

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 91, Juni 2013

Von Gurken und Blasen

Aristoteles sagte, das Leben der Menschen sei wie eine Gurke - bitter an beiden Enden.

Gnomologium Vaticanum 143

Obenstehende Feststellung ist eine große Beruhigung. Sie findet sich in einer Byzantinischen Sammlung von Anekdoten und Aussprüchen von Philosophen und anderen Berühmtheiten der griechischen Antike, welche derzeit in einem mit Spannung verfolgten Gemeinschaftsprojekt der Universitäten London, Uppsala und Wien herausgebracht wird. Aus ihr lernen wir, dass das Leben schon immer wie eine Gurke war, nicht nur hier und heute, sondern bereits in jenem goldenen Zeitalter des Geistes, welches uns bis heute Inspiration und Leitstern ist. Wenn Aristoteles, der über fast 2000 Jahre als der einzig lesbare Philosoph galt, das so sieht, dann kann es nicht anders sein.

Erfahrene Leser unseres Blogs ahnen bereits, dass es sich mit den Finanzmärkten nicht anders verhält als mit dem Leben im Allgemeinen und der Gurke im Besonderen. Das ist gegenwärtig besonders gut zu beobachten: Der Aufschwung an den Weltbörsen, der nun sogar ferne Orte wie Japan erreicht hat, nahm seinen Anfang in jenen bitteren Tagen um die Jahreswende 2008/2009, als

der Untergang der Weltwirtschaft ein plausibles Szenario war und die Zentralbanken sich genötigt sahen, die Zinsen auf ein mit-leiderregendes Niveau zu senken. Er wurde verstärkt durch die glaubhafte Willenserklärung der Europäischen Zentralbank, tatsächlich alles zu tun, was zur Rettung des Euros nötig ist, sowie die unbegrenzte Versorgung der Banken im Euroland mit Liquidität.

Ob das andere Ende dieser Gurke, also die Normalisierung der Zentralbankpolitik, ebenfalls bitter wird, steht noch aus. Egal, wie man die Geschichte formuliert, die Situation ist derzeit angenehm komfortabel und die Märkte steigen auf einer Welle guter Gefühle. Wir sind also irgendwo in der Mitte der Gurke, vielleicht aber auch schon kurz vor dem hinteren Ende. Die Situation stellt sich folgendermaßen dar:



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Blase am Rentenmarkt!

Vermutlich haben wir eine Blase im Rentenmarkt. Das spüren nicht nur die Sparer, die fast keine Zinsen mehr bekommen, es lässt sich auch an einer Reihe von Indikatoren ablesen. Beispielsweise ist das lange Ende der Zinskurve (also etwa die 10-jährigen Zinsen) bei den US-Staatsanlei-

hen (und allen anderen als sicher geltenden Papieren) auf ein deutlich niedrigeres Niveau gesunken, als es mit Vernunftgründen erklärt werden kann. Die *term premium* (das ist die Prämie, die Anleger in Anleihen verlangen, wenn sie ihr Geld langfristig anlegen sollen, als Entschädigung für die Unsicherheit eines solchen Geschäftes gegenüber vielen kurzfristigen Ausleihungen) liegt normalerweise bei etwa PLUS einem Prozent, ist nun aber auf MINUS ein Prozent gefallen. Das heißt, die Anleger sind gewillt, dem Staat langfristig Geld zu leihen zu einer niedrigeren Rate, als sie für dieselbe Zeitspanne erwarten könnten, indem sie nacheinander kurzfristige Anleihen kaufen. Ben Bernanke, der Chef der US-Zentralbank, hat kürzlich auf dieses Phänomen hingewiesen und es dann wegzulächeln versucht. Aber es ändert nichts an der Tatsache, dass viele Anleger einfach nicht wissen, wohin mit dem Geld, und genötigt sind, zu irrationalen Kursen Anleihen zu kaufen.

Die Blase wird noch eine Weile bestehen bleiben, denn zu vielen Anlegern stecken noch die Beinahe-Katastrophen von 2009 und 2011 in den Knochen. Sie werden sich so bald nicht wieder zurück in die Aktien wagen. Und Versicherungen und Banken werden vom Staat gezwungen, Staatsanleihen zu kaufen, sodass eine erhebliche Nachfrage garantiert bleibt - und den Rest kaufen die Zentralbanken.

Blase am Aktienmarkt?

Am Aktienmarkt ist die Lage schwieriger zu beurteilen. Die Bewertungen erscheinen moderat, denn mit den Kursen sind auch die Gewinne gestiegen, und wenn die Alternative (also die Anleihen) extrem teuer ist, so liegt es nahe, auch jetzt noch

Unternehmensgewinne nach Steuern in den USA



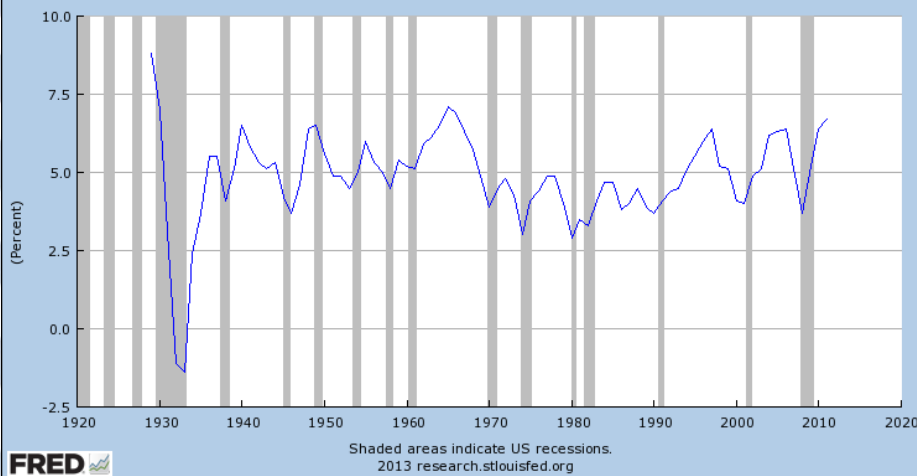
in Aktien zu investieren.¹ Dagegen wird angeführt, dass die Gewinne heute historisch extrem hoch sind und immer dazu tendiert haben, früher oder später zu ihrem Mittelwert zurückzukehren. Und wenn die Gewinne wieder dahinschmelzen, dann ist die Bewertung der Aktien, die auf Dauer doch immer am Gewinn hängt, nicht mehr zu rechtfertigen. Außerdem ist die Konjunktur schleppend: Wie soll es da gelingen, außerordentliche Gewinne zu erwirtschaften?

Die Unternehmen haben sich fraglos gut erholt in den Ländern, die am besten aus der Krise heraus gekommen sind (also die USA und Deutschland). Die Gewinne haben neue Höchststände erreicht, nicht nur die Aktienkurse. Dabei ist in der Tat der Anteil der Unternehmensgewinne am Nationaleinkommen heute so hoch wie zuletzt in den 1960er-Jahren, aktuell liegt der Wert bei 6,7%. Reduziert sich der Anteil am Kuchen, der für die Unternehmer abfällt, wieder auf den alten Durchschnitt von 5%, dann bedeutet dies nichts Gutes für die Gewinne.

Es deutet aber einiges darauf hin, dass die Gründe für die hohen Unternehmensgewinne struktureller Natur sind und für eine längere Weile bleiben werden. Erstens hängen die Gewinne der multinationalen

¹ In der unschönen Fachsprache heißt dies, dass die Risikoprämie für Aktien nach wie vor hoch ist, dass der Aktionär also ein gutes Polster hat für den Fall, dass die Situation sich wieder verschlechtert.

Anteil der Unternehmensgewinne am BIP in den USA



Unternehmen weniger an der Konjunktur ihres Heimatlandes, sondern an der Weltkonjunktur. Diese wächst laut der aktuellen Schätzung des Internationalen Währungsfonds in diesem Jahr um 3,3%, im nächsten Jahr um 4% und im Jahr 2015 um 4,4%. Entsprechend gut ist das Umfeld für die Gewinne.

Zweitens gelingt es den Unternehmen im Zeitalter der Globalisierung einen immer größeren Teil der Gewinne für sich zu behalten, was sich an den immer geringeren Steuerquoten ablesen lässt. In den USA ist der Anteil der Unternehmenssteuern an der gesamten Wirtschaftsleistung seit dem Zweiten Weltkrieg von 7% auf 2,5% zurückgegangen. Dies ist ein lang anhaltender Trend, der begünstigt wird durch die

heutigen Möglichkeiten, Gewinne in Inselparadiesen wie Irland anfallen zu lassen, wo niemand, der nüchtern ist, Steuern zahlt. Diesen Trend umzukehren fällt den Regierungen aber extrem schwer, denn dazu müsste man auch Schlupflöcher für die eigene Klientel stopfen, was niemand will.

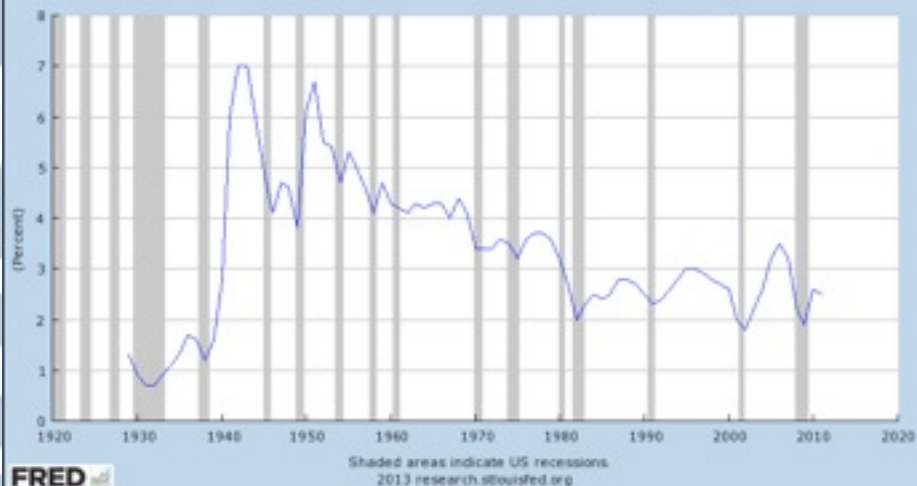
Schließlich sind die Arbeiter und Angestellten nach wie vor nicht in der Lage, wesentlich höhere Löhne von ihren Arbeitgebern zu verlangen. Die Unternehmen sind so vaterlandslos, dass sie jederzeit willens und in der Lage sind, ihre Produktion zu verlagern, wenn die Kosten zu sehr steigen.

Das sind alles langfristige Trends, die den Aktionären in die Hände spielen. Hinzu kommen noch kurzfristige Umstände, wie die sinkenden Rohstoffpreise und die Schiefergasrevolution in den USA. Warum also sollten die Gewinne in nächster Zeit sinken? Darauf deutet derzeit nicht viel hin und daher bleiben Aktien heute die bevorzugte Anlageklasse.

Das bittere Ende Gurke

Allerdings werden irgendwann die Zinsen wieder auf ein vernünftiges Niveau steigen und die Zentralbanken werden mit ihrer extremen Politik aufhören. Als die Fed ihre ersten Programme zur Quantitativen Lockerung (QE1 und QE2) auslaufen ließ, ist der Aktienmarkt jeweils in ein großes Loch gefallen, um bis zu 20%. Anders wird es wohl auch diesmal nicht sein. Wir empfehlen daher, die gegenwärtige Situation zu genießen, denn so wie die große Lockerung der Zinsen aus einem bitteren Anlass entstand, so wird ihr

Anteil der Unternehmenssteuern am BIP in den USA



Ende auch nicht schön sein. Aber so lange es noch nicht absehbar ist, steigen die Kurse.

Das erinnert an die Anekdote, die Machon, ein Komödienschreiber aus Alexandria im 3. Jahrhundert v. Chr. berichtete: „Philoxenus von Cythera betete einst, er möge einen fünf Fuß langen Schlund haben, ‚damit‘, sagte er, ‚ich so lange wie möglich herunterschlucken kann und alles, was ich esse, zur selben Zeit genießen kann.“ (Machon, *Anekdoten* 10) Möge der Schlund der Märkte möglichst lang sein, sodass wir steigende Preise für alles, für Anleihen, Aktien, Immobilien, Kunst etc. noch eine Weile genießen können. Aber irgendwann landet das alles im Magen und muss verdaut werden. Und es wird fraglos schwer im Magen liegen. Bis dahin, Prost.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA