

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 80, Februar 2012

Mars für Europa

Es entbehrt nicht einer gewissen Ironie, wie sich die gedanklichen Rahmenbedingungen in den angelsächsischen Ländern und Kontinentaleuropa vertauscht haben. In der Anglosphäre bestimmt eigentlich das Denken von Milton Friedman die Agenda. Reagan und Thatcher haben den Staat deutlich schrumpfen lassen, weil sich herausgestellt hatte, dass Staatsbedienstete von Natur aus nicht kompetenter oder weniger korrupt sind als der Rest der Bevölkerung. Warum also nicht den An-

sporn, den das Gewinnmotiv bedeutet, auf Aufgabenfelder ausweiten, von denen man heute sowieso nicht mehr weiß, warum sie eigentlich vom Staat besorgt werden?

dem stand das Modell der Kontinentaleuropäer gegenüber, das dem Staat eine Lenkungsfunktion in der Wirtschaft zubilligte, die nicht zuletzt dafür sorgen sollte,

dass es sozial zugeht. Die Verachtung, die der alte Kontinent und die Anglosphäre für einander empfanden, wurde durch Bücher mit Titeln wie „Amerikaner sind vom Mars, Europäer von der Venus“ popularisiert und prägte bis heute das Bild, das man jeweils von einander hatte.

Irgendwie haben die Wirren der Finanzkrise zu einem Bevölkerungsaustausch zwischen Mars und Venus geführt. Das liegt vielleicht daran, dass man sich in Krisen



Botticelli: Mars und Venus

oft nicht mehr wohl fühlt in seiner Haut und gerne mal was Neues probiert. Jedenfalls tun die USA und Großbritannien alles, um die Härten der Rezession möglichst abzufedern. Sie bringen Geld unter die Leute, damit der Konsum weiter geht und zu einem Wachstum führt, das es dann ermöglicht, die Schulden abzutragen. Früher hät-

te man gesagt, dass dies klassische sozialdemokratische Politik ist.

In Europa hingegen wird gespart, hier haben die Deutschen sich durchgesetzt. Man ist der Meinung, der Staat habe über seine Verhältnisse gelebt und müsse nun zurückgeschnitten werden. In einigen Ländern gibt es dazu keine Alternative, denn von privaten Gläubigern bekommen sie andernfalls kein Geld mehr und Steuererhöhungen sind kaum durchzusetzen. Also sparen, den Staat zurechtstutzen und auf den reinigenden Effekt der Krise hoffen. Ähnlich hat es schon unser Kanzler Brüning gehandhabt, als er in der Weltwirtschaftskrise 1930-1932 um jeden Preis gespart hat. Kein Blick zurück.

Sparsamkeit ist in Ländern, die sich eigentlich ein besseres Leben leisten könnten, eher kontraproduktiv. Denn dies sind die Märkte, welche die Produkte aus den sparsamen Ländern aufnehmen müssen. Wenn die Märkte überall schrumpfen, wo soll dann das Geld erwirtschaftet werden um die Schulden zu begleichen?

Wie gut die deutsche Idee von Tugend ist, muss sich in der Zukunft erweisen, aber die Gegenwart sieht nicht gut aus. Allen expansiven Umtrieben der EZB und der

Bank of England zum Trotz stagniert die Geldmenge und von Inflation kann keine Rede sein. In Griechenland schrumpft die Wirtschaftsleistung viel schneller als erwartet und die neue Sparsamkeit kann mit den wegbrechenden Staatseinnahmen nicht mithalten. In Portugal bahnt sich ein ähnlicher Verlauf an.

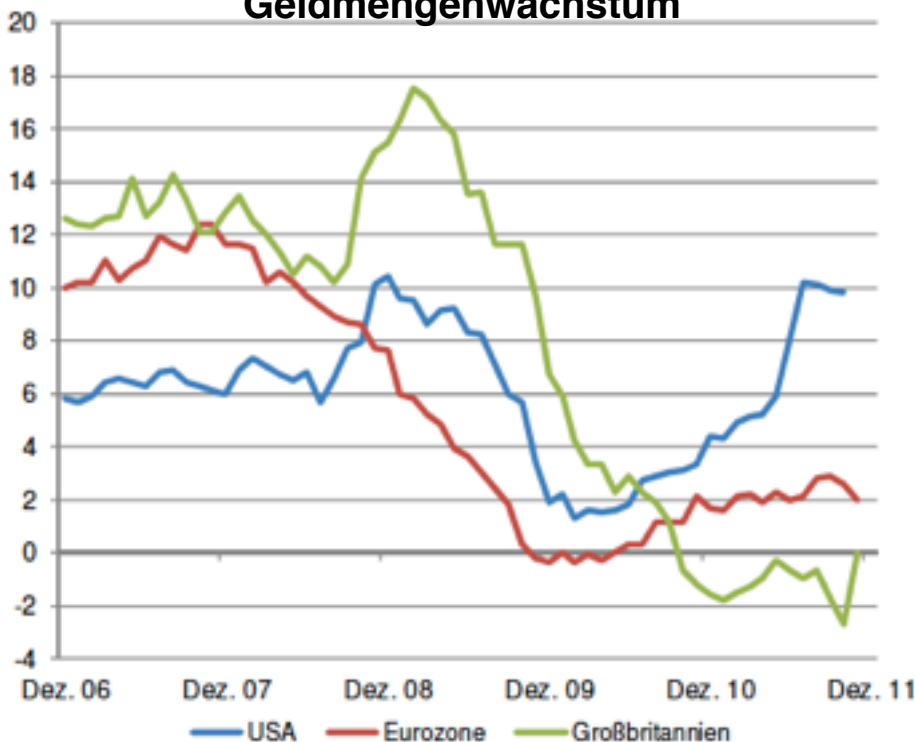
Spätestens wenn in Spanien oder Italien die Krise ebenfalls in eine Abwärtsspirale aus Sparsamkeit und schrumpfender Wirtschaftsleistung gerät, dürfte die Europäer aber der Mut verlassen und sie kehren auf die Venus zurück. Die EZB wird dann eine Garantie für die Staatsfinanzen dieser Länder aussprechen. Aber noch ist es nicht so weit.

Alles deutet darauf hin, dass die Politik in aller Welt sich von Ökonomen beraten lässt, die sich weder einig noch sicher sind, welches der richtige Weg ist. Die Richtung, in die sich der Konsens bewegt, ist aber eindeutig: Es wird mehr gespart. Bei den Italienern früher, bei den Amerikanern später, aber die Richtung ist dieselbe.

Aktien für die Deflation

Entscheidend ist das Umfeld, in dem die deutsche Haltung sich durchsetzt, in dem sozusagen martialisch gespart wird. Wir befinden uns wohl in einer Situation, die Keynes **Liquiditätsfalle** genannt hat. Diese ist von zwei Eckpfeilern definiert: Erstens ist die Nachfrage zu schwach, um die Kapazitäten auszulasten. Daher wird kaum investiert und die Unternehmen bleiben lieber auf ihren Gewinnen sitzen. Zweitens sind die Zinsen so niedrig, dass es sich kaum lohnt, Risiken einzugehen. Beispielsweise bringt eine Anleihe von Time Warner, mit dreieinhalb

Geldmengenwachstum



Jahren Laufzeit und einem BBB-Rating, heute noch 1,3% pro Jahr. Das lohnt nicht. In diesem Umfeld kann die Zentralbank die Zinsen nicht mehr nennenswert senken, da sie sowieso schon fast bei Null sind.

Wenn die Liquiditätsfalle zuschlägt, fallen die Zinsen der Anleihen, bis sie ihren absoluten Boden gefunden haben. Dieser liegt, wie man in Japan sehen kann, bei ca. 1,3% für 10-jährige Staatsanleihen.¹ Das ist bei den Ländern mit eigener Zentralbank (d.h. USA, UK und Deutschland) nicht mehr weit, dort liegen die Zinsen derzeit bereits unter 2%. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass die Kurse der Staatsanleihen in diesen Ländern nicht mehr weit steigen können, maximal sieben oder acht Prozent. Andererseits können die Kurse dieser Anleihen erheblich fallen, sollte sich die wirtschaftliche Lage in den nächsten Jahren wieder beruhigen.

Anleihekurse haben sich, wie man aus der beigefügten Grafik erkennt, im deflationären Japan der letzten 15 Jahre aber immer noch besser entwickelt (rote Linie) als Rohstoffe (weiße Linie). Auch Rohstoffe können im Preis fallen, ähnlich wie Immo-

bilien, Kunst, Briefmarken, Oldtimer oder was sonst dieser Tage als Fluchtwährung gehandelt wird.

Das bringt uns zur letzten gängigen Alternative, den Aktien. Diese sind zwar in Japan in den letzten 22 Jahren zuverlässig fast immer gefallen, aber sie haben ihren Abstieg von extrem hohem Niveau aus begonnen. Heute sind Aktien in Europa und den USA aber günstig bewertet, welchen Maßstab man auch immer anlegt. Die Dividendenrendite liegt für den Dax aktuell bei 3,8%, satte 2% höher als für 10-jährige Staatsanleihen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt bei etwa 10, und wenn man die durchschnittlichen Gewinne der letzten 10 Jahre zu Grunde legt, unwesentlich höher, bei 13. Das Risiko, Aktien zu halten, wird also insgesamt gut bezahlt, sodass man langfristig im Deflationsszenario deutlich mehr Geld verdienen dürfte als mit Anleihen.

Sollte alles ganz anders kommen und doch die Keynesianer den Sieg davon tragen, sollte der Westen also in eine Zeit erhöhter Inflation geraten, dann sind Aktien ebenfalls nicht die schlechteste Idee. In diesem Fall steigt der Preis von Rohstoffen, Aktien laufen passabel und Anleihen fallen in den Keller. Aber bislang deutet wenig auf dieses Szenario hin. Die deutsche Vorstellung von Stabilität hat die Oberhand. Wer zahlt, schafft an.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA

+49-89-255 466-0

Wertentwicklung von Rohstoffen und Anleihen in Japan seit 1996 (in Yen)



DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.

¹ Vgl. dazu die Kolumne von Gavyn Davies in der FT vom 24. Januar 2012.