

Aktien – ein Mosaikstein im langfristigen Bild

Description

Treten wir von der üblichen kurzfristigen Betrachtungsweise zurück – wie lief es denn bei Aktien seit dem zweiten Weltkrieg?

Zwischen Anfang der 1950er Jahre und Mitte der 1960er Jahre gab es einen anhaltenden Bull-Run. 1966 erreichten die Aktienkurse ein Topp. Danach folgte ein Bärmarkt, der bis 1982 anhielt und den realen Wert von Aktien um 70% sinken ließ. Dabei suchten Anleger aber ihr Heil nicht etwa in Bonds. Deren Renditen stiegen mit der Inflation an und erreichten im September 1981 mit fast 16% ihr Topp. Das reale BIP war in all den Jahren (bis auf vier) positiv und erreichte im Mittel 2,95% (das ist mehr als der Durchschnitt seit 1983 von 2,85%). Nominal sanken die Aktienkurse in dieser Zeitspanne nur um 18%, aber die Abwärtsbewegung ist bemerkenswert in Hinsicht auf ihre Länge und die die reale Performance trübende Inflation, die nicht selten an zweistellige Raten herankam.

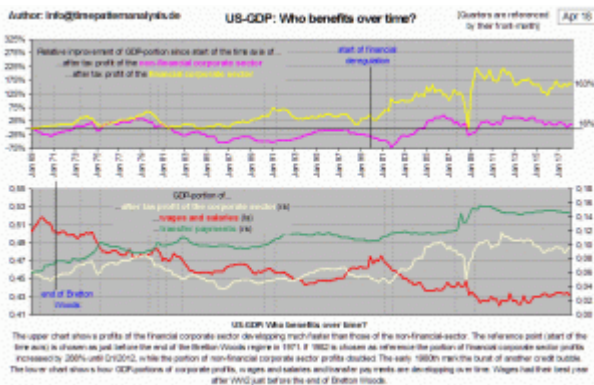
Für 1966 kann man den Anteil von Aktien am BIP real auf gut 40% schätzen. Inflationsbedingt kam er 1982 auf lediglich noch 18%. Nach mehr als 35 Jahren mehr oder weniger stetiger Gewinne, kommt der Wilshire 5000 als breitester Aktienindex der USA nun auf gut 170% des BIP, also auf gut das Vierfache des Wertes von 1966.

Die damalige relative Bedeutungslosigkeit des Aktienmarktes im Vergleich zur Realwirtschaft dürfte auch erklären, warum sich die Inflation in erster Linie in den Verbraucherpreisen niedergeschlagen hat. Finanzwerte wurden erst besonders angetrieben, als die Fed in den 1980er Jahren mit ihrer übermäßig reaktiven Geldpolitik begann, die dafür sorgte, dass die Selbstreinigung in einer Rezession ausblieb und Anleger in „riskante“ Vermögenswerte trieb im Glauben, die Fed werde es nach einem möglichen Crash schon wieder richten.

Die Billionen Dollar, die die Fed aus dem Nichts schafft, müssen irgendwo hin, und wohin sie auch immer gehen, sie treiben die Preise. Die Mechanismen, wie monetäre Anreize die Wirtschaft erreichen, legen nahe, dass die Geldmenge zunächst und zumeist für Inflation bei Finanzwerten sorgt. Steigende Preise von Aktien, Bonds und Immobilien lassen die Wirtschaft gesünder aussehen als sie ist.

Die Finanzseite der Wirtschaft wurde mit dieser Geldpolitik immer größer, diejenigen, die von Inflation bei den Vermögenspreisen profitieren, werden immer wohlhabender. Die anderen schmachten. Die nicht-Finanzwirtschaft insgesamt hängt seit den 1970er Jahren hinten nach im Vergleich zur Finanzwirtschaft und so geht es auch denjenigen, die von ihr Leben müssen. Das zeigt der folgende Chart eindrucksvoll –

der Anteil der Gewinne der nicht-Finanzindustrie am BIP liegt aktuell nur 16% höher als seinerzeit, der der Finanzindustrie ist hingegen um über 160% gestiegen. Löhne und Gehälter erreichen noch einen Anteil von 43% gegenüber 50% im Jahre 1969.



Die Rendite der zehnjährigen TNotes ist seit den frühen 1980er Jahren ziemlich kontinuierlich gefallen – bis zum Juli 2016, als sie mit 1,37% ein historisches Tief erreichte. Heute notiert sie bei 3,2%, so hoch wie seit 2011 nicht. Umkehrzeichen sind nicht zu erkennen. So viele Anleihen werden die üblichen Käufer, gehebelte Hedge-Fonds, ausländische Zentralbanken und die Fed selbst gar nicht kaufen können, wie angeboten werden, um das Staatsdefizit und die Bilanzverkürzung der Fed zu finanzieren.

Steigende Renditen erhöhen die Kapitalkosten und drücken die Schuldenhebel, aber sie geben Anlegern auch eine Alternative zu Aktieninvestments, noch dazu bei den erreichten hohen Bewertungen. Was aber geschieht, wenn Aktien in einen lange anhaltenden Bär-Markt kommen wie etwa in den 1970er Jahren? Was geschieht angesichts der Bedeutung von Aktien heutzutage, wenn sie um 50% fallen oder sogar um jene 90%, die nötig wären um das Verhältnis von Aktienkapitalisierung zu BIP auf den Wert von 1982 zu bringen?

Die Auswirkungen wären verheerend. Die Fed könnte dem entgegenwirken mit einer Absenkung des Leitzinses auf Null, sobald die ersten Anzeichen sichtbar werden. Das dürfte vermutlich nicht reichen. Eine viele Jahre dauernde Orgie von monetären und fiskalischen Anreizen müsste folgen. QE käme zurück, jedoch in einem Ausmaß größer als 2009 und 2010; Billionen Dollar pro Jahr könnten in den Kauf von Hypothekenanleihen gehen. Und die QE-Maßnahmen würden sich auf Aktien ausweiten – Vorbild Japan.

Das könnte einen Boden unter die nominalen Asset-Preise ziehen, aber der massive Anstieg in der Geldversorgung könnte dann (dieses Mal...) zu einer Inflationsbewegung in der Realwirtschaft führen, die die Preise von Vermögensgegenständen real gesehen so drückt, so wie das zwischen 1966 und 1982 geschah. Die Steuereinnahmen könnten erodieren und so dafür sorgen, dass die Staatsdefizite noch schneller steigen. Die entstehende Inflation würde v.a. die unteren Einkommensschichten tangieren und die Älteren. Fraglich, ob sich das reale BIP dann so robust zeigt wie zwischen 1966 und den frühen 1980er Jahren.

Das alles könnte bedeuten, dass die herrschenden politischen Kräfte in der nächsten Dekade alles daran setzen, die Assetpreise allgemein und insbesondere die Aktienkurse hoch zu halten. Real gesehen hat die US-Regierung in dieser Hinsicht relativ wenig direkte Möglichkeiten. Aber sie könnte dazu beitragen, das Vertrauen in den Dollar zerstören. Dies könnte den gewünschten inflationären Effekt haben und würde u.a. ausländische Zentralbanken verleiten, mittels Käufen von US-Treasurys eine zu starke Aufwertung ihrer Währungen zu verhindern. Das würde wiederum die US-Zinsen beherrschbarer machen und damit verbundene Auswirkungen auf andere Segmente der Finanzmärkte wie auch auf die Realwirtschaft dämpfen.



US-Präsident Trump wird nicht müde, die Zinspolitik der Fed und die Stärke des Dollar zu kritisieren.

[Unter Verwendung von Material aus "[The Stock-Market Economy](#)"]