#### Finanzen

# Schluss mit grossen Krisen

*Von Beat Gygi* — Die Anleger haben das schlechteste Börsenjahr seit der Finanzkrise 2008 erlebt. Die Angst vor dem grossen Einbruch geht um. Wer genauer in die Wirtschaft schaut, sieht erstaunliche Stärken.

Das vergangene Jahr hat Anleger in der ganzen Welt enttäuscht, viele erschreckt, Börsenkurse und Stimmung gaben im Herbst derart nach, dass im Dezember Minuszeichen und Ratlosigkeit dominierten. Die zwanzig Unternehmen des Schweizer Aktienindexes (SMI) haben 2018 im Durchschnitt 11 Prozent an Marktwertverloren. Die international tonangebenden amerikanischen Aktienkörbe Dow Jones und S&P 500 standen mit 6 und 7 Prozent Verlust weltweit fast am besten da.

Dabei hatte das Jahr mit Optimismus und einem SMI-Rekord begonnen. Die mittlere Grafik zeigt, wie dann vor allem US-Aktien ihren Höhenflug fortsetzten, bis im Oktober Stimmung und Kursentwicklung weltweit umschlugen. Plötzlich machte sich Pessimismus breit. Wer an der Börse investiert, tut das auf eigenes Risiko, aber was im Herbst passierte, hat dramatische Fragen aufgeworfen. Sind die Aktien stark überbewertet? Kommt der grosse Absturz? Wird der Bulle, Symbol für steigende Kurse, von seinem Gegner, dem Bär, besiegt?

Im Sommer erregten Schlagzeilen wie «Aktien sind so teuer wie vor dem Crash 1929» Aufsehen. Damals erreichte die vom amerikanischen Ökonomienobelpreisträger Robert Shiller entworfene Messzahl, das Shiller-P/E, mit gut dreissig für US-Titel den Stand, der 1929 vor dem grossen Crash gemessen worden war. P/E bezeichnet das Verhältnis des Aktienkurses zum Jahresgewinn einer Firma oder Aktie: *price* geteilt durch *earnings* oder Kurs-Gewinn-Verhältnis oder auch: Wie viele Jahresgewinne zahle ich für den Kauf einer Aktie? Shiller nimmt nicht den derzeitigen Gewinn, sondern den Durchschnittsgewinn der vergangenen zehn Jahre.

Shiller selber sprach von Ähnlichkeiten der jüngsten Hausse mit dem spekulativen Geist von 1929. Der frühere amerikanische Notenbankchef Alan Greenspan warnte publikumswirksam vor einem Crash. Der als «Dr. Doom» bekannte Schweizer Börsenexperte Marc Faber sprach von einem möglichen langfristigen Bärenmarkt, also einer langen Baisse. Viele Aktien verloren massiv an Wert, und im Dezember stand fest, dass 2018 das schlechteste Börsenjahr seit der Finanzkrise 2008 gewesen ist. Die Fragen wurden noch dramatischer: Bricht nun nach zehn Jahren eine neue Krise aus? Wo lauern die Gefahren? Was ist schlimmer als damals?

Der frühere Nationalbank-Präsident Philipp Hildebrand, Vizepräsident beim Vermögensverwalter Blackrock, schloss sich vor Weihnachten in einem Interview im *Tages-Anzeiger* der Ansicht an, Handelskriege könnten die neue Krise auslösen: Risiken durch Handelsstörungen, ja gar durch ein Kippen der grundsätzlichen Ordnung im Handelssystem – das erinnere ihn an 2008. Damals habe man übersehen, wie vernetzt das Finanzsystem gewesen sei, heute verstehe man häufig nicht, wie die komplexen globalen Wertschöpfungsketten funktionierten. Das Zerreissen von Lieferketten könne enorme Auswirkungen haben. Kurz: So wie 2008 Finanzmärkte einfroren, könnten nun Gütermärkte in Schockstarre geraten.

Wie sind derartige Mutmassungen zu beurteilen? Nach den Worten von Thorsten Hens, Professor am Institut für Finance und Banking der Universität Zürich, könnten einige Indikatoren durchaus auf das Ende eines Zyklus hindeuten: Die Bewertungen von Aktien und Immobilien seien relativ hoch, die Arbeitslosigkeit sei niedrig, und die amerikanische Geldpolitik habe auf steigende Zinsen umgestellt. So etwas könne im Markt die Angst vor einer Art Kernschmelze wecken. Solche Spekulationen werden Hens' Ansicht nach auch durch typische Verhaltensmuster gefördert, etwa durch den sogenannten Spielerirrtum, gambler's fallacy: Menschen seien anfällig für die Idee, nach zehn Jahren Aufschwung sei es Zeit für eine Wende – genau wie im Casino viele irrtümlicherweise meinten, nach zehnmal Rot müsse nun fast zwingend Schwarz kommen.

Dass komplexe Zusammenhänge schwer durchschaubar seien, sei sicher ein Faktor, heute wie 2008. «Aber», so Hens, «Trump ist ein

Dealmaker, ich glaube nicht, dass er die Wirtschaft wirklich gegen die Wand fahren lässt.» Der Präsident wolle als Retter der amerikanischen Exportwirtschaft auftreten und sicher neue Handelsverträge als Erfolge verkaufen. Die dritte Grafik zeigt, dass Handelsstörungen nicht explosiv zugenommen haben. Die 2018er Daten des Portals Global Trade Alert von Professor Simon Evenett an der Universität St. Gallen liegen im Rahmen der Vorjahre.

#### Sind die Aktien zu hoch bewertet?

Heinz Zimmermann, Finance-Professor an der Universität Basel, sieht die Lage ebenfalls nüchtern. Natürlich gebe es zu Amerikas Geldpolitik mit dem Seilziehen zwischen Trump und dem Notenbankchef Jerome Powell oder zur Handelspolitik offene Fragen, aber so gross seien die Unsicherheiten nicht. «Die Zinssituation in den USA halte ich für einigermassen normal», sagt Zimmermann. Zentralbanken stünden immer in der Kritik. Auch sei es naheliegend, dass sich Trump aus seiner Interessenlage heraus gegen einen starken Dollar und damit gegen zu hohe Zinsdifferenzen gegenüber anderen Währungen wehre.

Sind aber die Aktien nicht zu hoch bewertet? Zimmermann sagt, die lockere Geldpolitik habe sicher zu aufgeblähten Immobilien- und Aktienwerten geführt, zu einer Asset-Inflation. Aber nun seien Kurskorrekturen erfolgt. Dass sich diese jüngst beschleunigt haben, hängt seiner Ansicht nach damit zusammen, dass viele institutionelle Investoren angesichts des schlechten Anlagejahres nervös geworden seien und kurz vor Ende Jahr noch rasch die Kurse ab-

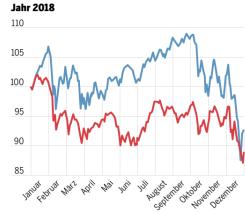
#### Höhenflüge und Luftlöcher

Kursentwicklung von Aktienindizes der Schweiz und der USA im Vergleich, in Indexpunkten



Kurskorrekturen sind bereits erfolgt.

QUELLE: TRADING ECONOMICS



## Die Weltwoche, Freitag, 04. Januar 2019

gesichert hätten, um den Jahresausweis aufzuhellen. Das habe die Börsen zusätzlich belastet. Hens seinerseits erinnert daran, dass Fonds-Leitungen mit Blick aufs Jahresende oft auch ein Window-Dressing betrieben, indem sie verlustreiche Papiere noch rasch abstiessen und Gewinnertitel zukauften, um in der Schlussbilanz ein schöneres Portefeuille vorzuweisen. In Jahren mit vielen Verliereraktien drücke das auf die Notierungen.

Aber nochmals: Sind die Aktien heute zu hoch bewertet? Zimmermann ist in einer soeben im Journal of Investment Management veröffentlichten Untersuchung zum Schluss gekommen, dass die Aktienkurse etwa des SMI oder des S&P 500 bei Berücksichtigung von Wachstum, Gewinn und Dividenden der Firmen sowie der Zinssituation nicht durch irrational hohe Erwartungen geprägt sind. Die Studie beruht zwar auf Kursen bis 2017 - die aber nach den jüngsten Börsenkorrekturen nicht weit weg von der Aktualität liegen. Zimmermann betont einen Punkt besonders: «Bei der Beurteilung amerikanischer Aktien muss man unterscheiden zwischen den Technologiewerten und dem Rest.» Die FAANG-Aktien (Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google) etwa seien mit derart hohen Wachstumserwartungen verbunden, dass fast die ganze Kursentwicklung und damit das hohe P/E davon abhänge. Die Bewertung der anderen Aktien, die nicht als reine Wachstumsturbos betrachtet würden, werde weit stärker durch deren Ertragskraft als durch Wachstumshoffnungen gestützt.

Wie sieht man es in der Praxis? Für Karl Reichmuth, Gründer und Ehrenpräsident der Privatbank Reichmuth, ändern die jüngsten Börsenturbulenzen wenig an der grundsätzlichen Beurteilung der Aktienmärkte. Zurzeit würden Stimmungsfragen vieles übertönen, aber längerfristig bedeuten die Kurskorrektu-

## «Die Zeit der grossen Boom-und-Bust-Zyklen ist vorbei.»

ren seiner Ansicht nach Kaufgelegenheiten für reale Werte wie Aktien von guten Unternehmen. Das Auf und Ab der Kurse werde durch die Ausbreitung des passiven Anlagevorgehens der vielen Exchange-Traded Funds (ETF) zunehmend verstärkt, weil dieses automatische Nachbilden von Index-Portefeuilles den Herdentrieb begünstige. Man solle sich aber davon nicht beirren lassen.

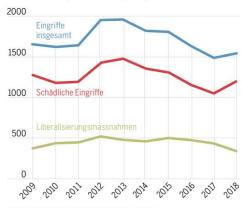
Ähnlich argumentiert André Kistler, Mitgründer und Chefstratege Anlagen beim Vermögensverwalter Albin Kistler. Das jüngste Geschehen an den Märkten sei primär psychologischer Natur, realwirtschaftlich gebe es keine ernsthaften Anzeichen für eine bevorstehende schwere Rezession. Dann macht Kistler eine Bemerkung, die wirkt wie ein Donnerschlag: «Die Zeit der grossen Boom-und-Bust-Zyklen ist vorbei.» Kistler ist der Ansicht, dass Internet und Digitalisierung dazu führen, dass Fehlentwicklungen in Unternehmen und Institutionen vom Markt und vom Publikum früher erkannt werden als bisher. Bei derartig erhöhter Transparenz würden Korrekturen erwirkt, bevor sich ein riesiger Handlungsbedarf aufstaue, der dann grosse Einbrüche hervorrufe. Zudem sei enorm, welche Verbesserungen die Digitalisierung mit Blick auf Produktivität und Preisstabilisierung bringen werde.

#### «Die Wirtschaft ist davongesprungen»

Bricht ein neues Zeitalter an? Ein erfahrener Privatbankier und Ökonom hat kürzlich Ähnliches geschrieben: Konrad Hummler, früher Teilhaber der Bank Wegelin, heute Inhaber der Beratungsfirma M1, beschreibt in seiner jüngsten und letzten Publikation der Serie Bergsicht die Veränderungen der Wirtschaft so: «Wir meinen [...], dass man keine Ökonomie betreiben kann, ohne wenigstens ab und zu ein Auge auf das Untersuchungsobjekt selber zu werfen. Alles andere kommt einem Arzt gleich, der nur noch seinen Monitoren traut und dabei nicht merkt, dass der Patient gar nicht mehr daliegt, sondern gerade davongesprungen ist. Sie ist davongesprungen, die Wirtschaft. Denn der Technologieschub der vergangenen zwanzig, dreissig Jahre hat sehr viel auf den Kopf gestellt. Praktisch jeder Geschäftsprozess wurde umgekrempelt.» Hummler sieht mit neuen Technologien drastische Reduktionen der Informations- und Transaktionskosten sowie Produktivitätsgewinne verbunden. Die Relevanz dieser Veränderungen werde allerdings noch kaum verstanden, geschweige denn genügend ernst genommen. Wer die Tragweite erfassen wolle, solle sich einmal in sein Leben vor dem Smartphone zurückversetzen.

### Störungen des Welthandels

Anzahl handelspolitischer Eingriffe pro Jahr



QUELLE: GLOBAL TRADE ALERT, UNIVERSITÄT ST. GALLEN

Interventionen nehmen nicht drastisch zu.



Wird der Bulle, Symbol für steigende Kurse, von seinem Gegner, dem Bär, besiegt?

Weltwoche Nr. 01.19