

Das Überleben der Fettesten

In der Behauptung, dass Aktien langfristig „immer schon“ besser waren als Anleihen, lag ein fataler Fehler: Zuverlässige Zahlen von vor 1871 gibt es nicht. Die Indizes repräsentierten die Gewinne des amerikanischen Aktienmarktes, die lediglich sieben (ja, sieben!) Aktien enthielten.⁶⁶ Um 1800 gab es jedoch etwa 300 Aktiengesellschaften in Amerika (viele davon in der Jeffersonschen Version des Internet: hölzerne Schlagbäume und Kanäle). Die meisten gingen in Konkurs, und die Investoren verloren ihr letztes Hemd. Doch die Aktienindizes ignorieren alle Aktiengesellschaften, die in diesen frühen Jahren Pleite machten – ein Problem, das wir unter „Vorliebe für die Überlebenden“ kennen. Somit überbewerten diese Indizes großzügig die Ergebnisse, die von echten Investoren erzielt wurden – denen das Wissen fehlte, welche der sieben Aktien sie kaufen sollten. Eine einsame Hand voll Aktiengesellschaften – dazu gehörten die Bank of New York und JPMorgan Chase – blühte seit 1790 stetig auf. Doch jeder Aktie, die auf wundersame Weise überlebte, standen Tausende von finanziellen Katastrophen gegenüber wie beispielsweise Dismal Swamp Canal Co., Pennsylvania Cultivation of Vines Co. und Snicker’s Gap Turnpike Co. – alle wurden von den „historischen“ Aktienindizes verschwiegen. Jeremy Siegels Daten zeigen, dass, nach Inflation, die Aktien zwischen 1802 und 1870 jährlich um 7 % gewannen, Anleihen um 4,8 % und Barmittel um 5,2 %. Doch Elroy Dimson und seine Kollegen an der London Business School schätzen, dass die Gewinne mit Aktien vor 1871 um mindestens 2 % pro Jahr zu hoch angesetzt wurden.⁶⁷ In der realen Welt schnitten Aktien demnach nicht besser ab als Barmittel und Anleihen – vielleicht sogar ein wenig schlechter. Jeder, der behauptet, die langjährigen Aufzeichnungen würden „beweisen“, dass Aktien garantiert besser laufen als Anleihen oder Barmittel, ist schlicht und einfach ein Ignorant.

66 Um 1840 wurden diese Indizes erweitert und enthielten nunmehr maximal sieben Finanz-Aktien und 27 Aktien von Eisenbahngesellschaften – immer noch ein unzureichendes Abbild des wilden jungen amerikanischen Aktienmarktes.

67 Siehe Jason Zweig: „New Cause for Caution on Stocks“, Time vom 6. Mai 2002, S. 71. Wie Graham schon erwähnte, litten sogar die Aktienindizes zwischen 1871 und den 20er-Jahren des 20. Jahrhunderts unter der „Vorliebe für die Überlebenden“, weil Hunderte von Automobil-, Flugzeug- und Radioherstellern, die Pleite machten, spurlos verschwanden. Auch diese Gewinne sind wahrscheinlich um ein oder zwei Prozent zu hoch angenommen.

Je höher sie steigen, desto tiefer fallen sie

Als dauerhaftes Gegenmittel gegen diesen Bullenmarkt-Quatsch rät Graham dem intelligenten Investor, einige einfache und skeptische Fragen zu stellen. Weshalb sollten die künftigen Gewinne bei Aktien immer so bleiben, wie sie in der Vergangenheit waren? Wenn jeder Anleger zur Überzeugung kommt, dass man mit Aktien langfristig garantiert Geld verdienen kann, würde der Markt letztlich nicht überbewertet sein? Und wenn dies der Fall ist, wie können dann die künftigen Gewinne so hoch sein?

Grahams Antworten wurzeln, wie immer, in der Logik und im gesunden Menschenverstand. Der Wert einer jeglichen Investition ist, und muss es immer sein, eine Funktion des Kurses, den die Anleger dafür bezahlen. Ende der 90er-Jahre schwand die Inflation, die Unternehmensgewinne schienen anzuschwellen, und der größte Teil der Welt war friedlich. Das bedeutete aber nicht – noch konnte es jemals bedeuten –, dass Aktien es wert waren, zu *jedem Preis* gekauft zu werden. Da die Gewinne, die Unternehmen erzielen können, begrenzt sind, sollte auch der Preis, den Investoren zu bezahlen bereit sind, seine Grenzen haben.

Hier ein Beispiel: Michael Jordan war wahrscheinlich der beste Basketballspieler aller Zeiten, und er zog die Zuschauer wie ein riesiger Elektromagnet ins Stadion von Chicago. Die Chicago Bulls machten ein Schnäppchen, als sie Jordan bis zu 34 Millionen \$ jährlich zahlten, nur um mit einem Ball auf einem hölzernen Parkett herumzuspielen. Das heißt aber nicht, dass es gerechtfertigt wäre, wenn die Bulls ihm 340 Millionen \$ oder 3,4 Milliarden \$ oder 34 Milliarden \$ je Saison gezahlt hätten.

Die Grenzen des Optimismus

Sich auf die jüngsten Gewinne des Marktes zu konzentrieren, wenn die Situation rosig war, so warnt Graham, wird zu der „ziemlich unlogischen und gefährlichen Schlussfolgerung führen, dass solch wunderbare Ergebnisse für Aktien auch in der Zukunft erzielt werden könnten“. Von 1995 bis 1999, als der Markt jährlich um mindestens 20 % wuchs – ein Anstieg, den Amerika noch nie erlebt hatte –, wurden die Aktienkäufer sogar noch optimistischer:

- Als Mitte 1998 Investoren vom Meinungsforschungsinstitut Gallup für das Brokerhaus PaineWebber befragt wurden, erwarteten sie, dass sie mit ihrem Portfolio im nächsten Jahr durchschnittlich etwa 13 % verdienen würden. Anfang 2000 war der erwartete Gewinn schon auf über 18 % gestiegen.

- „Erfahrene Profis“ waren ebenso optimistisch und schraubten ihre Gewinnerwartungen nach oben. Im Jahr 2001 zum Beispiel hob SBC Communications den geplanten Gewinn von 8,5 % auf 9,5 % an. 2002 lag die durchschnittliche Gewinnquote bei den Pensionsplänen der Unternehmen im S&P 500 auf einem Rekordhoch von 9,2 %.

Ein kurzer Nachtrag zeigt die schrecklichen Folgen dieser überschäumenden Begeisterung:

- 2001 und 2002 stellte Gallup fest, dass die durchschnittliche Gewinnerwartung für ein Jahr auf 7 % gesunken war – auch wenn die Anleger jetzt zu nahezu 50 % günstigeren Kursen kaufen konnten als 2002.⁶⁸
- Diese übereifrigen Annahmen zu den Erwartungen an ihren Pensionsplan werden die Unternehmen des S&P 500 zwischen 2002 und 2004 mindestens 32 Milliarden \$ kosten, so die neuesten Schätzungen der Wall Street.

Auch wenn alle Anleger im Prinzip wissen, dass sie billig kaufen und teuer verkaufen sollen, machen sie es in der Praxis letztendlich oft umgekehrt. Grahams Warnung in diesem Kapitel ist ganz einfach: „Nach dem Gesetz des Gegenteils“ gilt: Je begeisterter die Anleger langfristig vom Aktienmarkt sind, desto sicherer ist es, dass sie schon bald das Gegenteil erleben werden. Am 24. März 2000 erreichte der amerikanische Aktienmarkt mit 14,75 Billionen \$ seinen Höchstwert. Am 9. Oktober 2002, nur 30 Monate später, waren die amerikanischen Aktien nur noch 7,41 Billionen \$ wert. Inzwischen wurden viele Experten sehr pessimistisch und prognostizieren gleich bleibende oder gar negative Gewinne auf Jahre hinaus – sogar über Jahrzehnte hinweg.

An diesem Punkt würde Graham eine einfache Frage stellen: In Anbetracht dessen, wie grundlegend falsch die „Experten“ lagen, als sie sich zuletzt einig waren, stellt sich die Frage, weshalb ein intelligenter Investor ihnen jetzt Glauben schenken sollte.

Was kommt demnächst?

Stattdessen sollten wir nun mit dem Geschrei aufhören und über die künftigen Gewinne nachdenken, so wie Graham es getan hätte. Die Performance des Aktienmarktes ist von drei Faktoren abhängig:

68 Diese billigeren Aktienkurse bedeuten natürlich nicht, dass die Erwartungen der Investoren von einem siebenprozentigen Gewinn erfüllt werden.