

Ausblick auf den Kapitalmarkt

Leitfaden für Anleger

2. Januar 2015

Disclaimer: Diese Präsentation stellt keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren dar. Sie hat nur informativ Charakter.

Einleitung	3
Wachstum & Investitionen	6
Schulden & Liquidität	18
Inflation & Deflation	30
Asset-Allokation & Strategie	36

Es gibt keinen Zweifel, dass die Welt-Wirtschaft wächst. Das Tempo ist aber nicht mal halb so schnell, wie der Anstieg der Börsenkurse. Diese Diskrepanz schürt jenen Populismus (Neid?), der von politischen Randgruppen („Ultras“) missbraucht wird, um die Wähler zu radikalieren. Die Zielgruppe der Ultras sind frustrierte Wähler auf beiden Seiten des politischen Spektrums, die im Kontrast zur Mini-Elite der Super-Reichen nicht von der Finanz-Repression profitieren (Schuldenpolitik/Gelddruckerei). Der Global-Vormarsch der Ultras nutzt zur Tarnung je nach Bedarf das Gewand von Patrioten, Nationalisten oder Separatisten. Jüngste Beispiele sind das Referendum zur Abspaltung in Spanien, Belgien, Schottland von England, England von EU, Griechenland, Tea-Party in Amerika, AfD/Pegida in Deutschland, ISIS, Russland/Ukraine usw. Der Protest gegen die Einkommens-Ungleichheit richtet sich im Kern gegen eine als entgleist geltende Sozial- und Fiskalpolitik (unfaire Umverteilung).

Das globale Kapital reagiert allergisch auf diesen Trend und deshalb bröckelt in den politischen Machtzirkeln der naive Glaube an die Beherrschbarkeit eines Schulden-Monsters, das eigentlich für politischen Rückhalt bei den Wählern sorgen sollte. Überall wächst die Einsicht, dass dieses Experiment zu scheitern droht, weshalb ein finanzpolitischer Kurswechsel eingeleitet werden muss, bevor der Wähler die rote Karte zieht.

Status-Quo:

Politiker, Wähler und Anleger sehen sich mit einer unappetitlichen Wahrheit konfrontiert: Die omni-potente Geldpolitik ist ohnmächtig. Ein Beispiel: Europa hat trotz atemberaubender Liquidität und Rekord-Schulden das geringste Wachstum aller Industrienationen. Krass formuliert steckt die Welt in einer pathologischen Liquiditäts- und Schuldenfalle, die jetzt erbarmungslos zuschnappt, weil man Schulden nicht mit noch mehr Schulden heilen kann. Der staatlich fixierte Zins einer unorthodoxen Geldpolitik reflektiert eine fundamentale Kreditmarkt-Störung: Wer Zugang zu Kredit findet, braucht ihn in der Regel nicht, allen Anderen bleibt der Zugang versperrt. Die Privatwirtschaft hortet Bargeld oder pumpt es in Finanzakrobatik, statt produktive Investitionen zu finanzieren und der Staat kauft seine Schulden hilfsweise selber, damit die Wirtschaft floriert. Die Folgen sind hinlänglich bekannt: Die Einkommens-Ungleichheit steigt, der Wohlstand fällt und der Wähler geht auf die Barrikaden.

Befreiungsschlag: Die Welt-Politik hat seit geraumer Zeit nach Auswegen aus diesem Dilemma gesucht. Nun hat sich die Idee durchgesetzt, dass die Zeit für eine Rochade in der Finanzpolitik reif ist. Konkret geht es darum, die Fiskal-Zügel zu lockern (Investitionen fördern) und die Geldzügel zu straffen (Blasen verhindern). Mit diesem Trick soll das Wachstums-Manko geheilt und für eine „faire“ Umverteilung gesorgt werden. Im Kern geht es der Politik um die Mobilisierung von politischen Mehrheiten in einer demografisch kopflastigen Gesellschaft. Konkret gibt es zu viele vermögende Senioren, die viel zu verlieren haben, weshalb es keine demokratische Mehrheit für radikale Lösungen geben kann (Beispiele: Schuldenverzicht, Insolvenz, EU-Austritt).

Mit massiven Infrastruktur-Investitionen (finanziert von Banken statt vom Staat) soll das Wachstum beschleunigt und die Abwärts-Spirale durchbrochen werden. Der Zeitpunkt für solch eine „fiskale“ Expansion ist günstig, denn das Finanzsystem wurde mit Hilfe der Geldpolitik stabilisiert, die Fiskal-Haushalte saniert und der Bankensektor re-kapitalisiert (siehe Banken-Stresstest).

Elite-Volkswirte begrüßen diese „Rochade“, weil das Grundübel (drohender Schuldeninfarkt) wächst und die Finanz-Repression entgegen der Erwartung weder zum Königsweg für Wachstum taugt noch als scharfes Schwert zur Zerschlagung des gordischen Schulden-Knotens. Schuld daran ist die falsch kalibrierte Finanzpolitik (Fiskalzügel zu straff, Geldzügel zu locker), wodurch die Unwucht im Finanzsystem größer wird statt zu schrumpfen.

Ein Beispiel: Zur Fiskal-Sanierung wurden nicht die Sozialausgaben gekürzt, sondern die Investitionen (kaputt-gespart). Leider untergräbt das flankierende Nullzins-Regime den parlamentarischen Reformeifer und im Sog dessen die Sanierung der Altlasten (Kredit-Finanzierung ist billiger als Abschreibung). Dies lähmt den Appetit der Privatwirtschaft für Neu-Investitionen (Angst vor Überhang an überbewerteten Sachgütern). Die Politik hat den Irrtum endlich erkannt und plant einen präventiven Befreiungsschlag, motiviert von der Angst vor Schuldeninfarkt, Rezession und Deflation.

Erwogen wird eine Radikal-Verschiebung der Prioritäten: Der Fokus liegt auf Investitionen statt Konsum, finanziert von der Privatwirtschaft statt vom Staat, die Fiskal-Zügel werden gelockert, die Geldzügel gestrafft.

Das Kalkül leuchtet ein: Die Geduld jener Wähler-Gruppen, die nicht von der Finanz-Repression profitieren, ist über Gebühr strapaziert; Abwarten ist keine politische Option (Radikalisierung der Wähler provoziert Spaltung der EU und Schulden-Chaos).

Die Zeit ist ausgesprochen günstig, um jetzt den Absprung vom Schulden-Karussell zu wagen. Ein Beispiel: Real- und Finanzwirtschaft sind sehr stabil, die Liquiditäts-Versorgung ist reichlich, die Pläne sind fertig und die Umsetzung läuft. Die Mammutaufgabe besteht darin, Öffentlichkeit, Märkte und Parlamentarier zu überzeugen. Gelingt dies nicht, scheitert die EU.

Der Plan: Europa leidet unter Investitions-Anämie. Ursache: Staat und Privatwirtschaft haben die Investitionen gekürzt, um die Finanzen zu sanieren. Das lahme Wachstum ist keine Folge von Export- oder Konsum-Mangel. Es fehlt schlicht an der notwendigen Kapazität, um schneller zu wachsen. Hier muss der Staat einspringen und die Investitionen so lange antreiben oder fördern, bis die Privatwirtschaft wieder anspringt und diese Aufgabe übernimmt.

Eine McKinsey-Studie dient als Blaupause für den Rahmen der Infrastruktur-Förder-Programme. Das Volumen ist gewaltig: \$57 Billionen weltweit, davon \$24 Bio für Transport (\$16 Straße, \$5 Schiene, \$1 Häfen, \$2 Luftfahrt). Die Finanzierung trägt der Privatsektor, da solche Kredite bessere/höhere Margen/Renditen haben als Staatsanleihen, die mit Nullzinsen finanziert werden.

Konkret werden die Bank-Bilanzen jetzt von Altlasten befreit (solche Assets werden bei der EZB geparkt). Bei Anleihen mit gravierenden Qualitäts-Mängeln (die nicht zum Kauf durch den Fiskus geeignet sind) werden die Schulden entweder selektiv per Gesetz erlassen oder steuerbegünstigt vom Staat gekauft (siehe Griechenland).

Der nun folgende Teil der Präsentation beginnt mit einem Blick auf die aktuelle Lage der Weltwirtschaft, gegliedert nach Themen inklusive Wachstum, Investitionen, Schulden, Liquidität, Inflation und Demographie.

Dieser Herleitung folgt das Kapitel „Anlage-Strategie“ mit einem „Ausblick“ auf die Märkte für 2015 und die Zeit danach. Wir beginnen mit dem Thema „Wachstum“.

Stabiles Wachstum ahoi . . .

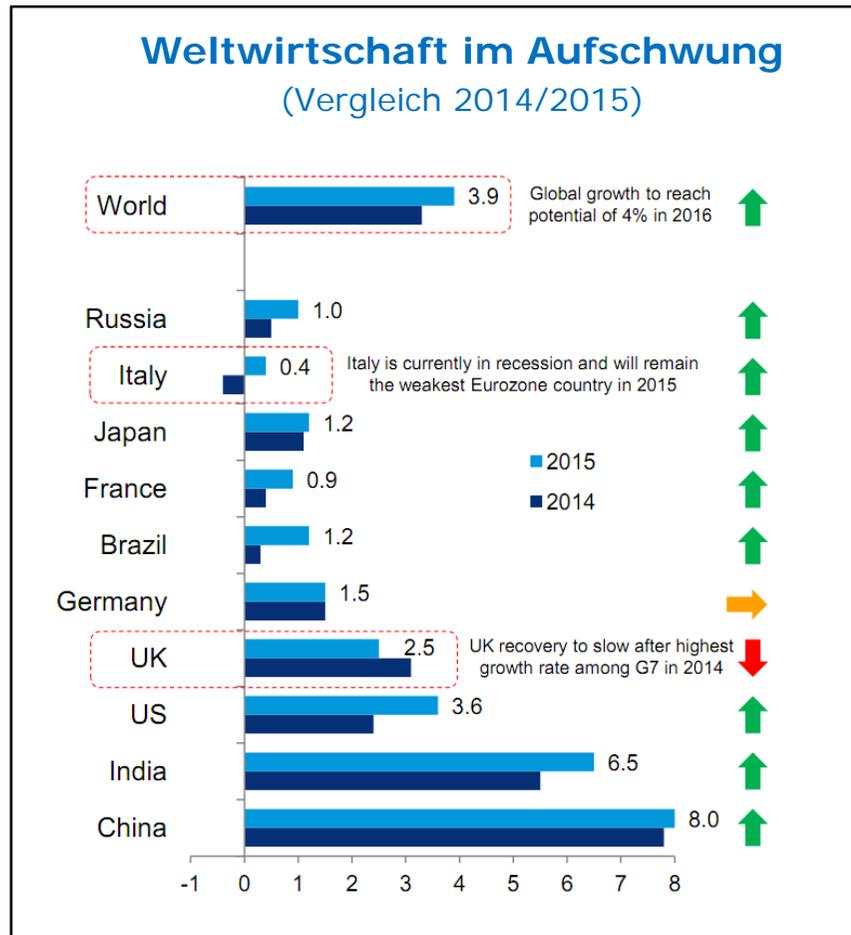
Überblick: Das Makro-Umfeld ist grund-solid. Die folgenden Grafiken zeigen am Beispiel der Situation in Amerika und Europa, warum das Wachstum der Weltwirtschaft, trotz aller Sorgen über Russland, Öl, Ukraine, Ebola, ISIS robust bleibt.

Unser Fazit: Das Tempo der Expansion steigt - getragen von Schulden - finanziert durch unorthodoxe Geldpolitik.

Für flankierenden Schub sorgen der Preisverfall bei Öl/Rohstoffen, die Lockerung der Fiskalpolitik, die historisch betrachtet schier atemberaubende Versorgung mit Liquidität und die Renaissance am Arbeitsmarkt, wo die Konjunktur-Lokomotiven inkl. Amerika, Deutschland, China und Japan kurz vor der Vollbeschäftigung stehen.

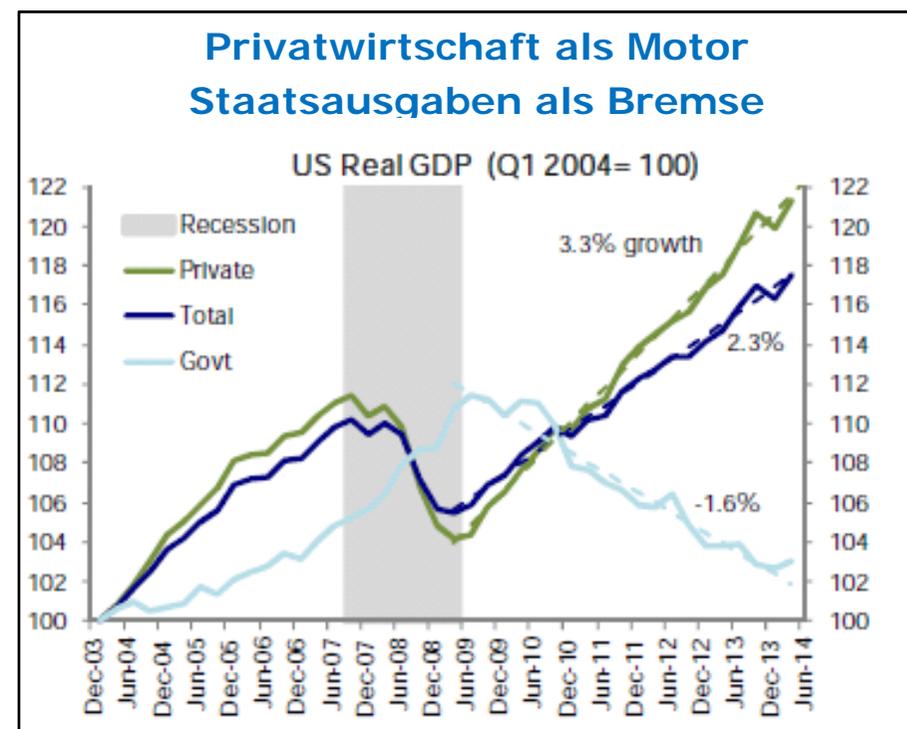
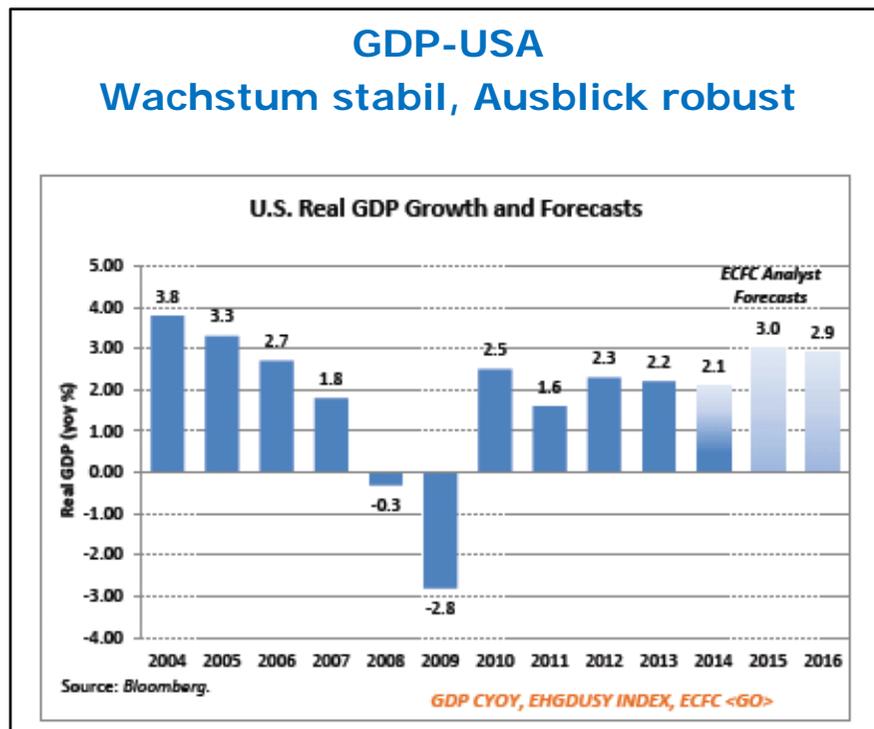
Für expansive Impulse sorgt eindeutig die Privatwirtschaft, insbesondere der Konsum und Export. Bei Investitionen und der Lagerhaltung herrscht eher Flaute. Für starke Bremswirkung sorgt nur die öffentliche Hand, die einen relativ restriktiven Fiskal-Sparkurs fährt. Sollte dieser Flaschenhals tatsächlich beseitigt werden, dann gibt es zumindest auf dem kurzfristigen Wetter-Radar keine Hemmnisse für das Wachstum. Der aktuelle Aufschwung steckt noch im Frühstadium und ein Gipfel, der den nächsten zyklisch bedingten Abschwung einleitet wird frühestens in 3 Jahren erreicht.

Ausblick 2015: Das Real-GDP wird in 8 der 10 wichtigsten Volkswirtschaften schneller wachsen, als im letzten Jahr. Linke Grafik: Balken dunkelblau: 2014, hellblau: 2015. Rechte Grafik: Die steigende Dynamik beim globalen Index der Einkaufsmanager (PMI - dunkelblau) signalisiert einen Anstieg des GDP-Wachstums auf 4% (hellblau).

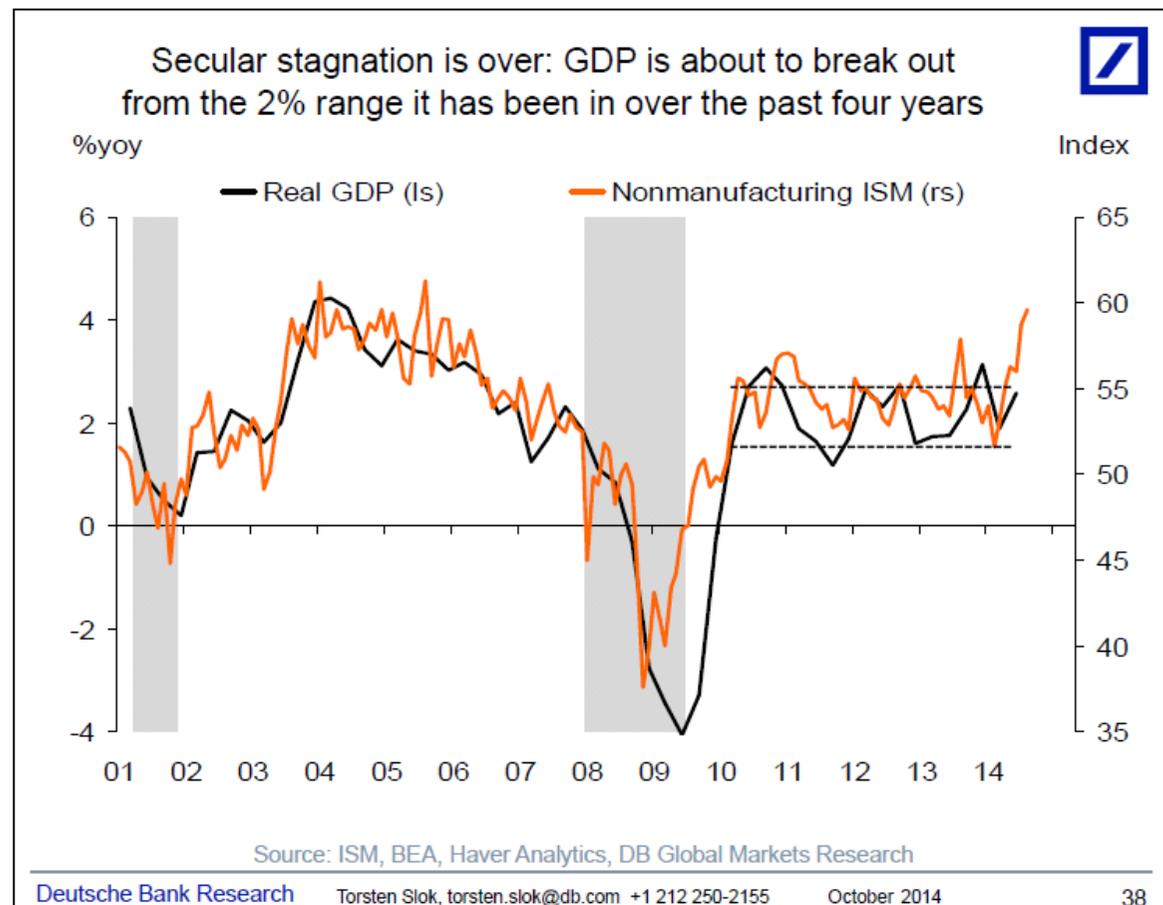


Das globale Wachstum profitiert ganz entscheidend vom ausgesprochen stabilen Wachstumsprofil in Amerika, wo das durchschnittliche Real-GDP jährlich um 2,5% steigt.

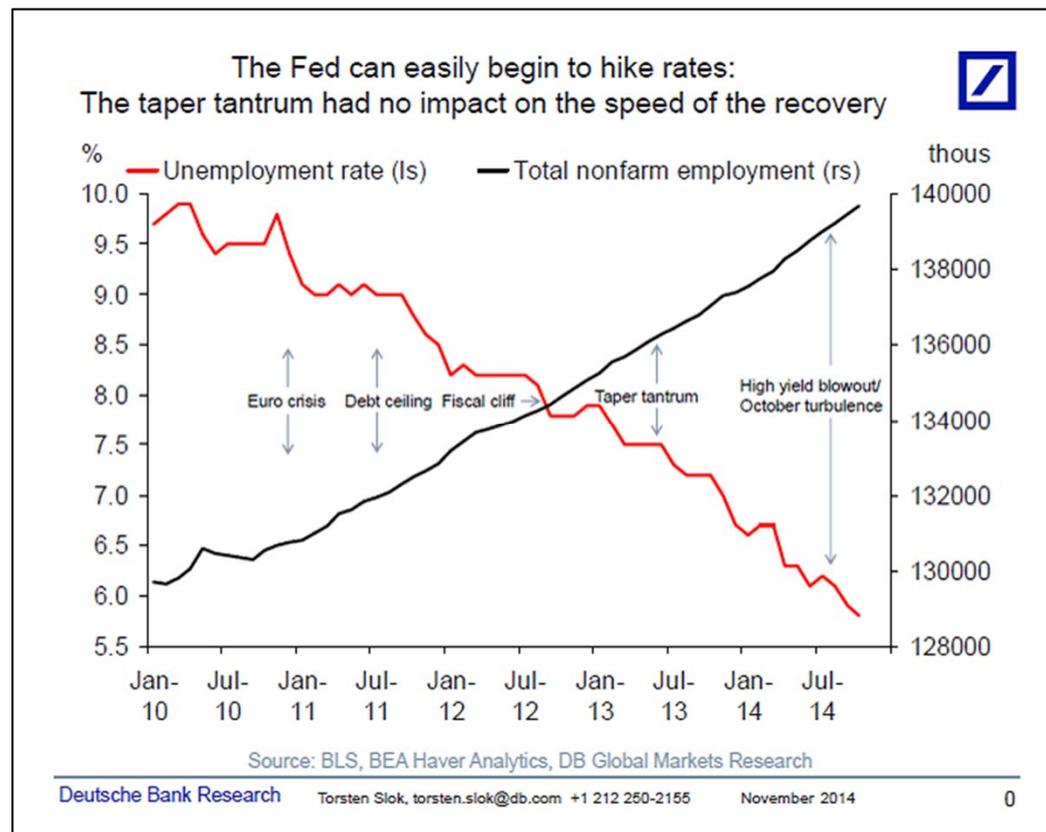
Der Aufschwung wird vom Privatsektor getragen, denn die Nachfrage wächst jährlich 3,3% (grüne Linie). Ohne die Sparpolitik der öffentlichen Hand wäre das Real-Wachstum 1,6% höher (hellblaue Linie: rückläufige Staatsausgaben). Die unorthodoxe Geldpolitik hat vergeblich gehofft, dass der Privatsektor diese Lücke schließt (mit Neu-Investitionen). Der Staat versucht diesen Irrtum jetzt zu korrigieren.

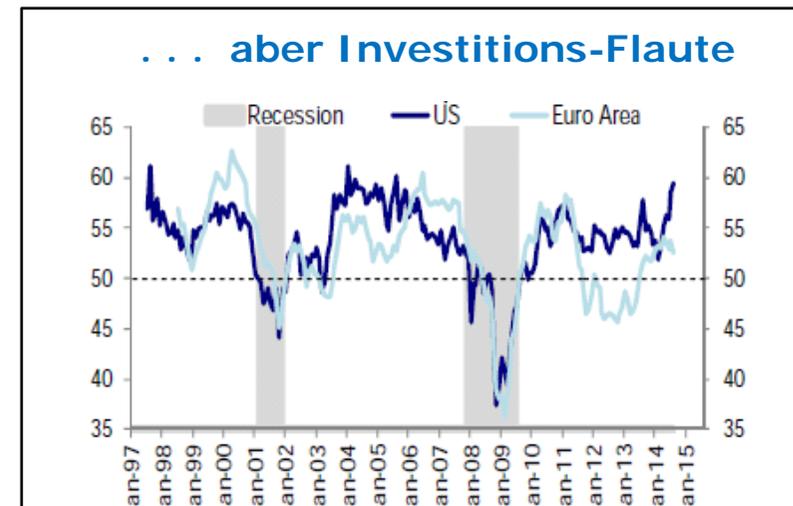
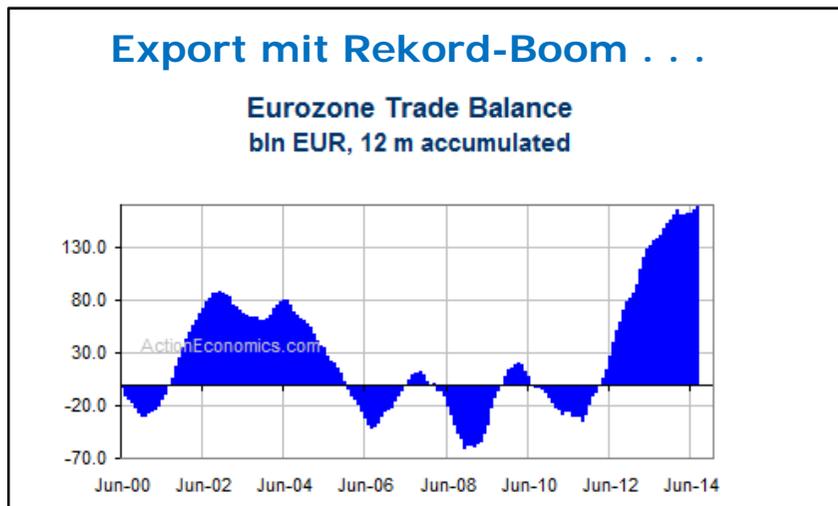
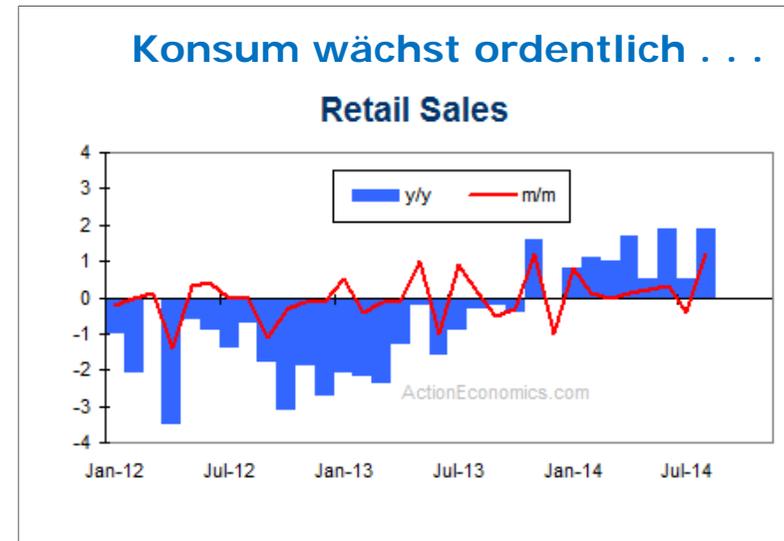
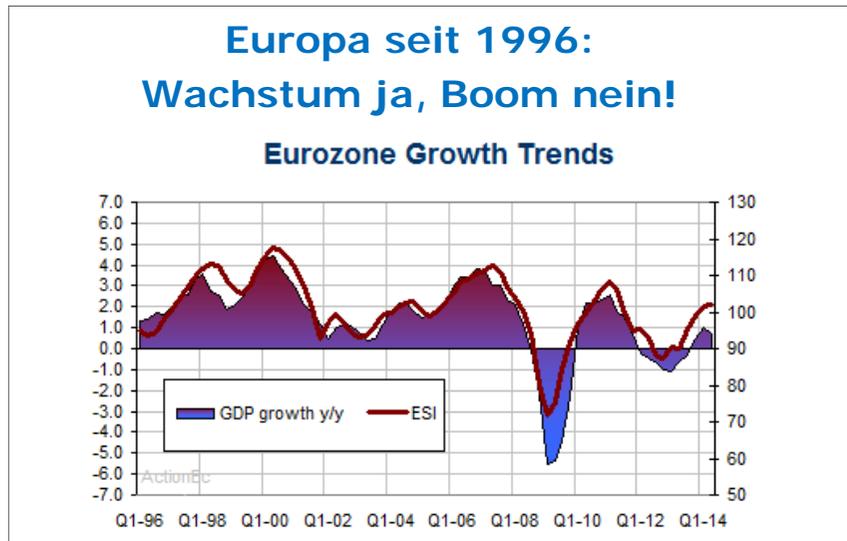


USA: Diese Grafik zeigt, warum die ständigen Sorgen vor einer säkularen Stagnation unbegründet sind. Das Real-Wachstum (schwarze Linie) folgt in der Regel dem ISM-Index (orange Linie), welcher einen Ausbruch aus der bisherigen Seitwärts-Konsolidierung nach oben signalisiert.



In der amerikanischen Geldpolitik dreht sich bekanntlich alles um den Arbeitsmarkt. Der hat sämtliche Makro-Schocks an den Finanzmärkten seit 2010 erstaunlich unbeschadet überstanden (siehe schwarze Linie: neue Jobs steigen, rote Linie: Arbeitslosen-Quote fällt). Die Geldhüter sind verblüfft über diese stabile Entwicklung. Das robuste Profil ist ein Garant für beständiges Real-Wachstum.





Fazit: Flüchtige Beobachter finden beim Blick auf das Wachstum wenig Anlass zur Sorge. Im Umkehrschluss ist nicht klar, wie die anhaltende Finanz-Repression gerechtfertigt wird. Zur Erinnerung: Schlüssel-Merkmal einer Finanz-Repression ist das Nullzins-Regime, begleitet von fiskaler Tugend und monetärer Maßlosigkeit. Diese Kombination gilt in der Volkswirtschafts-Lehre als zuverlässiges Allheilmittel im Kampf gegen Schuldenblasen.

Vorausgesetzt wird allerdings, dass die Finanzpolitik (Geld und Fiskal) den Prozess professionell koordiniert. In der Praxis hat das nicht funktioniert. Die „öffentliche Hand“ hat als wesentlicher Teil der Wirtschaft völlig anders reagiert als von der akademischen Lehre erwartet. Das gilt analog auch für die Privatwirtschaft. Beispiel: Eine Reform-Starre der Parlamentarier hatten die Volkswirte so wenig erwartet, wie die Investitions-Starre der Privatwirtschaft, in der Firmen ihr Bargeld horten statt zu investieren.

So entsteht eine hässliche Spirale:

Das Real-Wachstum ist zwar robust, das Nominal-Wachstum reicht aber trotzdem nicht aus, um die Schulden zu bezahlen (Amortisation zu verdienen). Das flauere Nominal-Wachstum schürt die Angst vor Arbeitslosigkeit. Das verursacht einen politischen Reform-Stau. Der verhindert den Abriss von veralteten Anlagen, die völlig unproduktiv brach liegen und das Wachstum zusätzlich lähmen (Alt-Lasten-Überhang). Das Ganze mündet aus Angst vor einem Überhang an überbewerteten Sachwerten in eine Investitions-Flaute, die den Zustand verschlimmert.

Die Politik hat mittlerweile erkannt, dass soziale Unruhen drohen, die das politische Gleichgewicht gefährden, wenn diese negative Spirale nicht durchbrochen wird. Verstanden wurde auch, dass die chronische Flaute bei den Neu-Investitionen zu einem Kapazitäts-Mangel geführt hat, der bereits heute wie ein Wachstums-Flaschenhals wirkt.

Beispiel: In Amerika ist die Reserve-Kapazität dank fehlender Investitionen so stark gefallen, dass das Wachstumspotential („output-gap“) auf 1,6% gesunken ist, obwohl die Real-Nachfrage des Privatsektors mit satten 3,3% doppelt so schnell steigt. In Europa und Asien ist die Lage ähnlich. Deshalb werfen wir im folgenden Kapitel einen Blick auf die Investitionen.

Investitionen (CAPEX: Capital expenditures)

„Monetäre Maßlosigkeit“ sorgt immer für einen gewaltigen Investitions-Schub (Capex). Das ist eine zentrale Prämisse der volkswirtschaftlichen Lehre.

Die folgenden Grafiken zeigen, dass es sich bei diesem Lehrsatz um einen Irrtum handelt. Elite-Volkswirte sind sprachlos: Die Finanz-Repression hat den im Aufschwung typischen Reflex (steigende Investitionen) auf mysteriöse Weise außer Kraft gesetzt. Das gilt für die öffentliche Hand und den Privatsektor.

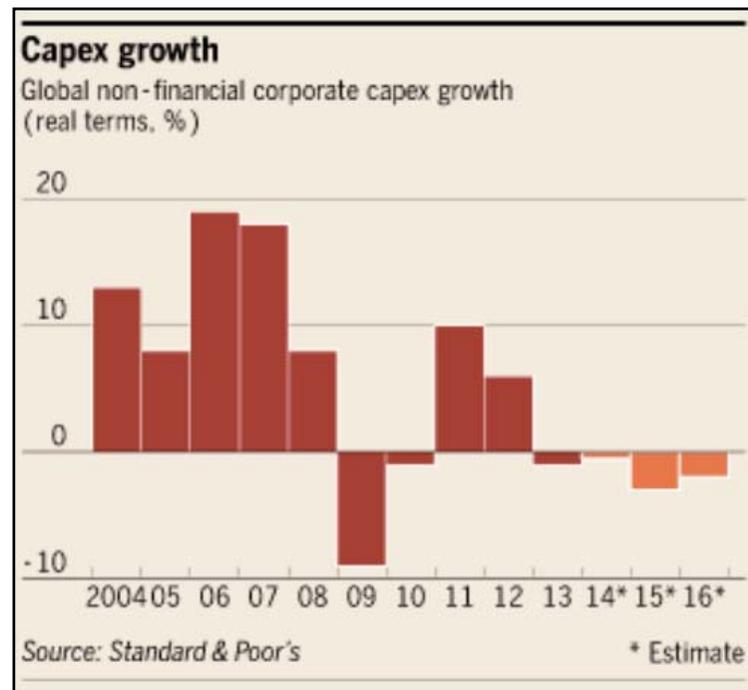
Bei Beiden folgt die Reaktions-Funktion nicht den Gesetzmäßigkeiten der akademischen Lehre. Im Gegenteil. Das Nullzins-Regime untergräbt den politischen Reform-Eifer und dies verhindert die Sanierung maroder Teile der Wirtschaft (Finanzierung der Alt-Lasten ist billiger als Verlust-Realisierung). Gleichzeitig wird die Risiko-Bereitschaft im Privatsektor gelähmt, weil die Nullzins-Politik die Angst vor einem Überhang an überbewerteten Sachwerten schürt.

Die folgenden Seiten zeigen, dass die Flaute bei den Investitionen global ist, chronische Züge hat und die Ursachen dafür nicht mit einem Mangel an Kapital, Liquidität oder Alter der Anlagen begründet werden können.

Investitionen (Capex)

Tendenz fallend

Diese Grafik zeigt den Trend für „Capex-Wachstum“ weltweit (in Prozent). Die Investitionen sind seit 2006 rückläufig, ab 2013 ist der Trend sogar negativ und bis 2016 ist keine Besserung in Sicht. Der globale Kapitalstock schrumpft, weil die Summe der Investitionen kleiner ist, als die kumulativen Abschreibungen. Anders formuliert: Die Reservekapazität schrumpft und das Potential für zukünftiges Wachstum ist automatisch gedeckelt.



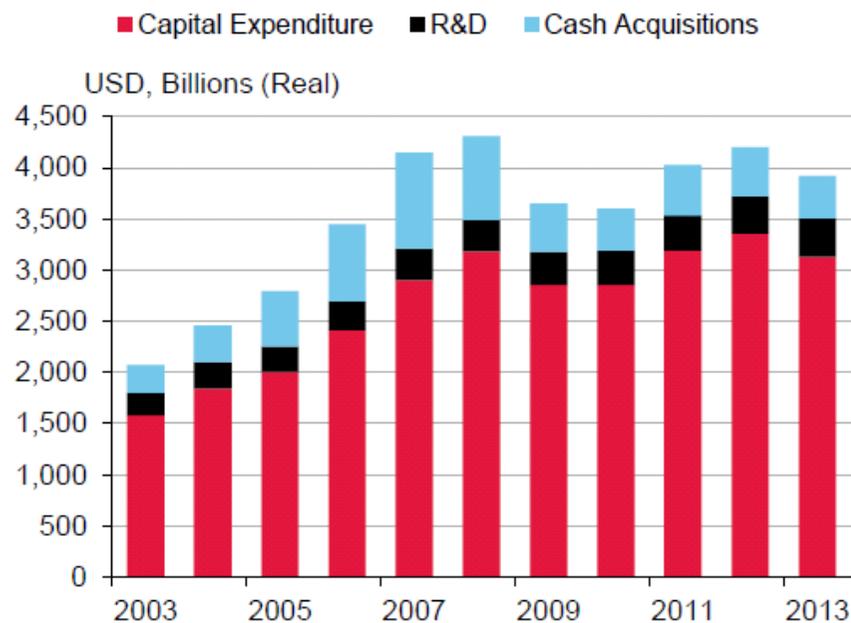
Beispiel Deutschland: Der Anteil öffentlicher und privater Investitionen liegt mit 17% vom GDP (23% in 1990) viel zu weit unter dem OECD-Schnitt, um die globale Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. Das Manko wird mittlerweile auf €80 - 100 Mrd geschätzt. Die Politik hat diesen fatalen Irrtum erkannt und einen Kurswechsel eingeleitet (Ende der Sparpolitik).

Capex-Global: Wachstum Nominal

Umfang: \$ 4 Billionen

Tendenz: Stagnation

Ursache: Der Energie-Sektor hat jährlich \$1 Billion oder 25% vom Gesamt-Umfang gestemmt.

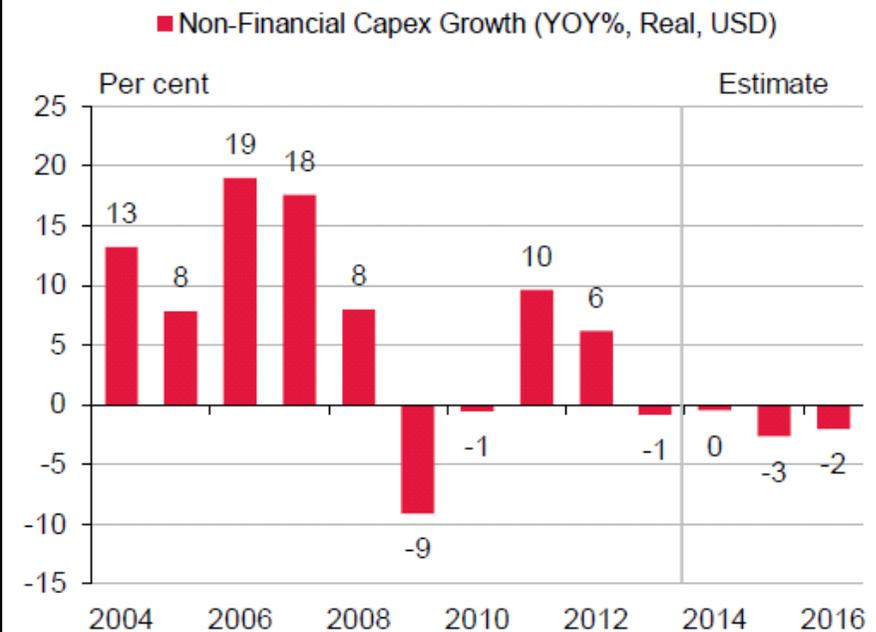


Source: S&P Capital IQ, S&P Ratings calculations, IMF. Universe is Global Capex 2000

Capex-Global: Wachstum in Prozent

Tendenz: Regression

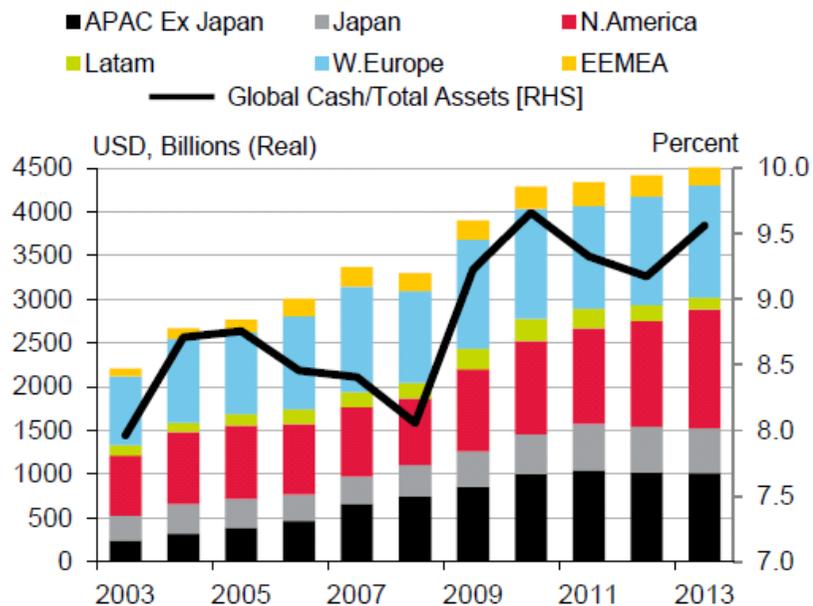
Ursache: Crash im Energie-Sektor



Source: S&P Capital IQ, S&P Ratings' calculations, IMF. Universe is Global Capex 2000

Capex-Global:

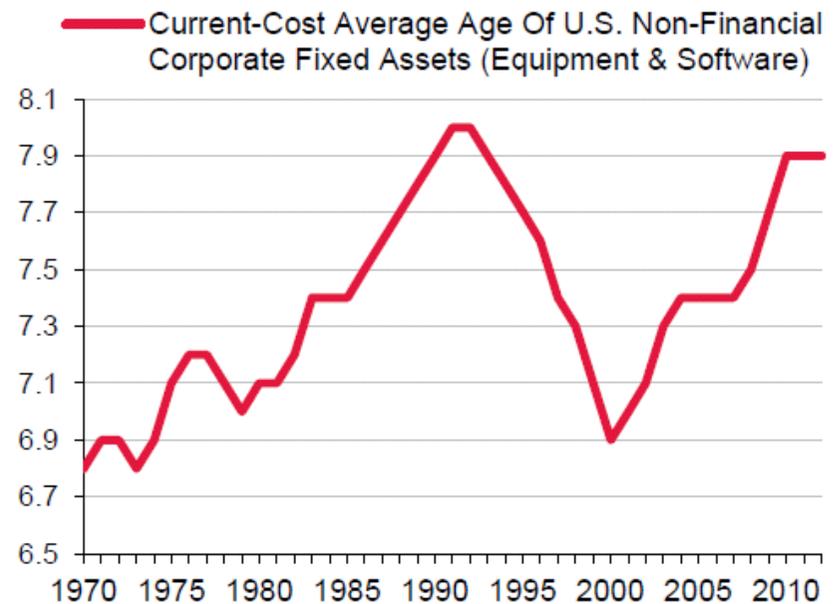
Die Firmen horten global mehr als \$4,5 BILLIONEN Bar-Liquidität. Das ist ein neuer Rekord, nominal (linke Skala) und in Prozent vom Kapitalstock. Beides spricht für einen Capex-Boom.



Source: S&P Capital IQ, S&P Ratings' calculations, IMF. Universe is Global Capex 2000

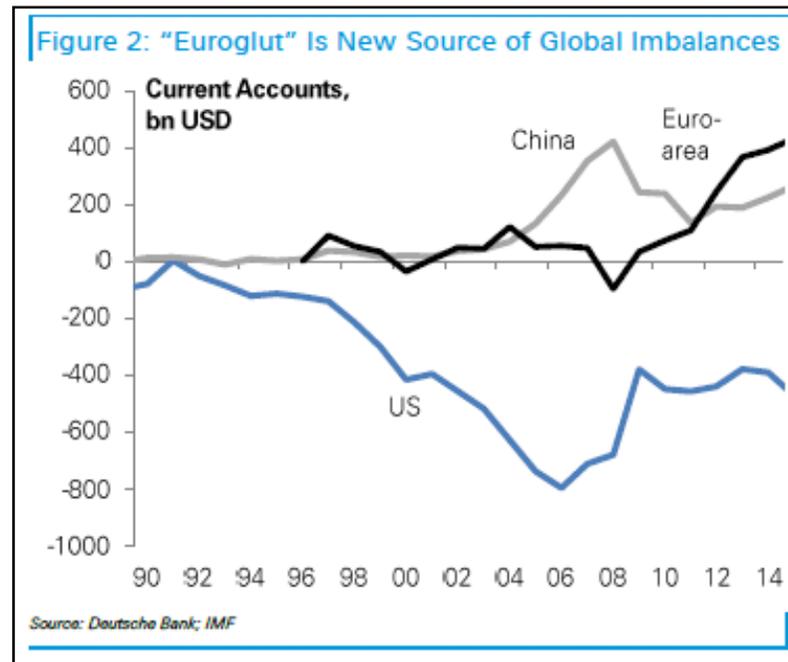
Capex-USA:

Das Alter des Kapitalstocks bei den Industrie-Anlagen hätte längst einen Capex-Boom auslösen müssen. Fazit: Die Investitionsflaute ist mysteriös.



Source: U.S. Bureau Of Economic Analysis (Table 4.9)

Diese Grafik zeigt, dass Europa am Beginn einer Ära mit massiven Überschüssen in der Leistungsbilanz steht. Die schwarze Linie zeigt, dass der Umfang bald schon €400 Mrd erreicht und jeden historischen Rekord sprengt. Für Experten ist dieser gewaltige „Sparüberhang“ nur das Spiegelbild der chronischen Investitions-Flaute und in der Praxis gibt es nur zwei Wege zum Abbau eines derart gigantischen „Sparüberhangs“:



Der Staat schöpft die Mittel ab (Steuern rauf), um Investitionen anzukurbeln oder er überlässt es dem Privatsektor, die Mittel zu verbrauchen (Firmen finanzieren Investitionen, Dividenden, Akt.-Rückkauf-Programme, wobei letzteres den Konsum anheizt). Unser Fazit: Der Weg aus der Wachstums-Klemme führt über den Staat. Er springt in die Bresche und löst die Investitions-Bremsen über Steuer-Anreize, bis der Privatsektor anspringt. Der Zeitpunkt ist günstig: Kapital und Liquidität sind im Überfluss vorhanden.

Schulden

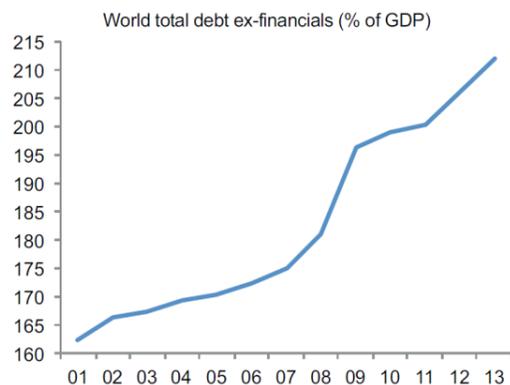
Finanzblasen sind nicht neu. Sie reflektieren einen Zustand, bei dem die Umverteilung der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung nicht funktioniert (Einkommens-Ungleichheit).

Schulden-Berg: Die Schulden steigen, weil die Politik versucht, den sozialen Frieden auf Kosten der Staatsfinanzen zu wahren. Der Verschuldungsgrad einer modernen Industriegesellschaft kann 240% vom GDP erreichen, wie der Fall Japan zeigt. Nominal gemessen sind die Schulden heute weltweit mit mehr als \$100 BILLIONEN so hoch wie nie zuvor. Im Zuge der Finanzkrise ist der Umfang allein seit 2007 um sagenhafte 30% gestiegen. Gemessen daran ist das Nominal-Wachstum einfach zu schwach; Die Amortisation wird nicht erwirtschaftet (Tilgung plus Zinsen).

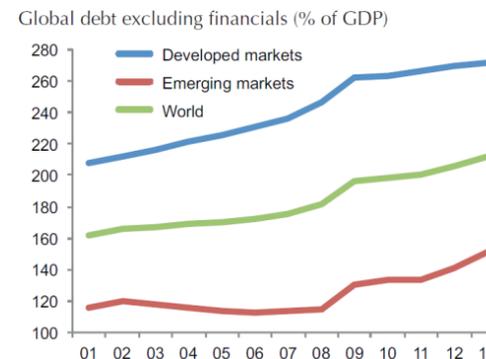
Das Wachstums-Problem: Die unorthodoxe Geldpolitik (Fachjargon: heimliche Staatsfinanzierung) hat entgegen der Erwartung nicht die wachstums-fördernden Kräfte einer Hormon-Spritze entfaltet, sondern die lähmende Wirkung einer Giftspritze. Die globale Liquidität wurde zur Finanzierung der Schulden-Epidemie zwar um den Faktor 5 aufgeblasen, was aber nur eine noch größere Unwucht im Finanzsystem verursacht (Blase).

Zyniker behaupten, dass die unorthodoxe Geldpolitik auf höchst konventionelle Weise versagt hat (wie im Lehrbuch). Scheinbar wollen die Geldhüter den guten Ruf lieber konventionell ruinieren als mit unkonventioneller Politik zu siegen.

Globaler Schulden-Rekord in % vom GDP

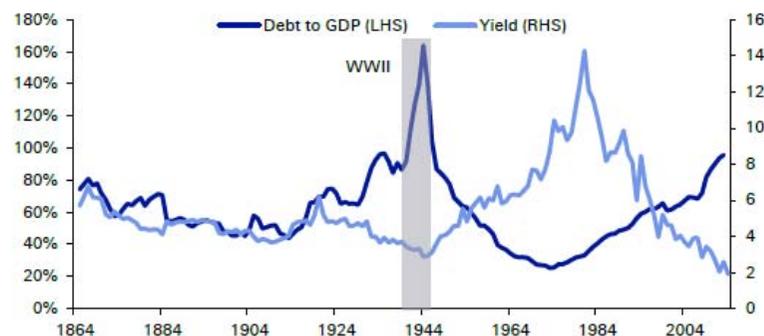


Global-Schulden: geografischer Mix



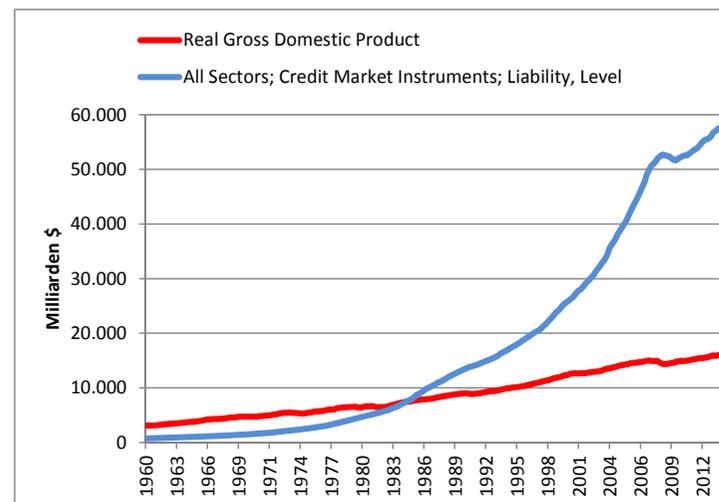
Rekord-Schulden (dunkelblau) im Verhältnis zum GDP, Rekordtief beim Zins (hellblau)

Figure 13: Average G7 Debt to GDP and 10yr Yield

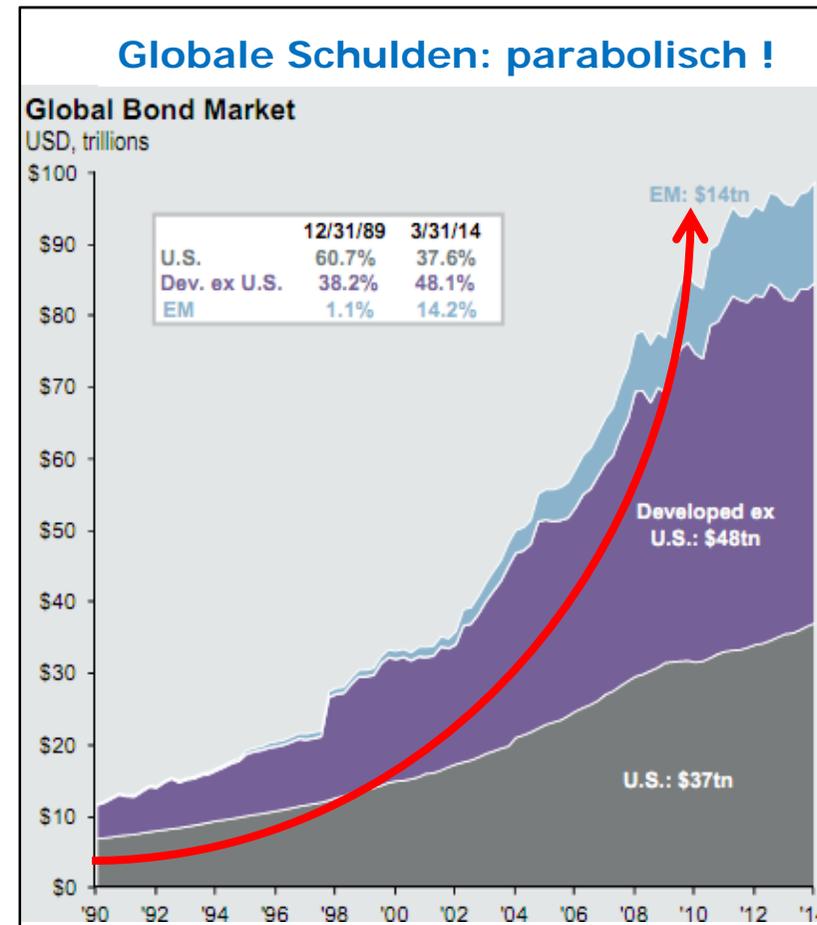
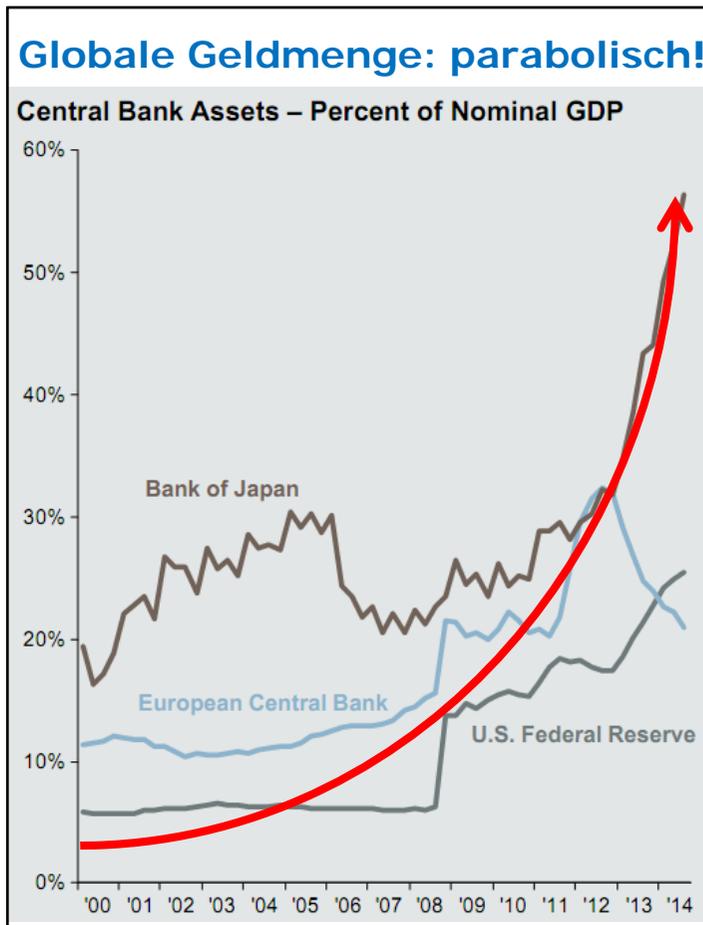


Source: Deutsche Bank, GFD, Haver

USA: Rekord-Schulden aber GDP-Flaute



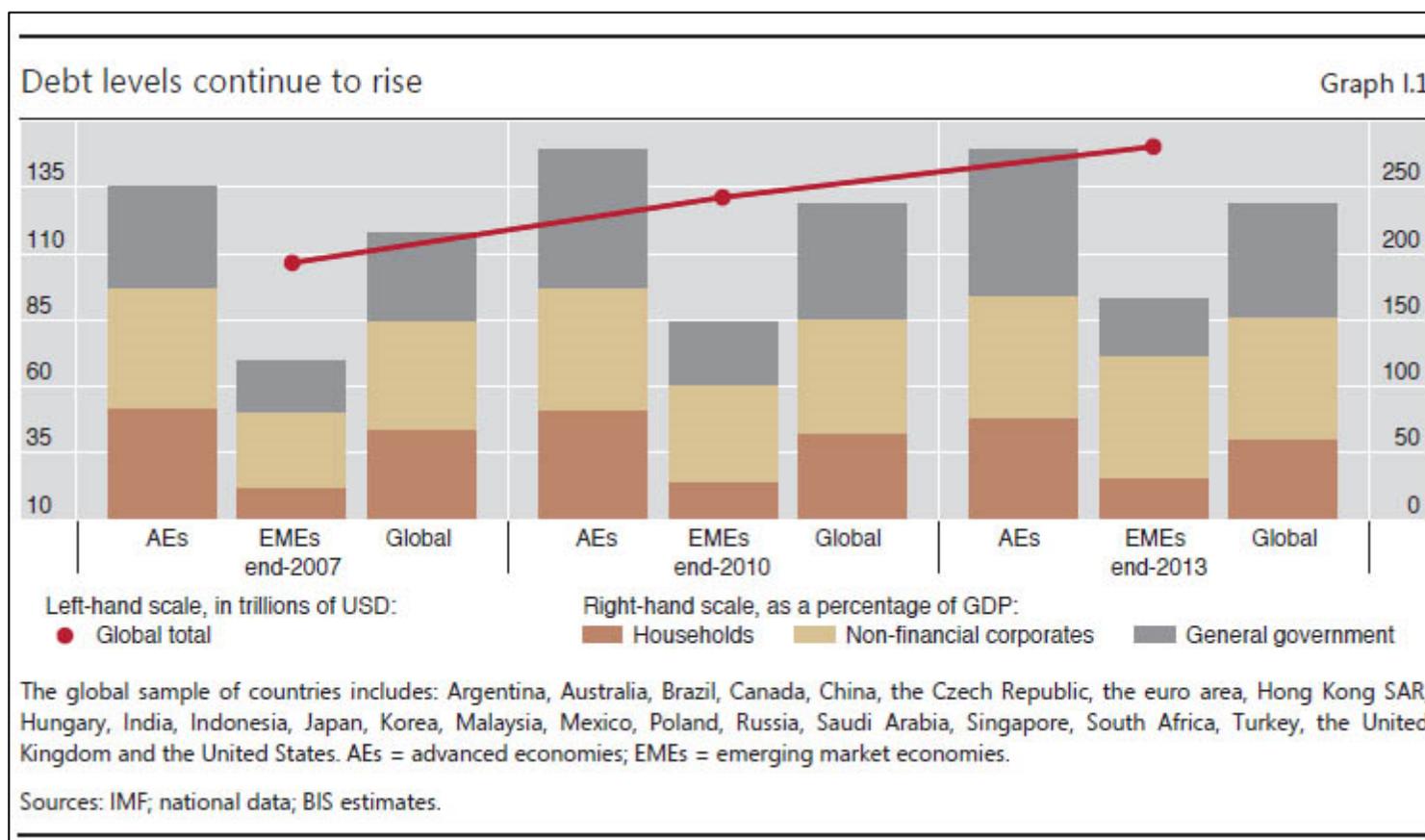
Das Wachstum der globalen Geldmenge ist atemberaubend (links), das Wachstum der Schulden astronomisch (rechts). Diese Fieber-Kurven gleichen einer parabolischen Funktion!



Schulden

Verschuldung im Aggregat

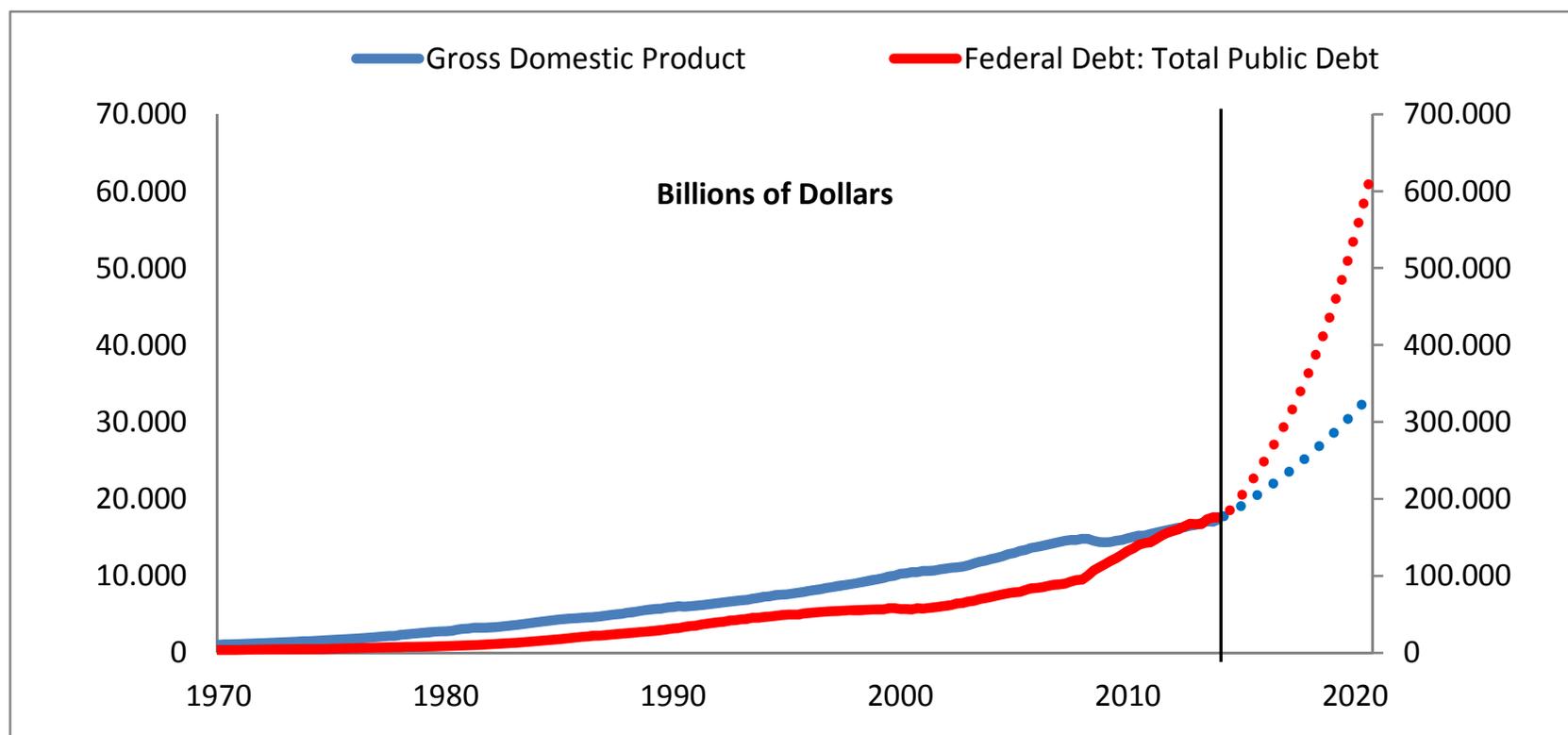
Die Grafik zeigt, dass die absolute Verschuldung heute noch größer ist als in 2007. Die Säulen zeigen: links den Stand 2007, Mitte 2010, rechts 2013 - jeweils unterteilt nach Industrie-Nationen (links), Schwellenländer (mitte) und Global (rechts). Die Skala links ist Nominal in Dollar sowie rechts in % vom GDP. Die 3 Farben zeigen: Privathaushalte, Firmen und öffentliche Hand, die rote Linie zeigt den globalen Gesamtumfang im Aggregat.



Schulden

USA: Nominal und Real

Diese Grafik zeigt seit 1970 die Entwicklung von **Real**-Wachstum (blau) und **Nominal**-Schulden (rot) in Amerika seit 1970. Die schwarze Linie markiert das Jahr 2014, die Punkte rechts davon sind eine Simulation der zukünftigen Entwicklung. Der Witz: Es spielt keine Rolle, ob die Konjunktur im Boom oder in einer Rezession steckt, die Schulden wachsen in jedem Fall schneller als das GDP. Amerika braucht derzeit anderthalb Dollar neue Schulden um einen Dollar Wachstum zu erzeugen. Werden jetzt noch die Zinsen normalisiert, dann wachsen die Schulden in den nächsten 5 Jahren parabolisch. Deshalb darf das Nominal-Wachstum auf keinen Fall sinken. Genau das ist aber der Fall, wenn die Inflation fällt (mehr dazu im Verlauf). Fazit: Die Mini-Inflation ist neuer Staatsfeind Nummer 1.



Liquidität und Zinsen

Die kumulative Bilanz der Top-6 Zentralbanken ist seit 2007 um den Faktor 5 angeschwollen (Amerika, Japan, EU, China, Schweiz, England). Dabei handelt es sich um eine wahrlich atemberaubende Expansion (+500%), denn das kumulative GDP ist im gleichen Zeitraum nur 2% gewachsen. Wirklich haarsträubend ist, dass die Geldmengen-Expansion mittlerweile unverantwortliche 30% der Wirtschaftsleistung erreicht. In Zahlen ausgedrückt sind das mehr als \$16 BILLIONEN.

Hierbei handelt es sich im wahrsten Sinne des Wortes um ein radikales Experiment mit bizarren Folgen. Ein Beispiel: Die Konjunktur zeigt sich in Japan völlig unbeeindruckt von dieser Gigantomanie, und lahmt weiter. Mit Blick auf Europa dürfte die stark heterogene Kapitalmarkt-Struktur verhindern, dass die unorthodoxe Geldpolitik (siehe Kauf von Staatsanleihen) eine angemessene Durchschlagskraft entfaltet. In Europa wird die Volkswirtschaft zu 80% von Banken finanziert aber nur zu 20% vom Kapitalmarkt. In angelsächsischen Ländern sind diese Quoten genau umgekehrt, weshalb die Geldpolitik den Kapitalmarkt viel stärker beherrscht.

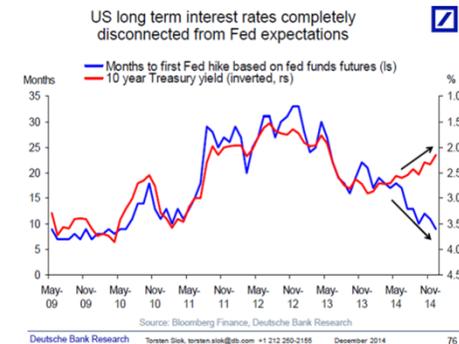
Unser Fazit: Insgesamt strömt der Geldüberhang an der Real-Wirtschaft vorbei und überschwemmt nur die Finanzmärkte. Die uferlose Liquidität hat die Zinsen auf historische Tiefststände gedrückt und den Kapitalmarkt verzerrt. Die folgenden Grafiken zeigen ein verblüffendes Resultat: Der Zinsmarkt hat eine bis dato nicht vorstellbare Eigendynamik entwickelt und sich vollständig vom Ziel der Geldhüter abgekoppelt.

Oben rechts: US-Kapitalmarktzins müsste laut Fed-Modell längst bei 3,5% liegen.

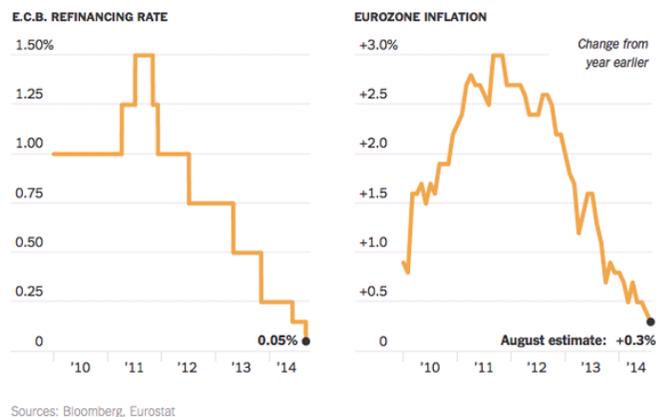
Unten Links: Die EZB ist das Opfer einer selbst verschuldeten Illusion, denn der Leitzins-Rückgang drückt die Inflation.

Unten rechts: Die Dot-Kurve der Fed zeigt, dass der Zins-Terminmarkt 2% unter der Zins-Prognose der US-Geldhüter liegt.

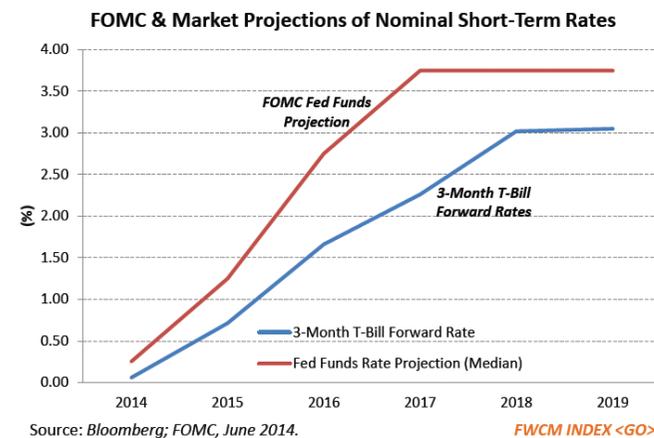
Der Zinsmarkt ignoriert die Geldpolitik



Kurios: EZB-Leitzins und Inflation

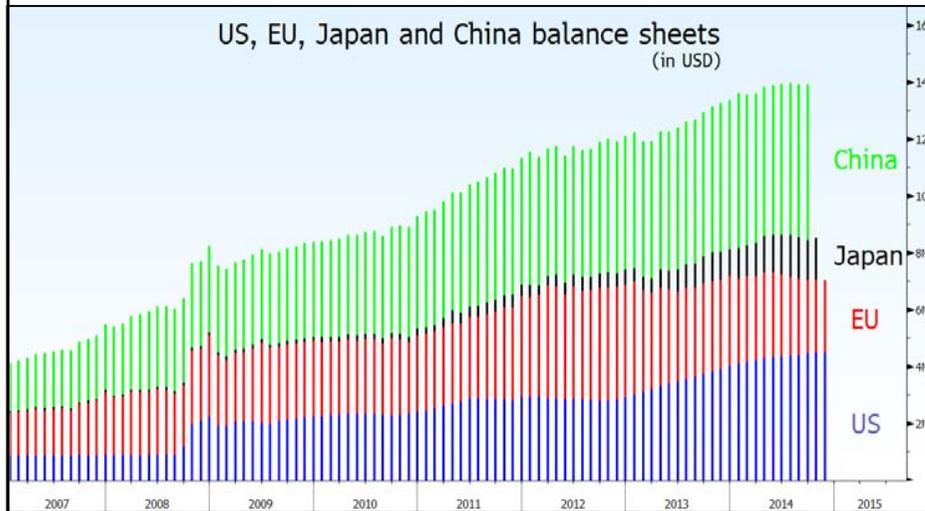


Kurios: Fed-Zinsprognose und Terminmarkt

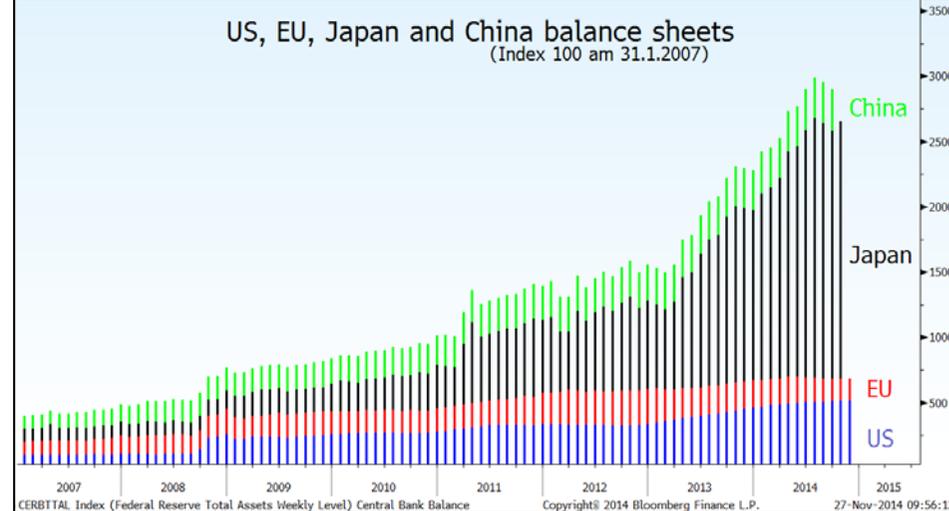


Globale Geldmenge: Atemberaubendes Wachstum - nominal und indexiert.

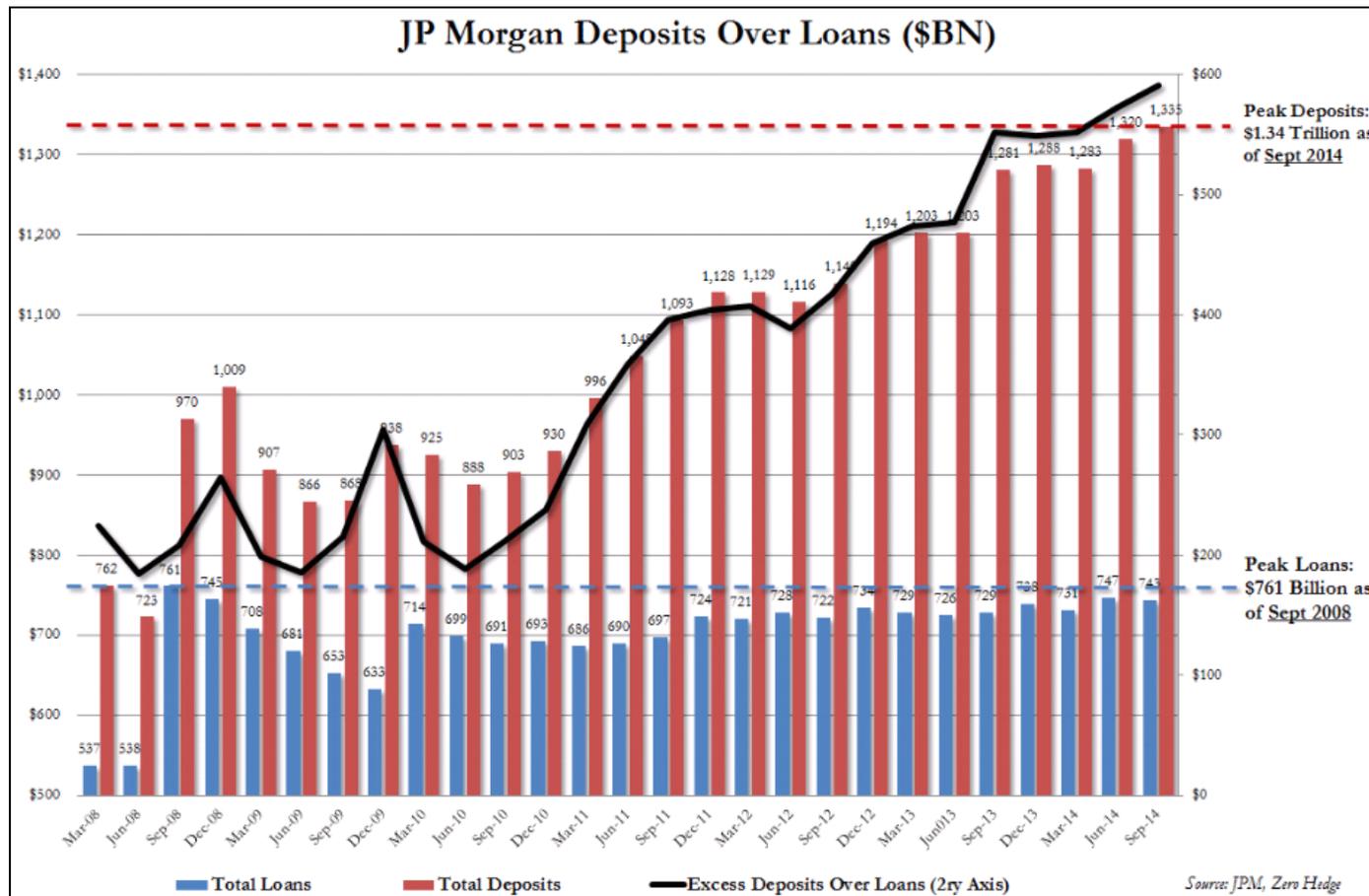
Bilanz-Expansion der Top-4 Zentralbanken (nominal in USD). Der wechselkurs-neutrale Anstieg beträgt \$16 Billionen (siehe YEN-Abwertung -40%).



Wird die Explosion der Geldmenge relativ gemessen (Index 2007), dann ist Japan völlig außer Rand und Band, denn der Anstieg beträgt sagenhafte 350%.



Die Grafik zeigt das Bilanz-Wachstum der größten US-Bank JPMorgan; Die Kreditvergabe stagniert (siehe blaue Säulen), obwohl die Einlagen förmlich explodieren (rote Säulen);



Das Fazit: Noch nie gab es flächendeckend so viel Geld zum Nulltarif und noch nie war der globale Verschuldungsgrad so hoch wie heute.

Das Problem: Wo dieses historische Experiment heute nicht ausreicht, um Inflation zu schüren, da wird ein ähnlich monetärer Kraftakt in Zukunft auch nicht reichen, um ein Überschießen der Inflation zu zügeln, ohne gleichzeitig für historische Massenarbeitslosigkeit zu sorgen. Damit ist es heute völlig verantwortungslos, weitere Finanzblasen zu provozieren, wenn die absehbaren Folgen eines Irrtums in der Zukunft extrem sind.

Anders formuliert: Eine monetäre Straffung ist längst überfällig und es ist logisch, dass die US-Fed den Anfang macht (Kauf von Anleihen wurde bereits gestoppt). Das Ende dieser Ära hat Signal-Charakter, denn die Wirtschaft läuft auch ohne Stützräder und Staats-Hilfe. Natürlich kann der chronisch aufgeblähte Geldapparat nicht schlagartig geschrumpft werden. Die Tendenz ist aber klar. Der Finanzmarkt befürchtet zu Recht erhebliche Kalamitäten, denn der Grundsatz lautet: Wer in der Geldpolitik extreme Bedingungen schafft, der muss mit extremen Folgen rechnen.

Bevor wir näher darauf eingehen, soll ein wichtiges Thema erläutert werden. Die Verbreitung apokalyptischer Szenarien ist ein Merkmal jeder Finanz-Krise (siehe staatliche Zahlungsunfähigkeit, Spaltung Europas, Scheitern des Euro). Im Vordergrund stehen dabei wilde Spekulationen über schwer kalkulierbare Weich-Faktoren (inkl. Demografie, Produktivität, Liquidität, Geldumlaufgeschwindigkeit, Sparquote, Lagerhaltung usw.). Warum die Demografie eine wichtige Rolle spielt, wird im Folgenden kurz erläutert.

Demografischer Wandel

Der demografische Wandel trägt wesentlich zur Staats-Schuldenkrise bei (Finanzierung des sozialen Friedens). Hohe Ausgaben für steigende Lebenserwartung werden bei schwachem Wachstum nicht durch Steuereinnahmen gedeckt.

Dazu drei Beispiele:

Lebenserwartung - in Japan werden ab 2050 fast 80% aller Menschen über 65 Jahre von staatlichen Leistungen abhängig sein.

Sozialhilfe - knapp 46 Mio Amerikaner leben heute von Sozialhilfe. So treffen bei einer Konjunkturschwäche sinkende Steuereinnahmen auf steigende Sozial-Ausgaben.

Produktivität: Die erwerbstätige Bevölkerung schrumpft, die Kosten für den Faktor Arbeit steigen (Lohnkosten) und das hat negative Folgen für die Produktivität.

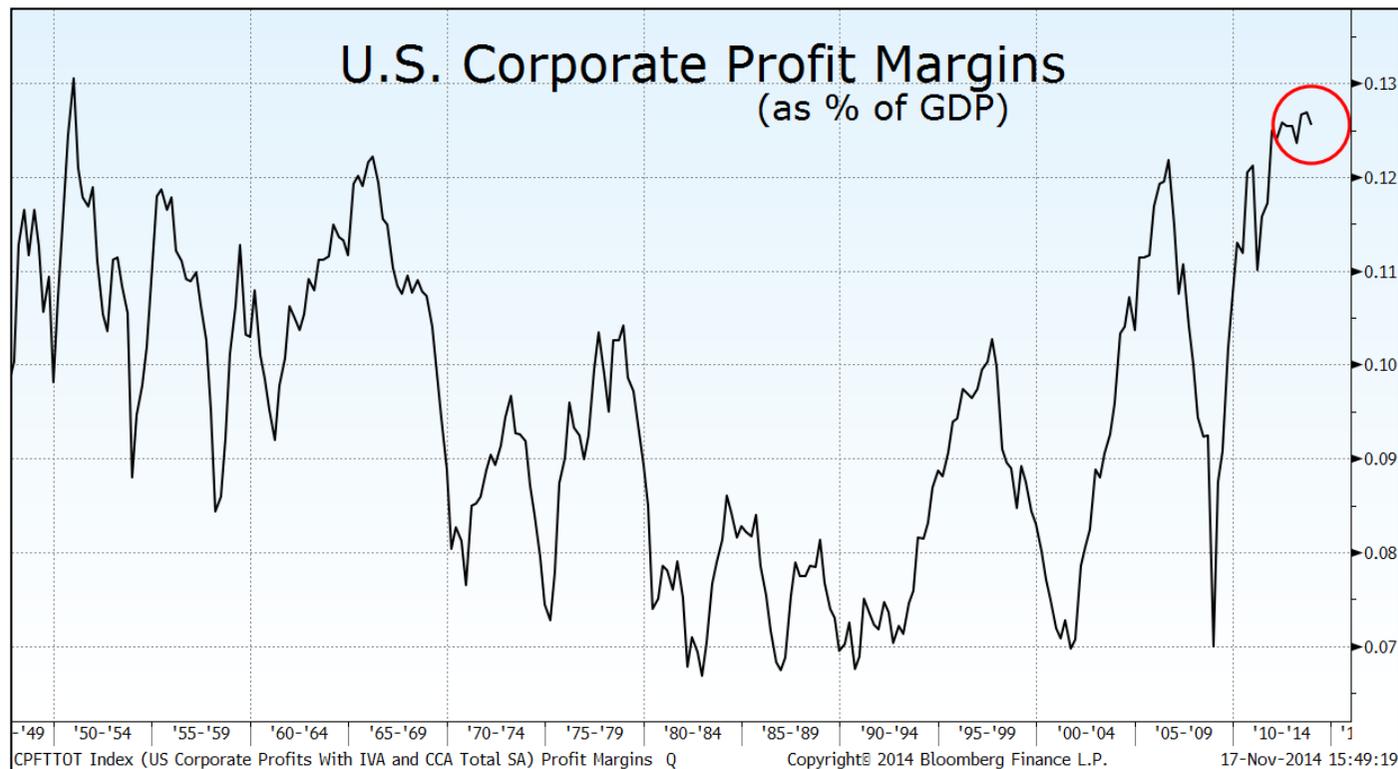
Die unorthodoxe Geldpolitik ist ein zyklisches Instrument, dass den strukturellen Folgen des demografischen Wandels nicht gewachsen ist. Hinzu kommt, dass die Schuldenquote bereits unerträglich hoch ist. Die Finanzpolitik ist deshalb dazu verdammt, mit Hilfe von Inflation für steigendes Nominal-Wachstum zu sorgen. So wird der Fiskalhaushalt doppelt entlastet (mehr Steuereinnahmen, weniger Sozialausgaben).

Der demografische Wandel ist dank steigender Lebenserwartung aber nicht nur eine Bürde, sondern gleichzeitig auch ein Konsum-Motor. Der Mensch lebt länger und das bedeutet steigende Nachfrage. Und hier schließt sich auch der Eingangs erwähnte politische Kreis. Es gibt zu viele vermögende Senioren in der EU, die viel zu verlieren haben, weshalb es keine demokratische Mehrheiten für radikale Lösungen geben wird.

Demografischer Wandel

Rekord-Gewinne

Diese Grafik zeigt, dass die Gewinnmargen der Firmen im S&P-500, trotz der relativen Wachstumsflaute ein Rekord-Niveau erreicht haben. Die notorische Kritik über eine unfaire Umverteilung basiert auf dem Vorwurf, dass die Rekord-Gewinne der Privatwirtschaft nur ein Spiegel der astronomischen Staatsschulden sind. Richtig ist, dass die öffentlichen Finanzen tatsächlich erst problematisch sind, seit der Staat im Sog der Banken-Rettung die Schulden der Privatwirtschaft übernommen hat. Das war der Preis für die Finanzierung des sozialen Friedens (Crash hätte Massenarbeitslosigkeit verursacht). Jetzt bleibt dem Staat keine andere Wahl, als dem Ratschlag von John Maynard Keynes zu folgen: Der krisenbedingte Schuldenberg muss unmittelbar nach der Krise von jenen Wirtschafts-Akteuren abgetragen werden, die am stärksten von den Hilfen profitiert haben.



Inflation / Deflation

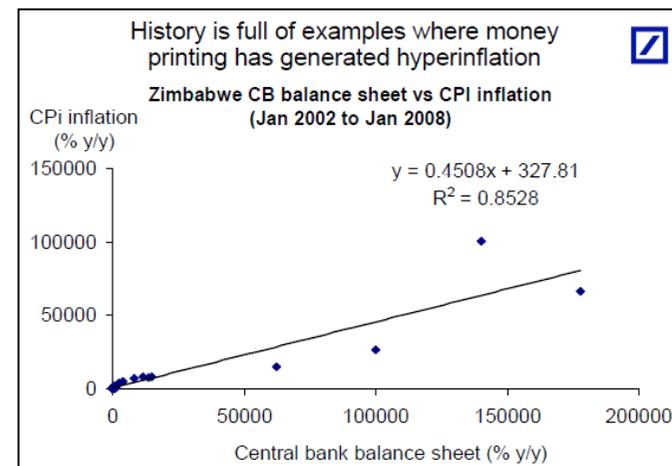
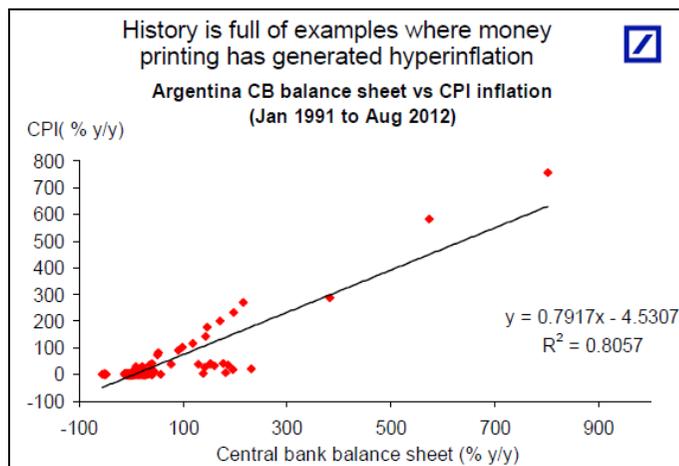
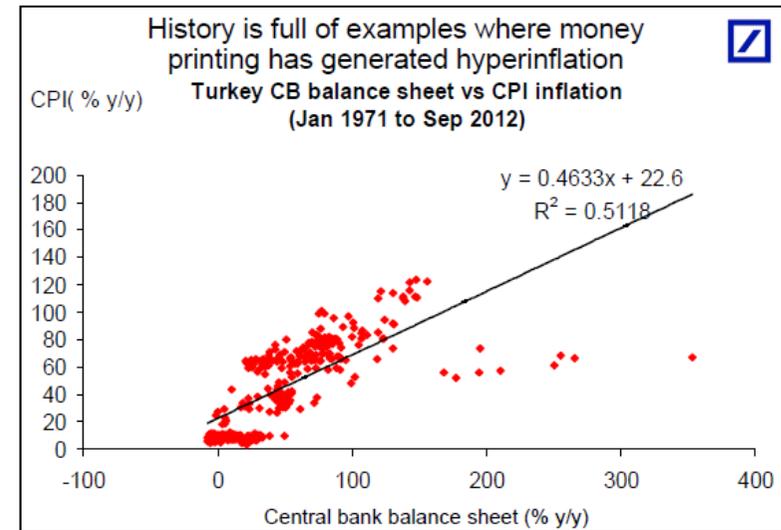
Wer den ideologischen Streit über Inflation und Deflation versteht, der findet den Schlüssel zur Geldpolitik und der damit verknüpften Wachstums-Logik. Leider muss man das Pferd heute von hinten aufzäumen, um diesen Sachverhalt zu erkennen. Bei der Angst vor einer Flaute dreht sich alles um das **Nominal**-Wachstum. Dies verblüfft, weil Wohlstand und Prosperität nur vom **Real**-Wachstum abhängen.

Die Inflation ist das Bindeglied zwischen real und nominal und mit Blick auf die Kaufkraft gilt: Je weniger Inflation, desto besser. Bei chronischer Überschuldung ist weniger Wachstum aber fatal, denn die Schulden sind nominal und die Schuldendienstfähigkeit sinkt, wenn das Nominal-Wachstum fällt. Da die Welt in einer akuten Schuldenfalle steckt und die Mini-Inflation das Nominal-Wachstum drückt, wird der Ruf nach Inflation zunehmend hysterischer. Die reale Kaufkraft wird urplötzlich zur wichtigsten Nebensache der Welt. Natürlich sind die Preise in den letzten Jahren bereits kräftig gestiegen, aber in den Augen der Zyniker waren es leider die Falschen (Vermögens- statt Güterpreise).

Unser Fazit: Wir sind überzeugt, dass die Inflation am Ende den Sieg davon trägt, denn die brisante Mischung aus Fiskal- und Geldpolitik lässt wohl kaum ein anderes Ergebnis zu und beim Blick auf die Situation bei Demografie und Schulden wäre jede Alternative viel zu grausam (globaler Schuldenschnitt, Depression, Massen-Arbeitslosigkeit).

Diese drei Grafiken zeigen an Beispielen wie der Türkei (200%), Argentinien (800%) oder Zimbabwe (150.000%), dass eine ungezügelter monetäre Expansion immer zu Hyper-Inflation führt. Natürlich handelt es sich dabei um Inflation im Warenkorb der Güterpreise.

Das erklärte Ziel der unkonventionellen Geldpolitik ist im Kontrast dazu ein Experiment zur offenen Manipulation der Vermögenspreise, was für heimliche Inflation sorgt, die aber nicht den Warenkorb trifft.



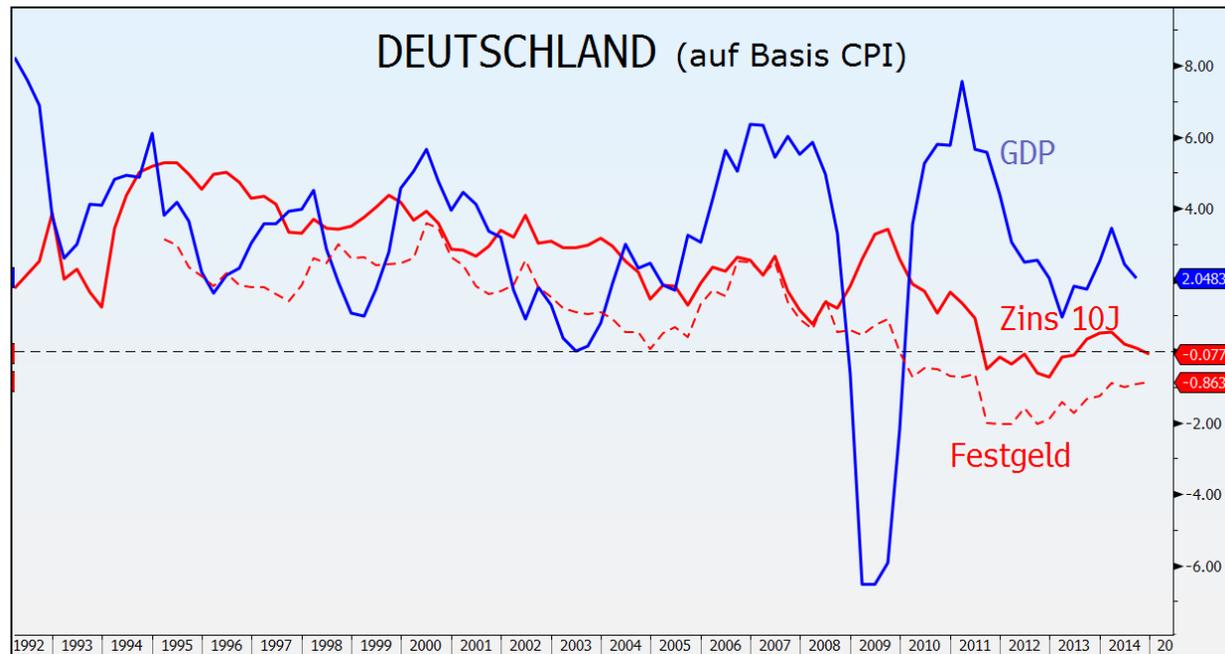
Finanz-Repression

Der Begriff Finanz-Repression beschreibt einen Zustand, bei dem der Zins trotz Inflation künstlich auf Null gedrückt wird. Dem Sparer verbleibt nach Abzug der Inflation vom Nullzins eine negative Realverzinsung. Faktisch ist das eine heimliche Vermögenssteuer. Der Staat befreit sich mit diesem Kunstgriff in die Taschen der Sparer höchst elegant aus der Schulden-Falle (kalte Enteignung / Transfer von Privatvermögen an die öffentliche Hand). Die Einführung von Strafzinsen auf Guthaben bedeutet, dass der Fiskus die Ersparnisse nicht mehr länger nur über den Umweg der Inflation heimlich, sondern mittlerweile direkt anzapft (echte Vermögenssteuer).

Für Anleger und deren private Altersvorsorge hat das enorme Folgen: Wer für den Ruhestand auf eine private Zusatzrente von mtl. €2.500 über 20 Jahre hofft, der muss bei einem Zinssatz von 2% knapp €500.000 Startkapital haben. Im Nullzins-Regime fällt die Rente auf €2.100. Wenn zusätzlich 2% Inflation an den Ersparnissen nagen, sinkt die Kaufkraft auf €1.100. So entsteht bereits bei moderater Inflation ein Kaufkraftverlust von mehr als 50%. Bei Negativ-Zinsen (aktuell -0,2%) steigt dieser Verlust auf 55%.

Fazit: Die Finanz-Repression ist aufgrund der „negativen“ Realzinsen nicht nur eine heimliche, sondern gleichzeitig auch eine unglaublich potente Wunder-Waffe. Der volle Umfang dieser geschickt orchestrierten Manipulation wird selten sofort erkannt, wie die folgenden Grafiken zeigen. Beispiel: Entscheidend für eine Volkswirtschaft ist die Differenz zwischen Nominal-Wachstum und Real-Zins, obwohl es für diese Kennzahlen keine formale Statistik gibt. Die Werte müssen aus den verfügbaren Grunddaten abgeleitet werden. Die Grafik auf der folgenden Seite zeigt, dass die Differenz zwischen Nominal-GDP und Real-Zins mittlerweile grotesk geworden ist.

Die **Blaue** Line zeigt das **Nominal-GDP** (im Schnitt 3,1%). Es ist die Summe aus Real-GDP (Schnitt 1,3%) **plus** Inflation (Schnitt 1,8%). Die **rote** Linie zeigt zum Vergleich den **Real-Zins** für 10-jährige Staatstitel. Er berechnet sich aus Nominal-Zins **minus** Inflation.



Aus diesen Daten lässt sich ableiten (nicht in der Grafik gezeigt), dass der Nominal-**Zins** im Schnitt bei 5% lag - also immer 1,9% **über** dem Nominal-**GDP**. Heute liegt er 1,3% **unter** dem GDP (Swingfaktor: 3,2%).

Die Differenz zwischen Nominal-GDP (blau) und Real-Zins (rot) war in Deutschland seit 1990 stets positiv - im Umfang der durchschnittlichen Inflationsrate. Gemessen an der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (rot) ist der Realzins **3,2%**, gemessen am Festgeld sogar **4,4%** (gestrichelte rote Linie) **zu niedrig**.

Die Konsequenzen sind enorm: Negative Zinsen sind der Schlüssel zum Schulden-Abbau. Diese Tabelle zeigt, dass die konspirativ-geniale Kopplung von Inflation und Null-Zins über Zeit eine doppelte Heil-Wirkung auf Staatsschulden hat (von links nach rechts: Schulden in Nominal sowie als Quote in Prozent vom GDP; Zeit-Horizont 40 Jahre).

Obere Zeile, Beispiel USA: Die Schuldenquote fällt von 2012 bis 2022 um 27% (bis 2052 sogar um 75%), wenn die Differenz zwischen Nominal- und Real-Zins 3% beträgt. Diese Kalkulation ist konservativ, wenn die Konjunktur wächst. Bei einem Realzins von -3% und einem Nominal-Wachstum von +3% würden jährlich gleich 6% der Schulden verschwinden, da die Steuereinnahmen dynamisch im Tempo des Nominal-GDP wachsen, während die Schulden fix sind.

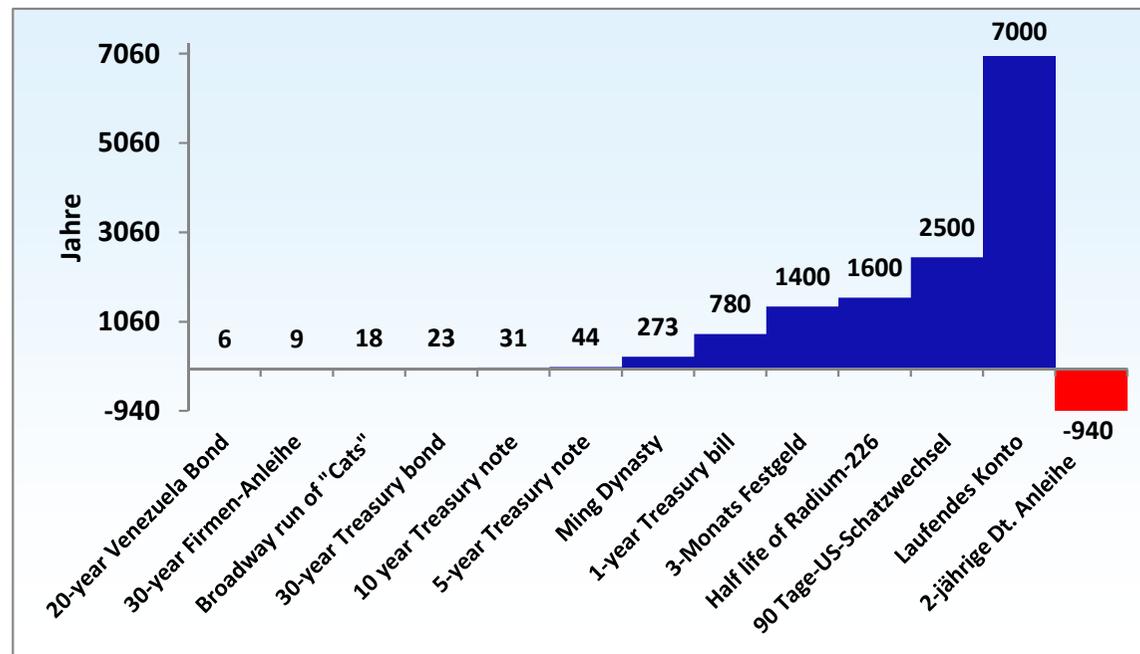
	GDP nominal in Mrd	Total Debt in Mrd	Schuldenquote in % im Jahr....				
			2012	2022	2032	2042	2052
USA	15.094	16.151	107%	80%	59%	44%	33%
Japan	5.867	13.846	236%	176%	131%	97%	72%
Eurozone	13.075	11.768	90%	67%	50%	37%	28%
Deutschland	3.570	2.820	79%	59%	44%	33%	24%
Italien	2.194	2.699	123%	92%	68%	51%	38%
England	1.490	1.311	88%	65%	49%	36%	27%

Finanz-Repression

Wirkung der Finanz-Repression

Ein Kaufmann weiß auch ohne spitzen Bleistift, dass sich Kapital über 10 Jahre Laufzeit bei einem Zins von 7% verdoppelt. Umgekehrt lässt sich kalkulieren, wie viel länger das Kapital bei sinkendem Zinsfuß braucht, bis es sich verdoppelt. Skala links: Anzahl der Jahre. Bei einer Venezuela-Anleihe mit Laufzeit 20 Jahre wartet der Anleger 6 Jahre (typisch Hochzins). Bei 10-jährigen US-Staatstiteln dauert es 31 Jahre.

Zum Vergleich: Das Broadway-Musical „Cats“ muss 18 Jahre laufen, bevor sich das Kapital verdoppelt und die Ming-Dynastie dauerte 273 Jahre. Bei einer 12-Monats-Staatsanleihe brauchen amerikanische Anleger 780 Jahre Geduld. Der Halbwertszeitwert von Radium beträgt 1.600 Jahre. Bei 90-Tages-Schatzwechseln muss der Sparer 2.500 Jahre warten, beim Konto mit Bargeldverzinsung 7.000 Jahre. Bei 2-jährigen Bundesanleihen muss man aufgrund der Negativ-Zinsen 700 Jahre rückwärts in der Geschichte gehen, um das Ziel zu erreichen.



Anlage Strategie

Ursache und Wirkung von Finanzblasen sind nüchtern betrachtet so hinlänglich bekannt, wie die Werkzeuge und Instrumente zur Behandlung. In Wahrheit sind die Schulden von heute nichts anderes als die Steuern von morgen. Die Politiker wissen genau, was getan werden muss, sie wollen sich nur nicht dabei erwischen lassen. Eine unkalkulierbare Gefahr ist allerdings die Radikalisierung der Wähler (Populismus der Ultras schürt die Anti-EU-Stimmung).

Die Abhängigkeit der Finanzmärkte von der unorthodoxen Geldpolitik war bislang exklusiv und intensiv. Das ändert sich jedoch, denn die Zentralbanken haben die Ziele für das Dual-Mandat Wachstum/Arbeit trotz aller Unkenrufe endlich erreicht. Die Konjunktur braucht nach 6 Jahren Aufschwung keine Stützräder mehr.

Staatsfeind Nummer 1 ist heute die Mini-Inflation. Sie bremst das Nominalwachstum und das gefährdet die Schuldendienstfähigkeit. Deshalb dreht sich jetzt plötzlich alles um die Inflations-Erwartungen der Märkte (siehe BEIR: break-even-inflation-rate). Fürchtet der Markt weniger Inflation, dann gibt die Geldpolitik Vollgas – und umgekehrt. Faktisch läuft die Geldpolitik dem Markt hinterher, statt ihn zu führen. Sie hat im Zuge des krisen-induzierten Nullzins-Regimes ihre Autonomie geopfert und ist quasi erpressbar geworden.

Das ist fatal, weil Wachstum, Inflation und das Finanzsystem dadurch nicht stabiler werden – sondern fragiler. Beim winzigsten Fehler der Geld-Politiker, einem exogenen Marktunfall oder beidem können alle drei gleichzeitig aus den Fugen geraten.

Wir bleiben Wachstums-Optimisten, weil wir überzeugt sind, dass die notorisch skeptischen Zentralbanken nie die Hände in den Schoß legen werden, aus Angst vor den Folgen. Eigentlich reicht diese chronisch überspitzte Angst vor der Konjunktur-Flaute bereits aus, um einen Wachstums-Unfall zu verhindern.

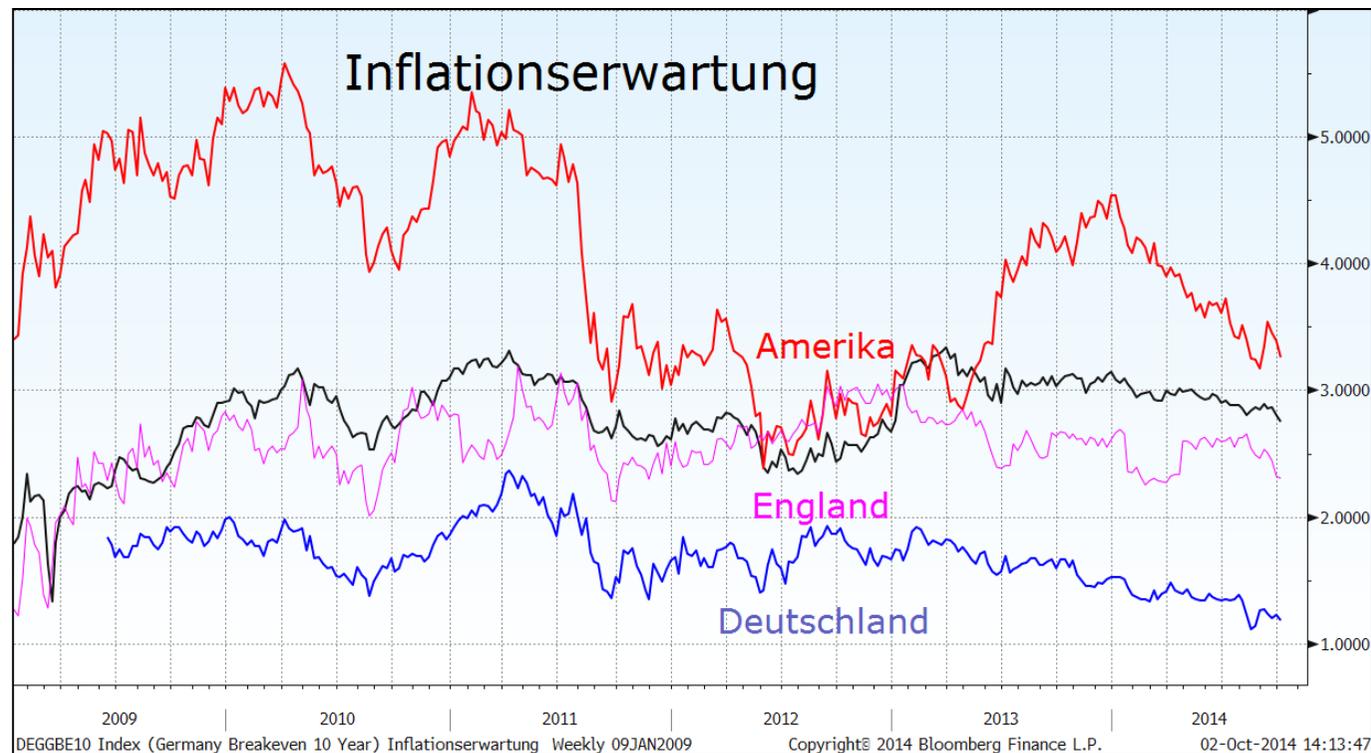
Außerdem werden die positiven Konjunktur-Impulse sträflich unterschätzt. Klassische Wachstums-Garanten sind der Preis-Schock am Öl-, Währungs-, Rohstoffmarkt, die Fiskalpolitik und das Null-Zins-Regime. Diese im Grunde genommen frohe Botschaft ist gleichzeitig aber auch ein Problem, denn der Zins-Terminmarkt wettet völlig zu unrecht auf eine falsche Konstellation (Deflation).

Wir erwarten eine Rückkehr zur Zins-Normalität, begleitet von gewaltigen Schlaglöchern am globalen Finanzmarkt. Für uns liegt der Schlüssel zur Geldpolitik in der Inflations-Erwartung der Märkte (siehe BEIR: Break-even-Inflation auf der nächsten Seite).

Unser Fazit:

1. Der Aktienmarkt ist wenig attraktiv (extrem teure Bewertung; Gefahr einer Gewinn-Rezession). Unsere Favoriten sind Aktien aus Deutschland, die Sektoren sind Infrastruktur, Transport, Welthandel, Banken. Das Risiko: Der Dax kann bis auf 8.400 korrigieren.
2. Finger weg von ETF's, Schwellenländern, Rohstoffen;
3. Am Bondmarkt herrscht Blasen-Alarm. Wir befürchten hohe Kursverluste. Die unorthodoxe Geldpolitik dient nur zur Umfinanzierung bestehender Schulden. Anleihen werden umgeparkt (von Bankbilanzen zum Staat).
4. Wir erwarten für alle Segmente stark steigende Kursausschläge (Volatilität).

Diese Grafik zeigt die BEIR (Break-Even-Inflation-Rate) für Deutschland, England und Amerika. Als Faust Regel gilt: Die BEIR ist der Herzschrittmacher für Märkte und Geldhüter. Der Rückgang ist weniger dramatisch, als von der Geldpolitik unterstellt. Deshalb sind gute Portfolio-Manager mit der Kapazität ausgestattet, die Manöver der Geldpolitik richtig zu entschlüsseln.



Die Real-Zinsen für Euro und Dollar sind negativ, wenn die „Break-Even-Inflation“ vom einfachen Festgeld-Zins abgezogen wird. Das stützt die Konjunktur.



Faust-Regeln für Markt-Strategie

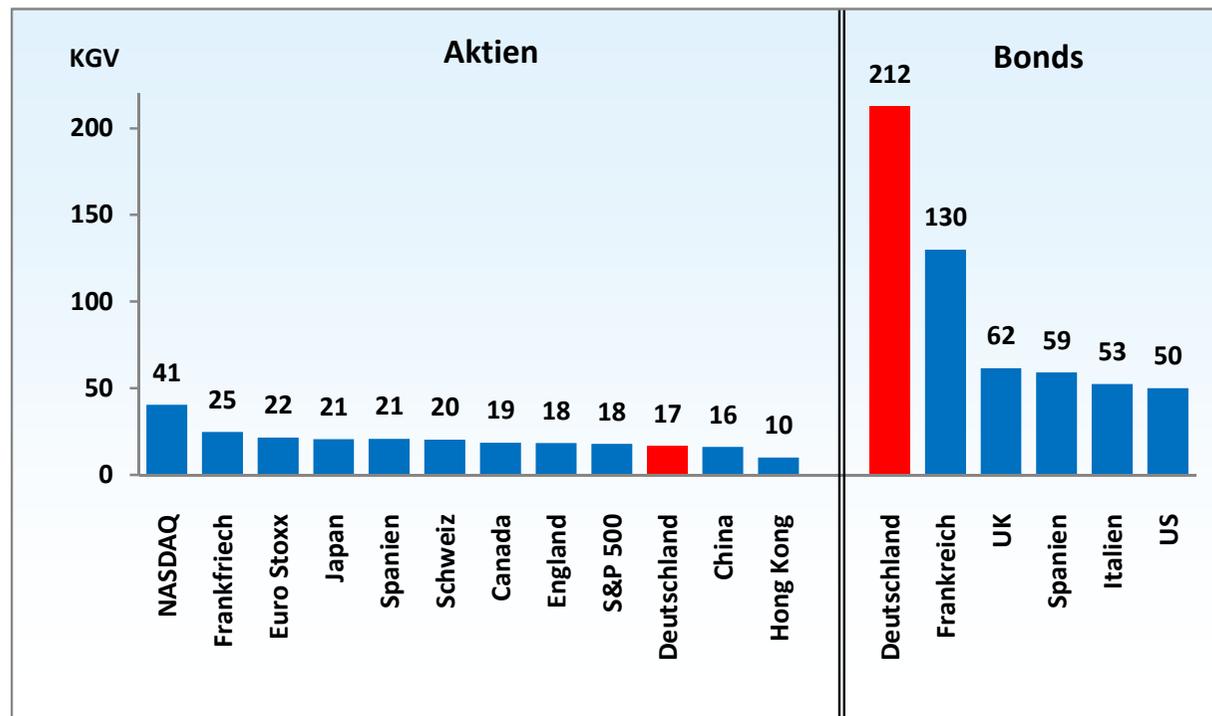
1. Das Tempo der Weltwirtschaft wird sich in 2015 beschleunigen, denn die Kapitalkosten sind historisch günstig und der Ölpreis-Crash sorgt für extra Schub im Umfang von 1%.
2. Aktien sind mit einem KGV von 19 grundsätzlich nicht mehr preiswert, verfügen aber über eine ordentliche Dividenden-Rendite. Anleihen haben im Vergleich dazu ein astronomisches KGV von 227 (gewaltige Blase).
3. Wir rechnen 2015 bei Aktien im Schnitt mit einem Gewinnplus von 3% (Transport +8%, Banken +20%). Zusätzliche Kursgewinne hängen davon ab, ob es der Geldpolitik gelingt, die Börsen-Bewertung noch weiter zu treiben (Inflation). Das Paradox: Öl und Dollar sorgen in manchen Sektoren für eine schwere Gewinn-Rezession, denn der Ölpreis belastet die Investitions-Güter-Industrie, der Dollar reduziert den Übersee-Gewinn.
4. Chance/Risiko: Finanztitel haben die größte Chance, Ölwerte sind das größte Risiko. Geografisch hat Deutschland die größte Chance, China und Amerika sind teuer.

Asset Allokation

Bewertung gemessen am KGV

Grafik links: Das Nullzins-Regime führt dazu, dass für Aktien trotz Wachstumsflaute ein höherer Bewertungs-Faktor gezahlt wird. Die Grafik zeigt am Beispiel der KGV's (Kurs-Gewinn-Verhältnis), dass die Bewertung bereits arg strapaziert ist, denn die Prämie über Buchwert ist historisch extrem (links Aktien, rechts Anleihen).

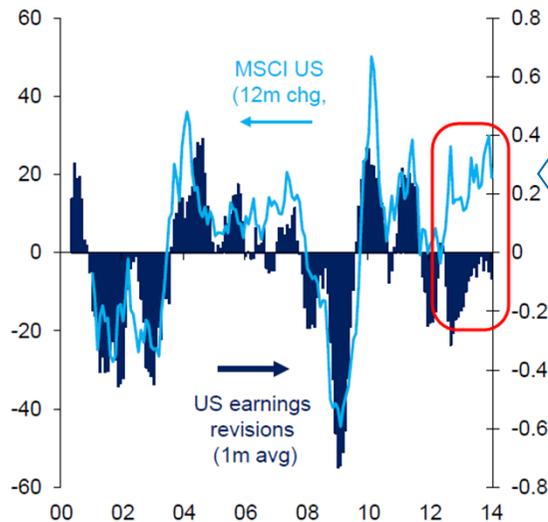
Grafik rechts: Am Bondmarkt herrscht Blasen-Alarm. Nie zuvor hatten die Bondmärkte aller Industrie-Nationen einen höheres KGV als die Aktienmärkte. Deutsche Anleihen sind mit einem KGV von 212 extrem gefährdet. Wirklich Kurios: Bei einer Emission von Anleihen mit Negativ-Zins macht der Fiskus echten Gewinn. Des gilt mittlerweile für alle Anleihen mit einer Laufzeiten von 5 Jahren in Deutschland, Japan und der Schweiz. In Europa sind heute bereits mehr als €500 Mrd Anleihen mit Negativ-Zins im Umlauf (Tendenz steigend).



Asset Allokation

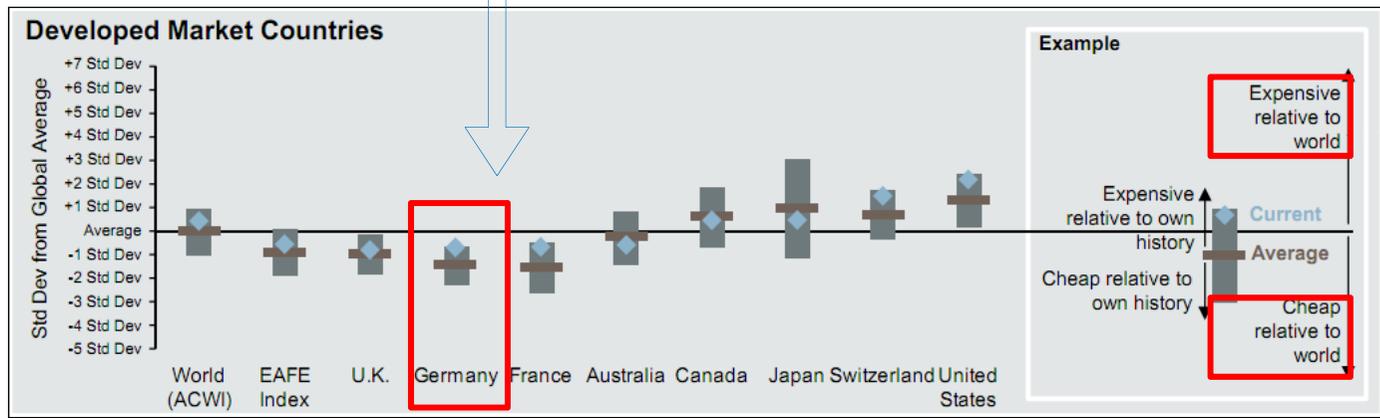
Geografische Asset-Allokation (in/out)

Equities no longer follow earnings
Gross issuance as % secondary market turnover, annual



Die Entwicklung am Aktienmarkt ist paradox. Die Kurse steigen (hellblaue Linie), obwohl die Gewinne fallen (dunkelblau). Der Kursanstieg lebt allein von der Geldpolitik (Gewinn-Multiplikator steigt). Hohe Investitionen sorgen für eine Gewinn-Rezession, denn die Firmen haben die Nachfrage unterschätzt und zu wenig investiert, was nun nachgeholt werden muss.

Der Dax-Index zählt zu den preiswertesten Aktien-Märkten weltweit - gemessen an der relativen Bewertung.



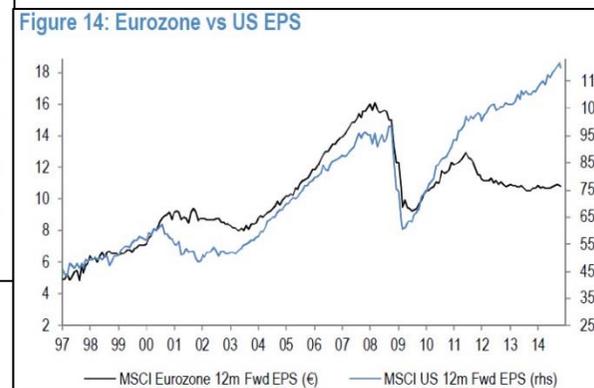
Asset Allokation

Aktien (Risiko/Chance): EU ist preiswert, USA teuer

Aktien (Risiko/Chance): Europa ist preiswert, Amerika teuer



Gemessen am Preis/Buchwert ist die Aktien-Bewertung in Europa historisch gering/günstig im Vergleich zu Amerika.

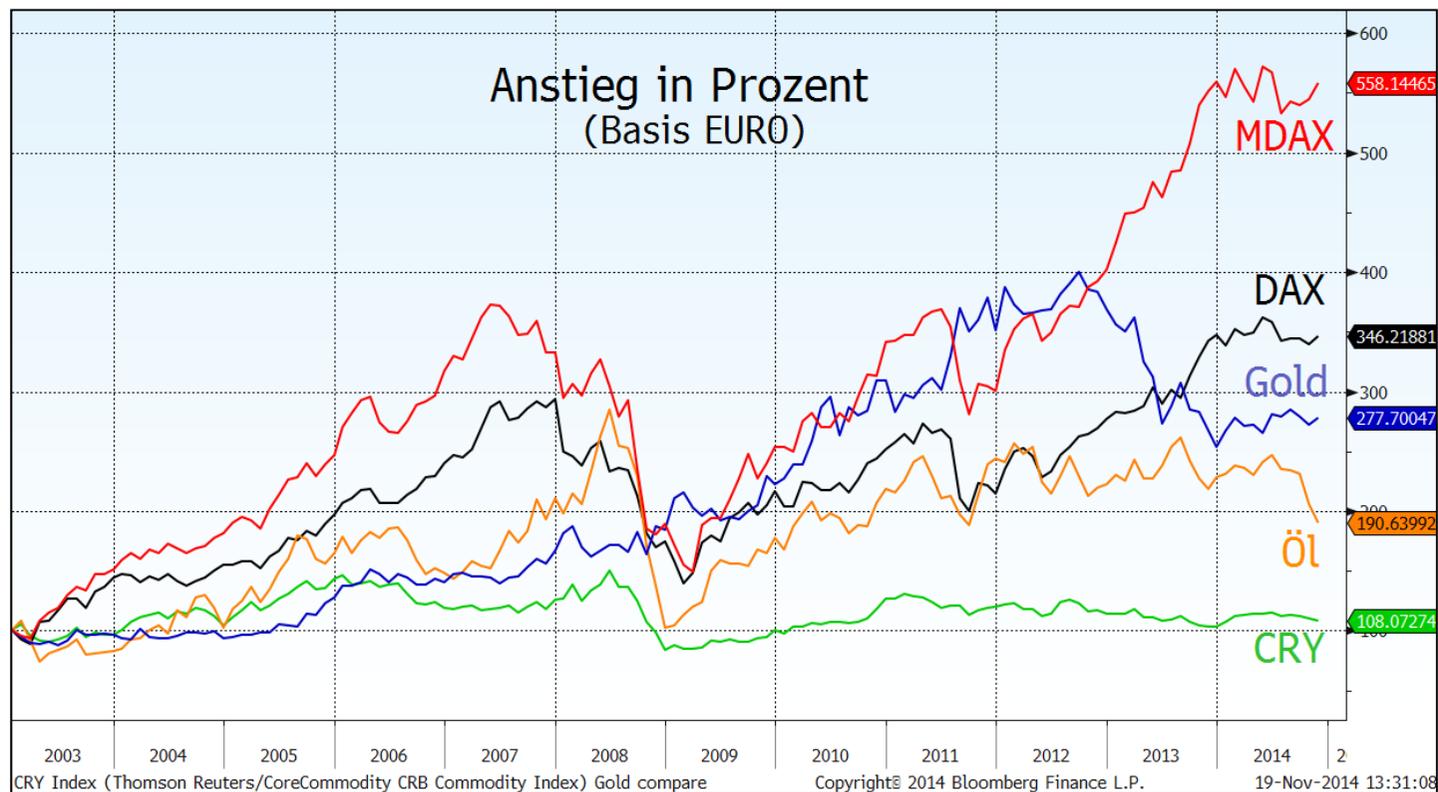


Bei den Gewinnschätzungen pro Aktie sorgt die gewaltige Lücke zwischen USA (EPS/hellblau) und Europa (schwarz) für gewaltiges Aufhol-Potential.



Bei den Gewinnschätzungen fällt das Verhältnis zwischen USA und EU auf ein neues Rekord-Tief.

Der Negativ-Zins ist ein Instrument zur „Reflationierung“ der Finanzmärkte. Diese Grafik zeigt die Wirkung dieser Strategie. Im Direkt-Vergleich der letzten 10 Jahre waren Aktien als Inflations-Schutz deutlich besser geeignet als Rohstoffe, Öl oder Gold.

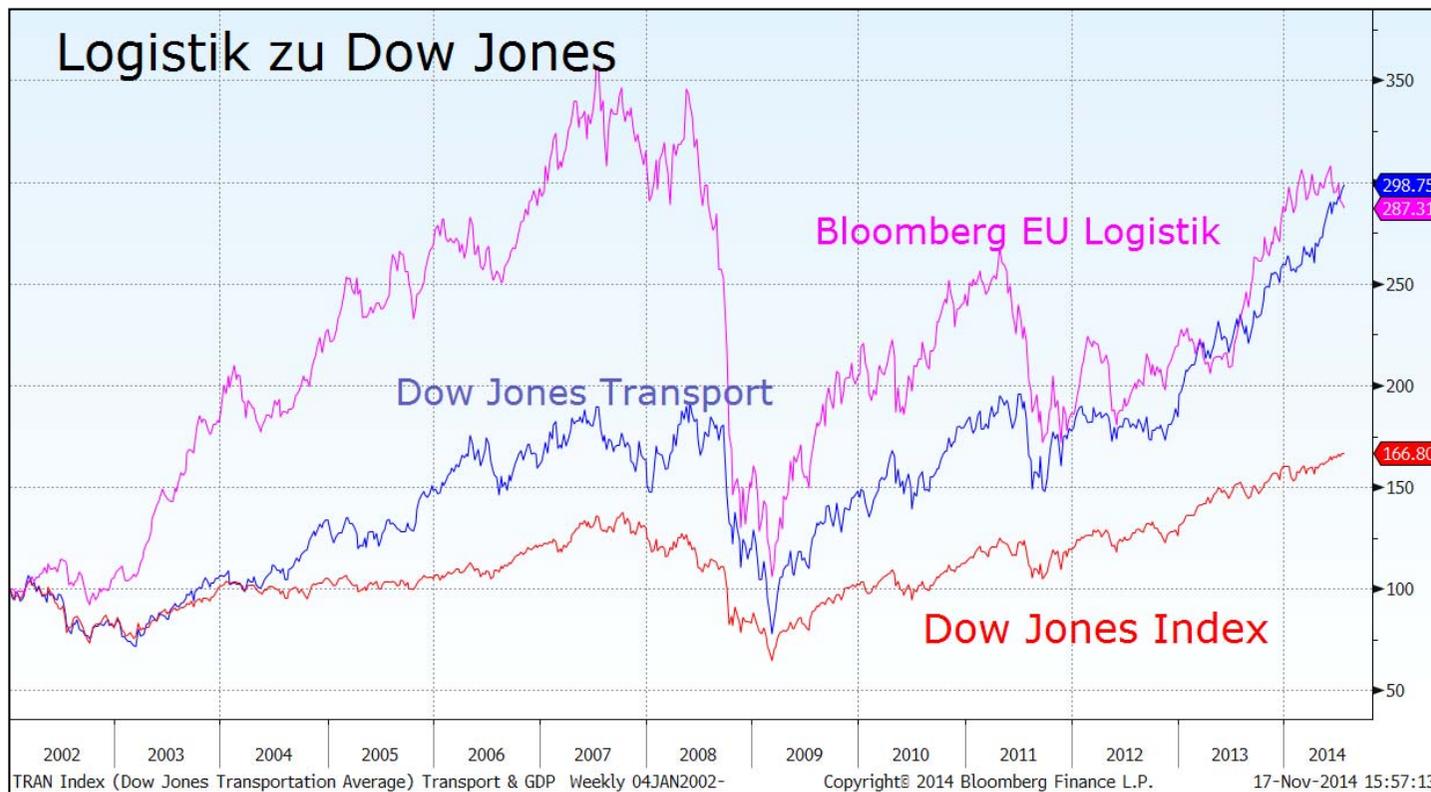


Aktien: Zu unseren klaren Favoriten zählen Titel mit geringer Schuldenquote und hohem Eigenkapital sowie kräftigem Cash-Flow. Letzterer ermöglicht eine ordentliche Dividende oder ein Aktien-Rückkauf-Programm.

Übergewichtet werden die Segmente Transport, Finanz, Tech und Mid-Caps. Die Grafik zeigt den Index für Transport (schwarz), Tech (rot) und Finanz (blau). Das Fazit: Finanztitel haben das größte Aufholpotential.



Faust-Regel: Der Transportsektor wächst im Aufschwung doppelt so schnell wie die Weltwirtschaft. Die Grafik zeigt eine relative und absolute Überlegenheit der Branche in Amerika und Europa im Direkt-Vergleich zum Dow-Jones. Dieser Sachverhalt galt während der letzten 10 Jahre, unabhängig von Boom- und Bust-Zyklen.



Nicht jede Branche profitiert von der Finanz-Repression, weil übertriebene staatliche Intervention das Gewinnwachstum bremst. Wo der Staat Preise und Märkte reguliert oder Gewinne abschöpft, da entsteht kein gutes Umfeld für Privat-Kapital.

Unsere Sektor-Einschätzung:

- Regulierung belastet die Sektoren Telco, Medizin-Gesundheit und Energie;
- Inflation / steigender Margendruck belastet den Konsum-Sektor;
- Blasen-Fieber / massive Überkapazität belasten Bergbau, Mienen und Rohstoffe.

Unsere regionale Einschätzung:

- USA: Verhalten positiv aber bereits sehr teuer; Enttäuschung ist möglich;
- Europa: Die Skepsis ist übertrieben; Überraschung ist wahrscheinlicher;
- Asien: Die Skepsis ist berechtigt; harte Landung wird zunehmend wahrscheinlich;

Einzeltitle im Dax-Index - Ranking gemäß Fundamental-Filter

Diese Tabelle sortiert die Titel im Dax-Index nach dem Ampel-Prinzip. Die Farben: rot/negativ, gelb/neutral, grün/positiv. Gezeigt werden die wichtigsten Schlüssel-Zahlen inklusive KGV, Verschuldung, Wachstumsrate, Gewinn.

Name	Last Price	PE Ratio	PE Expected	1 Year Total Return	Gross Margin	Operating Margin	Pretax Margin	Return on Capital	Sales Growth	Net Income Growth	Effective Tax	Vola
Mittelwert	67,19	16,00		1,80	37,11	10,79	8,69	8,79	-0,47	16,56	28,07	52,47
Gewichtet	9691,46	14,80	13,33	1,46	26,75	11,17	9,54	6,08	-0,14	17,00	26,18	49,33
RWE AG	27,34	12,53	12,57	6,53		11,49	-2,89		1,23			66,63
K+S AG-REG	24,53	13,42	14,03	10,65	43,15	16,53	13,89	10,21	0,38	-37,95	24,27	88,86
VOLKSWAGEN-PREF	176,70	8,00	7,42	-11,58	18,07	6,25	6,31		2,25	-58,24	26,42	47,34
MUENCHENER RUE-R	161,00	8,97	9,41	5,14		5,82	5,42	11,88	-3,29	3,92	3,13	33,66
ALLIANZ SE-VINK	135,95	9,75	9,87	8,85		11,30	9,96	9,88	-0,24	14,62	34,58	34,78
DEUTSCHE BANK-RG	24,85	13,36	8,28	-22,98		4,54	4,22	-0,04	-12,90	153,23	53,23	51,04
BAYER MOTOREN WK	87,69	9,82	9,34	5,99	20,08	10,44	10,40		-1,03	4,50	32,52	43,54
E.ON SE	13,45	14,85	14,40	4,85		2,67	2,62		-7,30	-2,15	21,93	53,10
DAIMLER AG	64,01	9,90	9,42	5,17	21,63	6,66	8,59	6,39	3,22	6,44	14,00	40,82
CONTINENTAL AG	162,70	12,88	11,65	3,60	23,41	9,86	7,38	13,83	1,82	0,94	18,28	63,71
DEUTSCHE LUFT-RG	13,37	12,25	7,02	-11,17		2,23	1,81	7,59	-0,36	-74,51	40,18	49,03
MERCK KGAA	78,16	16,87	15,78	21,89	72,03	16,20	12,98		-0,38	112,14	12,93	47,33

Wirtschaft und Finanzmärkte stehen heute vor mehr unbeantworteten Fragen und ungelösten Problemen als jemals zuvor in den letzten hundert Jahren. Schuld ist ein verwirrendes Labyrinth aus Rekord-Schulden, schwachem Nominal-Wachstum und überbordender Liquidität.

Die volkswirtschaftliche Elite hat die großen Krisen der letzten Jahrzehnte – von der Schuldenkrise in Lateinamerika in den Achtzigerjahren bis zu den jüngsten Problemen im Euroraum – nicht vorhergesehen. Natürlich können auch wir nicht in die sprichwörtliche Kristallkugel blicken. Keine wissenschaftliche Theorie der Welt wird jemals in der Lage sein, gesamtwirtschaftliche Entwicklungen umfassend zu erklären.

Märkte und Marktwirtschaften richtig zu erfassen bleibt aber trotzdem unser Antrieb und Ziel. Wir sind Experten auf diesem Gebiet und beobachten die Finanzmärkte genau. Wir haben durch langjährige Erfahrung gelernt, was funktioniert und was nicht. Manchmal handelt es sich dabei schlicht um ein Bauchgefühl, das sich nur schwer in Modelle mit verlässlichen Prognosen gießen lässt.

Einige Beispiele: Wir wissen, dass bei einer Vervielfachung der Geldmenge die Preise ansteigen. Wir wissen auch, dass Deficit-Spending helfen kann, wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage lahmt und wir wissen intuitiv, dass das Wachstum bei einer außerordentlich hohen gesellschaftlichen Einkommens-Ungleichheit gelähmt wird. Wir werden aber nie wissen, ob und in welchem Umfang die Anleger bereit sind noch mehr Geld in Staatsanleihen investieren zu wollen – eine Frage, die für Europa derzeit von großer Bedeutung ist.

Das Wachstum bleibt vermutlich auf absehbare Zeit solide, denn der Aufschwung ist in der Mitte eines Zyklus, der mindestens noch 3 Jahre hält (bis die nächste zyklische Rezession einsetzt). Die Geldhüter sind zwar weiterhin extrem bemüht für Inflation und noch mehr Nominal-Wachstum zu sorgen, die Geldpolitik steht aber trotzdem vor der Wende (Wirkungsgrad der Nullzinsen hat natürliche Grenze erreicht). Der extrem niedrige Kapitalmarkt-Zins reflektiert weder Wachstum noch Inflation, sondern eine Fehleinschätzung der Märkte über den zukünftigen Kurs der Geldpolitik. Das überrascht nicht, denn der Kapitalmarkt neigt fast schon notorisch dazu, Zinswenden zu unterschätzen. Wir befürchten kräftige Schlaglöcher auf dem Weg zur Zins-Normalität. Wichtig sind aktives Management und Erfahrung.

Anhang

(Klischee und Mythos)

Der Vollständigkeit halber enthält der Anhang einige Fakten über Klischees und Mythen der häufig favorisierten „Alternativen“ Anlage-Klassen, inklusive Hedge-Funds, Schwellenländer, Rohstoffe, China, Japan und Immobilien.

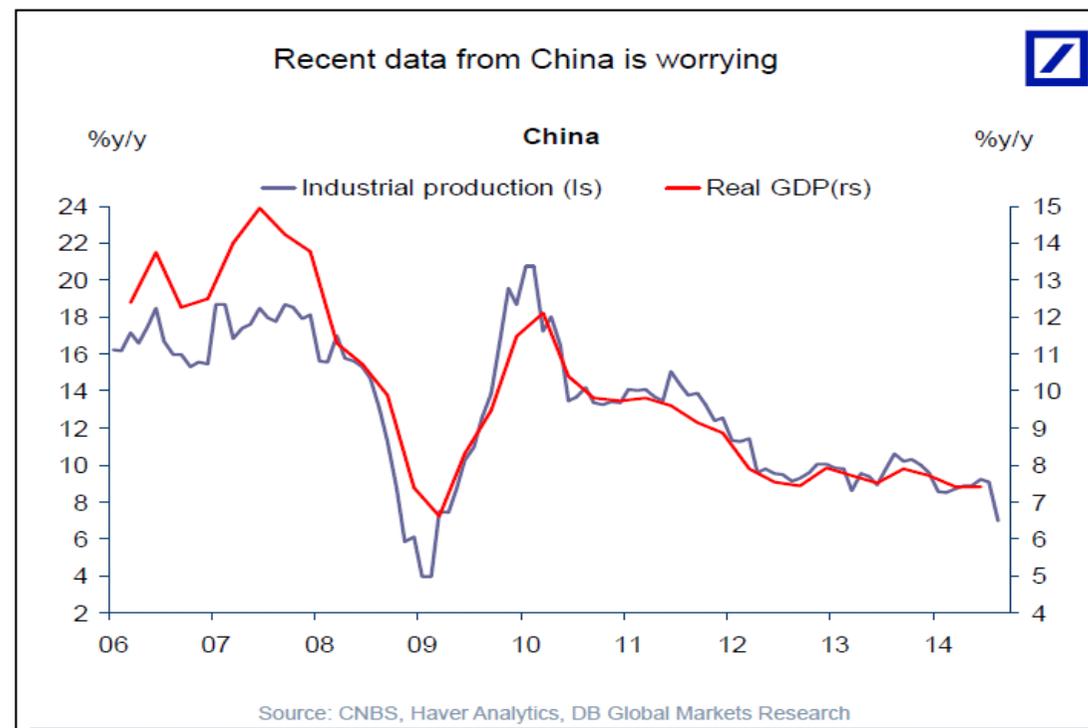
Die folgenden Grafiken zeigen, wie der Mythos dieser Anlage-Klassen entzaubert wurde. Der Grund für unsere vorsichtige Haltung wird mit Hilfe der folgenden Grafiken dokumentiert.

Warum die China-Wette nicht aufgeht: Wirklich alarmierend ist der Rekord-Anteil der Investitionen am GDP (Blase am Bau, Überkapazität, Preisverfall, faule Kredite, harte Landung). Die Demografie ist ein Schlüssel-Problem: Der Arbeitsmarkt ist so eng, dass die Planer in der Bürokratie zähneknirschend deutlich weniger GDP-Wachstum tolerieren müssen.

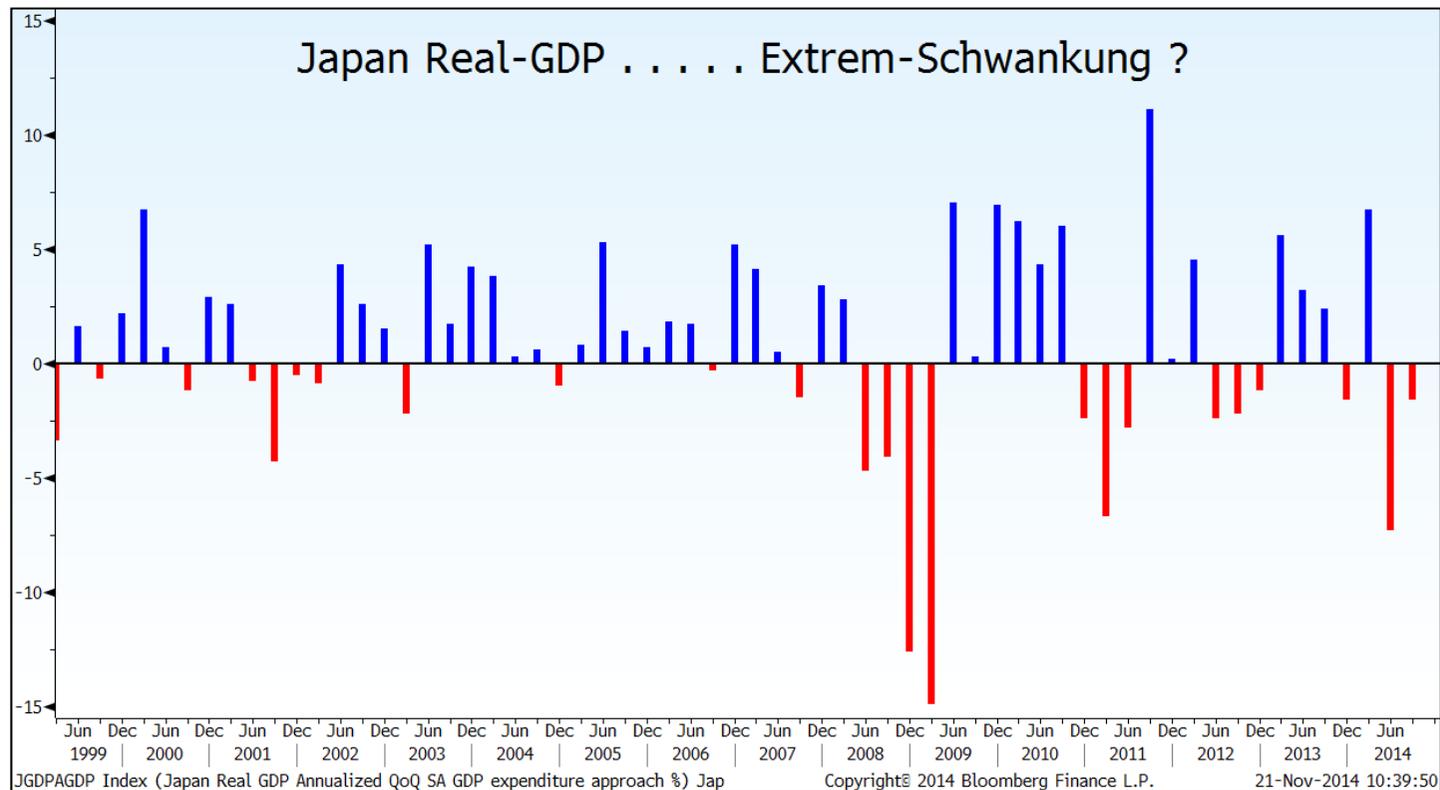
PS: Die Regierung in Peking beschäftigt sich mit einem fatalen Planungsfehler. China hat 19% der Welt-Bevölkerung, aber nur 7% der Agrar-Anbaufläche und Wasser-Reserven.

Die Folge: Ein enormes Netto-Nahrungsmittel-Defizit. Schuld ist die gewaltige Agrar-Ineffizienz. Zwingend wäre eine Landreform, um die zahllosen Kleinbauern zu Kolchosen zu verschmelzen. Eine brutale Urbanisierung der Landbevölkerung ist aber unmöglich.

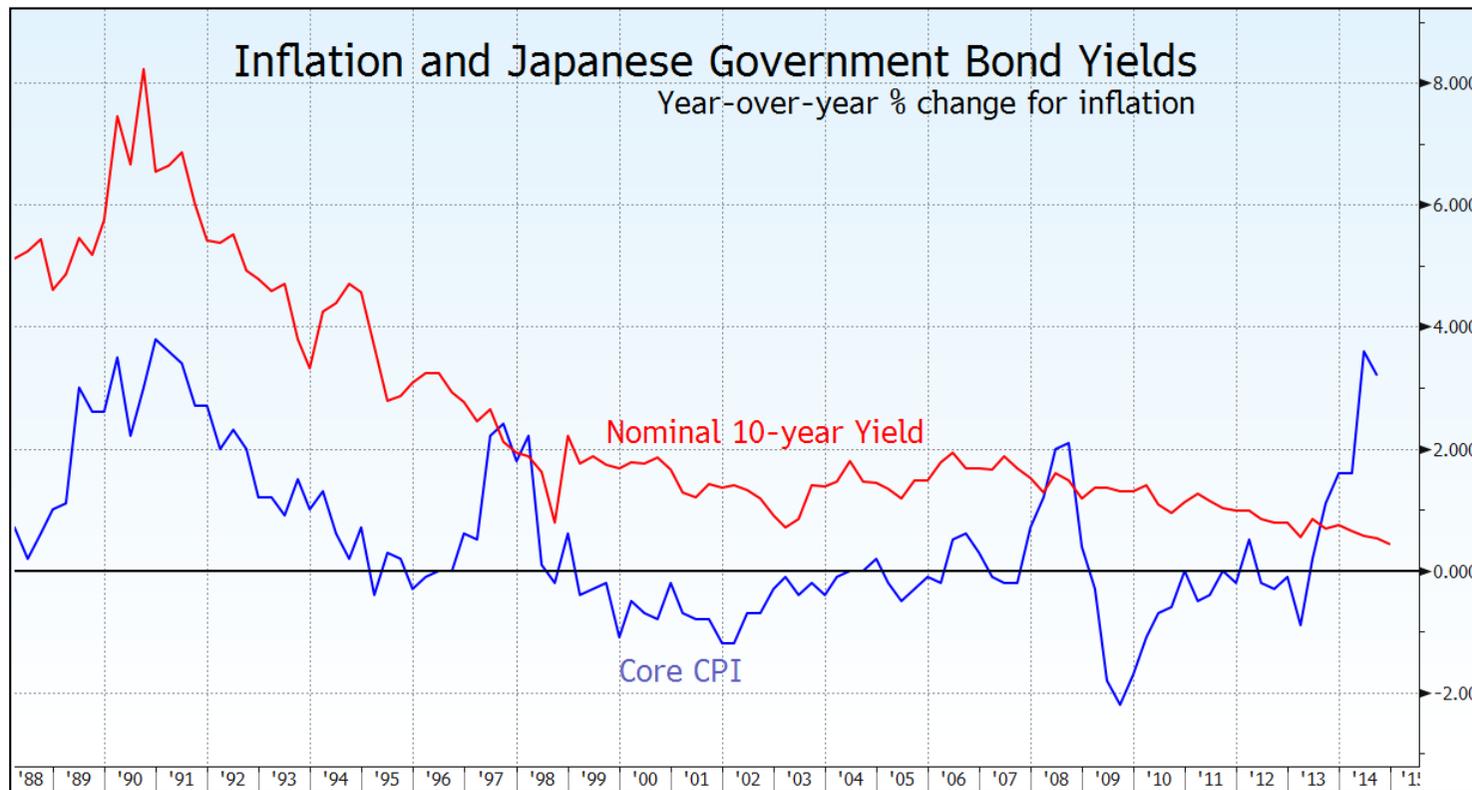
Fazit: China bleibt langfristig ein mächtiger Groß-Importeur (gut für den Welthandel).



Warum die Abenomics-Wette nicht aufgeht: Japans Premier Shinzo Abe wollte mit seinen 3 Pfeilen (Fiskal, Monetär, Struktur-Reform) gleichzeitig die Deflation durch Mehrausgaben besiegen, die Neuverschuldung durch höhere Steuern bremsen und das Wachstum durch Reformen ankurbeln. Dieser Houdini-Trick ist missglückt, denn das Wachstum fällt (Grafik rote Balken) und damit werden jetzt noch mehr Schulden gemacht.



Für mehr Wachstum fehlt es schlicht an der notwendigen Kapazität. Die Bevölkerung schrumpft (Demografie verursacht Vollbeschäftigung), Reformen für Einwanderer sind aber tabu. Die Investitionen sind seit 2007 um 50% gefallen, obwohl die Firmen historische Rekorde bei Gewinn und Barreserven melden. Die Staatsverschuldung explodiert, genau wie die Geldmenge. Die Grafik zeigt die grotesken Folgen: Die Inflation klettert auf mehr als 3% (blaue Linie: CPI) während der Kapitalmarkt-Zins immer weiter fällt (rote Linie).



Warum die Rohstoff-Wette nicht aufgeht: Der gewaltige globale Kapazitäts-Überhang wird nur zähneknirschend langsam reduziert. Der Ausblick bleibt entsprechend trübe.



Warum die Schwellenländer-Wette nicht aufgeht: Das Wachstum der Schwellenländer hat gewaltig vom Rohstoff-Super-Zyklus profitiert. Jetzt folgt eine grundsätzliche Neu-Einschätzung der Perspektiven (gewaltige Herabstufung). Dieser Prozess ist längst nicht abgeschlossen. Im Gegenteil. Fallen die Preise weiter, steigt der Dollar stärker, dann droht den BRIC's aufgrund der hohen Dollar-Schulden eine harte Landung.

Warum die Hedge-Fund-Wette nicht aufgeht: Dieser Performance Chart zeigt, dass der Hedge-Fund-Index (rote Linie) im Kontrast zum S&P-500-Index (blau) seit dem Crash in 2007 nicht mehr vom Fleck gekommen ist.



Warum die Immobilien-Wette nicht aufgeht

Das Kern-Argument für die Flucht in Immobilien lautet: Schutz vor Inflation trotz magerer Rendite. Diese Rechnung geht nicht unbedingt auf wie die Daten belegen. Die Hauspreise fallen, wenn die Wirtschaft schrumpft, selbst bei steigender Inflation.

Der Makler Knight-Frank bestätigt Studien der Immo-Forschungs-Gesellschaft BulwienGesa, wonach Immobilien per se keinen Inflationsschutz bieten, weil bei einer Konjunkturabkühlung die Arbeitslosigkeit steigt und das automatisch die Nachfrage nach Wohnfläche und Preis reduziert. Oftmals reicht die Angst vor einem Abschwung bereits aus, um fallende Preise auszulösen. Dieses Phänomen wurde in mehr als der Hälfte von 53 untersuchten Märkten in Europa, Asien, Nord- und Südamerika beobachtet. Die Hauspreise fielen nicht nur in Staaten mit klassischen Immobilienblasen (Bsp. Irland, Spanien), wo Banken und Wirtschaft schwer unter den Folgen ächzen. Auch in Australien, Japan, Schweden, Taiwan oder den Niederlanden fielen die Preise um 3-8%, obwohl die Inflation in all diesen Ländern stieg.

Die demografische Entwicklung ist ein weiteres Hemmnis. Sie sorgt dafür, dass die Wohnraum-Nachfrage in den Industrieländern langfristig sinkt, während der Zuwachs mobiler Arbeitsplätze (Home-Office) den Bedarf für Gewerbeflächen bremst.

Der Zinszyklus ist ein Risiko, da die Kreditzinsen global kaum noch sinken können. Bei einer Trendumkehr der Zinsen muss mit Preisrückgängen gerechnet werden.

Risiken drohen auch durch Begehrlichkeiten des Staates, weil beim Abschwung das Steueraufkommen schrumpft. Da Immobilien nicht außer Landes gebracht werden können, sind Grundeigentümer Steuererhöhungen schutzlos ausgeliefert. In den vergangenen Jahren haben 13 der 16 Bundesländer Erhöhungen der Grunderwerbsteuer beschlossen. Zudem haben viele Kommunen seit 2008 die jährlich zu zahlende Grundsteuer erhöht.

Warnhinweis oder Legal Disclaimer

Diese Präsentation stellt keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren dar. Sie hat nur informatorischen Charakter. Die ADP AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit der Daten oder eine eventuelle Haftung aus Nachteilen, die direkt oder indirekt aus der Verwendung dieses Dokumentes oder seines Inhalts entstehen können.

WuP Investitions Management GmbH
Fischbacher Straße 6
D-65779 Kelkheim/Ts

Tel: + 49 6195 97 56 20
E-mail: info@wup-finanz.de