

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 92, August 2013

### „... das Natürlichste von der Welt“

Der geistreichste Mann des geistreichsten Jahrhunderts der jüngeren europäischen Geschichte war der Abbé Galiani. Nach einer Schilderung des Enzyklopädisten Diderot war er die Rettung aller langweiligen Abende in Paris, denn wenn die Konversation stockte und ein dröges Gefühl sich der Gäste bemächtigte, trat der Galiani ein „und mit dem lebenswürdigen Abbé kam die Heiterkeit, die Phantasie, der Geist der Übermut, kurz alles, was die Mühen des Lebens vergessen macht. - Der Abbé ist unerschöpflich in erheiternden Worten und Geschichten. Er ist ein Schatz für Regentage. Ich sagte Madame d'Épinay, wenn man dergleichen vom Kunstschler beziehen könnte, würde jedermann auf dem Lande davon haben wollen.“ Aber so etwas wie Galiani gab es nur in Paris, wo Esprit und Witz in den Jahrzehnten vor der Großen Revolution so hoch im Kurs standen wie sonst nirgendwo.

Galiani stammte aus Neapel, wo er bereits in sehr jungen Jahren als Ökonom auf sich aufmerksam gemacht hatte. Sein Hauptwerk über die Theorie des Geldes, *Della Moneta*, veröffentlichte er bereits mit 22

Jahren. Das später in Frankreich verfasste Werk über den Getreidehandel (*Dialogues sur le commerce des blés*) erfreute sich eines durchschlagenden Erfolgs in den literarischen Salons, vergleichbar mit der Physik-Mode, die Newtons *Principia Mathematica* ausgelöst hatte. Er vermochte auch noch die trockensten philosophischen und ökonomischen Zusammenhänge

mit seinem sprudelnden Geist zu einer spannenden Geschichte zu machen.

Wie die meisten Intellektuellen des 18. Jahrhunderts konnte auch der Abbé Galiani wenig mit Religion anfangen. Dennoch hat er, in einem Brief an Madame d'Épinay anlässlich der Hinwendung der Madame Geoffrin zum Glauben, eine wunderbare Passage verfasst, wie nur ein Ökonom sie zu diesem Thema verfassen kann: „Ich habe

über diese sonderbare Metamorphose der Mme. Geoffrin nachgedacht und halte sie für das Natürlichste von der Welt. Die Ungläubigkeit ist die größte Anstrengung, die der Mensch gegen seinen eigenen Instinkt und seinen Geschmack machen kann; sie beraubt ihn für immer aller Freuden der Einbildungskraft, aller Neigung zum Wun-



Geistreicher Ökonom

derbaren; ... es heißt immerfort, alles verleugnen, an allem zweifeln und in einer beständigen Verarmung aller Gedanken der göttlichen Offenbarungen und Erkenntnisse bleiben. Welch schreckliche Leere! Welches Nichts! Welche Anstrengungen! Es ist also ganz offenbar, dass die große Mehrzahl der Menschen nicht ungläubig bleiben könnte.“

Der Skeptizismus ist also immer ein vorübergehender Zustand, weil er dem Menschen letztlich mühsam ist. Die Realität mag den Menschen immer wieder misstrauisch machen, aber über kurz oder lang wird er wieder gläubig, um nicht zu sagen leichtgläubig.

Diese psychologische Betrachtung lässt sich gut auf die gegenwärtige Verfassung der Aktienmärkte in Europa anwenden. Der Zweifel an der wirtschaftlichen Zukunft ist groß, aber er wird nicht ewig anhalten. Auch dieser muss irgendwann ermatten, zumal es sich dabei um einen Selbstzweifel handelt, was ihn noch viel anstrengender macht. Für die Aktienmärkte ist das Nachlassen oder Zunehmen der Skepsis aber ganz entscheidend.

An dieser Stelle müssen wir noch einmal einen Schritt zurück gehen und dem Leser kurz ins Gedächtnis zurück rufen, was Aktienkurse steigen lässt. Im Wesentlichen sind es drei Treiber, von denen nach Möglichkeit mehrere wirksam sind, um die Investoren glücklich zu machen. Erstens und einfachstens ist da die Bewertung: Ein Wertpapier oder eine Immobilie oder sonst etwas kann sich aus vielen Gründen höherer Wertschätzung erfreuen. So wurde der Dax schon mit dem 30-fachen oder mit dem 10-fachen seiner langjährigen Durchschnittsgewinne bewertet, je nach Laune der Götter. Oder zwischen Anfang 2000 und März 2003 mit dem 3,5-fachen und dem 0,9-fachen des eigentlich recht stabilen Buchwerts. Die Laune ist ganz entscheidend, aber sehr schwer vorherzusagen.

Der zweite bestimmende Faktor für den Kursverlauf einer Aktie oder eines Aktienmarktes ist die Entwicklung der Gewinne oder des Buchwerts (oder welches Maß man sonst für die Substanz der Firma nimmt). Das ist etwas besser vorherzusagen, aber nicht ganz so entscheidend für den Aktienkurs und die Bewertung. Aber langfristig wird eine Firma mit hohen Gewinnen teurer sein als ein Unternehmen, das deutlich weniger abwirft.

Der dritte bestimmende Einfluss sind die Zinsen, also der Preis des Geldes. Oder allgemeiner gesprochen, die *financial conditions*, also die Schwierig- oder Leichtigkeit, mit der Unternehmen ihre Aktivitäten finanzieren können. Sehr grob lässt sich sagen, dass in einer Zeit billigen und einfachen Geldes alles andere - relativ zum Geld - teuer ist, und umgekehrt. Das heißt: sind die Zinsen niedrig, so wird für Aktien, Anleihen, Immobilien etc. mehr gezahlt, als wenn sie hoch sind.

Für die europäischen Aktienmärkte lässt sich festhalten, dass sie seit mehreren Jahren mit großer Skepsis gesehen werden. Die Eurokrise im Kielwasser der großen Finanzkrise hat den Optimismus und den Unternehmergeist schwinden lassen, und der begüterte Europäer lebt heute in großer Unsicherheit und hat keine Lust zu investieren oder zu konsumieren. Entsprechend niedrig sind die Gewinne und Bewertungen der Unternehmen.

Nun wissen wir von Galiani, dass der Mensch sich nicht dauerhaft im Zweifel einrichten kann. Und so redet man im Markt dieser Tage immer öfters über die Verbesserungen in der Eurozone. Gewiss ist man noch nicht am Ende des Tunnels, aber es gibt doch einige unzweifelhafte Lichtblicke:

1. Die EZB hat das Risiko einer Kernschmelze im Euroraum (ein Land nach dem anderen macht pleite, bis schließlich auch Frankreich fällt) praktisch ausgeschlossen. Das ist sogar so glaubhaft, dass die Märkte die entsprechende Ver-

sicherung des EZB-Präsidenten Draghi nicht einmal getestet haben, wie sie es sonst gerne tun. Entsprechend sind die durchschnittlichen 10-jährigen Zinsen im Euroland (ohne die ESM-Kunden Portugal, Griechenland und Irland) um 2% gefallen. Das lässt den Unternehmen mehr Geld für Investitionen und kann eine höhere Bewertung der Aktienmärkte rechtfertigen. Allgemein haben sich die *financial conditions* dramatisch verbessert.

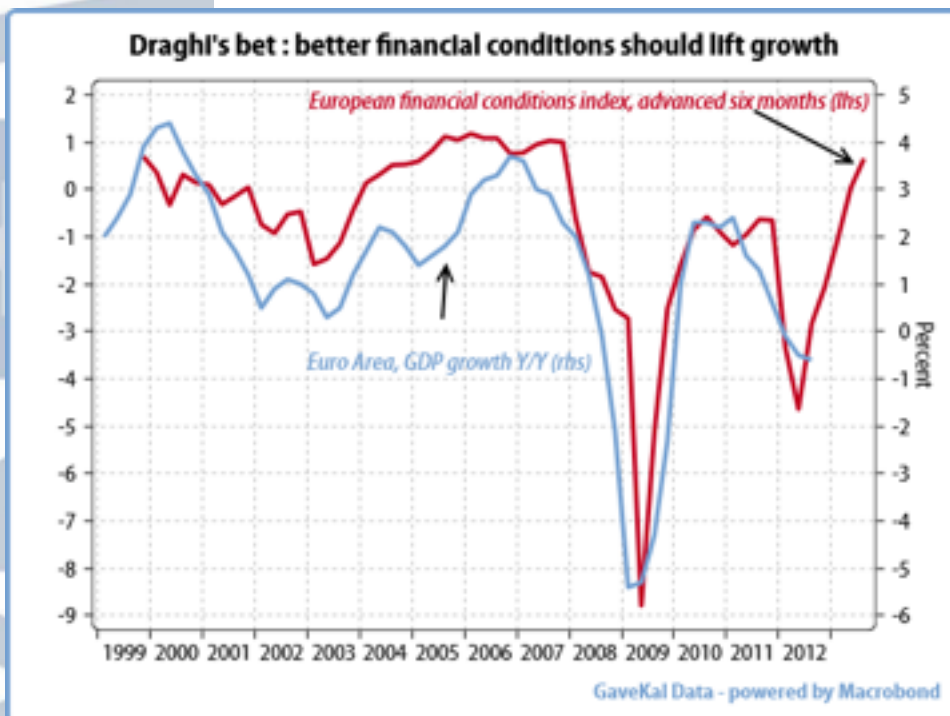
2. Der Welthandel, von dem Europa sehr stark abhängt, hat sich stabilisiert. Insbesondere die USA stehen heute wieder gut da und sind, neben den etwas schwächeren Chinesen, die neue Lokomotive der Weltwirtschaft. In Europa kann man die Verbesserung schon an ersten Indikatoren (wie etwa dem wieder steigenden Rohölverbrauch) ablesen.
3. Die Zeit der Sparhaushalte ist vorüber. Das deutsche Fastenpredigen will niemand mehr hören, denn es hat die Situation in der Peripherie nicht verbessert. Die USA haben auch in dieser Krise wieder gezeigt, dass die Staatsver-

schuldung eher unter Kontrolle kommt, wenn der Staat die Wirtschaft stabilisiert. Darüber hinaus haben eine Reihe von Ländern, insbesondere Deutschland und Italien, ihre Sparziele erreicht und können nun wieder mehr Geld ausgeben. Für die Wirtschaft bedeutet dies erheblich bessere Bedingungen.

Diese Dinge sickern nach und nach in die Gemüter der Marktteilnehmer, bis sie feststellen, dass steigenden Kursen nichts entgegensteht. Und dann kehrt der Optimismus wieder zurück und den Skeptikern geht nach und nach die Luft aus. Die USA, welche als erste aus der Krise gekommen sind, befinden sich bereits in dieser Phase (die Aktie von Facebook hat wieder den Stand ihrer Erstnotierung erreicht), die durchaus einige Jahre andauern kann.

Die Eurokrise ist noch eine ganze Weile nicht vorbei. Aber der Skeptizismus weicht langsam dem Glauben und das ist nicht nur ein Segen für die Realwirtschaft, es ist auch die wichtigste Voraussetzung für höhere Kurse.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA



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.