



Gefahren?

Wo sind hier Gefahren?

Börsen. Die Weltwirtschaft boomt. Die Unternehmensgewinne sprudeln. Die Zinsen sind niedrig. Und an den Aktienmärkten werden Rekorde gefeiert. Investoren leben derzeit offensichtlich in der besten aller Welten. Kann das so bleiben? Oder gibt es versteckte Gefahren? Die Erfahrung lehrt: Wenn Superlative an der Tagesordnung sind, ist es höchste Zeit, über die Risiken zu sprechen.

Sommermärchen. Im Jahr 2007 war die Stimmung so gut wie nie. Von 2003 bis 2006 stieg das Weltsozialprodukt um durchschnittlich 4,9 Prozent pro Jahr. Und in seinem Ausblick verließ der Internationale Währungsfonds (IWF) eine fulminante Fortsetzung. 2007 und 2008 sollte wieder jeweils 4,9 Prozent reales Wachstum drin sein. Sechs Wachstumsjahre hintereinander mit Raten um fünf Prozent. Und trotzdem keine Inflation. Das gab es noch nie. Die Notenbanken hatten den Konjunkturzyklus offenkundig besiegt. Aktienkursgewinne im dreistelligen Bereich schienen da durchaus angemessen. Anleger lebten schließlich in der besten aller Welten. Ein halbes Jahr später war das Märchen zu Ende.

Etwas mehr als zehn Jahre nach dem legendären Sommer 2007 regiert wieder der Superlativ. Das vom Münchner ifo Institut berechnete Klima für die Weltwirtschaft stieg zuletzt auf den höchsten Wert seit dem zweiten Quartal 2011. In den USA läuft die Konjunktur nun schon seit neun Jahren. Nur einmal in den vergangenen 100 Jahren dauerte ein Aufschwung dort länger. Die Stimmung im gesamten Euroraum verbessert sich signifikant. Und das ifo-Konjunkturklima in Deutschland erreicht sogar ein neues Allzeithoch. Einen derart synchronen Aufschwung habe es auf Quartalsbasis seit 1980 nur vier Mal gegeben, schreibt zum Beispiel das Bankhaus M.M. Warburg. Es ist Boom-Zeit.

Gleichzeitig bleiben die Inflationsraten unter der von den Notenbanken gesetzten Marke von zwei Prozent. Sie sehen des-

halb keinen Grund, ihre expansive Geldpolitik zu beenden. Wieder einmal leben Investoren an den Aktienmärkten in der besten aller Welten, für die es sogar ein passendes Akronym gibt: NICE – Non-Inflationary Continuous Expansion.

Entsprechend „hübsch“ waren die Erträge an den Aktienmärkten. Eigentlich sollten sie langfristig ja im Schnitt zwischen sieben und acht Prozent per annum bringen, weil auch die Erträge und Dividenden langfristig in dieser Größenordnung zunehmen. Die Bilanz seit dem Ende der Finanzkrise im Frühjahr 2009 weist aber – je nach betrachtetem Index – Gewinne zwischen 250 und 530 Prozent aus. Anleger haben also ein Vielfaches dessen verdient, was Ihnen, gemessen am langjährigen Durchschnitt, eigentlich zustände.

Nun mag der Vergleich mit den Tiefständen etwas unfair sein. Interessant ist deshalb auch die Gegenüberstellung mit den Höchstkursen des Jahres 2007, die kurze Zeit später dann ja kleinlaut als Übertreibung bezeichnet wurden.

Heute liegen der DAX 75 Prozent über diesem Niveau, der S&P 500 schon 85 Prozent, der MDAX 170 Prozent, der TecDAX und der US-Technologieindex Nasdaq 100 gar stolze 200 Prozent darüber. Eine „normale“ Aktienrendite von sieben Prozent pro Jahr würde die Indizes in zehn Jahren um 95 Prozent nach oben schieben. DAX und S&P 500 sind also heute schon wieder fast so „teuer“ wie im Boom vor zehn Jahren. Und die anderen Indizes haben das Übertreibungsniveau von 2007 mittlerweile weit hinter sich gelassen.

„Wir erleben einen klassischen Börsenzyklus – Aufschwung, Boom, Euphorie“, folgert Hans-Peter Schupp, Vorstand der Fondsmanufaktur Fidecum, „und nach acht Jahren Hausse befinden uns definitiv in deren Endphase.“

Wie dieser Zyklus idealtypisch abläuft, beschrieb der legendäre Wirtschaftshistoriker Charles P. Kindleberger schon vor 40 Jahren. Alles beginnt mit einem Umschwung, der die Erwartungen von Investoren schlagartig verbessert. Das könne das Ende eines Krieges oder einer Wirtschafts- und Finanzkrise sein. In der nächsten Phase setzt ein Umdenken ein, befördert durch Technologien, Innovationen oder einfach mehr Liquidität. An der Börse wird nun wieder Geld verdient. In der dritten Phase, dem Boom, bekommt eine überzeugende Geschichte breite Zustimmung – „das Internet verändert alles“, „Immobilienpreise können nicht fallen“, „Aktien sind alternativ-

Die grundlegende Geschichte ist jedenfalls schon weitverbreitet. Weil Aktien alternativlos sind, haben sehr viele Anleger ihre Depots mittlerweile umgebaut. Und dass NICE, der anhaltende Aufschwung bei gleichzeitig geringer Inflation und sehr niedrigen Zinsen reine höhere Bewertung von Aktien rechtfertigt, entspricht ebenfalls der Mehrheitsmeinung.

In den kommenden Monaten könnte dieses Narrativ weitere Bestätigung erhalten. „Vor allem in Europa beginnen die Firmenerträge ja erst jetzt, stärker zu steigen“, analysiert Schupp, „gleichzeitig sehen wir noch keinen signifikanten Anstieg der Inflationsraten. Die Notenbanken nehmen den Fuß darum – wenn überhaupt – nur sehr, sehr langsam vom Gas.“

Mittlerweile sind allerdings auch Verhaltensweisen zu erkennen, die frühere Euphoriephasen kennzeichneten. Anleger kaufen Bitcoin, nur weil der Kurs steigt – ohne zu wissen, wie das

„Wir sind eindeutig in der Endphase des aktuellen Börsenzyklus angekommen.“ Hans-Peter Schupp, FIDECUM

los“, „die Zukunft der Weltwirtschaft ist NICE“.

Steigende Kurse bestätigen die Plausibilität der Idee. Sind alle davon überzeugt, beginnt die Euphorie-Phase. Nun wird mit höherem Risiko und auf Kredit agiert. Dabei, merkt Kindleberger an, gebe es nichts, was das Wohlbefinden und Urteilsvermögen mehr störe, als zu sehen, wie ein Freund reich werde. Jeder will dabei sein. Der kollektive Wahnsinn beginnt.

Phase vier, die Krise, beginnt, wenn eine kritische Anzahl an Investoren Zweifel an den erreichten Bewertungen bekommt und beginnt zu verkaufen. Die Kurse steigen nun trotz guter Nachrichten nicht mehr. Furcht ersetzt Gier, plötzlich drängen immer mehr Anleger in Richtung Ausgang. Doch der wird verdammt eng. Die Kurse fallen. Der Einsatz von Fremdkapital bricht einigen das Genick und bringt Kreditgeber – meist Banken – in Not. Die Zahl der Pleiten nimmt zu, Sündenböcke werden gesucht und gefunden, Betrüger entlarvt. Die Notierungen überschießen nach unten. Ein neuer Zyklus beginnt. „So wird es auch diesmal wieder ausgehen“, ist Schupp überzeugt. „Für mich ist deshalb die entscheidende Frage, wo wir uns aktuell genau befinden.“

Ganze im Detail funktioniert. Aktien von Firmen, die ihrem Geschäftszweck die Begriffe Blockchain oder Bitcoin hinzufügen, steigen signifikant. Ähnliches war 1999 mit dem Kürzel „.net“ geschehen. „Per saldo würde ich sagen: Wir befinden uns irgendwo zwischen Boom und Euphorie“, folgert Schupp. Für Investoren war dies oft die spannendste Phase. Denn häufig werden die Kurse im Schlusskapitel des Zyklus noch einmal massiv nach oben katapultiert. Dem Ratgeber verlangt dies einiges ab. „Die Spielräume für Fehler in der Einschätzung der Märkte werden nun immer geringer“, wägt Schupp ab: „Aber jetzt alles zu verkaufen, ist auch keine gute Idee.“

Schupp rät, genau zu beobachten, ob sich am übergeordneten Narrativ etwas ändert. Die Konjunktur macht dabei aktuell die geringste Sorge. Sämtliche traditionellen Frühindikatoren signalisieren eine Beschleunigung des Aufschwungs.

Kritischer könnte es darum in Sachen Inflation werden. „In den USA und in Deutschland sind die Arbeitsmärkte schon jetzt angespannt. Weltweit kommen wir bei der Auslastung der Kapazitäten nun in Regionen, die in der Vergangenheit Lohn- und Preissteigerungen erwarten ließen“, meint Schupp.

Was tun? „Am Ende eines Börsenzyklus war es immer richtig, die Aktienposition frühzeitig langsam abzubauen. Wir haben doch weit überdurchschnittlich viel verdient – was spricht dagegen, die Aktienquoten jetzt zu reduzieren und dann bei steigenden Kursen sukzessive weiter zu reduzieren“, rät der Experte. Die ersten Kandidaten sind dabei die defensiven, divi-

dendenstarken Werte, deren Bewertungen extrem angestiegen sind. „Scheinbar sichere Papiere sind am riskantesten. Dort sind viele Anleger investiert, die eigentlich gar keine Aktien wollen. Sie werden als Erste kalte Füße bekommen.“

Vernünftig oder verrückt? Warum die Aktienmärkte heute so hoch bewertet sind.

Isra Vision ist ein erfolgreiches Unternehmen. Dank innovativer Technologien im Bereich Oberflächeninspektion von Bahnmaterialien und in 3-D-Anwendungen stiegen Umsätze sowie Gewinne pro Aktie seit 2012 um rund 70 Prozent. Und der Aktienkurs? Kletterte in den letzten fünf Jahren von 22 auf 158 Euro – ein Plus von 618 Prozent.

Natürlich ist dies ein besonders spektakuläres Beispiel. Es illustriert aber sehr gut, warum die Aktienkurse in den letzten Jahren so stark gestiegen sind – Anleger haben eine sehr viel höhere Bewertung akzeptiert (im Fall von Isra Vision hat sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis vervieracht). Besonders ausgeprägt war dies in den USA, im Technologiesektor und auch bei defensiven Aktien mit hohen Dividenden, die als Anleiheersatz entdeckt wurden.

Woran liegt es, dass Erträge einmal mit den Neunfachen und ein anders Mal mit dem 36-Fachen bezahlt werden? Theoretisch entsprechen Aktienkurse dem Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Einkommensströme. Der wiederum hängt vor allem vom verwendeten Abdiskontierungsfaktor ab. Mit fallenden Zinsen steigt der Barwert dramatisch an. Und das drückt sich in höheren Kurs-Gewinn-Verhältnissen aus.

In der Praxis, analysiert Jeremy Grantham vom US-Investmenthaus GMO, sei die Höhe der Kurs-Gewinn-Verhältnisse davon abhängig, wie wohl sich die Investoren fühlen. Den „Feelgood-Faktor“ bestimmen drei Größen: die Profitmarge, die Inflationsrate und die Stabilität des Wirtschaftswachstums (nicht dessen absolute Höhe). Je höher die Margen, je niedriger und stabiler die Inflationsrate und je weniger schwankend das Wirtschaftswachstum, desto höher sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse. Tatsächlich, analysiert Grantham, korreliert die Entwicklung der KGVs am US-Aktienmarkt in den vergangenen 92 Jahren sehr stark mit diesem von ihm errechneten „Feelgood-Faktor“. Die hohe aktuelle Bewertung in den USA würde auch genau zum aktuellen Zustand der einzelnen Fakto-

ren passen. Die Margen befinden sich in den USA auf Rekordniveau, die Inflationsrate ist niedrig und stabil. Und die Schwankungen beim Wirtschaftswachstum sind vergleichsweise gering. Hohe KGVs und hohe Kurse, so Grantham, seien deshalb durchaus gerechtfertigt. Ein Rückgang sei nur im Fall einer anhaltenden Reduktion der Margen und/oder eines dauerhaften Anstiegs der Inflationsraten zu erwarten.

Einen starken Zusammenhang zwischen KGV und dem Inflationstrend belegt auch die Analysearbeit von Terry Riley, Chefstrategie der Investmentboutique F&V Capital Management (Grafik unten). „Viele Anleger glauben, Aktien böten einen Inflationsschutz. Tatsächlich hassen Aktienmärkte aber die Inflation. Je niedriger die Preissteigerungsrate, desto höher die KGVs.“ Deshalb sei der US-Aktienmarkt S&P 500 heute auch nicht zu hoch, sondern durchaus „fair“ bewertet.

Die Quintessenz dieser Analysen: Die hohe Bewertung ist angesichts der aktuellen Idealkonstellation erklärbar. Alles ist gut, solange die Konjunktur weiter läuft, die Inflation im Griff ist und die Zinsen deshalb niedrig bleiben. Ändert sich das irgendwann, bekommen Anleger ein Problem. „Ich sehe dafür 2018 allerdings noch kein Risiko“, meint Terry Riley, „2019 werden die Karten dann aber vielleicht neu gemischt.“

Chart: KGV und Inflation: Starke Korrelation

X-Achse: Inflationsrate (Gleitender Schs-Jahres-Durchschnitt)

Y-Achse: KGV, basierend auf den Erträgen der letzten sechs Jahre

Die rote Linie zeigt das durchschnittliche KGV an, ein, wie Terry Riley sagt, vollkommen sinnloser Maßstab.

Bitte auch die Punkte 1999, 2017 und 2009 bezeichnen

Autor: Klaus Meitinger