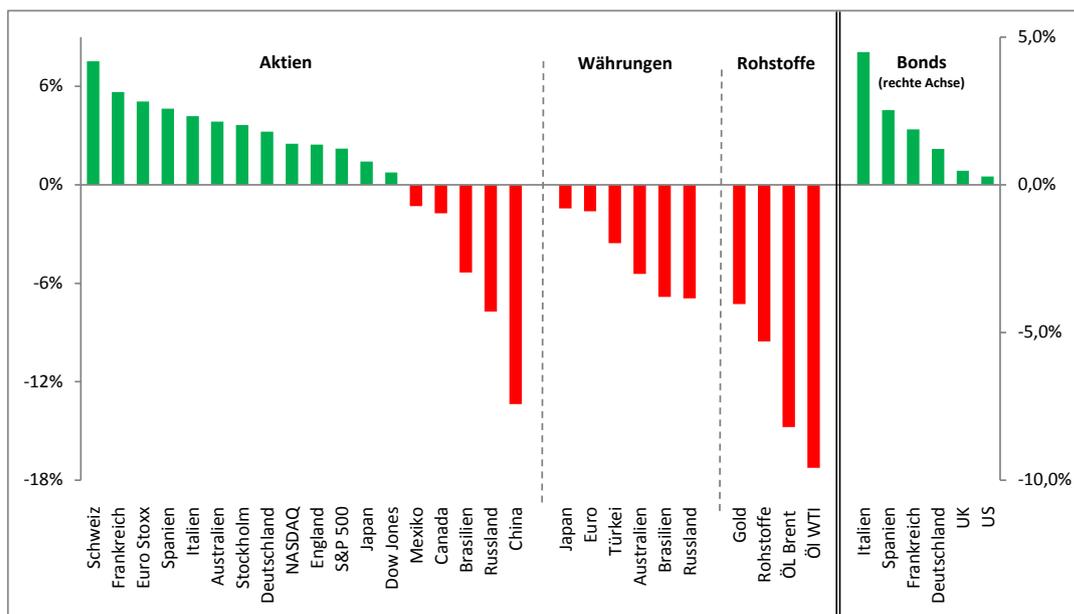


Allgemeiner Marktbericht

Der Kursverlauf der Welt-Finanzmärkte stand im Juli vordergründig im Bannstrahl von Griechenland. Athen steht im Mittelpunkt eines Schuldendramas im dritten Akt. Der Gau wurde zwar bislang verhindert, die Lage wird aber schlimmer: Die Kreditausfallquote explodiert, das Bankensystem ist in Schockstarre, der IMF verweigert neue Hilfsmittel und die Regierung Tsipras droht mit Neuwahlen. Dieses „De-Facto-Schulden-Moratorium“ wird durch ähnliche Zustände in Puerto-Rico und der Ukraine ergänzt.

Leider ist es nicht die einzige Baustelle. Was den institutionellen Anlegern schlaflose Nächte bereitet, ist die prekäre Lage der BRIC's, wo es gewaltig gärt. Die BRIC's („Synonym“ für die Schwellenländer Brasilien, Russland, Indien, China) waren seit 15 Jahren der Motor der Weltwirtschaft. Dieses Bild hat sich schlagartig gewandelt. Heute leiden sie unter dem klassischen Hase/Igel-Syndrom. Der Preissturz am Rohstoff-Markt (-10% im Juli) hat die Abwärts-Spirale verschärft und das Wachstum torpediert. Nun kommen die Gewinnmargen unter Druck, die Kurse für Rohstoffe, Währungen, Aktien, Anleihen fallen im Gleichschritt, die Schuldendienstfähigkeit wankt.

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).



**Real-Wirtschaft:** Die Global-Konjunktur befindet sich im Schraubstock zwischen Schulden-Sättigung (Moratorium Grexit, Puerto-Rico, Ukraine) und Wachstums-Flaute, was summarisch einen Sturz am Energie- und Rohstoffmarkt ausgelöst, sowie einen Währungskrieg in Gang gesetzt hat (China hat heimlich den Währungskurs freigesetzt).

Europa ist die Wachstumslokomotive, Amerika liefert keine Impulse, die BRIC's befinden sich in einem besorgnis-erregenden Abschwung. Natürlich geht die Lage der BRIC's auf das Konto binnenwirtschaftlicher Fehler, denn die Schwellenländer sind Rohstoff-getrieben, diese Lager sind zum Bersten voll, die Preise fallen (Überproduktion plus Überkapazität) und so kommt ein klassischer Schweinezyklus in Gang. Bei rückläufigem Wachstum, gekoppelt mit steigenden Zinsen und einem starken Dollar werden Aufträge storniert, Investitionen gestoppt; die Konjunktur stagniert, das Wachstum sinkt und das Kern-Problem ist plötzlich unübersehbar groß: Die Schulden sind heute höher als je zuvor und bei halbiertes Wachstumsrate unbezahlbar.

**Finanz-Wirtschaft:** Die Irrfahrt der Notenbank-Politik dauert an. Das Nullzins-Regime verführt dazu, Risiken einzugehen, die unter normalen Umständen inakzeptabel wären. Die wildgewordene Geldpolitik hat augenscheinlich dafür gesorgt, dass die Währungs-, Finanz- und Wirtschaftspolitik nicht mehr funktionieren kann. An den Märkten herrscht Konfusion über die Angemessenheit der Bewertung. Die Kausalität ist bekannt: Staatlich-künstliche Finanzierungskosten führen zum Aufbau von Überkapazität, die unter regulären Umständen unprofitabel wäre. Die irreguläre Bewertung der „Cash-Flows“ führt zu künstlich aufgeblähten Vermögenspreisen. Die Überkapazität verursacht eine Umsatz-Rezession, weshalb die Anleger überhöhte Preise für zukünftiges Umsatzwachstum bezahlt haben.

Das folgende Zahlenbeispiel aus der jüngsten Praxis bestätigt den Befund: Das Umsatzwachstum der S&P-500-Konzerne ist im 2.Q/2015 um 4% gefallen (höchster Rückgang seit 2009). Das Gewinnwachstum schrumpft ebenfalls (von +15% in den letzten 6 Jahren auf -1% aktuell). Die „Bilanzgewinne“ sind im Vorjahresvergleich 8% gefallen, selbst der „frisierte“ Gewinn stagniert.

Der S&P-Index wird nur noch von 2 Sektoren getragen: Gesundheit (siehe Obama-Reform / staatl. Eingriffe) sowie vom Einzelhandel (siehe Amazon). Das Problem: Beide Sektoren handeln mit einem KGV vor 22 (Aufschlag von 20% über allen anderen Branchen). Die Erwartung einer Erholung am Tech-Sektor ist ebenfalls nicht mehr gerechtfertigt, die Titel sind zu teuer. Die Analysten bei DB-Research befürchten, dass die Gewinn-Schätzungen überhöht sind. Der Grund: China hat den Wechselkurs heimlich freigegeben (ist faktisch dem Währungskrieg beigetreten).

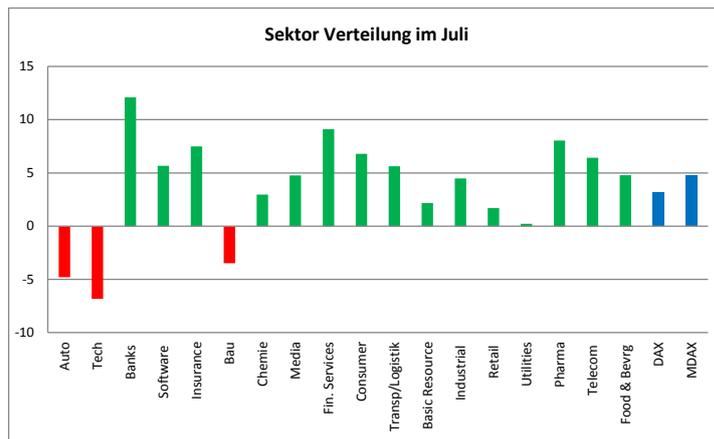
Das Fazit: Die anhaltende „Fragilität“ der Finanzmärkte (siehe Rohstoffe, Energie, Währungen, Zinsen, Schwellenländer) ist unübersehbar – trotz der Mega-Intervention der Geldpolitik seit 2007. Die folgende Grafik zeigt die Börsen-Entwicklung der Industrienationen (grün) im Vergleich zum Index der Schwellenländer (rot und blau), die sich seit 2011 nicht von der Stelle bewegen.



Die großen Schwellenländer-Fonds melden Rekord-Kapitalabflüsse. Experten warnen vor einer Voll-Kapitulation der Anleger (sogar Gold ist 8% gefallen). Die Aktienkurse der Bergbau-, Minen- und Energie-Konzerne befinden sich im freien Fall.

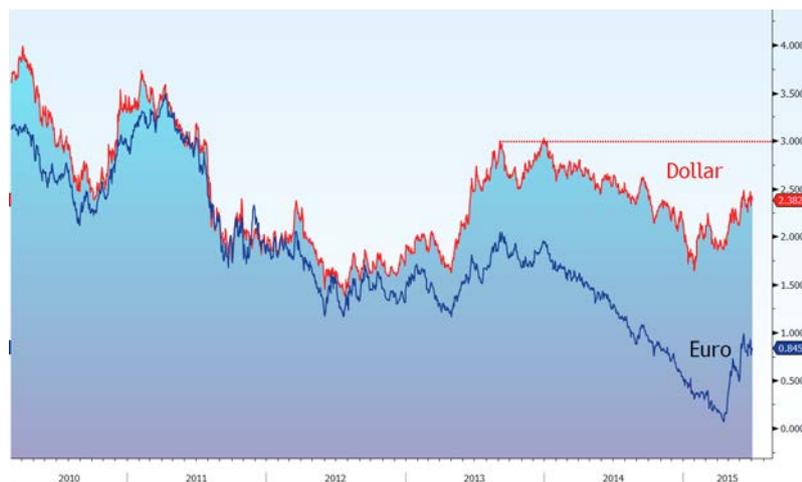
**Sektor-Rotation in Deutschland bei Aktien:**

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 31%. Angeführt wurde die Liste der Gewinner von Dt. Bank (+19%), Dt. Börse (+10%), Fresenius (+10%), Schlusslichter waren BMW (-8%), Infineon (-10%), VW (-12%).



Die Schwellenländer-Abhängigkeit der Autobranche ist legendär. VW setzt allein in China 30% aller Fahrzeuge ab. Chinas Autosektor hat die Gewinneinschätzung nun um 15% gesenkt. VW meldet darüber hinaus für Brasilien einen Absatz-Rückgang von -30%, für Russland -41%. Der VW-Aktienkurs ist seit März um 30% gefallen.

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



Die Schlüssel-Aussagen der letzten Monate bleiben unverändert: Die Bewertung der Zins-Märkte hat sich von der fundamentalen volkswirtschaftlichen Wertschöpfung abgekoppelt. Schuld ist eine brisante Mischung aus:

1. Sättigung resp. Ermüdung am Schuldenmarkt (Angebots-Überhang)
2. Schuldendienst-Unfähigkeit (Griechenland, Ukraine, Puerto-Rico, Brasilien, China usw).
3. Uneinheitliche Konjunkturdaten (Hinweise USA/England auf Leitzinsanhebung)

**Konjunktur- und Inflation:** Die drohende US-Zinswende wird nach acht Jahren uferloser Geldpolitik mächtige Bremswirkung entfalten. Zusätzliche Kalamitäten drohen, falls der

Dollar (zinsbedingt) steigt, weil das Gros der Schwellenländer-Schuldtitel am Dollar-Kurs hängt (bei steigendem Kurs unbezahlbar wird).

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

Der Baltic-Dry Index (Frachtraten für Schiffe) ist 38% gestiegen. Der CRY-Rohstoff-Index (-9% im Juli) ist in den letzten 12 Monaten um 23% gefallen – und damit faktisch auf den tiefsten Stand seit Ende 2008.



Die Auswirkungen sind fatal. Die Aktienkurse der weltführenden Bergbau-, Minen- und Ölkonglomerate sind im freien Fall. Marktführer wie BP und Shell warnen vor Turbulenzen, da im Sog einer gewaltigen Ölschwemme nun Massenentlassungen drohen sowie der Notverkauf von Assets, um die Cash-Flows zu stabilisieren und die Schulden zu tilgen (Abwärtsspirale).

Am Währungsmarkt dauern die Turbulenzen an. EURUSD schwankte zwischen 1,08 und 1,12.



PS: Die Schweizer Nationalbank hat seit Januar einen Währungsverlust in bemerkenswerten Umfang von €50 Mrd aufgetürmt.

## Ausblick

Würde man ein Bild über den Aufschwung der Weltwirtschaft im Sog der größten Finanzkrise aller Zeiten malen, dann wäre die Botschaft wie folgt: Unrealistische Annahmen über unendliche Rohstoff-Nachfrage aus China haben Überkapazität, Überproduktion und überbordende Finanz-Lasten aufgetürmt und diese Blase hängt jetzt wie einen Albatros um den Nacken der Chinesen (Fazit eines Zentralbankers: Ohne die Nullzinsen wäre das nicht passiert).

Das gilt analog für Russland. Dort hat sich die Kapitalflucht in 2014 auf mehr als \$150 Mrd summiert, in 2015 werden weitere 100 Mrd befürchtet. In Brasilien ist die Sorge um die Kreditwürdigkeit akut (Schuldenstand wird instabil).

Unser Fazit: Die Hiobsbotschaften häufen sich, die Stimmung kippt und der Ausblick trübt sich ein, wie der Blick in viele Quartalsberichte zeigt. Laut DB-Research würde selbst ein Anstieg der Stimmungsbarometer für Einkaufs-Manager um 3% nicht mehr ausreichen, um die heranziehende Gewinn-Flaute auszubügeln. Ohne solch einen Anstieg dürfte es mit den Gewinnprognosen weiter bergab gehen. Das Schlüssel-Problem: China hat den Wechselkurs freigesetzt in der Hoffnung auf Abwertung (Beitritt zum globalen Währungskrieg / Abwertungswettlauf).

Seriöse Prognosen sind vor dem Hintergrund der aktuellen Lage kaum möglich. Das gilt für die Weltkonjunktur, den Zins und die Finanzmärkte. Die Kalamitäten sind ernst. Die Schuldenverdrossenheit der Märkte wächst, die Warnungen vor einer Blase nehmen zu. Wie eine Seifenblase platzt die Hoffnung der Märkte auf die Kapazität der Geld- und Finanzpolitiker, den global überdimensionierten Schulden-Ball ewig balancieren zu können.

Diese frappierende Botschaft setzt die augenscheinlich wirkungslos gewordene Geldpolitik unter Extrem-Druck. Die Masse der Volkswirte wirft den Notenbanken eine verantwortungslose Gelddruckerei vor – was die Geldhüter mit dem Vorwurf an die Adresse der Politiker verteidigen, von der Wirtschafts- und Finanzpolitik im Stich gelassen zu werden (Mangel an Impulsen für Wachstum und Investitionen).

Es gibt keine Zweifel, dass die weltweit anhaltende Konsum und Investitions-Flaute eine Direkt-Folge des Nullzins-Regimes ist (grassierende Unsicherheit und Angst). Dies gilt auch für den Verschuldungsgrad, weil die Pensionsverpflichtungen der Firmen bei Nullzinsen aus dem Ruder laufen. Ohne zügiges Wachstum ist die Lage brand-gefährlich (Schuldendienstfähigkeit in Gefahr). Wo das Wachstum her kommen soll, bleibt ungewiss.

Die Erfahrung seit dem Start der unorthodoxen Geldpolitik durch Japan im Jahr 2001 zeigt einen geringen Einfluss der Notenbanken auf Wachstum oder Inflation. Der Finanzboom bleibt wirkungslos (kein Anstoßen der Real-Wirtschaft). Regierungen und Notenbanken verzichten auf notwendige Reformen und weichen stattdessen auf die heimliche Konfiszierung von Privat-Eigentum aus.

P.S. Flüchtlingsstrom:

Weltweit sind angeblich mehr als 60 Millionen Menschen auf der Flucht vor Al Kaida / ISS und ähnlichen Radikal-Organisationen (mehr als im zweiten Weltkrieg).