



### 2000 und 2008 waren anders

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

- **Die Parallelen der heutigen Situation zu den Aktien-Crashs 2000 und 2008 verunsichern.**
- **Es gibt aber nicht nur Ähnlichkeiten. Die fundamentalen Größen, die die Krisen auslösten, waren damals ganz anders.**
- **Der Rückgang der Kurse der letzten Tage ist nicht der Beginn eines größeren Crashs. Es ist eher ein Suchprozess nach neuen Einsteigsmöglichkeiten.**

Unter den Anlegern am Aktienmarkt geht ein Gespenst um. Könnte 2015 genauso werden wie die Jahre 2000 oder 2008? Damals hatte der DAX jeweils einen Höhepunkt erreicht und stürzte dann dramatisch ab. Müssen wir das jetzt auch wieder befürchten?

Wenn man sich die Entwicklung des DAX anschaut (siehe Grafik), liegt es nahe. In den letzten Jahren erlebten wir einen Kursanstieg, der noch stärker war und noch länger dauerte als der in der Zeit vor 2000 oder 2008. An den Finanzmärkten gibt es – wie damals – Marktüberreibungen allerorten. Unternehmenskäufe und -zusammenschlüsse boomen. Im Mai wurden allein in den USA M&A-Transaktionen im Wert von USD 243 Mrd. abgeschlossen, so viel wie bisher noch nie. Das Geschäft mit Börsengängen floriert. Unternehmen haben es eilig, an der Börse Geld einzusammeln, bevor die Kurse wieder fallen. Geld ist leicht zu bekommen. Die Zinsen sind niedrig.

#### Absturz wie 2000 oder 2008?

DAX Performance-Index



Die Bewertungen der Aktien bewegten sich damals wie heute an der Grenze des Vertretbaren. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV), ein traditionell angewandter Maßstab zur Beurteilung der Märkte, liegt beim DAX heute bei 15, kaum weniger als das 2008 der Fall war (allerdings deutlich unter dem Wert von 2000). Das "Shiller KGV", das der Nobelpreisträger Robert Shiller für den amerikanischen Markt entwickelt hat, ist mit 26 gleich hoch wie in den Jahren 2000 und 2008.

All das deutet auf Blasen hin, die irgendwann platzen müssen. Im Jahr 2000 war es die Dotcom-Blase der New Economy. Im Jahr 2008 waren es die Exzesse am amerikanischen Immobilienmarkt und die darauf beruhenden Kreditverbriefungen, die Investmentbanken in aller Welt zu horrenden Preisen verkauften. Jetzt ist es die Blase, die durch die Nullzinsen und die massive Liquiditätsschaffung der Zentralbanken entstand.

Freilich: Nicht alles ist heute so wie 2000 und 2008. Es gibt auch Unterschiede. Sie werden oft übersehen und unterschätzt (auch ich habe sie mir jetzt erst wieder in Erinnerung rufen müssen). Sie betreffen die volkswirtschaftlichen Fundamentalfaktoren. Sie waren sowohl 2000 als auch 2008 relativ gleich, aber ganz anders als heute.

Vier Punkte sind wichtig: Erstens befand sich die Wirtschaft in beiden Phasen am Ende eines Konjunkturzyklus, der so nicht weitergehen konnte. Er musste in eine Abschwächung und mit rückläufigen Unternehmensgewinnen münden. Im Jahr 2000 nahm die reale Wirtschaftsleistung im Euroraum um 3,8 % zu, im Jahr 2007 um 3,0 %, beides Raten, die deutlich über dem langfristigen Durchschnitt lagen. In Deutschland war das nicht anders.

Zweitens: In beiden Fällen war die Wirtschaft überhitzt. Die Inflation stieg. Im Sommer 1999 belief sich die Geldentwertung im Euroraum noch auf erträgliche 1 %, sechs Monate später hatte sie sich aber schon verdoppelt. Auch das konnte sich so nicht fortsetzen. Ähnlich 2007/2008. Damals lag die Preissteigerung im Sommer noch bei 1,8 %, ein halbes Jahr später schon bei über 3 %.

Drittens: In beiden Fällen war die Notenbank durch die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen alarmiert. Sie zog die geldpolitischen Zügel an und erhöhte die Leitzinsen. Von November 1999 bis Sommer 2000 stieg der Hauptrefinanzierungssatz der Europäischen Zentralbank (die



damals gerade einmal ein Jahr alt war) in fünf Schritten von 1,5 % auf 3,25 %. Das war natürlich Gift für die Aktienmärkte. 2007 waren die Zinsen schon relativ hoch. Sie wurden im Sommer trotzdem noch einmal erhöht.

Viertens schließlich waren die Bonds-Renditen in beiden Phasen relativ hoch. Sie boten den Anlegern daher attraktive Alternativen, wenn sie sich von Aktien trennen wollten. Anfang 2000 lag die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen bei 5 %, Anfang 2008 bei gut 4 %.

In einer solchen gesamtwirtschaftlichen Konstellation mussten Aktienanleger gewarnt sein. Es wäre ein Wunder gewesen, wenn die Börsen aus diesen volkswirtschaftlichen Gründen nicht eingeknickt wären. Dass der Absturz der Kurse dann so stark ausfiel, hatte natürlich etwas mit den bereits erreichten hohen Kursniveaus und mit dem Platzen der Blasen zu tun.

Die volkswirtschaftliche Situation heute könnte nicht gegensätzlicher sein. Weder gibt es einen Boom in der Konjunktur, noch steigen die Preise stärker, noch droht die Zentralbank mit Zinserhöhungen. Die Bonds-Märkte bieten auch keine Renditen, die sie als attraktive Alter-

native zu Aktien empfehlen würden. Damit fehlt die fundamentale Basis, die einen Absturz der Kurse auslösen könnte. Natürlich ist das keine Garantie, dass die Blase nicht trotzdem platzt. Es ist aber ein deutlicher Hinweis, dass man mit simplem Vergleich zu den Jahren 2000 und 2008 vorsichtig sein muss.

### Für den Anleger ist das eine gute Nachricht

Die fundamentalen Gegebenheiten sprechen nicht für eine Korrektur der Börsen, wie es sie in den Jahren 2000 oder 2008 gegeben hat. Das heißt aber nicht, dass die Kurse immer nach oben gehen müssen. Im Augenblick befinden sich die Märkte in einer Suchphase. Nach dem starken Kursanstieg testen die Anleger, wo vernünftige Kursniveaus sein könnten, zu denen sich Neuengagements lohnen. Solche Phasen können länger dauern und sie können auch mit größeren Kurskorrekturen verbunden sein wie etwa im August 2011 (minus 25 %). Es wäre jedoch höchst ungewöhnlich, wenn sie Größenordnungen wie in den Jahren 2000 (minus 70 %) oder 2008 (minus 55 %) erreichen würden.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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 Meinungsaussagen 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](http://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.