

Schöne neue Welt: Finanzmärkte ohne Risiko

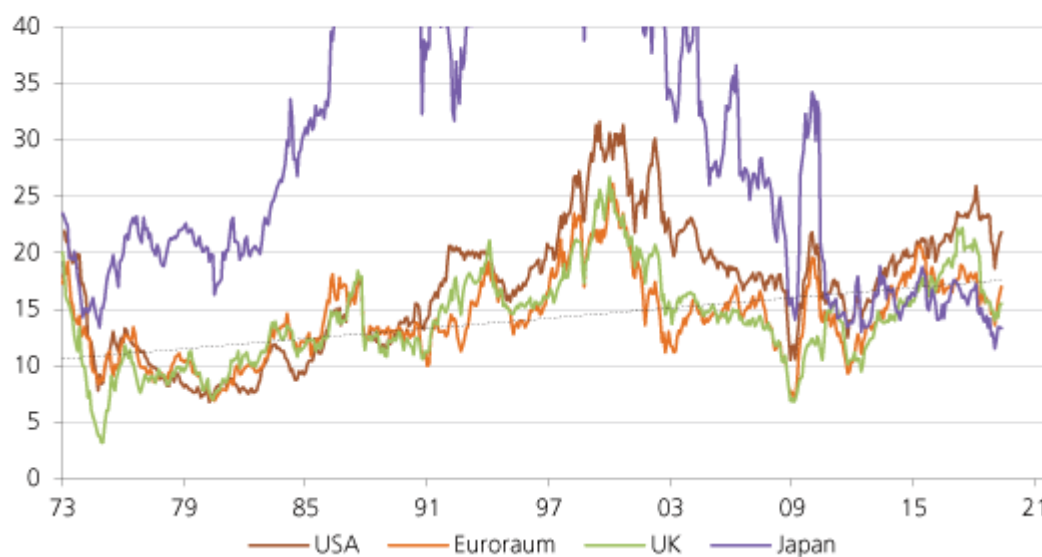
10.05.2019 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

Die Zentralbanken vertreiben die Risikosorgen der Investoren. Das ist problematisch, denn die Preisbildung auf den Finanzmärkten wird verzerrt. Fehlentwicklungen sind damit quasi vorprogrammiert.

Die Bewertung der internationalen Aktienmärkte (mit Ausnahme des japanischen Marktes) hat in den letzten Jahrzehnten - unter erheblichen Schwankungen - tendenziell zugenommen (Abb. 1). Betrug das Kurs-Gewinn-Verhältnis zu Beginn der 1970er Jahre noch etwa 10, so hat es sich bis Mai 2019 auf ungefähr 20 erhöht. Die Zunahme der Bewertung der Aktienmärkte hat zwar viele Gründe. Ein Faktor jedoch, der in diesem Zusammenhang besonders bedeutungsvoll sein dürfte, ist der Zins.

1 Aktienmarktbewertung steigt an

Kurs-Gewinnverhältnis ausgewählter Aktienmärkte⁽¹⁾



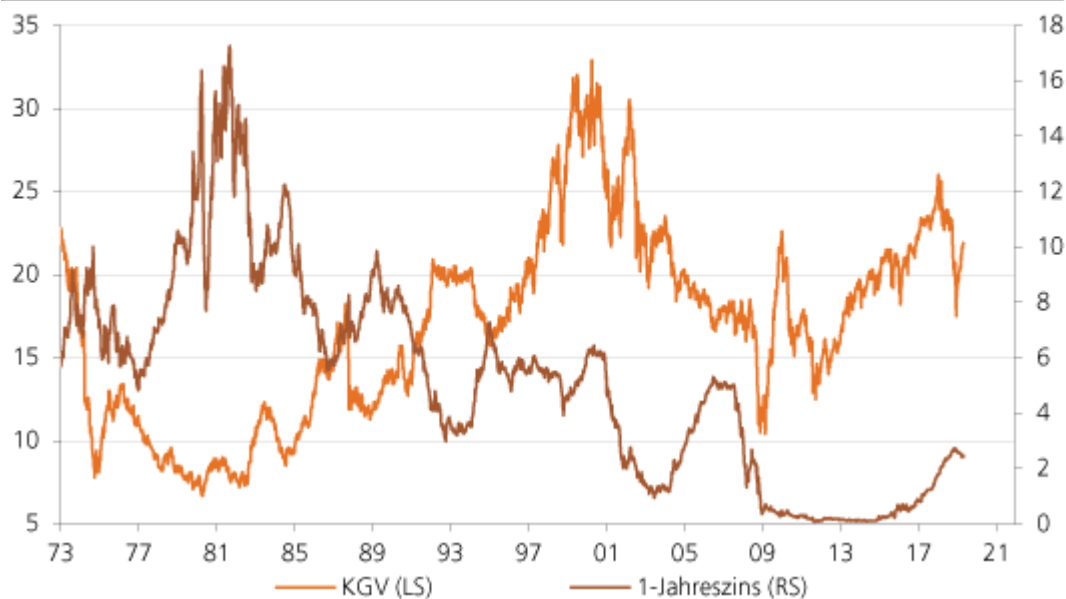
Quelle: Thomson Financial; Graphik Degussa. (1) Das Kurs-Gewinn-Verhältnis wird ermittelt, indem der Börsenkurs einer Aktie durch den Gewinn pro Aktie dividiert wird.

Um das zu verdeutlichen, zeigt Abb. 2 auf der nächsten Seite das Kurs-Gewinn-Verhältnis des US-Aktienmarktes sowie den US-Kurzfristzins von 1973 bis Mai 2019. Bei der Betrachtung der Graphik fallen zwei Dinge sofort auf. Erstens: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des US-Aktienmarktes hat, wie voranstehend erwähnt, im Zeitablauf (unter erheblichen Schwankungen) zugenommen. Zweitens: Der Zins war in der Betrachtungsperiode im Trend rückläufig. Dieser Zusammenhang ist ökonomisch einsichtig.

Wenn der Zins sinkt, werden die erwarteten Gewinne der Unternehmen mit einer reduzierten Diskontrate abgezinst. Das erhöht die Barwerte der Aktien und damit auch deren Kurse; und es kommt auch zu einer Erhöhung der Aktienbewertungen. Zudem verringert der nachgebende Zins die Kreditkosten der Unternehmen und erhöht dadurch die erwarteten Gewinne. Und auch das trägt dazu bei, die Kurse der Aktien und ihre Bewertungen in die Höhe zu treiben. Eine an dieser Stelle wichtige Frage lautet: Was treibt den Zins?

2 Zins fällt, Bewertung steigt

US-Kurzfristzins in Prozent und Kurs-Gewinnverhältnis (KGV) der US-Aktien ⁽¹⁾



Quelle: Thomson Financial; Graphik Degussa. (1) Das Kurs-Gewinn-Verhältnis wird ermittelt, indem der Börsenkurs einer Aktie durch den Gewinn pro Aktie dividiert wird. Durch genaues Hinschauen erkennt man: Der Zins ist im Zeitablauf gefallen, und das Kurs-Gewinnverhältnis ist im Zeitablauf angestiegen.

Wer setzt den Zins?

Es gibt Stimmen die sagen: Der Zins wird durch die Konjunktur diktiert, und die Zentralbank versucht, ihren Leitzins an diese Vorgabe anzupassen. Eine andere Sichtweise ist: Die Zentralbank setzt den Leitzins nach Gutdünken, und die Wirtschaft passt sich an den Zentralbankzins an. Welche der beiden Positionen die richtige ist, wollen wir an dieser Stelle nicht weiter erläutern (nur so viel: In der "gelebten Praxis" hat vermutlich beides Bedeutung).

Spätestens mit der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 ist es jedoch zu einer sehr tiefgreifenden Veränderung in den weltweiten Zinsmärkten gekommen: Die Zentralbanken haben den Investoren signalisiert, dass sie mit Zinssenkungen und Geldmengenvermehrung eine neuerliche Krise im Finanz- und Wirtschaftssystem "bekämpfen" werden. Dazu haben sie quasi die volle Kontrolle des Zinsmarktes an sich gezogen - und zwar indem sie Anleihen gezielt aufgekauft haben.

Die Zentralbanken kontrollieren nun nicht mehr nur den Kurzfristzins, sondern auch den Langfristzins. Wenn eine Zentralbank Schuldtitel nachfragt, hebt sie dadurch die Preise der Papiere an und senkt ihre Rendite. Aufgrund ihrer "Marktmacht" werden die Investoren nicht (mehr) gegen die Zentralbank spekulieren. Signalisiert eine Zentralbank beispielsweise, dass sie den Marktzins bei, sagen wir, 1 Prozent haben will, wird der Zins sich auch dort einpendeln.

Dazu ist es nicht einmal erforderlich, dass die Zentralbank tatsächlich Anleihen aufkauft. Es kann schon genügen, dass sie die Investoren wissen lässt, was sie vorhat. In einer Art "vorausgehendem Gehorsam" kaufen und verkaufen die Investoren die Schuldpapiere und treiben die Renditen den Niveaus entgegen, die aus den Wünschen der Zentralbank entsprechen. Auf diese Weise hat die Zentralbank den Zinsmarkt fest im Griff - und einige Investoren verdienen daran gut.

Wo sind die Risikosorgen?

Die Zentralbankeingriffe, auf die die Investoren im "Notfall" hoffen, haben die Risikosorgen in den Finanzmärkten stark herabgesetzt. Das zeigt sich nicht nur an den niedrigen Zinsen für Staats-, Bank- und Unternehmensanleihen, sondern wird auch anhand von anderen Finanzmarktgrößen (wie zum Beispiel Liquidität, An- und Verkaufskursen von Wertpapieren etc.) sichtbar. Aufschlussreich sind in diesem Zusammenhang die sogenannten "Finanzmarkt-Stressindikatoren".

3 Fallende Risikosorgen, steigende Aktienbewertung

Kurs-Gewinnverhältnis des US-Aktienmarktes und Finanzmarktstress-Indikator⁽¹⁾



Quelle: Thomson Financial; Graphik Degussa. (1) Wenn die Linie steigt (fällt) nimmt der Stress in den Finanzmärkten zu (ab). Die Linie ist auf 0 normiert.

In Abb. 3 ist das Kurs-Gewinnverhältnis des US-Aktienmarktes abgebildet zusammen mit einem Finanzmarkt-Stressindikator (den die Federal Reserve Bank of St. Louis veröffentlicht). Wie zu erkennen ist, ging das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Aktienmärkte Ende 2008/Anfang 2009 stark zurück, während der Finanzmarktstress drastisch zunahm. Seither ist der Finanzmarkt-Stressindikator jedoch stark gefallen, und das Kurs-Gewinnverhältnis hat sich wieder deutlich erhöht.

Dieser Befund lässt wie folgt deuten: Die künstlich gedrückten Zinsen, verbunden mit der Zusicherung der Zentralbanken, im Fall der Fälle die Finanzmärkte geldpolitisch zu stützen, haben sich als wichtige Antreiber für steigende Aktienkurse und steigende Bewertungsniveaus erwiesen. Vor diesem Hintergrund stellen sich zwei miteinander verbundene Fragen: (1) Wohin entwickeln sich die Zinsen in den kommenden Monaten und Jahren? (2) Sind die Aktienmärkte zu aktuellen Preisen überbewertet?

Das Problem der künstlich niedrigen Kreditprämien

Seit etwa Ende 2008 haben die Renditeaufschläge auf Anleihen stark abgenommen (siehe nachfolgende Abbildung). Das ist nicht verwunderlich: Die Zentralbanken haben die Finanzmärkte mit billigem Geld versorgt und ihnen zudem auch de facto ihre Unterstützung für den Fall zugesagt, in dem es erneut zu Erschütterungen kommt. Das freut die Schuldner. Es erfreut aber hier und da auch die Kreditgeber, weil sie nun nicht mehr fürchten müssen, dass wackelige Kreditnehmer ausfallen.

Allerdings bringt das künstliche Absenken der Kreditprämien durch die Zinspolitik der Zentralbanken ein großes Problem: Die Kreditkosten laufen Gefahr, nicht mehr die Ausfallrisiken in ökonomisch angemessener Weise abzudecken.

Mit anderen Worten: Der Preis für Kredit wird verzerrt, wird zu billig. Dass das ein ernstes Problem ist, zeigt sich dann, wenn Schuldner tatsächlich ausfallen: Die Zinseinnahmen der Gläubiger reichen den Verluste zu decken. Nicht nur die Kreditnehmer, auch die Kreditgeber geraten ins Schlingern, wenn sie nicht über ausreichend Eigenkapital verfügen, um die Verluste aufzufangen. Eine einfache Formel für die "richtige" Kreditprämie (in Prozent auf den Kreditbetrag) lautet wie folgt:

$\text{Kreditprämie} = (1 - \text{Besicherungsrate}) \times \text{Ausfallwahrscheinlichkeit}.$

Liegt die Besicherungsrate (sie wird im Kreditvertrag festgelegt) bei, sagen wir, 50 Prozent, und liegt die Ausfallwahrscheinlichkeit bei, sagen wir, 50 Prozent (sie wird aus Erfahrungswerten geschätzt), dann liegt die zu fordernde Kreditprämie bei:

$\text{Kreditprämie} = (1 - 0,50) \times 0,50 = 0,25.$

Das heißt, die Kreditprämie, die der Gläubiger über die Laufzeit des Kredits per Kreditzins verdienen muss, beläuft sich in diesem Beispiel auf $\frac{1}{4}$ des Kreditbetrages. Wäre zum Beispiel die Ausfallwahrscheinlichkeit niedriger (weil die Zentralbanken die Erwartung für Zahlungsausfälle senken), so wird auch die Kreditprämie und damit der Kreditzins entsprechend niedriger ausfallen.



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis; Graphik Degussa. (1) Options-adjustiert.

Fallender Zinstrend

Dass die Zinsen bis auf absehbare Zeit sehr niedrig bleiben werden, erscheint sehr wahrscheinlich zu sein - sowohl in den USA als auch im Euroraum und in Japan. Dafür sprechen vor allem die hohen Schuldenstände in den Volkswirtschaften und auch die bereits sehr lange andauernde Phase sehr niedriger Zinsen, die eine Zinswende erschwert beziehungsweise politisch derzeit fast unmöglich macht. In diesem Zusammenhang sollte man sich auch den Zinstrend der vergangenen Jahrzehnte vor Augen führen (siehe Abb. 4).

Die Zinsen - die Langfrist- wie auch die Kurzfristzinsen - sind seit Anfang der 1980er Jahre trendmäßig gefallen. Das gilt für die US-Zinsen wie auch für die deutschen beziehungsweise seit 1999 die Euro-Zinsen. (Übrigens: Die Kurzfristzinsen, die in der Vergangenheit in besonderem Maße der Zentralbankpolitik unterlagen, haben viel stärker geschwankt als die Langfristzinsen. Das ist ein Indiz dafür, dass die Geldpolitiker immer wieder Störungen in den Zins- und Finanzmärkten verursacht haben.)

4 Der Trend fallender Zinsen

(a) US-Zinsen in Prozent



(b) Zinsen im Euroraum in Prozent⁽¹⁾



Quelle: Thomson Financial; Graphik Degussa. (1) Bis Dezember 1998: Deutscher Zins, danach Euro-Zins.

Um es vorwegzunehmen: Eine abschließende Aussage, ob die Aktienmärkte derzeit angemessen bewertet sind oder nicht, lässt sich nicht so ohne Weiteres treffen. Zweifelsohne sorgen die künstlich niedrigen Zinsen für erhöhte Aktienkurse beziehungsweise erhöhte Bewertungsniveaus; das wurde bereits am Anfang dieses Aufsatzes betont; und natürlich birgt das erhebliche Risiken, dass es zu Preisrückschlägen auf den Aktienbeziehungsweise Vermögenmärkten kommt. Allerdings sollte der Anleger nicht voreilig die Flinte ins Korn werfen.

5 Marktwert der Aktien nimmt zu relativ zur Wirtschaftsleistung

US-Aktienmarktkapitalisierung in Prozent des US-Bruttoinlandsproduktes⁽¹⁾



Quelle: Thomson Financial; Berechnungen Degussa.

Abb. 5 zeigt das Verhältnis zwischen der Marktkapitalisierung des US-amerikanischen Aktienmarktes und dem US-Bruttoinlandsprodukt. Wie zu erkennen ist, zeigt die Zeitreihe einen im Zeitablauf (leicht) steigenden Trend. Das kann eine Reihe von Gründen haben.

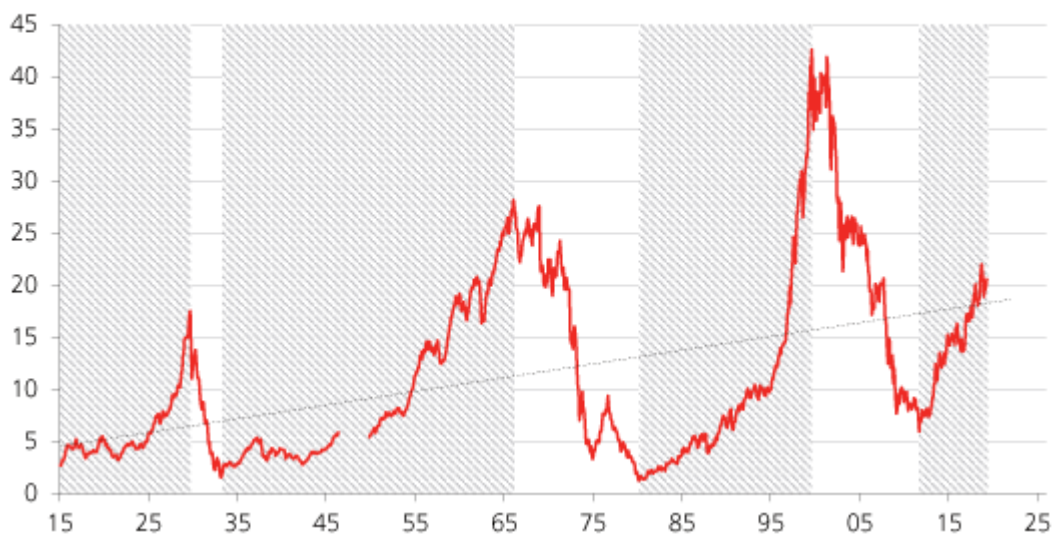
Beispielsweise hat die Anzahl der börsennotierten Unternehmen über die Jahre zugenommen; und/oder die steigende Internationalisierung der US-Unternehmen hat den Börsenwert der Unternehmen stärker anwachsen lassen, als die heimische BIP-Zunahme zugenommen hat. Orientiert man sich am Trendverlauf der in Abb. 5 gezeigten Linie, so hat sie zumindest derzeit noch kein "übertriebenes" Niveau erreicht, eine "große Blase" signalisiert sie nicht.

Nicht zu früh aussteigen

Das, was die derzeitigen Zentralbankpolitiken bewirken - nämlich die Risikosorgen der Investoren aus den Finanzmärkten zusehends zu vertreiben -, stützt zwar die Konjunktur und die Finanzmärkte, es verursacht jedoch auch große Probleme: Die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken sorgt für Preisverzerrungen, die Fehlentwicklungen befördern, die die Saat für die nächste Krise aus säen. Diese Einsicht sollte die Anleger aber nicht zu übereilten Schlüssen verleiten - wie etwa sofort aus dem Aktienmarkt auszusteigen.

6 Relative Attraktivität von Aktien und Gold

US-Dow-Jones-International dividiert durch den Goldpreis (USD/oz) ⁽¹⁾



Quelle: Thomson Financial; Berechnungen Degussa. (1) Straffierte Fläche: Es war vorteilhafter, Aktien zu halten anstelle von Gold. Weiße Fläche: Es war vorteilhafter, Gold zu halten anstelle von Aktien. Gestrichelte Linie: Linearer Trend.

Abschließend sei vor einem Vergleich gewarnt: Abb. 6 zeigt, dass es seit Herbst 2011 vorteilhafter war, Gold anstelle von Aktien zu halten. Aber es war natürlich auch besser, Aktien anstelle von US-Dollar- oder Euro-Bankguthaben zu halten. Der entscheidende Punkt an dieser Stelle ist: Der direkte Konkurrent für das Gold sind nicht etwa die Aktien (oder Häuser oder Anleihen), sondern die Konkurrenten sind die offiziellen ungedeckten Währungen wie zum Beispiel US-Dollar, Euro, chinesischer Renminbi, japanischer Yen und Schweizer Franken.

Gold ist Geld, und es hat Eigenschaften, die in Zeiten wachsender Systemrisiken besonders attraktiv sind. So lässt sich die Kaufkraft des Goldes geldpolitisch nicht herabsetzen wie die Kaufkraft von Bankeinlagen. Zudem besitzt das Gold, anders als Bankeinlagen, kein Zahlungsausfallrisiko. Und da das Gold zu derzeitigen Preisen nicht teuer ist, lässt es sich als Versicherung mit Wertsteigerungspotential einstufen.(1) So gesehen gibt es gute Gründe, Gold als Teil der liquiden Mittel im Portfolio zu halten. Gerade in Zeiten wie diesen. Investoren sollten sich keine "schöne neue Welt" vorgaukeln lassen. Finanzmärkte ohne Risiko kann es auf Dauer nicht geben.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Quelle: Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

(1) Siehe hierzu [Das Goldgeld: eine unterbewertete Versicherung](#), Degussa Marktreport, 25. April 2019.

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](https://www.goldseiten.de)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/413564--Schoene-neue-Welt--Finanzmaerkte-ohne-Risiko.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2019. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).