

Was passiert an den Börsen? Was kommt?

Christian Kreiß

Die US-amerikanischen Kapitalmärkte sind die mit Abstand größten der Welt. Wie sie sich entwickeln, hat großen Einfluss auf die Weltwirtschaft. Deshalb soll im Folgenden ein Blick auf sie geworfen werden, insbesondere die Aktienmärkte.

Größe und Bedeutung der US-Aktienmärkte

Die zwei von der Marktkapitalisierung her teuersten US-Unternehmen, Apple und Microsoft, kosteten am 17. September 2.730 und 2.470 Milliarden US-Dollar.¹ Zum Vergleich: Alle 40 deutschen DAX-Unternehmen waren zum selben Zeitpunkt zusammen 1.475 Milliarden Euro wert, also deutlich weniger als Apple oder Microsoft.² Der Börsenwert der deutschen Unternehmen ist gewissermaßen „peanuts“ verglichen mit den US-Unternehmen: Alle 500 im S&P 500 gelisteten US-Börsenunternehmen zusammen haben derzeit eine Börsenbewertung von 37.200 Milliarden Dollar.³ Der deutsche Bundeshaushalt beträgt 2023 etwa 476 Milliarden Euro⁴, das deutsche BIP betrug 2022 3.877 Milliarden Euro⁵. Die S&P 500 Unternehmen sind also so viel Wert wie etwa 10 Jahre deutsche Wirtschaftsleistung.

Diese Zahlen zeigen beeindruckend, welche große Kapital- und Finanzmacht hinter den US-Konzernen und -Kapitalmärkten steht. Der frühere Spruch: „Wenn Amerika hustet, hat Europa eine Lungenentzündung“ dürfte daher heute noch immer zutreffen. Wenn es den US-Kapitalmärkten schlecht geht und Wall Street aus dem Rest der Welt Geld abzieht, kann es schnell zu gravierenden ökonomischen Problemen außerhalb der USA kommen. Das betrifft in der Regel besonders hart die Entwicklungs- und Schwellenländer (mit Ausnahme Chinas)⁶, aber auch Europa. Kommt es vielleicht zu einer Abschwung an den US-Aktienmärkten?

Sind die US-Aktien derzeit fair bewertet?

Das forward Kurs-Gewinnverhältnis (KGV) bzw. Price-Earnings-Ratio (PE) der S&P 500 Aktien liegt derzeit bei 18,6⁷. Das heißt, momentan sind die Aktien mit dem 18,6-fachen der geschätzten Gewinne der nächsten 52 Wochen bewertet. Zu Jahresbeginn betrug der Wert 16,6. Im Durchschnitt der letzten 20 Jahre lag das KGV laut Wall Street Journal bei 15,8.⁸ Demnach sind die Aktien heute um etwa 18 Prozent teurer als im Durchschnitt der letzten 20 Jahre, sind also leicht überbewertet.

Legt man für das KGV die inflationsbereinigten Gewinne der letzten 10 Jahre zu Grunde - das so genannte Shiller-KGV -, dann ergibt sich allerdings eine deutlich stärkere Überbewertung. Das Shiller-KGV beträgt zur Zeit etwa 30,6 und liegt damit um ca. 80 Prozent über dem 150-jährigen Durchschnittswert von 17 und 90 Prozent über dem langjährigen Medianwert von 16.⁹

¹ <https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market>

² <https://www.boerse.de/marktkapitalisierung/Dax-Aktien/DE0008469008>

³ <https://www.slickcharts.com/sp500/marketcap>

⁴ <https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2022/kw45-pa-haushalt-bereinigungssitzung-918112>

⁵ <https://de.statista.com/themen/26/bip/#topicOverview>

⁶ Wall Street Journal 28.8.2023, Emerging Markets Take Hit From U.S., China

⁷ <https://www.yardeni.com/pub/stockmktperatio.pdf> veröffentlicht 15.9.23

⁸ Wall Street Journal 28.8.2023, Higher Rates Loom Over Market --- Expectations that long-term yields will stay elevated put pressure on stocks

⁹ <https://www.multpl.com/shiller-pe>; hiervon leicht abweichende Angaben bei: <https://www.gurufocus.com/shiller-PE.php>

Das klingt nach einer ziemlich starken Überbewertung. Vor allem der Blick auf den Langfristchart flößt eine gewisse Beunruhigung ein. Falls das Shiller-KGV recht hat und eine starke Börsenbereinigung in den USA kommen sollte, würde das für die Weltwirtschaft nichts Gutes bedeuten.

Da die Börsen häufig zu Über- und Untertreibungen neigen, könnte es sein, dass ein einmal einsetzender Aktienkursrückgang nicht beim langjährigen Durchschnitt stoppt, sondern darüber hinausschießt (undershooting). Dann stünden wir vor einem regelrechten Crash und schnell bei einer Kurshalbierung. Dass so etwas möglich ist, zeigte der März 2020, als die Aktienkurse innerhalb weniger Tage um mehr als ein Drittel abstürzten.

Was stimmt? Welcher Indikator ist der bessere Hinweis auf die Richtigkeit der Bewertung? Das klassische KGV oder das Shiller-KGV? Wie werden sich die Unternehmensgewinne und die Wirtschaftslage insgesamt entwickeln?

Wo steht die US-Ökonomie, wie steht es um die Gewinnentwicklung?

Betrachtet man die Entwicklung der Unternehmensgewinne nach Steuern im Verhältnis zum BIP, zeigt sich, dass seit etwa 2010 die Gewinnquote in den USA so hoch ist wie noch nie in der Nachkriegszeit. In den letzten 12 Jahren lag sie etwas über 10% vom Sozialprodukt¹⁰, während sie in den Jahrzehnten davor um einen Wert von 6% lag. So stellt sich die Frage, ob 10% Gewinnquote auf Dauer aufrechtzuerhalten ist. Falls sich die Gewinnquote zurück zum langjährigen Durchschnitt entwickeln sollte, sieht es schlecht für die Aktienbörsen aus.

Laut Wall Street Journal vom 6.9.2023¹¹ haben die US-Unternehmen durch die Inflationswelle ab März 2021 extra-Gewinne verbucht: Zum einen über Sondergewinne für Lagerbestände, die billig eingekauft und teuer weiterverkauft wurden, zum anderen über niedrige Abschreibungssätze. Denn die Produktionsanlagen werden in den Bilanzen zu den historischen Anschaffungskosten bewertet und trotz Preissteigerungen weiterhin niedrig abgeschrieben, was die bilanziell ausgewiesenen Gewinne künstlich erhöhte. Ohne inflationsbedingte Lagerbewertungsgewinne und bei preisbereinigten Abschreibungen wären die US-Unternehmensgewinne demnach im 2.Quartal 2023 um 11,5% höher gewesen als Ende 2019. Tatsächlich waren sie jedoch um 33% höher.

Die vorübergehenden Sondergewinne aus der Inflationswelle steigerten die Unternehmensgewinne laut Wall Street Journal also um über 20 Prozentpunkte. Anders ausgedrückt: Wenn nun die Inflationswelle abebbt, wonach es aussieht, die Bewertungsgewinne aufhören und die Abschreibungen bei Anlagenersatz steigen, müssten die ausgewiesenen Gewinne um 20 Prozentpunkte sinken. Das verheiße nichts Gutes für die Aktienbörsen.

Steigende Zinsen belasten die US-Ökonomie

Dazu kommen die stark gestiegenen Zinsen der letzten zwei Jahre. Laut Wall Street Journal betragen die Notenbankzinsen von 2009 bis 2021 im Durchschnitt 0,5%. Heute liegen sie bei 5,25%. Die Märkte erwarten, dass sie in den nächsten 10 Jahren 3,5% betragen werden, also

¹⁰ <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=1Pik>

¹¹ Wall Street Journal 6.9.23, Cooling Prices Hit Corporate Profits

um drei Prozentpunkte höher als während der letzten 13 Jahre.¹² Die 10-Jahreszinsen der US-Staatsanleihen stehen heute bei 4,3% und damit etwa zwei Prozentpunkte höher als in den 13 Jahren von 2009 bis 2021¹³ und dürften auch in den kommenden 10 Jahren nicht signifikant sinken.¹⁴

Das heißt, sowohl die kurz- wie die langfristigen US-Zinsen sind in den letzten zwei Jahren stark gestiegen und dürften in den kommenden 10 Jahren um zwei bis drei Prozentpunkte höher bleiben als in den vergangenen 13 Jahren. Das ist deshalb besonders brisant, weil die Schulden in den USA heute so hoch sind wie fast noch nie in der Geschichte: Von 1952 bis Anfang der 1980er Jahre betragen die gesamten US-Schulden (Regierung, Unternehmen und Private Haushalte) etwa das 1,3-fache des US-BIP. Anfang 2000 lagen sie bei etwa dem 1,8-fachen. Seit 2009 bis heute liegen sie ungefähr bei dem 2,6-fachen, konkret: Im 2.Quartal 2023 betragen sie das 2,654-fache, das heißt die Schulden belaufen sich derzeit auf 265% der Wirtschaftskraft.¹⁵

Angesichts dieser in den letzten Jahrzehnten stark gestiegenen und mittlerweile sehr hohen Schulden hat ein Zinsanstieg viel gravierendere Auswirkungen auf das Wirtschaftsgeschehen als in der Vergangenheit. Ein Vergleich mit früheren Zinsanhebungszyklen ist daher nur bedingt aussagekräftig.

Ein Zinsanstieg um drei Prozentpunkte bedeutet bei einem Schuldenstand von 265% der Wirtschaftskraft, dass beinahe acht Prozentpunkte vom BIP zusätzlich an Zinsen gezahlt werden müssen. Bei einem BIP von derzeit etwa 26,8 Billionen US-Dollar¹⁶ bedeutet das eine zusätzliche Zinslast von 2.100 Milliarden Dollar auf etwa 3.200 Milliarden Dollar pro Jahr bei einem angenommenen Nominalzins von 4,5%. Die höheren Zinsen fallen nicht sofort an, weil ein großer Teil der Schulden langfristig finanziert ist. Zwei Drittel der Staatsschulden werden beispielsweise innerhalb der nächsten fünf Jahre fällig.¹⁷

Geht man davon aus, dass die kurz- und langfristigen Zinsen in den nächsten 10 Jahren im Durchschnitt bei etwa 4,5% liegen, bedeutet das bei einem Schuldenstand von 265% vom BIP, dass etwa 12% vom BIP oder rund 3.200 Milliarden Dollar für Zinsen gezahlt werden müssen. Das wäre absolut und relativ so viel wie noch nie in der Nachkriegszeit.

Wem fließt das Geld zu?

Fassen wir zusammen: die Zinslast in den USA könnte in den kommenden 10 Jahren auf über 10% vom BIP steigen und gut 3.000 Milliarden Dollar pro Jahr erreichen. Die Gewinnquote der Unternehmen liegt derzeit bei etwa 10% vom BIP, die Unternehmensgewinne nach Steuern belaufen sich auf 2.750 Milliarden Dollar pro Jahr.¹⁸ Das heißt, über 20% der gesamten Wirtschaftskraft oder fast 6.000 Milliarden Dollar pro Jahr könnten in den kommenden 10 Jahren für Gewinne und Zinsen abgeschöpft werden. Das wäre so viel sein wie noch nie in der Nachkriegszeit.

¹² Wall Street Journal 2.9.2023, EXCHANGE --- Rates Are Up. We're Just Starting To Feel the Heat. --- Homeowners. Car buyers. Landlords. Big businesses. Here's who stands to lose -- and in some surprising cases, win -- as interest rates stay high in the years ahead.

¹³ <https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield>

¹⁴ <https://tradingeconomics.com/united-states/10-year-tips-yield>

¹⁵ https://www.federalreserve.gov/releases/z1/dataviz/z1/nonfinancial_debt/chart/#units:ratio

¹⁶ <https://fred.stlouisfed.org/series/GDP>

¹⁷ Wall Street Journal 2.9.2023, EXCHANGE --- Rates Are Up etc.

¹⁸ <https://fred.stlouisfed.org/series/CP>

Wem fließen diese etwa 6.000 Milliarden Dollar an Zinsen und Gewinnen zu? Den wohlhabenden Familien: In den USA besitzen die oberen ein Prozent der Menschen etwa 36% aller Vermögen, die oberen 10% ungefähr 70% aller Vermögenswerte.¹⁹ Das heißt, jeder dritte Gewinn- und Zinsdollar fließt an die reichsten ein Prozent der US-Familien, zwei von drei Zins- und Gewinndollar gehen an die oberen 10%.²⁰

Wer zahlt?

Letztlich wird die stark ansteigende Zinslast von allen privaten Haushalten der USA bezahlt. Sie zahlen nicht nur die Zinsen auf ihre Immobilien-, Konsumenten-, Studierenden-, Autoschulden usw., sondern auch die Zinsen für die Staatsschulden werden über Steuerzahlungen, die Unternehmensschulden über die Produktpreise von allen Bürgerinnen und Bürgern bedient. Die Gewinne werden über die Produktpreise von allen Konsumenten bezahlt. In letzter Konsequenz bedeuten höhere Gewinne und Zinsen, dass die Umverteilungstransfers von allen zu wenigen stärker werden, dass die Masseneinkommen geschwächt und die Spitzeneinkommen sowie die Vermögen erhöht werden.

Das zeigen auch aktuelle Zahlen. Die hohen und steigenden Transfers von allen zu wenigen Menschen hinterlassen ihre Spuren bei den Einkommen der weniger bemittelten Haushalte. Am 12.9. erschienen die neuesten Zahlen des Census Bureau.²¹ Demnach sind von 2019 bis Ende 2022 die realen Medianeinkommen der US-Haushalte um 4,7% gesunken.²² Im gleichen Zeitraum ist das reale BIP pro Kopf um 4,1% gestiegen.²³ Dieses Wirtschaftswachstum ist also nicht zu den mittleren Einkommen geflossen, auch nicht zu den unteren.²⁴

Konjunktur, Unternehmensgewinne und Aktienkurse: Was kommt?

Hohe Aktienkurse brauchen hohe Gewinne. Gute, steigende oder zumindest stabile Gewinne setzen gute Unternehmensumsätze und gute Konjunktur voraus. Die sind nur möglich bei steigenden Masseneinkommen. Die Masseneinkommen in den USA sind aber in den letzten drei Jahren real gesunken. Das wurde kompensiert durch steigende Schulden bei extrem niedrigen Zinsen. Die Zeit der niedrigen Zinsen ist jedoch vorbei. Ich fürchte, das im historischen Vergleich stark überhöhte Shiller-KGV bildet die reale Situation besser ab als das forward KGV. Ich schätze, dass in den nächsten Jahren turbulente Kapitalmarktzeiten auf uns zukommen. Das dürfte auch deutliche negative Auswirkungen auf die reale Wirtschaftslage in Europa und vielen anderen Ländern haben.

Zum Autor:

Prof. Dr. Christian Kreiß, Jahrgang 1962: Studium und Promotion in Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftsgeschichte an der LMU München. Neun Jahre Berufstätigkeit als Bankier, davon sieben Jahre als Investment Banker. Seit 2002 Professor für BWL mit Schwerpunkt Investition, Finanzierung und Volkswirtschaftslehre. Autor von sieben Büchern: Gekaufte Wissenschaft (2020); Das Mephisto-Prinzip in unserer Wirtschaft (2019); BWL Blenden Wuchern Lamentieren (2019, zusammen mit Heinz Siebenbrock); Werbung nein danke (2016); Gekaufte Forschung (2015); Geplanter Verschleiß (2014); Profitwahn (2013). Drei Einladungen in den Deutschen Bundestag als unabhängiger Experte (Grüne, Linke, SPD). Zahlreiche Fernseh-,

¹⁹ https://wir2022.wid.world/www-site/uploads/2023/03/D_FINAL_WIL_RIM_RAPPORT_2303.pdf

²⁰ In diesen Zahlen sind nicht Mieten und Pachten enthalten, die ebenfalls zum größten Teil an die oberen 10% fließen

²¹ <https://www.census.gov/content/dam/Census/library/publications/2023/demo/p60-279.pdf>,

²² Wall Street Journal 13.9.2023, U.S. News: Inflation Took Toll On Incomes in 2022 --- Price increases hit finances as adjusted earnings fell for a third straight year

²³ Eigene Berechnungen, Q4 2022 gegenüber Q4 2019: <https://fred.stlouisfed.org/series/A939RX0Q048SBEA>

²⁴ <https://www.census.gov/content/dam/Census/library/publications/2023/demo/p60-279.pdf>, S.32

17.9.2023

Rundfunk- und Zeitschriften-Interviews, öffentliche Vorträge und Veröffentlichungen. Mitglied bei ver.di und Christen für gerechte Wirtschaftsordnung. Homepage www.menschengerechthewirtschaft.de

