

Hans-Hagen Härtel

# Spekulative Übertreibungen auf den Aktienmärkten

*Die internationalen Börsen verzeichnen seit Jahren eine Hausse. Wie haben sich die deutschen Aktienmärkte langfristig entwickelt? Welche Bedeutung haben die verschiedenen Aktienindizes?*

Die beiden letzten Dekaden waren weltweit und insbesondere in Deutschland Jahre der Aktie. Ein Anleger, der Ende 1982 über ein Portefeuille der 30 führenden deutschen Aktien verfügte, konnte den Wert seines Vermögens innerhalb von zwölf Jahren bis 1994 vervierfachen; dies entspricht einer jährlichen Rendite von 12%. In den folgenden sechs Jahren stieg der Wert bis Mitte November 2000 noch einmal auf das 3,5fache; dies entspricht einer jährlichen Rendite von 23%. In diesem Zeitraum von 18 Jahren gab es zwar durchaus beträchtliche Kursstürze (so im Oktober 1987 und im Sommer 1998), doch wurden diese Rückschläge rasch wieder überwunden. Der Wandel der Börsenlandschaft wird besonders augenfällig, wenn man die letzten beiden Dekaden mit den vorangegangenen sechziger und siebziger Jahren vergleicht. In diesem Zeitraum herrschte auf dem Aktienmarkt – bei temporären Schwankungen – im Trend Stagnation (vgl. Schaubild 1). Damals konnte ein Anleger – selbst wenn er seine Dividenden stets in sein Portefeuille reinvestierte – seinen Vermögenswert nominal gerade einmal konstant halten; die Realrendite war negativ.

Der spektakuläre Kursanstieg ist indessen nur das eine Indiz für die Renaissance der Aktie. Das andere ist die starke Verbreiterung der Aktienbasis durch Privatisierung (insbesondere der Telekom AG), durch Kapitalerhöhungen etablierter Gesellschaften und durch die Welle von Börsengängen junger Gesellschaften. Die Wertsteigerung und die Verbreiterung der Aktienkapitalbasis war nur möglich, weil die Aktie in breiten Bevölkerungsschichten populär wurde. Der neuen gesellschaftlichen Bedeutung der Aktie hat inzwischen auch die ARD Rechnung getragen. In der abendlichen Tagesschau ist der Überblick über die

Kursentwicklung des DAX, des NEMAX50 und des Euro ein ebenso fest etablierter Bestandteil wie der Wetterbericht.

Angesichts dieser sozialökonomischen Relevanz sollte man meinen, daß es eine Fülle von populären Darstellungen über Inhalt, Methodik und Aussagekraft der inzwischen unüberschaubar gewordenen Vielfalt von Aktienindizes gibt und daß die Wissenschaft ein scharfes Auge auf die Konstrukteure dieser Indizes wirft. Davon kann jedoch keine Rede sein. In der Wissenschaft harrt Josef Bleymüllers Theorie und Technik der Aktienkursindizes aus dem Jahre 1966 immer noch auf ihren Nachfolger.

## Neue Funktionen für Aktienindizes

Die Entwicklung von Aktienindizes in neuerer Zeit ist durch zwei Tendenzen gekennzeichnet. Zum einen hat sich die von der Deutschen Börse AG entwickelte Indexfamilie bei den Nutzern durchgesetzt. Das Statistische Bundesamt hat sich aus diesem Gebiet völlig zurückgezogen. Der Index der Börsenzeitung ist in den DAX aufgegangen, und die FAZ legt ihren Börsenanalysen zunehmend die Indizes der DAX-Familie statt ihren eigenen Aktienindex zugrunde. Dies hängt mit der anderen Tendenz zusammen, nämlich mit den zusätzlichen Aufgaben, die Aktienindizes heute zu erfüllen haben. Sie dienen nicht nur deskriptiven Zwecken, also der Kennzeichnung der allgemeinen Börsentendenz, sondern fungieren im Börsengeschäft auch als „benchmarks“: Fondsgesellschaften, die für Privatanleger Aktienportefeuilles zusammenstellen und verwalten, müssen sich an dem für ihr Marktsegment maßgeblichen Aktienindex messen lassen. Ausgehend von dem CDAX, dem Index aller amtlich notierten deutschen Gesellschaften (derzeit 772) werden zur Zeit für drei Marktsegmente Teilindizes berechnet:

Der DAX100 bildet die Börsenkurse der großen und mittelgroßen Gesellschaften ab und gliedert sich in

---

*Dr. Hans-Hagen Härtel, 59, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter im Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA).*

den DAX, der die 30 „Blue Chips“, und den MDAX, der 70 Unternehmen mittlerer Größe repräsentiert.

□ Der SMAX bildet das Segment der kleinen Gesellschaften, wobei der SMAX all shares die zur Zeit 136 ausgewählten Unternehmen umfaßt, und der SDAX die Teilmenge der 100 „Blue Chips“.

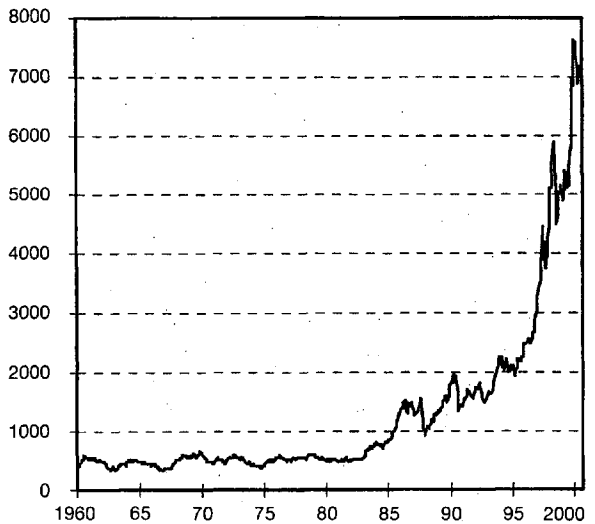
□ Der NEMAX kennzeichnet die Kursentwicklung auf dem Neuen Markt, wobei der NEMAX all shares zur Zeit 324 Unternehmen und der NEMAX50 die Teilmenge der 50 „Blue Chips“ enthält.

DAX100, SMAX all shares und NEMAX all shares sind also jeweils die Gesamtindizes und DAX, SDAX und NEMAX50 die Teilindizes der Großunternehmen im jeweiligen Segment; den Komplementärindex MDAX gibt es nur im ersten Segment. Für alle Gesamtindizes der drei Segmente werden auch Teilindizes nach Branchen ausgewiesen.

Wichtig ist der Hinweis, daß die Deutsche Börsen AG die Auswahl der Unternehmen nicht nach statistischen Kriterien vornimmt, sondern sich auch nach Qualitätskriterien richtet. Die beiden wichtigsten Kriterien sind Transparenz der Unternehmen und Liquidität der Aktien. So werden in den DAX nicht automatisch die größten Unternehmen aufgenommen, sondern nur solche, deren Aktien so breit gestreut sind, daß ein hohes Handelsvolumen und damit auch die Verkaufsfähigkeit der Aktien gewährleistet ist. Und im Neuen Markt werden nur solche Unternehmen gelistet, für die mindestens zwei Banken als Betreuer geradestehen.

Durch diese Praxis bekommen die Teilindizes für die Marktsegmente gleichsam ein Gütesiegel. Sie sind Benchmarks nicht nur in dem Sinne, daß sie als

**Schaubild 1**  
**Deutscher Aktienindex (DAX)**  
Performanceindex 1987 = 1000<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Vor 1987 verkettet mit dem Index der Börsenzeitung.

Quelle: Deutsche Börse AG.

durchschnittliches Portefeuille Maßstab für die Beurteilung von Aktienfonds sind, sondern auch in dem Sinne, daß sie als Musterportefeuille das Verhalten der Anleger und Fondsmanager steuern. Damit haben die Unternehmen einen starken Anreiz, die Kriterien für die Aufnahme oder für das Verbleiben im Aktienindex zu erfüllen. Dementsprechend honoriert die Börse den Aufstieg einer bisher im MDAX notierten Gesellschaft in den DAX ebenso mit Kursaufschlägen, wie sie ein Unternehmen des Neuen Marktes mit Kursabschlägen bestraft, bei dem sich die betreuenden Banken zurückziehen. Mit der Benchmark-

Raymond Ritter

## Wechselkurspolitik im Transformationsprozeß

Die Europäische Union führt mit zehn mittel- und osteuropäischen Staaten Beitrittsgespräche. Die angestrebte Vollmitgliedschaft in der EU erfordert die vollständige Übernahme des *acquis communautaire* und impliziert mithin die Teilnahme in der Wirtschafts- und Währungsunion. Da der realwirtschaftliche Transformationsprozeß in den betreffenden Staaten noch nicht abgeschlossen ist, bleiben Änderungen der realen Wechselkurse in teilweise erheblichem Umfang weiterhin erforderlich.

Der Autor untersucht in der vorliegenden Arbeit, wie die Reformländer ihre Wechselkurspolitik im Hinblick auf die Bewältigung des transformationsbedingten Realkursanpassungsbedarfs ausgestalten sollten.

Insgesamt stellt das Werk eine fundierte positive und normative Analyse der Währungsbeziehungen der mittel- und osteuropäischen Beitrittsaspiranten zur Euro-Zone dar. Es richtet sich an alle Wirtschafts- und Geldpolitiker sowie ökonomisch interessierte Laien, die sich mit der währungspolitischen Dimension des EU-Osterweiterungsprozesses befassen.

2000, 126 S., brosch., 48,- DM, 350,- öS, 44,50 sFr, ISBN 3-7890-6770-9

(Schriftenreihe des EUROPA-KOLLEGS HAMBURG zur Integrationsforschung, Bd. 31)

**NOMOS Verlagsgesellschaft · 76520 Baden-Baden**

**Tabelle 1**  
**Zusammensetzung des Deutschen Aktienindex**

Unternehmen	Marktkapitalisierung in Mill. Euro	Anteil in % am DAX	Anteil in % am CDAX	Indexstand am 9.11.2000 1987 = 100
Deutsche Telekom	134,1	13,9	10,1	
Allianz	98,0	10,1	7,4	
Siemens	89,3	9,2	6,7	
SAP	74,6	7,7	5,6	
Münch. Rückvers.	66,7	6,9	5,0	
Deutsche Bank	59,3	6,1	4,5	
Daimler-Chrysler	55,0	5,7	4,1	
E.ON	45,0	4,7	3,4	
Bayer	37,4	3,9	2,8	
Infineon Tech	30,7	3,2	2,3	
BASF	28,7	3,0	2,2	
Dresdner Bank AG	26,8	2,8	2,0	
RWE	26,2	2,7	2,0	
BMW	26,1	2,7	2,0	
Bay. Hypo-Vereinsb.	25,5	2,6	1,9	
Volkswagen	24,6	2,5	1,8	
Commerzbank	17,4	1,8	1,3	
Metro	15,5	1,6	1,2	
Schering	13,2	1,4	1,0	
Henkel	10,4	1,1	0,8	
Lufthansa	8,8	0,9	0,7	
Thyssen-Krupp	8,6	0,9	0,6	
Fresen. Med. Care	7,9	0,8	0,6	
Preussag AG	7,4	0,8	0,6	
Linde AG	6,1	0,6	0,5	
EPCOS	5,8	0,6	0,4	
Degussa-Huels	5,0	0,5	0,4	
MAN	4,8	0,5	0,4	
Karstadt Quelle	4,5	0,5	0,3	
Adidas-Salomon	2,5	0,3	0,2	
DAX (30)	966,0	100,0	72,6	6960
MDAX (70)	136,0		10,2	5027
DAX100 (100)	1102,0		82,8	6676
übrige (672)	228,2		17,2	
CDAX (772)	1330,2		100,0	5585

Quelle: Deutsche Börse AG.

funktion hängt auch eine weitere neue Funktion der Aktienindizes im Börsengeschäft zusammen: Sie sind – wie einzelne Aktien oder Aktienfonds – bevorzugte Handelsobjekte im Markt für Futures.

An sich könnten die Aktienindizes auch von anderen Institutionen entwickelt werden. Allerdings hat die Deutsche Börse AG hier den Wettbewerbsvorteil, daß sie das Eigentumsrecht an den Kursinformationen hat und auch über die besten technischen Voraussetzungen zur Berechnung und Veröffentlichung der Indizes im Minutentakt verfügt. Für die Deutsche Börse AG und den Börsenplatz Frankfurt ist dies wiederum ein wichtiger Faktor im Wettbewerb mit anderen Börsen.

**Flaggschiff DAX**

Obwohl der Dax nur ein Teilindex ist, zieht er das meiste Interesse auf sich. Immerhin entfallen auf sei-

ne 30 Unternehmen mehr als 70% der Marktkapitalisierung (vgl. Tabelle 1). Noch größer ist ihr Gewicht im Börsenhandel, und dieser hohe Anteil am Börsenumsatz hebt die 30 Werte auch qualitativ heraus: Der Erwerber kann sich relativ sicher sein, diese Titel jederzeit – und ohne Verkaufsdruck zu erzeugen – wieder veräußern zu können.

Der DAX ist das Gegenstück zum amerikanischen Dow-Jones-Index, der ebenfalls 30 Werte enthält. Vermutlich wurde der Dax unter anderem deshalb nicht – wie sonst üblich – auf 100, sondern auf 1000 basiert, um die gleiche Größenordnung wie der Dow Jones zu erreichen. Dieser notierte Ende 1987, dem Basiszeitpunkt des DAX, knapp unter 2000. Methodisch gibt es zwischen den beiden Flaggschiffen aber vor allem zwei wesentliche Unterschiede. Zum einen: Während der Dow Jones als einfaches arithmetisches Mittel aus den Einzelkursen der 30 Werte berechnet und auf den Durchschnitt im Basisjahr bezogen wird, ist der DAX ein gewichteter Durchschnitt. Als Gewichte fungiert das zum Börsenhandel angemeldete Grundkapital. Für das nächste Jahr ist geplant, den Teil der Aktien auszuschalten, der von Großaktionären gehalten wird. Als Gewicht fungiert dann das effektiv dem Handel zugängliche Kapital.

Zum anderen: Der DAX ist nicht – wie sonst üblich – ein Kursindex, sondern ein Performanceindex. Bei der Berechnung wird unterstellt, daß die ausgeschütteten Dividenden reinvestiert werden. Damit sollen die Kursabschläge am Tage der Ausschüttung vermieden werden. Es spricht aber auch eine grundsätzliche Erwägung für einen Performanceindex. Die Kursentwicklung bei Aktien hängt unter anderem von der Ausschüttungspolitik ab. Bei thesaurierenden Unternehmen steigen die Kurse stärker als bei ausschüt-

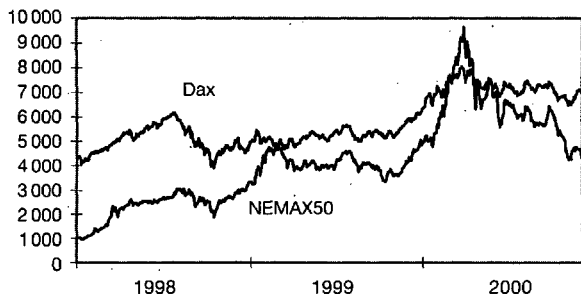
**Tabelle 2**  
**Teilindizes nach Branchen**

Branche	Kapital in Mrd. Euro	Anteil in %	Indexstand		
			31.12. 1987	31.12. 1996	30.10. 2000
DAX 100	1172,0	100,0	1000	2924	6631
Chemische Industrie	99,4	8,5	1000	3491	6079
Maschinenbau	38,4	3,3	1000	3314	10117
Elektrotechnik, ADV	220,3	18,8	1000	3051	13508
Fahrzeugbau	124,0	10,6	1000	2515	3888
Versorgung u. Telekomm.	333,2	28,4	1000	4252	7674
Baugewerbe	6,5	0,6	1000	2639	2189
Einzelhandel u. Verbrauchsgüter	36,0	3,1	1000	1723	2659
Banken u. Finanzdienstl.	145,6	12,4	1000	2446	5814
Versicherungen	168,6	14,4	1000	3333	9933

Quelle: Deutsche Börse AG.

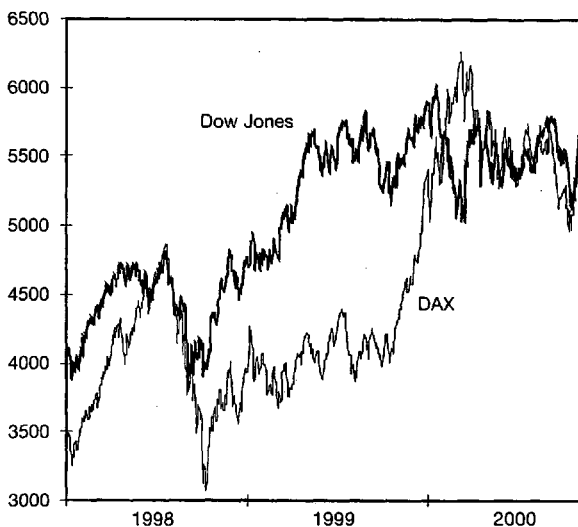
**Schaubild 2**  
**DAX und NEMAX50**

Performanceindex 1987 = 1000 bzw. 1997 = 1000



Quellen: Deutsche Börse AG, Datastream.

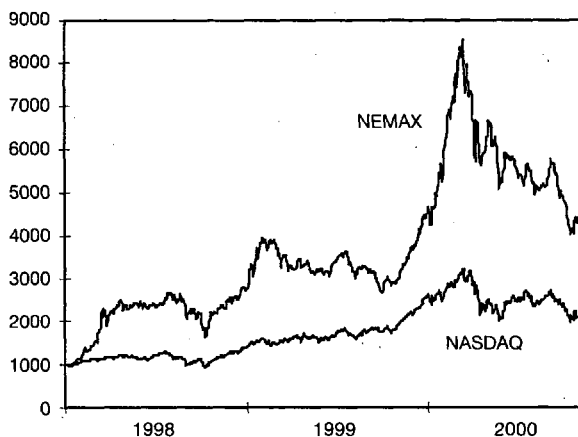
**Schaubild 3**  
**DAX und Dow-Jones im Vergleich<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> DAX: Kursindex; Dow-Jones: umbasiert auf 1987 = 100.

Quelle: Datastream.

**Schaubild 4**  
**NEMAX und NASDAQ im Vergleich**



Quelle: Datastream.

tungsfreudigen Gesellschaften. Der Performanceindex schaltet diesen Bias aus. Freilich darf man ihn nicht mit Kursen oder Kursindizes vergleichen. Für solche Vergleiche veröffentlicht die Deutsche Börse AG zu jedem Performanceindex auch den entsprechenden Kursindex.

Die Aussagefähigkeit von Aktienindizes hängt nicht zuletzt davon ab, ob das Börsengeschehen von allgemeinen Tendenzen beherrscht oder durch Portfeuilleumschichtungen geprägt wird, die sich in einem umfassenden Index aufheben. Die Aufgliederung des DAX nach Branchen zeigt in der Tat eine ausgeprägte Differenzierung der Kursentwicklung (vgl. Tabelle 2). Die Indikatorqualität des DAX wird auch dadurch eingeschränkt, daß das Gewicht der darin vertretenen 30 Werte stark streut. Zeitweise wird die Entwicklung des DAX vor allem durch die fünf Schwergewichte (Telekom, Allianz, Siemens, SAP und Münchener Rückversicherung) bestimmt.

**DAX und NEMAX**

In den letzten Jahren hat in der Beobachtung und Analyse des Aktienmarktes insbesondere die Unterscheidung in Old Economy und New Economy Interesse gefunden. Dies hat die Deutsche Börse AG veranlaßt, nach dem Vorbild des amerikanischen NASDAQ Aktienindizes für Unternehmen des Neuen Marktes zu entwickeln. Die spektakuläre Entwicklung des NEMAX absorbiert einen großen Teil der Aufmerksamkeit und ist auch ein wesentlicher Grund für die Besorgnis vieler Ökonomen, daß der Aktienmarkt von ungesunden spekulativen Exzessen beherrscht werde.

Bereits im Frühjahr 1999, kaum ein Jahr nach seinem Start, erreichte der NEMAX50 den Stand von 4000 Indexpunkten, ein Niveau, zu dem der DAX zwölf Jahre gebraucht hatte; im Frühjahr dieses Jahres kam er fast an 10 000 Indexpunkte heran (vgl. Schaubild 2). Seitdem ist der Trend abwärtsgerichtet, was die – auf unbeeirrten Optimismus setzenden – Analysten in die gleichen Erklärungsnoté brachte wie der Kursrückgang beim Euro. Erst vor wenigen Tagen haben zwei Analysten für das nächste Jahr wieder ein Kursziel von 10 000 in Aussicht gestellt. Dabei hätte eine Vergleich mit der Entwicklung in den USA doch schon früh zur Nüchternheit mahnen müssen. Während sich der DAX in den letzten drei Jahren weitgehend parallel zum Dow Jones entwickelte, ist der NEMAX weit über den NASDAQ hinausgegangen (vgl. Schaubilder 3 und 4). Und auch in den USA sprach man bereits von spekulativen Übertreibungen. Die Entwicklung in den letzten Tagen hat dies voll bestätigt.