

# Analyse einer Krise

Warum läuft es an den **Börsen** nicht rund und worauf müssen sich Anlegerinnen und Anleger einstellen?

MARKUS DIEM MEIER

Seit dem Juni 2020 sind die Börsen weltweit nie mehr so stark eingebrochen wie zu Beginn der Woche. Der Schweizer Leitindex SMI ist seit Jahresbeginn um gut 11 Prozent gesunken. Noch viel stärker aber sackten die US-Börsen ab: der S&P 500 um mehr als 16 Prozent und der Technologie-Index Nasdaq sogar um mehr als 25 Prozent.

Die Entwicklung an den Aktienmärkten ist Ausdruck einer Flucht aus allen Risiken. Sie zeigt sich auch an anderen Kursen: So ist auch der Bitcoin innerhalb von wenigen Tagen um rund 20 Prozent eingebrochen. Der Ark Innovation ETF von Cathie Wood sackte an einem einzigen Tag um 10 Prozent ab – mit seinem Fokus auf Tech-Titel war er ein Highflyer der letzten Jahre.

## Sogar die Fed warnt vor Liquiditätsentzug

Als wichtigster, aber nicht einziger Grund für den Einbruch gilt die Einsicht, dass die US-Notenbank Fed angesichts der im April bei hohen 8,3 Prozent verharrenden Inflation ernst damit macht, die Liquidität scharf einzuschränken. Am vergangenen Mittwoch hat die Fed erstmals seit dem Jahr 2000 ihren Leitzins in einem Schritt um 0,5 Prozent auf ein Zielband zwischen 0,75 und 1 Prozent erhöht.

Auch für die nächsten Zinsrunden der Fed werden Anstiege um 0,5 Prozent erwartet. Bis zum Februar 2023 wird der Leitzins jetzt bereits bei rund 3 Prozent erwartet, wie sich aus Marktdaten lesen lässt. Hinzu kommt noch, dass die Fed ab dem Juni damit beginnt, ihre auf 9000 Milliarden angewachsene Bilanz zu reduzieren. Auch damit entzieht sie dem Markt Liquidität.

In ihrem aktuellen Finanzstabilitätsbericht warnt nun sogar die Fed selbst vor den Risiken dieses Liquiditätsentzugs. Die Entwicklung der Inflation und der hohen Zinsen würde eine Gefahr für die

Von Highflyern zu Börsen-Sorgenkindern: Tech-Aktien der Nasdaq.

Finanzstabilität des Landes darstellen, heisst es im Bericht. Das gelte ganz besonders, wenn sich auch die Wirtschaft noch deutlich abschwäche.

Gespiegelt wird das Bild künftig deutlich steigender Zinsen an den Anleihenmärkten. Die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen stieg wieder auf über 3 Prozent, auf einen Stand wie seit 2018 nicht

mehr. Höhere Renditen bedeuten umgekehrt tiefere Anleihenkurse.

Die Flucht aus den Risiken zeigt sich auch an den Märkten für Unternehmensanleihen. In Europa haben sich die Prämien für handelbare Kreditausfallversicherungen von Unternehmen (Credit Default Swaps) von 0,49 Prozent zu Jahresbeginn auf 1 Prozent verdoppelt. Ein weiterer Hinweis ist der Dollar, der einerseits vom Zinsanstieg in den USA profitiert, aber auch als sicherer Hafen in Krisenzeiten gilt.

Ein Grund für die aktuelle Risikoscheu ist eine grosse Unsicherheit zur weiteren Entwicklung: Zum einen besteht die Angst, die scharfe Kurskorrektur bei der Fed werde in den USA eine Rezession auslösen. Aber viele Fachleute vertreten auch die umgekehrte Sorge: dass die Fed zu wenig aggressiv gegen die Teuerung vorgeht und später noch viel härter auf die geldpolitische Bremse treten muss. Für ein noch zu wenig aggressives Vorgehen der Fed spricht der Umstand, dass selbst die erwarteten höheren Zinsen kaufkraftbereinigt noch immer im negativen Bereich liegen würden. Zur Unsicherheit über die Geldpolitik kommen noch die geopolitischen Spannungen vor allem wegen des Kriegs in der Ukraine hinzu und die dadurch steigenden Energie- und Rohwarenpreise. Ein wesentlicher Faktor sind weiter die Lockdowns in China.

## Die Superstars stürzen ab

Entwicklung des Technologie-Indexes Nasdaq seit Jahresbeginn (Indexpunkte)



Dass die Ausschläge an den Aktienmärkten in den USA deutlich stärker ausfallen als in Europa, liegt vor allem an der grossen Bedeutung der Technologietitel – was sich am ausgeprägten Einbruch des Nasdaq-Index zeigt. Es war dieser Index und es waren diese Titel, die in den letzten Jahren die US-Börse generell und den Nasdaq im Besonderen nach oben katapultiert haben. Der Grund war die Erwartung deutlich steigender Einnahmen in Zukunft, weshalb deren Aktien als Wachstumstitel bezeichnet werden. Bei steigenden Zinsen sinkt nun aber zum einen der Gegenwartswert von künftigen Gewinnen und zum anderen sinken die Erwartungen angesichts der sich abzeichnenden wirtschaftlichen Eintrübungen und der hohen Preise.

Mit dem sich abzeichnenden Ende der extrem expansiven Geldpolitik und der Tiefstzinsen werden Anleger wieder gezwungen, genauer hinzuschauen, in was sie ihr Geld investieren wollen, weil die Damen und Herren des Geldes nicht mehr die Börsen insgesamt stützen können. Die Entwicklung spricht vor allem für Aktien von Unternehmen, die einen stabilen Cashflow generieren, deren Geschäft nicht in erster Linie von weit in Zukunft liegenden Gewinnerwartungen abhängt und die relativ konjunkturresistent sind.

## FREIE SICHT



Reiner Eichenberger

Professor für Finanz- und Wirtschaftspolitik an der Uni Freiburg

## Die Lösung (fast) aller Probleme

Jetzt droht uns der Wirtschaftscrash. Nicht wegen des Kriegs, sondern wegen Inflation, wegen der OECD-Mindeststeuer auf Unternehmensgewinnen und wegen unseres veralteten Steuersystems. Wenn die Nationalbank die nominellen Zinsen nicht der Inflation anpasst, werden die Realzinsen stark negativ. Dann lohnt es sich für alle, möglichst Schulden zu machen und das Geld halbwegs inflationssicher anzulegen, etwa in Immobilien und Aktien, sowie auch mehr zu konsumieren. Das liesse die Geldmenge aber noch stärker wachsen und würde langfristig in die Hyperinflation führen. Alternativ dazu könnten die Kredite rationiert werden. Doch das wirkt asozial und bringt Planwirtschaft und Nepotismus. Deshalb gibts nur eins: Die nominellen Zinsen müssen hoch.

Steigende Nominalzinsen aber bringen explodierende nominelle Kapitaleinkommen und Schuldzinszahlungen, also höhere Steuerlast für Sparer und tiefere Steuerlast für Schuldnerinnen, die ihre Schuldzinsen steuerlich absetzen können. Zudem gilt: Die nominellen Kapitaleinkommen sind keine realen Einkommen.

«Der Crash droht nicht wegen des Kriegs. Aber aus anderen Gründen.»

men, sondern nur eine Kompensation für die inflationsbedingten Wertverluste auf den Kapitalbeständen. Sprich: Die Inflation bringt massive Überbesteuerung von Kapital und Subventionierung von Schulden.

Zugleich herrscht Ratlosigkeit darüber, wie die Schweiz auf die OECD-verordnete Mindestbesteuerung der Gewinne grösserer Firmen von 15 Prozent reagieren soll. Vorgeschlagen werden neue Steuerschlupflöcher, Zuwendungen an Firmen, Mehrausgaben und Schlimmeres. Dabei ist die Antwort ganz einfach. Wir müssen die Gelegenheit packen, um unser Steuersystem zu reformieren. Die Schweiz ist das wohl letzte Land, das Kapitaleinkommen so hoch wie Arbeitsinkommen besteuert, obwohl ein Teil davon nur Inflationskompensation ist, und ausgeschüttete Erträge auf Eigenkapital sogar doppelt besteuert, zuerst bei den Firmen mit Gewinnsteuern und dann bei den Aktionären als Dividendeneinkommen. International üblich ist längst eine Teilbesteuerung der Kapitalerträge, um die Überbelastung der Kapitalerträge zu reduzieren.

Deshalb soll die Schweiz zweierlei tun. Erstens: Umstellung der Kapitalertragsbesteuerung auf die realen, inflationsbereinigten Einkommen. Zweitens: Kompensation der hohen OECD-Mindeststeuersätze auf den Firmengewinnen durch Senkung der Besteuerung von Dividendeneinkommen. Das würde die Standortattraktivität der Schweiz umfassend fördern: keine Schlupflöcher, keine Subventionen, keine Ungleichbehandlung. Nur eine saubere, attraktive Besteuerung der realen Einkommen.

In dieser Kolumne schreiben Isabel Martínez, Ökonomin an der Konjunkturforschungsstelle (KOF) der ETH Zürich, Reiner Eichenberger, Professor für Finanz- und Wirtschaftspolitik an der Universität Freiburg, sowie «Handelszeitung»-Co-Chefredaktor Markus Diem Meier.

ANZEIGE

# DOROTHEUM

SEIT 1707



Andy Warhol, „Man Ray“, 1974, 101 x 101 cm, € 300.000 – 500.000, Auktion 1. Juni

Auktionswoche 31. Mai – 3. Juni  
Zeitgenössische Kunst  
Moderne  
Juwelen, Uhren

Information  
+43-1-515 60-570

www.dorotheum.com

Düsseldorf | München | Mailand | Rom | Neapel | London | Brüssel | Prag | Paris | Tel Aviv

► Mehr zum Thema auf Seite 16.