

### Allgemeiner Marktbericht

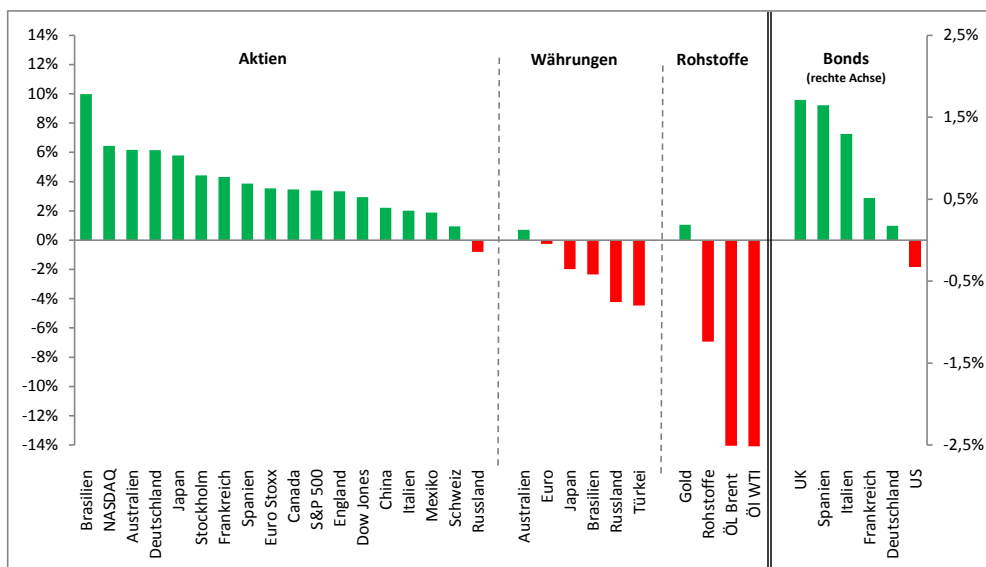
Im Monat Juli meldete sich Wallstreet mit neuen Rekordkursen zurück. Die Irritation darüber ist sehr groß, denn in der Realwirtschaft hagelt es Meldungen über pralle Lagerhaltung, flächendeckende Gewinn-Rückgänge, Überkapazität, Mini-Wachstum. Der Zinsmarkt signalisiert recht unmissverständlich eine Rezession und mit Blick auf die prekäre Lage der Bank-Aktien steckt die Welt nach dem Urteil der Kapitalmärkte bereits mitten in der nächsten Finanzkrise.

An der politischen Front sieht es ähnlich düster aus. Amerika und Deutschland werden von einer Welle von „Anschlägen“ erfasst, in Italien, Spanien, England droht ein politisches Macht-Vakuum (Parlamentarisches „Patt“ bedeutet Reform-Stillstand), in der Türkei herrscht Ausnahmezustand und die Parteitage zur Kür der US-Präsidentschafts-Kandidaten waren eine groteske Karikatur.

Der freundliche Aktienmarkt lässt sich nur wie folgt erklären: US-Firmen haben in den letzten 12 Monaten im Umfang von mehr als einer halben Billion Dollar eigene Aktien aufgekauft. Schrumpft die umlaufende Aktien-Menge, so treibt das die Kurse in die Höhe und bei weniger Aktien im Umlauf steigt der Gewinn pro Aktie, was den rückläufigen Gesamt-Gewinn kaschiert.

Problem: Firmen, die in solch einem Umfang eigene Aktien zurückkaufen signalisieren dass es derzeit keine vernünftigen unternehmerischen Chancen für „echte“ Investitionen zu finden sind. Folge: Das in den Rückkauf eigener Aktien umgelenkte Kapital fehlt für Sach-Investitionen in der Zukunft. Anders formuliert: Das Bild ist künstlich geschönt, denn was zurück bleibt, sind ineffiziente und/oder unrentable (marode?) Produktionsstätten, die bei dauerhaftem Verlust der Konkurrenz-Fähigkeit unter rückläufigen Margen leiden (dauerhaft sinkende Profitabilität).

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).



**Das Fazit:** "Viel Bewegung, aber wenig Richtung an den Börsen".

Investoren zogen aus Aktien der Eurozone zuletzt so viel Kapital ab wie seit Oktober 2014 nicht mehr. Die politische und wirtschaftliche Unsicherheit scheint sich herumgesprochen zu haben. Überzogene Euphorie ist fehl am Platz. Die Kurse in Europa sind den Gewinnen vorausgeeilt, überhöhte Ausschüttungen könnten sich als nicht nachhaltig erweisen. Im Schnitt wenden die Firmen 55% des Gewinns für Dividenden auf. Sind diese jedoch nicht nachhaltig oder werden sie gar aus der Substanz gezahlt, drohen Probleme, die in der Folge zu Kursverlusten führen können.

Beispiel: Der S&P-500-Index hat seit Anfang 2012 um 90% zugelegt, doch die Gewinne seiner 500 Mitglieder sind im gleichen Zeitraum nur 16% gestiegen. Etwa die Hälfte der weltweiten Unternehmen dürfte ihren Umsatz nicht mehr steigern können. Bis auf wenige Ausnahmen stagnieren die Gewinne aller börsennotierten Firmen. Grund: Die Margen sind ausgereizt, höhere Absatzpreise nicht durchsetzbar, die Produktivität lässt sich kaum erhöhen. Investitionen und Innovationen wären die Lösung, doch die Politik bringt die dafür nötigen Reformen nicht auf den Weg.

Analysten und institutionelle Anleger beklagen mit Blick auf die aktuelle Bewertung der Börsen, dass sich die Märkte in der Dämmerung irgendwo zwischen Ignoranz & Konfusion befinden. Beispiel: Der Bankensektor starrt nicht erst seit dem BREXIT in eine abgrundtiefe Schlucht. Gleiches gilt für den Energie- und Rohstoff-Sektor weltweit. Wahrlich "spektakulär" ist, dass der S&P-500 auf ein neues Allzeithoch geklettert ist, während die Renditen für Staatsanleihen gleichzeitig auf neue Rekordtiefstände fallen. Die Anlage-Strategen bei Goldman Sachs warnen, dass diese beiden „Extrem-Bewertungen“ unmöglich dauerhaft „ko-existieren“ können.

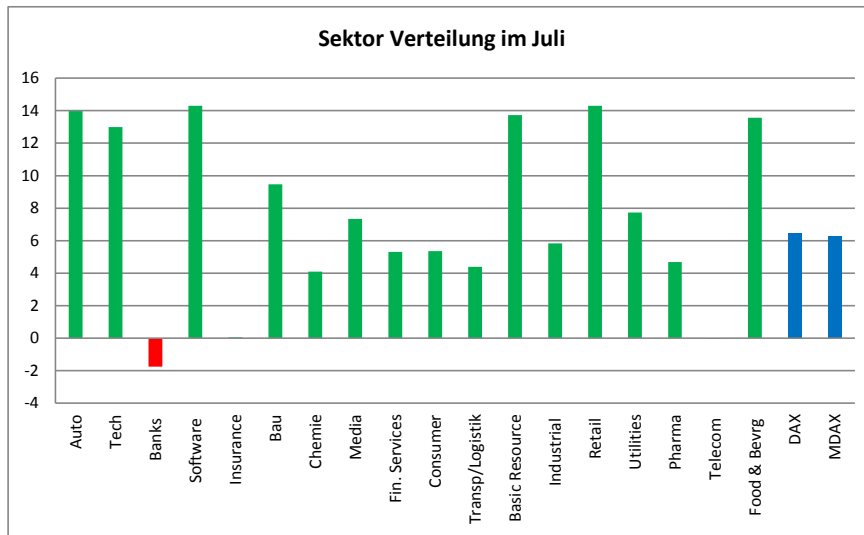
Unvereinbar mit der Extrem-Bewertung ist auch der stagnierende Gewinn pro Aktie (EPS) im S&P-500-Index seit gut drei Jahren. Weitere Argumente: Obwohl die Konzerne ständig neue Rekord-Gewinn-Margen melden, ist das Gewinnwachstum kräftig gefallen (USA -7%, Europa -14%, Asien -20%). Die Ursache dafür ist bekannt: Die Banken-Gewinne werden regelrecht pulverisiert (Mix aus Strafzinsen und Kreditausfall), die Versicherer können zukünftige Leistungsversprechen kaum erfüllen und die Pensionslasten der Großkonzerne explodieren bei sinkendem Diskontfaktor. Das belastet die Wirtschaft zunehmend, da sie wegen der Niedrigzinsphase etwa bei der betrieblichen Altersvorsorge gezwungen ist, noch mehr Kapital zurückzulegen, das dann höher besteuert wird als es an Zinsen abwirft. Die

Unternehmen müssen nach Berechnungen des Instituts der deutschen Wirtschaft damit bis zu 25 Mrd. Euro zu viel zahlen.

Im Urteil der Strategen bei BoA-Merril-Lynch ist der Markt kopflos. Laut DB-Research waren die Märkte noch nie so abgekoppelt. Werden die Prognose-Modelle der Volkswirte nicht mit Hilfe völlig neuer Normen „general-überholt“, dann sind die wirtschaftlichen Zusammenhänge kaum noch zu verstehen. Wo die Zahlen kaum zu verstehen sind (bedeutungslos?), da fehlt die realistische Messgröße zur Bewertung der Volkswirtschaft als Grundlage für Investment-Entscheidungen.

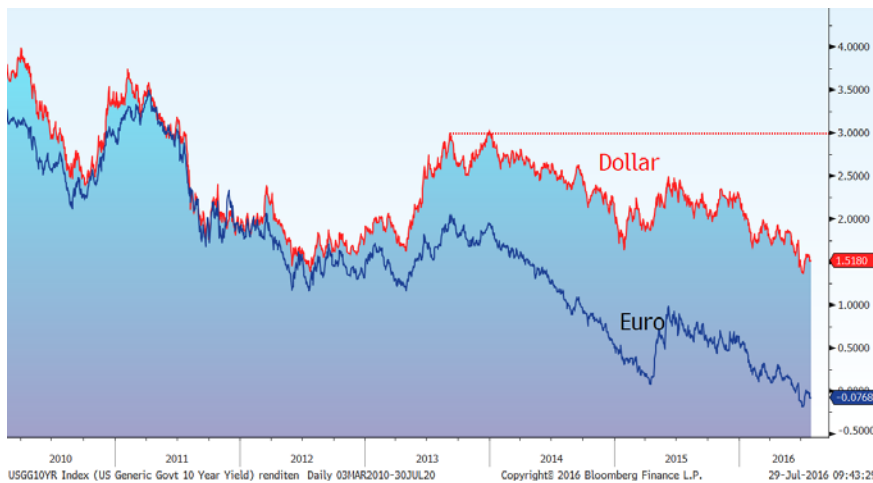
**Sektor-Rotation in Deutschland bei Aktien:**

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 19%. Angeführt wurde die Liste der Gewinner von BMW (+17%), SAP (+17%), VW (+16%), Schlusslichter waren MunRe (-1%), Beiersdorf (-1%), Dt. Bank (-2%).



**Anleihen: „Planwirtschaft“ am Rentenmarkt**

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



**Weltweit:** S&P Global Ratings meldet, dass das Volumen umlaufender Firmen-Anleihen einen neuen Weltrekord erreicht (\$57 BILLIONEN). Die lockere Geldpolitik trägt nachhaltig dazu bei, die Finanzrisiken zu erhöhen, denn die Wachstumsrate am Schuldenmarkt übertrifft das Weltwirtschafts-Wachstum um ein Vielfaches. Während der Aktienmarkt in Form des S&P-500-Index täglich neue Rekorde bricht, hat die Weltbank die Konjunktur-Prognose erneut gesenkt. Die Zinskurven am Bondmarkt sind heute auf dem gleichen Stand wie zum Zeitpunkt, als die letzte Global-Rezession einsetzte und die Ausfall-Rate bei Firmenanleihen ist kurz davor, den Rekord aus 2009 (schlimmstes Jahr in der Geschichte der Firmen-Bankrotte) zu übersteigen.

**Europa:** Die EZB kauft nun auch Unternehmensanleihen. Die Preisfindung über den Markt ist de facto eingestellt. Die Renditen sind weltweit auf neue Rekord-Tiefstände gefallen. Mehr als € 13 BILLIONEN Staatsanleihen haben eine negative Rendite.

**Staatsschulden Frankreich:** Jahrelang hat das Land seine Wirtschaft über Schulden geschmiert, anstatt sie mithilfe von Reformen zu entkrusten. Die Staats-Verschuldung hat sich seit 2006 fast verdoppelt (€2,2 Billionen).

**Japan:** Nach seinem Sieg bei der Oberhauswahl hat Japans Ministerpräsident Shinzō Abe eine Konjunkturspritze iHv €240 Mrd angekündigt - rund 5% vom BIP. Abe hat eine 2/3 Mehrheit im Parlament erzielt und somit volle Kontrolle über die Wirtschafts- und Finanzpolitik. Ob dieses 41. Fiskalpaket seit 1990 auch der Realwirtschaft hilft, ist zumindest zweifelhaft. Traditionell finanziert Japan so etwas auf Pump. Was bei einer Staatsverschuldung von 250% des BIP volkswirtschaftlich bedenklich scheint, freut an und für sich die Börse. Diese reagierte dennoch enttäuscht, die Investoren hatten sich wohl mehr versprochen, und blickten sogleich auf die Bank of Japan, die ihre Politik bitte weiter lockern möge. Dort hat der Gouverneurs-Rat verkündet, den Kauf von ETF's (Aktien) zu verdoppeln (€58 Mrd jährlich). Der Kauf von Staatsschulden bleibt unverändert bei €880 Mrd jährlich.

Erste institutionelle Anleger scheinen darauf hin die Lust zu verlieren. Sie zogen letzte Woche rund \$24 Mrd ab. Grund ist die negative Verzinsung. Deshalb hat Ex-Fed-Chef Ben Bernanke einem Berater von Regierungschef Shinzo Abe empfohlen, Staatsanleihen mit unbegrenzter Laufzeit zu schaffen und diese direkt an die Zentralbank in Tokio zu verkaufen (werden nie mehr getilgt!!).

Apropos: Der deutsche Fiskus hat im ersten Halbjahr dank Emission neuer Anleihen €1,5 Mrd an Negativzinsen "eingenommen" und die gesamten Zinsausgaben des Bundes in diesem Zeitraum um 27% verringert. Leider wird die Staatsverschuldung dadurch aber nicht gesenkt, sondern der Sozialstaat ausgebaut – zu Lasten der Wettbewerbsfähigkeit der Industrie

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

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



Der Baltic-Dry Index (Frachtraten für Schiffe) stieg 1%, der CRY-Rohstoff-Index verlor -7% (Öl - 15%).



Apropos: In China plant ein echtes Schwergewicht seinen Börsengang. Die staatliche Postal Savings Bank of China mit geschätzten acht Milliarden US-Dollar Platzierungsvolumen hat über 505 Millionen Einlagenkunden - fast genauso viele Menschen, wie in der EU leben.

Der Zugang zu ihnen sollte für potenzielle Investoren auch am interessantesten sein, denn besonders effizient arbeitet die Bank bisher nicht. Um ihr mageres Verhältnis von Gewinn zu Gesamtkapital von gerade einmal 0,5% zu verbessern, dürften weitreichende Umbauten nötig sein. Als Investor fragt man sich allerdings schon, ob solch ein Unternehmen wirklich „börsen-tauglich“ ist.

## Ausblick

**Real-Wirtschaft:** Es hagelt Hiobsbotschaften. Schleppendes Wachstum in den entwickelten Volkswirtschaften, anhaltend niedrige Rohstoffpreise, ein schwacher Welthandel und schwindende Kapitalflüsse. Knapp die Hälfte der Abwärtsrevision beim Wachstum entfällt auf rohstoff-exportierende Schwellenländer.

Im Sog dessen drohen weltweit schrumpfende Investitionen. So setzt sich der Trend abbröckelnder Erwartungen für das globale Wachstum ungebrochen fort, eine negative Nachricht für den Aktienmarkt. Denn wenn dieser Trend nicht bald zum Stillstand kommt, wird auch das Eis für die Unternehmensgewinne bzw. für die Ergebnisschätzungen immer dünner.

**Finanz-Wirtschaft:** In Lateinamerika versinkt Brasilien in einem Chaos aus Korruption und Staatstreich. In Asien droht ein Debakel (Indien, China). In Japan warnt die Zentralbank vor einem Teufelskreislauf: Die Strafzins-Politik habe die Gewinnkraft des Bankensystems pulverisiert, 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.

**Politik:** In Europa sucht Spanien trotz Neuwahl (Patt im Parlament) seit nunmehr neun Monaten eine Regierung. Italiens Regierungschef Renzi droht im Kontext der Bankenkrise mit Rücktritt, Österreich wählt erneut. Englands neue Regierungschefin, tritt mit der Idee an, die von Margret Thatcher vor 30 Jahren abgeschafften Industrie-Politik wieder einzuführen. Bei diesem Modell (chinesische „Kommando-Wirtschaft“?) übernimmt der Staat die Rolle der Kapitalzuteilung an die von „Apparat Schicks“ favorisierten Sektoren (Bau von Straßen, Brücken, Infrastruktur zu Lasten der Dienstleistungs-Industrie). In den USA mutiert Donald Trump zum Schreckgespinnst der Wall-Street (Schuldenkavalier und Wirtschafts-Opportunist). Seine Botschaft mobilisiert mit schrillen Tönen vor allem Wählerstimmen von wirtschaftlich-schwachen männlich-weißen (ohne Bildung/Schulabschluss), was die Demokraten zu einem gewaltigen Links-Rutsch zwingt.

**Das Fazit:** 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 die zyklischen Aufschwungskräfte der Wirtschaft bereits auf ganz natürliche Art schwinden. So wird eine gefährliche 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.