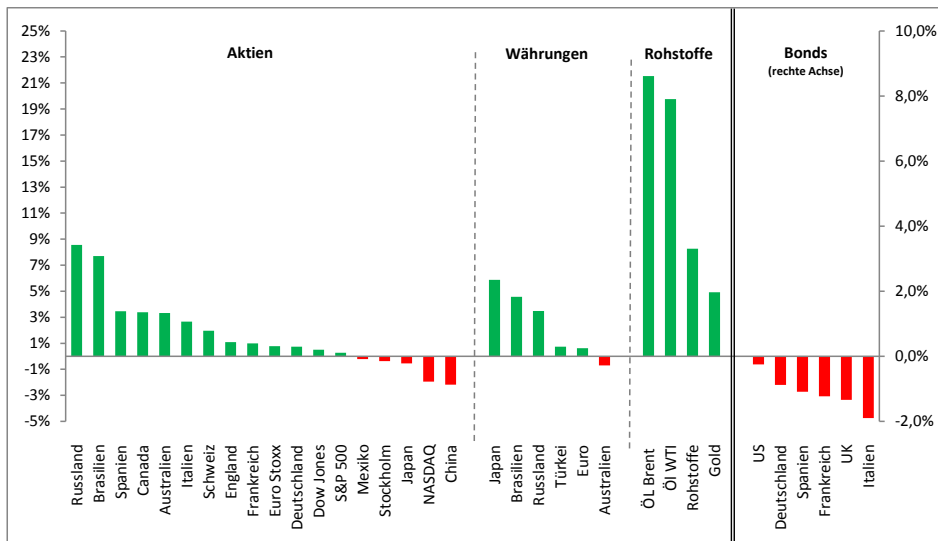


Marktbericht

Die Kursentwicklung der Welt-Finanzmärkte stand im Monat April unter dem Einfluss wachsender politischer Unsicherheit. Treiber der zum Teil heftigen Schwankungen im Tagesgeschäft waren plötzliche Stimmungswchsel, die wie ein Zufallsgenerator mal von ökonomischen, mal von politischen Nachrichten ausgelöst wurden. So wurde der rasante Preisanstieg am Rohstoffmarkt (Öl \$45) zur Triebfeder auch für die Kurse am Währungsmarkt, wo Euro und YEN stark zulegen konnten. Am Aktienmarkt überwogen die Gewinner, am Bondmarkt hagelte es Verluste. 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). Auffällig ist die Rückkehr eines altbekannten Musters: Die Kurse bewegen sich weltweit wieder im Gleichschritt.



Insgesamt verläuft die Kurs-Fluktuation nun schon seit geraumer Zeit jenseits aller fundamentalen Daten und somit wider jede Vernunft. Die Meinungen über den Ausblick bleiben gespalten, Trends sind nicht erkennbar und daran wird sich auf absehbare Zeit kaum etwas ändern. Die Gründe hierfür sind hinlänglich bekannt.

Die Weltwirtschaft steckt in einer politisch orchestrierten Sackgasse und das Weltfinanzsystem droht von einem lähmenden Anstieg der damit verknüpften Ungleichgewichte erstickt zu werden. Die Führungselite versucht, das akute Problem mit Hilfe eines politischen „Linksrucks“ in den Griff zu bekommen, denn der relative Wohlstand vieler etablierter Volkswirtschaften (Vollbeschäftigung in China, Japan, USA, Deutschland) bremst den Reform-Eifer - was die Einkommensungleichheit verschärft und die sozialen Spannungen weiter schürt.

Der toxische Mix aus chronischer Dauerflaute der Realwirtschaft und Stagnation der Finanzmärkte lähmt den Investitions-Willen des Privatsektors. Gleichzeitig setzt das völlig überflutete globale Geldsystem den Kapitalmarktzins „Schachmatt“, was für dauerhafte Störungen der Angebots/Nachfrage-Funktion (auch am Finanzmarkt) sorgt.

Das Szenario einer Dauer-Stagnation á la Japan steht überlebensgroß im Raum. Die Politik verschärft das Nullzins-Regime, um die Verschrottung von Überkapazität so lange wie möglich verzögern und die drohende Bewertungs-Korrektur der Börsen zu dämpfen. Gleichzeitig soll ein Mix aus Null-Zins plus Mindestlohn für eine Umverteilung sorgen, die von den Geringverdienern der Wählerschaft als sozial gerecht empfunden wird. Es handelt sich dabei um den Versuch, für eine wohl-dosierte Dauer-Stagnation zu sorgen, bei der das Wachstum hoch genug ist, um Wähler-Revolten zu verhindern, aber zu gering für Vermögenszuwächse. So werden Geringverdiener geschützt und Vermögen ausgehöhlt (heimlicher Vermögenstransfer: Überschuldung wird auf Kosten der Reichen abgebaut). Natürlich ist diese deflationäre „Lähmung“ (siehe Nominal-Stagnation aber reale Schrumpfung) fatal für die inflationäre Bewertung von Immobilien, Aktien, Bonds. In der Theorie würden die Ungleichgewichte nun schrumpfen und für sozialen Frieden sorgen. In der Praxis haben die Geldhüter die Hände in den Schoß gelegt und die Geldpolitik an den Finanzmarkt delegiert (Geldpolitik reagiert nur noch auf steigende respektive fallende Kurse).

Politischer Fatalismus (Zeitgeist?):

Bei akuter geldpolitischer Ohnmacht ist staatlicher Interventionismus gefragt (Instrumente der Wirtschafts-, Steuer- und Finanzpolitik). Die politische Großwetterlage (Wähler-Revolte?) lässt das aber nicht zu, denn in Spanien stehen Neuwahlen auf dem Programm, ohne das sich eine klare Mehrheit abzeichnet (das parlamentarische Patt wird andauern). In England haben die Konservativen zwar weniger Stimmen eingebüßt als befürchtet, das Referendum über den Brexit steht aber nach wie vor auf der Kippe. In Deutschland dauert der Linksruck der Volksparteien an (SPD wird ausradiert, Rechtspopulismus profitiert) und in Amerika hat sich der Protektionist und Schulden-Kavalier Donald Trump durchgesetzt. Konkret geht der Republikaner Trump – so wie einst Ronald Reagan und heute Angela Merkel - mit dem Versprechen einer Reichen-Steuer aggressiv auf Jagd nach Wählerstimmen im linken Lager. An der Börse wird bereits offen darüber diskutiert, wann der Abwurf von „Helikoptergeld“ durch die Zentralbanken beginnt, um das Wachstum anzukurbeln.

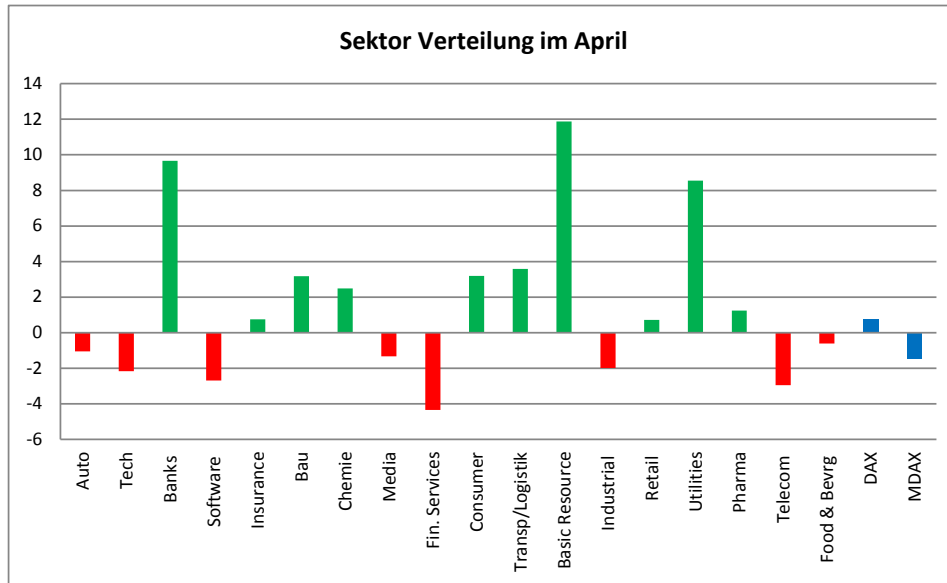
Realwirtschaft: Die Weltwirtschaft hat im ersten Quartal 2016 deutlich an Dynamik verloren. In den USA herrscht Stagnation (GDP 0,5%), in Asien setzt sich der Abschwung fest und in Europa gerät die zyklische Erholung in Gefahr (eingetrübte Stimmungsindikatoren lassen weniger Wachstum befürchten).

Im Grunde wäre hier die Finanz- oder besser noch die Fiskalpolitik gefordert, um für Entlastung zu sorgen. Solch ein, durchaus wünschenswerter radikaler, Befreiungsschlag scheidet jedoch an der politischen Realität (kein Fiskal-Spielraum, kein politischer Wille, keine parlamentarisch-demokratische Mehrheit). So wird die Reform-Starre zum Dauerzustand. Obwohl die Börse bereits mehr als üppig bewertet ist, wird das Geldsystem ständig weiter aufgebläht, was dem Markt keine andere Wahl lässt, als Wertpapiere zu kaufen (Weg des geringsten Widerstandes). Die Vermögenspreisblase wächst, obwohl die Vernunft davor warnt. Niemand wagt Prognosen, wie lange das gut geht, wo es hinführt und wie es endet (in einem gewaltigen Ur-Knall). Kurzfristig bleibt es wohl bei einer Schwankungsbreite der Kurse in einem

Band von 20% nach oben/unten (Total 40), wobei die Reihenfolge beim Auf und Ab von Zufallsgeneratoren wie der täglichen Gemüts- oder Stimmungslage der Kapitalmarkt-Akteure bestimmt wird.

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 25%. Angeführt wurde die Liste der Gewinner von RWE (+15%), VW (+13%), Merck (+12%), Schlusslichter waren Vonovia (-7%), MunRe (-9%), Daimler (-10%).



Vor dem Hintergrund einer dauerhaften globalen Wachstums-Stagnation sorgt der Blick auf die Börsen-Bewertung für akute Bauchschmerzen. Die US-Firmen-Gewinne sind im 1. Quartal 2015 auf Jahresbasis erneut um 8% gefallen (nach einem Rückgang in 2015 um 10%). Gemessen am Gewinnwachstum war es das schlechteste Quartal seit 2009. Der Platzhalter „FANG“ steht für die Internet-Riesen Facebook, Amazon, Netflix und Google, deren Ergebnisse deutlich unter den sehr ambitionierten Schätzungen der Analysten lagen. Die börsennotierten US-Unternehmen stecken zweifellos mitten in einer Gewinnrezession. Die Gewinnerwartungen sind seit Anfang 2015 deutlich gefallen und ein Ende ist nicht in Sicht. Etliche Branchen – vor allem Energie- und Industriewerte – sind völlig überteuert. Im Vergleich zum GDP-Wachstum leidet der S&P-500-Index unter einer Überbewertung in Höhe von sagenhaften 72%. Vergleich: Lag das Verhältnis der Marktkapitalisierung in 1964 noch bei 53% vom GDP so liegt es heute bei 99% oder 72% über dem historischen Mittel (bereinigt um die Dot.Com Blase).

Es muss eine vernünftige Relation geben zwischen Wirtschafts- und Gewinnwachstum und genau das ist nicht mehr der Fall. Das Gewinnwachstum wird mit Aktienrückkäufen und ähnlichen „nicht nachhaltigen“ Tricks künstlich frisiert. Diese Täuschung führt dazu, dass die Börse unrealistische Preise zahlt für Gewinnwachstums-Erwartungen, die der S&P-Index unmöglich erfüllen kann.

Apropos Bewertung: Im Dax-Index haben die Autohersteller eine Gewichtung von 20%, wobei 20% des gesamten Konzern-Gewinns in den Finanzsparten erwirtschaftet werden. Vor diesem Hintergrund ist der Dax extrem abhängig von Zins-, Dollar- und Ölpreis.

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



Australien hat den Leitzins reduziert. Es war die 50. Zinssenkung weltweit seit Januar. Trotzdem kam es am globalen Zinsmarkt zu Verlusten. Die Signalfunktion der Zinsen geht verloren und langfristig ist die Aushebelung dieses Marktes bedenklich. Einige Beispiele: Italien hat im Vergleich zu Deutschland doppelt so hohe Staatsschulden, der Zins ist (je nach Laufzeit) aber kaum 1% höher. In Dänemark sorgt das seit 4 Jahren andauernde Strafzins-Regime für schwere Verwerfungen (Boomerang), denn die Unternehmen investieren nicht mehr, weil die Sparquote steigt (Menschen müssen mehr fürs Alter zurücklegen, das kannibalisiert den Konsum).

Ähnlich ist die Lage in Japan, wo eine fulminante „Abenomics“-Vertrauenskrise wütet. Die Zentralbank hat die Geldzügel entgegen der Spekulation nicht weiter gelockert. Der rasante Kursanstieg des YEN hat sich prompt beschleunigt, mit negativen Folgen für Export, Konjunktur, Gewinnwachstum und Aktien-Börse.

Die akademischen Lehrbücher über Ökonomie helfen den Zentralbanken nicht mehr weiter. Wo die unkonventionelle Geldpolitik nicht funktioniert, da sind doppelt unkonventionelle Methoden fällig. Niemand wagt Prognosen, wo das hinführt. Neben der Idee eines Abwurfs von Bargeld aus Hubschraubern wird als letzte Instanz nun sogar über einen umfassenden Schulden-Verzicht aller Zentralbanken nachgedacht, die heute bereits das Gros aller Staatspapiere halten.

Apropos: Schäubles Verschwörungstheorie über eine Einmischung in deutsche Innenpolitik besagt, dass das EZB-Strafzins-Regime für Deutschland ökonomisch völlig ungeeignet ist. Sein einziger Zweck: Es enteignet den deutschen Sparer (Gewinn-Abschöpfung der Export-Nation) als einzigen Reichen der EU und treibt den Wähler in die Arme der AfD. Das grenzt an einen Eingriff in den deutschen Wahlkampf durch die Hintertüre. Die EZB stützt den Wahlkampf gegen Merkel (siehe auch Beiträge separaten Anhang zum Monatsbericht über „Helikoptergeld“).

W E R (Währungen, Energie, Rohstoffe)

Am Währungsmarkt schwankte der EURUSD-Kurs zwischen 1,12 und 1,15.



Der Baltic-Dry Index (Frachtraten für Schiffe) stieg +56%, der CRY-Rohstoff-Index stieg 8%.



China: Die Kluft zwischen Kredit- und Geldmengenwachstum sorgt für Kopfschmerzen. Seit 2012 wächst die Geldmenge nicht so stark wie das Kreditvolumen. Das billige Geld der Notenbank kommt nicht in der Realwirtschaft an, denn es landet an den Kapitalmärkten. Zu wenig davon wird investiert oder konsumiert. Bereits vor 20 Jahren mündete in Korea und Thailand eben diese Konstellation in die Krise der Tigerstaaten. Die Folgen sind also hinlänglich bekannt. In Hongkong ist der Immobilienmarkt bereits im freien Fall. In China fielen die Gewinne der Staatsbetriebe im 1. Q. 2016 fast 14%, die Umsätze um 3%. Gleichzeitig wächst der Schuldenberg der chinesischen Unternehmen immer schneller - auf inzwischen 3 Billionen US-Dollar. Diese Zahlen unterstreichen, dass sich eine Kreditvergabe in China nicht mehr länger an der Tilgungsfähigkeit der Schuldner orientiert, sondern allein von politischen Entscheidungen staatlicher Organe gesteuert wird. Anders formuliert: Chinas Kreditsystem zählt zu den größten Makro-Ungleichgewichten, die das Weltfinanzsystem je erlebt hat und das Bankensystem ist in einer ähnlich prekären (besorgniserregenden) Lage, wie in Amerika kurz vor Ausbruch der „Subprime-Krise“.

Apropos: Brasiliens Finanzlage verschärft sich. Rio de Janeiro und sechs weitere Bundesstaaten fordern jetzt den Erlass von umgerechnet über 88 Milliarden US-Dollar Schulden bei der Zentralregierung.

Ausblick

Dreh- und Angelpunkt der Debatte über den Zustand des Weltfinanz-Systems ist und bleibt die globale Überschuldung. Der gegenwärtige Wirtschaftszyklus zählt mit 80 Monaten Dauer zu den vier längsten der letzten 150 Jahr – trotz der flauen Wachstumsrate. Das US-Mini-Wachstum ist mit 0,5% so gering, das ein Abgleiten in die Rezession selbst ohne Überschuldung und Strafzins-Regime jederzeit möglich wäre. Das Problem liegt darin, dass der Spielraum für monetäre und fiskale Hilfen (die den Abschwung dämpfen) extrem gering ist. Der Ausgangspunkt einer Rezession wäre also tiefer, was mangels geeigneter Abwehr-Instrumente einen schlimmeren Verlauf befürchten lässt. Konkret sind die Ungleichgewichte der Schwellenländer über die globalen finanziellen Verflechtungen schon heute ein latent schwelender Ansteckungsherd für die nächste Finanzmarktkrise. Jeder Funke hätte 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. Die Geldpolitik fordert im Gegenzug eine Intervention der Wirtschafts- und Fiskalpolitik, wobei aber immer deutlicher wird, das es hier wie dort kaum noch Spielraum gibt, um den Ernstfall zu bekämpfen, selbst wenn der politische Wille dafür vorhanden wäre, was aktuell nicht der Fall ist. 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 Ökonomen (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). Ein politischer Ausweg aus diesem Dilemma bleibt aufgrund fehlender parlamentarischer Mehrheiten illusorisch und daran wird sich ohne größere Krise wenig ändern. Es muss offensichtlich erst viel schlechter werden, bevor es besser werden kann.