

# BÖRSENBLATT

---

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

### Nr. 39, Juni 2007

#### Fünf-Jahres-Ausblick

Alle halbe Jahre, zum Dezember und zum Juni, versuchen wir uns einen Weg zu bahnen durch die Berge und Täler der Finanzmärkte: Wir suchen die Ausrichtung für die kommenden Monate zu justieren und fragen uns nach der Güte unseres bisherigen Kurses. Alle halbe Jahre gehen wir intensiv in uns um den Weg abzustecken für die folgenden zwei bis fünf Jahre. Die Ergebnisse dieser Kontemplation wollen wir im Folgenden zusammenfassen.

Die wesentlichen Voraussagen, um die es bei allen Anlageentscheidungen geht, betreffen **1. Wirtschaftswachstum, 2. Gewinnwachstum, 3. Inflation, 4. Zinsen und 5. Dollar**. Aus den Annahmen zu diesen Eckpfeilern gilt es ein **Basisszenario** zu konstruieren, also den wahrscheinlichsten Fortgang der Dinge. Wer diese Punkte richtig einschätzt, hat den wesentlichen Teil der Investitionsarbeit getan.

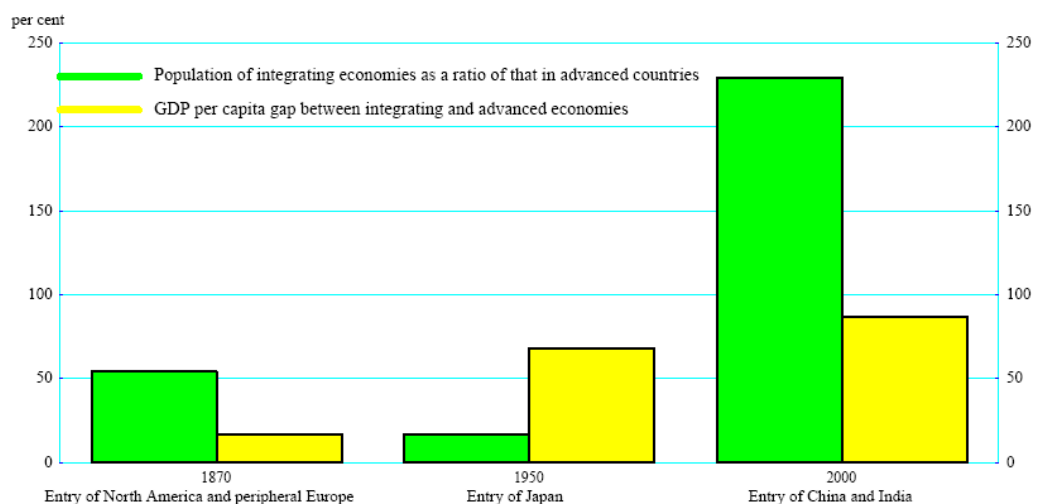
Das Basisszenario für die Aktienmärkte hatten wir im [Dezember](#) als „rosig“ bezeichnet und damit stark untertrieben. Alles was gut gehen konnte, ist wir prognostiziert gut gegangen mit einer einzigen Ausnahme: die US-Notenbank

wird wohl doch nicht so bald wie wir dachten, die Zinsen senken.

Das Basisszenario sieht heute nicht viel anders aus. Es sind nach wie vor vier starke Trends, welche den Aktienmärkten Rückenwind verschaffen:

- 1. Wirtschaftswachstum durch Globalisierung:** Das globale Wachstum bleibt auf absehbare Zeit stark: Die Weltwirtschaft wird derzeit von den Schwellenländern, Europa und Japan getragen. Die Schwäche des US-Immobilienmarktes hat zu einer Verlangsamung des dortigen Wachstums geführt, die aber insgesamt von der Stärke in den anderen Regionen aufgefangen wird. Der Aufschwung ist nicht nur regional gut ausbalanciert, er findet zunehmend auch im Konsumsektor der Schwellenländer und Europas statt, wo es bislang ein Defizit gab.

Figure III.1. The current episode of globalisation is historically large  
Episodes of countries entering the internationalised economy compared



Source: Maddison (2007).

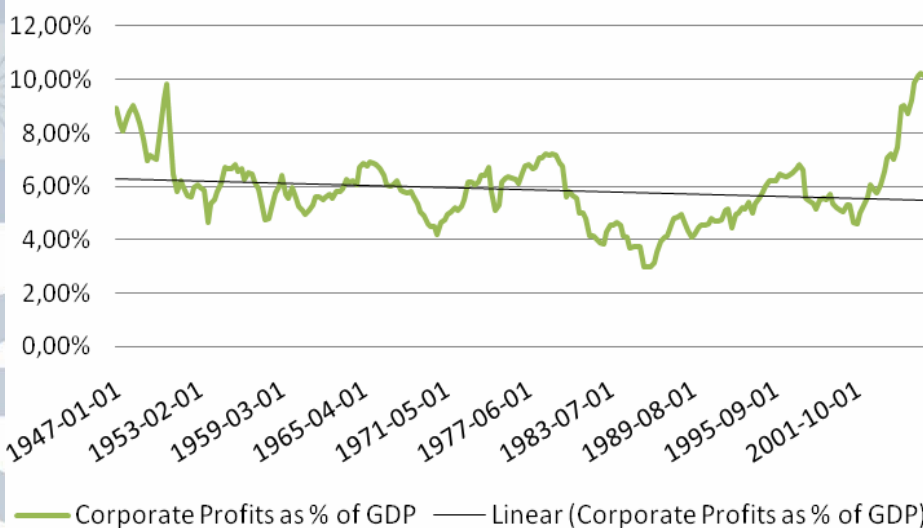
Die wesentlichen Treiber der Globalisierung und des Wachstums sind nach wie vor intakt:

- a. Die politisch vor allem von den Schwellenländern gewollte Integration neuer Volkswirtschaften in die Globale Architektur ist von deutlich größerem Ausmaß als frühere Wellen der Globalisierung (Vgl. die unten stehende Grafik, die wir aus dem [aktuellen Bericht der OECD](#) geborgt haben).
- b. Die Technologie macht bei Kommunikation und Transport erhebliche Fortschritte und lässt die Kosten hierfür weiter fallen.
- c. Die Firmen organisieren ihre Produktion nicht mehr nach Ländergrenzen, sondern nach globalen Wertschöpfungsketten. Dadurch steigern sie die Produktivität und die Firmengewinne.

d. Die Globalisierung erfasst erstmals auch den Dienstleistungsbereich. Bis vor Kurzem galt Service als etwas rein Lokales. Das stimmt aber nicht mehr.

2. Mit der Globalisierung hängt stark zusammen, dass die **Unternehmensgewinne** erheblich stärker gestiegen sind als die Löhne und Gehälter. Das ist eines der Hauptmotive für die Globalisierungsgegner. Eine vorübergehende Gewinnausweitung der Unternehmen ist der Preis dafür, dass die Schwellenländer einen Entwicklungsschub machen und ihr Pro-Kopf-Einkommen signifikant steigern. Der Eintritt von zwei Milliarden neuen Arbeitnehmern in die globale Wirtschaft hat zwangsläufig dazu geführt, dass der Preis der Arbeit gefallen ist und der Preis des Kapitals gestiegen ist. Wenn viele Arbeiter ihre Dienste anbieten, können die Unternehmen sich aussuchen, mit wem und zu welchem Preis sie produzieren.

**Unternehmensgewinne relativ zum BIP in den USA**



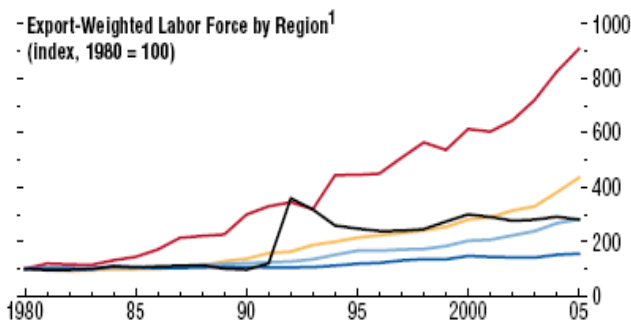
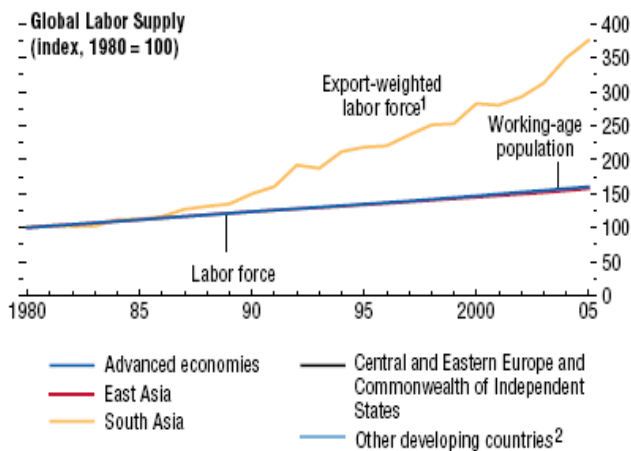
Quelle: St. Louis Fed, E&W

Im [April-Bericht des Internationalen Währungsfonds](#) findet sich auf den Seiten 161 ff. ein Bericht über das Ausmaß dieser Entwicklung, aus der wir auch die umsteitig stehende Grafik 5.1. übernommen haben. Ihr kann man entnehmen, wie schlecht die Karten der Gewerkschaften sind. Ein unaufhörlich steigender Anteil der Weltbevölkerung

arbeitet im Exportsektor und konkurriert mit dem Rest der Welt. Ein Ende dieser Entwicklung ist derzeit nicht abzusehen.<sup>1</sup>

**Figure 5.1. Alternative Measures of Global Labor Supply**

East Asia's marked rise in working-age population and increasing trade openness have contributed to about half of the quadrupling of the effective global labor supply, while South Asia and the former Eastern bloc accounted for smaller increases.



3. Eine erheblich unterschätzte Entwicklung ist die **Inflation**. Die **Inflationserwartungen** sind deutlich gestiegen: In den USA liegen sie mittlerweile bei 5,5%.

<sup>1</sup> Die harten Tatsachen zeigen, wie sehr Karl Marx auch an dieser Stelle daneben lag: Im ersten Band des *Kapital* diskutiert er im [VI. Abschnitt](#) den *Arbeitslohn*. Hier findet sich das vielleicht schwächste Stück seiner Theorie. Marx behauptet, Arbeit unterliege anderen Gesetzen als Waren (allenfalls die Arbeitskraft, was auch immer der Unterschied sei) ihr Wert sei letztlich nicht durch Angebot und Nachfrage bestimmbar. Die theoretische Begründung hierfür war schon immer etwas verquast, ihre Unrichtigkeit zeigt heute die Praxis.

Die allgemeine Inflationsrate liegt seit Jahren deutlich über der Kerninflationsrate. Die von China und Ostasien ausgehende deflationäre Tendenz wird immer geringerer. Für den Euro-Raum ist sie noch real, für den Dollar-Raum fast nicht mehr messbar. Nach den Metall- und Energiepreisen beginnt die Nachfrage der Asiaten nun auch die Nahrungsmittelpreise zu treiben. Die Lohnerhöhungen in China führen dazu, dass die Preise der dort hergestellten Güter nicht mehr beliebig billiger werden können. **Für die USA erwarten wir im Durchschnitt der nächsten fünf Jahre eine Inflationsrate von 3,5%, für Europa erwarten wir 2,5%.**

4. Die Entwicklung der **Zinsen** hängt wesentlich von der Entwicklung des Wachstums und der Inflation ab. Beides spricht für eher höhere Zinsen. Hinzu kommt eine Zunehmende Diversifikation der großen konservativen Geldtöpfe (Zentralbankgelder, Pensionsfonds etc.) weg von Staatsanleihen. Derzeit befinden sich 80% der ausstehenden US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit zwischen 3 und 10 Jahren in der Hand von Ausländern. Mehr können es fast nicht werden. Das bedeutet aber, dass über kurz oder lang der zinsenkende Effekt der Käufe von US-Zinspapieren durch Asiaten und Ölproduzenten ein Ende hat. Für die **USA** erwarten wir im Durchschnitt der nächsten fünf Jahre bei den **10-jährigen Zinsen** eine Schwankungsbreite von **4,0% bis 6,5%**, für **Europa** erwarten wir die **10-jährigen** zwischen **3,5% und 6%**.

Diese Zinssätze sind nach wie vor niedrig genug, um Geld vom Anleihenmarkt in den Aktienmarkt zu pumpen. Private Equity-Fonds werden noch auf absehbare Zeit in erheblichem Umfang mit geborgtem Geld Aktien kaufen, auch wenn diese mittlerweile eher teuer als billig sind. Die Renditen für die Anleger in Private Equity werden zwar dünn (Die Aktien werden von den Fonds eher zu teuer gekauft und die Zinsbelastung steigt), aber so lange die Margen für die Fondsmanager hoch bleiben, werden sie investieren was das Zeug hält.

5. Der **Dollar** wird aller Voraussicht nach noch eine Weile schwach bleiben. Die Amerikaner geben zu viele Dollars aus und nehmen zu wenige ein. Der Konsum wird unter Druck sein, so lange die Sparquote in den USA wieder in einem akzeptablen Bereich ist. Das Wachstum der US-Wirtschaft wird in den Jahren 2007 und 2008 eher schwach bleiben. Das bedeutet tendenziell sinkende Zinsen, auch wenn der Inflationsdruck in eine andere Richtung geht. Mit einer Angleichung des Zinsniveaus an den globalen Durchschnitt geht eine der wichtigsten verbliebenen Stützen für den Dollar verloren.

**A**m Ende hängt alles an der Globalisierung. Die Globalisierung hat zu hohen Gewinnen für die Unternehmen geführt. Die Globalisierung ist verantwortlich für niedrige Zinsen (durch Export von Deflation und Kauf von US-Staatsanleihen). Dadurch wird es extrem interessant, sich billig zu verschulden und von diesem Geld profitable Unternehmen zu kaufen. Das ermöglicht Private-Equity- und M&A-

Deals zu immer höheren Preisen. Und indem das Börsenspiel sich seit 2003 komplett gewandelt hat, werden nun auch Unternehmen gezwungen, Aktien zu kaufen, entweder zur Verteidigung (Kauf eigener Aktien) oder zum Angriff (Kauf anderer Unternehmen).

Hinzu kommt noch ein weiterer Trend, der den Unternehmen zu Gute kommt: Auf der ganzen Welt, aber insbesondere in Europa werden die **Unternehmenssteuern gesenkt** und die Bürokratie entstaubt. Bis vor einem Jahr haben sich die Westeuropäer noch aufgeregt über die niedrigen Steuersätze in Osteuropa. Nun klagen sie nicht mehr, sondern senken selbst die Steuern. In diesem Jahr haben bereits die Engländer ihre Unternehmenssteuern um 2% auf 28% gesenkt. Die Deutschen senken den Satz von 39% auf 30%. Sarkozy will in Frankreich von 33% auf unter 28% senken. Die Sozialdemokraten in Spanien werden von 35% auf 30% gehen. Das ist eine ganz erstaunliche Entwicklung, die für die Unternehmensgewinne nur gut sein kann.

Es ist eine gute Zeit, Aktionär zu sein. Die Antworten auf die entscheidenden Fragen legen nach wie vor eine Übergewichtung von Aktien gegenüber Anleihen nahe. Leider wird die Party nicht ewig dauern. Sie endet spätestens, wenn die Zinsen nicht mehr künstlich niedrig gehalten werden und die Private-Equity-Fonds alle gleichzeitig ihre Firmen an die Börse bringen wollen.

Aber bis es so weit ist, dauert es noch eine Weile.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA  
+49-89-255 466-0

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 sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden 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 nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.