

Deutsche Frage

Mit Kursverlusten von bis zu 50 Prozent hat das Desaster an den deutschen Aktienmärkten historisches Ausmaß erreicht. Die Vermögensvernichtung gehört damit zu den großen Finanzkatastrophen, die Sparer und Anleger in den vergangenen 100 Jahren erlitten – nach zwei Weltkriegen und zwei Währungsreformen. Doch wer kam am besten durch die Krise? Wer konnte sein Vermögen erhalten oder sogar mehr, wer zahlte dafür drauf?

„Urkatastrophe des 20. Jahrhunderts“, nennt der amerikanische Diplomat George F. Kennan den Ersten Weltkrieg. Für Anleger endete eine Phase, in der Aktien, Anleihen und Pfandbriefe ihnen seit der Reichsgründung von 1871 gute Gewinne beschert hatten. Trotz Rückschlägen – im Gründer-Crash von 1873 oder in der Wirtschaftskrise ab 1893 – setzte sich die Aktie als Anlagevehikel und Instrument der Unternehmensfinanzierung durch. Kohle, Stahl, Eisenbahnen wurden mit Aktien finanziert, viele erste Adressen der deutschen Industrie wurden in diesen Jahren als AG gegründet, so etwa 1865 die Badische Anilin- und Sodafabrik (BASF).

Mit dem Ersten Weltkrieg war die gute Zeit für Aktien und Anleihen vorbei. Im Juli 1914 wurden die Börsen geschlossen. Aktien wurden nur noch direkt zwischen Banken und Maklern gehandelt – zum Teil mit steigenden Kursen. Schwerindustriewerte, die von der Kriegsproduktion profitierten, kletterten von 1914 bis 1917 um rund 50 Prozent, Anteile am Ruhrkohlebergbau brachten es auf 70 Prozent, Aktien von Kalibergwerken verdreifachten sich. Unterm Strich blieb Aktionären allerdings wegen der zunehmenden Geldentwertung kein echter Gewinn.

Sie fuhren aber immer noch besser als Anleihebesitzer. „Helft uns siegen, zeichnet Kriegsanleihe“, warb die kaiserliche Regierung im Ersten Weltkrieg auf Postkarten und Plakaten um patriotische Sparer. Vor allem über Kriegsanleihen wurde das Volumen der Staatsschuldtitel aufgepumpt. Nach dem Sieg des Reiches sollten Reparationsleistungen die Zinszahlungen der Anleihen sichern. Die Rechnung bekamen Anleger in der Hyperinflation von 1923 präsentiert: „Nach Beendigung der Inflati-

on notierten die auf Papiermark lautenden Vorkriegsanleihen bei kaum einem Prozent ihres Nennwertes“, vermerkte Börsenfachmann Walter Girth schon 1935. Der Staat entschuldete sich, Anleihebesitzer erlitten praktisch Totalverlust.

Auch Festverzinsliche, die nach Kriegsende begeben wurden, boten nur vorübergehend Schutz. Je stärker die Inflation hochkochte, desto zäher lief der Absatz. Immer häufiger wurden Anleihen deshalb mit zusätzlichen Sicherheiten hinterlegt. Preußen bot im Mai 1923 eine fünfprozentige Kallianleihe und eine fünfprozentige Roggenanleihe an. Die Einlösung sollte nach den entsprechenden Preisen der Rohstoffe erfolgen. Dazu kamen Festwertanleihen, die sogar mit Gold hinterlegt waren. Diese Papiere profitierten zwar zunächst von der Flucht in die Sachwerte, Goldanleihen schossen auf 360 Prozent des Edelmetallwerts. Doch mit der neuen Währung Reichsmark gaben auch sie wieder kräftig nach und standen 1924 etwa bei 50 Prozent. Zum einen waren die Kupons vergleichsweise niedrig, zum anderen fehlte es 1924 an finanzstarken Käufern.

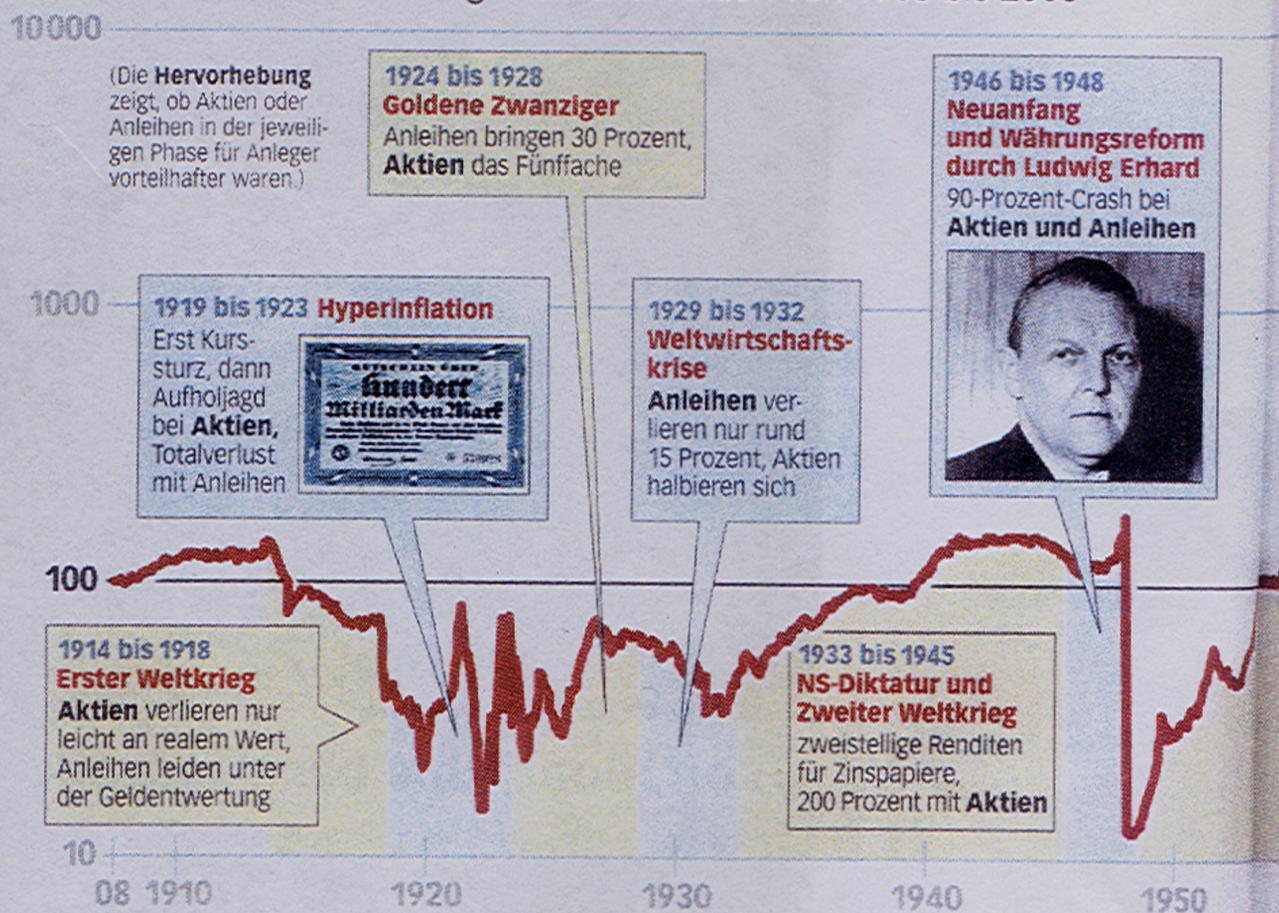
„Die Inflation hat die Gläubiger benachteiligt sowie Schuldner und Realwertbesitzer begünstigt“, sagt der Münchner Wirtschaftswissenschaftler Hartmut Kiehling. Inflationsgewinner waren deshalb aber längst nicht alle Aktionäre: Kurz nach dem Krieg, von 1918 bis Herbst 1922, stürzten die Aktienkurse um rund 80 Prozent. Erst als in der heißen Phase der Inflation die Flucht in die Sachwerte einsetzte, begann ein Börsenfieber, bei dem sich Aktien in einem Jahr verfünffachten.

Auf der Inflationswelle schwammen nicht nur gut verdienende Beamte, die ihre Gehälter in Aktien steckten, sondern vor allem Industrielle wie Hugo Stinnes oder Friedrich Flick. Stinnes kaufte sich mithilfe von Krediten ein Industrieimperium zusammen, in dessen Mittelpunkt sein Montankonzern Rhein-Elbe-Union stand. Dank der Geldentwertung konnte er seine Schulden später zu einem Bruchteil ihres ursprünglichen Werts zurückzahlen. Nicht alle Inflationsgewinner waren so erfolgreich. In Österreich ging Großspekulant Camillo Castiglioni, der mit den Puch-Werken, Austro-Daimler und der Österreichischen Alpine-Montan Milliarden gemacht hatte, nach

FOTOS: BLOOMBERG, ULLSTEIN, INTERFOTO

19 000 Prozent in 100 Jahren

Reale Wertentwicklung deutscher Aktien von 1908 bis 2008*



Fehlspekulationen pleite, in Schweden erwischte es den Zündholz-Tycoon Ivar Kreuger. Sie kamen nicht mehr dazu, ihre Schulden mit billigem Inflationsgeld zu tilgen.

Die Währungsreform 1923 und die Einführung der Reichsmark 1924 bildeten dann den Auftakt der Goldenen Zwanziger – auch für deutsche Anleger. Die Wirtschaft stabilisierte sich, die Gewinne der Unternehmen stiegen, die Aktienkurse drehten nach oben. Festverzinsliche wurden von der guten Konjunktur mitgezogen.

Der Boom lief schneller aus als erwartet. Im Oktober 1929 leitete der Aktien-crash in New York die Weltwirtschaftskrise ein. In Deutschland brach im Sommer 1931 die Danat-Bank zusammen, eine der größten Geschäftsbanken des Landes. Dennoch kamen Anleger hierzulande vergleichsweise glimpflich davon. Während das US-Aktienbarometer Dow Jones von 1929 bis 1932 fast 90 Prozent einbüßte, verloren deutsche Aktien nur rund die Hälfte ihres Werts. Anleihebesitzer hielten sich mit Verlusten von bis zu 15 Prozent ziemlich stabil. Dafür verantwortlich waren vor allem zwei Dinge: dass die Unternehmensgewinne nicht so stark wegbrachen und es dieses Mal zu keinem Währungsschnitt kam.

Mit Beginn der NS-Diktatur erholten sich Aktien dann sogar wieder. Die Anteile des Berliner Chemiespezialisten Rütgerswerke

etwa stiegen von 1934 von 38 Prozent auf 157 Prozent im Jahr 1937. Selbst im Zweiten Weltkrieg brach der Aktienboom nicht ab, da die Nachfrage nach Kriegsgütern die Industriegewinne beflügelte. Erst 1943 wurde durch die Festlegung von Maximalkursen der freie Aktienhandel eingestellt. Nach Berechnungen des Finanzanalysten Gregor Gielen hatten deutsche Aktien in den zehn Jahren seit 1933 rund 200 Prozent realen Wert gewonnen.

Auch Festverzinsliche liefen in der NS-Zeit nicht schlecht. In den Dreißigerjahren erreichten sie durchschnittliche Jahresrenditen von mehr als zehn Prozent. Doch das böse Erwachen folgte nach dem Zusammenbruch. „Im Jahr 1948 mussten die Anleger dann die finanzielle Rechnung für den Zweiten Weltkrieg bezahlen“, sagt Richard Stehle, Professor an der Humboldt-Universität Berlin. Sparguthaben wurden von 100 Reichsmark auf 6,50 D-Mark zusammengestrichen, die neuen Kurse von Anleihen lagen im Durchschnitt um rund 90 Prozent unter ihren letzten Reichsmark-Notierungen.

Auch Aktionäre kamen nicht ungeschoren davon. Auf dem Papier stellte zwar die Hälfte der Aktiengesellschaften ihr Grundkapital im Verhältnis eins zu eins um, trotzdem fielen die Aktienkurse nach der Währungsreform im Juni 1948 fast genauso tief wie die Anleihen, um rund 90 Prozent. Dahinter stand die Angst, dass

Besitzer von Sachwerten und Aktionäre über einen Lastenausgleich zugunsten der Vertriebenen aus den deutschen Ostgebieten nachträglich zur Kasse gebeten werden könnten. Doch der Ausgleich fiel gelinder aus als befürchtet. Die Bundesbank schätzt, dass etwa 1950 die Gewinne der Unternehmen und die bestehenden Vermögen nur mit fünf Prozent belastet wurden.

Umso heftiger war der nachfolgende Kursanstieg der Aktien, die allein im Gründungsjahr der Bundesrepublik um mehr als 100 Prozent zulegten. „Deutsche Blue-Chip-Aktien hatten trotz des Kurseinbruchs in Zusammenhang mit der Währungsreform in den sieben Jahren von Januar 1948 bis Dezember 1954 eine relativ hohe Durchschnittsrendite von 4,57 Prozent pro Jahr“, sagt Stehle. „Alle Sachwerte, neben Aktien also auch Immobilien, waren überlegen.“ Hausbesitzer und Aktionäre, sofern sie das Glück hatten, im westlichen Teil Deutschlands zu leben, kamen davon. Sparer, Besitzer von Anleihen und Lebensversicherungen dagegen hatten zweimal fast alles verloren, 1923 und 1948.

Das deutsche Wirtschaftswunder hielt an den Börsen bis 1960 an. Aktien des Autobauers Daimler Benz etwa kletterten allein von 1955 bis 1960 um das 26-Fache – ohne Dividende gerechnet. Die Stunde der Festverzinslichen schlug erst, als die Aktien nach dem Ende des Wirtschaftswunders ins Stocken gerieten. Bei Schaukelbörse und Inflationsraten von bis zu sieben Prozent machten Aktionäre echte Verluste. Anleihen hingegen glichen die Geldentwertung (1974 und 1981 jeweils 10,6 Prozent) mehr als aus. Der Anleiheindex RexPerformance, in den Kurse und Renditen von Anleihen einfließen und der ab 1970 vorliegt, verdoppelte sich in den Siebzigerjahren.

Die Rekordfahrt der Anleihen dauert bis heute an. Bei einem Stand von derzeit 354 Rex-Punkten liegen Anleihe-Investoren seit dem 30. Januar 1970 (25,70 Punkte) um 1277 Prozent vorne. Im Vergleich dazu steht der Dax mit einem Stand von 4600 Punkten nur um 690 Prozent über dem Niveau vom Januar 1970.

„In der Vergangenheit waren der liebe Gott und die Obrigkeit auf der Seite der Aktionäre, in Zukunft wird das aber nicht mehr unbedingt so sein“, resümiert Börsenforscher Stehle. Das Jahr 2008 wird nicht nur wegen des Finanzkrisen-Crashes in die Geschichte eingehen, sondern auch als das Jahr der Anleihen-Renaissance.

anton.riedl@wiwo.de, niklas.hoyer

