

- Noch ist die Situation an den Aktienmärkten gut. In den nächsten Monaten dürfte es aber schwieriger werden.
- Eine größere Krise wie die in den Jahren 2008/09 oder 2000/03 oder 1987 ist derzeit wenig wahrscheinlich.
- Auf einen begrenzten Kursrückgang wie 2011 oder 2015/16 sollte man sich angesichts der gegebenen Risiken aber einstellen. Der DAX könnte zeitweise unter 11.000 fallen.

Immer wenn es in diesen Tagen am Aktienmarkt nach unten geht, kommen die Zweifler. Könnte es nun endgültig mit dem neun Jahre dauernden Aufschwung zu Ende gehen? Müssen wir uns auf den großen Crash einstellen?

Zunächst muss man die Kirche im Dorf lassen. Kurschwankungen an den Märkten sind normal. Ich habe noch nie eine Entwicklung ohne mehr oder weniger regelmäßige Aufs und Abs gesehen. Man muss also nicht bei jedem Rückgang nervös werden.

Problematisch wird es allerdings, wenn die Schwankungen zu groß werden. Hier kann man zwei Fälle unterscheiden. Das eine sind die großen Krisen. Sie sind relativ selten, dafür aber umso schmerzhafter. Bisher gab es in der Nachkriegszeit in Deutschland drei solcher Krisen: Den Einbruch 1987 mit einem Rückgang des DAX um mehr als 40 % in drei Monaten, das Platzen der New Economy-Blase im Jahr 2000 mit einem Einbruch der Kurse um über 70 % und die große Finanzkrise 2008/09 mit einer Verringerung des Aktienindex um über 50 %.

---

»Angesichts der gestiegenen Risiken sind Einbrüche wie 2011 oder 2015/16 mit zweistelligen Kursverlusten denkbar.«

---

Zwischen diesen Krisen lagen jeweils acht bis dreizehn Jahre. Rein von der zeitlichen Abfolge her gesehen, könnte jetzt wieder ein solcher Einbruch fällig werden. Allerdings waren die damaligen Crashes jeweils mit größeren gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten verbunden, wie es sie heute nicht gibt. Sie waren – bis auf 1987, als niemand richtig an Krisen dachte – vorhersehbar und wurden auch vorhergesehen. So etwas muss jetzt nicht befürchtet werden.

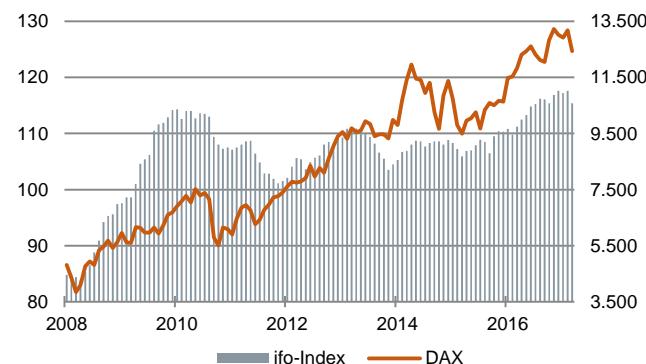
Der zweite Fall sind Mini-Crashes, die aber auch "nicht ohne" sind. Aus letzter Zeit sind hier der Sommer 2011 zu nennen, als die Kurse in kurzer Zeit um 30 % fielen sowie die Durststrecke 2015/16, als sich der DAX in ähnlicher Größenord-

nung ermäßigte. Die erste Krise hing zusammen mit der Eskalation der Spannungen im Euro. Die Zweite war eine Folge des Verfalls der Ölpreise (von über USD 100 je Barrel auf unter 30). Solche "Events" können auch heute nicht ausgeschlossen werden.

Zwar ist die Konjunktur stabil. Bei den letzten beiden Einbrüchen hatte sich die gesamtwirtschaftliche Entwicklung verschlechtert (siehe Grafik). Im Januar und Februar dieses Jahres hat sich der ifo-Index jetzt allerdings auch wieder ermäßigt. Ende dieser Woche wird der neue Wert veröffentlicht. Manche beschwören einen "großen Knall", falls der Index zum dritten Mal hintereinander zurückgehen sollte.

### AKTIEN UND KONJUNKTUR

ifo-Index und DAX



Quelle: ifo, Bundesbank

Das ist aber aus volkswirtschaftlicher Sicht nicht gerechtfertigt. Die Aufwärtsentwicklung ist nach wie vor gut abgesichert. Sie bekommt neue Impulse durch die Ausgabenprogramme der neuen Bundesregierung. Die Weltkonjunktur läuft und wird durch die Steuersenkung in den USA weiter angefeuert. Die Inflation ist gering, so dass sich die Kaufkraft der Verbraucher nicht verringert. Die monetären Bedingungen sind weiter wachstumsfreundlich. Die Europäische Zentralbank hat in der letzten Woche noch einmal deutlich gemacht, dass sie bei der Rückführung der Wertpapierkäufe und der Erhöhung der Zinsen sehr vorsichtig sein wird. Sie wird alles tun, um eine Krise an den Märkten zu verhindern.

Von dieser Seite ist also keine Gefahr zu befürchten. Wo es aber schwieriger aussieht, ist bei den Event-Risiken. Sie könnten den Aktienmärkten einen Schlag versetzen. Eines ist der Protektionismus. Die Ankündigung der Zölle auf Stahl und Aluminium durch die USA haben die Märkte bisher ohne große Verunsicherung weggesteckt. Wenn daraus aber ein größerer Handelskrieg werden sollte, der auch Europa stärker belastet, könnten sich daraus Gefahren für die Aktienmärkte ergeben.

Ein anderes Risiko wäre eine weitere Aufwertung des Euros auf den Devisenmärkten. Bisher hat sich die Höherbewertung der Gemeinschaftswährung überraschenderweise noch nicht stärker negativ auf die Aktien ausgewirkt. Das hängt damit zusammen, dass der Euro fundamental gesehen immer noch unterbewertet ist. Schwierig würde es erst bei Kursen von über 1,30 bis 1,35 US-Dollar je Euro. Niemand kann so etwas ausschließen.

Weitere Risiken könnten sich ergeben, wenn es in Italien zu einer Regierung aus den europakritischen Parteien Lega Nord und Fünf Sterne Bewegung käme. Das könnte die Entwicklung in der EU und dem Euroraum kräftig durcheinander wirbeln. Oder wenn es in den internationalen Krisenher-

den in Ostasien oder im Mittleren Osten zu größeren Unruhen käme, die sich dann vielleicht auch auf die Rohstoffpreise auswirken würden.

Manche verweisen auch auf die hohe Bewertung an den Märkten. Sie nährt den Verdacht einer Blase, die platzen könnte. In Europa ist das nach Robert Shiller zyklisch bereinigte Kurs-/Gewinn-Verhältnis mit derzeit zwanzig noch relativ niedrig. In Amerika aber beträgt es über dreißig. Und wenn dort die Blase platzen sollte, wäre natürlich auch Europa betroffen.

### Für den Anleger

Im Augenblick ist die Stimmung an den Aktienmärkten noch gut. Immer wenn die Kurse fallen, finden sich Käufer, die die günstigeren Einstiegspreise nutzen. Das ist beruhigend. Es muss aber nicht dabei bleiben. Angesichts der gestiegenen Risiken sind Einbrüche wie 2011 oder 2015/16 mit zweistelligen Kursverlusten denkbar. Dies vor allem dann, wenn die Dividendensaison im Mai zu Ende geht. Der DAX könnte dann auch unter 11.000 Punkte fallen.

**Anmerkungen oder Anregungen?** Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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 Werbemittelung 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](http://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 einzelzufallbezogene 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 abfangen und verfälscht werden oder Viren enthalten können.