

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 99, Juni 2014

Das lose Ende der Peitsche

Wellen, das wissen wir noch aus der Schule, kommen in allerlei Gestalten andauernd in unserem Leben vor. Als Licht, als Radio, als Mikrowelle, oder, weniger praktisch, als kosmische Strahlung. Neben den elektromagnetischen Wellen gibt es noch die mechanischen Wellen: Schall, Wasserwellen oder, sehr unpraktisch, Erdbeben. Wellen lassen sich mathematisch meist gut berechnen.

Wellen sind definiert als eine Störung eines Systems. Man kann ein bereits gestörtes System aber durch Wellen auch wieder in einen Quasi-Ruhezustand versetzen. Man denke etwa an die Standwellen (die eigentlich eine Überlagerung verschiedener Wellen sind), wie man sie bei der Schwingung der Saite eines Musikinstruments findet. Bei der Erzeugung einer Standwelle macht man es sich zu Nutze, dass beide Enden der Saite fest sind.

Erheblich schwieriger wird es, wenn eines der Enden lose ist, wie etwa bei der Peitsche. Deren Bewegung zu modellieren ist eine der

schwierigeren Berechnungen im Bereich der Wellenmechanik. Schwierig (und bislang nicht befriedigend gelöst), weil bei der Peitsche die Geschwindigkeit der Wellenbewegung in einer Weise stark zunimmt, die sehr komplex ist. Der bayerische Goaßlschnalzer hat eine so herausgehobene Stellung in ländlichen Gemeinden, weil es ihm gelingt, diese komplexe

Bewegung zu kontrollieren. Er bewegt seine Peitsche so kunstvoll, bis deren Ende sich sogar schneller bewegt als der Schall und auf diese Weise das für das Brauchtum unentbehrliche Krachen erklingt.¹



Ein Outfit für die nächste Fed-Sitzung?

Der Goaßlschnalzer der internationalen Finanzmärkte ist fraglos die US-amerikanische Zentralbank, derzeit personifiziert durch Janet Yellen. Sie versucht die Störung der Finanzmärkte aus den Jahren 2008/09 durch eine andere Störung (Welle), die Niedrigzinspolitik, auszugleichen, um so gewissermaßen eine Standwelle zu erzeugen. Das aber ist extrem

¹ Fußnote für Freunde der Physik: Das Phänomen ist bei der Peitsche etwa das selbe wie bei einer U-förmig an beiden Enden aufgehängten Kette, bei der das eine Ende losgelassen wird. Dieses Ende wird im Verlauf des Falls schneller, als ein parallel frei zu Boden fallendes Kettenglied, also schneller als die von Newton beschriebenen 9,8 m/s des freien Falls. Die kinetische Energie zu Beginn des Falls ist $\frac{1}{2}mv^2$. Im Verlauf des Falls wird die Masse immer geringer, da immer mehr Kettenglieder zu fallen aufgehört haben und nur noch an der Kette hängen. Da die kinetische Energie aber erhalten bleiben muss, muss „v“, also die Geschwindigkeit, entsprechend höher werden. Bei der Peitsche wird prinzipiell aus demselben Grund das Ende extrem beschleunigt. Vgl. zur Mathematik des Peitschenknalls Jefferson Taft: The Propagation of Waves through a Cracking Whip, <http://math.arizona.edu/~ura/031/Taft.Jefferson/Report.pdf>.

schwer, weil nicht beide Enden der Saite fest sind.

Als der Griff ihrer Peitsche muss die Zinspolitik gelten, die (in normalen Zeiten) auf die kurzfristigen Zinsen wirkt. Niedrige kurzfristige Zinsen senken das Zinsniveau insgesamt, also auch die langfristigen Zinsen. Bei hohen kurzen „Zentralbankzinsen“ verhält es sich umgekehrt. Die langfristigen Zinsen sind gewissermaßen die erste Welle in der Peitsche, in der sich die Bewegung des Griffs fortsetzt.

In Zeiten niedriger Zinsen geht es den Unternehmen besser, denn sie müssen für ihre Kapitalkosten weniger aufwenden. Das freut zunächst einmal die Gläubiger der Unternehmen, die nun umso mehr Grund für die Erwartung haben, ihr Geld wiederzusehen. Hinzu kommt, dass einigen Investoren nun die Zinsen der Staatsanleihen zu niedrig sind, sodass sie sich nach höherverzinslichen Alternativen umsehen. Beides, die verbesserte Situation der Unternehmen und die höhere Nachfrage nach Unternehmensanleihen, führt zu steigenden Kursen (und entsprechend niedrigeren Zinsen) bei diesen Papieren. Das ist die zweite Welle von Yellens Peitsche.

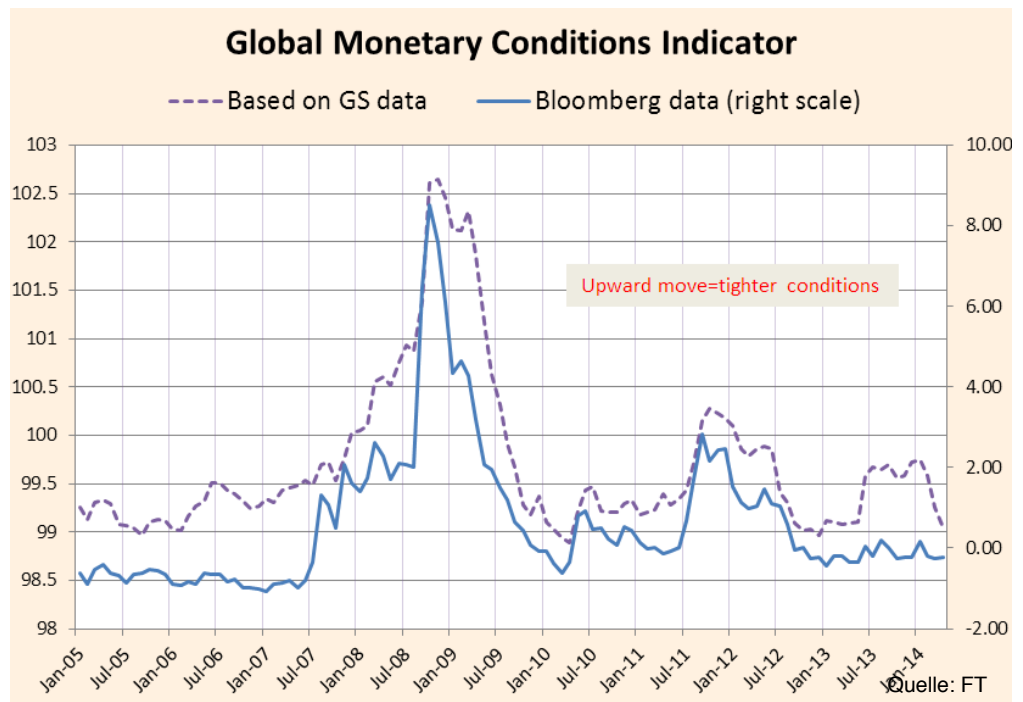
Das ganze setzt sich nun fort auf dem Immobilienmarkt, wo die Verzinsungen, die man sich von der Vermietung verspricht, höher sind, als was mit Anleihen zu erzielen wäre. Dort kommt noch hinzu, dass die Finanzierung von Immobilien günstig ist und Käufer dazu verleitet, zu glauben, sie könnten größere Kredite stemmen. Das ist die dritte Welle.

Derselbe Effekt tritt bei den Aktionären auf, die sich ebenfalls über die niedrigen Kapitalkosten freuen und zu denen sich nun Investoren gesellen,

die normalerweise mit den Zinsen der Unternehmensanleihen zufrieden, mit dem aktuell gesunkenen Niveau aber nicht mehr einverstanden sind. Die vierte Welle - hier ist das Geld schon sehr viel schneller unterwegs.²

Am Ende wird die Sache immer schwerer berechenbar. Das Geld geht nun in Private Equity, ein Bereich, der sich durch wenig Transparenz, viel Kredit und hohe Renditeversprechen auszeichnet. Dies ist das Äquivalent zum schallmauerdurchbrechenden Schwanz der Peitsche, business at the speed of light, sozusagen.

Die Bedingungen an den Finanzmärkten sind nach wie vor von dem Peitschenschwung geprägt, der seit der Finanzkrise die Wirtschaft mit billigem Geld versorgt. Wie man der untenstehenden Grafik entnimmt, sind die Turbulenzen nach der Eurokrise längst überwunden, und die monetären Bedingungen sind so locker sie nur sein können. Solange dies so bleibt, wird sich auch der Aufwärtstrend in allen riskanteren Anlagekategorien, von der Unternehmensanleihe bis zu Private Equity, fortsetzen.



² Innerhalb der einzelnen Anlageuniversen gibt es viele Randgebiete, in denen sich der Peitscheneffekt noch einmal verstärkt. Bei den Anleihen sind es etwa die Hochzinsanleihen, die besonders gut laufen in Boomphasen. Bei den Aktien sind es Werte, die vom Konjunkturzyklus besonders stark abhängen, wie etwa die Automobilbranche oder, allgemein, die Schwellenländer.

Es wird Rücksetzer geben, wie durch den Irredentismus Russlands und Chinas, oder durch eine Deflationskrise in den Schwellenländern. Aber am Ende hat Janet Yellen die Peitsche in der Hand, und das ist es, was zählt. Alles andere sind Interferenzen.

Dem Vorbild der Fed folgt nun, nach allem, was man hört, auch die EZB. Sie hat die Märkte seit Monaten auf eigene unkonventionelle Lockerungsübungen vorbereitet. Was auch immer dabei herauskommt (Anleihenkäufe? Direkte Kredite nach Südeuropa?), es wird den derzeit herrschenden Peitscheneffekt nur noch verstärken.

Und selbstverständlich wird auch der Boom, den wir derzeit erleben, irgendwann in Tränen enden. Die extreme Geschwindigkeit zum Schwanz der Peitsche hin wird viele Gewinne sehr schnell in Luft auflösen. Durch die Notenbankpolitik werden viele Investoren in Assetklassen gedrängt, in denen sie eigentlich nichts zu suchen haben.

Und dann kommt irgendwann der Knall, an den Finanzmärkten wie bei der Goßl, und dann kehren diese Anleger im Rahmen allgemein fallender Kurse verschreckt wieder dorthin zurück, wo sie hergekommen sind. Aber wann dieser Knall kommt, kann keiner sagen. Daher ist es ja so schwer, mit den Crashpropheten professioneller Unkenrufer Geld zu verdienen. Es ist klar, dass es irgendwann auch wieder abwärts geht, aber wann, wie lange und wie weit, weiß niemand.

Viel wichtiger ist es zu wissen, in welche Richtung der Griff der Peitsche der Zentralbanken zeigt. Und da sieht es nach wie vor gut aus für Risikoassets wie Unternehmensanleihen oder Aktien.

Dr. Georg v. Wallwitz