

## Neues Quartal – Pullback bei Aktien?

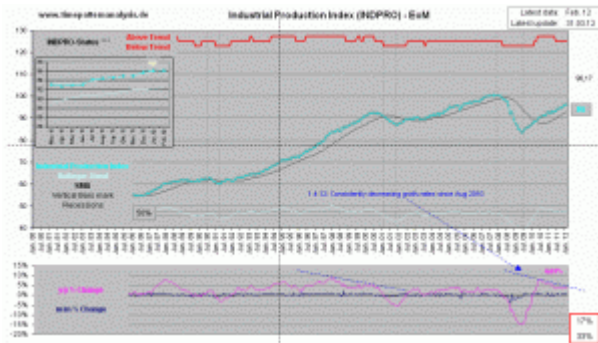
### Description

Der S&P 500 bleibt zum Quartalsschluss einige Punkte unter seinem jüngsten Hoch bei 1417. Hinter ihm liegt das beste erste Quartal in 14 Jahren, der Index notiert fast 30% höher als im vergangenen Herbst. Der Nasdaq hatte sogar sein bestes erstes Quartal seit 1991. Zuletzt waren die Kursbewegungen vor allem von Window-Dressing zum Quartalsende geprägt.

Beobachter sehen jetzt einen Pullback heraufziehen. Anlässe hierfür gibt es in der kommenden Woche reichlich – z.B. Makrodaten, die Aufschluss geben über die Stärke der wirtschaftlichen Erholung. So stehen u.a. in den USA der landesweite ISM-Index, die Bauausgaben und Auftragseingänge an.

Am wichtigsten aber dürften die Arbeitsmarktdaten für März sein, die am Freitag gemeldet werden. Es wird erwartet, dass 201.000 Arbeitsplätze geschaffen wurden nach 227.000 im Februar. Fed-Chef Bernanke hatte am Montag der zurückliegenden Woche erst für eine markante Stabilisierung der Aktienkurse gesorgt, als er durch die Blume [ein mögliches weiteres QE-Programm](#) ankündigte. Er sagte, die US-Wirtschaft müsse schneller wachsen, damit sie genügend Jobs produzieren kann. Das lässt sich auch so interpretieren, dass die Phase der deutlicheren Zunahmen bei den Arbeitsplätzen nun erst einmal ausläuft. Beim Verlauf der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe lässt sich gegenwärtig schon eine klare Abschwächung der Dynamik erkennen.

Aber auch bei anderen Makrodatenreihen gibt es Ermüdungserscheinungen. So haben die Auftragseingänge für langlebige Wirtschaftsgüter zuletzt enttäuscht, [Produktionsdaten in China und Europa zeigen Tempoverlust](#), der US-Produktionsindex zeigt seit Juli 2010 konsistent abnehmende Zuwächse (siehe Chart!). Nicht zu vergessen ist auch, dass das persönliche Einkommen in den USA aktuell gerade noch 0,3% höher liegt als vor einem Jahr, die steigenden Konsumausgaben werden durch Entsparen ermöglicht (die Sparquote liegt mit 3,7% aktuell 26% tiefer als vor einem Jahr).



Die **Staatsschuldenkrise in der Eurozone** kann auch nach der Einigung, die EFSF und den ESM zusammenzulegen, nicht als gelöst angesehen werden. Die Zinsverläufe 10jähriger spanische und italienische Bonds scheinen ihren Abwärtstrend seit Jahresbeginn nicht fortzusetzen (siehe Chart!). Das spanische Defizitziel für 2012 musste erst kürzlich angehoben werden. Beobachter sehen das Land bald um Hilfsmittel aus Brüssel anstehen. [Die spanischen Banken sind durch die dortige Immobilienkrise schwer gebeutelt, der Staat wird ihre Kapitallücke nicht finanzieren können.](#)



Mit Alcoa startet am 10. April die **Berichtssaison für das erste Quartal**. Das KGV im S&P 500 steht (in der Shiller-Variante) nur noch knapp unter 24, einer relativ wichtigen Marke (siehe Chart!). Um von hier aus noch Kursphantasie zu beziehen, müssten die Gewinnzuwächse schon deutlich höher als erwartet liegen.

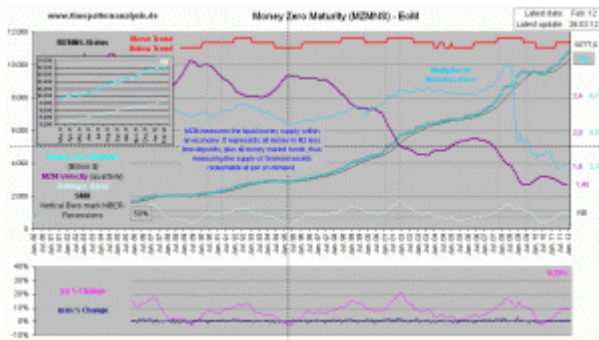


**Auch wenn Makrodaten und insbesondere die Unternehmensgewinne eine wichtige Rolle bei der Entwicklung der Aktienkurse spielen (wenn auch seit Mitte der 1990er Jahre abnehmend) – so lange Makrodaten und Nachrichten nicht klar auf eine wirtschaftliche Kontraktion oder auf eine Eskalation der Eurokrise oder auf eine Verschärfung des Iran-Konflikts hindeuten, dürfte bedeutsamer sein, dass sehr viel Geld an der Seitenlinie steht.**

In den zurückliegenden vier Jahren haben die wichtigsten Zentralbanken auf der Welt fast sieben Bill. Dollar in die globalen Finanzmärkte gepumpt. Die zusammengefasste weltweite Notenbank-Bilanzsumme hat sich in den zurückliegenden vier Jahren verdoppelt. Davor hatte es fünf Jahre für eine Verdopplung gebraucht. Dann können wir wohl wohl damit rechnen, dass die nächste Verdopplung in drei Jahren stattfindet? [Und dann vielleicht in zwei Jahren, wie Zerohedge schreibt und fragt, ob der Dow in fünf Jahren also bei 52.000 steht.](#)

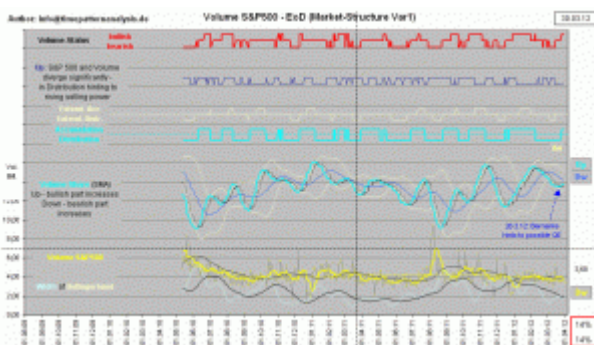
Die aktuelle Wirtschaftslage ist weit davon entfernt „normal“ oder „gesund“ zu sein. Sie ist weiterhin davon geprägt, dass [die Transmissionsmechanismen im Banken-Sektor gestört](#) sind, die zu normalen Zeiten dafür sorgen, dass geldpolitische Stimuli in der Realwirtschaft ankommen. Eine Momentaufnahme hierfür liefern die Ausleihungen an den privaten Sektor in der Eurozone, die im Monatsvergleich um 11 Mrd. Euro (trotz LTROs) zurückgegangen sind. Die Jahresrate fällt von 1,1% auf 0,7%. Gleichzeitig steigt das M3-Wachstum von 2,5 auf 2,8%.

In den USA zeigt sich das gleiche Bild: Trotz massiver Verlängerung der Fed-Bilanz und einer Ausweitung der MZM-Geldmenge um aufs Jahr gesehen 9,7% (also weit mehr als das reale BIP-Wachstum), sinken die Geldmultiplikatoren weiter ab (siehe Chart!).



**In einer Liquiditätsfalle kommt von der Geldschwemme im Finanzsektor kaum etwas in der Realwirtschaft an.** Daher bleibt hier auch die Inflation gedämpft, während die Assetpreise munter angetrieben werden. Da Rohstoffe immer mehr zu solchen Assets werden, findet der Preisdruck in der Realwirtschaft hauptsächlich über diesen Kanal statt. Mit anderen Worten, das ist das Leck im Geldfass des Finanzsektors, durch das Geld in die Realwirtschaft fließt, nachdem der Kreditkanal nach wie vor weitgehend verstopft ist.

**Pullback bei Aktien?** Interessanterweise ist zeitgleich mit der Bernanke-Andeutung eines weiteren QE-Programms die Volumenverteilung an der NYSE in Akkumulation gekippt (siehe Chart!). Das deckte sich absolut mit der Annahme von Window-Dressing-Aktivitäten. Die Dynamik der Akkumulation ist nicht sehr hoch, ein Rückfall in Distribution wäre ein wichtiges Anzeichen eines solchen Pullbacks.



Wie weit kann ein Pullback gehen? An statischen Pegeln bieten sich im S&P 500 an: 1343, 1310 und 1280 (siehe Chart!). 1280 ist zugleich das 38er Retracement des 300-Punkte-Anstiegs vom Tief im Oktober aus. Nimmt man hingegen das höhere Tief von Ende November als Referenz, so läge das 38er Retracement hier bei rund 1310.



Ein 38er Retracement vom jüngsten Hoch wird nach allgemeiner Lesart nach einem solchen Bull-Run als "gesund" angesehen, der Aufwärtstrend wäre damit jedenfalls nicht gefährdet.

**Und was ist mit Edelmetallen?** In einer Situation, in der Makroerholung bei relativ geringem Preisauftrieb und eine Lösung der Staatsschuldenkrise gespielt wird, hat Gold schlechte Karten. [Trotzdem brennt langfristig nichts an, so lange der Pegel bei 1620 hält](#). Ein kürzlicher Ausbruchversuch des Krisenmetalls wurde bei 1690 zunächst gestoppt. Wenn die makroökonomische Wirklichkeit nach Quartalsende nun wieder mehr Aufmerksamkeit findet, dürfte das wahrscheinlich neue Käufer anlocken.

**Nachtrag:**

(1.4.12) Die deutsche Wirtschaftsleistung ist im vierten Quartal q/q um 0,2% geschrumpft, weil die Exporte gesunken sind und der private Konsum zuletzt schwächer war.