

## Ökonom Hübner: Rücksetzer ja, Crash nein!



Martin Hübner, Chefvolkswirt von Assenagon Asset Management in München

© Assenagon

**Noch ist die Situation an den Aktienmärkten gut. In den nächsten Monaten dürfte es aber schwieriger werden, meint Martin Hübner, Chefvolkswirt von Assenagon. Dennoch: Eine größere Krise wie die in den Jahren 2008/09, 2000/03 oder 1987 ist derzeit wenig wahrscheinlich.**

*Immer wenn es in diesen Tagen am Aktienmarkt nach unten geht, melden sich sofort die Zweifler zu Wort. Könnte es endgültig mit dem neun Jahre dauernden Aufschwung zu Ende gehen? Müssen wir uns auf den großen Crash einstellen? Antworten auf diese und andere essentielle Fragen gibt Martin Hübner, Chefvolkswirt von Assenagon und volkswirtschaftlicher Berater der österreichischen Hello Bank, in seinem neuesten Kommentar. (aa)*

---

Zunächst muss man die Kirche im Dorf lassen. Kursschwankungen an den Märkten sind normal. Ich habe noch nie eine Entwicklung ohne mehr oder weniger regelmäßige Auf's 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 Prozent in drei Monaten, das Platzen der New-Economy-Blase im Jahr 2000 mit einem Einbruch der Kurse um über 70 Prozent und die große Finanzkrise 2008/09 mit einer Verringerung des Aktienindex um über 50 Prozent.

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 Prozent fielen sowie die Durststrecke 2015/16, als sich der Dax in ähnlicher Größenordnung 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 Krisenherden 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 [im Prozentbereich] denkbar. Dies vor allem dann, wenn die Dividendensaison im Mai zu Ende geht. Der Dax könnte dann auch unter 11.000 Punkte fallen.