

Positions- Bestimmung.

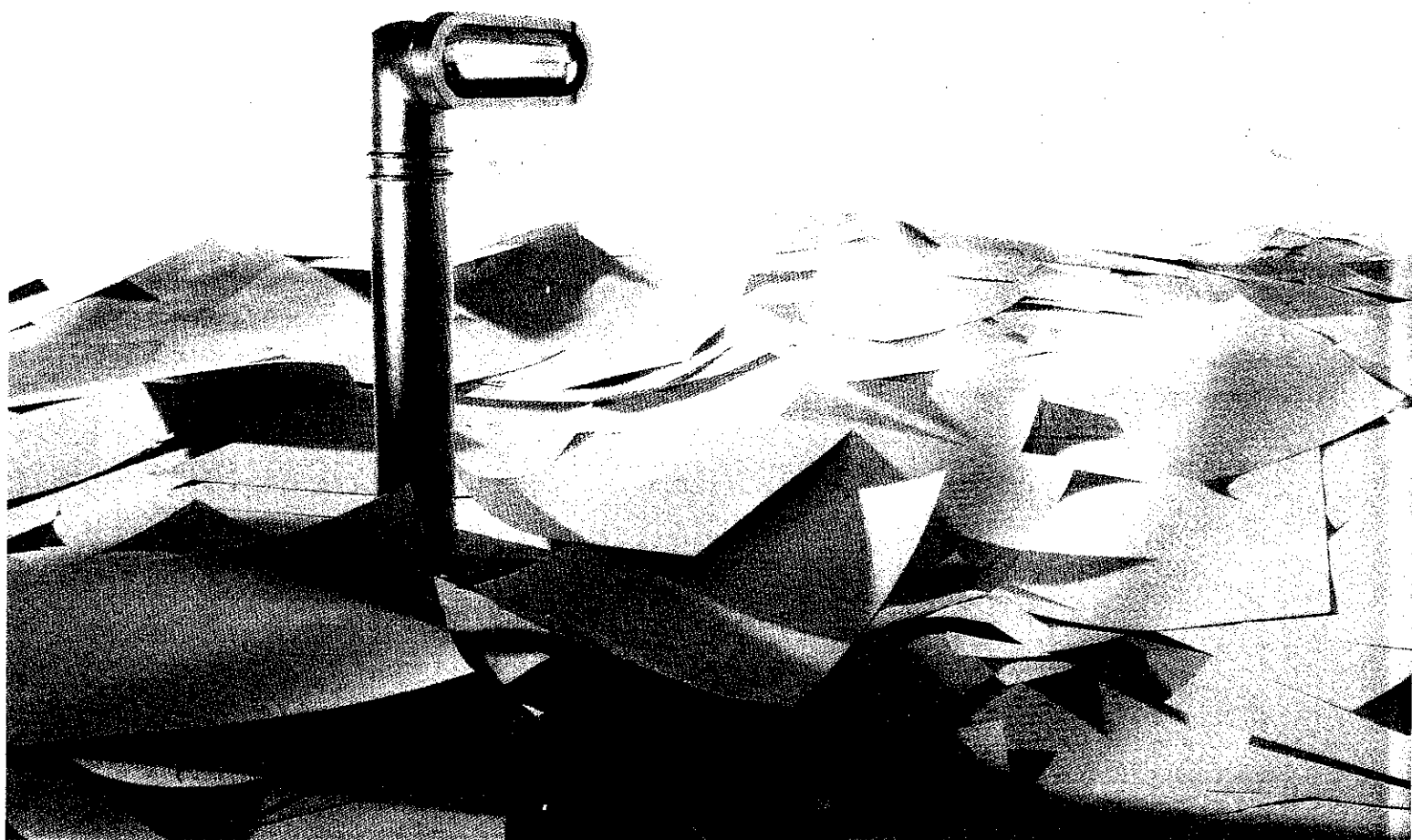
Nach dem starken Kursanstieg seit März 2009 beginnt an den europäischen Aktienmärkten die Zeit der Zweifel. Werden die künftigen Erträge der Unternehmen halten, was ihre Aktienkurse heute schon versprechen? Oder drohen Enttäuschungen – und damit empfindliche Korrekturen?

An einem durchschnittlichen Börsentag laufen etwa 100 Unternehmensnachrichten über die Ticker. Ein Dutzend Indikatoren geben neue Indizien für den Konjunkturverlauf. Und zwei Dutzend Kommentatoren versuchen, all dies einzuordnen. Das Resultat ist dann oft

nicht viel mehr als ein adjektivisches Durcheinander: besser als erwartet, schlechter, enttäuschend, ermutigend.

Diese vielen kleinen Nachrichten verstellen den Blick auf das Wesentliche. „Wir können darüber streiten, welchen Anstiegswinkel dieser Aufschwung ha-

ben wird, aber nicht, ob wir uns in einem neuen Aufschwung befinden“, analysiert Karsten Tripp, Chef-Strategie beim Bankhaus HSBC Trinkaus & Burkhardt. Das allein zählt. Denn wenn Wachstum herrscht, haben die Unternehmen die Möglichkeit, ihre Erträge zu



steigern. Zehntel Prozentpunkte sind dabei nicht so wichtig. Der Trend muss stimmen. „Und der stimmt. Wie in den vergangenen Zyklen erholen sich die Volkswirtschaften. Umsätze und Erträge der Firmen werden steigen, die Aktienkurse weiter klettern“, erläutert Tripp und fragt: „Kennen Sie die vier teuersten Wörter am Kapitalmarkt? Sie lauten: Diesmal ist es anders.“

Die Geschichte wiederholt sich zwar nicht exakt. Aber sie reimt sich. Wie Aktien-Investoren dieses immer wieder-

kehrende Muster nutzen können, beschrieb der Fondsmanager Hans-Peter Schupp, Gründer der Investmentboutique Fidecum, schon Ende 2005 in einem Beitrag für die Fuchs-Briefe. Danach verläuft ein typischer Hausse-Zyklus – theoretisch – in vier großen Abschnitten. In der Rezession öffnen die Zentralbanken die Geldschleusen. Die Zinsen sinken. Ziel ist es, die Unternehmen zu Investitionen zu bewegen, um die Wirtschaft anzukurbeln. Angesichts unsicherer Wachstumsaussichten gelingt dies zunächst aber nicht. Bei den ersten Anzeichen für ein Ende der Rezession fließt dieses überschüssige Kapital an die Finanzmärkte und treibt die Kurse. „Das ist dann“, erläutert Schupp, „die Liquiditätshausse.“

Auf Phase eins folgt in der Regel eine Zeit des Nachdenkens. Noch fehlt das Vertrauen der Anleger in den Aufschwung. Werden die Gewinne der Unternehmen tatsächlich wieder auf frühere Niveaus steigen? Hat sich nicht vielleicht doch in der Wirtschaftsstruktur etwas grundlegend verändert? Beweise sind gefragt. Widersprüchliche Daten aus Wirtschaft und Unternehmen erschweren aber die Einschätzung. Optimisten und Pessimisten liefern sich ein zähes Ringen. Die Kurse am Aktienmarkt schwanken in einem engen Korridor. „Dieser Seitwärtstrend kann durchaus mehr als ein Jahr dauern und Korrekturen zwischen zehn und 20 Prozent

mit sich bringen“, erklärt Schupp: „Anlegern fordert dies Steher-Qualitäten ab. Denn das positive Grundbild wird immer wieder infrage gestellt. Die Kunst erfolgreicher Anlage ist es dann, sich nicht abschütteln zu lassen. Schließlich folgt auf die Phase des Zweifels immer noch die sehr lukrative Phase drei – die ertragsgetriebene Hausse.“

Allen Risikofaktoren zum Trotz steigen in dieser Phase die Gewinne der Unternehmen weiter. In der Rezession haben die Unternehmer ihre Kostenstruktur brutal an die niedrigere Nachfrage angepasst. Schließlich ging es ums Überleben. Selbst bei geringen Umsatzzuwächsen sind nun deutliche Ertragssteigerungen möglich. Die schlanken Kapazitäten werden besser ausgelastet, die Fixkosten verteilen sich auf mehr Produkte, die Margen nehmen zu und die Gewinne werden nach oben gehiebelt. Das Vertrauen der Anleger wächst. Die ertragsinduzierte Hausse kommt in Fahrt.

Am Ende steht dann oft eine vierte, die Boom-Phase. Steigende Kurse ziehen nun immer mehr Anlegergruppen an. „Die Überzeugung wächst, dass auch die einfachen Leute reich werden können“, beschrieb der britische Ökonom Kenneth Galbraith diese Situation. Dass höhere Lohn-, Rohstoff- und Finanzierungskosten die Margen belasten und weitere Ertragssteigerungen schwierig machen, wird in der Euphorie übersehen. Und dann ist plötzlich alles vorbei. >

„Die vier teuersten Wörter am Kapitalmarkt lauten: Diesmal ist es anders.“

„Dieses Grundmuster war an den europäischen Aktienmärkten in den vergangenen 17 Jahren zwei Mal zu beobachten (Grafik unten). Und auch diesmal läuft der Zyklus exakt so ab wie immer“, analysiert Schupp. Seit dem März 2009 herrscht Liquiditätshausse an den Börsen. „Diese Phase ist zwar schon ziemlich weit fortgeschritten. Weil die Notenbanken aber diesmal viel mehr Liquidität zur Verfügung gestellt haben als in früheren Zyklen, kann es durchaus noch ein Stück weiter gehen.“

Irgendwann in den kommenden Monaten ist dann mit dem Übergang in Phase zwei zu rechnen. „In der Regel beginnt diese, wenn dem Kapitalmarkt die Überschussliquidität entzogen wird – entwe-

der, indem die Notenbanken die Zügel erstmals wieder anziehen oder indem die Kreditvergabe an die Realwirtschaft anspringt“, erklärt Schupp.

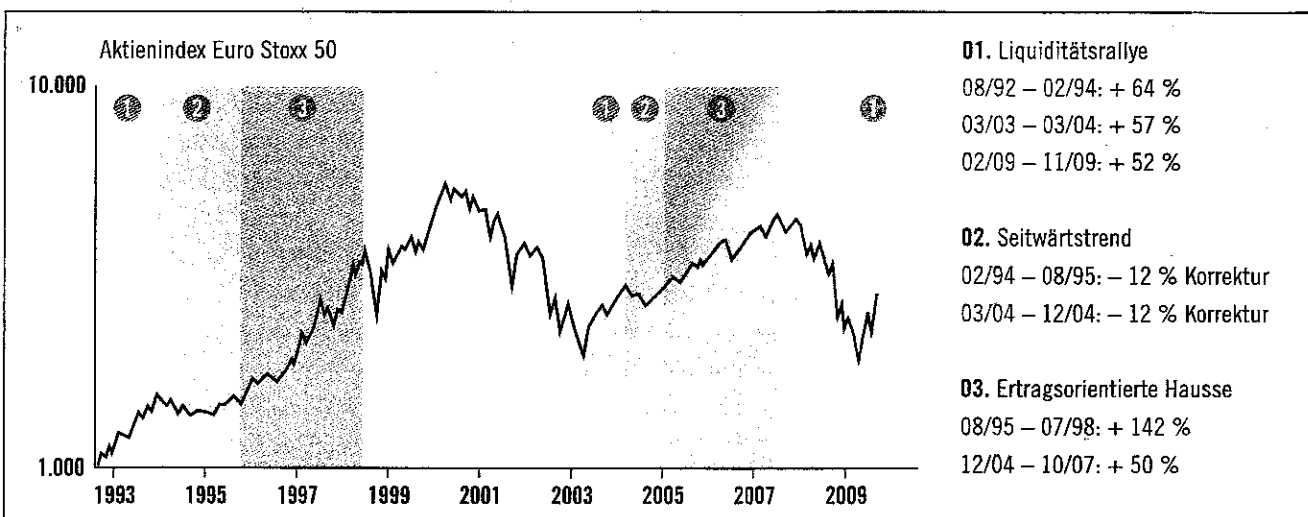
Dann rücken – wie immer – die Unternehmenserträge in den Fokus. „Es ist wie bei einer Pokerpartie“, erläutert Karsten Tripp. „Die Märkte sagen ‚show me‘, und die Unternehmen müssen zeigen, dass sie den wieder optimistischer gewordenen Ergebnisprognosen auch gerecht werden können.“

Immerhin – die Wertpapieranalysten der Finanzinstitute sind davon überzeugt. „Der Konsens erwartet 2010 und 2011 einen Anstieg der Erträge um 34 und 21 Prozent. Ende 2011 sollen die großen börsennotierten Firmen in Europa

dann wieder in etwa die Erträge des Boomjahrs 2007 erreichen“, informiert Tripp.

Allein – das ist Zukunftsmusik. Noch glauben die Investoren offenbar nicht daran. „Sonst müssten die Kurse deutlich höher stehen“, sagt Schupp. Stattdessen werden wie nach jeder Rezession Strukturbrüche diskutiert. Kann der Aufschwung 2010 angesichts der hohen Verschuldung von Konsumenten und Staaten tatsächlich selbsttragend sein? Zwingt die steigende Arbeitslosigkeit den Konsum nicht in die Knie? Muss nicht mittelfristig mit Inflation und höheren Zinsen gerechnet werden, die dann wie Blei auf dem Aktienmarkt lasten? Ist es nicht diesmal wirklich anders?

Aktienmarktzyklus: In drei Schritten nach oben.



„Es ist wie immer“, sagt Tripp, „in jedem Zyklus lassen sich eine Menge Argumente für mögliche Strukturbrüche finden.“ Nach der Rezession 1993 waren zum Beispiel Kapitalknappheit und steigende Zinsen die großen Beunruhiger. Finanzminister Theo Waigel diagnostizierte im Herbst 1994 ein „globales Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition“. Mussten da nicht die Realzinsen dauerhaft steigen und zu einer schweren Belastung für Wachstum und Aktienmärkte werden?

Zehn Jahre und einen Zyklus später hatte die Deflationsfurcht die Marktteilnehmer fest im Griff. Sinkende Preise, mörderischer Wettbewerb – da lässt sich doch kein Geld mehr verdienen!

Jeweils ein Jahr später war klar: Weder der Realzinsanstieg noch die Deflation wurden Realität. Von 1994 bis 1996 sowie von 2003 bis 2005 verdoppelten sich die Erträge der deutschen DAX-Firmen und stiegen auch danach noch dynamisch weiter an.

„So wird es auch diesmal wieder sein. Am Ende des Tages finden Unternehmer immer Mittel und Wege, Geld zu verdienen“, meint Schupp. Entsprechend positiv sieht er sowohl die kurz- als auch die längerfristigen Anlageperspektiven in Europa. „Im besten Fall wird die Liquiditätshausse noch ein Stück weiter tragen. Und im schlimmsten Fall beginnt in den nächsten Wochen die Seitwärtsphase. Selbst dann ist das Risiko von Kursrückgängen eng begrenzt.“

Die langfristige Chance dagegen nicht. Denn nach der Seitwärtsphase beginnt in der Regel die ertragsorientierte Hausse. Sie ist im Anstiegswinkel zwar meist nicht mehr so spektakulär wie die Liquiditätsrallye. „Aber sie kann leicht drei Jahre dauern und kumuliert noch einmal bis zu 100 Prozent Gewinn bringen“, analysiert Schupp. 2010 gelte es darum, die beschriebenen Steher-Qua-

litäten zu zeigen. Trading mag sich lohnen, vor allem bei zyklischen Einzelwerten. Aber diese Strategie birgt eben auch Risiken. Wer einmal verkauft hat, findet unter Umständen den Zeitpunkt zum Wiedereinstieg nicht. Das wäre fatal,

meint Hans-Peter Schupp: „Ich vermute, dass sich strategische Anleger nicht vor 2013 mit dem Thema Aktienverkauf befassen müssen.“ □

Text: Klaus Meitinger

... und wenn es diesmal doch anders ist?

Das Drei-Phasen-Modell von Hans-Peter Schupp klingt zwar überzeugend. Was aber, wenn es angesichts der Schwere der Rezession diesmal doch anders kommt?

private wealth identifiziert drei Indikatoren, die in der Vergangenheit – ähnlich einer Wettervorhersage – rechtzeitig vor Turbulenzen an den Aktienmärkten gewarnt hätten. Dabei geht es natürlich nicht um eindeutige Ratsschläge – Kaufen oder Verkaufen –, sondern um die Abgabe von „Unwetterwahrscheinlichkeiten“, auf die Investoren im Rahmen ihrer Anlagestrategie reagieren sollten.

Wir werden die Entwicklung dieser Modelle künftig regelmäßig im Mitgliederbereich unserer Internetseiten (www.private-wealth.de) verfolgen. Die Zugangsdaten finden Sie als Abonnent immer auf der Editorial-Seite.

01. Konjunkturindikator: In der Vergangenheit galt eine einfache Regel: Solange der ifo-Geschäftsklimaindex steigt, so lange klettern auch die Aktienkurse. Eine Art Frühwarnfunktion übernimmt dabei der Teilindex der Geschäftserwartungen. Fällt er drei Mal hintereinander, ist dies ein Verkaufssignal.

02. Vertrauens-Test: Im Frühjahr 2006 stellte private wealth in einem Interview mit Peter Oertmann, CEO der Asset-Management-Gesellschaft Vestcore, deren Analysemodell GLOCAP vor. Es misst die Entwicklung verschiedener sensibler Bereiche der Volkswirtschaft und des Kapitalmarktes und lässt Rückschlüsse auf das Vertrauen der Investo-

ren zu. Ist es gestört, steigt die Wahrscheinlichkeit einer Krise am Kapitalmarkt.

Im Realitäts-Test lieferte das Modell überzeugende Ergebnisse. Bis Dezember 2007 kamen von GLOCAP positive Signale für die Aktienmärkte. Zum Jahreswechsel warnte das Modell dann vor einem fundamentalen Wendepunkt und blieb bis Juni 2008 tendenziell neutral. Ab Juli 2008 – der DAX notierte bei rund 6500 Punkten – wurden fallende Kurse prognostiziert. Seit Mai 2009 gibt GLOCAP wieder positive Signale für die Aktienmärkte.

03. Seismograph: „Mein Ziel ist es, bessere Auskunft über Risiken zu geben, um Investoren vor Verlusten zu bewahren“, sagt Rudi Zagst, Professor am HVB-Stiftungsinstitut für Finanzmathematik an der TU München. Deshalb konzipierte er ein mathematisches Modell, das Turbulenzen an den Kapitalmärkten misst und angibt, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass daraus ein Erdbeben wird. In das Modell fließen Indikatoren wie Zinsen, Volatilitäten, Momentum oder Zins-Spreads ein, die in der Vergangenheit die Marktentwicklung sehr gut erklärt hätten. Aktuell ist Rudi Zagst dabei, das Modell zu erweitern, zu automatisieren und final zu testen. Später sollen die Ergebnisse dann in einem gemischten Fonds umgesetzt werden. Dieses Projekt sieht sehr vielversprechend aus. Wir werden es darum in einer der nächsten Ausgaben vorstellen und regelmäßig auf www.private-wealth.de über Fortschritte und aktuelle Ergebnisse berichten.