

# Rendezvous mit den grössten Börsencrashes

2008 war ein Ausreisser – Historisch winken nun grosse Gewinne – Entscheidend ist die Konjunktur

Von Reto Rescalli

«Stellen Sie sich einen Truthahn vor, der jeden Tag gefüttert wird. Jede Fütterung erhärtet bei dem Tier die Feststellung, dass die Menschen ihm wohlgesinnt sind, dass sie sich um sein Wohlergehen kümmern. Doch an einem Mittwoch – einen Tag vor Thanksgiving – erlebt der Truthahn eine böse Überraschung.»

Mit dieser Metapher beschreibt Nassim Nicolas Taleb, ein ehemaliger Börsenhändler und heutiger Professor für die Wissenschaft der Unsicherheit an der University of Massachusetts in Amherst, die Fehleranfälligkeit von Prognosen, die auf vergangenheitsbezogenen Daten basieren. Seine Theorie über die Macht «höchst unwahrscheinlicher Ereignisse» hat er in seinem im Herbst auf Deutsch beim Hanser-Verlag erschienenen Buch «Der Schwarze Schwan» dargelegt. Unter einem schwarzen Schwan versteht Taleb einen statistischen Ausreisser, der ausserhalb des Bereichs der Erwartung liegt.

### Der Geist der Grossen Depression

Als schwarzer Schwan wird auch das Börsenjahr 2008 in die Geschichte eingehen: Die Weltbörsen haben 40 bis 60% an Wert verloren. Seit 1900 hat der US-Aktienmarkt nur in drei Kalenderjahren – 1917, 1931 und 2008 – eine derart erhebliche Einbusse erlitten (vgl. Grafik 1). Für die vergangenen hundert Jahre verzeichnet die Chronologie der US-Börsenzyklen insgesamt neun Börsendesaster, darunter die Ölkrise in den Siebzigerjahren und das Platzen der Dotcom-Blase zur Jahrtausendwende. Dazwischen gab es eine Reihe von etwas moderateren Korrekturen. Im Durchschnitt dauerten die Baissemärkte jeweils neunzehn Monate, wobei die Leitindizes rund 35% nachgaben.

Der bis heute schlimmste Börsenabsturz ist der Crash vom März 1929 respektive die darauffolgende Grosse Depres-



Kreditklemme, Kursstürze und Milliardenverluste: 2008 wird als Katastrophenjahr in die Börsengeschichte eingehen. BILDER: REUTERS

sion samt einhergehender Deflationsphase. Damals brach der Dow Jones Industrial in einem mehr als 800 Tage dauernden Bärenmarkt 89,2% ein (vgl. Grafik 2). Der Abschwung geschah nicht in einem einzigen Zug. Knapp zwei Monate nach dem Crash setzte ein temporäres 42%-Rally ein, das bis Frühjahr 1930 dauerte. Darauf folgte ein langer und zermürbender Niedergang bis 1932.

Die Parallelen zur Finanzmarktkrise 2008 sind augenfällig: Nach dem kräftigen Abschwung bis Herbst befinden sich die Börsen seit November in einem Aufwärtstrend, in dessen Verlauf der S&P 500 bisher 15,5% avanciert ist. Wiederholt sich

die Geschichte, wird der Markt noch ein paar Prozentpunkte anziehen – J. P. Morgan Chase erwartet einen vorübergehenden Anstieg des S&P 500 auf 1000 bis 1100 –, ehe dieser prestigeträchtige Index zu einer neuerlichen Korrektur ansetzen wird.

Zu einem ähnlichen Schluss kommt Cyril Baudrillart, technischer Analyst der französischen Grossbank BNP Paribas. Er hat das Börsenjahr 2008 mit den Durchschnittswerten früherer Abschwünge verglichen. Demnach befindet sich der Aktienmarkt gegenwärtig in einem Bärenrally, das sich bis März 2009 fortsetzen wird. Danach zeichne sich eine Korrektur ab, die die Börsen bis September auf neue Tiefes fallen lassen werde. Erst im Jahresendviertel würden die Märkte drehen und zu einem Aufschwung ansetzen

jahre das Teuerungsrisiko abnahm, waren Investoren bereit, für Aktien wieder tiefer in die Tasche zu greifen.

Die Versuchung ist gross, diese Erkenntnisse, die allesamt auf einer Analyse von historischen Daten basieren, auf die gegenwärtige Marktsituation zu extrapolieren. Wer das Prinzip des schwarzen Schwans nachvollzogen hat, der widersteht dieser Versuchung. Denn das Begreifen der Vergangenheit kann uns nur geringfügig dabei helfen, zu erraten, was als Nächstes passieren wird.

### Gefahr Preissenkungsspirale

Wesentlich bedeutsamer für die Entwicklung der Märkte im kommenden Jahr ist die Konjunktur. Fällt die Rezession wider Erwarten einermassen kurz und flach aus, dürften die Börsen das Tief von November im kommenden Jahr nicht mehr unterbieten. Verdüstert sich die Lage weiter – kritisch sind besonders der US-Arbeits- und der Immobilienmarkt –, muss mit neuen, allenfalls schmerzvollen Kursverlusten gerechnet werden.

Wenig erbauend ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass Ökonomen zunehmend das Szenario einer schädlichen Preissenkungsspirale an die Wand malen. Ähnlich wie in den Dreissigerjahren könnten Konsumenten und Unternehmen auf Sparmodus umschalten und Ausgaben sowie Investitionen nach hinten verschieben. Das würde den Wirtschaftsmotor wohl endgültig abwürgen. Die Hoffnung ist daher gross, dass die von verschiedenen Regierungen weltweit angekündigten, milliarden schweren Infrastrukturprogramme genügend Impulse geben werden, um ein Abrutschen in die Deflation zu verhindern.

Allerdings liegen Licht und Schatten nah beieinander. Denn eine allzu extensive Geld- und Konjunkturpolitik ist eine potenzielle Brutstätte für die Inflation – ein Risiko, das Aktien historisch schlecht bekommt.

### Der Vergangenheit widerstehen

Einen weiteren Anhaltspunkt zum möglichen Richtungsverlauf der US-Börsen liefert eine Studie der New Yorker Investmentboutique Ladenburg Thalmann. Sie untersucht die historische, absolute Jahresperformance amerikanischer Aktien in den vergangenen 123 Jahren. In zwei Dritteln der Fälle resultierte eine gewinnträchtige beziehungsweise neutrale Kursentwicklung. Zehn Börsenabschwünge erwiesen sich indes als besonders dramatisch. Das Erstaunliche dabei: Abgesehen von 1894 folgte auf all diese Korrekturzycen jeweils ein Anlagejahr mit überdurchschnittlich hohen Kursgewinnen.

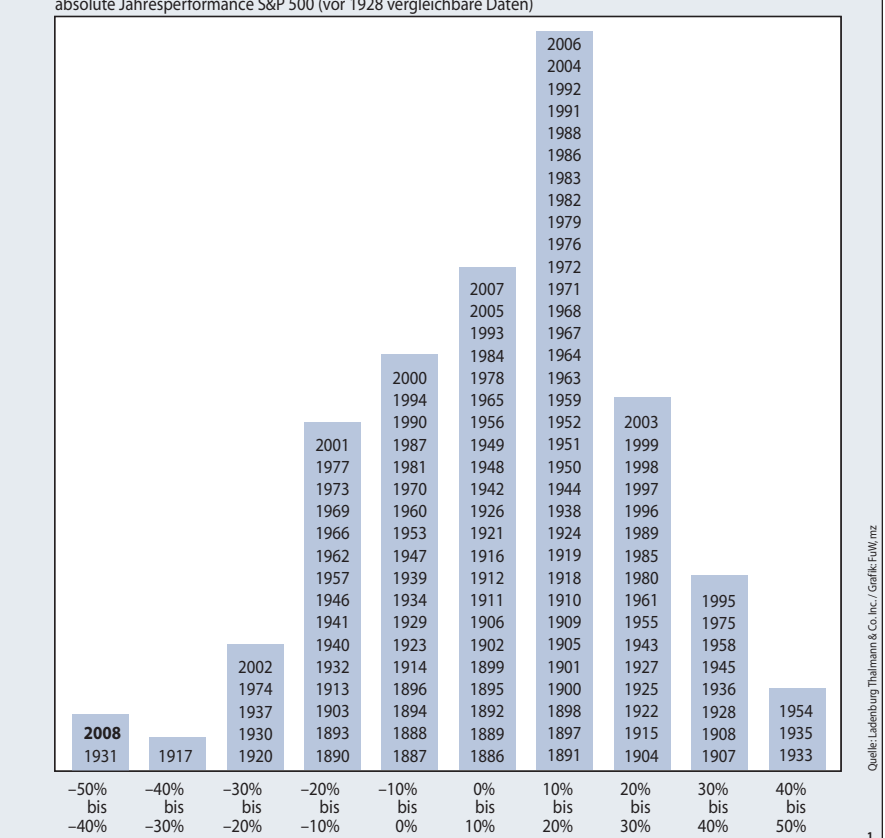
Für steigende Aktienkurse spricht auch der Umstand, dass die Inflation gegenwärtig kein Thema ist. Anleger mögen ein preisstabiles Umfeld. Seit den Sechzigerjahren hat sich eine anziehende Teuerung stets ungünstig auf die amerikanischen Aktienmärkte ausgewirkt. Gemäss einer UBS-Studie, die die Korrelation zwischen Inflation und Börsenzyklen analysiert, war der S&P 500 nie so günstig bewertet wie 1979. Damals notierte die Inflation bei knapp 12%. Erst als Ende der Achtziger-

### Das ewige Ringen zwischen Bären und Bullen

Table with columns: Haussemärkte, Index-Stand, Dauer in Mte., Beginn, Ende, Veränd. in %. Lists market cycles from 1903 to 2007.

Table with columns: Baissemärkte, Index-Stand, Dauer in Mte., Beginn, Ende, Veränd. in %. Lists bear market cycles from 1906 to 2007.

### 2008 ist das zweit schlechteste Börsenjahr seit 1886



### Die vier grossen Finanzkrisen im Vergleich



# Die etwas andere Sicht Finanzkrise von A bis Z

Was für ein Jahr: Katastrophen, Skandale, grausige Doompropheten, Pleiten, Bären, Blasen und Bonmots. Aber im nächsten Jahr wird alles anders, ganz bestimmt: Aufschwung hier, Rekordrendite da. Wer zweifelt daran? Schwarzmalerei und Pessimismus waren gestern – und die lassen wir hier nochmals Revue passieren: das kleine ABC der Finanzmarktkrise und der nicht ganz ernstzunehmende Beitrag zur Krisenbewältigung.

Amerika: Epizentrum der unbegrenzten Möglichkeiten mit bisher ganz ungeahnter Durchschlagskraft. A steht auch für Adam Smith, dessen unsichtbare Hand knallharte Hedge-Fund-Manager locker ausknockt – oder für Assets, die wir in den Bankbilanzen weiter suchen.

Bernanke Ben: Seines Zeichens US-Notenbankchef und Experte für Depressionen. Dank freimütiger Dollarzufuhr besser bekannt als Helikopter-Ben. Unschätzbare Erfinder der unseren Wortschatz immens bereichernden Akronyme NPCPE, TARP, CPFF, TAF und TSLE B für Bear Stearns, die uns einen Bären aufgebunden haben. B auch wie Bailout oder: «Wer hat noch nicht, wer will nochmal?»

Credit Default Swaps: Risikopapiere ohne Risiko zur Absicherung des Risikos im Falle eines riskanten Risikos. Oder wie ging das schon wieder? C für Christopher Cox, Speerspitze der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC in Sachen Bernie Madoffs Survival-Leitfaden für Fondsmanager: «Bekenntnisse eines Hochstaplers».

Depression: Dummerweise haben wir das Attribut «Grosse» bereits 1929 vergeben. D für Deflation oder: Die Japaner haben's bisher überlebt.

Exzess: Wo bitte geht's zur nächsten Blase?

Fannie Mae und Freddie Mac: Das Alptraumduo aus dem Horrorklassiker «Nightmare on Wallstreet».

Greenspan Alan: In Anlehnung an das Filmpos «Once Upon A Time In America» ehrfürchtig auch Konfetti-Al oder Easy-Al genannt. Der Godfather der Kreditkrise.

Housing Bubble: Richtig, die Häuserpreise können nur steigen – immer.

Island: Soll ich mein Sparkonto bei Landsbanki leeren? Nein, im Dienste des Kunden erledigt das die Bank für Sie.

Junk: Wenn der Big Mac von McDonald's wertvoller ist als das Kreditpapier Ihrer Hausbank.

Kapitalismus: Nach wie vor das beste aller fehlerhaften Systeme – trotz schwerer Imagekrise. Wenn schon untergehen, dann bitte mit Stil.

Leverage: Ein Kompendium zur Maximierung von Verlusten. Bitte bei Lehman Brothers nachfragen.

Moral Hazard: Hazard... was?

Nullprozentzins: Toll, das Geld liegt auf der Strasse! Auf welcher bloss?

Obama Barack: Politischer Krisengewinner, der für «Change» steht. Wer pumpt ihm das Kleingeld für den Wandel?

Paulson Henry: Ist er nun Moses oder doch eher Don Quijote? Jedenfalls ist er im Umgang mit den Staatsfinanzen nicht knausrig. Für diese Barmherzigkeit sind wir dankbar.

Quant-Fonds: Bewährter Computerprogrammhandel zur Kapitalverminderung.

Ratingagenturen: Wo Qualität draufsteht, ist nicht zwingend Qualität drin.

Short Seller: Ganz üblicher Spekulant, der 2008 als Einziger den grossen Reibach gemacht hat. Zeitweilig weltweit zur Fahndung ausgeschrieben.

Tarp: Auffangbecken für Unterlassungssünden der Vergangenheit. Eine moderne Variante des Ablasshandels.

UBS: Immer mit der Ruhe, die 60 Milliarden sind ja nicht weg! Sie liegen nur woanders.

Verbriefung: Ein Prozess, in dem Ramsch wundersam zu Dollars veredelt wird.

Wallstreet: Wird nie mehr sein wie früher – zumindest bis zum nächsten Boom und bis die Doktrin der demütigen Vernunft derjenigen der Exzesse weicht.

Xenophobie: Schuld sind die roten Socken in China mit dem zu tiefen Yuan.

Yield für Rendite: Wenigstens wirft der Wodka noch 40% ab.

ZWD: Offizielle Abkürzung für den Simbabwe-Dollar. Mahnmal für den Greenback?