

Spekulative Blasen

Rechtzeitig vorsorgen

Als der frühere Fed-Chef Alan Greenspan 1996 den Begriff Irrational Exuberance – irrationale Überschwänglichkeit – zum ersten Mal verwendete, horchte die Börsenwelt auf. Und wo stehen wir heute?

Greenspans irrationale Überschwänglichkeit kehrt etwa alle fünf Jahre periodisch zurück. Sobald die Rede von spekulativen Blasen ist, denkt man unweigerlich an japanische Aktien in der zweiten Hälfte der Achtzigerjahre oder an die Dotcom-Blase Ende der Neunzigerjahre. Im Allgemeinen spricht man von einer Blase, wenn sich die Preise weit vom fundamental gerechtfertigten Wert entfernt haben.

Dabei kann die Abweichung vom fundamental gerechtfertigten Preis in beide Richtungen gehen – eine starke Unterbewertung kann auch eine (negative) Blase darstellen. Anleger neigen also nicht nur zu Euphorie, sondern auch zu Schwarzseherei. Da der fundamental gerechtfertigte Wert in der Realität nicht einfach zu bestimmen ist, werden Blasen oft erst im Nachhinein als solche erkannt, und zwar nachdem grosse Preisveränderungen stattgefunden haben. Die Vermutung liegt nahe, dass momentan an den Aktienmärkten eher eine negative als eine positive Blase am Entstehen ist.

Wie entstehen Blasen?

Was die Entstehung von Blasen betrifft, konnten sich die Wirtschaftswissenschaftler noch nicht auf eine allgemein anerkannte Theorie einigen, obwohl – oder gerade weil – es unzählige Erklärungsversuche gibt. Eine der Entstehungstheorien basiert auf exzessiver monetärer Liquidität: Die Zentralbanken verfolgen eine expansive monetäre Politik, beispielsweise Zinssenkungen, wodurch das allgemeine Zinsniveau sinkt und risikofreie Anlagen an Attraktivität verlieren. Als Folge wird vermehrt in risikoreichere Instrumente wie Aktien in-

vestiert. Auch Kredite werden günstiger und werden dadurch vermehrt zum Kauf von Aktien oder Immobilien eingesetzt.

Mit diesem Prozess ist eine Abnahme der Liquidität der Anlage verbunden. Da Blasen auch ohne eine exzessive Geldpolitik entstehen können, ist diese Liquiditätstheorie nicht vollständig. Trotzdem hat in der Vergangenheit eine expansive monetäre Politik oft zu spekulativen Blasen geführt. In Anbetracht des momentanen Übergangs vieler Zentralbanken zu einer expansiven Geldpolitik steigt die Wahrscheinlichkeit der Bildung von Blasen in diversen Märkten.

Eine vermutete neue Blase stellen amerikanische Staatsobligationen dar, deren reale Verzinsung nahe bei null liegt. Das heisst, dass die Inflationsrate höher als die Rendite auf Verfall der Obligation ist. Anleger erleiden somit auf inflationsbereinigter Basis – sofern sich die Teuerung künftig nicht wieder reduziert – einen Verlust. Natürlich ist es unwahrscheinlich, dass es hier zu einem eigentlichen Crash mit riesiger medialer Wirkung kommt, aber eine künftig negative Rendite ist recht wahrscheinlich.

In den Aktien können eine rasante Kursentwicklung und eine gleichzeitig hohe Bewertung Hinweise auf mögliche Blasen sein. Eine starke Kursentwicklung haben die Aktienmärkte der Schwellenländer hinter sich, wobei aber die Bewertung in den meisten Fällen noch nicht extrem hoch ist (vgl. Tabelle 1 auf Seite 20).

Eine überdurchschnittliche Kursentwicklung – 177% in drei Jahren – und gleichzeitig eine hohe Bewertung gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (2009) von 18 weist hingegen China auf, wodurch der Markt tendenziell verletzlich

wird. Weiter verfolgt die chinesische Zentralbank eine restriktive monetäre Politik, und es haben sich Ungleichgewichte entwickelt: markant gestiegene Immobilienpreise, eine zunehmende Kluft zwischen Arm und Reich und als Folge davon ein grösseres Potenzial für soziale Unruhen plus eine ausgeprägte Abhängigkeit von den Exporten bei einer eher schwachen Inlandnachfrage. Die Umweltzerstörung in China hat bedenkliche Ausmasse angenommen, und Bestechung ist an der Tagesordnung. Investoren können von einem erwarteten Kurszerfall in China profitieren, indem sie beispielsweise den ETF Proshares Ultra Short FTSE/Xinhua China 25 (FXP US) kaufen, dessen Wert bei einem Rückgang der chinesischen Aktien um das Doppelte zulegt.

Verletzlicher China-Markt

Im Vergleich zu China könnte der japanische Aktienmarkt eine negative Blase darstellen: Die Dividendenrendite liegt heute über der Rendite von Obligationen. Diese Konstellation war seit 1993 drei Mal zu beobachten – in allen Fällen notierte der Nikkei anschliessend binnen zwölf Monaten höher (vgl. Tabelle 2 auf Seite 23). Im Durchschnitt avancierte der Nikkei um rund 30%. Interessant ist im Fall von Japan ausserdem, dass die Unternehmen ihren Gewinn 2007 rund 15% steigern konnten, während der Aktienmarkt mehr als 10% abrutschte. Viele Gesellschaften verfügen über gute Bilanzen und ein starkes Management.

Spekulative Blasen wandern oft von einem Ort zum anderen, sie übertragen sich von liquiden auf weniger liquide Anlagen. Nach der Dotcom-Blase Ende

der Neunzigerjahre, die sich primär in den Aktienmärkten abspielte, folgte in verschiedenen Ländern eine Immobilienblase. Die relativ illiquiden Immobilienmärkte sind bereits in einer Korrekturphase, wobei eine Bodenbildung noch nicht absehbar ist.

Übertreibungen in Kunst und Wein?

Auch die wenig liquiden Märkte für Kunst und Wein weisen Anzeichen einer Blase auf. Es dürfte schwierig werden, die hohen vergangenen Renditen aufrechtzuerhalten, wobei hier kein eigentliches Hedging möglich ist. So hat der Art Market Research Index, der die Kursentwicklung von Kunst reflektiert, über die vergangenen drei Jahre mehr als 80% zugelegt. Der London International Vintners Exchange100 (LIVX100), der die Kursentwicklung von erstklassigen Weinen misst, ist in den letzten drei Jahren sogar um beinahe 150% in die Höhe geschnellt.

Ausgehend von der These, dass sich Blasen in immer illiquideren Märkten bilden, stellt sich die Frage nach der illiquidesten Anlage überhaupt. Unter diese Kategorie dürften Investitionen ins Humankapital fallen, d. h. Ausbildungsinvestitionen. So ist in der Schweiz die Zahl der Schüler an Privatschulen in den letzten sieben Jahren von 65 832 auf 84 460 gestiegen, was einer Zunahme von 28% oder 3,6% pro Jahr entspricht. In Anbetracht des weltweit zunehmenden Wohlstands dürften immer mehr Eltern zur Überzeugung gelangen, dass die beste langfristige Anlage für die Erbgeneration in einer guten Ausbildung besteht. Es liegt auf der Hand, dass dieses Segment gute Aussichten aufweist, und es ist bloss eine Frage der Zeit, bis gewiefte Fondsanbieter das Megathema Ausbildung aufgreifen.

Adrian Scherer

Sal. Oppenheim (Schweiz)

30. September 2002	0,14	8,9
31. Oktober 2002	0,31	22,2
29. November 2002	0,24	9,6
31. Dezember 2002	0,34	24,5
31. Januar 2003	0,43	29,3
28. Februar 2003	0,44	32,0
31. März 2003	0,58	46,9
30. April 2003	0,67	50,2
30. Mai 2003	0,64	33,4
30. Juni 2003	0,35	30,6
31. Juli 2003	0,26	18,4
31. März 2005	0,06	46,2
29. April 2005	0,18	53,6
31. Mai 2005	0,14	37,2
30. Juni 2005	0,19	33,8
29. Juli 2005	0,03	29,9
31. Januar 2008	0,18	-

¹ Dividenden über die vergangenen 12 Monate Nikkei-225

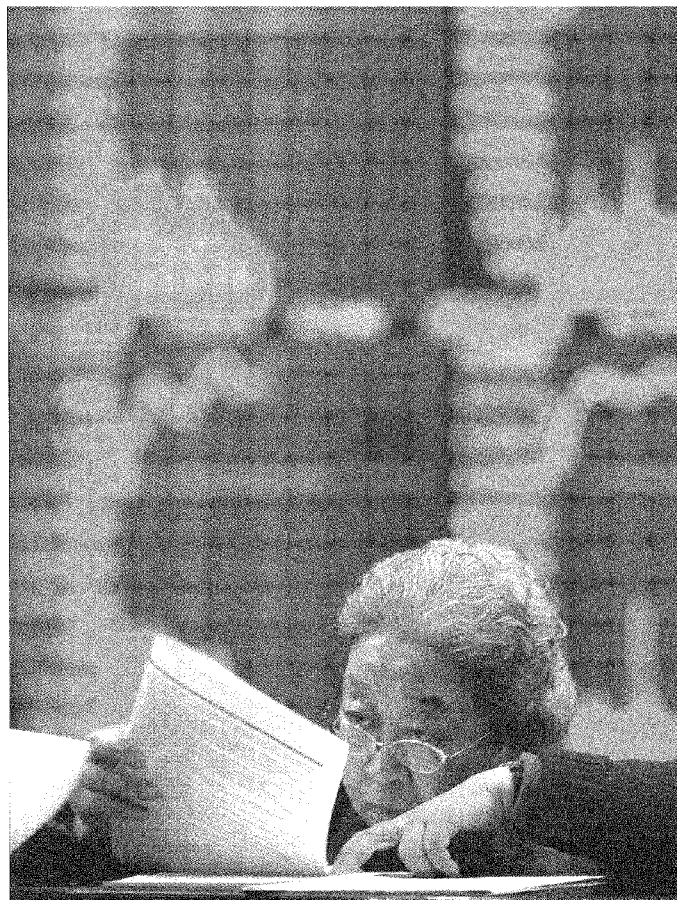
² Rendite auf Verfall japanischer Staatsobligationen mit einer Restlaufzeit > 1 Jahr. Index Bloomberg/Effas

Monate mit positiver Differenz zwischen Dividenden- und Obligationenrendite und nachfolgende Aktienmarktentwicklung über 12 Monate seit Mai 1993.

Tabelle 2 Quelle: Bloomberg/Sal. Oppenheim

Börse in Japan hat Potenzial

Datum	Dividendenrendite ¹ minus Obligationenrendite ²	Nikkei-225 12 Monate später in %
30. August 2002	0,15	7,5



Spekulative Übertreibung? Investorin in Schanghai studiert die Börsenkurse.

Bild: Bloomberg/Kevin Lee

China gehört zu den teuersten Aktienmärkten

Land	Index	Kurs 9. 4. 2008	3-Jahres-Per- formance in %	Dividenden- rendite in %	Gewinn 2009 ¹	KGV 2009
Euroland	DJ Euro Stoxx	3804	23	3,8	401	9,5
Schweiz	SMI	7487	26	3,0	647	11,6
USA	S&P 500	1366	16	2,2	110	12,4
Japan	Nikkei-225	13 112	10	1,6	980	13,4
Durchschnitt			19	2,6		11,7
Russland	RTSI \$	2112	190	1,2	237	8,9
Brasilien	Ibov	64 540	149	2,8	6377	10,1
Afrika	JALSH	31 226	132	2,7	3012	10,4
Thailand	SET	826	21	3,5	73	11,3
Argentinien	Merval	2159	53	1,1	186	11,6
Indien	Sensex	15 791	142	0,9	1209	13,1
Hongkong	HSI	23 985	76	2,7	1769	13,6
Mexiko	Mexvol	31 727	153	2,3	2184	14,5
China	SHSZ 300	3414	177	0,5	195	17,5
Durchschnitt			121	2,0		12,3

¹ Schätzung

Entwicklung und Bewertung wichtiger Aktienmärkte.

Tabelle 1

Quelle: Bloomberg