

4. April 2018

- Die Konjunktur ist neben den monetären Bedingungen traditionell der wichtigste Treiber der Börsen.
- Das sieht man nicht immer. Es war aber auch während der zeitweise erratischen Entwicklung der Aktienkurse in den letzten 50 Jahren der Fall.
- Der Protektionismus wird die Börsen beeinträchtigen, aber nicht zu einem größeren Einbruch führen.

Alle Hoffnungen der Anleger ruhen derzeit auf der guten Konjunktur. Bei allen anderen Faktoren, die die Börse beeinflussen, sieht es eher mau aus. Da droht ein Handelskrieg. Die Ost-West-Spannungen verschärfen sich. Der Ölpreis geht nach oben. Die Notenbanken nehmen den Fuß vom Gas. Facebook zieht die anderen Technologie-Aktien nach unten. In Deutschland gibt es neue Turbulenzen um die Deutsche Bank. Kann sich in einem solchen Umfeld die gute Konjunktur überhaupt noch durchsetzen?

»Wir empfinden heute schon die Kursbewegungen der letzten zehn Jahre als außerordentlich hoch. Verglichen mit den damaligen Zeiten sind sie jedoch reine Waisenknaben.«

Theoretisch ist die Sache klar. Die Konjunktur ist zusammen mit den monetären Bedingungen der wichtigste Treiber für die Entwicklung der Aktienmärkte. Sie entscheidet darüber, wie die Geschäfte der Unternehmen laufen. Ist sie gut, dann wird in der Wirtschaft Geld verdient. Die Aktionäre können hoffen, davon zu profitieren. Die Kurse der Aktien steigen. Umgekehrt, wenn sie sich verschlechtert.

Natürlich spielen an der Börse auch andere Dinge wie Protektionismus, politische Spannungen oder Ölpreise eine Rolle. Aber sie wirken sich nur indirekt aus, und zwar darüber, wie sie die Konjunktur (beziehungsweise Inflation und Zinsen) beeinflussen.

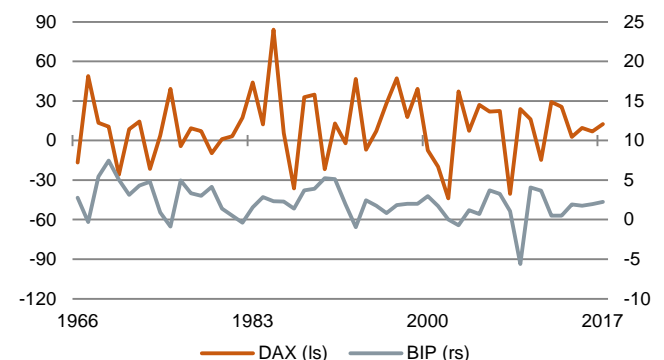
Wenn das richtig ist, müssten Konjunktur und Aktienkurse auch in der Praxis weitgehend parallel verlaufen. Ich habe mir dazu einmal die Entwicklung des DAX und der deutschen Konjunktur über einen ganz langen Zeitraum, nämlich über 50 Jahre, angesehen. Die Zahlen des DAX stammen vom Deutschen Aktieninstitut. Das Bild (siehe Grafik), das sich daraus ergibt, ist jedoch gänzlich verwirrend. Vor allem die Entwicklung der Veränderung des DAX stellt sich wie ein wildes "Krickelkrackel" ohne offensichtlichen Bezug zur Konjunktur dar. Eine statistisch signifikante Korrelation gibt es nicht. Dazu trägt auch bei, dass die Veränderungen des DAX jeweils aus den Durchschnitten von Jahresend- und Jahresanfangskurs berechnet sind. Insofern sind sie auch von manchmal wilden Ultimo-Bewegungen verzerrt.

Ist das ein Gegenargument zu der Theorie? Ist die Konjunktur doch nicht so wichtig? Nein. Denn es hängt allein mit den Besonderheiten der DAX-Entwicklung zusammen. In

den letzten 50 Jahren haben sich – was viele vergessen haben – die Verhältnisse an den Aktienmärkten grundlegend verändert. Das Auf und Ab der Kurse war früher sehr viel extremer. Die Schwankungen gingen in der Spitze von plus 84 % (1985) bis minus 44 % (2002). Das waren Gelegenheiten, wie wir sie heute nur noch aus manchen Schwellen- und Entwicklungsländern kennen.

KEINE KORRELATION

Veränderung des DAX und reales BIP-Wachstum, Deutschland, jeweils in % yoy



Quelle: DAI, Bundesbank

Wir empfinden heute schon die Kursbewegungen der letzten zehn Jahre als außerordentlich hoch. Verglichen mit den damaligen Zeiten sind sie jedoch reine Waisenknaben.

Bei so wilden Zahlen ist es schwer, einen Bezug zur Konjunktur herzustellen. Man muss schon sehr genau hinschauen. Aber wenn man es tut, dann kann man doch erkennen, dass die Theorie auch in der Praxis funktioniert. Es zeigt sich, **erstens**, dass fast alle größeren Einbrüche bei den Aktien mit einer ausgeprägten Konjunkturschwäche einhergingen. Das war 2008 der Fall ebenso wie 2002 oder 1987. Das bedeutet: Solange die gesamtwirtschaftliche Leistung in der Vergangenheit wuchs, war es sehr unwahrscheinlich, dass die Kurse stärker absackten. Das ist ein Sicherheitsnetz, auf das man sich auch in der aktuellen Situation verlassen kann.

Zweitens: Ich sagte "fast". Natürlich gab es Ausnahmen. Das waren aber ganz außergewöhnlichen Zeiten. Es war einmal 1969, als die Währungsturbulenzen und die permanente Aufwertung der damaligen D-Mark den Anlegern den Weizen verhagelten. Es wiederholte sich 1973, als es zu den drastischen Ölpreiserhöhungen kam, die die Welt veränderten und erst zwei Jahre später zu einer Rezession führten. Und es passierte noch einmal 1990 im Zusammen-

hang mit den Unsicherheiten der deutsch-deutschen Wiedervereinigung. Solche Umbrüche sind extrem selten. Im Augenblick sind sie nicht zu befürchten.

Könnten der einsetzende Protektionismus und die Gefahr eines weltweiten Handelskriegs so eine außergewöhnliche Situation darstellen? Sie sind zweifellos eine erhebliche Belastung für die Märkte. Im Augenblick spielt sich das aber nur auf psychologischer Ebene ab. Es würde erst dann real, wenn es sich in stärker fallenden Wachstumsraten manifestieren würde. Das ist derzeit aber nicht zu sehen. Alle Modelle gehen davon aus, dass die diskutierten Handelshemmnisse das BIP-Wachstum allenfalls um ein paar Zehntel Prozentpunkte verringern.

Drittens: In den letzten zehn Jahren haben sich die Verhältnisse spürbar verbessert. Nach dem Einbruch in der großen Finanzkrise waren die Schwankungen der Aktienkurse erheblich kleiner. Sie liefen weitgehend parallel zur Konjunktur. Dazu trugen natürlich die niedrigen Zinsen und die hohe Liquidität bei. Es ist nicht zu erwarten, dass sich das in den nächsten Jahren schnell ändert (zumal die Geldpolitik nur sehr vorsichtig wieder auf einen normaleren Kurs einschwenkt).

Für den Anleger

Sie können beruhigt sein. Auch wenn man es nicht immer so leicht sieht, bestätigt die historische Erfahrung, dass die Konjunktur der entscheidende Treiber der Aktienmärkte ist. Solange die Wirtschaft wächst, werden auch die Kurse nicht stärker einbrechen. Die Störfeuer von der Politik werden zwar weiter stören und die Anleger verunsichern. Sie hebeln die Gesetzmäßigkeiten der Märkte aber nicht aus.

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.