

Wider den Pessimismus am Aktienmarkt

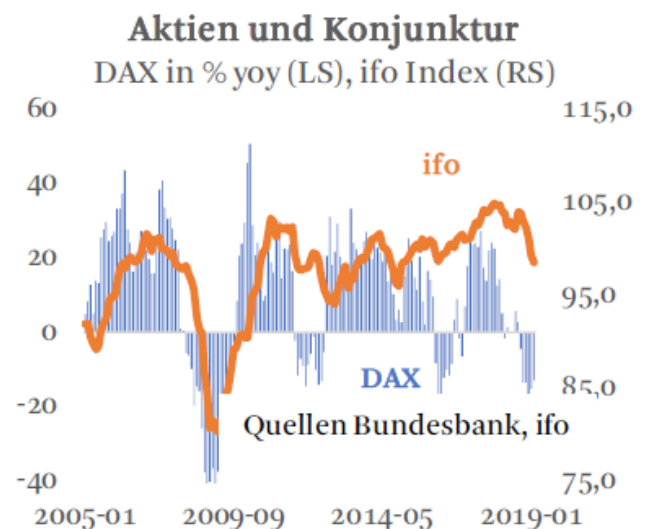
- Warum sich die Aktienmärkte in diesem Jahr besser entwickeln werden als viele das heute annehmen.
- Nach dem derzeitigen konjunkturellen Abschwung folgt der Tiefpunkt des Zyklus, der im Allgemeinen zu den besten Phasen der Aktienmärkte gehört.
- Es könnte sein, dass der Aktienmarkt aktuell bereits die nächste Phase des Zyklus vorwegnimmt.

Viele Anleger haben in den ersten Monaten des Jahres den Zug verpasst. Sie trauten dem Frieden nicht, als die Aktienkurse nach dem starken Einbruch im Dezember plötzlich wieder nach oben gingen. Sie waren nur Zuschauer bei der Rally der ersten Wochen. Immerhin ist der DAX seit Jahresbeginn um 10% gestiegen.

Die Zurückhaltung der Investoren hält nach wie vor an. Sie scheint auch nicht unbegründet. Die Konjunktur schwächt sich weiter ab. Auch in den USA verringert sich das Wachstum. Die Autoindustrie kommt nicht aus dem Abgasskandal heraus. Das Damoklesschwert neuer Zölle droht weiter. Beim Brexit muss sich die Wirtschaft auf das Schlimmste vorbereiten. Wie soll man da optimistisch sein?

Ich möchte mich hier gleichwohl nicht dem allgemeinen Pessimismus anschließen. Selbstverständlich kann und wird es noch Rückschläge geben. So funktioniert nun mal der Markt. Aus Makro-Sicht sind Kurseinbrüche jedoch nicht zwangsläufig. Alle, die aus der schwachen Konjunktur auf einen schlechten Aktienmarkt schließen, unterliegen einem Denkfehler. Warum?

Natürlich hängt die Entwicklung der Aktienkurse von der Konjunktur ab. Wenn sich die gesamtwirtschaftliche Aktivität abschwächt, gehen die Gewinne zurück. Damit entfällt die wichtigste Triebkraft der Aktienkursentwicklung. Dass im Abschwung auch die Zinsen sinken, hilft den Unternehmen zwar. Aber letztlich reicht es nicht, die Konjunktur zu drehen.



In der Grafik habe ich den ifo Geschäftsklima-Index der Veränderung des DAX gegenübergestellt. Es zeigt sich eine enge Korrelation. Immer dann, wenn die Stimmung der Unternehmen besser wird, gehen die Aktienkurse nach oben. Immer dann, wenn der

ifo-Index fällt, gehen sie in den Keller. Der Zusammenhang ist besser, als ich mir das selbst vorgestellt hätte. Insofern erscheint es logisch zu erwarten, dass weitere Abschwächungen bei der Konjunktur auch weitere Kursrückgänge nach sich ziehen.

Das ist aber nur die eine Hälfte der Wahrheit. Übersehen werden dabei nämlich zwei Dinge. Das erste ist die Dynamik der Konjunkturentwicklung. Nach dem Abschwung, in dem wir uns derzeit befinden, folgt der Tiefpunkt. Danach geht es wieder nach oben. Der Abschwung ist für sich genommen die schlechteste Phase am Aktienmarkt. Die Geschäfte der Unternehmen flauen ab. Die Gewinne gehen zurück. Die Zinsen ermäßigen sich erst langsam. Das ist das, was wir erlebt haben.

Im konjunkturellen Tiefpunkt wird das aber ganz anders. Das ist nach der Konjunkturtheorie nämlich die beste Zeit für die Aktien. Dann gehen die Gewinne nicht mehr zurück. Es besteht die Hoffnung, dass die Unternehmen wieder mehr verdienen. Gleichzeitig sind die Zinsen niedrig und entlasten die Kostenrechnung. Das wird auch jetzt wieder so sein. Insofern stehen uns gute Zeiten bevor.

Das zweite, was übersehen wird, ist, dass der Aktienmarkt der tatsächlichen Entwicklung im Zyklus in der Regel vorausläuft. Das ist auch ganz plausibel. Wenn sich die Nachfrage an den Märkten dreht, dann zeigt sich das zuerst in den Geschäften der Unternehmen. Das spürt der Markt bereits. Bis es in den Zahlen der Firmen konsolidiert wird, dauert es. Bis die entsprechenden Konjunkturdaten das

erkennen lassen, vergeht wieder Zeit. Und dann sind die Volkswirte auch nicht so schnell, um den Umschwung als dauerhaft zu diagnostizieren.

Viele setzen die Verzögerung zwischen der Reaktion des Kapitalmarkts und der tatsächlichen Konjunktur mit sechs Monaten an. Das scheint mir, wenn ich mir die Zahlen etwa des ifo Instituts anschau, eher zu lang. Zwei bis drei Monate kommen mir plausibler vor. Im Übrigen kann es auch mal kürzer oder mal länger sein. Es gibt hier kein feststehendes Gesetz.

Wenn das richtig ist, dann bedeutet es, dass die Erholung der Aktienmärkte seit Jahresanfang nicht nur eine vorübergehende Laune des Marktes war. Sie hatte auch nicht nur mit geopolitischen Entwicklungen wie der Entspannung bei den amerikanisch-chinesischen Handelsgesprächen zu tun. Dahinter könnten vielmehr schon die ersten Signale am Markt gestanden haben, dass der Abwärtsdruck der Konjunktur im Laufe des Jahres zu Ende geht.

Noch wichtiger ist aber: Es gibt begründete Hoffnung, dass sich die positive Entwicklung der Aktien im weiteren Verlauf des Jahres fortsetzt. Vielleicht beschleunigt sie sich sogar. Denn dann kommen im Zyklus der Tiefpunkt der Konjunktur und dann der Aufschwung. Wenn wir Glück haben, könnte das zweite Halbjahr für die Märkte sogar noch besser werden. In jedem Fall müssten die Kurse am Jahresende höher sein als heute. Ob der bisherige Höchststand vom Januar 2018 erreicht wird, weiß natürlich niemand.

Denn die geopolitischen Risiken bleiben selbstverständlich bestehen. Wer kann heute schon sagen, ob US-Präsident Trump sich wirklich auf einen Frieden im Handelsstreit einigt? Was bleibt mit der Drohung von Zöllen auf europäische Autoexporte? Wenn es jetzt gelingt, einen „dirty“ Brexit zu vermeiden, heißt das noch nicht, dass das Thema endgültig vom Tisch ist. Hinzu kommen im Mai die Wahlen zum europäischen Parlament mit vermutlich einem Aufschwung der populistischen Parteien. All das könnte den

fundamentalen Schwung an den Aktienmärkten bremsen. In jedem Fall wird die Schwankungsanfälligkeit groß bleiben.

Für den Anleger: Es gibt die allgemeine Regel, dass die erste Jahreshälfte am Aktienmarkt besser ist als die zweite. Also „sell in May and go away“. In diesem Jahr könnte es anders kommen. Wenn die Konjunktur im zweiten Halbjahr den Tiefpunkt erreicht, dann könnte es am Aktienmarkt richtig gut werden.



Dr. Martin Hüfner
 Volkswirtschaftlicher Berater

BNP Paribas S.A. Niederlassung Österreich
 Hello bank!

Dieser Artikel gibt die Meinung des Autors wieder und stellt in keiner Weise eine Finanzanalyse, eine Anlageberatung, ein Angebot zum Kauf oder eine Empfehlung der Hello bank! dar und kann keine fachliche Beratung durch einen Anlage- und/oder Steuerberater ersetzen. Bitte beachten Sie, dass die dargestellten Finanzinstrumente den allgemeinen Wertpapierrisiken unterliegen, insbesondere auch dem Bonitätsrisiko des Emittenten und dem Risiko eines Totalverlustes des eingesetzten Kapitals.