/Israel schlummern im Hintergrund. Die schrumpfenden Quartalsgewinne signalisieren eine Gewinn-Rezession. Sollten sich die schwachen Konjunktursignale durchsetzen, dann droht dem Finanzboom ein jähes Ende. Das schlechte charttechnische Bild unterstreicht diesen Sachverhalt (Trend-Überhitzung).

Die Erfahrung seit dem Start der unorthodoxen Geldpolitik durch Japan im Jahr 2001 zeigt einen geringen Einfluss der Notenbanken auf Wachstum oder Inflation. Die Geldpolitik hat zwar einen Finanzboom ausgelöst, bleibt aber wirkungslos beim Anstoßen der 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.

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 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). Am Ende scheitert ein kredit-basiertes Nullzins-Finanzsystem an der Einsicht, dass jedes verfügbare Investment ein unverhältnismäßig hohes Risiko birgt im Verhältnis zur erzielbaren Null-Rendite.