

Börse

Wenn der Aufschwung kommt ...

Wissen Sie, was Selbstzweifel sind? Wahrscheinlich schon. Irgendwie kennt das Gefühl wohl jeder. Nicht ganz sicher sein, ob man alles richtig macht. Nicht ganz sicher sein, ob man die Welt und sich selbst richtig versteht.

Die Börse kennt solche Gefühle nicht – oder nur ganz selten. Die meiste Zeit gibt es gefühlt nur eine Richtung: aufwärts! Corona? Aufwärts! Weil es Unternehmen gibt, die vom veränderten Verhalten der Menschen profitieren. Weltrezession? Aufwärts! Weil es Zentralbanken gibt, die notfalls schon die Leitzinsen senken oder so viele Obligationen kaufen werden, dass die Zinsen am Obligationenmarkt schon fallen werden. Und wenn die Zinsen wieder steigen? Weil der Aufschwung kommt? Aufwärts! Der Aufschwung kommt!

Tolle Sache, so eine Börse. Es geht immer nur aufwärts. Zumindest so lange, bis es wieder abwärts geht. Natürlich wachsen die Bäume auch an der Börse zwar gen, aber nicht in den Himmel. Mit einfacher Ökonomie lässt sich langfristig erstaunlich gut erklären, wie stark und warum die Börsen an Wert zulegen.

Je höher die Zinsen, desto tiefer der Wert der erwarteten Dividenden

Im Wesentlichen spielen dabei zwei Grössen eine Rolle: die Unternehmensgewinne der Zukunft und das Zinsniveau. Erstere, weil der Erwerb der Aktien den neuen Anteilseignerinnen eine zukünftige Dividende verspricht. Zweitere, weil eine zukünftige Dividende heute weniger wert ist als in der Zukunft. Dabei gilt: je höher der Zins, desto tiefer der Wert der erwarteten Dividende. Je tiefer die Zinsen, desto höher der Wert.

Tatsächlich liegt das Volkseinkommen heute im Vergleich zu 1960 um den Faktor 38 höher. Die Zinsen, die US-Grossunternehmen zahlen müssen, sind unter grossen Schwankungen um gut 40 Prozent gefallen und wa-



Klaus Wellershoff
Ökonom
Wellershoff & Partners

«Die Luft an den Börsen ist dünn geworden. Obwohl der Aufschwung, wie wir alle hoffen, näher gerückt ist.»

ren so für einen weiteren Anstieg der Kurse um das 1,7-Fache verantwortlich. Der breite US-Aktienmarkt ist über diesen Zeitraum um das 65-Fache gestiegen.

Wenn das stimmt, dann wären Aktienmarktprognosen doch sehr einfach? Wenn man Zinsen prognostizieren könnte, ja. Das können wir Ökonomen aber nicht wirklich. Was das dann alles hilft? Immerhin können wir in Extremsituationen sagen, wenn Zins, Volkseinkommen und Aktienmarkt auseinanderlaufen. Das war Anfang des Jahres 2000 der Fall. Heute gilt das nicht.

Wenn der Aufschwung Tritt fasst, werden die Zentralbanken handeln müssen

Darüber hinaus können wir auch Börsenerwartungen hinterfragen. Zum Beispiel ist die Vorstellung, dass die Börsenkurse im nächsten Aufschwung einfach weiter steigen werden, gar nicht so einleuchtend, wie es im ersten Moment erscheint. Und das liegt nicht an den Unternehmensgewinnen, die dann sicher wieder steigen werden, sondern an den Zinsen. Wenn der Aufschwung Tritt fasst, werden die Zentralbanken früher oder später ihre extremen Anleihenkaufprogramme reduzieren. Einfach anzunehmen, dass die Zinsen dann so tief bleiben werden wie in der Krise, ist wohl vermessenes. Zudem besteht die Gefahr, dass die Zunahme der staatlichen Verschuldung und der Geldmengen zu höheren Inflationserwartungen führen könnten. All das wäre Gift für die Zinsen und damit auch für die Börse.

Und schliesslich hilft ein ökonomisches Verständnis auch die aktuelle Marktentwicklung zu beleuchten. Tatsächlich steigen die Zinsen bereits seit einigen Wochen. Seit dem Jahresanfang sind die Zinsen auf Unternehmensanleihen bereits um so viel gestiegen, dass die Börsenkurse schon gut einen Achtel tiefer liegen müssten. Stattdessen sind sie weiter gestiegen. Die Luft an den Börsen ist also dünn geworden. Und das, obwohl der Aufschwung, wie wir alle hoffen, näher gerückt ist.