



## Unsicherheiten um den Wendepunkt

- In der öffentlichen Meinung macht sich die Ansicht breit, der Tiefpunkt der Rezession könnte erreicht sein.
- Die Märkte teilen diese Ansicht nicht. Nicht nur bei den Aktien hat sich die Euphorie der letzten Monate abgekühlt.
- Kapitalmärkte sind nicht so effizient, wie oft behauptet wird. Es gibt daher auch nicht einen Wendepunkt, an dem sich alles dreht.

Wendepunkte zu identifizieren gehört zum Wichtigsten, aber auch Schwierigsten im Leben eines Ökonomen. Derzeit ist viel von einem Wendepunkt, zumindest hinsichtlich der Konjunktur, die Rede. Der Präsident der Europäischen Zentralbank Trichet sprach von einem „inflection point“. Als in der Eurozone die katastrophalen Zahlen für die Entwicklung des Bruttoinlandprodukts im ersten Quartal veröffentlicht wurden, war die öffentliche Meinung keineswegs so entsetzt, wie man es eigentlich hätte erwarten müssen. Vielmehr herrschte die Ansicht vor, dass dies der Tiefpunkt der Krise sei und es von nun an nur noch besser werden könne. In Deutschland ist der ZEW-Index zum sechsten Mal hintereinander gestiegen. Und wie reagieren die Kapitalmärkte? An sich hätte man euphorische Luftsprünge erwarten müssen. Aber nichts davon war zu beobachten. Die Märkte sehen den Stimmungsumschwung eher differenziert und kritisch. Das muss nachdenklich stimmen.

An den Aktienmärkten gingen die Kurse in den letzten zwei Wochen nicht nach oben, sondern unter Schwankungen seitwärts. Der Aufschwung nach dem 9. März, der beispielsweise den DAX in der Spitze um 34% nach oben getrieben hatte, ist beinahe genau in dem Moment zum Stillstand gekommen, in dem die öffentliche Meinung den Wendepunkt diagnostizierte. Bemerkenswert ist, dass diese Entwicklung fast weltweit (Ausnahme China und Indien) zu beobachten ist. Insofern kann er nicht nur als Ausrutscher abgetan werden.

Mehrere Dinge spielen hier eine Rolle. Zum einen hat der Aktienmarkt den Wendepunkt schon zwei Monate früher, nämlich Anfang März, gefeiert. So etwas ist nicht ungewöhnlich. Der Markt eilt der tatsächlichen Entwicklung in aller Regel voraus. Interessant ist aber, dass er jetzt „kalte Füße“ zu bekommen scheint. Die Kurse sind in den letzten zwei Monaten doch etwas zu schnell und zu stark gestiegen. Eine technische Reaktion war daher überfällig. Zum anderen spielt aber wohl auch eine Rolle, dass der Markt offenbar nicht wirklich vom Ende der Krise überzeugt ist. Viele Unternehmen zeigen immer noch schlechte Ergebnisse. Es sieht nicht danach aus, als ob die Gewinne bald wieder nach oben gehen würden. Die Arbeitslosigkeit wird ansteigen, was den privaten Konsum dämpfen wird. Wenn das Bruttoinlandprodukt in den nächsten Quartalen nur weniger (oder vielleicht sogar gar nicht mehr) zurückgehen sollte, ist das nicht der Beginn eines sich selbst tragenden Aufschwungs. Vielmehr ist es lediglich der Reflex der staatlichen Ankurbelungsmassnahmen, die jetzt anfangen in Teilen der Wirtschaft anzukommen.

Ein ähnliches Bild zeigt sich auf den Märkten für Festverzinsliche. Auch hier trauen die Anleger dem Frieden nicht. Die Entwicklung verläuft fast spiegelbildlich zu den Aktien: Als die Aktienkurse stiegen, erhöhten sich auch die Renditen. Seitdem gehen die Zinsen auch am Kapitalmarkt wieder zurück. Das deutet auf das alte Rollenmuster hin: Immer wenn es bei den Aktien auf-

wärts geht, sinken die Kurse bei den Renten und umgekehrt. Anleger schichten flexibel zwischen Aktien und Renten um, um die beste aller Welten zu erreichen.

An dieser Entwicklung sind zwei Dinge bemerkenswert: Zum einen spielen die direkten Interventionen der Zentralbanken an den Kapitalmärkten offenbar eine geringere Rolle, als zu erwarten war. Entweder können die Notenbanken Zinserhöhungen nicht so verhindern, wie sie es mit ihren Interventionen eigentlich angekündigt hatten, oder sie wollen es nicht, um den Markt nicht zu stark zu gängeln. Anleger sollten sich also nicht zu sehr darauf verlassen. Zum anderen ist die Inflationsfurcht – zumindest unter den Profis – weniger verbreitet. Auch zu den niedrigen Renditen von etwas über 3% werden jetzt wieder 10-jährige Papiere gekauft. Dabei weiss jeder, dass hier Kursverluste während der Laufzeit entstehen werden. Es sieht so aus, als setzten doch mehr Investoren als gedacht auf Deflation (bei der sie mit solchen Bonds Kursgewinne erzielen können).

Ein ähnliches Bild wie bei Aktien und Renten zeigt sich beim Ölpreis. Hier ist die Entwicklung sogar noch prononcierter. Er erhöhte sich im März/April von USD 40 auf USD 60 je Barrel, also um insgesamt 50%. Das war eine deutliche Vorwegnahme der konjunkturellen Stabilisierung. Aber auch hier zeigt sich, dass sich die Entwicklung so nicht durchhalten lässt. Der Markt stabilisiert sich etwas unter USD 60 je Barrel. Eine weitere konjunkturelle Verbesserung wird offenbar nicht erwartet.

Dollar und Gold hingegen scheinen mit der konjunkturellen Wende nicht viel zu tun zu haben. Der Dollar schwankte in den letzten beiden Monaten zwischen 1,25 und 1,35. Die jeweiligen Auf- und Abwertungen gegenüber dem Euro wurden häufig mit der Zu- bzw. Abnahme der Risikoneigung bei den Anlegern in Verbindung gebracht. Das ist aber schwer an konkreten Fakten festzumachen. Konjunkturelle Bewegungen spielen hier offenbar keine grosse Rolle.

Ähnlich beim Gold: Sein Preis ist in den letzten zwei Monaten zuerst stark gefallen (um über 10%). Ausgerechnet seit sich die Krise zu entspannen scheint, steigt er wieder an. Das hat wenig mit einem Krisenbarometer zu tun. Auch Angst vor Inflation kann diese Bewegung nicht erklären, denn die Inflationsraten gehen im Augenblick zurück.

Was bedeutet das für den Anleger? Natürlich muss man als Volkswirt vorsichtig sein, Entwicklungen von wenigen Tagen oder Wochen zu interpretieren. Hier können auch immer Zufallsbewegungen eine Rolle spielen. Trotzdem möchte ich zwei Thesen wagen. Erstens trauen die Märkte dem konjunkturellen Frieden nicht. Sie sehen noch keinen Wendepunkt. Zudem fürchten sie, dass eine konjunkturelle Besserung ein zweiseitiges Schwert ist. Denn gleichzeitig mit anziehender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage wird sich die monetäre Situation verschlechtern, und die Zinsen könnten wieder ansteigen. Anleger sollten also vorsichtig sein. Die Stimmung in der Wirtschaft ist besser als die Lage. Der alte Spruch „sell in May and go away“ könnte sich wieder einmal bestätigen.

Zweitens: So rational und effizient wie immer behauptet, sind die Märkte nicht. Auch hier spielen Stimmungen bzw. Sonderentwicklungen in einzelnen Segmenten eine Rolle. Es gibt kein generelles Klingeln an der Börse, sondern verschiedene Töne in unterschiedlichen Segmenten. Anleger sollten daher gar nicht erst versuchen, den Tiefpunkt der Kurse zu treffen.

Aquila Investment AG  
Dr. Martin Hüfner, 19. Mai 2009