

SMI ↘
9969,19 -0.78%

DAX ↘
12380,31 -0.71%

Dow Jones ↘
27076,82 -0.52%

Euro/Fr. ↘
1,0927 -0.35%

Dollar/Fr. ↗
0,9933 0.56%

Gold (\$/oz.) ↗
1500,60 0.65%

Erdöl (Brent) ↗
68,09 13.01%

Stand 22.12 Uhr

«Die derzeitige Blase ist älter als diejenige vor der Finanzkrise»

Aktien, Bonds und Immobilien, alles sei zu teuer, sagt Torsten Dennin, Professor und Vermögensverwalter

In Ihrem jüngst erschienenen Buch «Von Tulpen zu Bitcoins. Eine Geschichte der grössten Finanzblasen und wie man sie erkennt» geben Sie einen Überblick über die grössten Finanzblasen der Geschichte. Welche waren es denn?

Fast 400 Jahre lang galt die Tulpenmanie in den Niederlanden als grösste Spekulationsblase. Die Kryptowährung Bitcoin hat ihr aber jüngst den Rang abgelaufen. Der Preis für Bitcoins ist von nur wenigen Cents auf fast 20 000 \$ im Dezember 2017 gestiegen, darauf folgte ein Crash der Preise um mehr als 80%. Spekulationsblasen zeigen ein wiederkehrendes Muster von zunächst stark steigenden



Torsten Dennin
Ökonomieprofessor
und Vermögensverwalter

und dann zusammenbrechenden Preisen. Im Fall von Bitcoin gab es verschiedene Faktoren für den steilen Preisanstieg: das Misstrauen gegenüber der ultraexpansiven Geldpolitik der Zentralbanken, die hohe Verschuldung von Staaten, neue Regulierungen und die Kapitalflucht aus China. Von China aus kann man nicht unbegrenzt Devisen tauschen, und die Bitcoin-Zockerei war für viele Investoren ein Weg, in andere Währungsräume zu kommen.

Die Kurse von Obligationen sind in den vergangenen Jahrzehnten immer weiter gestiegen. Nun haben wir vielerorts negative Renditen, eine zehnjährige Schweizer Staatsobligation rentiert derzeit mit -0,8%. Ist das nicht ebenfalls eine riesige Blase, die sich da gebildet hat?

Die Blase bei Obligationen ist ein Spiegel der internationalen Verschuldung. Diese ist noch einmal höher als zu Beginn der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2007 und 2008. Weiteres Wirtschaftswachstum wird mit immer tieferen Zinsen und immer höheren Schulden erkaufte. Diese Bond-Blase wird irgendwann platzen. Ab einem gewissen Punkt glauben die Investoren nicht mehr, dass diese Riesensummen zurückgezahlt werden. Dann schießen die Zinsen in die Höhe. Das hätte drastische Auswirkungen auf die Bond-Preise. Es könnte zu 30- bis 40%igen Verlusten kommen, wohlgeachtet an den Bond-Märkten und innerhalb einer kürzeren Periode. Einen kleinen Vorgeschmack darauf könnte die Entwicklung der hundertjährigen österreichischen Staatsanleihe geliefert haben, die jüngst zu beobachten war. Deren Kurs ist in diesem Jahr von 116 auf über 200% gestiegen. Jüngst hat er aber innerhalb kurzer Zeit deutlich verloren. Der Obligationenmarkt ist viel grösser als der Aktienmarkt. Wenn er ins Wanken kommt, drohen auch erhebliche Korrekturen an den Immobilien- und Aktienmärkten.

Welche Entwicklung erwarten Sie in den kommenden Monaten am Aktienmarkt? Abgesehen vom Einbruch im letzten Quartal 2018 haben die Aktienmärkte in den vergangenen Jahren hohe Renditen erzielt. Die amerikanische Bank Goldman Sachs titelte hierzu sogar kürzlich «Der längste wirtschaftliche Aufschwung seit den goldenen 1920er Jahren». Viele Aktien sind absolut gesehen mittlerweile hoch bewertet, aber relativ



Die niederländische Tulpenmanie von 1636/37 gilt als die Mutter aller Spekulationsblasen.

F. HALS MUSEUM

zu Obligationen gesehen nicht. Bonds sind in einer Riesensblase, und Aktien sind im Vergleich dazu nicht zu teuer.

Auch Schweizer Immobilien haben einen sehr langen Preisanstieg hinter sich, trotzdem scheint es immer weiter nach oben zu gehen. Wie gross ist hier die Blasengefahr?

In der Schweiz ist die Rückschlagsgefahr zumindest geringer als beispielsweise im europäischen Ausland. Der Zugang zu Wohneigentum und die Eigentumsquoten sind hierzulande deutlich geringer, was dem Preisniveau und der

«Wir sprechen seit einiger Zeit von einer «everything bubble».

konservativen Risikoeinschätzung der Bankinstitute geschuldet ist. Trotzdem hängt die Bewertung am Zinsniveau: Steigen die Zinsen, werden wir auch eine Delle in der Bewertung von schweizerischen Immobilien sehen.

Was sind die Gründe und Voraussetzungen für die Bildung von Finanzblasen? Welche Rolle spielt dabei die Geldschwemme der Zentralbanken?

Die meisten Ökonomen mögen keine Blasen, denn sie passen nicht ins Theoriegebäude. Und doch sind Spekulationsblasen immanenter Bestandteil eines kapitalistischen Wirtschaftssystems – seien es Tulpen, Technologieaktien, der amerikanische Häusermarkt oder Bitcoins. Die einfache Verfügbarkeit von Liquidität ist oft ein entscheidender Faktor, gepaart mit etwas Neuem, wie zum Beispiel einer disruptiven Technologie wie der Blockchain, dem Internet oder den Möglichkeiten der Finanzverbriefung.

Welche Gefahren drohen, wenn solche Finanzblasen platzen?

Als mit dem «Silver Thursday» im März 1980 die Blase im Silbermarkt platzte, war der Markt tot, bis Warren Buffett, George Soros und Bill Gates den Silbermarkt in den 1990ern wiederentdeckten. Ähnlich im «Krypto-Winter», der auf das Platzen der Bitcoin-Blase Anfang 2018 folgte. Derzeit sehen wir nach den Drohnenanschlägen auf zwei Einrichtungen der saudiarabischen Erdölindustrie einen starken Anstieg beim Ölpreis. Das könnte das Weltwirtschaftswachstum bremsen. Am Anfang macht beim Platzen einer Blase die Euphorie einer Panik Platz, die schliesslich zur Ernüchterung führt. In der Regel hängen die Verluste und die Katerstimmung mit dem Ausmass und der Dauer einer Blase zusammen: Je länger sich eine Blase aufgebläht hat, desto schlimmer sind die Auswirkungen, wenn sie platzt. Das ist das, was mir wirklich Sorgen bereitet: Die derzeitige Blase hat sich nun sogar schon länger aufgebläht als diejenige vor dem Ausbruch der Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008.

Gibt es derzeit überhaupt noch Anlageklassen, in denen sich keine Blasen gebildet haben?

Wir sprechen seit einiger Zeit von einer «everything bubble», denn die expansive Politik der Zentralbanken befeuert die Inflationierung der Preise vieler Vermögensgüter. Allen voran die Preise für Obligationen sind sehr hoch. Aber auch Aktien, Immobilien sowie Oldtimer, Wein oder Kunst sind allesamt sehr teuer. Es lohnt sich aber zu differenzieren. Beispielsweise sind viele Basisrohstoffe wie Rohöl oder Kupfer eher günstig – und auch Edelmetalle sehen trotz einem ersten Preisanstieg noch immer attraktiv aus.

Wie erkennt man Finanzblasen, und wie können sie Anleger umgehen?

Wie Robert Shiller in seinem Bestseller «Irrationaler Überschlag» dargelegt hat, kann man eine Spekulationsblase erst mit Sicherheit erkennen, nachdem sie geplatzt ist. Ein Beispiel: Sind Bit-

coins ausgehend von weniger als 100 \$ mit 1000 \$ zu teuer, oder mit 5000, 10 000 oder 20 000 \$? Ein valider Praxistipp wäre: Anleger sollten sich bei exponentiell steigenden Preisen zurückhalten und sich lieber über verpasste Chancen beschweren als über verlorenes Geld. Verluste wieder aufzuholen, ist ungleich schwerer, als Gewinne zu machen.

Wie sollten Anleger im derzeitigen Marktumfeld ihr Geld investieren?

Mittel- bis langfristig bieten Aktien noch immer die besten Aussichten, da sie den Anleger am Produktivvermögen und damit am Wachstum einer Volkswirtschaft beteiligen. Kurzfristig ist jedoch Vorsicht angebracht, denn die Gefahr eines Kursrutsches ist derzeit deutlich erhöht. Obligationen entlohnen den Anleger dagegen nicht, und die Risiken, Geld zu verlieren, sind zu gross. Einen Ausweg bieten meines Erachtens Sachwerte, also Immobilien, Beteiligungen, Rohstoffe und vor allem Edelmetalle. Die Realzinsen sind jetzt noch deutlich tiefer als 2011, als Gold und Silber ihre jüngsten Höchststände erreicht haben. Gold dient als Absicherung gegen eine Krise im Finanzsystem und die Folgen der internationalen Verschuldung. Silber ist eine Art kleinerer Bruder von Gold, der tendenziell in die gleiche Richtung geht, aber mit höheren Schwankungen.

Interview: Michael Ferber

Theoretiker und Praktiker in einem

feb. · Torsten Dennin ist Leiter der Vermögensverwaltung von Asset Management Switzerland in Zürich und Professor für Volkswirtschaftslehre an der EBC-Hochschule in Düsseldorf. Darüber hinaus ist er Gründer und Geschäftsführer von Lynkeus Capital, einer auf das Thema Rohstoffe spezialisierten Investment-Gesellschaft, und ordentliches Mitglied des Berlin Institute of Finance, Innovation and Digitalization. Dennin ist Autor mehrerer Bücher.

WALL-STREET-NOTIZEN

Kann Tim Cook Hollywoods Reiz widerstehen?

Apple könnte den Spagat schaffen

Krim Dölko · Tim Cook hat grosse Ambitionen in Hollywood. An der jährlichen Apple-Show am Hauptsitz in Cupertino hat der Apple-Chef letzte Woche für einmal nicht ein Apple-Gerät in den Vordergrund gestellt, sondern eine App. Mit Apple TV+ will Cook einen Streaming-Dienst mit Eigenproduktionen lancieren, der es mit Branchenleadern wie Netflix, Disney oder Amazon aufnehmen soll.

Doch was heisst das nun für Apple? Wird Cook bald nicht mehr die Halbleiterhersteller in China oder Taiwan bereisen, sondern auf Nobeljachten von Hollywoodgrössen wie David Geffen oder Barry Diller in Südfrankreich zum Apéro anstossen? So hat sich sein Gegenüber Jeff Bezos verhalten, als er mit Amazon ins Hollywoodgeschäft einstieg. Grosse Auswirkungen auf die Aktien von Amazon hat das zwar nicht gehabt, doch Bezos ist seit seinem Hollywood-Abenteuer ein geschiedener Mann und will wohl nicht mehr in Seattle wohnen, zumal er sich ein trendiges Apartment in New York gekauft hat. Die Unterhaltungsbranche ist eben nicht wie jedes andere Geschäft. Sie ist speziell, und die Aktionäre von Apple müssen sich dessen bewusst sein.

Verlockende Sirenenklänge

In Wall-Street-Kreisen ist der Vorstoss von Apple ins Filmgeschäft gemischt aufgenommen worden: Zum einen sehen die Auguren durchaus das Potenzial der Diversifikation, mit der der Technologiekonzern noch mehr Kunden anziehen kann. Doch zum anderen besteht hier auch ein Risiko, dass sich die Branche in einem Wettstreit verzettelt, der ausser grossen Ausgaben nicht viel für die Aktionäre hergeben wird. Besonders aufregend ist dabei laut Analytikern der Kulturschock, den die Silicon-Valley-Manager jeweils in Hollywood überwinden müssen. Bezos hat das wohl nicht so gut geschafft.

Wie wird Tim Cook darauf reagieren? Mit seiner ruhigen Art und seinem bescheidenen, dafür jeweils sehr kompetenten Auftreten hat sich Cook zum Aushängeschild des modernen Silicon-Valley-Chefs entwickelt. Er neigt weder zu Predigten wie sein Vorgänger Steve Jobs noch zu Extravaganzen wie Oracle-Gründer Larry Ellison. Er hält sich auch fern von der Technokultur à la Google. Cook ist seiner bescheidenen Herkunft aus Alabama treu geblieben und ist trotzdem zum CEO des wertvollsten Unternehmens der Welt geworden. Kann er den Verlockungen Hollywoods widerstehen und sein Unternehmen weiter auf Kurs halten?

Die Vibes stimmen

In Silicon-Valley-Kreisen provoziert diese Frage meist nur ein Schmunzeln. Wenn es einer kann, dann Cook, heisst es. Apple ist schon seit Jahren eng mit dem Unterhaltungsgeschäft verbunden. Immerhin hat Cook mit der Akquisition von Beats schon bewiesen, dass er mit Trendsettern aus dem Musikgeschäft umgehen kann. Der Musikproduzent Jimmy Iovine, der damals mit der Beats-Akquisition zu Apple stiess, hat das Verhältnis des Silicon Valley zu Hollywood sehr gut beschrieben: Die Technologieleute seien sich ihrer Sache viel zu sicher und hätten immer das Gefühl, alles zu wissen. Im Gegensatz dazu seien die Unterhaltungsleute in Los Angeles immer verunsichert über ihren Status und ihr Schaffen. Apple sei das einzige Unternehmen, das diesen Kulturgraben überwinden könnte. Es ist nun an Cook, das einmal mehr unter Beweis zu stellen.