

Into Mania II ?

Vortrag von Ferdinand Lips

Bindella Unternehmungen AG

17. März 1992

Into mania II?

Es bestehen gute Voraussetzungen für eine Manie an der Börse, alle Manien (Spekulationsmanien) haben 3 Faktoren gemeinsam;

1. Blinder Optimismus gepaart mit unersättlicher Gier, Gefühl wird verursacht durch längere Periode von Wertsteigerungen, von denen einige aussergewöhnlich profitieren, der Glückswogeneffekt entsteht durch eine steigende Zahl von Spielern, welche die Kurse steigen lassen, bis der ganze Prozess aus eigener Kraft weiterläuft.
2. Faktor: übermässige Expansion von Geld und Kredit, welche die Spekulation finanziert, der Anreiz zur Uebertreibung ist enorm, wenn die Zinssätze viel tiefer sind als der erwartete Ertrag auf den Objekten der Wertsteigerung.
3. Verlagerungseffekt: Dieser Effekt tritt ein, wenn äussere Faktoren neue Gelegenheiten für aussergewöhnliche Gewinne schaffen, z.B. Reaganomics gaben Initialzündung für die Manie der 80er Jahre, brachten der USA starke Wirtschaftserholung und stimulierten Immobilienanlagen, wobei Inflation dank steigendem \$ tief blieb, da \$ Kurs 1985-86 gedrückt werden musste, war zusätzliche Billiggeldpolitik notwendig. Das US-Kreditwachstum war am höchsten in diesem Jahrhundert, Liquidität floss auf andere Länder über, insbesondere Japan.

Weitere Displacements (Verschiebungen): Junk bond und Takeover-Explosion, LBO's, Japan's Finanzierung der US Defizite.

1990er Jahre Aussichten für Manie II

Seit dem 1987er Crash sind mehr als vier Jahre vergangen, Furcht vor Schuldenkollaps und Depression verblasen.

Total return von Aktien seit 1987 durchschnittlich 17%, gegenüber 10% historisch und den 3 1/2-4%, welche man gegenwärtig auf Geldmarktfonds erhält. Heute ist man der Meinung, dass solche shakeouts temporärer Natur sind und eigentlich kein Risiko besteht.

Diejenigen, welche über eine ökonomische oder Finanzkatastrophe besorgt sind, haben wahrscheinlich eines Tages Recht. Aber vorher kann es zur Manie II kommen.

Manien kommen häufig vor, wenn die wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnisse ungesund sind. Es sieht jeweils fast so aus, als ob die faule Basisstruktur den Anreiz Geld zu verdienen fast noch erhöht. Vielleicht ist es gerade die Gefahr des drohenden Kollaps, welche die Investoren reizt, so rasch wie möglich Geld zu verdienen.

In der Wirtschaftsgeschichte der USA wurden schon oft grosse Vermögen in Zeiten ungesunder Verhältnisse gemacht.

Ch. Kindleberger: Nichts ist so störend für das eigene Wohlergehen und Urteil, als wenn man zusehen muss, wie ein Freund reich wird.

Die Schärfe dieser Feststellung wird verstärkt, wenn der Beobachter weiss, dass die Börse überbewertet ist, auf schwachen Füßen und vor einem neuen Crash steht.

Wenn es nicht zum Crash kommt und der Freund noch reicher wird, dann wird die Versuchung für denjenigen, der nicht im Markt ist, zu kapitulieren, unwiderstehlich.

Gesamtertrag auf Aktien und Obligationen seit 1981 durchschnittlich 15%. Viele Aktien und Obligationen durchschnittlich 15%. Viele Aktien- und Obligationenfonds konnten über eine 1-, 5- oder 10-Jahresbasis diesen Ertrag oder besser erwirtschaften. Die Marketingabteilungen dieser Fonds haben es dann leicht zu beweisen, dass solche Renditen jetzt normal sind, und dass man in Zukunft damit rechnen kann. Und immer mehr Leute glauben dies, obwohl die Geschichte beweist, dass Perioden überdurchschnittlicher Performance in der Regel von Perioden tieferer Renditen, wenn nicht sogar von Verlusten, abgelöst wurden.

Obwohl Aktien in den 80er Jahren 10 Jahre lang erheblich stiegen, ist das U.S. Publikum relativ unterinvestiert seit 1970.

Da Obligationen infolge fallender Zinssätze weniger attraktiv sind, werden andere Aktiven wie Immobilien und andere Inflationshedges ebenfalls wenig bringen.

Im England des 19. Jahrhunderts gab es einen volkstümlichen Ausspruch "John Bull can stand many things, but he can't stand two percent".

Ebenso ist heute den Amerikanern ein kurzfristiger Ertrag von 4% zu wenig, d.h. wenn man die Steuern und die Inflation berücksichtigt, bringen die kurzfristigen Anlagen einen garantierten Verlust. Das halten die U.S. Investoren nicht mehr lange aus. In anderen Worten:

- Geld zieht sich aus kurzfristigen Anlagen zurück
- die Flucht in Aktien hat begonnen

The Imperative (Gebot) für eine expansionäre monetäre Politik.

In den letzten 15 Monaten ist die ideale Basis für eine grosse Börsenhausse geschaffen worden. Dazu gehören folgende Elemente:

- langsamer Rückgang der Inflation bei gleichzeitig sichtbaren Anzeichen von Deflation
- fallende Zinssätze
- riesige Besorgnis über den Schuldenberg
- Gewinnmargen unter Druck und extreme Krise im Bankensystem und im Immobilienbereich (kommerzieller Bereich vor allem) gewerbliche (commercial real estate) Objekte.

Das Fed hat aus diesem Grunde die Prioritäten von der Inflationsbekämpfung auf Verhinderung der Deflation und längere Rezession gesetzt. Es hat sich und wird sich darauf konzentrieren, Liquidität ins Bankensystem zu pumpen, das einzige Werkzeug, das übrig bleibt, um die Wirtschaft anzukurbeln. Nun kommt das Entscheidende:

- wenn Wirtschaft stagniert
- wenig oder gar keine Nachfrage nach Kredit besteht, dann fliesst diese neue Liquidität doch irgendwohin und dann steigen eben die Finanzwerte

Wenn nun die Hausse sich ausbreitet und an Kraft gewinnt, dann kommt es zu dieser Vollblutspekulationswelle.

Der Vorsitzende des Fed ist ein sehr politischer Mensch. Die Fehleinschätzung des Fed im letzten Jahr, die schlechten Aussichten von Bush auf Wiederwahl und die Besorgnis der Medien mit "jobs, jobs, jobs" haben dazu geführt, dass das Fed heute in einer schwachen Lage ist, von Inflations-

bekämpfung keine Spur mehr. Die Märkte können damit rechnen, dass das Fed weiterhin für leichtes Geld sorgt. Das Fed wird die Party nicht abbrechen, bevor sie überhaupt gestartet wurde.

Kreditnachfrage und Preisinflation hinken hinter wirtschaftlichem Aufschwung her. Wachstum der Geldmenge (M2 + M3) verbessert sich, ist aber immer noch "blutarm". Das Fed wird deshalb überreagieren und mit Liquidität und ihrer Schöpfung erst bremsen, wenn es zu spät ist. In der Zwischenzeit werden die Börsenkurse übertrieben hoch sein.

Die grossen Haussen dieses Jahrhunderts:

1920er, 1950er, 1960er und auch die 1980er Jahre

ereigneten sich als eine

- leichte Desinflation
- tiefe und relativ stabile Zinssätze
- kräftige Liquiditätsexpansion

vorlagen. Es besteht ein hoher Grad an Wahrscheinlichkeit, dass diese Bedingungen in der ersten Hälfte der 90er Jahre vorliegen und zwar nicht nur in den USA.

Die Chart zeigt, in welchem Ausmass wir eine monetäre Kontraktion erlebten. Im zweiten Halbjahr 1992 werden alle Zentralbanken der Welt auf das Gaspedal treten bei gleichzeitig

- rückläufiger Inflation
- hartem Konkurrenzkampf in der Wirtschaft
- gedrückter Wirtschaftslage

Für die Zentralbanken gibt es deshalb in Anbetracht der deflationären Entwicklung der letzten Jahre noch sehr viel monetäres Aufholpotential.

New displacements:

Solche Ereignisse bieten die Gelegenheit für steigende Gewinne in den 90er Jahren. Sie sind eine dritte Hauptzutat, welche es braucht für eine Spekulationswelle. Verschiedene haben sich bereits ereignet:

- Banken, Spar- und Leihkassen und Immobilienkrise von 1990-91
- es zwang das Fed zu einer aggressiven Billiggeldpolitik
- startete Börsenerholung vom Oktober 1990
- diese Krise spielte eine ähnliche Rolle wie die seinerzeitige Rettungsaktion des Fed in der Mexicokrise, war Auslöser des Bullmarktes der 80er Jahre.

Ein weiteres Displacement war der rasche Sieg im Golfkrieg im Januar 1991.

Drittes Displacement war die misslungene Konjunkturerhöhung, der scharfe Rückgang der Inflation und das Unvermögen des Fed, die Geldmenge zu steigern. Die Panik des Fed kulminierte in der Ein-Punkt Reduktion des Diskontsatzes am 20. Dezember 1991 (nie mehr vorgekommen seit 1958).

Solche Ereignisse und ihr Einfluss, die explosive Geld- und Kreditinflation stellen die Art von Munition dar, welche später zu einer Börsenorgie führen kann.

Andere Displacements sind in Zukunft möglich:

- protektionistisches Programm der USA
- Bush's Steuersenkungen
- oder ein starker Anstieg der Gesellschaftsgewinne, sollte sich die Wirtschaft ereignen.

Zusammenfassend ergibt sich folgende Situation:

Liegen genügend entscheidende Faktoren vor, dann ist damit zu rechnen, dass weitere Displacements eintreten, welche für Gewinnchancen sorgen, welche weit höher sind als die Kosten der Finanzierung dieser Aktienkäufe.

In ihrem Anfangs- und Mittelstadium muss eine Manie durch plausible Gewinnerwartungen getrieben werden. Geht die Manie in ihr akutes Schlussstadium über, dann werden Plausibilität und Rationalität ersetzt und zwar einzig und allein durch die Erwartung, dass das betreffende Spekulationsobjekt jederzeit wieder zu einem höheren Kurs verkauft werden kann.

Die meisten Haussen laufen in 3 Phasen ab:

1. Kursanstieg von unterbewertetem Niveau aus, wenn Pessimismus übertrieben ist, die Politik bereits geändert wurde oder nur schon, wenn man erwartet, dass sie geändert wird.
2. Man erkennt, dass die fundamentale Lage besser wird, wenn das Vertrauen steigt und es sich zeigt, dass die Pessimisten Unrecht hatten.
3. Das spekulative Bein. Dazu kommt es, wenn alle guten Nachrichten bereits bekannt sind und die uninformierten und unvorsichtigen Investoren ihre Auswirkungen in die Zukunft extrapolieren.

Momentan ist die US Börse wahrscheinlich im zweiten Stadium. Die Börse ist heute lange nicht mehr so unterbewertet wie in den 70er oder anfangs der 80er Jahre, aber sie ist immer noch weit entfernt von den Ueberbewertungen der Ende 60er Jahre und natürlich der Ende 20er Jahre.

Viele Klassen von Konkurrenzanlagen sind seit 1974 stark gedrückt, wie z.B. Waren, Immobilien (USA), Energie und Gold. Aus diesem Grund glauben viele Investoren, dass Aktien jetzt noch die einzige realistische Hoffnung auf grosse Gewinne darstellen.

Risiken - einige Feststellungen

Eine Investmentmanie ist ein Phänomen voll von hohem Risiko, weil die Investoren den Sinn für die Realitäten völlig verlieren. Alles wird extrem überbewertet und Investoren glauben, dass eine neue Aera angebrochen ist.

In einer wirklichen Manie gibt es immer klare Signale für den nüchternen und leidenschaftslosen Investoren, aber die Mehrheit ignoriert dies, bis ihr Vertrauen angeschlagen ist. Manchmal handelt es sich dabei um einen Bankrott, Betrugsaffaire, Währungsschwäche, Anstieg der Zinssätze, neue Steuern, Tarif oder Regierungskontrollen, aber manchmal gibt es überhaupt kein Warnsignal, wie beim Goldcrash am 21. Januar 1980.

Es gibt nichts Schwierigeres als zu verkaufen, wenn die Kurse immer noch stark steigen. Die meisten Investoren warten, bis ihre Erwartungen enttäuscht sind, dann nimmt plötzlich das Verkaufen überhand und die Gier wird abgelöst durch die Furcht als die dominierende Emotion. Es kommt zur panikartigen Liquidation und zur Flucht in Bargeld.

Was die USA anbetrifft, so bestehen dort eine ganze Anzahl sehr ernster

wirtschaftlicher, finanzieller, sozialer und politischer Probleme, wobei nicht die geringste Chance besteht, dass dieselben gelöst werden, weil sowohl die Politiker wie die Leute oder die Gesellschaften alle dem kurzfristigen Denken verfallen sind. In vielem besteht ein langsamer oder anhaltender Abstieg. Dass man es unterlässt, diese Probleme zu lösen, wird den USA und damit der Welt einmal teuer zu stehen kommen. Trotzdem gab es während dem langen und andauernden wirtschaftlichen Abstieg der USA immer wieder explosive Börsenhaussen und sogar kurze Manien. Und leicht könnte es noch mehrere davon geben.

Einige Feststellungen für den Investoren

Die Periode des kleinsten Risikos ist das sog. Wall of Worry Stadium (Sorgemauer), welches seit Oktober 1990 bestand. Nachdem alle wichtigen Indizes neue Höchststände erreicht haben und die Wirtschaft sich bald verbessern dürfte, so ist diese Periode jetzt wahrscheinlich zu Ende.

Wenn die Wirtschaft und die private Kreditnachfrage in 1992 anzieht, dann werden beide Liquidität absorbieren, auch wenn das Haushaltsdefizit nicht abnimmt. Dann heist dies: weniger Liquidität für Börse und Obligationenmarkt.

Das grösste Risiko entsteht, wenn Sorglosigkeit einsetzt, die Spekulation erzeugt dann neue Ekzesse, vieles wird offensichtlich überbewertet, inklusive Werte von schlechter oder fragwürdiger Qualität. Das Risiko verstärkt sich, wenn die Zentralbank beginnt, die Inflation zu bekämpfen (1979-82, 1989-90) oder der Spekulation den Kampf anzusagen (1929-1987). Dann fehlt plötzlich das Kapital oder der Kredit, um die Kurssteigerungen zu finanzieren.

Aber auch ein Crash in einer Währung kann Angst vor beschleunigter Inflation erzeugen, was sehr negativ ist für Börse, und eine Unterbrechung

des Kapitalflusses kann aber auch durch Ereignisse ausserhalb der USA erzeugt werden, z.B. politische und militärische Ereignisse in Osteuropa oder ein Finanzdebakel in Japan, falsche Politik der Bundesbank.

Anlagestrategie und Schlussfolgerungen

Es ist keineswegs selbstverständlich, dass die Hausse, welche 1990 begann, sich zu einer vollblütigen Manie entwickelt. Aber die Vorbedingungen sind gegeben. Diese erzeugen nur das notwendige Umfeld, aber genügen noch nicht, um den Funken für die spekulative Explosion (blow off) zu erzeugen.

Ein anderer Punkt: sollte sich eine Manie entwickeln, dann wird alles anders ablaufen als in früheren Manien punkto Dauer, Timing, Ausmass, Dimension, Muster, Anzahl der Anlagekategorien, welche hineingezogen wurden.

Erwarte das Unerwartete!

Um eine Strategie zu entwickeln, sollte man folgendes Bild vor Augen haben

- Im Herbst 1974 begann eine langfristige Hausse, das erste Haussebein bis 1980 korrigierte die damalige Unterbewertung noch nicht, trotz guter Börse lag der Markt 60% unter dem Buchwert.
- Das kräftige zweite Bein von August 1982 bis 1990 bügelte die Unterbewertungen in den meisten Sektoren aus. Das dritte Bein, welches Oktober 1990 begann, könnte den Schlussakt bringen. Alles ist möglich, aber wenn das Szenario, dessen Potential ich Ihnen jetzt geschildert habe, eintritt, dann könnten wir die wildeste und spektakulärste Hausse und einer Ueberbewertung erleben, welche sich nur einmal in einer Generation ereignet.

Man kann nicht behaupten, dass alles nach einem mechanischen Rhythmus abläuft, es gibt Serien von Wellen mit ihrem eigenen zeitlichen Rahmen, es könnte sein, dass der blow off dieses Jahr kommt, aber auch erst in einigen Jahren. Eines ist sicher: Der Markt wird alles tun, um die meisten Investoren zu täuschen.

Die "Kaufen und behalten"-Politik mit Betonung auf Selektion ist im Mittelstadium einer Hausse die beste Politik. Timing ist erst wichtig, wenn wir in das Stadium der Ueberbewertung kommen, wenn wir dann im Endstadium angekommen sind, wo der Markt übersiedet, dann hat diese Politik des "Kaufens und Durchhaltens" natürlich keinen Sinn mehr.

Der Crash vom Oktober 1987 war nicht das Ende des 1974 Bull Marktes. Diejenigen, die vorher im Sommer 1987 Gewinne mitnahmen, hatten genug Chancen, später wiedereinzusteigen.

Die Anleger sollten die Lektionen der Immobilienkrise der Ende 80er Jahre nicht vergessen, ebensowenig wie die Pleite der Junioraktien 1962 und zwischen 1972 und 1974.

Wenn Kurse immer spekulativer steigen, dann sollte man Anlagen in wenig oder nicht liquiden Aktiven meiden, aber die meisten werden diesen Rat ignorieren, weil in der spekulativen Schlussphase die Gewinne rasch kommen und manchmal enorm sind.

Jeder Bullmarkt und jede Wirtschaftserholung, welche durch Geld und Kreditexpansion ausgelöst wurden, brachte eine neue Art von Ekzessen:

- in den frühen 70er Jahren die Nifty-fifty Aktien
- in den späten 70er Jahren die Energieaktien, Immobilien, REIT's, Kredite an Entwicklungsländer, Gold und Rohwaren

- in den 80er Jahren gewerbliche Immobilien und Junk Bonds

Wenn die monetäre Expansion der 90er Jahre einen längeren Bullmarkt und eine neue Manie produziert, dann kommt es unweigerlich zu neuen Ekzessen und wahrscheinlich erfasst dies eine grössere Anzahl von Objekten. An der Börse kommt es wahrscheinlich zu den grössten Uebertreibungen. Wenn kurzfristige Anlagen 4% rentieren, dann scheint die Börse interessanter zu sein als die meisten Konkurrenzalternativen.

Vorsichtige Anleger sollten sich nicht fürchten vor einer Manie, aber sie sollten vorsichtig sein und nicht übertreiben, vor allem nicht auf Kredit.

Schlüsselpositionen sollten behalten werden und dann auf einer programmierten Basis liquidiert werden, wenn das Stadium der Ueberbewertung erreicht ist.

Man sollte sich davor hüten, immer optimistischer zu werden, je höher die Preise steigen.

Der Schlüssel zum Erfolg wird dann in einer konservativen Politik liegen und vor allem die zyklischen Indikatoren der Geld- und Kreditverhältnisse genau zu verfolgen und zu beobachten, wenn sie zu drehen beginnen und negativ werden.