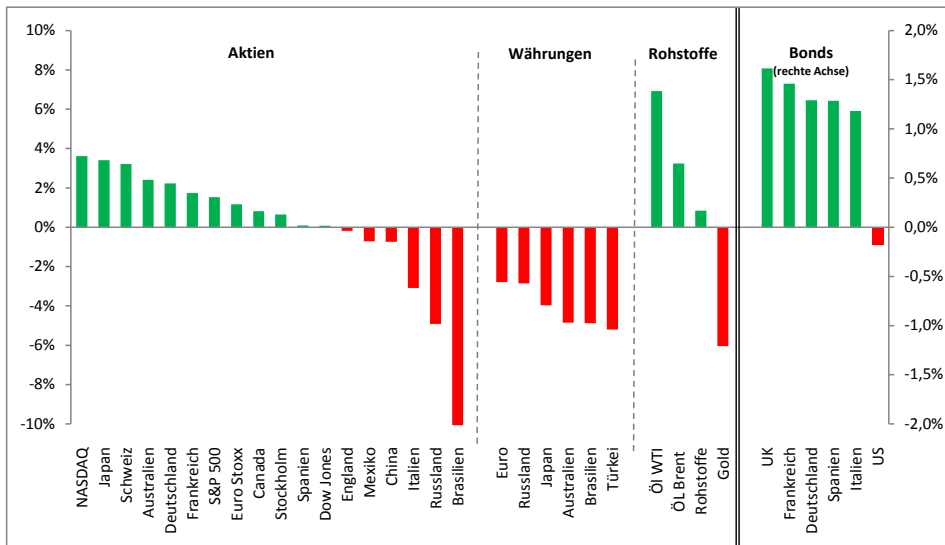


Allgemeiner Marktbericht

Das Bild der Welt-Finanzmärkte war im Monat Mai kaum verändert. Impulsgeber (für steigende, respektive fallende Kurse) waren plötzliche Stimmungswchsel, die wie ein Zufallsgenerator mal von ökonomischen, mal von politischen Nachrichten bestimmt wurden. Der makro-ökonomische Hintergrund (Rohstoffe, Zins, Währung) liefert wenig Anlass für eine veränderte Lageeinschätzung. 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).



Die folgende 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 im Gleichschritt. Das ist ein böses Omen (Herdentrieb?), denn der globale Kapitalstrom nimmt Märkte und Anleger in „Sippenhaft“, ohne Rücksicht auf politische, geografische oder fundamentale Umstände (Konjunktur-/ Gewinnwachstum, Zins, Währung).



Die Meinungen über den Ausblick bleiben gespalten und daran wird sich auf absehbare Zeit nur wenig ändern. Die Gründe hierfür sind hinlänglich bekannt (siehe separater Anhang sowie Monatsberichte März, April). Beispiel: Die Weltwirtschaft steckt in einer politisch orchestrierten Sackgasse, das Weltfinanzsystem droht unter der lähmenden Wucht der Ungleichgewichte zu ersticken. Die Führungselite (Politik und Wirtschaft) hat bislang vergeblich versucht, die akuten Probleme mit Hilfe eines politischen „Linksrucks“ in den Griff zu bekommen (Vermögen neu umverteilen).

Der relative Wohlstand vieler etablierter Volkswirtschaften (Vollbeschäftigung in China, Japan, USA, Deutschland) hemmt jedoch den Reform-Eifer, schürt die Einkommensungleichheit, sorgt für soziale Spannungen und eine Splitterung respektive Polarisierung der Parteien-Landschaft. Echte Reform-Fortschritte sind unmöglich.

**Politik:** Während die akut gewordene Ohnmacht der Geldhüter den staatlichen Interventionismus fördert, lässt die politische Großwetterlage (Wähler-Revolt?) so etwas (noch?) nicht zu. In Spanien zeichnet sich mit Blick auf die Neuwahl keine klare Mehrheit ab (parlamentarisches Patt wird andauern). In England steht das Brexit-Referendum auf der Kippe. In Deutschland droht eine zersplitterte Parteien-Landschaft (SPD wird ausgeradiert, Rechtspopulismus profitiert) und in Amerika setzt sich Donald Trump durch (Protektionist/Schulden-Kavalier gefährdet den Welthandel).

**Realwirtschaft:** Die Konjunktur verliert an Fahrt. Ost-Europa und Lateinamerika ersticken in einer Mischung aus Korruption und Staatstreich; in Asien setzt sich der Abschwung fest; in den USA herrscht Stagnation; in der EU gerät die zyklische Erholung in Gefahr (eingetrübte Stimmungsindikatoren lassen weniger Wachstum befürchten).

Um für Entlastung zu sorgen wäre jetzt die Finanz- oder besser noch die Fiskalpolitik gefordert. Der Ruf nach einem radikalen Befreiungsschlag scheitert 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 Vermögenspreis-Blase wächst, obwohl die Vernunft davor warnt.

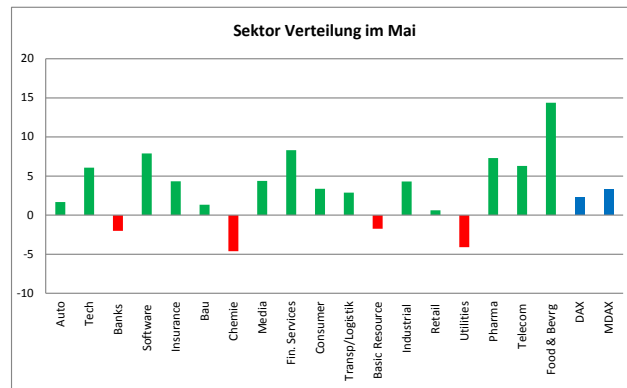
Zwischen-Fazit: Erholung intakt, für mehr Tempo reicht es aber wohl nicht.

Die deutsche Wirtschaft wuchs im 1.Q./2016 zwar so stark wie zuletzt vor zwei Jahren. Viel von dem Plus stammt jedoch dank mildem Winter vom Bau und dieser Effekt kommt so schnell nicht wieder. Für die EU wurden die BIP-Zahlen bereits nach unten korrigiert. Frühindikatoren warnen, dass es in Q2 auch hierzulande gemächlicher zugehen wird.

Am Aktienmarkt dürften größere positive Impulse den Sommer über ausbleiben. Dafür drohen zu viele politische Unsicherheiten. Turbulenzen sind denkbar, vor allzu negativen Überraschungen könnte aber die lockere Geldpolitik ebenso schützen wie die nach wie vor intakte zyklische Erholung der Wirtschaft. 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 unter den Kapitalmarkt-Akteuren 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 Dt. Boerse (+10%), Merck (+10%), Infineon (+8%), Schlusslichter waren Dt. Lufthansa (-7%), RWE (-10%), Bayer (-15%).

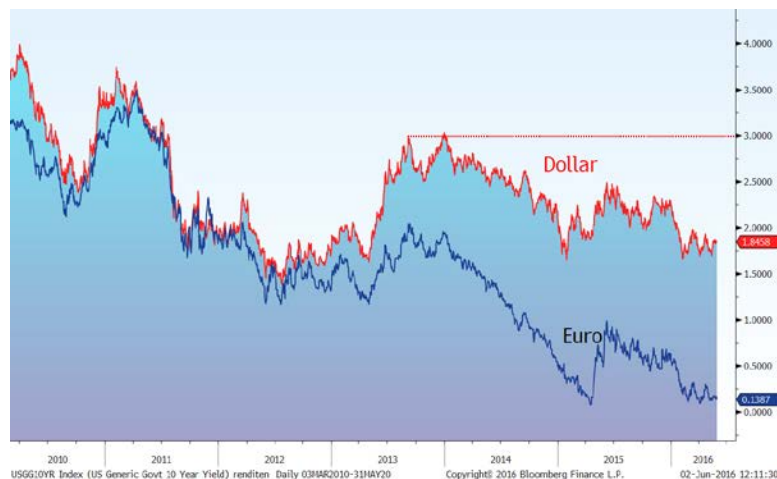


Vor dem Hintergrund einer dauerhaft globalen Wachstums-Stagnation sorgt der Blick auf die Börsen-**Bewertung** für akute Bauchschmerzen. Die Berichtssaison zum 1. Quartal ernüchtert. Die Konzern-Umsätze sanken in den USA, Europa und Japan, die Unternehmensgewinne fielen im Jahresvergleich teils kräftig (-15,7%) und die Analysten prognostizieren für Q2/2016 keine Besserung. Vor diesem Hintergrund überrascht es kaum, dass US-Aktienfonds bereits seit 13 Wochen Abflüsse verzeichnen (Umfang \$45 Mrd. allein in den letzten 5 Wochen).

Der ehemalige Gouverneur der Bank of England, Mervyn King, stellt fest, dass die Notenbanken am Ende ihrer Möglichkeiten angelangt sind. Wie „einfach“ die Aktienmärkte in dieser Situation zu beurteilen sind, mag durch zwei kürzlich veröffentlichte Prognosen illustriert werden: der deutsche Ökonom Max Otte, bislang eher als Pessimist bekannt, prognostiziert neue DAX-Rekorde mit einer Bewegung auf 14'000 Punkte; der Aktienstrategie der Société Générale, Albert Edwards, erwartet rezessive Entwicklungen mit einer Abwärtsbewegung des DAX auf 3'000 Punkte. Die Wahrheit wird voraussichtlich irgendwo zwischen den beiden Extremen liegen.

**Anleihen:**

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



Am Bondmarkt manifestiert sich der steigende Grad der Konfusion in dem folgenden Beispiel: Die US-Fed hat wenige Tage vor Monatsende urplötzlich eine Zinsanhebung für Juni in den Raum gestellt, gefolgt von einem schwachen Arbeitsmarktbericht, der die Prognose nur 5 Tage später völlig auf den Kopf stellte.

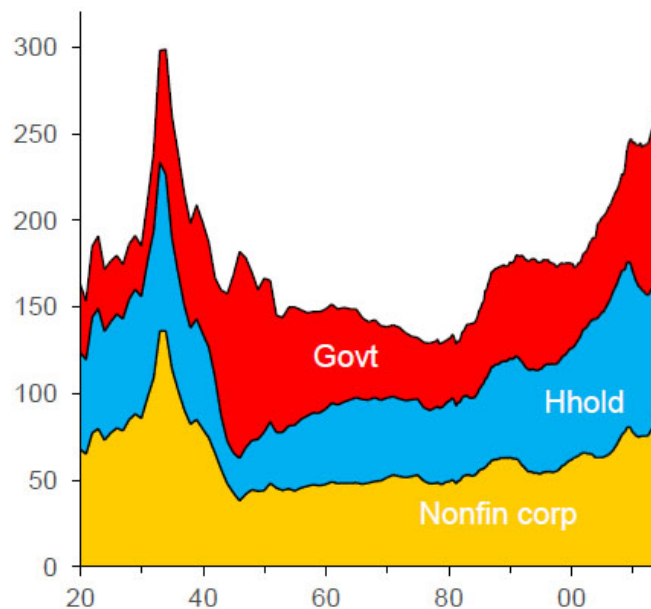
Unser Fazit: Seit Jahresanfang ziehen Anleger netto Geld aus Aktien ab und tendieren wegen der dort schlummernden Marktrisiken eher zu Staatsanleihen. Gekauft werden Titel, die oft negativ verzinsen und dies, obwohl die Weltverschuldung ständig neue Meilensteine erreicht.

Beispiel: Der Markt nutzt den Niedrigzins und die damit verknüpfte Nachfrage nach Anleihen eiskalt aus. Die Weltverschuldung ist heute \$60 BILLIONEN höher als vor der Finanzkrise in 2008. Laut Ratingagentur Fitch überschreitet der Betrag an umlaufenden Staatsanleihen mit Strafzins jetzt die \$10 Billionen Marke. Die Nettoneuverschuldung der 1500 größten Firmen summierte sich zum Ende des dritten Quartals 2015 alleine in Amerika auf das Rekordvolumen von \$574 Mrd.

Die folgende Vergleichs-Grafik zeigt am Beispiel Amerikas die Verschuldungskurve der letzten 100 Jahre (gelb: Firmen, blau: Privathaushalte, rot. Staat).

## More debt = stronger wealth effects

US debt across non-fin sectors, % GDP



Source: Federal Reserve.

Danach erreicht die Nettoschuldenquote in Amerika mit 275% vom GDP den höchsten Wert seit Ausbruch der großen Depression vor fast 100 Jahren. Insgesamt steht der Kapitalmarkt vor der Frage, wann jener Grenzwert erreicht ist, der unter Experten als „tipping point“ für jene Schuldenfähigkeit gilt, unter der das Welt-Finanzsystem kollabiert, mit verheerenden Folgen für die Weltwirtschaft.

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

Am Währungsmarkt schwankte der EURUSD-Kurs zwischen 1,11 und 1,15.



Der Baltic-Dry Index (Frachtraten für Schiffe) fiel -14%, der CRY-Rohstoff-Index stieg 2%.



**China:** Die Börse fürchtet, China bekomme sein Schuldenproblem nicht in den Griff, genau genommen das der chinesischen Unternehmen: Deren Verbindlichkeiten sind seit 2008 dramatisch angewachsen (150% vom BIP). Das ist mehr als in jedem anderen großen Schwellenland. Vor der Krise brauchte es einen zusätzlichen Yuan Kredit für zusätzliches Wirtschaftswachstum. Heute braucht es dafür fast vier. Unser Fazit: 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:** Hongkongs BIP schrumpfte im ersten Quartal um 0,4% zum Vorquartal, belastet vom schwachen globalen Handel. Nicht nur in der Welt- und Handelsstadt leiden Chinas Logistiker darunter, dass das Volumen der Containerfracht nur noch im Einklang mit der Wirtschaftsleistung wächst, statt wie früher drei Mal so stark.

## Ausblick

Die globale Überschuldung steht im Scheinwerferlicht aller Debatten über Zukunft und Zustand von Welt-Konjunktur und Finanz-System. Die Finanzmärkte treten mehr oder weniger nur noch auf der Stelle. Hier manifestiert sich der **Reflex der Anleger** auf die wachsende politische und wirtschaftliche Unsicherheit.

Die Frustration der **Wähler** manifestiert sich in jenem **Reflex**, bei dem in Europa laut Meinungsumfragen der BREXIT droht (England verlässt die EU), während Brasilien in einem Morast von Korruption und Umsturz versinkt. In den USA erobert Donald Trump die Wählerherzen mit dem Versprechen einer für den Kapitalmarkt ausgesprochen unfreundlichen Wirtschafts- und Finanzpolitik. Trump gilt als Schuldenteufel und Wirtschafts-Opportunist, der das US-Problem über einen Handelskrieg lösen will, was dem Rest der Welt garantiert auf die Füße fällt.

Ein Börsen-Bonmot warnt: Kapital ist scheu wie ein Reh. Beim ersten Anzeichen von Gefahr ergreift es die Flucht. Echte Fluchtwege sind jedoch kaum zu finden, weshalb sich das Wagniskapital vorsichtig zurückzieht, mit den bekannten Folgen für Wachstum und Konjunktur: Der Verschuldungsgrad sorgt überall für Lähmungs- und Erstickungs-Erscheinungen (Absatz der Firmen sinkt, Produktivität fällt, Lagerbestände steigen).

Brasilien versinkt in einem Chaos aus Korruption und Staatstreich. In Asien droht ein Debakel (Indien, China). In Japan warnt die Zentralbank neuerdings vor einem Teufelskreislauf: Die Strafzins-Politik habe die Gewinnkraft des Bankensystems vernichtet, die Bereitschaft zur Kreditvergabe gelähmt und im Sog dessen das Vertrauen von Firmen, Konsumenten und Anleger zerstört. Schlimmer noch: Die sinkende Kreditbereitschaft schürt einen Anstieg der privaten Sparquote (um das Loch zu stopfen) und das beschädigt (kannibalisiert) die Konsumkraft. Japan ist nach Dänemark die zweite Nation, die mit harscher Kritik auf die „kontraproduktiven“ Folgen der Strafzinsen reagiert. Tatsächlich ist der YEN seit der Einführung von Strafzinsen stark gestiegen, die Aktienbörse noch stärker gefallen.

Der globale Wirtschaftszyklus zählt mit nun 80 Monaten Dauer zu den vier längsten der letzten 150 Jahre – trotz der flauen Wachstumsrate. Das US-Mini-Wachstum ist mit 0,5% so gering, dass ein Abgleiten in die Rezession selbst ohne Überschuldung und Strafzins-Regime jederzeit möglich wäre. Trotzdem will die Fed ausgerechnet jetzt auf das Überhitzen am Arbeitsmarkt mit einer Zinserhöhung reagieren, just zu einem Zeitpunkt in dem der Wirtschaft ihre zyklischen Aufschwungskräfte bereits auf ganz natürliche Art schwinden. So wird die erkennbare Flaute durch extrem schlechtes Timing der Fed zum ungünstigsten Zeitpunkt pro-zyklisch verschärft obwohl genau jetzt eher das Gegenteil erforderlich scheint.

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.