

BÖRSENAUSBLICK

Gekaufte Hausse

Die Aktienkurse steigen und steigen – weil die Anleger das Risiko ignorieren

VON ROBERT VON HEUSINGER

Für 2004 ist genau das ein Risiko. Wieder riecht alles stark nach Übertreibung – vor allem an den amerikanischen Leitbörsen.

Zum Beispiel ist die Verschuldung der Privatanleger an der US-Technologiebörse Nasdaq – in absoluten Zahlen gemessen – heute wieder so hoch wie Anfang 2000, kurz bevor die Kurse krachten. Der kleine Unterschied: In Relation zum Kursniveau ist die Verschuldung heute doppelt so hoch. Auch die Auswertung von 130 amerikanischen Börsenbriefen durch den Anlegerservice Investors' Intelligence verheißt nichts Gutes. Nur rund 20 Prozent aller Artikel warnen vor fallenden Kursen. So optimistisch waren die Medien nur einmal seit Beginn der Auswertung: 1987 – einige Monate vor dem großen Crash. Und auch statistische Maße, wie die Volatilität der großen Aktienindizes, die ein Ausdruck für das Risiko sind, notieren nahe ihren Zehnjahrestiefs. Anders gesagt: Die Anleger ignorieren das Risiko.

Für Conrad Mattern ist die Sache klar. „Das ist die Spiegelblase“, sagt der Chefvolkswirt der Fondsgesellschaft Activest. Kurz nach dem Platzen einer Spekulationsblase entsteht die nächste, und zwar genau in den Sektoren, die die damalige Hausse angeführt haben. Der einzige Unterschied: Die Spiegelblase fällt kleiner aus. Mattern stützt seine These auf die Technologiewerte, die im abgelaufenen Jahr alle anderen Aktien in den Schatten gestellt haben – genau wie während des legendären Booms zwischen 1998 und 2000: So hat der technologielaastige Nasdaq-Index 50 Prozent gewonnen, doppelt so viel wie der branchenübergreifende S&P 500.

„Es ist reine Psychologie“, sagt Mattern. Die Anleger wollten sich nicht eingestehen, in der damaligen Übertreibung Fehler gemacht zu haben. Deshalb setzten sie bei den ersten Erholungsanzeichen des Gesamtmarktes wieder auf ihre alten Favoriten – und machen denselben Fehler noch mal.

Dieses Verhalten hat auch Wirtschafts-Nobelpreisträger Vernon Smith in seinen Experimenten nachgewiesen. Ganz gleich, ob Studenten oder Börsenhändler an den Versuchen teilnahmen, immer entstand eine große Blase. Und selbst bei der ersten Wiederholung des Experimentes schossen die Kurse durch die Decke – wenngleich nicht mehr so stark wie beim ersten Mal. „Überzogenes Selbstvertrauen, schlauer als der Markt zu sein“ nennt Smith als Grund für das Entstehen der Echo-Blase.

Matthias Jörss, Stratege bei Sal. Oppenheim, räumt mit Blick auf die aktuellen Kurse ein, dass es nichts bringt, sich gegen den Trend zu stellen, „wenn

Anleger zu viel freies Geld haben und munter Aktien kaufen“ – Übertreibung hin, Warnsignale her. Deshalb lautet das Motto in den Handelssälen und Analyseabteilungen der Banken gegenwärtig: Zum Aussteigen ist es noch zu früh. „Erst im zweiten Quartal kann es ungemütlich werden“, warnt Rolf Elgeti von der Commerzbank. Damit steht er nicht allein, auch wenn er kräftigere Turbulenzen zur Jahresmitte erwartet als die meisten seiner Kollegen. „Eine Korrektur um 20 Prozent ist drin.“ Ansonsten sieht das Prognosemuster für 2004 bei fast allen Häusern gleich aus: ein tolles erstes Quartal, dem ein schwieriges zweites und drittes sowie ein versöhnliches viertes Quartal folgen werden.

In Zahlen liest sich das dann so: Dem Dax trauen die mehr als 30 vom Handelsblatt befragten Aktienstrategen bis Ende 2004 gut zehn Prozent Kursgewinne zu. Die durchschnittliche Prognose für den S&P 500 fällt noch moderater aus: runde sechs Prozent plus. Und Rentenpapiere dürften in Europa wie auch in Amerika erneut schlechter als Aktien abschneiden.

Warum wird das erste Quartal gut? Weil die Weltwirtschaft brummt und durch erneute Steuerrückzahlungen in Amerika von mehr als 50 Milliarden Dollar zusätzlich befeuert wird.

Gute Konjunkturzahlen schüren den Optimismus der Investoren, da in der Regel die Unternehmensgewinne steigen, wenn die Wirtschaft wächst. Und schon jetzt sind die „Zahlen aus der amerikanischen Wirtschaft beeindruckend“, schwärmt Oppenheim-Strategie Jörss. Doch im zweiten Quartal laufen die Stimuli für die US-Konsumenten aus, weshalb das Wachstumstempo nachlassen dürfte – und damit auch der Zahlenzauber.

Bis dahin werden die Unternehmensgewinne in den ersten drei Monaten des neuen Jahres wohl für Furore sorgen. Die Schätzungen der Analysten waren für 2003 niedrig, sodass positive Überraschungen angesichts der guten Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte 2003 die Regel sein dürften. Das ändert sich schlagartig, wenn die Unternehmen im Frühjahr ihre Zahlen fürs erste Quartal 2004 vorlegen, ist sich Rolf Elgeti von der Commerzbank sicher. Denn für 2004 haben die Analysten kräftig zugelangt: Rund 45 Prozent höhere Gewinne für die Dax-Werte und 20 Prozent höhere für die großen europäischen Titel haben sie angesetzt. Das dürfte des Guten zu viel sein, weshalb die Konzernchefs dann „anfangen müssen, den Optimismus der Investmentbanker zu dämpfen“, sagt Elgeti.

Das größte Störfeuer für die Aktien wird aber von Alan Greenspan erwartet. Von Inflationssorgen gepeinigt, werde der Chef der amerikanischen Notenbank – auch im zweiten Quartal – beginnen, die Zinsen zu erhöhen. Und da eine Zinserhöhung niemals allein komme, dürfte spätestens der weise Notenbanker die laufende Aktienmarktrallye beenden, so der Konsens. Höhere Zinsen sind Gift für Aktien. Sie verteuern die Finanzierung und machen Anleihen – den großen Gegenspieler der Aktien – attraktiver.

Bleibt die Frage, warum es im ersten Quartal mit den Aktien überhaupt weiter nach oben geht, wenn die Kurse nur ein paar Monate später wieder in die andere

Richtung umschwenken. „Die Versicherer und Pensionskassen kommen“, schallt es aus den Handelssälen.

Wie bitte? Genau die Institutionen, die ihre Aktienbestände im vergangenen März brutal reduzierten, als der Dax unter 2000 Punkte zu stürzen drohte, genau diejenigen also, deren Pessimismus keine Grenzen kannte, überlegen neun Monate später bei einem Dax-Stand von 4000 Punkten wieder einzusteigen?

Um das einordnen zu können, sollte man sich noch einmal die Ursachen für den Kursaufschwung vergegenwärtigen. Abgesehen von den möglichen Effekten einer Spiegelblase, also einer neuen Übertreibung, lassen sich zwei wesentliche Ursachen der jüngsten Hausse ausmachen: die expansive Geldpolitik der großen Notenbanken und die kreditfinanzierte US-Wirtschaftspolitik. Beides wird sich 2004 nicht zwangsläufig wiederholen, und insofern waren die vergangenen Monate nicht der Beginn eines neuen, Goldenen Zeitalters.

Zunächst kämpften die Notenbanken verzweifelt gegen die Deflation, also gegen die Gefahr sinkender Preise. Niemals seit den dreißiger Jahren war Geld so billig wie heute. In Japan liegt der Leitzins schon seit Jahren bei null Prozent. In Amerika wurde er im alten Jahr auf ein Prozent und in Euroland auf zwei Prozent gesenkt. Nachdem die große Unsicherheit, der Irak-Krieg, ausgestanden war und die Risikobereitschaft wieder zunahm, stellten die Investoren fest, dass Sicherheit keine Renditen mehr abwarf. Sie wurden geradezu ins Risiko gezwungen.

Deshalb galt 2003 an den internationalen Aktienmärkten folgendes Muster: Je größer das Risiko, desto dicker der Gewinn. An Lateinamerikas Aktienmärkten verdoppelten sich die Kurse fast, in Europa legten sie um „magere“ 15 Prozent zu. Dieses Muster zog sich auch durch die Rentenmärkte. Anleihen schlechter Bonität, so genannte High Yields, gewannen mehr als 20 Prozent, wohingegen sichere Staatsanleihen gerade vier Prozent abwarfen. Dieses Spiel läuft, solange die Zinsen niedrig bleiben oder weiter fallen. Viele Investoren und Banken verschulden sich dann bei den Notenbanken und legen das Geld in risikoreicheren Titeln an. Erhöhen aber die Notenbanken die Zinsen, machen die Banken die Geschäfte rückgängig – mit entsprechenden Folgen für die Aktienkurse.

Neben der gleichgeschalteten Stimulierung der Märkte durch die größten Zentralbanken der Welt ist die kräftige Erholung an den Aktienmärkten Ergebnis der expansiven Wirtschaftspolitik Amerikas. „It has the best recovery money can buy“, meinte Kenneth Rogoff bei einem seiner letzten öffentlichen Auftritte als Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds. Um der Rezession zu entkommen, kaufte sich George W. Bush den Aufschwung. Er trieb das Budgetdefizit Amerikas – gemessen am Bruttoinlandsprodukt – in Richtung sechs Prozent, verteilte Steuerschecks an die Familien und senkte die durchschnittliche Einkommensteuerlast pro Haushalt binnen 18 Monate um mehr als sechs Prozentpunkte auf unter zehn Prozent – eines der niedrigsten Niveaus der Nachkriegszeit, wie die holländische Bank ABN Amro berechnet hat. Die noch immer optimistischen US-Verbraucher nahmen die „Geschenke“ dankend an und kauften Autos, Waschmaschinen und andere langlebige Wirtschaftsgüter. Um

20 Prozent zog der Konsum für diese Güter im zweiten und dritten Quartal an, haben Analysten von Dresdner Kleinwort Wasserstein berechnet. Daniel Pfändler, ein Experte des Geldhauses, warnt: „Ausgabensteigerungen sind da nicht mehr drin.“ Selbst wenn die amerikanischen Verbraucher im neuen Jahr ihre hohe Verschuldung nicht abbauen, werde der Konsum als Wachstumsmotor ausfallen, schätzt Pfändler. Das ist ein Risiko für den selbsttragenden Aufschwung, den viele Analysten im kommenden Jahr erwarten.

Ein weiteres Risiko ist der Dollar. Genau wie die Aktienkurse fast jeden Tag im abgelaufenen Jahr stiegen, verlor der Dollar kontinuierlich an Wert. Nur dank der unbegrenzten Dollar-Käufe der Notenbanken, allen voran der japanischen und chinesischen, die mehr als die Hälfte des Leistungsbilanzdefizits ausmachen, ist der Dollar nicht noch stärker unter die Räder gekommen.

Daran zeigt sich, dass ausländische Investoren immer weniger bereit sind, amerikanische Aktien oder Anleihen zu kaufen – und damit Kapital in die USA zu leiten. Sie stört das rekordhohe Leistungsbilanzdefizit; schon seit Jahren lebt das Land über seine Verhältnisse. Unternehmen, Staat und Bürger geben mehr Geld aus, als sie im Inland erwirtschaften. Die Finanzierung dieses Defizits war so lange kein Problem, solange niemand die Überlegenheit des amerikanischen Wirtschaftsmodells bezweifelte. Doch damit ist seit 2003 Schluss.

Bislang ist zwar der Zufluss privaten Kapitals nach Amerika nur ins Stocken geraten. Und für eine Kapitalflucht gibt es noch keine Anzeichen. Aber eine Erklärung von Warren Buffett lässt aufhorchen. „Bis zum Frühjahr 2002 habe ich fast 72 Jahre gelebt, ohne je eine ausländische Währung gekauft zu haben“, sagte der legendäre US-Investor. Seitdem jedoch habe sein Investmentunternehmen Berkshire „in signifikantem Ausmaß in andere Devisen investiert“. Wenn schon die Amerikaner selbst ihrer Währung misstrauen, ist ein Kollaps des Dollar kaum aufzuhalten.

Doch was sind diese Risiken gegen die Gewissheit, dass in Amerika im neuen Jahr Wahlen anstehen und George W. Bush wiedergewählt werden möchte? Da passt weder ein Crash beim Dollar noch am Aktienmarkt. Auch Zinserhöhungen durch die Notenbank sind im Wahljahr ein sehr unfreundlicher Akt. Wer so pragmatisch denkt, sollte schleunigst Aktien ordern. Dann geht die gekaufte Hausse noch mindestens neun Monate weiter.