



Dr. Martin W. Hüfner
Chief Economist

- > Obwohl die Fundamentaldaten schlecht waren, haben sich die deutschen Aktien in diesem Jahr so gut wie schon lange nicht mehr entwickelt.
- > Sechs Gründe, wie es zu dieser Diskrepanz kommen konnte.
- > Die seit zehn Jahren anhaltende Aufwärtsbewegung ist volatiler geworden, aber nach wie vor ungebrochen. 2020 wird jedoch schwieriger.

Versetzen Sie sich einmal zurück zum Beginn des Jahres. Hätten Sie damals Aktien gekauft, wenn Sie gewusst hätten, was 2019 alles passieren würde? Ich sicher nicht. Dabei hat sich der deutsche Aktienindex so gut wie schon lange nicht mehr entwickelt. Er stieg im bisherigen Jahresverlauf um 15 %. Das war mehr als im Goldilocks-Jahr 2017. Selbst wenn er im Rest des Jahres nicht mehr weiter nach oben geht, wird es das beste Aktienjahr seit 2013. Der amerikanische S&P war nicht besser, der japanische Nikkei war wesentlich schlechter.

Und das alles in einem Umfeld, das kaum hätte schlechter sein können. Die Konjunktur hat sich abgeschwächt. Eine Rezession ist nicht mehr auszuschließen. Die Zahl der Krisenherde in der Welt war noch selten so groß. Der globale wirtschaftspolitische Unsicherheitsindex, der seit über 20 Jahren erhoben wird, hat einen absoluten Höchststand erreicht.

AUFWÄRTSTREND UNGEBROCHEN DAX seit Anfang 2009



Quelle: Bundesbank

Wie passt das mit steigenden Aktienkursen zusammen? Hier sechs Gründe, die das erklären. Sie deuten allerdings auch darauf hin, dass nicht alles so bleiben wird wie bisher.

Der erste Grund war die monetäre Erleichterung, die es in diesem Jahr gab. Die Phase der "Normalisierung der Geldpolitik" war vorbei. Die Zentralbanken begannen wieder zu lockern. Die amerikanische Fed hat ihre Leitzinsen bereits einmal gesenkt. Weitere Schritte stehen bevor. Die Europä-

ische Zentralbank hat ein umfangreiches Expansionspaket angekündigt. In dieser Woche wird sie vermutlich den Einlagenzins herunternehmen. Das macht Aktien natürlich attraktiver.

»Es sieht so aus, als bewahrheitete sich der alte Spruch, dass politische Börsen kurze Beine haben.«

Der zweite Grund war die Hoffnung, dass der Tiefpunkt der konjunkturellen Entwicklung im Laufe des Jahres erreicht werden würde. Die Endphase eines Zyklus ist für die Aktienmärkte erfahrungsgemäß stets die Beste. Es kann nicht mehr schlechter werden, sondern nur noch besser. Die Gewinne der Unternehmen sind zwar im Keller; sie werden aber wieder steigen. Hier sind im Laufe des Jahres freilich nicht alle Blütenträume in Erfüllung gegangen. Der Tiefpunkt der Konjunktur wurde noch nicht erreicht. Das erklärt die zeitweise größeren Schwankungen der Kurse im Sommer.

Der dritte Grund für den Anstieg des DAX ist der außerordentliche Rückgang der Renditen am Bondmarkt. Sie sind so stark gesunken, dass ein Ungleichgewicht zu den Aktien entstanden ist. Jetzt müsste auch der Letzte erkannt haben, dass Dividendenpapiere trotz des erreichten hohen Kurs-/Gewinnverhältnisses immer noch attraktiv bewertet sind.

Viertens ist die Konjunktur nicht so schlecht, wie sie von manchen Analysten gemacht wird. Die USA sind noch weit, weit weg von einer Rezession. Für den Euroraum rechnet der IWF mit einer Zunahme des realen BIPs von respektablen 1,3 %. Vor allem Frankreich hält sich wegen der Macron'schen Reformen gut. Es sind nur Italien und Deutschland, die wirklich Probleme haben.

Fünftens, in der deutschen Wirtschaft tut sich mehr, als aus den Makrozahlen erkennbar ist. Eine Reihe von Unternehmen haben erhebliche Anpassungsmaßnahmen begonnen. Die Deutsche Bank hat ein weitreichendes Restrukturiungsprogramm in Gang gesetzt. BMW hat den Vorstandschef ausgetauscht. Bayer ergreift Maßnahmen gegen das Debakel mit Glyphosat. Thyssen will seine Aufzugssparte verkaufen. Nicht alles wird gelingen. Aber – anders als in

der Politik – es bewegt sich etwas. Das ist wichtig für die Aktienmärkte.

Schließlich spielte bei der guten Performance des DAX auch Glück eine Rolle. Just zum Ende des vorigen Jahres lief eine dramatische Abwärtsentwicklung aus. Sie hatte den DAX binnen sechs Monaten um 3.000 Punkte heruntergeprägt. Von einem so tiefen Niveau war es nicht so schwer, eine Rallye zu starten. Dies umso mehr, als die Umsätze zum Jahreswechsel saisonbedingt immer vergleichsweise niedrig sind. Ein kleiner Impuls reichte, um eine große Wirkung zu erzielen.

In jedem Fall ist festzuhalten, dass der Aufwärtstrend des DAX seit dem Tiefpunkt im März 2009 ungebrochen ist (siehe Grafik). Protektionismus und populistische Tendenzen in vielen Ländern haben ihn nicht brechen können. Das hat mich überrascht. Es sieht so aus, als bewahrheitet sich der alte Spruch, dass politische Börsen kurze Beine haben. Das ist eine gute Ausgangsbasis für die kommende Entwicklung.

Wenn man sich die Gründe für den Anstieg der Kurse in diesem Jahr anschaut, dann wird es allerdings schwer, die Performance von diesem Jahr noch einmal zu wiederholen.

Was sicher hilft, ist die Geldpolitik. Sie wird auch weiterhin locker bleiben. Vermutlich werden auch fiskalische Impulse hinzukommen. Wo es schwieriger wird, ist bei der Konjunktur. Viel spricht dafür, dass 2020 in Europa der Tiefpunkt erreicht wird. Dann entfällt manches von der Fantasie, die die Kurse dieses Jahres getrieben hat. Umgekehrt in den USA. Dort kann niemand ausschließen, dass es 2020 zu einer Rezession kommt. Ob Trump mit Steuersenkungen gegensteuern wird und wie Wall Street darauf reagiert, ist offen. Ein Unsicherheitsfaktor sind schließlich die Bondzinsen. Sie werden sich nach dem starken Rutsch nach unten nicht noch einmal in diesem Ausmaß verringern.

Für den Anleger

2019 wird trotz schlechter Konjunktur und erheblicher Belastungen von der Politik aller Voraussicht nach ein gutes bis sehr gutes Aktienjahr. Natürlich soll man den Tag nicht vor dem Abend loben. Es gibt genügend Beispiele, dass die Märkte in den letzten Monaten des Jahres noch eingebrochen sind. 2020 wird es mit der Aufwärtsentwicklung aber vermutlich nicht so reibungslos weitergehen.

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, Genaugigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemittelteilung 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 Meinungsaussagen 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.