

Botschaft aus DAVOS

Die Finanzmärkte verfolgen mit großer Aufmerksamkeit den jährlichen Auftritt ganzer Heerscharen von Politikern, Zentralbankern und Konzern-Lenkern, die zum Weltwirtschafts-Forum nach Davos pilgern, um über die Herausforderungen (Chancen/Risiken) der Zukunft zu diskutieren.

Die jüngste Rückmeldung lautet: Die globale Führungs-Elite steht vor der größten geopolitischen Herausforderung der letzten Jahrzehnte. Traditionelle Politiker sind machtlos, wenn es darum geht, den Vormarsch des Populismus zu stoppen.

Angela Merkel ist nicht nach Davos gereist, das Echo ihrer politischen Mantra war allerdings omnipräsent: „Wir können es schaffen“. Das bedeutet: Die Risiken inklusive dem Konjunktur-Abschwung in China sind beherrschbar, fallende Börsenkurse sind temporär und Europa's Flüchtlingskrise ist eine Herausforderung, die Europa enger zusammenschweißt. Hinter dieser Fassade (Zwangs-Optimismus?) schwelt allerdings die fatale Einsicht, dass Politiker, Diplomaten und Zentralbanker diesmal mit geopolitischen und ökonomischen Kräften konfrontiert werden, die sich jeder Kontrolle entziehen.

Die Welt-Führungs-Elite steckt zweifellos in einem geopolitischen Machtvakuum, während an der Welt-Wirtschaftsfront gleichzeitig eine akute finanzpolitische Impotenz grassiert (Fiskal- und Geldpolitik). EZB-Chef Mario Draghi signalisiert zwar neue Hilfs-Instrumente, Ex-Bundesbank-Chef und heutiger UBS-CEO Axel Weber formuliert es aber so: Wir verstehen zwar, dass es möglicherweise keine Grenzen gibt für das, was die EZB bereit ist zu tun. Leider gibt es aber sehr klare Grenzen für das, was die EZB damit erreichen kann und wird.

Unser Fazit: Das Macht-Vakuum der Politik manifestierte sich deutlich im Rahmen der Podiumsdiskussion über „Das Ende des politischen Konsensus“. Dort gab es breite Zustimmung über Ursache und Wirkung der aktuellen Maläse: Die Einkommens-Ungleichheit wächst weiter, weil die Führungs-Elite nur Partikular-Interessen verfolgt, was das Ressentiment gegen Führungs-Eliten schürt und der Populismus-Flutwelle mit Kandidaten wie Donald Trump in Amerika oder Marie Le Pen in Frankreich hilft. Der politische Machtverfall reflektiert den steigenden Wähler-Frust, frei nach dem Motto: Alles ist besser als jene, die jetzt an der Macht sind.

Was der Rückgang beim Ölpreis für die Notenbanken bedeutet

Die Tatsache, dass der Ölpreis in den letzten 6 Monaten zum Treiber und Motor der Finanzmärkte avancierte, ist von enormer Bedeutung für die globale Geldpolitik. Die Korrelation zwischen den täglichen Veränderungen beim Ölpreis, Aktienmarkt, der Rendite für 10-jährige Staatsanleihen, dem Markt für Hochzinsanleihen und vielen Währungen ist so ungewöhnlich, dass Experten von einem „**Öl-Korrelations-Rätsel**“ sprechen. Aber warum korrelieren die Märkte so stark mit Öl, obwohl das ökonomisch betrachtet überhaupt keinen Sinn ergibt?

Im Kern sind die Korrelationen am Finanzmarkt wie Ebbe und Flut. Sie kommen und gehen. Trotzdem ist das „Öl-Phänomen“ ungewöhnlich, denn die Algorithmen (Algos) der Händler haben den typischen Anleger-Herdentrieb deutlich verschärft. Algos sind Computersysteme, die sehr darauf ausgelegt werden, den Gezeiten von Trends zu folgen. **Vielleicht stehen wir am Beginn einer Art „Markov-Veränderungs-Welt“**, in der die Märkte aufgrund ständig wechselnder Launen mal die „Fundamentaldaten“ handeln, mal das „Momentum“ und mal „Korrelation“, je nachdem was gerade in Mode ist.

Unser Fazit: Niemand weiß, warum die Märkte so „irrational“ auf den Ölpreis-Verfall reagieren. Heerscharen von Volkswirten aus Wissenschaft und Forschung, den

Zentralbanken und der Finanzindustrie sind irritiert. Da die Experten nicht verstehen was vor sich geht, wächst die Skepsis gegenüber jedem Erklärungs-Versuch, der am Finanzmarkt kursiert. Grundsätzlich erwarten wir eine „Normalisierung“ der Korrelation, also eine Rückbesinnung der unterschiedlichen Märkte zum fundamental-basierten Handel. Erste Anzeichen dafür sendet der Währungsmarkt, wo sich der EURUSD-Wechselkurs seit Sommer nur noch seitwärts bewegt, obwohl der Öl-Preis weiter fällt. Es wird aber noch einige Zeit dauern bis die universelle Ölpreis-Angst sinkt.

Erstaunlich ist, dass der Anstieg am Aktienmarkt seit 2009 nicht mehr vom Gewinnwachstum der Firmen getrieben wurde, sondern von Makro-Effekten wie der Geldpolitik. Das Nullzins-Regime der letzten 7 Jahre hat viele Investoren dazu genötigt, Geld in riskante Anlagen zu verschieben, was die Bewertung von Aktien und Immobilien auf ein extremes Niveau gehoben hat. Leider fallen die damit verknüpften Konjunktur-Effekte extrem schwach aus. Die Hoffnung, dass der Vermögenpreisanstieg einen Nachfrageboom auslöst, war idiotisch, denn das Wirtschaftswachstum der letzten Jahre blieb im Ergebnis ernüchternd gering.

Wo der schwache „Vermögenseffekt“ nicht zu erklären ist, da steckt die Geldpolitik in der Falle, denn die Aktienkurse sind derart gestiegen, dass den Geldhüter nun die Schuld dafür in die Schuhe geschoben wird, ohne Not einen Zustand von „überhöhter Bewertung bei Mini-Wachstum“ provoziert zu haben.

Tatsächlich stieg die Bewertung der Firmen zu schnell im Verhältnis zu den Cashflows. Die Aktienkurse haben ein Niveau erreicht, bei dem Anleger trotz Arbeitsmarkt-Boom nicht willens sind, weiter zu kaufen (Überbewertung). Nun liefern Sorgenkinder wie China und Öl bequeme Ausreden, um Aktien zu verkaufen, die trotz des jüngsten Kursrutsches immer noch als zu teuer eingeschätzt werden. Hier manifestiert sich eine Verschiebung der Psychologie: Anleger meiden Wachstumstitel, das Kapital wird umgelenkt in Titel mit Wert-Ansatz. Das Dilemma: Es gibt kaum Aktien, die billig sind (wertvoll), wenn die aktuelle Wachstumsflaute länger andauert.

Eskaliert diese Grundhaltung, dann hat die Geldpolitik ein echtes Problem: Sie kann nicht mehr länger auf den Vermögenseffekt wetten, um das Wachstum anzukurbeln. Selbst wenn der Leitzins noch weiter in den negativen Bereich rutscht und noch mehr Geld gedruckt wird, droht erhebliche Gefahr, denn die **Geldpolitik ist „wirkungslos“ mit Blick auf Wirtschaft, Wachstum und Konjunktur**. Populistisch formuliert ist den Geldhütern die Munition ausgegangen, wenn sie nicht mehr länger fähig sind, die Aktienkurse zu stützen.

Der Tenor der Finanzmarkt-Kommentatoren fällt ein nüchtern klingendes Urteil. Die unorthodoxe Geldpolitik hat anfangs gut funktioniert, doch der Zauber verfliegt. Anleger sind gut beraten, wenn sie sich auf japanische Zustände einstellen (eine Welt, geprägt von unwirksamer Gelddruckerei, Stagnation, schwachem Wirtschafts-Wachstum, geringer Inflation, fallenden Aktienkursen und langfristig niedrigeren Zinsen). In solch einer Welt floriert die Jagd nach Rendite in festverzinslichen Anlagen (Aktien meiden).

Wer also glaubt, dass sich der Zauber der Vermögenseffekte verflüchtigt, weshalb die Welt am Beginn einer Ära steht, die geprägt wird von wirkungsloser Geldpolitik bei Stagnation - ohne Rezession - der sollte Aktien untergewichten, zu Gunsten von Firmen-, Kredit- und Hochzinsanleihen. Solche Titel werden in einem langfristigen Niedrigzinsumfeld am Besten abschneiden, weil die Jagd nach Zins und Rendite anhält.