

## SCHWERPUNKT: SCHWARZER FREITAG 1929

# Als die Angst wich, kam der große Knall

In der aktuellen Krise soll die expansive Geldpolitik Märkte vor einem Crash wie vor achtzig Jahren schützen

Von Stephan Balling, Frankfurt

**Börsen-Zeitung, 23.10.2009**  
Den Börsianern an der Wall Street steckte der Schrecken noch tief in den Gliedern. Es war noch kein halbes Jahr vergangen, da hatte der Dow Jones seinen bis dahin größten Kursrutsch erlebt. Nur zwei Stunden genügte an jenem 24. Oktober 1929, der in Europa als „Schwarzer Freitag“ in Geschichte einging, und der Dow Jones hatte 12,8% seines Wertes verloren. In der Spitze summierten sich die Verluste auf knapp 1,5% des US-Sozialprodukts.

Doch jetzt, ein halbes Jahr später, wich die Angst allmählich, die Welt sah schon wieder wesentlich besser aus. Der Dow Jones war von seinem Tief am 13. November 1929, als er bei 199 Punkten stand, wieder ordentlich gestiegen. Das Frühjahr war eingeleitet, und an jenem 17. April 1930 notierte der Dow bei 294 Punkten. Was die Händler nicht wussten: Sie hatten das Schlimmste noch vor sich. Die Kursgewinne der vergangenen Monate waren eine Bärenrally. Ab April 1930 sausten die Kurse scheinbar ungebremst nach unten. Erst gut zwei Jahre später endete der Verfall. Am 8. Juli 1932 hatte der Dow Jones sein Allzeittief von 41,22 Punkten erreicht.

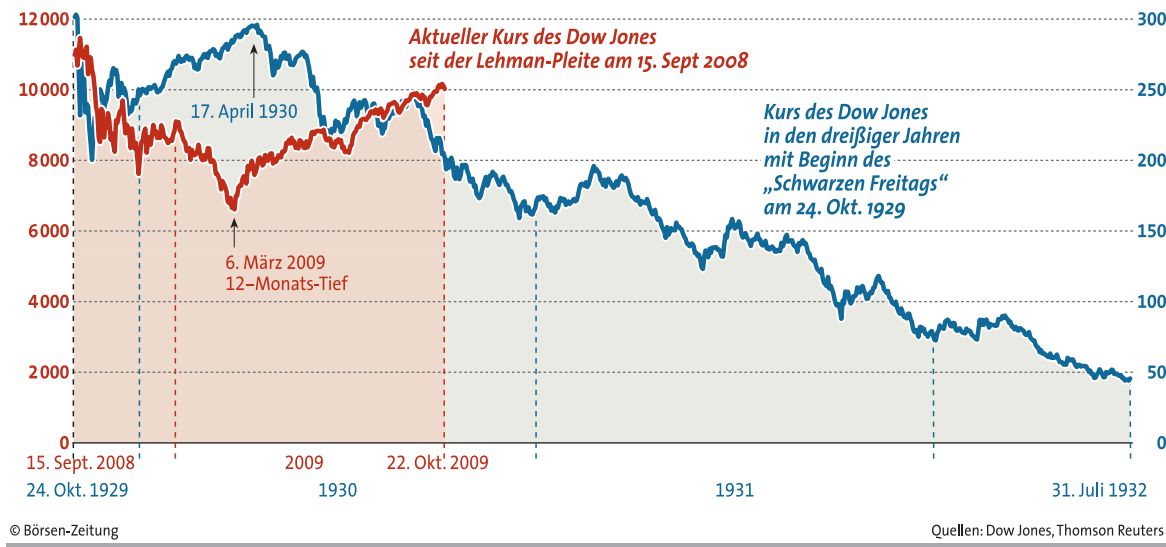
### Auf sechs Monate Talfahrt...

Besorgt fragen Anleger heute, acht Jahrzehnte später, ob sich die Geschichte wiederholen könnte. Ökonomen und Analysten halten das für unwahrscheinlich. Einen erneuten Absturz der Kurse wie in den 1930er Jahren wird es wohl nicht geben. Dafür sorgt die lockere Geldpolitik. „Ich gehe nicht von einem Kollaps aus, aber im Jahr 2010 laufen viele fiskalische Maßnahmen aus, und dann dürften die Aktien deutlich weniger wert sein als jetzt“, sagt Stefan Bielmeier von Deutsche Bank Research. Er sieht den Dax Mitte 2010 bei 5250 Punkten, etwa 9% schwächer als heute.

Dabei ist die bisherige Entwicklung durchaus mit der Zeit nach

### Kursstürze im Vergleich: Schwarzer Freitag und Lehman-Pleite

Kurs des Dow Jones in Punkten im Vergleich



1929 vergleichbar. Vor gut einem Jahr, am 29. September 2008, erlebte die Wall Street ihren größten Tagesverlust. Der Dow Jones sackte um 778 Punkte ab, verlor also innerhalb eines Handelstages 7% seines Wertes. Tags zuvor hatte das US-Präsidentenhaus den 700 Mrd. Dollar schweren Plan von US-Finanzminister Paulson zur Stabilisierung der US-Finanzmärkte verworfen. Am 15. September war nach der Pleite von Lehman Brothers der Interbankenmarkt zusammengebrochen. In den darauf folgenden sechs Monaten stürzte der Dow Jones unaufhaltsam ab und landete am 9. März 2009 bei 6547 Punkten. Doch seitdem haben die Aktienmärkte weltweit wieder ordentlich zugelegt.

### ...folgen sechs Monate Boom

Der Dax hat seit seinem Finanzkrisen-Tief am 3. März wieder knapp 2100 Punkte gutgemacht und steht heute bei 5768 Punkten. Der Dow Jones hat seitdem knapp 3500 Punkte gewonnen und steht mittler-

weile bei 10014. Dass die Rally diesmal nicht so abrupt endet, liegt an der expansiven Geldpolitik, besonders den niedrigen Zinsen. „Heute sind die Kurssteigerungen definitiv liquiditätsgetrieben“, sagt Jochim Häcker, Direktor am Deutschen Institut für Corporate Finance. Die niedrigen Zinsen setzen Anreize, in Aktien zu investieren, weil andere Anlagemöglichkeiten rar sind.

Anders zu Beginn der 1930er Jahre: In weiten Teilen der Welt galt noch der Goldstandard, sodass die Zentralbanken nicht einfach die Zinsen senken konnten. „Die restriktive Geldmengen- und Zinspolitik führte auch in den USA zu einer Verknappung der Geldmenge M2, die zwischen 1929 und 1932 um ca. 20% abnahm“, schreibt Joachim Häcker in seinem neuen Buch „Von der Wall Street zur Main Street“.

Besser wurde die Lage erst mit dem Abschied vom Goldstandard. Den Anfang machte im September 1931 Großbritannien. Auch im Rahmen des New Deal von Franklin D. Roosevelt kam es zu Veränderun-

gen. Am 9. März 1933 verbot der damalige US-Präsident den privaten Besitz von Gold. Innerhalb von 14 Tagen mussten die Amerikaner ihre Edelmetallvermögen bei der Regierung gegen Banknoten eintauschen.

### Besser ohne Goldstandard

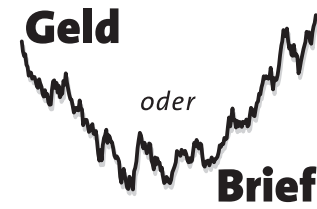
In den USA erhöhte sich die Geldmenge M2 ab 1933 wieder. Die globale Deflation endete, und damit war der Samen für erneutes Wirtschaftswachstum gelegt. Auch die Aktienmärkte begannen nun, wieder anzuziehen.

Der Dow Jones verfünffachte sich bis 1937 auf knapp 200 Punkte, ehe er in einer weiteren Rezession erneut knapp die Hälfte seines Wertes einbüßte. 1932 war dann für die Weltwirtschaft endlich das Wendejahr. Auch in Deutschland mehrten sich nun allmählich wieder Anzeichen für die Rückkehr des Wirtschaftswachstums, an die Aktienmärkte kehrte bis zu Machtergreifung Hitlers das Vertrauen zurück, die Kurse stiegen.

# SAP-Aktie auf dem Pfad der Erholung

Von Sebastian Schmid, Frankfurt

**Börsen-Zeitung, 23.10.2009**  
Unter SAP-Anlegern herrscht wieder vorsichtiger Optimismus. Dies ist schon ein Fortschritt, denn zum Jahresanfang hatte die SAP-Aktie ihnen zunächst bestenfalls sehr bescheidene Glücksgefühle bereiten können. In der Wirtschaftskrise setzten viele Unternehmen notgedrungen auf Investitions-



stopps – die SAP-Softwarelizenzen fanden entsprechend weniger Abnehmer. Gewinn und Umsatz von Europas erfolgsvorwärtigem Softwarekönig schrumpften daraufhin merklich. Aufkeimerender Widerstand deutscher SAP-Nutzer gegen eine Veränderung der Wartungspakete erzeugte in diesem Umfeld kein zusätzliches Vertrauen.

### Schwacher Jahresauftakt

Dies machte sich auch im Aktienkurs bemerkbar. Zwar kletterte der Wert des SAP-Papiers in der ersten Jahreshälfte um 10,6%. Allerdings hatten die Titel zuvor – in den letzten zehn Wochen des vergangenen Jahres – auch schon ein Drittel an Wert eingebüßt. Zum Vergleich: Die Anteilscheine des US-Rivalen Oracle legten im ersten Halbjahr 2009 16,4% zu, nachdem sie in den letzten zehn Wochen 2008 nur knapp ein Zehntel ihres Wertes verloren hatten.

Mittlerweile haben sich die Vorzeichen allerdings umgekehrt. Die SAP-Titel sind seit Anfang Juli um 22% geklettert, während sich die Oracle-Anteile gerade mal um 1% verteuert haben. SAP hat sich in der Krise auf das Kerngeschäft mit Unternehmenssoftware fokussiert und parallel einen rigiden Sparkurs gefahren. Der erste größere Arbeitsplatzabbau in der Konzerngeschichte schmerzte die Mitarbeiter, zahlte sich als „frühzeitige Reaktion auf die Wirtschaftskrise“, wie Vorstandssprecher Léo Apotheker es nannte, aber aus – auch für die Anteilseigner.

### Strategie kleiner Zukäufe

Bei der Präsentation der Halbjahreszahlen im Juli konnten sich die Investoren über einen überraschenden Anstieg des operativen Gewinns im zweiten Quartal freuen, obwohl der Umsatz im Jahresvergleich erneut schrumpfte. Der US-Rivale Oracle hat sich hingegen mit dem Kauf von Sun Microsystems ins Hardwaregeschäft vorgewagt – ein riskantes Unterfangen, das SAP-Chef Apotheker für nicht sinnvoll hält. Statt sich auf unbekanntes Terrain zu begeben, hält SAP an der bewährten Akquisitionsstrategie fest. Diese sieht vor, etwa „bestimmte Technologien oder Lösungen für bestimmte Industrien“ gezielt zuzukaufen, wie Finanzvorstand Werner Brandt erläuterte (vgl. BZ vom 30. Juli). In diese Kategorie fällt auch der 64 Mill. Euro teure Zukauf des Partnerunternehmens SAF, mit dem das Einzelhandelsgeschäft gestärkt wurde.

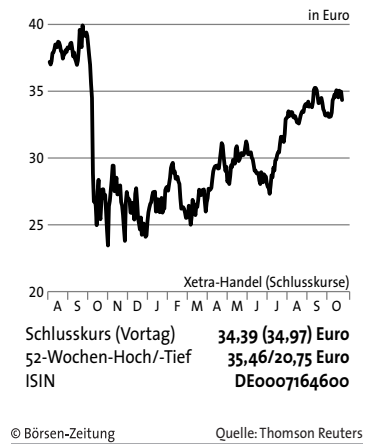
Derartige Zukäufe bringen zwar keine raschen Größensprünge. Das Produkt- und Kundenportfolio kann so aber gezielt verstärkt werden, ohne übermäßige Risiken in wirtschaftlich unsicheren Zeiten zu übernehmen. Dies senkt auch die Gefahr übermäßiger Abschreibungen, die zu einem plötzlichen Kurssturz führen könnten. Oracle hat derzeit milliardenschwere Ergebnisbeiträge von Sun in Aussicht gestellt und muss nun liefern. Der verlustreiche US-Konzern versucht noch vor Abschluss der Übernahme durch den Abbau von mehreren tausend Stellen die Sorgen der Anleger vor einem Milliardengrab

zu zerstreuen. Während Oracle sich des Problems annehmen muss, kann sich SAP derzeit auf eigene Geschäftskonzentrieren.

Über Ergänzungskaufe wie SAF und gezielte Abgaben, wie die des europäischen Webhosting-Geschäfts an T-Systems, konzentriert SAP zudem das Kernangebot. Die Walldorfer setzen darauf, ihren Nutzern auf das schwierige Wirtschaftsumfeld zugeschnittene Zusatzprogramme zu verkaufen. Als Krisenprogramm kommt das an der Börse zwar an. Als großer strategischer Wurf gilt dies aber noch nicht. Immerhin: Die SAP-Titel haben seit Mitte des Jahres mehr als ein Fünftel an Wert zugelegt.

Mit aktuell 34,96 Euro notiert das Papier zwar mehr als ein Zehntel unter dem Höchstwert der vergangenen 52 Wochen, vom Rekordhoch aus dem Jahr 2006 ist die Aktie sogar knapp ein Viertel entfernt. Allerdings schätzen Analysten das Potenzial der SAP-Anteile mittler-

### Die SAP-Aktie



weile weitgehend positiv ein. 15 Kauf-stehen nur 6 Verkaufsempfehlungen gegenüber. In den vergangenen drei Wochen haben etwa Morgan Stanley sowie die Schweizer Banken Credit Suisse und UBS ihre Kursziele für die Papiere des Walldorfer Softwarekonzerns auf 39,40 bzw. 42 Euro angehoben. Die Analysten der Credit Suisse sehen SAP ungerechtfertigt niedrig bewertet, da nach dem Absturz des Lizenzgeschäfts der Boden mittlerweile erreicht sei. Aufgrund der Kostensenkungen werde der Gewinn bei einem Wiederanziehen der Softwareverkäufe überproportional zulegen, heißt es in der Studie der Schweizer.

Einig sind sich die meisten Unternehmensbeobachter darin, dass SAP aus dem angegebenen Zielkorridor für die operative Marge nach oben ausreißern wird. Die Prognose für das Gesamtjahr sieht vor, dass SAP eine operative Marge zwischen 25,5 und 27% erreicht. Zuletzt hatte Vorstandssprecher Léo Apotheker diese Zielvorgabe auf einem Investorentreffen im September bestätigt. Die Margenprognose war bei Bekanntgabe der Halbjahreszahlen deutlich angehoben worden, was letztlich auch für den Kursanstieg sorgte. Zuvor hatte das größte Softwarehaus Europas einen Zielkorridor von 24,5 bis 25,5% vorgegeben. Die Schätzungen der Analysten liegen derzeit zwischen 27,3% und 28,7%.

### Zweifel an IT-Budgets

Pessimistisch blicken hingegen die Analysten von Bank of America-Merrill Lynch auf die SAP-Aktie. Sie senkten ihre Einstufung für die Titel am Donnerstag auf „Buy“ auf „Neutral“. Die Aktie habe sich seit der Anhebung des Kursziels im Sommer gut entwickelt. Kurzfristig erwartet die US-Bank keine schwächeren Ergebniszahlen. Allerdings gebe es derzeit keine Beweise für ein kräftiges Anziehen der IT-Budgets, das für eine deutliche Steigerung der Lizenz Erlöse essenziell wäre. Daher gebe es nur wenig Aufwärtspotenzial für die eigenen Schätzungen. Das Kursziel hat BofA-Merrill Lynch von 40 auf 38 Euro zurückgenommen.

Eine neue Berechnungsgrundlage kann sich allerdings schon am kommenden Mittwoch ergeben, wenn SAP die Zahlen für das dritte Quartal vorlegt. Ein überraschendes Anziehen der Softwareerlöse wird aber nicht erwartet.

# Erst die Aktienkurse, dann der Geldmarkt

Der Einbruch an den Börsen löste 1930 in Deutschland die Bankenkrise aus – Heute ist es eher umgekehrt

**Börsen-Zeitung, 23.10.2009**  
bal Frankfurt – Als im Oktober 1929 in New York die Kurse einbrachen, waren die Deutschen noch Beobachter. Doch die Weltwirtschaftskrise schwappte rasch auf den Alten Kontinent über und erfasste die Weimarer Republik. „In Deutschland gab es in den Jahren 1929 bis 1933 eine ganze Reihe von Problemen“, sagt der Unternehmenshistoriker und Vizepräsident des Vereins European Association for Banking and Financial History, Manfred Pohl. „Vor allem herrschte Geldknappheit“, so Pohl. Die deutsche Wirtschaft hatte sich im Boom der späten zwanziger Jahre mit kurzfristigen Krediten aus den USA refinanziert und diese langfristig investiert. Als jenseits des Atlantiks die Kurse einbrachen, zogen die Amerikaner diese Gelder ab.

War die Bankenkrise damals Folge des Aktiencrashes, ist die Ursachenkette heute umgekehrt: Zuerst begannen die US-Banken zu straucheln, dann rutschten die Kurse. Um nach dem Entzug von US-Geldern nicht direkt Insolvenz anmelden zu müssen, blähten die deutschen Unternehmen damals ihre Bilanzen künstlich auf. „Das Unternehmen Nordwolle etwa hat Rohstoffbestände ausgewiesen, die gar nicht existierten“, erklärt Pohl. Nordwolle musste schließlich im Juni 1931 Insolvenz anmelden. „Damit begann die Bankenkrise in Deutschland, denn direkte Folge der Insolvenz von Nordwolle war die Pleite der Danat-Bank“, sagt Manfred Pohl.

### Mit Lehman vergleichbar

Weil die Unternehmen ihre Schulden bei den Banken zuvor mit eigenen Aktien besichert hatten, schlug die rollende Insolvenzwelle auf den Finanzsektor durch. Die Danat-Bank war damals die zweitgrößte Bank im Deutschen Reich. „Ihre Pleite ist vergleichbar mit der Insolvenz von Leh-

man Brothers gut 77 Jahre später“, so der Unternehmenshistoriker. In der Folge brach das gegenseitige Vertrauen der Banken zusammen. Wie im Jahr 2008 kam der Geldmarkt zum Erliegen. Zumal auch in den USA die kurzfristigen Zinsen massiv stiegen.

### Commerzbank verstaatlicht

Joachim Häcker vom Deutschen Institut für Corporate Finance weist in seinem aktuelle Buch auf den Anstieg des Interbanken-Zinsspreads in den USA von etwa 0,75% im Jahr 1929 auf bis zu 3% ein Jahr später. „Fehlenspekulationen und hohe Kreditausfälle, gekoppelt mit dem Vertrauensverlust der amerikanischen Gesellschaft, ließen zwischen Dezember 1929 und Dezember 1933 die Anzahl der Banken allein in den USA von 24633 auf 15015 sinken“, schreibt Häcker. In Deutschland wurden Commerzbank

und Dresdner Bank verstaatlicht. Weil die Reichsbank vor der Abwertung bewahrt werden musste, konnte die Reichsbank nicht gegensteuern. Schließlich musste Deutschland noch Reparationszahlungen leisten, die in ausländischen Währungen abgerechnet wurden. „Der Aufschwung ab 1932 kam erst, als die USA eingesehen haben, dass sie nicht alle Gelder aus Europa abziehen können“, sagt Pohl. Nachdem in der Konferenz von Lausanne im Sommer 1932 die deutschen Zahlungsverpflichtungen weitgehend aufgehoben wurden, kehrte das Vertrauen in die deutsche Wirtschaft zurück.

Auch der deutsche Aktienmarkt zeigte Erholungszeichen, wie Rekonstruktionen von Wirtschaftshistorikern zeigen. Anders als der Dow Jones existierte der Dax damals noch nicht. Mit der Machtergreifung der Nationalsozialisten allerdings schwand das Vertrauen der Anleger in die deutsche Wirtschaft wieder.

## TAGESGEWINNER UND -VERLIERER

Dax Titel	Kurs	in %
Dt. Telekom	9,69	0,5
<b>Dax</b>	<b>5762,93</b>	<b>-1,2</b>
Fresenius-Vz.	39,86	-1,9
Siemens	66,08	-2,0
BASF	39,50	-2,2
Salzgitter	67,09	-2,3
Deutsche Bank	52,77	-2,3
Commerzbank	8,10	-2,6
Deutsche Post	12,43	-2,7
ThyssenKrupp	24,28	-2,7
Infineon	3,56	-4,3

(Xetra-Kurse)  
Quelle: Thomson Reuters Börsen-Zeitung

MDax Titel	Kurs	in %
Vossloh	72,60	2,8
Krones	37,34	1,0
MLP	8,06	1,0
Hugo-Boss-Vz.	27,25	0,8
GEA	14,12	0,1
<b>MDax</b>	<b>7305,48</b>	<b>-2,1</b>
Rational	97,42	-4,6
Gildemeister	10,10	-4,9
Gagfah	7,03	-5,0
Praktiker Bau	9,15	-6,6
Heidelb. Druckm.	5,28	-7,9

(Xetra-Kurse)  
Quelle: Thomson Reuters Börsen-Zeitung

TecDax Titel	Kurs	in %
Phoenix Solar	39,30	3,8
Dialog Semicond.	6,03	1,9
Bechtle	17,70	0,9
<b>TecDax</b>	<b>763,13</b>	<b>-1,6</b>
Pfeiffer Vacuum	53,43	-2,9
Medigene	4,58	-3,0
Nordex	11,49	-3,1
Solarworld	15,51	-3,2
Conergy	0,79	-4,8
SMA Solar	67,00	-4,8
Manz	52,54	-8,3

(Xetra-Kurse)  
Quelle: Thomson Reuters Börsen-Zeitung

Stoxx 50 Titel	Kurs	in %
Vodafone	1,36	3,4
Nestlé	46,52	1,4
Telefónica	19,18	0,7
Dt. Telekom	9,69	0,5
Anglo American	23,01	0,4
<b>Stoxx 50</b>	<b>2490,56</b>	<b>-1,1</b>
ArcelorMittal	25,60	-3,0
Intesa Sanpaolo	3,10	-3,2
CS Group	57,95	-3,5
ING	11,41	-4,8
Ericsson	69,40	-6,2

Quelle: Thomson Reuters Börsen-Zeitung

Dienstag	Devisenwoche
Mittwoch	Technische Analyse
Donnerstag	Kreditwürdig
Freitag	Geld oder Brief
Samstag	Die Börse spricht...