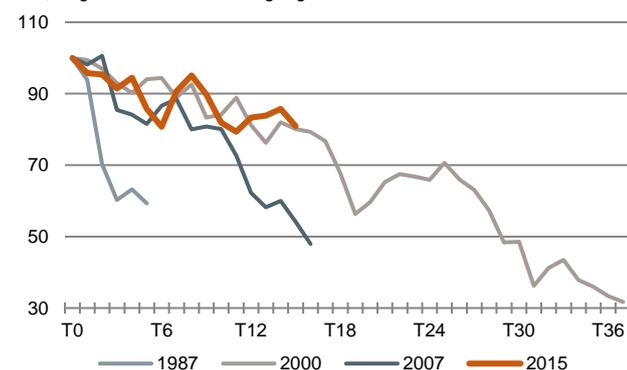


- Vergleich der heutigen Aktienkursentwicklung mit Crashes in früheren Zeiten.
- Eine Wiederholung der früheren Entwicklungen ist unwahrscheinlich. Dazu sind die fundamentalen Bedingungen zu unterschiedlich.
- Aber: Der Crash kommt. Die Erfahrung lehrt, dass es mit den Kursen nicht immer nur nach oben gehen kann.

Seit Jahresbeginn sind die deutschen Aktienkurse gemessen am DAX um 7 % zurückgegangen. Sie liegen inzwischen um 20 % unter dem bisherigen Höchststand im März vorigen Jahres. Könnte es sein, dass das nicht nur ein vorübergehender "Unfall" ist, sondern der Beginn einer längerfristigen Abwärtsbewegung? Stehen wir vor einem neuen Crash?

Ich schaue mir das in diesen Wochenkommentaren regelmäßig und unter unterschiedlichen Aspekten an. Gemessen am Deutschen Aktienindex DAX gab es in der Nachkriegszeit insgesamt drei kritische Phasen (siehe Grafik). Die erste war 1987, als der Index in fünf Monaten um 40 % zurückging. (Sie ist mir noch gut in Erinnerung, weil ich damals zum ersten Mal richtige Panik im Handelsraum erlebte). Die zweite begann im März 2000. Damals platzte die New Economy-Blase und die Aktienkurse gingen in drei Jahren um fast 70 % zurück. Die dritte Crash-Phase setzte 2007 ein. Der DAX ging damals in knapp eineinhalb Jahren um 50 % zurück. Wenn sich so etwas heute wiederholen würde, lägen noch viele Verluste vor dem Anleger. Es würde sich lohnen, die Aktienbestände deutlich zu reduzieren.

CRASH-PHASEN IM VERGLEICH
DAX, Beginn der Abwärtsbewegung = 100



Quelle: Bundesbank

Freilich waren die Crash-Phasen in der Vergangenheit sehr unterschiedlich. Der Einbruch 1987 fällt ganz aus dem Rahmen. Es war ein Crash wie im Lehrbuch: Plötzlich und ohne Vorwarnung, heftig, schmerzhaft, aber glücklicherweise nur sehr kurz. 2007 verlief der Kursrückgang lange Zeit relativ maßvoll (ähnlich wie heute), brach dann aber nach der Leh-

man-Pleite kräftig ein. Da gab es für die Kurse kein Halten mehr. Der Absturz kam erst zum Ende, als Regierungen und Notenbanken die Reißleine zogen und mit allen Mitteln eine größere Krise zu verhindern suchten.

Beide Phasen kommen als Vergleich zu heute kaum in Frage. Die jetzige Entwicklung ähnelt am ehesten der Zeit 2000. In den ersten zwölf Monaten entwickelten sich die Aktienkurse damals ganz ähnlich wie das, was wir heute sehen. In den darauffolgenden zwei Jahren stürzten die Kurse aber ohne erkennbaren neuen Grund noch einmal um 60 % ab. Wenn sich das jetzt wiederholen sollte, dann würde der DAX in den nächsten zwei Jahren noch bis auf unter 4000 (!) zurückgehen.

»Es ist aber ungemütlich.
Vor allem die politischen Risiken
sind hoch und schwer einschätzbar.
Da kann immer mal was passieren.«

Könnte das passieren? Aus fundamentaler Sicht, nein. Dazu sind die Verhältnisse heute ganz anders. Das Wirtschaftswachstum ist zwar nicht berauschend. Es ist aber stabiler als damals. Damit sind auch die Unternehmensgewinne besser. Das reale Bruttoinlandsprodukt ist damals in einigen Quartalen zeitweise absolut zurückgegangen. Hinzu kommt, dass die Stimmung in der Wirtschaft heute besser ist als damals. Der ifo-Index rutschte damals unter die 100er-Marke. Heute liegt er deutlich darüber. Der Euro war auf den Devisenmärkten schwach. Das half zwar der Exportindustrie. Es kamen aber immer mehr Zweifel auf, ob die gerade eingeführte Gemeinschaftswährung wirklich halten würde.

Die Geldpolitik ist diesmal viel "aktienfreundlicher" als damals. Die Europäische Zentralbank hatte ihren Kurs Anfang des Jahres 2000 noch einmal verschärft. Sie erhöhte den Leitzins von 3,5 % auf 4,25 % und behielt ihn über viele Jahre auf diesem hohen Niveau. Das ist in keiner Weise mit der heutigen Situation zu vergleichen.

Schließlich gibt es diesmal – anders als 2000 – keine wirkliche Alternative zu Aktien. Die langfristigen Zinsen waren damals mit um die 5 % vergleichsweise hoch. Wer sich aus dem Aktienmarkt verabschiedete, stand nicht mit leeren

Brechen die Aktien jetzt ein?

20. Juli 2016

Händen da. Er bekam bei Festverzinslichen Wertpapieren ordentliche Erträge.

Es gab eigentlich nur eines, was damals besser war. Das waren die politischen Bedingungen. Die Welt befand sich damals immer noch im Friedenstau nach dem Fall des Eisernen Vorhangs. Der Europäische Binnenmarkt wurde eingeführt und stimulierte die Exporte. In Europa verhandelte man mit den osteuropäischen Ländern über einen Beitritt zur EU. Mit Russland war das Verhältnis entspannter. In Ostasien gab es weniger Krisenherde. So etwas hilft den Aktien, reicht aber nicht, die Entwicklung der Märkte umzukehren. Dies umso mehr als im Nahen Osten auch damals schon gekämpft wurde.

Können wir uns also zurücklehnen und müssen keine Kursrückgänge wie damals befürchten? Nein. Als große Risiken bleiben immer noch die überbordende Liquidität und das hohe Niveau der Kurse. Nach dem inflationsbereinigten Kurs-/Gewinn-Verhältnis des amerikanischen Ökonomen Robert Shiller ("Shiller KGV") ist die Bewertung der Aktienmärkte heute in Deutschland zwar nicht höher als der historische

Durchschnitt. Die US-Märkte liegen jedoch weit darüber. Wenn es dort kracht, dann sind natürlich auch wir betroffen.

Es bleiben zudem die Event-Risiken. Wenn es heute so etwas wie ein "Lehman-Moment" gäbe (zum Beispiel im Zusammenhang mit der Bankenkrise in Italien), dann wäre dies auch für die Aktienmärkte ein schwerer Schlag. Er könnte einen Flächenbrand auslösen.

Für den Anleger

Es sieht im Augenblick nicht so aus, als wenn sich einer der Crashes aus früheren Jahren wiederholen würden. Es ist aber ungemütlich. Vor allem die politischen Risiken sind hoch und schwer einschätzbar. Da kann immer mal was passieren. Die Erfahrung lehrt, dass es nach so langen Phasen steigender Kurse immer mal wieder kracht. Aus fundamentaler Sicht dürften etwaige Einbrüche wegen der niedrigen Zinsen aber nicht so stark ausfallen wie früher.

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 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 Strittigkeitsstand dar.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung 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.