

Showdown.

Rekordkurse in Deutschland und in den USA schüren die Angst vor dem nächsten, großen Absturz. Müssen sich Anleger wirklich schon ernsthafte Sorgen machen? Ein Blick zurück in die Geschichte der Aktienmarktblasen und Kurszusammenbrüche gibt Aufschluss.

„Es wird spannend“, verhiess der Schweizer Vermögensverwalter Alfons Cortés im März dieses Jahres (private wealth 01/2013). Löse sich die Angst vor einem Absturz der Weltwirtschaft langsam auf, könne der seit März 2009 anhaltende Bullenmarkt durchaus in einer richtigen Spekulationsblase enden: „Niemand weiß, wie lange eine solche finale Phase dauert und wie weit sie die Aktienkurse nach oben treibt. Ich weiß nur: Sie sollten diese nicht verpassen.“ Tatsächlich hat sich die Stimmung unter den Volkswirten seither deutlich verbessert. „Im Herbst 2013 zeichnet sich eine wirtschaftliche Erholung ab“, analy-

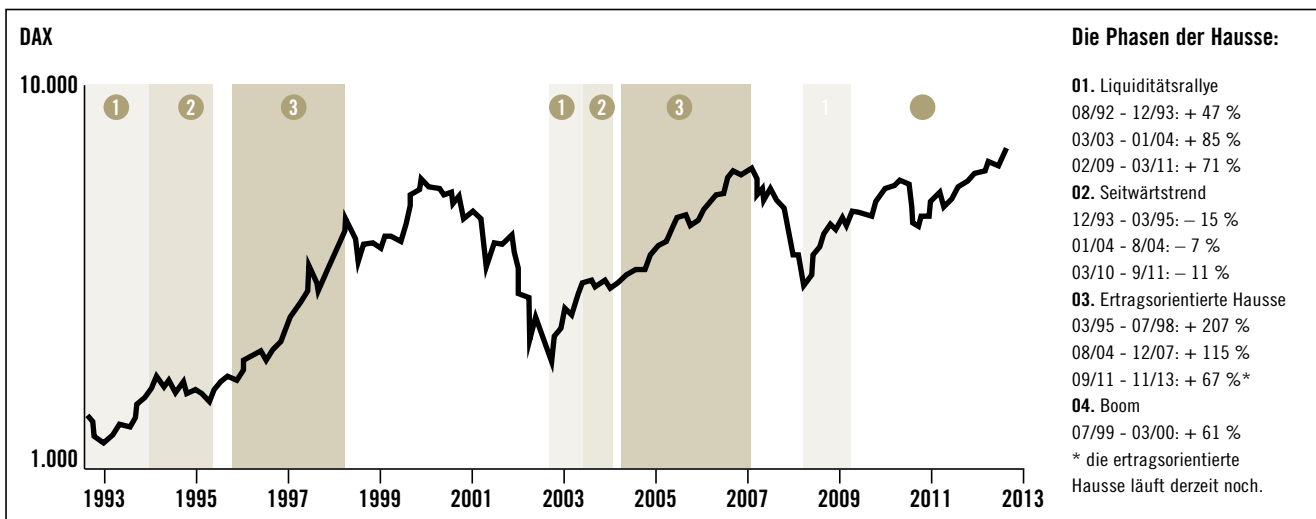
siert der Sachverständigenrat: „Der Anstieg der Weltproduktion dürfte sich nach 2,2 Prozent in diesem Jahr auf 3,0 Prozent im kommenden Jahr beschleunigen. Entsprechend rasant sind die Kurse an den großen Aktienmärkten dieser Welt seit dem Frühjahr gestiegen. Zwischen 15 und 25 Prozent Gewinn verbuchten Anleger in Deutschland, den USA, Großbritannien oder Japan.

Ist das schon die Spekulationsblase? Vor genau vier Jahren – der DAX stand damals noch bei etwa 5500 Punkten – hatte Hans Peter Schupp, Vorstand der Fonds-Boutique Fidecum, in private wealth den typischen Ablauf eines Hausse-

Zyklus skizziert. „Nach einer Rezession treibt zunächst allein die Liquidität die Kurse. Daran schließt sich eine Phase des Nachdenkens an – bekommen Wirtschaft und Unternehmen tatsächlich die Kurve? Weil die Firmen sich längst an das schwierigere Umfeld angepasst haben, klettern die Erträge wirklich – die ertragsinduzierte Hausse beginnt.“

Diese, argumentierte Schupp damals, könne leicht drei Jahre dauern und noch einmal bis zu 100 Prozent Gewinn bringen. Und erst danach käme – manchmal – die vierte, die Boom-Phase. In diesem Moment werfen Investoren alle Vorsicht über Bord. Und die Kurse steigen noch

Aktienmarktzyklus: In drei bis vier Schritten oben.



einmal kräftig an. „Das ist die schönste, aber eben auch die riskanteste Zeit für Investoren“, erklärt Schupp, „weil es dann gelingen muss, sich rechtzeitig zu verabschieden.“

Um die Geschichte vom Aufstieg und Fall, vom Boom und Bust zu verstehen, ist ein Blick in die Börsengeschichte hilfreich. Denn irgendwie scheint sich diese immer zu wiederholen.

„Die Spekulation, die dem Zusammenbruch vorausgeht, trägt den Keim dieses Zusammenbruchs bereits in sich.“ Mit diesem kühlen und nüchternen Fazit beendete der große Ökonom John Kenneth Galbraith seine Analyse des Aktien-Crashes von 1929. Am Schluss, analysierte der Brite, hätten die Kurssteigerungen nichts mehr mit den fundamentalen Daten – Zinsen oder Erträgen von Unternehmen – zu tun gehabt. „Sie gründeten auf Vertrauen, Optimismus und der festen Überzeugung, dass nun auch die einfachen Leute die Chance haben, reich zu werden.“

Der große Crash von 1929 war – weil ihm die Weltwirtschaftskrise folgte – der spektakulärste Kurssturz der Börsengeschichte. Vor ihm und nach ihm hatte es aber noch viele gegeben: die Tulpenmanie im Jahr 1637, den Aufstieg und Fall der Südseegesellschaft, die 1711 das Handelsmonopol mit Spanisch-Amerika besaß. Oder die Eisenbahnspekulation 1835. Auch unsere Zeit lieferte beinahe alle zehn Jahre einen Boom – und den folgenden Einbruch: Die Wirtschaftswunder-Hausse 1962, das Goldfieber 1979, die Japan-Spekulation in den 1990ern, die Tech-Blase zur Jahrtausendwende und natürlich die Immobi-

lien-Bubble, die in die Finanzkrise des Jahres 2008 mündete.

Was bläst Blasen auf? Und was bringt sie zum Platzen?

Die große Investmentblase der 20er begann eigentlich im Jahr 1922. Rohstoffpreise und Aktienkurse waren gerade kollabiert, Zinsen und Inflationsraten fielen. Es war ein perfektes Klima entstanden, um in Aktien zu investieren.

Jahr für Jahr stiegen dann auch die Kurse. Die Wirtschaft boomte. Die Produktivität der Firmen kletterte, die Unternehmenserträge stiegen rasant. 1927 proklamierte der damalige Präsident Calvin Coolidge, Amerika trete in eine neue Ära des Wohlstandes und des Reichtums ein.

Innovationen dominierten das Leben – das Telefon, die Autoindustrie, Flugzeuge, das Radio. Die Intelligenz, in Gestalt des berühmten Yale-Professors Irving Fisher, analysierte noch 1929: „Aktien sind auf einem Niveau, das nach einem permanent hohen Plateau aussieht.“

Mit anderen Worten: nur Chancen, keine Risiken. Jeder hatte das Gefühl, er müsse dabei sein. Und jeder konnte dabei sein: Aktien wurden von den Banken zu 90 Prozent beliehen. Mit 10 000 Dollar Eigenkapital konnten Investoren für 100 000 Dollar Aktien kaufen – und alles verlieren, falls die Kurse nur um zehn Prozent nachgaben.

Vier Jahre später war der Dow-Jones-Index um fast 90 Prozent gefallen – auf das Niveau von 1904.

25 Jahre vergingen, bis der US-Aktienmarkt das „dauerhaft hohe Plateau“ wieder erreichte. Zu diesem Zeitpunkt begann schon eine ganz neue Anleger-

gruppe, die nächste Blase aufzupusten. Die Nachkriegsgeneration in den USA hatte Geld und sie hatte keine Schulden. Dieses Kapital lag bereit, um seinen Weg in den Aktienmarkt zu finden. Es brauchte nur einen Auslöser und fand ihn in der neuen Ära des Computerzeitalters. Wieder wollte jeder dabei sein. Und wieder konnte jeder dabei sein.

Denn ein gewisser Edward Crosby Johnson II, Gründer der Fondsgesellschaft Fidelity, machte Aktienfonds populär. Es waren spekulative Fonds, deren Manager schnell kauften und verkauften. An der Wall Street wurden diese Jahre aufgrund ihrer Schnelllebigkeit Go-go-Years genannt.

Und in Deutschland tauchte ein gewisser Bernie Cornfeld auf, der über seine Anlagegesellschaft IOS deutsche Anleger am Fonds-Boom teilhaben ließ.

US-Privatanleger tummelten sich derweil in sogenannten „shooters“ – Neuemissionen von kleinen Technologiefirmen, deren Namen immer auf „-ionics“ endeten und deren Kurse sich aufgrund der hohen Nachfrage in den ersten Handelswochen oft vervielfachten. Dass diese Firmen meist nur eine Idee, eine Story verkauften, störte niemanden. Von 1954 bis 1966 kletterte der Dow-Jones-Index um 300 Prozent und erreichte 1966 die Marke von 1000 Punkten. 1969 kam er noch einmal in die Nähe dieses Niveaus. Dann kamen die 70er. Die Kurse fielen. Und die Sterne mit „-ionics“ im Namen verglühten.

20 Jahre später schoss der Nikkei-Index senkrecht nach oben. Die Bank von Japan druckte wie verrückt Geld, um die Aufwertung des Yen zu begrenzen. Die

Das private-wealth-Marktbewertungsmodell.

Das private-wealth-Marktbewertungsmodell setzt eine einfache Idee um: Engagements in Aktien sind besonders lukrativ, wenn der Aktienmarkt günstig bewertet ist und sich gleichzeitig die Konjunktur verbessert. Und sie sind unattraktiv, wenn Aktien teuer sind und sich die Konjunktur verschlechtert.

Um die Bewertung des DAX ungefähr abschätzen zu können, werden aus einem breiten Querschnitt volkswirtschaftlicher Daten – Sozialprodukt, Exporten, Preise und Margen – Rückschlüsse auf das langfristige Trendwachstum von Umsätzen und Erträgen der Firmen in Deutschland gezogen. Notiert der DAX unter diesem Trend (–), ist das grundsätzlich interessant.

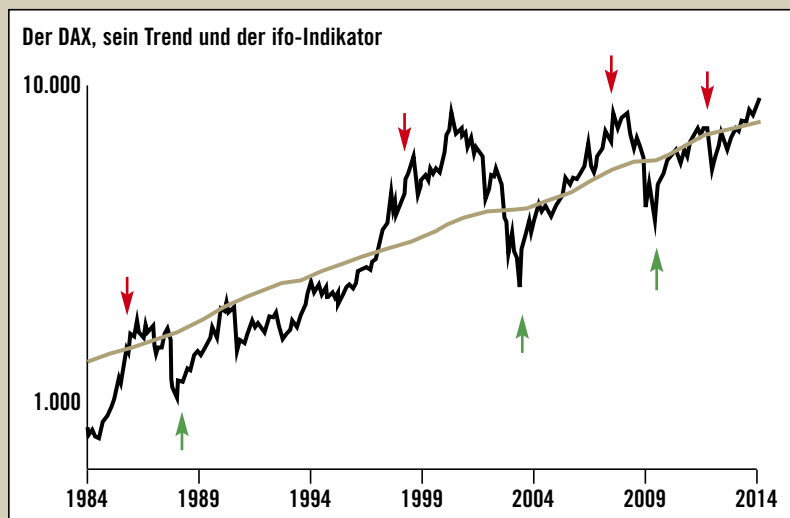
Lange war dies der Fall. Erstmals seit dem Jahr 2006 ist der Deutsche Aktienindex heute nach diesem Maßstab wieder klar überbewertet – um knapp 20 Prozent.

Der Bewertungsindikator allein mahnt also zur Vorsicht. In vergangenen Börsenzyklen sind die Aktienkurse allerdings sehr häufig noch viel weiter gestiegen. Als Signalgeber für eindeutige Kauf- und Verkaufsentscheidungen hat sich der Index des ifo-Geschäftserwartungen bewährt. Jeden Monat ermittelt

ihn das Münchner ifo-Institut im Rahmen seiner Umfrage zum Geschäftsklima in Deutschland.

Steigt dieser Index nach einem Rückgang drei Mal hintereinander an, verbessert sich die Konjunktur – grünes Licht für Aktien. Fällt er drei Mal hintereinander, wechselt die Ampel auf Rot. Die Zeitpunkte, an denen ein ifo-Signal mit einer Über- oder Unterbewertung des Marktes einherging, sind in der Grafik unten mit Pfeilen angezeigt.

Im Oktober 2013 fiel der ifo-Indikator nun zum ersten Mal nach x Monaten wieder. Sollte er nach Redaktionsschluss im November und dann auch im Dezember weiter zurückgegangen sein, würde das bedeuten: Aktien verkaufen. Steigt der ifo-Index wieder, könnte es sich lohnen, investiert zu bleiben. Denn eine echte Blase birgt noch erhebliches Potenzial. Würde der DAX 2014 ähnlich überbewertet wie im Frühjahr 2000, müsste er auf rund 18 000 Punkte steigen. Würde die Überbewertung aus dem Jahr 2007 wieder erreicht, läge er knapp über 12 000 Punkten. Wir werden dies auf unserer Homepage www.private-wealth.de kommentieren (Benutzerkennung: privatewealth; Passwort: Vorsicht).



Welt starrte beeindruckt auf Japan, auf Kaizen, lean Production und Quality Management. Japan überholte den Westen, lautete das neue Paradigma. Die Aktienkurse stiegen, Überkreuzbeteiligungen japanischer Firmen verknäpften das Angebot, immer teurere Aktien dienten als Sicherheit für immer höhere Immobilienkredite. Am Ende – so die Legende – sei der japanische Kaiserpalast so viel Wert gewesen wie ganz Kanada.

Von seinem damaligen Hoch ist der Nikkei heute, 24 Jahre später, immer noch mehr als 60 Prozent entfernt.

In den 1990ern wurde dann Buy and Hold zum Mantra einer neuen Anlegergeneration im Westen. An den Universitäten und in den Research-Abteilungen der Banken entstanden Analysen, die belegten, dass Anleger auf Sicht von zehn Jahren mit einem breiten Aktiendepot theoretisch gar keine Verluste machen könnten.

Die Volksaktie Telekom mobilisierte nun die Massen. Das Internet sorgte für das Neue-Ära-Gefühl. 20 Prozent der über 14-Jährigen in Deutschland besaßen Aktien oder Aktienfonds.

Auch aus den 1960ern bekannte Muster tauchten jetzt wieder auf. Am Neuen Markt und an der Nasdaq vervielfachten sich die Kurse von Neuemissionen. Nur trugen sie nicht „ionics“, sondern „-tech“ im Namen. Dass diese Firmen oft ebenfalls nur eine Idee, eine Story verkauften, störte wieder niemanden.

Und weil sich die abenteuerlichen Bewertungen sonst nicht mehr rechtfertigen ließen, erfanden Analysten sogar einen neuen Bewertungsmaßstab. Galt bislang noch das Verhältnis vom Kurs zu Gewinn als relevant, so orientierten sich nun alle an der sogenannten PEG-Ratio – dem Kurs-Gewinn-Verhältnis relativ zur Wachstumsrate der Gewinne. KGV im dreistelligen Bereich schienen

plötzlich durchaus akzeptabel. Gleichzeitig versorgten die Notenbanken aus Angst vor Turbulenzen bei der Jahrtausend-Umstellung der Computer die Märkte mit Liquidität. Und Firmen nutzten ihre teuren Aktien als Akquisitionswährung, um andere, ebenso hoch bewertete Firmen zu übernehmen. Fusionsfieber.

Als auch diese Blase platzte, senkten die Notenbanken die Leitzinsen zügig, um den Schaden für die Realwirtschaft in Grenzen zu halten. Überreichlich vorhandenes, billiges Geld suchte ein neues Ziel – die Immobilien- und Kreditmärkte. Die Renditeaufschläge für schlechte Schuldner schmolzen wie Schnee in der Sonne. Für ein paar Zehntel Prozentpunkte gingen Investoren enorme Risiken ein. Das war auch kein Problem, galt doch wieder ein neues Paradigma: Der Konjunkturzyklus ist abgeschafft. Die Notenbanken haben alles im Griff. Hatten sie nicht.

Wer sich mit den Blasen der Vergangenheit beschäftigt, erkennt schnell ein paar immer wiederkehrende Muster. Die Zinsen müssen niedrig, Liquidität muss reichlich vorhanden sein. Wachsende Zuversicht ist wichtig. Spekulation auf Kredit. Neuemissionen, deren Kurse sich aus dem Stand verdoppeln, sind ebenso Indizien wie das Fusionsfieber oder das Auftauchen neuer Käufergruppen. Vor allem aber ist entscheidend: Eine neue Ära muss sich herausbilden, ein Paradigmenwechsel entstehen, der alle bisher geltenden Regeln außer Kraft setzt.

Es muss, wie es Arnold van den Berg, Chef des US-Vermögensverwalters Century Asset Management, einmal sagte, die ganze Gesellschaft involviert sein: „Blasen entstehen dann, wenn alle Sterne leuchten.“ Wenn die Öffentlichkeit, Finanzindustrie, institutionelle Anleger und die Medien sich auf das neue Paradigma eingeschworen haben.

Wie nahe sind wir heute an diesem Punkt? „Es gibt schon einige erste, un-

scharfe Anzeichen für eine Spekulationsblase – vor allem in den USA und in Deutschland –, aber eindeutig ist das Bild nicht“, meint Hans-Peter Schupp. Eindeutig sei nur das Thema niedrige Zinsen und Liquidität zu beurteilen.

„Die Geldschöpfung der Notenbanken ist beispiellos und trägt die Saat einer Finanzblase schon lange in sich.“

Viele andere Merkmale einer Blase seien aber noch nicht oder nur in Ansätzen erkennbar. „Bisher sind die Kurse durchaus im Einklang mit den Unternehmensergebnissen gestiegen. Erst in den letzten Wochen haben sich die Kurs-Gewinn-Verhältnisse etwas ausgedehnt.“

Gleichzeitig würde in den Chefetagen „noch kein Unsinn gemacht“. „Es geht dort weiter vor allem um Restrukturierung. Wir sehen keine Fremdfinanzierung von Erweiterungsinvestitionen. Keine teuren Akquisitionen. All diese Dinge, die typisch für eine Boom-Phase sind und den Firmen das Genick brechen, wenn die Nachfrage zurückgeht, fehlen noch“, erklärt Schupp.

Auch an den Märkten selbst ist trotz der Rekorde von Euphorie noch nicht viel zu sehen. Mit der Twitter-Aktie gab es in den USA gerade den ersten Börsengang mit wirklich spektakulären Zeichnungsgewinnen. In Europa fehlen diese noch ganz. Und auch neue Anlegergruppen sind nicht zu sehen. Die gebrannten Kinder scheuen offenbar das Feuer. Nur ein paar institutionelle Investoren haben in Deutschland zuletzt gekauft. Private Anleger dagegen gaben im September bei steigenden Kursen Anteile an Aktienfonds zurück. „So sieht keine Blase aus“, folgert Schupp.

Was nicht ist, könne aber leicht noch werden. „Vielleicht ist das dann ja ein Thema für 2014“, überlegt Schupp, „ein neues Paradigma hätte ich schon parat: Galten Aktien früher als riskante Anlagen, so sind sie heute ‚alternativlos!‘ Setzt sich dieses Denken bei Versicherungen, Stiftungen und Privatinvesto-

toren durch, sehen wir noch ganz andere Kurse. Diese Chance sollten Sie sich nicht entgehen lassen.“

2009 hatte Schupp noch vermutet, strategische Investoren müssten sich nicht vor 2013 mit dem Aktienverkauf befassen. Nun streckt der Mann aus Bad Homburg diese Perspektive um ein Jahr. Auf 2014. „Aber Sie sollten jetzt definitiv wachsamer sein.“

Wachsam sein bedeutet in der Diktion des Markttechnikers Alfons Cortés, genau auf den Kursverlauf zu achten. „Falls die Märkte deutlich korrigieren und dann keine neuen Höchststände mehr schaffen, wäre das ein Warnsignal.“ Für die Redaktion von *private wealth* gilt es, die Erwartungskomponente des ifo-Geschäftsklimas genau zu beobachten – ein dreimaliger Rückgang dieses Konjunkturindikators wäre ebenfalls ein Verkaufssignal (Kasten links).

Bis dahin raten die Profis, sollten sich Anleger nicht nervös machen lassen. „Es ist zwar durchaus möglich, dass wir schon am Anfang der finalen Phase sind“, überlegt Alfons Cortés, „aber diese hat in der Vergangenheit oft genug länger als ein Jahr gedauert. Es ist noch nicht an der Zeit, auszusteigen.“

Text: Klaus Meitinger