

Dr. Erich Pitak

DAX

19.000

**Wie Sie vom kommenden
Crack-up-Boom profitieren können**

© 2020 des Titels »DAX 19 000« von Erich Pitak (978-3-95972-365-7) by FinanzBuch Verlag,
Münchner Verlagsgruppe GmbH, München. Nähere Informationen unter: www.m-vg.de

IDV

Vorwort

Warum der Titel »DAX 19.000« – trotz des schlimmsten Kurssturzes binnen weniger Wochen in der DAX-Geschichte? Ja, gerade jetzt: Kurzfristig kann es an Börsen immer krachen, doch langfristig bieten Aktienmärkte beträchtliche Chancen – besonders wenn Sie *nach* einem deutlichen Einbruch einsteigen. Viele haben es wohl vergessen: Mögen auch Dividenden für das Geschäftsjahr 2020, vielleicht auch 2021, deutlich gekürzt werden oder ausfallen – mit Aktien gehören Ihnen die Erträge der kommenden Jahrzehnte! Und dieses Ertragspotenzial kann gewaltig sein, wie meine Berechnungen in diesem Buch zeigen.

Vor mehr als 20 Jahren, am Ende des Sommers 1999, veröffentlichten James K. Glassman und Kevin A. Hassett ihr Buch *Dow 36,000* – bei einem Stand des Dow Jones Industrial Index von circa 10.400. Zuerst kam der Hype um dieses Buch; Aktienkurse kannten in der »Jahr 2000«-Euphorie kein Halten. Eine »neue Ära« schien bevorzustehen. In Deutschland stieg der DAX rasant an – noch weit übertroffen vom boomenden Neuen Markt. Drei Jahre später, im Jahr 2002, nach dem Platzen der TMT- (Technologie, Medien, Telekom) oder Dotcom-Blase, nach den Terrorattacken vom 11. September 2001, nach diversen Finanzskandalen, war der Dow auf ein Jahrestief von 7286 gefallen. Da galt das Buch *Dow 36,000* als kompletter Fehlschlag, als erschreckendes Beispiel für »irrational exuberance«, also irrationalen Überschwang, am Aktienmarkt.¹ Noch viel schlimmer hatte es den DAX erwischt, minus 72 Prozent binnen drei Jahren! Und der Neue Markt zerplatzte wie ein aufgeblasener Luftballon und ist nur mehr ein Fall für Geschichtsbücher.

Heutzutage, im späten Frühjahr 2020, bei Fertigstellung des Manuskripts zu diesem neuen Buch *DAX 19.000*, hält der Dow schon wieder über 25.000 (Höchststand von 29.500 im Februar, noch vor dem »Corona-Crash«) – Zeit, sich wieder mit dem alten Buch *Dow 36,000* zu befassen. Die Autoren hatten beim Timing völlig danebengehauen (zumindest aus heutiger Sicht), und sie waren viel zu optimistisch, als sie ein »vernünftiges« Kurs-Gewinn-Ziel von 100 nannten. Aber ihr Buch *Dow 36,000* sollte doch nicht ignoriert werden – es vermittelte nämlich eine geniale Idee: Die *relative* Bewertung zwischen Anleihen und Aktien müsse sich bewegen, und zwar stark zugunsten der Aktien. Diese Idee ist heute, gut 20 Jahre später, sogar viel aktueller als damals. Dies gilt für den amerikanischen Aktienmarkt, und dies gilt noch viel stärker für

den deutschen Aktienmarkt, der im langfristigen Vergleich zu Anleihen viel zu billig ist – nach den Kurseinbrüchen im Jahr 2020 erst recht!

»Diesmal ist alles anders« – zugegeben: eine sehr gefährliche Methode, den Aktienmarkt zu bewerten. Präziser: Diesmal ist nicht alles, aber vieles wirklich anders. Deutsche Anleihen mit extrem niedrigen oder gar negativen Renditen bieten kein »Sicherheitspolster« mehr, sie sind mittlerweile viel riskanter als vor 20 Jahren! Wie ich zeige, werden private und institutionelle Anleger regelrecht gezwungen werden, mehr in Aktien zu investieren.

In diesem Buch begründe ich, warum der DAX bis Ende 2027 einen Stand von 19.000 durchaus erreichen *kann*, vielleicht sogar deutlich früher. Es gibt niemals Sicherheit am Aktienmarkt, »Kurspotenzial« bedeutet Möglichkeit und keinesfalls Garantie; es *kann* auch ganz anders kommen! Auch wenn der DAX es bis dahin auf 19.000 schafft: »Dieser Weg wird kein leichter sein, dieser Weg wird steinig und schwer«, wie es im Song heißt.² Dazwischen drohen weitere Korrekturen von 10 bis 20 Prozent oder sogar deutlich mehr, wie wir seit der Corona-Krise wissen. Aber ich sehe gute Chancen für »Wilde 20er-Jahre« an den Aktienmärkten, wenn immer mehr neue Anleger einsteigen – frustriert durch die noch lange anhaltende »Nullzinsfalle«.³

Möglicherweise werden »animal spirits«,⁴ »tierische Triebe« von dringend nach Rendite suchenden Anlegern einen *Melt-up*, einen immer rasanteren Kursanstieg bewirken – eine leichte Version des »Crack-up-Booms«, wie ihn der österreichische Ökonom Ludwig von Mises beschrieben hat. Diese exponentielle, gefährliche Kursexplosion am Aktienmarkt könnte danach zu einem »Minsky-Moment« führen, einem vernichtenden Crash, noch um einiges schlimmer als die Kurseinbrüche im Jahr 2020! Daher nenne ich das vorletzte Kapitel dieses Buches »Von Mises zu Minsky«. Hoffen wir, dass der Aktienboom noch vor dem Crash kommt – aber das weiß man niemals im Vorhinein!

Bevor es losgeht: Hinweise für die Benutzung dieses Buches

Liebe Leserin, lieber Leser!⁵

Als Verfasser habe ich mir das Ziel gesetzt, ein Buch zu schreiben, das sowohl für blutige Anfänger an den Aktienmärkten als auch für Möchtegern-Profis, Halb-Profis und echte Profis interessant ist. Um hier nicht überheblich zu wirken: Gerade an den Aktienmärkten gilt zuweilen der Spruch »Die dümmsten Bauern ernten die dicksten Kartoffeln«. Bitte nicht abwertend zu verstehen – wer keine Erfahrung mit Aktien hat, muss noch lange nicht dumm sein. Klar ist aber, dass »Neunmalkluge« am Aktienmarkt manchmal Schiffbruch erleiden, weil sie sich nach längeren Gewinnphasen für unfehlbar halten und dann ihrer »Overconfidence« zum Opfer fallen, wenn der Markt dreht. Ich weiß aus eigener Erfahrung, wovon ich schreibe.

Zurück zu meinem Ziel, es möglichst allen Lesern recht zu machen. Wie vermeide ich, dass sich der Profi bei langatmigen Begriffserklärungen langweilt – während der Anfänger aber die Begriffe verstehen muss, um dem weiteren Text folgen zu können? Das geht wohl nur, wenn diese für manche Leser notwendigen Begriffserklärungen nicht den flüssigen Text aufhalten. Zuerst habe ich mir überlegt, am Ende des Buches eine Art Lexikon für Begriffserklärungen anzuhängen. Meine eigene Erfahrung ist jedoch: Das häufige Blättern ans Ende des Buches, um Klarheit zu manchen Begriffen zu erreichen, geht mir auf den Nerv. Deshalb habe ich Begriffserklärungen wie »Aktienrisikoprämie« und andere mitten im Text in dem dazu am besten passenden Kapitel eingebaut, aber in einen Kasten »eingesperrt«. Da können diese Begriffe nicht davonlaufen, sondern sind recht schnell zu finden – notfalls anhand des Inhaltsverzeichnisses. Profis sehen auf einen Blick bei so einem Kasten, dass hier keine besonderen Erkenntnisse enthalten sind, und können ihn daher gleich überspringen.

Vielleicht sind Sie schon ungeduldig und wollen sich nicht mit der alten Schwarte *Dow 36,000* auseinandersetzen, wie ich in den ersten beiden Kapiteln des Buches, sondern gleich bis zum aktuellen Langfrist-Potenzial beim DAX weiterblättern. Das können Sie natürlich machen – schließlich ist das kein Krimi, bei dem der Mörder erst weiter hinten verraten wird. Im Gegenteil: Die wichtigste Information »DAX 19.000« steht ohnedies schon auf dem

Cover, und bereits im Vorwort verrate ich den von mir dafür erwarteten Zeit-
horizont, eben bis spätestens Ende des Jahres 2027 – wobei ich insgeheim
hoffe, dass diese Marke mit viel Glück (!) schon ein bis zwei Jahre früher er-
reicht werden könnte. Die genannte Marke »DAX 19.000« ist auch keine
Punktprognose, die ich aus irgendwelchen Fibonacci-Zahlen oder sonst wie
abgeleitet habe, ich halte diesen Wert einfach bis spätestens Ende 2027 unter
gewissen Voraussetzungen für realistisch, aber natürlich für keineswegs ga-
rantiert! Wenn das Coronavirus die ganze Welt jährlich überfallen sollte und
es keine Impfung oder zumindest sinnvolle Behandlungs- oder Abschir-
mungsmaßnahmen dagegen geben wird, können noch einige Kurseinbrüche
folgen. Sollte es aber tatsächlich zum erhofften *Melt-up* an den Aktienmärk-
ten kommen, der sich sogar zu einem leichten Crack-up-Boom auswachsen
könnte, sind auch noch deutlich höhere Indexstände denkbar, vielleicht schon
vor Ende 2027. Mir soll es recht sein, wenn sich dann meine Prognose als zu
vorsichtig herausstellen sollte.

Dennoch empfehle ich Ihnen, das Buch der Reihe nach zu lesen. Erst wenn Sie
sich mit der gut 20 Jahre alten Analyse des US-Aktienmarkts näher befasst
haben und sich so die Spannung aufbaut, werden Sie erkennen, welch gewal-
tiges Kurspotenzial im deutschen Aktienmarkt in den kommenden Jahren tat-
sächlich stecken kann.

KAPITEL I

»DOW 36,000« kurz zusammengefasst

Dow 36,000 – wie es begann und was daraus wurde

Im September/Oktober 1999, bei einem Stand des Dow Jones Industrial Index von 10.318, wurde das Buch *DOW 36,000* von James K. Glassman und Kevin A. Hassett auf den Markt gebracht.⁶ Darin wurde also ein Kurspotenzial von rund 250 Prozent beim traditionsreichsten US-Aktienindex beschrieben. Das schlug ein wie eine Bombe und dürfte den amerikanischen Aktienmarkt noch zusätzlich beflügelt haben, der ohnedies schon in der Euphorie zum Jahr 2000 heißkochte. Diese Euphorie war umso bemerkenswerter, da erst ein Jahr zuvor das Weltfinanzsystem im Zuge der Krise des Hedgefonds Long-Term Capital Management (LTCM) fast vor dem Zusammenbruch gestanden hatte. Nur durch gigantische Finanzspritzen von Großbanken konnte damals der Melt-down, also eine Kernschmelze der Börsen, abgewendet werden. All dies war ein Jahr später schon vergessen – vielleicht eine Hoffnung für die Zeit nach der gegenwärtigen Coronavirus-Krise.

Die Aktienkurse stiegen 1999, als gäbe es kein Morgen – vielfach war vom Anbruch einer »neuen Ära« die Rede. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) kletterte bald auf über 30 und immer weiter – Aktien waren teurer bewertet als vor dem »Schwarzen Freitag« im Oktober 1929, auf den die Weltwirtschaftskrise folgte. Ja, viele aufstrebende Aktien hatten oft ganz minimale Gewinne und – da der Gewinn im Nenner steht – astronomisch hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse, so eben America Online mit einem KGV von 436 im Mai 1999.⁷ Und manche der hoffnungsvollsten Unternehmen hielten sich gar nicht damit auf, überhaupt Gewinne zu schreiben. Analysten, die sich an so konservativen Maßstäben wie Unternehmensgewinnen orientieren wollten, galten als »von gestern«. Schließlich war ja etwa für Internet-Dienstleister ein exponentielles Wachstum zu erwarten, die würden schon noch kräftig in die Gewinnzone kommen.

Besonders ging die Post im Technologie-Index NASDAQ ab, in den Sektoren Telekommunikation, Medien, Technologie (TMT), die als Gewinner des neuen Jahrtausends galten. Der Schweizer Treuhänder Prof. Thorsten Hens beschreibt etwa die Euphorie um das kalifornische Computerunternehmen VA Linux

Systems. Das bestand damals erst fünf Jahre, hatte bei einem Jahresumsatz von 17,7 Millionen US-Dollar einen Verlust von 14,5 Millionen US-Dollar und ging im Dezember 1999 an die Börse. Vom Zeichnungskurs 30 US-Dollar explodierte der Kurs gleich um 698 Prozent auf 239 US-Dollar, tags darauf lag die Marktkapitalisierung bei 9 Milliarden US-Dollar. Ende März 2001 zerplatzte die Spekulation, der Kurs stürzte auf drei US-Dollar ab.⁸

Aber Deutschland braucht sich gar nicht zu verstecken, was den irrationalen Überschwang um die Jahrtausendwende 1999/2000⁹ angeht. Deutsche Standardaktien, gemessen am DAX, legten binnen sechs Monaten von Ende September 1999 (DAX 5150) bis Ende März 2000 (DAX 7599) gleich einmal 48 Prozent im Kurs inklusive Dividenden zu.¹⁰ Das war aber nur ein »Kindergeburtstag« gegenüber dem Neuen Markt, dessen Index NEMAX sich in dieser Zeit in etwa verdreifachte. Medienstorys von Self-Made-Milliardären, heiße Tipps in Börsenbriefen – die Gier nach schnellen Gewinnen verleitete immer mehr Anleger zu den »Aktien mit Zukunftsfantasie«, nach dem Motto: »Da simmer dabei! Dat is prima!«.¹¹

Auf jeden Karneval folgt jedoch ein Aschermittwoch. Dem amerikanischen Aktienmarkt ging im Jahr 2000 die Luft aus. Symbol dafür: Die Nation, die gut 30 Jahre davor die erste bemannte Mondlandung hingelegt hatte, schaffte es wochenlang nicht, mit veralteten Wahlmaschinen ein Ergebnis der Präsidentschaftswahl zu ermitteln. Erst nach zahlreichen Neuauszählungen, die auch immer wieder von immer höheren Gerichten gestoppt oder wieder aufgenommen wurden, wurde dann George W. Bush als Sieger gegen Al Gore bekanntgegeben. Da war das Technologie-Image schon ziemlich angekratzt. Der nächste Rückschlag für den Dow Jones Index folgte dann mit dem Terroranschlag auf das World Trade Center, »9/11«, also am 11. September 2001. Und nach einer kurzen Erholung ging es dann mit Bilanzskandalen wie bei Enron noch weiter in den Keller. Mitte Januar 2000, also rund vier Monate nach Erscheinen des Buches *Dow 36,000*, erreichte der Dow mit 11.723 schon seinen höchsten Schlusstand – ab dann war »Ende im Gelände«. Bis zum 9. Oktober 2002 fiel der US-Leitindex auf 7286 hinunter.

Aber ein Unglück kommt selten allein. Die Autoren Glassman und Hasset mussten nicht nur jede Menge Spott und harsche Medienschelte einstecken. Immerhin hatte es zumindest in den drei Jahren nach Erscheinen von *Dow 36,000* nicht die erhofften 250 Prozent Kursanstieg am US-Aktienmarkt gegeben, sondern einen Kursrückgang von 29 Prozent. Zudem hatten sich Glassman und Hasset im Januar 2000 – also gerade beim Höchststand des Dow, was damals noch niemand wissen konnte – noch zu einer Wette im *The At-*

lantic Monthly hinreißen lassen: Wenn der Dow in zehn Jahren näher bei 10.000 als bei den angesagten 36.000 stehen sollte, wollte jeder der beiden Autoren 1000 US-Dollar für einen wohltätigen Zweck spenden. Der entscheidende Mittelwert, quasi die Wasserscheide zwischen diesen beiden Extrempunkten, für die Wette war demnach 23.000. Die Wette ging für die beiden Autoren mit Bomben und Granaten daneben. Der höchste Wert beim Dow war im Januar 2010 nämlich 10.725.¹² Die Heilsarmee durfte sich somit über eine Spende von insgesamt 2000 US-Dollar freuen – vergelt's Gott! Die beiden Autoren dürften nach den Verkaufserfolgen des Buches diesen Betrag locker aus der Portokasse bezahlt haben und nicht auf eine warme Suppe aus der Heilsarmee-Küche angewiesen gewesen sein, mein Mitleid hält sich also in Grenzen.

Auf dem Weg zu »DAX 19.000« – was wir aus *Dow 36,000* lernen können

Die Gespräche mit dem FinanzBuch Verlag über mein geplantes Buch begannen im Februar 2020. Ursprünglich wollte ich über die langfristige Unterbewertung des US-Aktienmarktes schreiben. Doch dann rechnete ich nach und sah, dass eigentlich der deutsche Aktienmarkt noch viel stärker unterbewertet erscheint. Dies ergaben meine Berechnungen, als der DAX im Februar 2020 noch klar über 13.000 stand. Damals sah es noch so aus, als ob die Covid-19-Erkrankung in China auf die Region Hubei – irgendwo in der Mitte des »Reichs der Mitte« – beschränkt bleiben könnte. Damals hätte ich dem DAX auch einen Zeitraum bis Ende 2025 eingeräumt, um die Marke von 19.000 zu erreichen. Dann, ab Ende Februar 2020, verbreitete sich das Coronavirus rasant über Italien und dann ganz Europa, gegen Ende März auch massiv in den USA. Die Börsen verzeichneten den schlimmsten Kurssturz innerhalb kurzer Zeit, den es je gegeben hat ...

Nun schicke ich mich an, denselben Fehler zu begehen wie Glassman und Hassett bei ihrem »Dow 36.000«. Sie nannten zugleich ein Indexziel und eine Zeitspanne – als sie annahmen, es könnte von 1999 weg drei bis fünf Jahre dauern,¹³ bis der Dow ihren als »vernünftig« erachteten Wert von 36.000 erreichen würde, was er bekanntlich weit verfehlte. Warum eine Indexprognose ohne zumindest annähernden Zeithorizont aber keinen Sinn machen würde, führe ich in Kapitel 10 näher aus. Deshalb bleibe ich bei meinem DAX-Ziel von 19.000, gehe aber doch sicherheitshalber etwas mit dem Fuß vom Gaspedal. Nachdem der DAX im März 2020 schon gefährlich nahe an seine alten Hochs aus den Jahren 2000 und 2007 bei knapp über 8000 zurückgefallen

war, muss ich den Zeithorizont etwas verlängern. Ich halte einen DAX von 19.000 bis spätestens Ende 2027 für realistisch, aber natürlich nicht für garantiert! Es kann auch alles anders kommen, wie man im März 2020 leidvoll an den Börsen erfahren musste.

So, liebe Leser, jetzt könnt ihr mich »Warmduscher«, »Beckenrandschwimmer«, »Sauna-Untensitzer« schimpfen oder wie in meiner Jugend üblich halt einfach »Hosenscheißer«. Klar, für eine DAX-Prognose von plus 64 Prozent über bis zu siebeneinhalb Jahre (dies wäre der Anstieg von DAX 11.586 Ende Mai 2020 auf die genannten 19.000), noch dazu unter Einrechnung der Dividenden,¹⁴ braucht es »weniger Eier« als für die seinerzeitige Erwartung von Glassman und Hasset, der Dow Jones Industrial Index würde in circa drei bis fünf Jahren beachtliche 250 Prozent plus machen. Aber erstens will ich nicht so spektakulär scheitern wie die beiden Herren mit ihrer Prognose (auch DAX 19.000 bis Ende 2027 ist keineswegs »in trockenen Tüchern«, wenn ich auch insgeheim hoffe, dass diese Marke vielleicht schon ein oder sogar zwei Jahre früher zumindest in Greifweite ist¹⁵). Und zweitens wären plus 64 Prozent in bis zu siebeneinhalb Jahren gar nicht so schlecht, wenn man sich die Alternative Rentenmarkt anschaut. Deutsche Bundesanleihen rentieren leicht unter null Prozent pro Jahr, also ein sicherer schleichender Wertverlust. Als Glassman und Hasset ihr Buch herausbrachten, war die Konkurrenz am Anleihe- markt viel stärker, US-Staatsanleihen warfen damals eine Rendite von 5,5 Prozent pro Jahr ab!

Die Lehren aus *Dow 36,000* – ja, auch aus Fehlern kann man lernen – erarbeite ich in diesem Kapitel folgendermaßen:

- Zuerst reduziere ich die 286 Seiten des Klassikers *Dow 36,000* auf die darin enthaltenen wichtigsten Thesen auf ein bis zwei Buchseiten. Klarerweise muss da Einfachheit vor Exaktheit und Vollständigkeit gehen.
- Dann lasse ich den härtesten Kritiker des Buches *Dow 36,000* zu Wort kommen – Nobelpreisträger Professor Paul Krugman.
- Danach erlaube ich mir, auch einem Nobelpreisträger in einigen Punkten zu widersprechen.
- Weiterhin berichte ich ausführlich über die sachlich vorgebrachte, durchaus konstruktive Kritik von Professor Jeremy J. Siegel, meinem Lieblingsexperten in Finanzfragen. Dieser ist Erfolgsautor des Standardwerks *Stocks in the Long Run*, dessen deutsche Ausgabe der FinanzBuch Verlag

herausgebracht hat.¹⁶ Auch dies hat zu meiner Entscheidung beigetragen, gerade in diesem Verlag zu publizieren. Wenn Sie sich nach der Lektüre meines Buches ein weiteres Buch zum Aktienmarkt kaufen wollen, kann ich Siegels Werk sehr empfehlen.

- Abschließend gebe ich auch zur Kritik von Siegel an *Dow 36,000* meinen Senf dazu.

Kernthesen in *Dow 36,000*

Glassman und Hassetz formulieren ihre Kernthesen in ihrem Buch wie folgt:¹⁷

1. Langfristig ist real, das heißt inflationsbereinigt, ein diversifiziertes Portfolio von Aktien¹⁸ nicht riskanter als ein Investment in US-Staatsanleihen (Treasury Bonds).
2. Aktien haben den Aktionären in der Vergangenheit eine hohe Prämie bezahlt – circa sieben Prozentpunkte pro Jahr mehr als Anleihen.
3. Diese »Aktienrisikoprämie« basierte auf der irrigen Ansicht, dass der Aktienmarkt so riskant sei, dass jeder, der in Aktien investiert, einen höheren Ertrag als Kompensation erhalten müsse. Somit kamen die Investoren in den Genuss einer unverdienten Dividende.
4. Es gibt immer mehr Anzeichen, dass Investoren hier zuschlagen, da sie bemerken, dass die Aktienrisikoprämie gar nicht notwendig ist. Sie wollen Vorteile aus dieser exzellenten Möglichkeit ziehen, kaufen und treiben damit die Aktienkurse in die Höhe.
5. Wenn es keine Aktienrisikoprämie mehr gibt, sollten mit der Zeit einmal Aktien und Anleihen ihren Käufern einen gleich hohen Ertrag bringen.
6. Das wäre eine korrekte Bewertung von Aktien – der perfekte, vernünftige Kurs (*perfectly reasonable price*). Also eine Bewertung, bei der sich die Gesamterträge aus Aktien und Anleihen langfristig einander angleichen.
7. Verschiedene Ansätze ergeben, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), englisch *price/earnings ratio (P/E)*, bei dem die Erträge – zwischen Aktien und Anleihen – gleich wären, bei circa 100 liegt.

8. Der Dow Jones Industrial Index war bei circa 9000, als Glassman und Hassett begannen, ihr Buch *Dow 36,000* zu schreiben, das KGV des US-Aktienmarkts betrug damals circa 25. Damit Aktien korrekt bewertet wären, hätte sich daher der Dow Jones vervierfachen müssen – auf 36.000.
9. Der Dow sollte eigentlich umgehend auf 36.000 steigen. Um aber »realistisch zu bleiben«, gingen die beiden Autoren davon aus, dass dieser Anstieg etwas Zeit brauchen würde, vermutlich drei bis fünf Jahre. Na, das war eine starke Ansage – die auch prompt danebenging.

Vielleicht denken Sie jetzt, werte Leser: Wozu habe ich überhaupt dieses Buch gekauft? Nur um zu erfahren, dass zwei Fantasten – weniger vornehm ausgedrückt: Spinner – vor über 20 Jahren Berechnungen mit astronomischen KGVs anstellten und dass sie damit krachend schieflogen? Ich sehe schon, jetzt muss ich Sie schnell davon überzeugen, was das alles mit einem DAX 19.000 zu tun haben kann. Am besten so: Glassman und Hassett waren zwar auf einer richtigen Fährte, hatten aber mit dem Ziel »Dow 36.000« stark übertrieben. Jetzt, über 20 Jahre später, haben sich jedoch die Bewertungsrelationen zwischen Anleihen und Aktien deutlich verschoben, und zwar zugunsten der Aktien. Das gilt für die USA – und das gilt noch viel stärker für Deutschland! Gerade weil es in Deutschland voraussichtlich bis 2023/2024 kaum nominelle Renditen von mehr als zwei Prozent pro Jahr für erstklassige Anleihen geben dürfte – natürlich ist das nicht garantiert, erscheint mir jedoch angesichts der weltweiten riesigen Verschuldung nach der Corona-Krise recht wahrscheinlich –, sollte die relative Attraktivität von Aktien gegenüber Anleihen sukzessive durch steigende Aktienkurse belohnt werden.

Die Latte für einen Aktienboom in Deutschland bis zum Jahr 2027 liegt daher wesentlich niedriger als bei Erscheinen des Buches *Dow 36,000* für den amerikanischen Markt. Der DAX ist um einiges billiger bewertet als der Dow Jones Index im Jahr 1999, selbst wenn man die für 2022 zu erwartenden Gewinne der deutschen Unternehmen nur mit 80 Prozent der im Jahr 2019 realisierten DAX-Gewinne ansetzt – also noch eine gewisse Nachwirkung der Corona-Krise. Noch entscheidender: Die Konkurrenz durch die lokalen Staatsanleihen ist viel geringer. 1999 konnten sich die Amerikaner US-Staatsanleihen mit 5,5 Prozent Rendite kaufen, wenn ihnen ihr Aktienmarkt zu gefährlich erschien. In Deutschland zu Beginn der 2020er-Jahre liegen die Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen unter null Prozent pro Jahr – und dürften vor 2023/2024 kaum über zwei Prozent steigen, wahrscheinlich diese Marke nicht einmal annähernd erreichen.

Nachdem Sie sich also die hier stark komprimierten Argumente für eine Höherbewertung laut *Dow 36,000* reingezogen haben, können Sie dann im weiteren Verlauf des Buches erst schätzen lernen, wie attraktiv doch der deutsche Aktienmarkt unter einer längerfristigen Optik bewertet ist. Der Über-Hammer dabei:

- *Wenn* die DAX-Unternehmen in den Jahren 2025 bis 2027 nur in etwa so viel im Jahr verdienen, wie sie 2019 schon verdient haben, und
- *wenn* der deutsche Aktienmarkt mit einem KGV von knapp 20 bewertet ist (also mit einem Abschlag von 20 Prozent gegenüber dem KGV von 25 am US-Markt im Jahr 1999, also bevor überhaupt *Dow 36,000* erschienen war!),
- *dann* sollte bis spätestens Ende 2027 ein DAX von 19.000 möglich sein.¹⁹

Zugegeben, da sind schon zwei gewichtige Wenss enthalten. Auf diese wird später in diesem Buch eingegangen werden – eben auch darauf, was alles *nicht* passieren darf, damit die Erreichung dieses langfristigen DAX-Ziels nicht gefährdet wird.

Wachsende Dividenden als wichtiger Ertragsbringer für Aktien

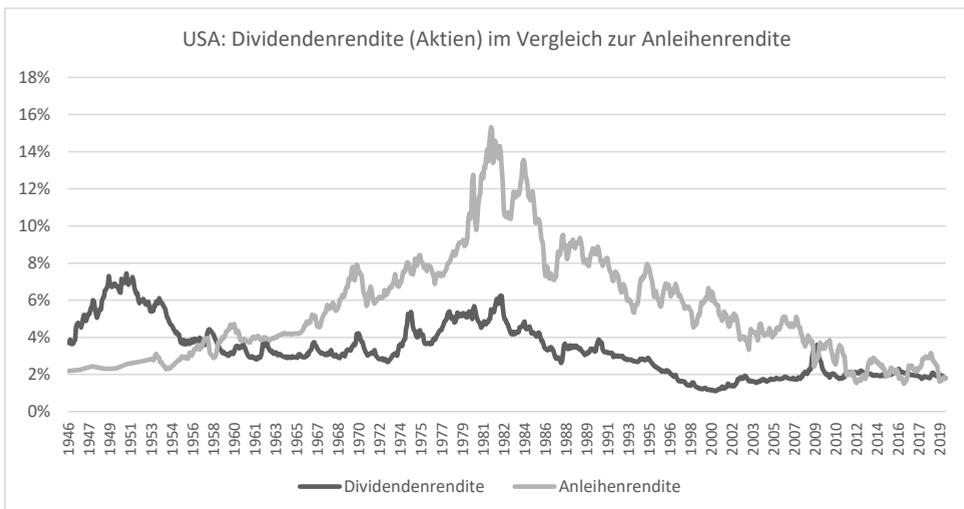
Die Autoren von *Dow 36,000* bringen als plakatives Beispiel die Entwicklung der Dividendenzahlungen bei General Electric Co. (GE), einer riesigen Gemischtwarenhandlung, die damals Glühbirnen, Fernseher, Düsentriebwerke, Konsumkredite und dergleichen am Markt anbot. Zehn Jahre davor, im Jahr 1989, hätte man die GE-Aktie für 11 Dollar kaufen können, Kurs um Kapitalerhöhungen bereinigt. Damals lag die jährliche Dividende bei 0,41 Dollar – somit die Dividendenrendite bei 3,7 Prozent pro Jahr. Die Dividendenzahlungen wurden laufend angehoben, sodass Anfang 1999 die jährliche Dividende schon bei 1,40 Dollar lag – also mehr als dreimal so hoch wie zehn Jahre davor. Wenn man jetzt die Dividendenzahlung von 1,40 Dollar im Jahr 1999 in Relation zum bereinigten Aktien-Kaufkurs von 11 Dollar im Jahr 1989 setzt, ist die Rechnung klar: Nun betrug die Dividende schon 12,7 Prozent (= 1,40/11) des ursprünglich eingesetzten Kapitals – deutlich über dem Doppelten der damaligen Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen.

Die Autoren Glassman und Hassett extrapolieren diese Wertsteigerung der GE-Dividende gleich in die Zukunft. Zyniker werden jetzt – zu Recht – ein-

wenden: Aber General Electric war offenbar kein »gesundes Unternehmen«, sondern geriet in gravierende Schwierigkeiten. Im Jahr 2019 beliefen sich die Dividendenzahlungen nur auf 0,04 Dollar pro Aktie. Von der Kursentwicklung gar nicht zu reden. Die Autoren von *Dow 36,000* lieferten mit ihrer Berechnung völlig unbeabsichtigt ein deutliches Beispiel für das Risiko von Einzelaktien. Ja, mit einer bestimmten einzelnen Aktie können Sie enorm viel gewinnen – oder verlieren. Setzen Sie hingegen auf einen Korb von 30 Dow-Aktien oder 30 DAX-Aktien, so fahren Sie mit dem gewichteten Durchschnitt mit – weniger stark nach oben als bei den besten Aktien, weniger stark nach unten als bei den schlechtesten Aktien im Index.

Aber die entscheidende Aussage der Autoren von *Dow 36,000* war damals inhaltlich gültig, wenn man sie leicht modifiziert: Am Anleihemarkt bekommen Sie am Anfang höhere Zinsen, aber mit der Zeit bringt ein Investment in den gesamten Aktienmarkt mehr Ertrag. Denn die Gewinne gesunder Unternehmen wachsen, und so auch deren Dividendenzahlungen.

In den USA galt zumindest im Jahr 1999, als *Dow 36,000* erschien, noch: Die Zinsen von Anleihen liegen über der laufenden Dividendenrendite von Aktien. Sie können dies auch sehr leicht nachprüfen, indem Sie die hervorragenden Datenreihen von Nobelpreisträger Professor Robert Shiller verwenden. Danach wurde auch die nachstehende Grafik erstellt.



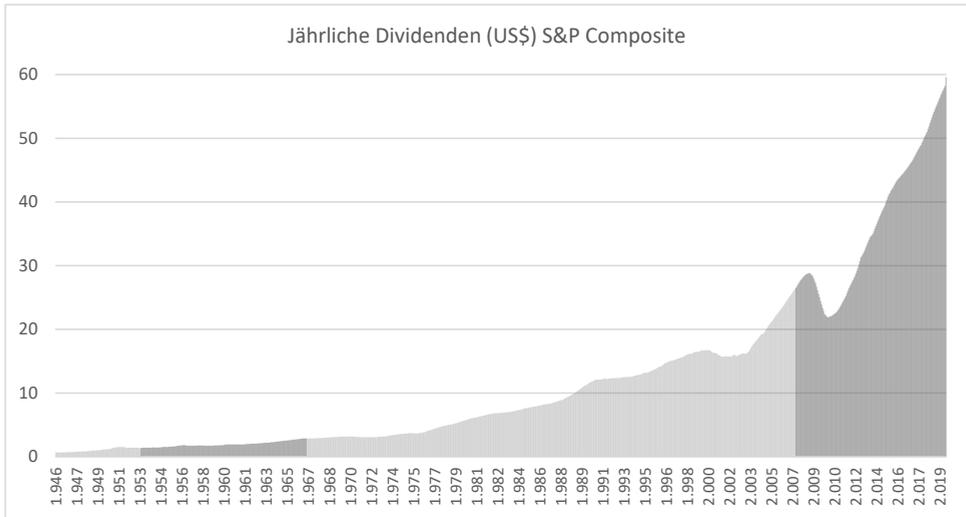
Quelle: Robert Shiller, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> und eigene Berechnungen

Sehr schnell können Sie erkennen:

- Mehr als zehn Jahre nach Ende des Zweiten Weltkriegs lag die Dividendenrendite im S&P Composite Index noch *über* der Rendite von zehnjährigen Anleihen.
- Im Jahr 1958 kreuzen sich die beiden Kurven: Ab dann lag die Dividendenrendite *unter* der Rendite von zehnjährigen Anleihen. Die Anleiherendite schwankte wesentlich stärker und erreichte Anfang der 1980er-Jahre sogar deutlich zweistellige Werte.
- Im Jahr 1999, bei Erscheinen des Buches *Dow 36,000*, ist daher der erste Teil der Behauptung völlig richtig: »Am Anleihemarkt bekommen Sie anfangs höhere Zinsen.«
- Erst nach der Finanzkrise 2008 kommt es wieder zu einem Kreuzen der beiden Kurven unter umgekehrten Vorzeichen: Ab dann liegt die Dividendenrendite zumindest zeitweise über der nun sehr niedrigen Anleiherendite.

Gut, jetzt wissen wir also, dass bei Aktien über 50 Jahre lang (circa 1958 bis 2008) die Dividendenrendite unter der Rendite von zehnjährigen Anleihen lag. Was haben wir aber damit gewonnen?

Jetzt muss noch der zweite Teil der Behauptung von Glassman/Hassett überprüft werden: »... die Gewinne gesunder Unternehmen wachsen, und so auch deren Dividendenzahlungen«. Dazu grabe ich mich wieder durch die Datenreihen der Yale University, an der Professor Robert Shiller lehrt.

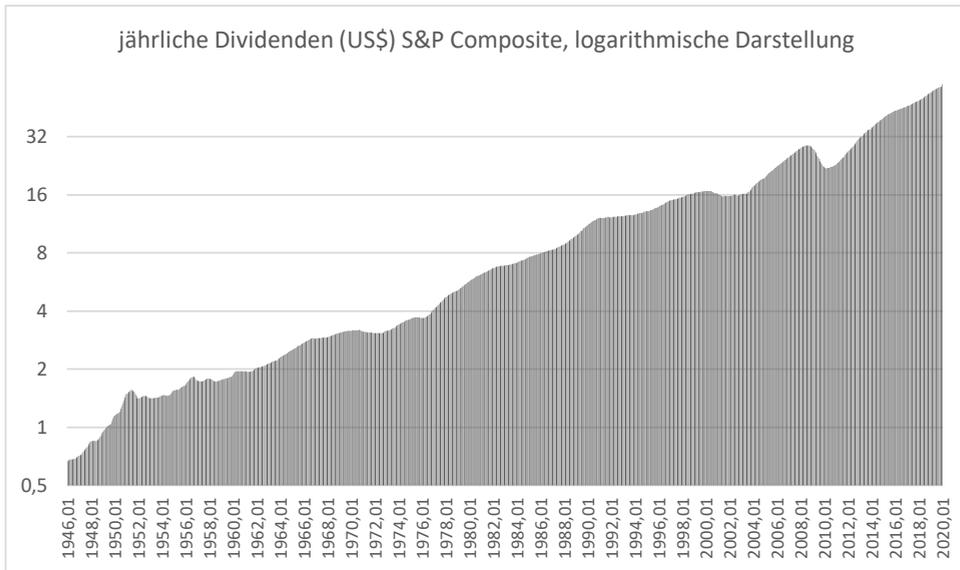


Quelle: Robert Shiller, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> und eigene Berechnungen

Tatsächlich zeigt sich ein *langfristiges* Dividendenwachstum, allerdings gelegentlich unterbrochen durch Rückschläge wie die Zacke nach unten in der Finanzkrise 2008/2009. Hoffentlich wird sich die Zacke nach der Corona-Krise 2020, die so sicher ist wie das Amen im Gebet, nur als kurzer Einbruch zeigen und nach einem Jahr wieder durch steigende Dividendenzahlungen ausgebügelt werden – andernfalls dürfte nicht nur am US-Markt, sondern auch am deutschen Aktienmarkt mittelfristig kein Blumentopf zu gewinnen sein. Dann würde auch ein DAX 19.000 bis spätestens Ende 2027 zumindest sehr fraglich.

Zurück zum US-Aktienmarkt: Abgesehen von relativ kurzen Einbrüchen sind die Dividenden seit 1946 beachtlich gestiegen. Laut den Daten der Yale University von 0,67 Dollar pro Jahr Anfang 1946 bis auf knapp 60 Dollar pro Jahr Anfang 2020. Achtung: Nur weil die Grafik wie eine Exponentialkurve immer schnelleren Wachstums aussieht (speziell seit der Finanzkrise 2008/2009), bedeutet das noch lange nicht, dass es tatsächlich in den letzten zehn Jahren ein prozentual besonders starkes Wachstum gegeben hätte. Die y-Achse ist nämlich eine lineare Skala. Der Anstieg von 40 auf 50 Dollar sieht daher gleich lang aus wie der Anstieg von 10 auf 20 Dollar. Im ersten Fall sind dies aber 25 Prozent Zuwachs, im zweiten Fall glatt eine Verdopplung, also 100 Prozent Zuwachs.

Um die entscheidende prozentuale Zuwachsrate darzustellen, muss ich daher die Skala auf der y-Achse nur auf logarithmische Darstellung umstellen.



Quelle: Robert Shiller, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> und eigene Berechnungen

Abgesehen von einem besonders steilen Anstieg von 1946 bis 1951, wohl einem »Nachkriegs-Boom« geschuldet, steigt die Dividendensumme dann fast konstant, von gelegentlichen Seitwärtsbewegungen oder gar Rückschlägen unterbrochen. Ich habe auch die Behauptung auf Seite 8 in *Dow 36,000* überprüft, der zufolge die Dividenden seit 1946 im Durchschnitt um mehr als 6 Prozent pro Jahr gestiegen seien. Wie erwähnt lag die Dividende im Standard & Poor's Composite Anfang 1946 bei 0,67 Dollar im Jahr. Anfang 1999 hat dieser Wert bereits 16,28 Dollar erreicht. Über die Zeitspanne von 53 Jahren entspricht dies tatsächlich einem geometrischen Mittelwert von plus 6,2 Prozent pro Jahr.

Ex post, im Nachhinein, lässt sich leicht ein Dividendenwachstum ausrechnen. Wie sieht es aber ex ante aus, also von Beginn des Erscheinungsjahres von *Dow 36,000* bis heute? Von den erwähnten 16,28 Dollar jährlicher Dividende Anfang 1999 gab es einen weiteren Anstieg bis auf 59,58 Dollar Anfang 2020. Über die Zeitspanne von 21 Jahren entspricht dies tatsächlich einem geometrischen Mittelwert von circa plus 6,4 Prozent pro Jahr. Der spitzohrige Mister Spock vom Raumschiff Enterprise würde jetzt wohl die Augenbrauen heben und sagen: »Faszinierend«. Im Zeitraum 1999 bis 2020 war der prozentuale Dividendenanstieg im Durchschnitt nahezu identisch mit dem in den mehr als 50 Jahren davor – trotz Rezession 2001 bis 2003 und weltweiter Fi-