

WORAN ERKENNT MAN SPEKULATIONSBLASEN?

Im ersten Quartal erreichten nicht nur viele Aktienindizes neue Allzeithochs, sondern auch der Goldpreis und der Wert des Bitcoin. Der positiven Stimmung an den Kapitalmärkten stehen ein eher verhaltenes Wirtschaftswachstum und hohe geopolitische Risiken gegenüber. Droht also eine spekulative Blase? Dafür müssen in der Regel drei Kriterien erfüllt sein. Erstens koppeln sich bei einer rein spekulativen Rallye die Preise zunehmend von den Fundamentaldaten ab. Zweitens nimmt das fremdfinanzierte Exposure während einer Blasenbildung deutlich zu. Drittens schließlich kann ein einseitig positives Sentiment die Preise aufblähen. Gemessen an diesen drei Kriterien droht eine Spekulationsblase derzeit vor allem bei Bitcoin.

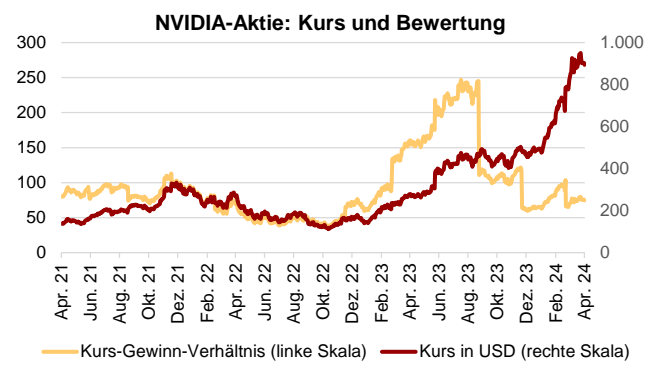
Viele Aktienindizes haben neue Allzeithochs erreicht, ebenso der Goldpreis und der Bitcoin-Kurs. Doch manch einer traut dem Braten nicht. Die Jubelstimmung an den Märkten scheint nicht zur eher verhaltenen Stimmung in der Realwirtschaft und den großen geopolitischen Risiken zu passen. Vielleicht, so die bange Sorge, haben sich die Märkte von der Realität abgekoppelt. Nur noch der Herdentrieb und die Angst, etwas zu verpassen, sorgen aus Sicht der Skeptiker für weiter steigende Kurse. Irgendwann aber, so die Befürchtung, wird die **Spekulationsblase** platzen und es wird ein bitteres Erwachen geben.

Beispiele für spekulative Übertreibungen gibt es in der Wirtschaftsgeschichte zu Hauf. Legendär ist die **Tulpenmanie** in den Niederlanden des frühen 17. Jahrhunderts. Spekulanten kauften damals Tulpenzwiebeln, nur um sie bei steigenden Preisen mit Gewinn wieder zu verkaufen. Im Jahr 1624 kosteten die teuersten Tulpenzwiebeln 1.200 Gulden, 1633 waren es 5.500 Gulden und 1637 wurden für drei Zwiebeln 30.000 Gulden geboten. Zum Vergleich: Das durchschnittliche Jahreseinkommen in den Niederlanden lag damals bei etwa 150 Gulden, die teuersten Häuser an einer Amsterdamer Gracht kosteten etwa 10.000 Gulden.

Spekulationsblasen gab es nicht nur zu allen Zeiten, sondern auch auf den unterschiedlichsten Märkten. 1720 platzte in England die Aktien-Blase, die sich bei der South Sea Company gebildet hatte. 1873 endete die Eisenbahnspekulation in Nordamerika und die Gründerkrise in Deutschland begann. Am 24. Oktober 1929 implodierten die Börsenkurse und lösten die Große Depression aus. 1990 platzte die Aktien- und Immobilienblase in Japan, zehn Jahre später brachen die Aktienkurse von Technologieunternehmen ein.

Im Nachhinein lassen sich die Ursachen und der Verlauf von Spekulationsblasen relativ leicht identifizieren und

rekonstruieren. Allerdings ist nicht jeder starke und schnelle Preisanstieg automatisch eine Blase. **Daher ist es ex ante alles andere als einfach, eine Spekulationsblase zu identifizieren.** Noch schwieriger ist es, den genauen Zeitpunkt zu bestimmen, an dem eine Blase platzt. Diese leidvolle Erfahrung musste der ehemalige US-Notenbankchef Alan Greenspan machen, als er 1996 vor einem „irrationalen Überschwang“ („irrational exuberance“) an den Kapitalmärkten warnte. Doch die Rallye hielt noch mehr als drei Jahre an.



In der langen Geschichte der Spekulation lassen sich Muster erkennen, die für eine Blasenbildung typisch sind. **Erstens** entkoppeln sich die gehandelten Preise zunehmend und über einen längeren Zeitraum von den Fundamentalwerten. Zwischen 1956 und 1986 stiegen beispielsweise die Grundstückspreise in Japan um bis zu 5.000 Prozent. Am Ende der Blase war der Kaiserpalast in Tokio so viel wert wie der gesamte Immobilienbestand Kaliforniens. **Zweitens** steigt während einer Blase in der Regel die Verschuldung (Leverage). **Drittens** werden Blasen von einer euphorischen Stimmung begleitet, in der rationale Argumente und negative Fakten ausgeblendet werden.

Vor diesem Hintergrund lässt sich die Frage diskutieren, welche Märkte derzeit von einer Blase bedroht sein könnten. Das erste Kriterium ist die

Bewertung. Bei Aktien kann sie unter anderem durch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) gemessen werden. Insbesondere in den USA und dort vor allem im Technologiesektor sind die Bewertungen im historischen Vergleich recht hoch. Untypisch für eine Blase ist jedoch, dass beispielsweise das realisierte KGV der NVIDIA-Aktie während der jüngsten Kursrallye nicht gestiegen, sondern deutlich gefallen ist. Da der aktuelle Kursanstieg der Tech-Aktien im Gegensatz zur Technologieblase Ende der 1990er Jahre von steigenden Gewinnen begleitet wird, ist bei den meisten Aktien keine Abkopplung von den Fundamentaldaten zu erkennen.

Bei Vermögenswerten, die im Gegensatz zu Aktien, Anleihen oder Immobilien keine laufenden Erträge erwirtschaften, ist eine fundamentale Bewertung mit hohen Unsicherheiten verbunden. Während Gold als Wertspeicher und zur Schmuckherstellung einen gewissen praktischen Nutzen hat, ist der fundamentale Wert von Kryptowährungen kaum zu bestimmen. Die konstruktionsbedingte Knappheit von Bitcoin wird gelegentlich als Argument für einen positiven Fundamentalwert angeführt. Knappheit allein reicht jedoch nicht aus, sondern muss mit einem praktischen Nutzen einhergehen.

Das **zweite Kriterium** für eine Spekulationsblase ist eine zunehmende Verschuldung. Ein klassisches Beispiel ist die Subprime-Krise in den USA von 2007 bis 2010, der eine extreme Lockerung der Kreditvergabestandards vorausging. Solche Verwerfungen sind derzeit zwar nicht zu beobachten, aber die Kombination aus steigenden Zinsen und hoher Verschuldung hat im vergangenen Jahr

viele Segmente des Immobilienmarktes belastet. Bei Aktien, Gold oder Kryptowährungen lässt sich die Hebelung mit Fremdkapital am Open Interest messen, der Summe aller offenen Positionen an den Futures- oder Optionsmärkten. Das aggregierte Open Interest von Bitcoin-Futures verdoppelte sich von Anfang Februar bis Anfang März auf 27 Mrd. US-Dollar.

Das **dritte Kriterium** ist die Stimmungslage der Anleger. „Alle Menschen sind am leichtgläubigsten, wenn sie am glücklichsten sind“, bemerkte der britische Ökonom Walter Bagehot im 19. Jahrhundert. Übertriebener Optimismus und die Überzeugung, dass diesmal alles ganz anders ist als sonst, machen blind für Risiken, rationale Argumente und Fakten, die der eigenen Meinung widersprechen. 1999 erschien das Buch „Dow 36.000“, in dem die Autoren Glassman und Hasset argumentierten, dass Aktien deutlich unterbewertet seien und sich die Kurse vervierfachen würden. Wenig später platzte die Spekulationsblase an den Aktienmärkten. Gemessen an den Indizes von CNN oder AAIL ist die Stimmung der Aktienanleger derzeit zwar „bullish“, aber noch nicht im extremen Bereich. Die Stimmung der Krypto-Investoren hingegen erreichte im Februar ein extrem positives Niveau, was auf die Zulassung des ersten Bitcoin-ETFs in den USA zurückzuführen sein dürfte.

Insgesamt scheint die Gefahr einer spekulativen Blase derzeit insbesondere bei Bitcoin recht hoch zu sein. Die hohe Unsicherheit über den fundamentalen Wert, die zunehmende Hebelung mit Fremdkapital und die teilweise extrem positive Stimmung sind der Nährboden, auf dem spekulative Blasen bestens gedeihen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2024

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.