

# Wann wird es mal wieder richtig teuer?

Viele Ökonomen warnten vor steigender Inflation wegen der niedrigen Zinsen. Bloß: Sie kommt nicht. Wir haben Alarmisten gefragt, warum ihre Prognosen nicht eingetroffen sind – und erklären, warum stattdessen deutsche Aktien teuer werden



## Der Dax hat viele Freunde

Aktien von deutschen Unternehmen sind mehr wert als je zuvor. Wer kauft sie?

VON BETTINA SCHULZ

Am vergangenen Montag sollte eigentlich die große Trendwende im Deutschen Aktienindex, Dax, kommen, der die Wertentwicklung der 30 größten deutschen Unternehmen widerspiegelt. Das hatten allerlei technische Analysten so ausgerechnet. Technische Analysten sind Menschen, die an die Weisheiten des Mathematikers Leonardo Fibonacci glauben. Mit dessen im Mittelalter entwickelten Regeln lässt sich das Wachstum von grünem Blumenkohl berechnen, der Goldene Schnitt in Gemälden bestimmen – und eben, so sehen das die Börsenprognostiker, auch das Auf und Ab der Preise von Wertpapieren erklären. Und siehe da: Am Dienstag verlor der Dax tatsächlich ein wenig an Wert.

Wahrscheinlich wird es dabei nicht bleiben. Anleger nutzen derzeit jede Kursschwäche, nur um schnell Aktien zu kaufen und noch einzuweisen ins Rennen um Rekordgewinne. So treiben sie die Preise der Papiere weiter in die Höhe. Wie lange das gut geht, weiß niemand, denn die Anleger sind dabei nicht nur getrieben von Gewinnerwartungen der Unternehmen, in die sie investieren. Teilweise flüchten sie nur vor geringen Renditen anderer Anlagen. Die Frage ist: Wer sind diese Leute? Wer kauft so besessenen Aktien, nachdem der Dax in diesem Jahr schon um 23 Prozent gestiegen ist und historische Rekordstände erreicht hat?

An den Finanzmärkten haben sich die Kapitalströme gedreht wie selten in der Geschichte der Börsen: Im vergangenen Jahr noch investierten Fondsmanager, die die Gelder von Pensionskassen, Versicherungen und Staatsfonds verwalten, angesichts der guten Wirtschaftsentwicklung in den USA kräftig in den Dollar und den US-Markt. Jetzt hat sich das Blatt gewendet: Nach Angaben von Bank of America Merrill Lynch haben Investoren allein in diesem Jahr 47 Milliarden Dollar aus dem amerikanischen Aktienmarkt abgezogen und 36 Milliarden Dollar in europäische Aktienmärkte gesteckt. Sie setzen darauf, dass Unternehmen, in die sie investieren, durch den schwachen Euro mehr exportieren können. Hinzu kommen der niedrige Ölpreis, der ihre Kosten reduziert und so die Gewinne erhöht, sowie wachsendes Vertrauen in das künftige Wirtschaftswachstum im Euro-Raum.

Noch wichtiger für die Steigerung der Aktienkurse ist: Die Politik der Europäischen Zentralbank führt zu Negativzinsen auf sichere Staatsanleihen, etwa aus Deutschland. Fondsmanager schichteten daher in Unternehmensanleihen und den Aktienmarkt um. »Die Euphorie mit Blick auf europäische Aktien war noch nie so groß«, sagt Michael Hartnett, Investmentstrategie der Bank of America Merrill Lynch. Sein Team befragt monatlich fast 170 Fondsmanager, die weltweit umgerechnet 600 Milliarden Euro investieren. Die große Mehrheit dieser Kapitalanleger will in den kommenden zwölf Monaten noch mehr Geld in die europäischen Aktienmärkte stecken.

Es lassen sich ökonomische Begründungen für die Erwartung weiterer Kurssteigerungen finden – und es gibt allerlei mathematische Modelle, die sie unterfüttern. Doch was, wenn sie danebenliegen, wenn die Anleger so hitzig kaufen, dass sie die Preise der Wertpapiere auf nicht mehr zu rechtfertigende Höhen treiben? Es wäre ja nicht das erste Mal, dass die Kurse einbrechen, wenn die Anleger das merken. Vergangene Woche hat der Dax die Marke von 12 000 Punkten übersprungen. Es ist schwierig zu sagen, ob das nur ein im Vergleich zur Vergangenheit überdurchschnittlich wachsendes Potenzial deutscher Unternehmen spiegelt – oder ob die Kurve einen Markt abbildet, der Fieber hat.



»Die Geldentwertung wird kommen – und die mit ihr verbundene Verarmung breiter Bevölkerungsschichten wird die Menschen dem Sozialismus in die Arme treiben«

Thorsten Polleit, Chefökonom beim Goldhändler Degussa, in der »Wirtschaftswoche« vom 17. 5. 2013

Bei einem Wasserrohrbruch im Haus tropft es erst in der einen, dann in der anderen Ecke, und schließlich sind alle Wände und Decken, ist das ganze Gebäude durchnässt. Ganz ähnlich ist die volkswirtschaftliche Wirkung, die das Ausweiten der Geldmenge auf die Güterpreise hat: Erst steigen hier die Preise, dann da, und am Ende sind alle Preise gestiegen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat seit Anfang 2008 die Euro-Zahlungsmittelmenge (die sogenannte Geldmenge M1, also Bargeld und kurzfristig verfügbare Bankguthaben)

um sage und schreibe 51 Prozent vergrößert – obwohl die Wirtschaftsleistung im Euro-Raum um 2 Prozent geschrumpft ist. Die Lebenshaltungskosten sind dagegen »nur« um 9 Prozent angestiegen. Doch diese Zahl zeigt nicht die wahre Inflation. Die Inflation, für die die EZB bisher gesorgt hat, taucht in der amtlichen Statistik nicht auf.

Drei Beispiele: Von Anfang 2008 hat seit heute sind die Häuserpreise in Deutschland um 28 Prozent, der deutsche Aktienmarkt um mehr als 48 Prozent und die Preise für zehnjährige

deutsche Staatsanleihen um 47 Prozent gestiegen.

Diese »Bestandsgüterpreis-inflation« wird früher oder später auch die Konsumumentenpreise erfassen. Das Wasserrohr ist längst geplatzt, die Nässe hat sich nur noch nicht überall im Haus gezeigt.

Die EZB sorgt für eine nie da gewesene Geldschwemme. Sie kauft Staatsanleihen im großen Stil und gibt dafür neue Euros aus. Man muss geschichtsvergessen oder ein quacksalberischer Ökonom sein, um nicht zu erkennen, dass das die Kaufkraft des Euro ruiniert.



»Mehr Inflation wird kommen, nicht jetzt, aber wohl in zwei oder drei Jahren.«

Michael Burda, Professor an der Humboldt-Universität Berlin, in der »Süddeutschen Zeitung« vom 20. 10. 2012

Die Inflation ist ein Mittelwert der Zuwächse von Abertausenden von Preisen. Es gibt daher keinen einzelnen Faktor, der stets für alle Preisänderungen verantwortlich ist. Über mehrere Jahre hinweg gibt es nur einen einzigen systematischen Faktor, der Inflation »verursacht«: wenn die Geldmenge im Besitz der Nichtbanken wächst, also von Privatpersonen und Unternehmen – und nicht die Einlagen von Banken bei der Zentralbank.

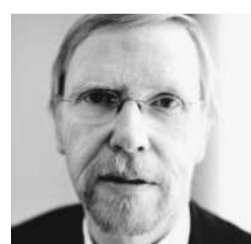
Wegen der massiven Intervention der Zentralbanken seit der Finanzkrise sind zwar die Einlagen der Banken mas-

siv gestiegen, haben aber kaum zu einer Ausweitung der Geldmenge geführt. Zwar ist die Geldmenge M1 (Bargeld und kurzfristig verfügbare Bankguthaben) deutlich gestiegen. Das ist bei niedrigen Zinsen ein normaler Effekt, weil sich Sparen weniger lohnt. Ein besserer Maßstab ist die Geldmenge M2 (M1 plus Spareinlagen). Sie ist seit 2008 nur um 19 Prozent gestiegen.

Grundsätzlich ist dafür die schleppende Entwicklung der Kreditvergabe nach der Krise verantwortlich: Die Banken wollten nicht so viel Geld an Unternehmen ausleihen, und viele Unterneh-

men mit guter Bonität wollten keinen Kredit. Hinzu kommt, dass es unerwartete Ereignisse gab, die sich negativ auf die Inflation ausgewirkt haben: Der Euro ist von 2009 bis 2014 gestiegen, was die Importe verbilligt hat. Der Ölpreis, der 2008 durch wilde Spekulation auf 140 Dollar pro Barrel getrieben wurde, ist auf 40 Dollar gefallen.

Ökonomen können nicht alles prognostizieren: »Meide den, der behauptet, sowohl »was« als auch »wann« vorherzusagen.« Sicher gilt: Die Inflation wird langsam kommen, und wenn sie da ist, wird sie nicht leicht auszubremsen sein.



»Irgendwann reißt das Band, das jetzt mit der Geldausweitung immer weiter gespannt wird, und wir bekommen ein echtes Inflationsproblem«

Thomas Mayer, damals Chefvolkswirt der Deutschen Bank und heute Direktor des Flossbach von Storch Research Institute, in der »Welt« vom 22. 1. 2010

Vor fünf Jahren habe ich eine jährliche Inflation von fünf Prozent in fünf Jahren vorhergesagt. Doch die Banken haben nicht genügend Kredite vergeben, um das für diese Inflation notwendige Geld zu schaffen. Auch den Zentralbanken ist es nicht gelungen, das Kreditwachstum entsprechend anzuschieben, obwohl sie die Zinsen auf nie da gewesene Tiefstände gesenkt und selbst massiv Kredite vergeben haben.

Erreicht haben die Zentralbanken, dass die Preise für Vermögenswerte kräftiger gestiegen sind, als mit der verhaltenen konjunkturellen Erholung zu ver-

einbaren gewesen wäre. Statt der von mir vorhergesagten fünfprozentigen Konsumentenpreis-inflation kam eine Vermögenspreis-inflation, die wir für Deutschland auf 5,4 Prozent im letzten Jahr veranschlagen. Grund für meine Prognose war, dass ich erwartete, dass die Zentralbanken alles in ihrer Macht Stehende tun würden, um den vollständigen Einsturz des in der Finanzkrise erschütterten Schuldensturms zu verhindern. Eine Inflation der Konsumentenpreise kann den Wert der ausstehenden Schuld und die anfallenden Zinszahlungen in realen Größen verringern.

Dagegen kann Vermögenspreis-inflation nur die Schuld auf hohem Niveau abstützen, indem diese durch höhere Vermögenswerte besser gedeckt wird. Das haben die Zentralbanken erreicht. Aber die Gefahr ist nicht gebannt. Wenn die Vermögenspreise fallen, kann der Schuldensturm immer noch umstürzen. Um die reale Schuldenlast zu verringern, kämpfen die Zentralbanken weiterhin für eine höhere Inflation. Aber mit der Inflation verhält es sich wie mit Ketchup: Am Ende hat man davon mehr auf dem Teller, als man wollte.

## MACHER UND MÄRKTE

### Der Prozess gegen Jürgen Fitschen dauert länger



Der Co-Chef der Deutschen Bank muss sich gedulden

Das Landgericht München hat für den Prozess gegen Jürgen Fitschen, den Co-Chef der Deutschen Bank, weitere Verhandlungstage angesetzt. So wird der Prozess, der am 28. April beginnen soll (ZEIT Nr. 10/15), mit nun 16 Terminen bis zum 22. September laufen, »und erforderlichenfalls weiter dienstags«. Damit wird sich das Verfahren länger hinziehen als bisher bekannt. Verhandelt wird der Vorwurf des Prozessbetrugs, zu den Angeklagten gehören neben Jürgen Fitschen auch dessen Amtsvorgänger Josef Ackermann und Rolf-Ernst Breuer. Ihr Institut gab sich am Dienstag bedeckt: »Die Deutsche Bank kommentiert grundsätzlich laufende Verfahren nicht.« Für alle Beschuldigten gelte die Unschuldsvermutung. Für Unmut sorgen dürfte der streng reglementierte Zugang für die Presse. Für die Verhandlungstermine im Münchner Strafjustizzentrum will das Gericht nur 24 feste Plätze an Journalisten vergeben. Das Interesse der Medien dürfte diese Zahl weit übersteigen. 570

### Keine Entlastung für Versicherte



Krankenkassen: Trotz Überschuss keine Beitragssenkung

Die Krankenkassen haben einen Rüffel aus dem Bundesgesundheitsministerium bekommen – weil sie die Beitragszahler trotz Millionenüberschüssen nicht entlasten, sondern über eine Erhöhung ihrer Beiträge nachdenken. Die Spielräume zur Senkung der Beiträge würden trotz hoher Finanzreserven »bei weitem nicht ausgeschöpft«, mahnt Lutz Stroppe, Staatssekretär im Gesundheitsministerium, in einem Schreiben, aus dem die Wirtschaftswoche zitiert. Die Krankenkassen verweisen dagegen auf steigende Gesundheitskosten: »Die Schere zwischen Einnahmen und Ausgaben geht deutlich auseinander«, sagte Christoph Straub, Vorstandsvorsitzender der Barmer GEK, auf Anfrage der ZEIT. »Die Kassen werden in den nächsten Jahren weiter unter Druck geraten.« Bei der Barmer, einer der größten gesetzlichen Kassen, seien 2014 die Ausgaben für Arzneimittel um acht Prozent gestiegen. Über mögliche Beitragserhöhungen werde frühestens im Herbst entschieden. Bis dahin will die Regierung mehrere Gesetze verabschieden, die für die Kassen teuer werden könnten. Allein das geplante Gesetz zur Verbesserung der Prävention soll die gesetzlichen Kassen eine halbe Milliarde Euro jährlich kosten. CAL

### EU-Geld für Fingerabdrücke

# 700 000

Euro sollen Grenzkontrolltests am Flughafen Frankfurt kosten

Die Bundespolizei will von Juni an testweise Grenzkontrollen durchführen, bei denen den überprüften Personen von bis zu zehn Fingern Abdrücke genommen werden. Das geht aus einer Anfrage der Linksfaktion im Bundestag hervor. Die Tests sollen vom 22. Juni bis zum 6. September am Flughafen Frankfurt/Main stattfinden, die Teilnahme ist freiwillig. Sie sind Teil einer 3,5 Millionen Euro teuren EU-Pilotstudie für elektronische Grenzkontrollen, die auf die Erfassung von Ausländern aus Drittstaaten zielt. Bislang werden bei der Ein- und Ausreise in der Regel lediglich Pässe und Visa kontrolliert. MACH