



Aktien: Auf die Konjunktur kommt es an

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Die Aktienmärkte sind derzeit gemessen an den üblichen Indikatoren überbewertet.**
- **Von der Konjunktur sind in diesem Jahr positive Impulse auf die Aktienmärkte zu erwarten, von der Liquidität – hoffentlich – keine negativen.**
- **Das Tempo, mit dem die Kurse seit Anfang dieses Jahres nach oben gegangen sind, ist freilich nicht durchzuhalten. Es wird mehr Schwankungen geben.**

Der Einbruch der weltweiten Aktienmärkte, den viele für den Jahresanfang erwartet hatten, hat nicht stattgefunden. Die Rally ging – bisher – fast unverändert weiter. Ist das ein gutes oder schlechtes Zeichen?

Natürlich wäre es besser gewesen, wenn die Kurse erst noch einmal etwas gesunken wären. Dann hätten sie ein Niveau erreicht, das vielen Investoren attraktiver erschienen wäre. Der Wiedereinstieg in den Markt wäre leichter gefallen.

Andererseits ist es kein Beinbruch, dass es dazu nicht gekommen ist. Allein die Erwartung einer Korrektur hat die Investoren nachdenklicher und vorsichtiger werden lassen. Es wurden Sicherungen in die Portfolien eingebaut. Nicht mehr alle glauben so unisono, dass es mit den Kursen nur nach oben gehen könnte.

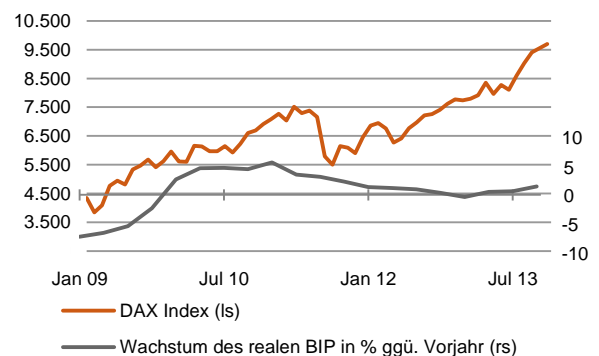
Zudem zeigte sich, dass die Jahresend-Rally nicht nur auf den zu dieser Zeit niedrigen Umsätzen beruhte. Sie ging auch bei größeren Umsätzen weiter. Es ist offenbar noch genug Geld da. Investoren sind bei den jetzigen Kursen bereit, in den Markt einzusteigen.

Inzwischen bewegt freilich ein anderes Thema die Märkte: Das ist die Bewertung der Aktien. Gemessen an allen gängigen Indikatoren sind die gegenwärtigen Kursniveaus zu hoch. Die Überbewertung ist zwar nicht überall extrem, aber sie ist deutlich sichtbar.

Die Grafik zeigt die Entwicklung des DAX im Vergleich mit der deutschen Konjunktur in den letzten fünf Jahren. Bis Mitte 2011 (als es zu einer größeren Korrektur kam) liefen die Aktienmärkte weitgehend parallel zum Aufschwung der Wirtschaft. Die Rally war fundamental abgesichert. Seitdem hat sich das Bild gedreht. Die Kurse steigen zwar weiter, die Zunahme der realen Wirt-

schaftsleistung geht aber zurück. Die Kurse werden nicht mehr fundamental getrieben, sondern durch zunehmende Liquidität. Das ist, man kann es wenden wie man will, eine Blase.

Aktien vom Wirtschaftswachstum entkoppelt



Quelle: Bundesbank

So etwas kann, wie die Erfahrung lehrt, eine Weile gut gehen. Aber irgendwann müssen die Kurven wieder zueinander kommen. Zwei Entwicklungen sind denkbar.

Die schlechte Variante: Die Liquidität nimmt ab, die Kurse fallen. Das könnte passieren, wenn die Zentralbanken das Geld, das sie vorher in die Wirtschaft gepumpt haben, sehr schnell wieder absaugen. Die Zinsen würden ansteigen. Damit sinken die aus der Zukunft abdiskontierten Gewinne. Anleger sichten Mittel aus dem Aktien- in den Rentenmarkt um. Der Zufluss neuer Gelder in Dividendenpapiere nimmt ab.

Bisher sieht es nicht danach aus, dass es bald dazu kommt. Die Federal Reserve, die als erste mit dem Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik begonnen hat, geht sehr vorsichtig vor. Ihrem Versprechen, die Leitzinsen noch eine längere Zeit niedrig zu halten, wird geglaubt. Die Kurse am Rentenmarkt sind zwar gefallen, aber nur moderat. Der US-Aktienmarkt hielt sich erstaunlich stabil.

Die EZB ist bisher noch auf Expansionskurs und denkt über weitere Lockerungen nach. Allerdings verringert sich hier die Zentralbankliquidität (seit einem Jahr um über EUR 700 Mrd. gemessen an der Bilanzsumme der EZB). Die kurzfristigen Zinsen sind in den letzten Monaten von 0,2 auf 0,3 % für Dreimonatsgeld gestiegen.



Auch das hat dem Aktienmarkt aber bisher nicht geschadet.

Freilich: Neue positive Impulse gehen von den Zentralbanken unter diesen Umständen nicht aus.

Die gute Variante: Die Konjunktur zieht an. Die Kurve schließt sich von unten. Dafür sprechen derzeit praktisch alle vorliegenden Prognosen. Sie gehen durchweg von einer Beschleunigung der Wachstumsdynamik in den Industrieländern aus. Das gilt in erster Linie für die USA und Großbritannien. Aber auch in Europa sieht alles danach aus, dass die Wirtschaft schneller expandiert. Nur in Japan dürfte das Wachstum – auch wegen der geplanten Erhöhung der Umsatzsteuer – 2014 niedriger sein.

Das müsste sich dann auch in den Unternehmensgewinnen zeigen. Die Ergebnisse, die derzeit für das vierte Quartal 2013 veröffentlicht werden, sind zwar noch nicht berauschend. Sie sind aber Vergangenheit. Wenn sich das Wachstum in den USA in den kommenden Monaten auf über 3 % verdoppelt und in Deutschland auf wenig-

tens 1,5 % relativ noch mehr zunimmt, dann müssten auch die Gewinne weiter nach oben gehen. Freilich zeigt die Grafik, dass es nicht reicht, dass die Gewinne etwas besser werden. Sie müssen schon gehörig steigen, um die Überbewertung abzubauen. Ob die Konjunktur dafür reicht, ist noch nicht ausgemacht. Insofern muss man sich auf Unsicherheiten und größere Schwankungen einstellen.

Für den Anleger

Schauen Sie auf die Konjunkturdaten. Sie sind für die weitere Entwicklung der Aktienkurse entscheidend. Zur Zeit sehen die Aussichten dafür vergleichsweise gut aus. Sie reichen freilich nicht, noch einmal so ein so exorbitantes Aktienjahr zu begründen, wie dies die Jahre 2013 und 2012 waren. Von der Geldpolitik sind – wenn die Zentralbanken keine Fehler machen – keine negativen Effekte zu erwarten, aber auch keine positiven.

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

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. 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 u. U. 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- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

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 einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) 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 Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. 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, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.