

## ZINNECKERS GEDANKEN

### Rückblick

Wenn auch die Kapitalmärkte die Währungs- und Ölpreisveränderungen der letzten Monate einigermaßen verarbeitet haben, so haben die Zentralbanken der USA und der EU ihre liebe Mühe, ihre Vorgaben in Bezug auf Wachstum und Inflation mit den bisher gesteckten Maßnahmen in absehbarer Zeit zu erreichen. Obwohl das Ziel der Vollbeschäftigung mit 5.2% in den USA nahezu erreicht worden ist und die Ersparnisse aus den Benzinpreissenkungen bei den privaten Haushalten angekommen sind, hat sich bis lang das Konsumwachstum in dem erwünschten Maß nicht eingestellt. Zudem hat die Verteuerung des Dollar zu einer Absenkung der Wachstumserwartungen in den USA geführt, sodass das Inflationsziel von 2% zumindest aus heutiger Sicht in weite Ferne gerückt ist.

Das gilt auch für die EU, obwohl sich der Konjunkturmilieu durch die niedrigen Ölpreise und die Euroabwertung merklich aufgehellt hat. Das gilt vor allem für Deutschland. Die EZB hat endlich im März ihr Rentenankaufprogramm von monatlich 60 Mrd. Euro mit Ach und Krach in Gang gebracht. Offensichtlich ist aber der Markt bisher nicht bereit gewesen, ihr zu den jetzt bestehenden Rentenrenditen ausreichend Material zur Verfügung zu stellen.

Zudem geht zusammen mit Brüssel das kostenreiche Geschacher um den Verbleib Griechenlands in der Währungsunion munter weiter. Es ist u.a. für die Bürger Deutschlands und Frankreichs, die seit langem mit allen erdenklichen Mitteln gegen deren schwarze Auslandskonten zu Felde ziehen und immer neue Steuerpläne aushecken, nicht mehr nachvollziehbar, mit welcher Nachsicht sie Griechenland in dieser kritischen Frage behandeln. Der Spiegel vermeldete kürzlich, dass allein in der Schweiz ca. 600 Mrd. Schweizer Franken steuerfrei auf griechischen Konten lagern dürften. Es dürften im März nochmal €3 Mrd. nach von der griechischen Nationalbank bestätigten €7.6 Mrd. im Februar von griechischen Konten abgezogen worden sein.

Allein in Japan scheint die Welt wieder einigermaßen in Ordnung zu sein, obwohl nach der Rezession auch dort die Wirtschaft nicht richtig in die Gänge kommt. Trotzdem ist im abgelaufenen Quartal der japanische Aktienmarkt mit einem Plus von 10% (Nikkei225) nach der EU mit +17% (STXE600) und weit vor den USA mit +1% (S+P500) aus dem Rennen gegangen. Die aus den achtziger Jahren bekannte sogenannte „Japan Incorporated“ hat es sich offensichtlich im abgelaufenen Quartal auf ihre Fahnen geschrieben, ihren über Jahrzehnte geschundenen Aktienmarkt mit Hilfe des landesweiten Aktienkaufprogramms endgültig aus dem seit den neunziger Jahren bestehenden Dornröschenschlaf zu befreien und ihm zu neuem Glanz zu verhelfen.

### Ausblick

Die US Amerikanische Zentralbank hat nach ihrer letzten Sitzung das diesjährige BSP - Wachstum leicht auf 2.3- 2.7% herabgestuft und geht nur noch von einer Inflation von 0.6 - 0.8% aus, weit entfernt von ihrem Ziel von 2%. Trotzdem scheint die Zentralbank das Ende der in der 100-jährigen Geschichte der Fed einmaligen Politik des leichten Geldes vorzubereiten. Sie könnte in Erwartung einer allmählichen Wiederbelebung des Exports und des Wohnungsbaus zusammen mit einem sich weiter verbessernden Arbeitsmarkt eine erste Zinsanhebung im Jahresverlauf beschließen. Diese Entscheidung sollte lediglich als ein erster Schritt hin zu einer Normalisierung und nicht zu einer grundsätzlichen Umkehr der Geldpolitik gewertet werden. Ein weiterer Zinsschritt war aus den Kommentaren nicht herauszuhören, sodass die Renten- und Aktienmärkte in ihrer zukünftigen Richtung davon nicht negativ berührt werden dürften.

Die EU und Großbritannien sollten besonders von dem QE-Programm der EZB profitieren. Zudem sollten die positiven Effekte aus dem Ölpreisverfall und dem festen US Dollar nicht nur die allgemeinen Wachstumsaussichten in dieser Region im Jahresverlauf beflügeln, sondern auch die Kosten- und Ertragsbasis der Unternehmen stärken. Zudem werden die jetzt anlaufenden Investitionsprogramme zur Verbesserung der EU-Infrastruktur ein zusätzliches Wachstumselement bilden. Ähnlich sollten aber auch Länder wie Indien, Indonesien, Japan und viele Länder Afrikas und Südamerikas von den veränderten Rahmenbedingungen profitieren.

### **Kapitalmarktaussichten**

Nach den letzten zwei Quartalen stellt sich natürlich die Frage, was bereits in den jetzigen Renten- und Aktienkursen eingepreist ist. Die Rentenmärkte, die seit dem Beginn der Rückkaufaktion der EZB auf der Stelle treten, werden im Wesentlichen von der weiteren Entwicklung der Inflationsraten getrieben werden. Das gilt auch für die USA, die zudem mit dem steigenden Dollar, der schwachen Arbeitsproduktivität im verarbeitenden Gewerbe und den nur mäßig steigenden Löhnen und Gehältern zu kämpfen haben. Da ich trotz einer möglichen Zinserhöhung in den USA davon ausgehe, dass die global wirkende deflatorische Tendenz auch über das Jahr hinweg anhalten wird, sollten die Renditen lang laufender Staatsanleihen im Jahresverlauf weiter absinken. Das gilt vor allem für die EU und deren Peripherie, trotz des immer noch über allen Köpfen hängenden vermeintlichen Damoklesschwertes Griechenland. Auch wenn der Zinssenkungsspielraum viel kleiner geworden ist, kann dieser Zinszyklus ungeachtet der Unkenrufe der Zinsgurus vor dem Hintergrund der schwachen Konjunkturen und der schwierigen globalen Kapitalmarktverhältnisse eigentlich noch nicht zu Ende sein.

Ähnliches gilt für die westlichen Aktienmärkte, die, wie alle wissen, im Verhältnis des langfristigen statistischen Durchschnitts ambitioniert bewertet sind, obwohl wie bereits im vorigen Monat dargelegt, alle Marktteilnehmer mit diesem deflatorischen Zinsumfeld nahe der Null und der ungewissen Nachhaltigkeit keine historischen Erfahrungen haben. Wann und an welchem Punkt die Aktienmärkte ihre faire Bewertung erfahren oder irgendwann mal zu teuer sein werden, müssen die Märkte über die Zeit hinweg selbst herausfinden. Dazu gehört auch der von vielen so gefürchtete Aktiencrash, der wie schon oft betont nichts anderes als die Bestätigung eines säkularen Aktien Bullmarktes ist. Davon sind wir zumindest in Europa aber noch weit entfernt.

Es ist ebenso zu vermuten, dass sich die Konsolidierung an den Aktienmärkten zumindest in den USA und Europa solange fortsetzen wird, bis einige Ungereimtheiten ausgeräumt sind. Dazu gehören die durch den Ölpreisverfall und den hohen Dollar beschädigten Quartalsgewinne vieler US-amerikanischen Gesellschaften, die Ungewissheit des Ausgangs der Verhandlungen mit Griechenland, verbunden mit zeitweiligen Währungsturbulenzen und nicht zuletzt die globale, wirtschaftliche und die Ölpreis-Entwicklung in den Sommer hinein. Da im Grunde die fundamentalen Aussichten auch weiterhin positiv zu bewerten sind und das technische Bild der Aktien-Bullmärkte in Takt bleibt, sollten scharfe Kurskorrekturen zum weiteren Aufbau von Aktienpositionen und zu Umschichtungen zu Lasten von Geldmarkt und Rentenanlagen genutzt werden. Dabei sollten die europäischen Aktienmärkte nicht nur wegen der verbesserten ökonomischen Rahmenbedingungen, sondern auch wegen der immer sichtbarer werdenden Infrastrukturschäden in der gesamten EU bevorzugt werden. Die seit Wochen gesperrte Schiersteiner Brücke zwischen Wiesbaden und Mainz, eine Hauptverkehrsader im Rhein-Main-Gebiet, und der kürzliche Stromausfall in Amsterdam und am Flughafen Schiphol sind nur Spitzen eines Eisberges.