



Neue Zeitrechnung am Aktienmarkt

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

- **Es könnte sein, dass es sich bei der gegenwärtigen Korrektur am Aktienmarkt nicht nur um eine vorübergehende Entwicklung handelt.**
- **Es gibt eine Reihe von Indizien, dass sich das fundamentale Bild ändert. Die "Nachkrisenzeit" könnte auch in Europa zu Ende gehen.**
- **Gesamtwirtschaftlich ist das zu begrüßen. Für die Märkte aber heißt es, dass die goldenen Zeiten vorbeigehen.**

So richtig leicht zu verstehen ist die gegenwärtige Situation der Märkte nicht. Vier Monate gingen die Kurse an den Aktien- und Rentenmärkten steil nach oben. Dann plötzlich, ohne dass sich an den fundamentalen Faktoren etwas Größeres geändert hatte, brach die Entwicklung ab und die Kurse fielen. Was ist hier passiert?

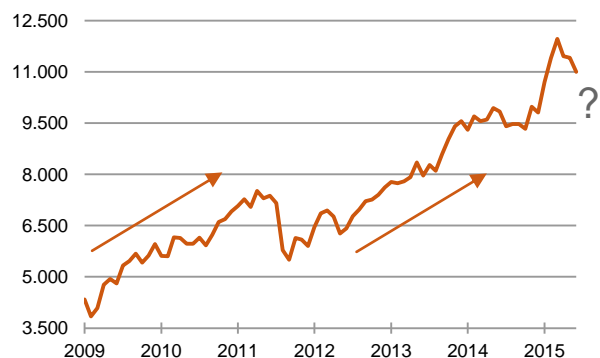
Man könnte es sich leicht machen und auf Griechenland verweisen. Aber die Probleme dort waren schon lange bekannt. Sie haben sich in den letzten Wochen nicht grundsätzlich geändert. Man könnte auch sagen, dass das eine der üblichen "technischen" Korrekturen ist. Wenn die Kurse eine Zeitlang stark steigen, dann muss es auch einmal eine Pause geben. Nach diesem Modell müsste es spätestens im September wieder nach oben gehen. Der Anleger könnte sich zurücklehnen und einfach abwarten, bis die Kurse wieder steigen.

Ich glaube, dass das zu einfach ist und dass mehr dahinter steht. Ist es nicht denkbar, dass sich das fundamentale Umfeld doch geändert hat, nur nicht so offensichtlich? Dass sich zum Beispiel die Zeit der Krisenbewältigung, die die Hausse so stark genährt hatte, dem Ende nähert? Dann kann man sich nicht einfach darauf verlassen, dass nach einer Übergangszeit alles so wie bisher weitergeht. Dann würde eine neue Welt für die Märkte beginnen.

Schauen wir uns die Struktur der bisherigen Entwicklung des DAX seit März 2009 an (siehe Grafik). Da kann man zwei Phasen unterscheiden. Die eine ging von 2009 bis 2011. Hier waren die Aktienkurse im Wesentlichen von der Konjunktur getrieben. Das reale BIP stieg nach der Rezession stark an.

Die Phasen der Aktienhausse

DAX seit 2009



Quelle: Bundesbank

Im Jahr 2011 begann eine neue Phase. Das Wirtschaftswachstum ließ nach und reichte nicht mehr, um die Kurse zu treiben. Dafür wurde die Geldpolitik immer expansiver. Die Europäische Zentralbank senkte die Zinsen. Sie flutete die Märkte mit Liquidität. Wir hatten eine Liquiditätshausse. Die dauert zwar noch an. Die EZB kauft immer noch Wertpapiere. Sie verliert aber an Kraft. Zum einen weil die Amerikaner langsam aus der ultralockeren Geldpolitik aussteigen und jetzt auch noch die Zinsen erhöhen wollen. Zum anderen weil der Instrumentenkasten der EZB leer ist. Sie kann die bisherigen Programme zwar weiterführen. Sie kann aber nichts nachlegen. Der Markt aber lebt immer von der Erwartung künftiger Maßnahmen.

Was aber kommt, wenn diese Phasen auslaufen? Meine Vermutung: Wir stehen vor einer Normalisierung der wirtschaftlichen und monetären Bedingungen. Die Ausnahme-situation mit all den Maßnahmen zur Bekämpfung der Folgen der Finanz- und Eurokrise geht zu Ende. Wir kommen wieder in vernünftigeres Fahrwasser. Ich hatte das im März schon einmal für die USA beschrieben. Jetzt zeigt es sich aber auch hier an verschiedenen Indikatoren.

Einer ist die Inflationsrate. Die Deflationsängste, die uns noch zu Jahresanfang beschäftigt haben, sind vorbei. Die Verbraucherpreise steigen wieder. Die Zunahme ist noch sehr gering (zuletzt 0,3 %). Die Entwicklung geht aber in die richtige Richtung. Ein anderer ist der Ölpreis. Er ist im letzten Jahr um fast 50 % gefallen. Das hat der Konjunktur und den Aktienmärkten sehr geholfen. Jetzt



erholt er sich. Er bewegt sich wieder in Größenordnungen, die tragfähiger sind und länger anhalten könnten. Der Wechselkurs des Euros hatte sich als Folge der Eurokrise und der expansiven Maßnahmen der Geldpolitik stark abgewertet. Jetzt scheint er sich auf niedrigerem Niveau zu fangen. Manch einer denkt schon, dass er sich aufwerten könnte. Die Eurokrise nähert sich dem Ende. Zwar geht es mit Griechenland nach wie vor hoch her. Die Programmländer Irland und Portugal stehen jedoch wieder auf eigenen Beinen. Spanien wächst wieder mit 3 %. Italien und Frankreich haben begriffen, dass sie um Reformen nicht herumkommen.

Sogar die langfristigen Zinsen sind in Bewegung gekommen. Sie haben sich von fast Null auf zeitweise 1 % erhöht. Das war zwar zunächst nur eine der üblichen hektischen Marktschwankungen. Die Zinsen sind auch jetzt noch sehr niedrig. Aber auch das geht in die richtige Richtung. Schließlich zieht die Konjunktur an. Der Aufschwung ist zwar nicht überschwänglich. Aber weil es zum Beispiel in Deutschland an freien Kapazitäten fehlt, führt er zu Engpässen am Arbeitsmarkt und zu einer stärkeren Erhöhung der Löhne.

All das ist noch sehr spekulativ. Manch einer wird Zweifel äußern, ob man daraus schon weiterreichende

Schlussfolgerungen für die Entwicklung der Märkte ziehen darf. Ich widerspreche dem nicht. Ich meine nur, dass man darüber einmal nachdenken sollte.

Für den Anleger ergibt sich eine zwiespältige Schlussfolgerung. Aus übergeordneter Sicht ist das alles zu begrüßen. Wenn es wirklich so kommen sollte, würden Ungleichgewichte abgebaut. Wirtschaft und Finanzmärkte kämen langsam wieder auf die Beine und könnten ohne die Hilfen vor allem der Geldpolitik wieder leben. Der Anlagenotstand mit den ultraniedrigen Zinsen ginge irgendwann zu Ende. Die "Nachkrisenzeit" wäre vorbei.

Auf der anderen Seite werden sich die Märkte in Zukunft nicht mehr so positiv entwickeln. Die Übertreibungen der Geldpolitik in der Vergangenheit waren Gold für die Märkte. Sie trieben die Bewertung der Aktienmärkte an das obere Ende des noch Vertretbaren. Wenn es jetzt sein sollte, dass sich die Geldpolitik normalisiert, dann müssen sich auch die Märkte normalisieren. Das Kursniveau würde sinken. Wenn es das nicht tut, dann muss sich zumindest das Wachstum der Kursindizes verringern (auf vielleicht 6 % bis 8 % pro Jahr). Zweistellige Renditen an den Aktienmärkten würden der Vergangenheit angehören.

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, 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 mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen 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, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation 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 Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen 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 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.