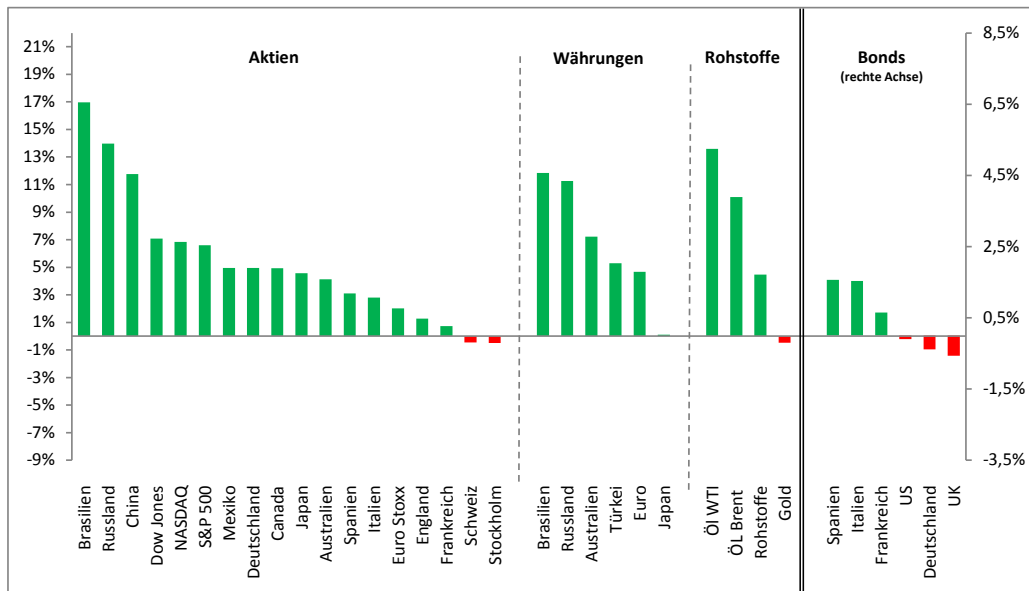


Allgemeiner Marktbericht

Nach schweren Verlusten im Januar/Februar stand die Entwicklung der globalen Finanzmärkte im März in einem günstigen Licht. Die folgende 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).



Diese Grafik zeigt die Börsen-Entwicklung der Industrie-Nationen (grün) im Vergleich zum Index der Schwellenländer (rot und blau).



Die Meinungen über den Ausblick bleiben gespalten. Das Lager der Optimisten hofft nach den schweren Verlusten seit Jahresbeginn nun auf eine nachhaltige Kehrtwende der Märkte. Getrieben wird diese Hoffnung von der Idee, dass der „Kurs-Crash“ nur die bitter nötige Korrektur des weiter gültigen großen Aufwärtstrends war (Talsole der Korrektur im Februar durchschritten).

Im Kontrast dazu warnen die Pessimisten, dass es sich beim Kursanstieg im März um eine technische Korrektur in einem kurzfristig „über“-verkauften Markt handelt, dessen Abwärtstrend weiter fortgesetzt wird (mit neuen Tiefstkursen).

Typisches Merkmal der enormen Verunsicherung vieler Anleger sind die „wimpernschlagartig“ einsetzenden Stimmungswchsel. An diesem Problem wird sich auf absehbare Zeit wenig ändern, denn die Liste der Gründe für die prekäre Lage des Welt-Finanzsystems ist bekanntlich lang. Dem mit ideologischer Verbissenheit geführten Streit unter Ökonomen über denkbare Lösungsansätze fehlt jeglicher Konsens über die kausalen Zusammenhänge (Ursache und Wirkung).

Aufgrund der verhärteten Fronten kommt es zu einem populistisch geführten „Klassenkampf“, der insbesondere jene Wähler polarisiert, die gleichzeitig Anleger und Sparer sind. Es grenzt vor diesem Hintergrund an eine politische Illusion, auf parlamentarische Mehrheiten zu hoffen, um die Lage kurzfristig zu ändern. Der politische (Reform) Stillstand führt die Weltwirtschaft in eine ökonomische Stagnation. Dieser Mangel an „Fortschritt“ ist gleichbedeutend mit „Rückschritt“ für ein global über Gebühr strapaziertes Finanzsystem, das in der Überschuldungs-Falle steckt.

Beispiel: Das Nullzins-Regime verursacht eine weltweite Vermögenspreisblase. In deren Sog entsteht ein schädlicher industrieller Produktions-Überhang (sinnlose Investitionen, getrieben von billigem Geld fördern die Überkapazität). Das drückt die Preise (deflationär), macht die Alt-Investitionen unrentabel und die damit verknüpften Schulden unbezahlbar. Die Rotation der quantitativen Geldpressen läuft bei der EZB sowie in China und Japan immer schneller und das befeuert den Teufels-Kreislauf zusätzlich. Außerdem sind die Kapriolen der US-Fed wenig hilfreich (telegraphierte April-Zinserhöhung wurde Ad-Hoc abgeblasen).

Die Finanzmärkte reagieren genervt auf das geldpolitische Verwirrspiel und erliegen immer häufiger der Verlockung, den gebeutelten Anlegern/Sparern vorzutäuschen, diese komplexe Lage sei bei vereinfachter Darstellung entschärft. Konkret wird der Absturz der Finanzmärkte im Februar dem Ölpreis in die Schuhe geschoben - genau wie die Kehrtwende im März. Das Schicksal der Börsen hänge angeblich am (seidenen) Faden der Öl-Eskapaden, womit der einstige Schmierstoff heute jene Rolle, die einst der Leitzins hatte. Für Börsianer ist das Unfug, denn die Reaktionsfunktion eines Ölbarons (Russen/Wüsten-Scheichs) ist so unberechenbar, wie die eines Geldhüter. Das Zins/Öl-Spektakel bremst die Planungssicherheit (schürt Risiko-Aversion), genau wie der Blick auf die politische Weltkarte (politische Lähmung als Folge von drohendem Brexit in Europa, Wahlkampf USA, soziale Unruhen in China/Brasilien, zersplitterte Parteienlandschaft in Spanien, Italien, Belgien, Frankreich, Holland).

Der politische „Klassenkampf“ schafft ein Klima, das die Verteidigung von Pfründen, Besitzstand und Partikular-Interessen fördert. Fortschritt ist so nicht möglich. Auf den Chef-Etagen bei Groß-Konzernen und Profi-Anlegern herrscht konservative Übervorsicht.

Vor dem Hintergrund einer dauerhaften globalen Wachstums-Stagnation sorgt der Blick auf die aktuelle Börsen-Bewertung für Bauchschmerz. Glaubt man den Öl-Gurus, dann folgt dem jüngsten (temporären?) Preisanstieg bald schon der nächste (Verkaufs) Schub mit Preisen unter \$20 Dollar pro Barrel. In diesem Szenario droht der Börse ein böses Erwachen. Beispiel: Mit China/Brasilien stehen die Top-Schwellenländer vor kumulativen Herausforderungen der ganz besonderen Art (politisches Chaos, soziale Unruhen). In den USA läuft es auch nicht rund. Im Wahlkampf droht die Spaltung des Zwei-Parteien-Systems (Donald Trump schürt Angst vor Finanzblasen/Rezession um Geringverdiener als Wähler zu angeln). Die US-Fed hat die BIP-Prognose für das 1. Quartal 2016 binnen 3 Wochen von 2,5% auf 0,3% eingedampft. Die Kauflaune sinkt, der Automarkt war im März so lahm wie zuletzt vor 13 Monaten und der Export lastet schwer auf dem Wachstum. Apropos: Das gilt auch für Japan, wo der Yen stark steigt (Industrie-Produktion ist um 6% eingebrochen) und für Europa, wo am Konjunktur-Himmel dunkel Wolken aufziehen (Euro 1,1450).

Die US-Firmen-Gewinne sind im 4. Quartal 2015 um 8% sowie auf Jahresbasis um 10% gefallen. Für 2016 wird ein weiterer Rückgang um 7% befürchtet. Die Erwartungen an das Gewinnwachstum des Grundstoffsektors für 2016 liegen 60% unter der Schätzung von Ende

2015. Solange große Überkapazitäten bestehen, dürfte der Sektor unter Konsolidierungsdruck bleiben. Die Stahlbranche leidet weltweit unter schwacher Nachfrage (was die Kapazität nicht auslasten kann). Jüngste Meldungen unterstreichen das wackelige Gerüst (Entlassungen bei IBM, Boeing, dem führenden EU-Stahlkocher Tata, Chinas Kohle-Industrie usw.).

So bleibt die Frage offen, wer recht behält: Der Anleihemarkt, der fast kein Risiko mehr einpreist oder der Aktienmarkt, wo hohe Risikoprämien verlangt werden. Für Anleger scheint die Lage derzeit noch so etwas wie die Beste aller Welten: Gut genug gegen Rezessionsangst, aber zu schwach für Zinserhöhungen. Vielleicht ist das Schlimmste bei Öl & Rohstoffen bereits ausgestandenen. Eine V-förmige Erholung ist jedoch kaum möglich, zu groß ist der Kapazitätsüberhang. Hinzu kommt, dass die Firmen-Erträge laut Index-Anbieter S&P zunehmend auf Finanz-Akrobatik angewiesen sind (Aktien-Rückkauf-Programme, Arbeitsmarkt-Arbitrage in Form von Billiglohn-Auslagerung usw.).

Was droht ist eine dauerhafte Stagnation á la Japan, denn das politisch orchestrierte Nullzins-Regime hemmt die Verschrottung der Überkapazität um die längst überfällige Bewertungs-Korrektur der Börsen so lange wie möglich zu verzögern und mildern. Der politische Mix aus Null-Zins und Mindestlohn soll für eine sozial gerechte und wähler-verträgliche (?) Umverteilung sorgen. Leider führt diese Politik in eine wohl dosierte Dauer-Stagnation. Das Wachstum wird gerade hoch genug gehalten um Wähler-Revolten zu verhindern, bleibt aber gleichzeitig zu gering für Vermögenszuwachs. Dieser Prozess der deflationären „Lähmung“ ist fatal für die inflationäre Asset-Bewertung bei Immobilien, Aktien und Bonds (Nominal-Stagnation bei realer Schrumpfung). Die Geringverdiener sind geschützt, doch die Vermögen werden aufgezehrt und ausgehöhlt (Vermögenstransfer: Überschuldung wird auf Kosten der Reichen abgebaut). Bestes Beispiel: Der Dax tritt seit nunmehr 2 Jahren auf der Stelle.

In der Theorie schafft dieses politische Instrument sozialen Frieden. In der Praxis haben die Geldhüter die Hände in den Schoss gelegt und die Geldpolitik an den Finanzmarkt delegiert (Regie der steigenden/fallenden Kurse).

Der Arbeitsmarkt ist bereits so eng (Vollbeschäftigung durch Baby-Boomer-Pensionär-Effekt), dass ein Überschießen der Inflationsrate toleriert wird. Die Kombination aus steigenden Mindestlöhnen, stagnierendem Nominal-Wachstum bei schrumpfendem Real-Wachstum bedeutet, dass die Produktivität fällt, was bei sinkenden Preisen die Geringverdiener und Schuldenkönige begünstigt (Staat?)

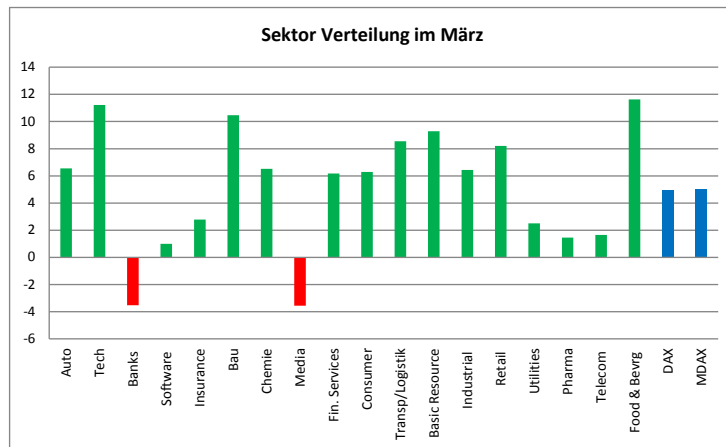
Das Fazit: Eine Rezession wird durch die Dauer-Nullzinspolitik vermutlich genau so verhindert, wie der Vermögenszuwachs. Nachhaltige Stagnation bedeutet, dass der heimliche (vom Klassenkampf getriebene Vermögens-Transfer von Reich zu Arm) andauert.

Apropos: Die Folgen der Panama-Enthüllungen für den globalen Finanzmarkt sind erheblich. Dazu zählen Kapitaltransfers zu Lasten der Steueroasen in Form einer gewaltigen Welle der Liquidation von Assets (Verkauf von Immobilien, Aktien, Anleihen; das Motiv: vorbeugende Liquidität für Steuerzahlung, Kapitalflucht usw.).

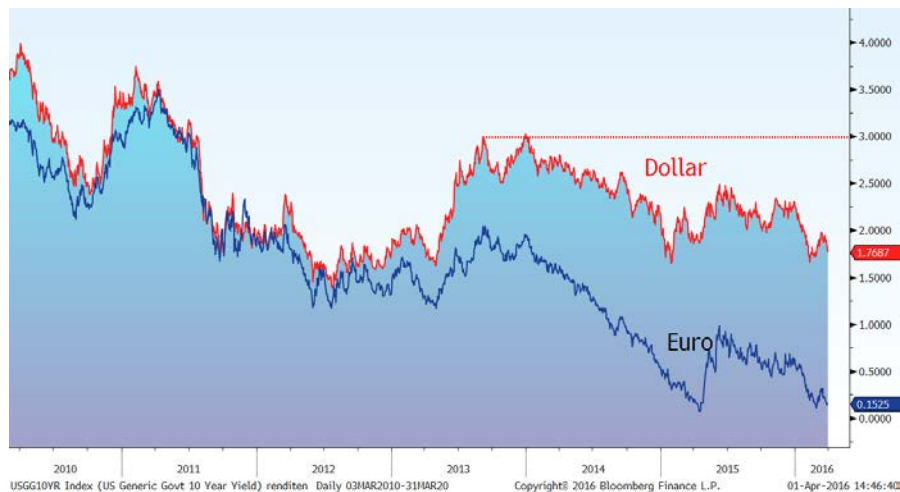
#### Sektor-Rotation in Deutschland bei Aktien:

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 24%!

Angeführt wurde die Liste der Gewinner von Thyssenkrupp (+17%), Deutsche Post (+11%), HeidelbergCement (+11%), Schlusslichter waren ProSieben, Sat1 (-4%), Dt. Bank (-6,5%), Merck (-7%).



**Anleihen:** Die folgende Grafik zeigt die Kapitalmarkt-Zinsen für Dollar und Euro (10-jährige Staatsanleihen).



Am globalen Zinsmarkt werden ständig neue Rekorde erreicht. Einige Beispiele: Für **global** umlaufende Schuldtitel mit guter Bonität fiel der Durchschnittszins auf 1,2%; Schuldtitel im Umfang von €10 Billionen haben keinen Zins mehr; die Rendite für 10-jährige notiert in Deutschland nahe Null - glaubt man den Analysten-Prognosen, wonach sie bis Ende 2016 auf 0,5% steigt, dann drohen einem Anleger heftige Kursverluste; für Hochzins-Anleihen wird sich die Ausfallrate verdreifachen; der IMF propagiert einen weiteren Schuldenschnitt für Griechenland; zusätzlicher Stress droht, wenn es zum Brexit käme.

Apropos: Die US-Geldhüter leben in ständiger Furcht vor negativen Markt-Reaktionen als Folge monetärer Beschlüsse. Deshalb hat die US-Fed die direkte Steuerung der Geldpolitik faktisch an den Kapitalmarkt delegiert (Finanzmärkte führen jetzt Regie mittels steigenden/fallenden Kursen). Im Ergebnis wird die Fed ein inflationäres Überschießen der Preise tolerieren. Das ist schlecht für die hohe Bewertung der Aktienkurse. PS: In Japan wütet eine Vertrauenskrise der Kapitalmarkt-Akteure in „Abenomics“. Der Export leidet unter der Last des erstarkten Yen, der Benchmark-Index Topix führt mit 17% Verlust die Liste internationalen Börsenverlierer an und seit Januar wurden \$50 Mrd Auslandskapital ab disponiert.

Insgesamt war die Bewertung der Zins-Märkte noch nie so weit von der fundamentalen volkswirtschaftlichen Wertschöpfung abgekoppelt, wie heute. Es gibt formal zwar keine

Inflation, gleichzeitig ist jetzt aber so viel Geld im Umlauf, dass der Besitz von Vermögen Verluste beschert (Geld ist faktisch wertlos).

**Fazit:** Das entscheidende Steuerungsinstrument der Weltwirtschaft (Zins) ist wirkungslos und im Sog dessen droht eine brisante Mischung aus:

1. Sättigung respektive Ermüdung am Schuldenmarkt (Angebots-Überhang)
2. Schuldendienst-Unfähigkeit (Griechenland, Ukraine, Puerto-Rico, Brasilien, China usw).
3. Irritation (Konfusion?) über die realwirtschaftlichen Konsequenzen.

**WER** (Währungen, Energie, Rohstoffe)

Am Währungsmarkt schwankte der EURUSD-Kurs zwischen 1,09 und 1,138.



Der Baltic-Dry Index (Frachtraten für Schiffe) stieg +30,4%, der CRY-Rohstoff-Index stieg 3,5%.



**Apropos China:** Es fehlt an zentralen Reformen, um den gefährlich aufgeblähten Schulden-Apparat der Staats-Banken und Industrie-Konzerne auf einen stabilen Umfang zu trimmen.

## Ausblick

Dreh- und Angelpunkt der Debatte über den Zustand des Weltfinanz-Systems ist und bleibt die globale Überschuldung. Die Ungleichgewichte der Schwellenländer werden über die finanziellen Verflechtungen zu einem latent schwelenden Ansteckungsherd für die nächste Finanzmarktkrise. Jeder Funke hat unabsehbare Folgen (Beispiele: politische Fehlschritte inkl. Geldpolitik, Brexit, Wahlkampf-USA, Ölmarkt usw.).

In welchem Umfang das Risiko für den Ausbruch einer neuen Finanzkrise wächst, zeigte der weltweite Februar-Crash (insbesondere der Absturz der Aktien/Anleihen von Banken vermittelte einen Hauch von Panik). Experten fordern, dass die Geldpolitik einschreitet und die Banken mit dem Instrument der „Zwangs-Kapitalisierung“ verstaatlicht. An der Wall-Street drohen Schieflagen bei Hedge-Funds. Wir identifizieren 5 Kern-Risiken:

1. Weltweite geldpolitische Impotenz
2. China (Wachstum, Schulden, Kapital-Exodus im Umfang von € 1 BILLION)
3. Öl- und Rohstoff-Markt
4. Politik in Europa und USA (Populismus)
5. Quartalsgewinne und Wachstums-Ausblick

Die welt-führenden Ökonome (Vertreter der klassisch-volkswirtschaftlichen Lehre) bestätigen, dass die vier biblischen Reiter einer Wachstums-Apokalypse bereits sehr deutlich am Horizont erkennbar sind, denn:

1. Die „Angebotsseite“ (Investitionsklima) steckt in einer säkularen Stagnation (Produktivitäts-Wachstum fällt);
2. Die „Nachfrageseite“ steckt in der gleichen Klemme (Demografische Überalterung, Konsum-Übersättigung);
3. Der Schuldenüberhang lähmt das Wachstum;
4. Die latente Zerbrechlichkeit des Finanz-System ist gefährlich (Strafzins-Regime als künstliche Stütze verkrüppelt das Bankensystem);

Schuld an diesem Malheur ist vordergründig zwar die Geldpolitik, im Kern aber die globale Finanzpolitik (siehe mangelhaft koordinierte Wirtschafts-, Währungs-, Fiskal- und Geldpolitik). Das folgende Beispiel zeigt, was damit gemeint ist:

Neben Klein-Sparern räumen nun auch Konzern-Riesen wie Münchener Rück (und Andere) die Konten und lagern/horten Bargeld in Bankschließfächern. Die Konjunktur verliert mit dem Einbruch der Schwellenländer und der jüngsten US-Flaute deutlich an Fahrt (Ursache: aufgeblähte Lagerhaltung deutlich an Dynamik). Auslöser ist der Schwächeanfall im Bankensektor und die damit verknüpfte Angst vor einer Destabilisierung der Gesamtwirtschaft (Domino-Effekt: Trauma der Finanzwirtschaft lähmt Real-Wirtschaft). Die Geldhüter befürchten, dass jede weitere monetäre Eskalation kontra-produktive Folgen hat (Verschärfung der Strafzinsen = Bankenkrise wird schlimmer). Konkret führt das zur Frage, ob die Weltwirtschaft weitere Vermögenspreis-Schocks aushält (wie reagieren die Börsen, wenn die Konjunktur als Folge der Preisschocks am Finanzmarkt leidet).

Apropos Wachstum: Am Konjunktur-Himmel in Europa ziehen dunkel Wolken auf. Der Rückenwind aus Ölpreis, Negativ-Zins und Euro-Schwäche lässt nach. In Amerika hat der Aufschwung den Zenit überschritten. Insgesamt befindet sich die Welt-Wirtschaft grundsätzlich in a.) einer „säkularen“ Stagnation, bei der b.) die seit 2009 andauernde

Phase der Erholung im nunmehr siebten Jahr das typisch-spät-zyklische Stadium erreicht hat (natürliche Kräfte lassen nach) und das globale Finanzsystem bleibt kaputt (Aufschwung wurde nicht zur Reparatur genutzt).

Die Politiker verkennen, dass die klassische Geld-, Fiskal- und Wirtschafts-Politik in diesem Umfeld keine ernst zu nehmenden Antworten liefert, egal wie grob die staatliche Eingriffs-Methodik in Form von Strafzins-, Angebots- und Nachfrage-Steuerung ausfällt. Die zwei Schlüssel-Probleme sind hinlänglich bekannt: A.) Der industrielle Kapazitäts-Überhang ist ein Global-Problem und B.) die Reaktions-Funktion der Finanzmärkte bleibt gestört.

Die Ohnmacht der Geldpolitik ist tragisch und jede weiter verschärfte Gelddruckerei macht die Lage schlimmer. Der verzweifelte Versuch, die im Sog der unsinnigen Geldvermehrung aufgetürmte industrielle Überkapazität still zu legen, ohne gleichzeitig das Wachstum zu beschädigen ist faktisch gescheitert. Die Öl-Förderländer versuchen, ihre Löcher im Staatshaushalt durch die Liquidation von Vermögen zu decken (Abbau von Finanz-Reserven). Damit wächst jedoch der Druck, noch mehr Öl zu fördern (um Haushalts-Löcher zu stopfen).

Preisentwicklung: Das Gespinnst einer drohenden Deflation dürfte die Finanzmärkte noch eine Weile beeinflussen. So haben Japan und Europa den Druck durch die Währungs-Abwertung temporär verschoben. Die Rückkehr der Inflation droht nicht, da global in keinem einzigen Land die Kapazitäten voll ausgelastet sind. Generell wirkt die Geldpolitik der Notenbanken aber wohl auch nicht mehr expansiv. Der Wettlauf zwischen fallenden Leitzinsen und sinkender Inflation bedeutet, dass der Realzins nicht fällt. In den Schwellenländern wirkt das wie ein Bremsklotz, dort ist die Lage heute noch angespannter als zu Zeiten der Asienkrise 1998. Bei Aktien aus diesen Ländern wird die Abwärtsbewegung noch anhalten. Nicht sinnvoll sind in einem solchen Umfeld Anlagen in Rohstoffen oder Gold.

Der Eurokurs wird gegen Dollar nicht mehr fallen, sondern von einer Erholung profitieren, trotz der Zinserhöhung durch die US-Notenbank. Der faire Wert des Euro liegt höher – auch wenn sich die EZB noch eine Zeit lang dagegen stemmt - denn die Eurozone ist mittlerweile der mit Abstand größte Netto-Exporteur (vor China).

Der renommierte Ökonom und Professor an der University of Chicago Booth School of Business Luigi Zingales beschreibt die aktuelle Situation wie folgt:

Die Geldpolitik trägt signifikant zur Einkommens-Ungleichheit bei und das ist alles, was sie machen kann. Zunehmender Populismus ist bei wachsender Ungleichheit unvermeidbar. Die Menschen sind bereit, den Kapitalismus zu tragen, aber nur wenn damit Wachstum und steigende Einkommen gesichert werden. Leider bleibt das Wachstum begrenzt und ist überdies zunehmend ungleich verteilt. Und das schürt die Wahrnehmung, dass es sich um ein Spiel mit gezinkten Karten handelt.