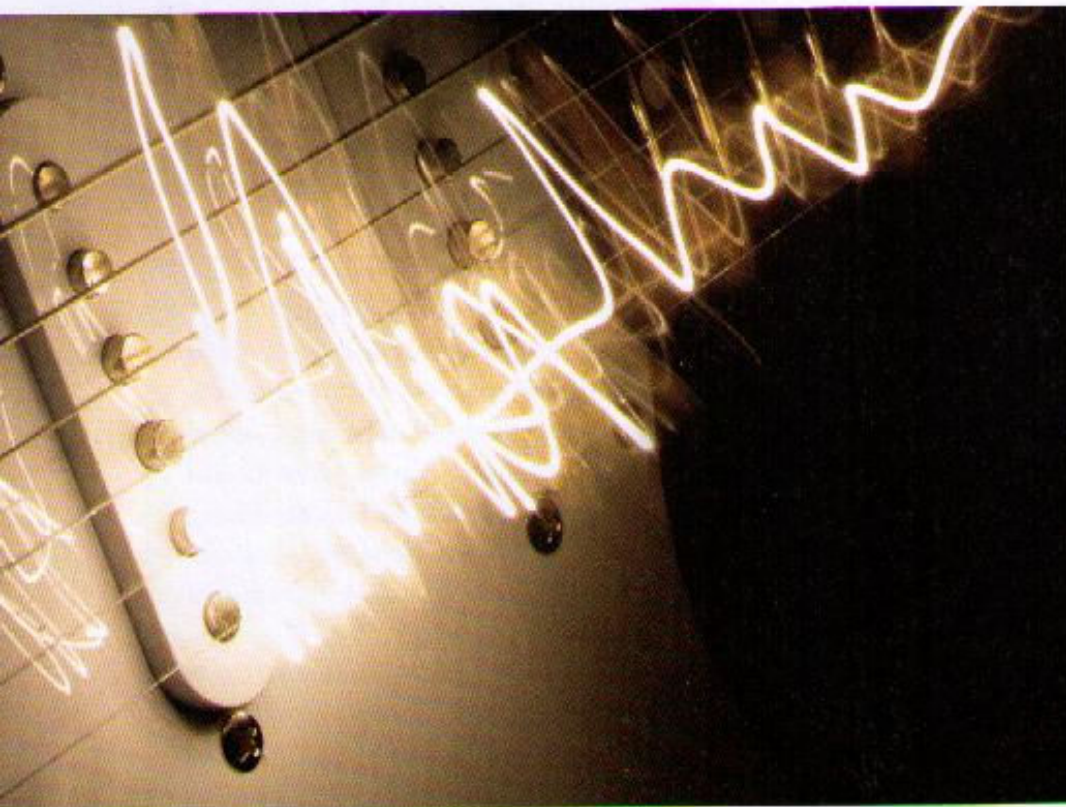


Ein besonderer Rhythmus.

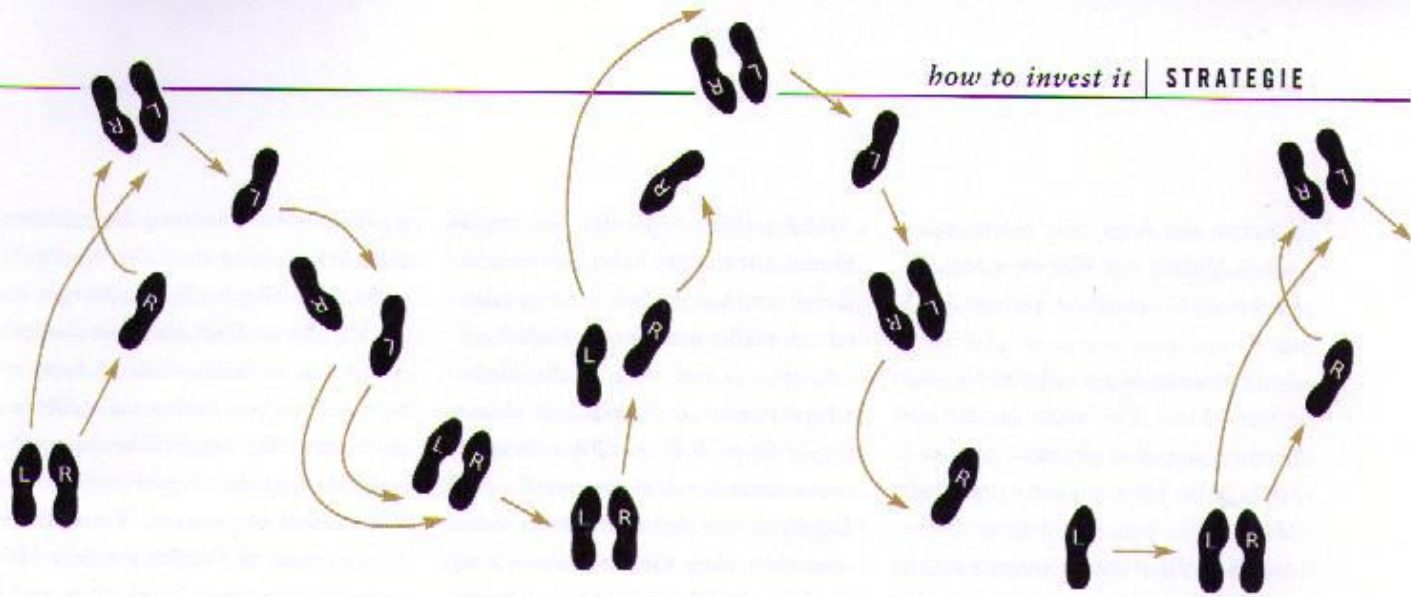
Am 26. Januar dieses Jahres informierte private wealth seine Abonnenten auf der Homepage www.private-wealth.de darüber, dass die von der Redaktion beobachteten Signale wieder grünes Licht für Aktienanlagen geben. Bewegt sich die deutsche Wirtschaft künftig im gleichen Rhythmus wie in der Vergangenheit, könnte das der Beginn eines länger anhaltenden Aufschwungs im Börsenzyklus sein.



Wenn es um die Prognosekraft seiner Kollegen ging, war Professor Ernst Helmstädter schon immer kritisch. Bei Abschwüngen entstünden Überschätzungsfehler, Aufschwungphasen dagegen würden regelmäßig unterschätzt, konstatierte das ehemalige Mitglied des Sachverständigenrats schon vor 20 Jahren. Die Prognostiker hätten einfach kein Bewusstsein für die immer wiederkehrenden Muster der Konjunktur.

Diese Muster werden von den Kurven gezeichnet, die sich aus den realen Wachstumsraten des Sozialprodukts ergeben. „Sie zeigen“, erklärte der heute 87-Jährige im Jahr 1994 dem Magazin „Finanzen“, „dass der Konjunkturzyklus immer ähnlich abläuft – zunächst ein starker Aufschwung nach der Rezession, dann ein leichter Rückschlag, danach ein mäßiger zweiter Aufschwung und schließlich wieder ein starker Abschwung.“

Die Auslöser für diese Entwicklung, erklärte der Wirtschaftswissenschaftler weiter, könnten sich zwar ändern. Doch die Form bleibe immer gleich: „Die Konjunktur tanzt im M-Rhythmus.“



Tatsächlich lassen sich diese M-Formationen in den fünf großen Konjunkturzyklen der vergangenen 50 Jahre durchaus erkennen – manchmal ganz eindeutig, manchmal aber auch nur mit etwas gutem Willen (Seite 58).

Im aktuellen – sechsten – Zyklus scheint das Muster besonders deutlich ausgeprägt. Nach dem massiven Einbruch im Jahr 2009 erholte sich die deutsche Wirtschaft rasch wieder. Seit dem Beginn des zweiten Halbjahres 2011 war dann eine Art Stagnation zu verzeichnen – in der Helmstädterschen Diktion der leichte Rückschlag. Wann, lautet nun die spannende Frage, würde die zweite Phase des Aufschwungs beginnen?

Hilfestellung bei der Antwort bietet eine weitere interessante Beobachtung. Seit 1969 – so lange gibt es diesen Indikator – wurde der zweite Aufstrich des M jedes Mal vom Konjunkturklima des Münchner ifo-Instituts vorhergesagt.

Jeden Monat befragen die Münchner Wirtschaftsforscher 7000 deutsche Unternehmer nach der aktuellen Geschäftslage und den Erwartungen für die Geschäftsentwicklung in ihrem Unternehmen in den kommenden sechs Monaten. Wird es besser, bleibt es gleich oder erwarten die Unternehmer eine Verschlechterung? Die Idee: Wer am Ruder steht, spürt am besten, woher der Wind weht.

Dabei hat sich folgende Regel bewährt: Klettern die Erwartungen nach einem

länger anhaltenden Abwärtstrend drei Mal hintereinander, so hat sich eine konjunkturelle Wende etabliert.

Genau dies war Ende Januar 2011 der Fall. Das ifo-Geschäftsklima war drei Mal hintereinander gestiegen und signalisierte dadurch: Nach dem leichten Rückschlag ab der zweiten Hälfte des letzten Jahres ist etwa ab der Mitte des Jahres 2012 mit dem Beginn des zweiten Teils des Aufschwung – des zweiten Aufstrichs im M – zu rechnen.

Für Kapitalanleger ist dies besonders interessant. Denn ähnlich wie in der Konjunktur scheint es auch eine Art typischen Börsenzyklus zu geben. Hans-Peter Schupp, Gründer und Fondsmanager bei der Investmentboutique Fidelity, hat diesen klassischen Börsenzyklus und seine vier charakteristischen Phasen schon öfter in private wealth skizziert.

In der Rezession, so Schupp, interessiert sich zunächst niemand mehr für Aktien. Zu riskant. Dann öffnen die Zentralbanken die Geldschleusen. Die Zinsen sinken. Kapital, das in der Realwirtschaft nicht für Investitionen benötigt wird, steht nun an den Finanzmärkten reichlich zur Verfügung. Keimen erste Hoffnungen auf eine Ertragswende bei den Firmen, beginnt Phase eins: die Liquiditätshausse.

Darauf folgt in der Regel eine Zeit des Nachdenkens, Phase zwei. Sie fällt oft mit dem ersten Abstrich im M-Zyklus des

Ernst Helmstädter zusammen. Widersprüchliche Einschätzungen der Experten erschweren nun die Anlage. Optimisten und Pessimisten liefern sich ein zähes Ringen. Wird der Aufschwung wirklich die zweite Luft bekommen? Werden die Gewinne der Unternehmen tatsächlich noch weiter steigen? Oder ist diesmal alles anders?

Die Kurse am Aktienmarkt schwanken nun meist in einem vergleichsweise engen Korridor. Ab und an kommt es in dieser Phase auch zu Korrekturen um zehn bis 20 Prozent. „In diesen Momenten brauchen Investoren Stehvermögen“, analysierte Schupp schon Ende 2009 (private wealth 04/2009), „denn wer einmal verkauft hat, verpasst unter Umständen den Wiedereinstieg.“ Denn irgendwann beginne die zweite Phase des Aufschwungs, die Unternehmensgewinne würden dann weiter steigen, die Anleger neue Zuversicht fassen, und es folge die Phase drei, die ertragsgetriebene Hausse. „Die kann dann leicht noch einmal drei Jahre dauern und kumuliert bis zu 100 Prozent Gewinn bringen“, erklärte Schupp damals.

Im letzten halben Jahr fiel es Schupp allerdings besonders schwer, an seiner Systematik festzuhalten. Als im Herbst 2011 der Deutsche Aktienindex DAX binnen weniger Wochen mehr als 30 Prozent seines Werts verlor, stand die These vom langen Börsenzyklus auf der Kippe. Angesichts der Eurokrise ging >

plötzlich die Angst vor einem neuerlichen Absturz der Weltwirtschaft um. Drohte 2012 schon die nächste Rezession?

Den typischen Mustern hätte das nicht entsprochen. „Das wäre der kürzeste Konjunkturzyklus gewesen, den ich je erlebt habe. Für mich gab es in diesem Moment nur zwei Alternativen: Entweder bleibt die ertragsorientierte Hausse aus – und damit wäre das lange Zeit gültige Muster eines klassischen Hausse-

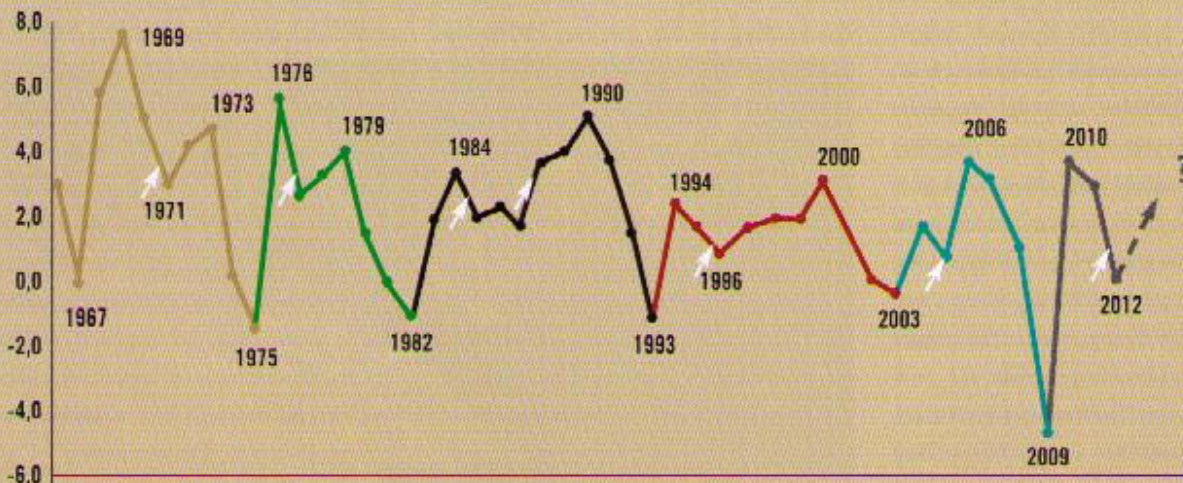
Zyklus zerstört. Oder das, was wir im Herbst 2011 erlebt haben, war nur ein Unfall, ein Ausrutscher, der sich relativ schnell wieder korrigieren würde.“

Schupp entschied sich für die Ausrutschervariante: „Ich hielt das für plausibler. Zu dieser Zeit war die Furcht vor einer erneuten Kreditklemme groß – dank Eurokrise und Basel III. Dabei wurde übersehen, dass die Unternehmen aus der Krise des Jahres 2009 gelernt hatten. Sie expandierten nur noch sehr vorsich-

tig, bauten Verschuldung ab, erhöhten Liquidität. Sie sind heute also lange nicht mehr so anfällig bei Verspannungen im Bankensektor.“ Dass die Kurse dennoch derart massiv fielen, schrieb Schupp einem technischen Faktor zu: „Der an mathematischen Algorithmen ausgerichtete automatische Handel hat eine Art Kaskadeneffekt ausgelöst. Wenn sich alle Investoren an Größen wie dem Momentum orientieren, wird umso mehr verkauft, je weiter die Kurse fallen.“

Der M-Zyklus – bekommen Wirtschaft und Aktienmarkt nun die zweite Luft?

Jährliche Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts in Deutschland in Prozent



Seit 50 Jahren läuft die deutsche Konjunktur nach einem M-förmigen Muster ab – starker Aufschwung nach der Rezession, dann ein leichter Rückschlag, danach ein mäßiger zweiter Aufschwung und schließlich wieder ein starker Abschwung. Fünf derartige Zyklen haben wir seit 1967 erlebt. Der sechste Zyklus läuft gerade.

Interessant ist: In allen fünf vorherigen Zyklen signalisierte ein Anstieg der ifo-Geschäftserwartungen (↗) den Beginn des zweiten Teils des Konjunkturaufschwungs. Nur im langen Zyklus der 80er-Jahre kam es zu zwei solchen Signalen. Für Investoren bedeutend ist die Tatsache, dass nach einem derartigen Signal zum Teil deutliche Gewinne mit deutschen Aktien zu erzielen waren. Kurs-

rückschläge gab es, wenn überhaupt, nur in sehr geringem Ausmaß. In der Tabelle unten finden Sie den Zeitpunkt des ifo-Signals sowie den maximalen Gewinn und den maximalen Verlust in den kommenden ein bis zwei Jahren (Monatswerte):

	Zeitpunkt ifo-Signal	maximaler Gewinn	maximaler Verlust
Zyklus 1	04/71	+ 19,7 %	- 10,1 %
Zyklus 2	05/77	+ 16,1 %	- 1,8 %
Zyklus 3	05/85	+ 96,5 %	- 0,3 %
	03/88	+ 85,2 %	- 0,1 %
Zyklus 4	05/96	+ 131,0 %	- 2,3 %
Zyklus 5	08/05	+ 66,7 %	- 0,1 %
Zyklus 6	01/12	?	?

// Die private-wealth-Strategie:

In der Vergangenheit war die Wahrscheinlichkeit, Gewinne am Aktienmarkt zu erzielen, hoch, wenn Aktien günstig bewertet waren und sich zugleich die Konjunkturaussichten verbesserten. Zur Einschätzung der Bewertung nutzt die Redaktion ein speziell dafür entwickeltes Modell. Als Konjunkturindikator dienen die vom ifo-Institut erhobenen Geschäftserwartungen.

Im Mai 2011 hatte die konjunkturelle Dynamik deutlich nachgelassen. Es schien darum ratsam, die Aktienquote deutlich zu reduzieren. Grundsätzlich stellte sich in diesem Moment die Frage, ob dies nur eine Pause im Aufschwung oder der Beginn der nächsten Rezession war.

Mutig verfasste der Fondsmanager im September 2011 dann einen Artikel für das Jahrbuch der Fuchs Briefe. Überschrift: Der Unvollendete. „Es gibt gute Gründe, dass Konjunktur- und Börsenzyklus noch nicht vorbei sind“, schrieb Schupp und folgerte: „Die Kurse werden sich wahrscheinlich genauso schnell wieder erholen, wie sie gefallen sind. Der Kaskadeneffekt geht dann in die andere Richtung. Es wird umso mehr gekauft, je stärker die Kurse steigen.“

Nach dem dreimaligen Anstieg der ifo-Geschäftserwartungen bis Januar 2012 ist nun davon auszugehen, dass die Konjunktur derzeit nur eine Delle erlebt und sich der Aufschwung Mitte 2012 fortsetzt.

Entsprechend schrieb private wealth am 26. Januar im Mitgliederbereich auf www.private-wealth.de: „Am gestrigen Mittwoch hat der ifo-Indikator ein Kaufsignal für den deutschen Aktienmarkt gegeben. Aktuell liegt der faire Wert des DAX nach unseren Berechnungen bei etwas über 7000 Punkten. Stand heute (rund 6400 Punkte) liegt der Markt also nur bei 90 Prozent seines fairen Werts. Ein Kaufsignal im ifo-Index, verbunden mit einer Bewertung unterhalb des fairen Werts, sind gute Gründe, die vorsichtige Einschätzung gegenüber dem Aktienmarkt aufzugeben. In der Vergangenheit hat es sich bewährt, den Anteil riskanter Anlagen im Portfolio in einer derartigen Situation wieder zu erhöhen.“

Diese Einschätzung gilt auch heute noch. Wie immer wird die Redaktion die aktuellen Entwicklungen auf der private-wealth.com-Homepage kommentieren. Als Zugang für den Mitgliederbereich nutzen Sie bitte in diesem Quartal den Benutzernamen: privatewealth, sowie das Passwort: Drache.

Hans-Peter Schupp behielt recht. Und während nun viele Anleger misstrauisch darüber nachdenken, wann denn das Ende der Kurserholung gekommen sein könnte, sieht er in den Kursgewinnen seit Anfang Januar erst den Anfang. Den Beginn des dritten Teils im Börsenzyklus. „Bisher haben wir nur den Ausrutscher korrigiert. Setzen sich künftig die konjunkturellen Auftriebskräfte wieder durch, werden auch die Gewinne der Unternehmen weiter steigen – und zwar deutlich über ihre bisherigen Rekordwerte hinaus.“

Die Ertragsentwicklung unserer exportorientierten Unternehmen, erläutert Schupp weiter, hänge doch ohnehin vor allem von der Weltkonjunktur ab. Und die sehe gar nicht so schlecht aus: „Dank der anhaltenden Dynamik in den Schwellenländern rechnen die meisten Ökonomen 2012 mit Raten zwischen 3,5 und vier Prozent“, macht Schupp klar. Eine Schwächephase in Deutschland oder Europa werde so mehr als wergemacht.

Ein anderer Frühindikator – die sogenannten Einkaufsmanager-Indizes – stützt diese positive Einschätzung. Werte über 50 deuten auf Expansion in der Wirtschaft, Werte unter 50 auf Kontraktion hin. Die Deutsche Bank sammelt diese Statistiken aus den 20 wichtigsten Wirtschaftsnationen. Noch im November lag dieser Indikator in 13 Ländern unter 50 und nur in sieben darüber. Bis Januar hat sich dieses Verhältnis umgekehrt. Nun melden schon wieder 13 Länder Werte über 50, die auf wirtschaftliche Expansion hindeuten. Eine beeindruckende Wende.

Außerdem stellt die Europäische Zentralbank mittlerweile den Banken massiv Liquidität zur Verfügung. Sie verjagt so das Gespenst einer Kreditklemme. „Da hat sich insgesamt in den letzten Monaten jedenfalls ziemlich viel zum Besse-

ren geändert“, folgert Schupp. Dass der Deutsche Aktienindex DAX mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von knapp über zehn trotzdem noch immer sehr niedrig bewertet sei, passe nicht zu dieser Entwicklung.

„Das hat wohl damit zu tun, dass viele 2012 mit einem deutlichen Rückgang der Erträge rechnen“, überlegt der Fondsmanager, „stellt sich dies als Fehleinschätzung heraus, erwächst daraus ein doppelter Hebel. Die Aktienkurse würden dann nicht nur mit den Erträgen klettern. Kehrt die Zuversicht der Anleger zurück, sollte zusätzlich das Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX steigen.“

Diese Höherbewertung der Anlageklasse Aktie, erläutert Schupp, sei auch noch aus einem ganz anderen Grund zu erwarten. „Viele Investoren fürchten heute, dass die Lösung des Schuldenproblems in den Industriestaaten irgendwann dort zu höheren Inflationsraten führt. Sie kaufen deshalb derzeit schon zu beinahe jedem Preis Sachwerte – Immobilien, Wald, Ackerflächen und natürlich Gold. Und übersehen, dass allein schon die Dividenden des klassischen Sachwerts Unternehmensbeteiligung eine sehr viel höhere Rendite bringt. Da können weder Immobilien noch Wälder oder Äcker mithalten – und das zinslose Gold schon gleich gar nicht.“

Warum, fragt Hans-Peter-Schupp, sollen Aktien angesichts dieser Konstellation nicht wieder so hoch bewertet werden wie in der Vergangenheit? „Im Schnitt lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX zwischen 14 und 15. Höhere Erträge plus eine 50-prozentige Bewertungsreserve – das könnte dem DAX Flügel verleihen.“ □



Text: Klaus Meitinger