

Wider den Pessimismus am Aktienmarkt

6. März 2019



Dr. Martin W. Hüfner
Chief Economist

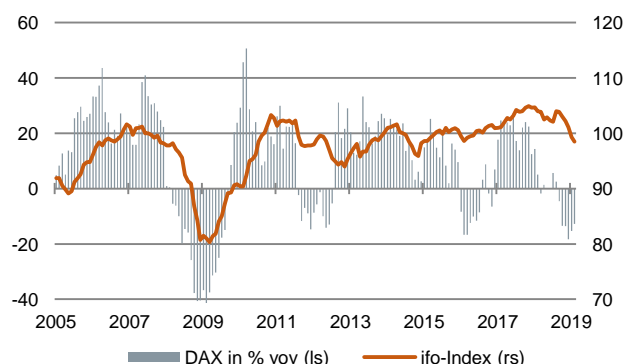
- > Warum sich die Aktienmärkte in diesem Jahr besser entwickeln werden als viele das heute annehmen.
- > Nach dem derzeitigen Abschwung folgt der Tiefpunkt des Zyklus, der im Allgemeinen zu den besten Phasen der Aktienmärkte gehört.
- > Es könnte sein, dass der Aktienmarkt aktuell bereits die nächste Phase des Zyklus vorwegnimmt.

Viele Anleger haben in den ersten Monaten des Jahres den Zug verpasst. Sie trauten dem Frieden nicht, als die Aktienkurse nach dem starken Einbruch im Dezember plötzlich wieder nach oben gingen. Sie waren nur Zuschauer bei der Rallye der ersten Wochen. Immerhin ist der DAX seit Jahresbeginn um 10 % gestiegen.

Die Zurückhaltung der Investoren hält nach wie vor an. Sie scheint auch nicht unbegründet. Die Konjunktur schwächt sich weiter ab. Auch in den USA verringert sich das Wachstum. Die Autoindustrie kommt nicht aus dem Abgasskandal heraus. Das Damoklesschwert neuer Zölle droht weiter. Beim Brexit muss sich die Wirtschaft auf das Schlimmste vorbereiten. Wie soll man da optimistisch sein?

Ich möchte mich hier gleichwohl nicht dem allgemeinen Pessimismus anschließen. Selbstverständlich kann und wird es noch Rückschläge geben. So funktioniert nun mal der Markt. Aus Makrosicht sind Kurseinbrüche jedoch nicht zwangsläufig. Alle, die aus der schwachen Konjunktur auf einen schlechten Aktienmarkt schließen, unterliegen einem Denkfehler. Warum?

AKTIEN UND KONJUNKTUR



Quellen: Bundesbank, ifo

Natürlich hängt die Entwicklung der Aktienkurse von der Konjunktur ab. Wenn sich die gesamtwirtschaftliche Aktivität abschwächt, gehen die Gewinne zurück. Damit entfällt die wichtigste Triebkraft der Aktienkursentwicklung. Dass im Abschwung auch die Zinsen sinken, hilft den Unternehmen

zwar. Aber letztlich reicht es nicht, die Konjunktur zu drehen.

In der Grafik habe ich den ifo Geschäftsklima-Index der Veränderung des DAX gegenübergestellt. Es zeigt sich eine enge Korrelation. Immer dann, wenn die Stimmung der Unternehmen besser wird, gehen die Aktienkurse nach oben. Immer dann, wenn der ifo-Index fällt, gehen sie in den Keller. Der Zusammenhang ist besser, als ich mir das selbst vorgestellt hätte. Insofern erscheint es logisch zu erwarten, dass weitere Abschwächungen bei der Konjunktur auch weitere Kursrückgänge nach sich ziehen.

»In jedem Fall müssten
die Kurse am Jahresende
höher sein als heute.«

Das ist aber nur die eine Hälfte der Wahrheit. Übersehen werden dabei nämlich zwei Dinge. Das erste ist die Dynamik der Konjunkturentwicklung. Nach dem Abschwung, in dem wir uns derzeit befinden, folgt der Tiefpunkt. Danach geht es wieder nach oben. Der Abschwung ist für sich genommen die schlechteste Phase am Aktienmarkt. Die Geschäfte der Unternehmen flauen ab. Die Gewinne gehen zurück. Die Zinsen ermäßigen sich erst langsam. Das ist das, was wir erlebt haben.

Im konjunkturellen Tiefpunkt wird das aber ganz anders. Das ist nach der Konjunkturtheorie nämlich die beste Zeit für die Aktien. Dann gehen die Gewinne nicht mehr zurück. Es besteht die Hoffnung, dass die Unternehmen wieder mehr verdienen. Gleichzeitig sind die Zinsen niedrig und entlasten die Kostenrechnung. Das wird auch jetzt wieder so sein. Insofern stehen uns gute Zeiten bevor.

Das zweite, was übersehen wird, ist, dass der Aktienmarkt der tatsächlichen Entwicklung im Zyklus in der Regel vorausläuft. Das ist auch ganz plausibel. Wenn sich die Nachfrage an den Märkten dreht, dann zeigt sich das zuerst in den Geschäften der Unternehmen. Das spürt der Markt bereits. Bis es in den Zahlen der Firmen konsolidiert wird, dauert es. Bis die entsprechenden Konjunkturdaten das

Wider den Pessimismus am Aktienmarkt

6. März 2019

erkennen lassen, vergeht wieder Zeit. Und dann sind die Volkswirte auch nicht so schnell, den Umschwung als dauerhaft zu diagnostizieren.

Viele setzen die Verzögerung zwischen der Reaktion des Kapitalmarkts und der tatsächlichen Konjunktur mit sechs Monaten an. Das scheint mir, wenn ich mir die Zahlen etwa des ifo Instituts anschau, eher zu lang. Zwei bis drei Monate kommen mir plausibler vor. Im Übrigen kann es auch mal kürzer oder mal länger sein. Es gibt hier kein feststehendes Gesetz.

Wenn das richtig ist, dann bedeutet es, dass die Erholung der Aktienmärkte seit Jahresanfang nicht nur eine vorübergehende Laune des Marktes war. Sie hatte auch nicht nur mit geopolitischen Entwicklungen wie der Entspannung bei den amerikanisch-chinesischen Handelsgesprächen zu tun. Dahinter könnten vielmehr schon die ersten Signale am Markt gestanden haben, dass der Abwärtsdruck der Konjunktur im Laufe des Jahres zu Ende geht.

Noch wichtiger ist aber: Es gibt begründete Hoffnung, dass sich die positive Entwicklung der Aktien im weiteren Verlauf des Jahres fortsetzt. Vielleicht beschleunigt sie sich sogar.

Denn dann folgen im Zyklus der Tiefpunkt der Konjunktur und dann der Aufschwung. Wenn wir Glück haben, könnte das zweite Halbjahr für die Märkte sogar noch besser wer-

den. In jedem Fall müssten die Kurse am Jahresende höher sein als heute. Ob der bisherige Höchststand vom Januar 2018 erreicht wird, weiß natürlich niemand.

Denn die geopolitischen Risiken bleiben selbstverständlich bestehen. Wer kann heute schon sagen, ob US-Präsident Trump sich wirklich auf einen Frieden im Handelsstreit einigt? Was bleibt mit der Drohung von Zöllen auf europäische Autoexporte? Wenn es jetzt gelingt, einen "dirty" Brexit zu vermeiden, heißt das noch nicht, dass das Thema endgültig vom Tisch ist. Hinzu kommen im Mai die Wahlen zum Europäischen Parlament mit vermutlich einem Aufschwung der populistischen Parteien. All das könnte den fundamentalen Schwung an den Aktienmärkten bremsen. In jedem Fall wird die Schwankungsanfälligkeit groß bleiben.

Für den Anleger

Es gibt die allgemeine Regel, dass die erste Jahreshälfte am Aktienmarkt besser ist als die zweite. Also "Sell in May and go away". In diesem Jahr könnte es anders kommen. Wenn die Konjunktur im zweiten Halbjahr den Tiefpunkt erreicht, dann könnte es am Aktienmarkt richtig gut werden.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen, Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.