

DAS WERTPAPIER

Zeitschrift für Kapitalanlage

Michael Keppler

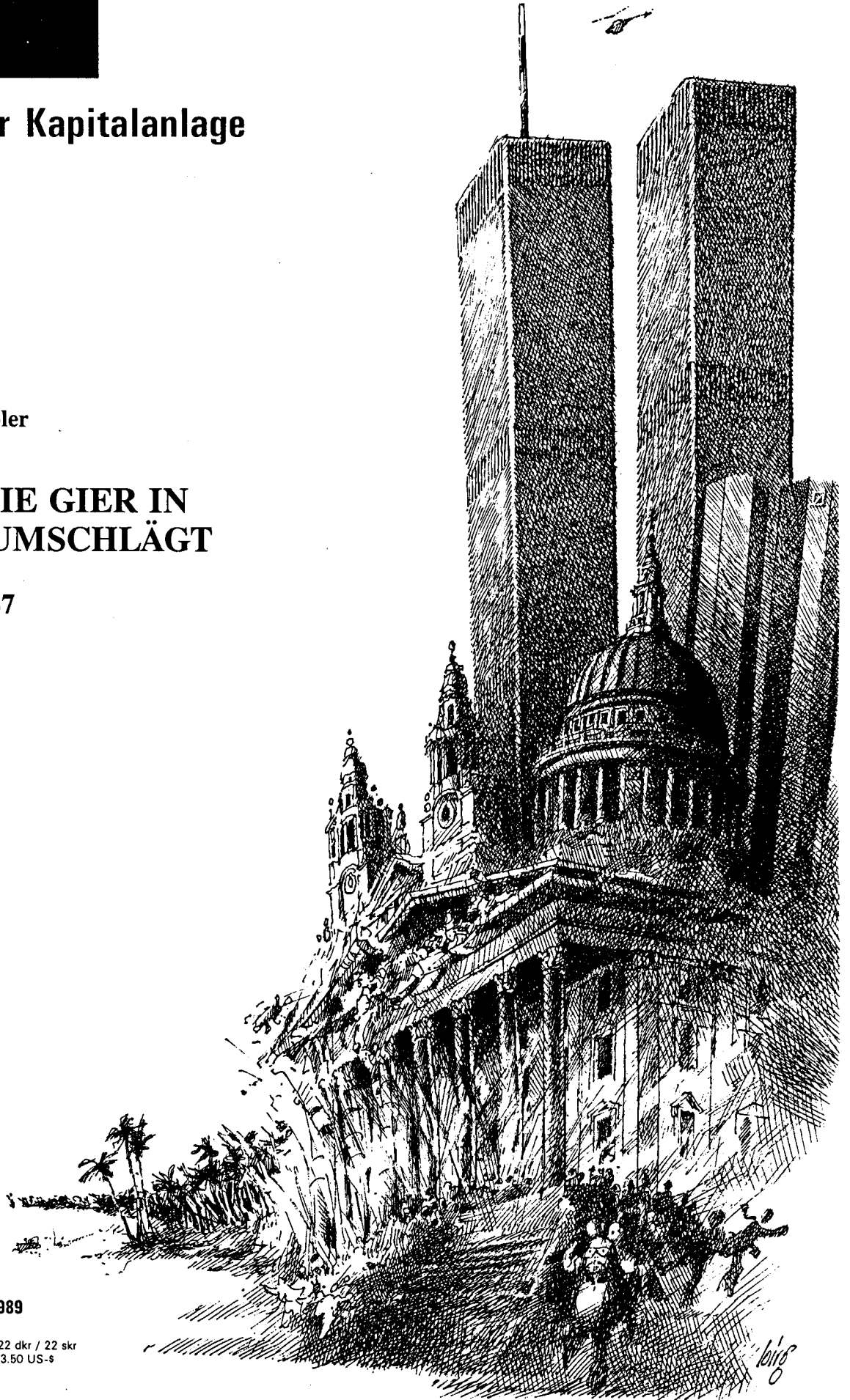
WENN DIE GIER IN
ANGST UMSCHLÄGT

1929 – 1987

22

37. Jahrgang 20. Oktober 1989

5,50 sfr / 40 öS / 20 FF / 22 nkr /
6,50 hfl / 4000 lit / 120 lfr / 120 bfr / 22 dkr / 22 skr
15 Fmk / 1,90 £ / 400 Pta / 450 Esc / 3,50 US-\$



Wenn die Gier in Angst umschlägt

Vor 60 Jahren, im Oktober 1929, erlebte die New Yorker Börse die bis dahin schwärzesten Tage ihrer Geschichte. Der Nachkriegsboom – dessen Rückgang sich bereits seit 1926 abgezeichnet hatte, durch das im Frühjahr 1928 ausgebrochene Spekulationsfieber jedoch noch eine Weile verdeckt worden war – brach im Herbst 1929 mit Getöse zusammen.

Der Crash von 1929 hatte seine Ursache – wie alle panikartigen Kurszusammenbrüche davor und danach – in vorangegangenen spekulativen Übertreibungen. 1929 war der Marktwert der an der New Yorker Börse notierten Aktien mit 90 Mrd \$ nahezu dreimal so hoch wie Anfang 1925, und die Zahl der Aktionäre hatte sich in diesen fünf Jahren verzehnfacht. Anleger konnten Aktien auf Kredit – mit einem Eigenkapitaleinsatz von nur 10 % (heute: 50 %) erwerben. 1929 verfügte jeder 20. Amerikaner über ein Margin-Konto.

Der legendäre Börsenkrach von 1929 wurde im kollektiven Bewußtsein späterer Generationen zum Symbol für die längste und schwerste Wirtschaftskrise in der Geschichte der USA, in deren Verlauf sich die Industrieproduktion bis 1932 auf 54 %, das Bruttosozialprodukt auf 43,5 % des Standes von 1929 verringerte, die Kapazitätsauslastung in der Stahlindustrie auf 20 % sank und 12 Millionen Menschen (einer von vier Beschäftigten) arbeitslos wurden.

Der „Schwarze Freitag“ markierte auch den Beginn einer mehrere Jahre dauernden tiefen Aktien-Baisse, die im Juli 1932 ihren Tiefpunkt erreichte, als der Marktwert aller an der New Yorker Börse gehandelten Aktien, der 1929 noch 90 Mrd \$ betrug, auf weniger als 16 Mrd \$ abgesunken war. Am schlimmsten erwischte es die damaligen Börsenfavoriten wie US Steel, eine Aktie, die 1932 nur noch mit 21 \$, also mit weniger als einem Zehntel ihres Höchstkurses von 262 \$ im Jahr 1929 gehandelt wurde, oder die General Motors-Aktie, die im Kurs von 92 \$ auf 7 \$ fiel. Radio Corporation of America, einer der „Glamour“-Werte der 20er Jahre, war, nachdem der Aktienkurs 1929 einen Höchststand von 115 \$ erreicht hatte, 1932 gar nur noch 3 \$ wert. Der Dow-Jones-Index fiel von seinem Höchststand im September 1929 bis Juli 1932 von 386 auf 41.

Der größte Tagesverlust der amerikanischen Börsengeschichte war jedoch

nicht am 29. Oktober 1929 – als der Dow Jones „nur“ 12,8 % einbüßte – sondern 58 Jahre später, am 19. Oktober 1987. Als an diesem „Bloody Monday“ an der New Yorker Börse die traditionelle Schlußglocke ertönte, hatte der Dow Jones gegenüber dem Vortag 508,32 Punkte bzw. 22,6 % verloren, 604,3 Millionen Aktien (das Doppelte des bisherigen Rekords) waren umgesetzt worden, und die Aktionäre waren um 500 Mrd \$ ärmer, nachdem sie seit dem Höchststand von 2.722,24 Punkten am 25. August 1987 bereits 500 Mrd \$ eingebüßt hatten.

1929 und 1987 – ein Vergleich

„Does 1987 equal 1929?“ – lautete die Schlagzeile der New York Times am 20. Oktober 1987. Obwohl den meisten Kommentatoren die Ähnlichkeiten zwischen den Hausse-Märkten der 20er und der 80er Jahre und gewisse Parallelen im ökonomischen und politischen Bereich – so die Krise der Landwirtschaft, die Instabilität des internationalen Finanzsystems, wachsende protektionistische Tendenzen im Welthandel und die Tatsache, daß 1929 wie 1987 ein konservativer Republikaner das Präsidentenamt bekleidete – ominös für die weitere Entwicklung erschienen, waren die Unterschiede zwischen 1929 und 1987 per saldo größer als die Gemeinsamkeiten.

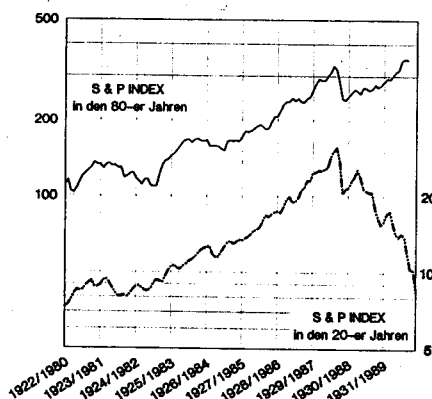
Vergleicht man den Verlauf des Wirtschaftswachstums und der Inflation, die Zusammensetzung des Bruttosozialprodukts, die Arbeitsmarktstruktur, das soziale Netz, den Bundeshaushalt und die Zahlungsbilanz, so fällt einerseits auf, daß die wirtschaftliche

und soziale Entwicklung in den 80er Jahren stabiler und kontinuierlicher verlaufen ist als in den 20er Jahren und der in der Wirtschaftskrise der 30er Jahre geborene New Deal-Liberalismus und die Sozialreformen der 60er Jahre das Gesicht des amerikanischen Kapitalismus nachhaltig verändert und die neokonservative „Reagan-Revolution“ in vieler Hinsicht überdauert haben. Andererseits sind die Vereinigten Staaten heute – im Hinblick auf ihren unrühmlichen Status als größte Schuldernation der Welt, ihre chronisch defizitäre Handels- und Zahlungsbilanz, das Haushaltsdefizit, die hohe Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen und der niedrigen Sparquote – auch mit ganz anderen Problemen und Herausforderungen als in den 20er Jahren konfrontiert.

Die Kapitalmärkte der 20er Jahre sind kaum mit denen der 80er Jahre vergleichbar. Neue Finanzierungs- und Anlageinstrumente und die Globalisierung der Wertpapiermärkte haben die Finanzwelt von Grund auf verändert. 1973 wurde in den USA ein kontinuierlicher Markt für Optionen eingeführt. Weitere Innovationen folgten Anfang der 80er Jahre mit der Einführung von Terminkontrakten auf Aktienindizes und Optionen auf Index-Terminkontrakte, die – in Verbindung mit der Entwicklung des Computer-Programmhändels – einerseits die Nutzung von Kursdifferenzen zwischen dem Kassa- und Terminmarkt und die Absicherung von Wertpapierdepots durch Hedge-Transaktionen am Terminmarkt ermöglichte, andererseits spekulativ eingestellten Marktteilnehmern auch die Möglichkeit bot, mit geringem Kapitaleinsatz (5 bis 10 % des Kontraktwerts, der als Einschub zu hinterlegen ist) hohe Gewinne zu erzielen. Anfang Oktober 1987 erreichte der Nettowert aller ausstehenden Aktienindex-Terminkontrakte 3 Billionen \$ und überstieg damit den Wert aller am Kassamarkt gehandelten Aktien um 50 %. Während die Analysten früher Bilanzen studiert hatten, war eine neue Generation von Investmentbankern nun damit beschäftigt, Options- und Terminkontraktprämien zu berechnen.

Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger, die heute in den USA bereits für rund 80 % der Aktienumsätze verantwortlich sind, glaubten in der sogenannten Portfolio-Insurance – der Absicherung von Wertpapierdepots

AKTIENMARKT USA



durch Transaktionen am Terminmarkt – insbesondere in der Technik des „dynamic hedging“ – eine nahezu narrensichere Möglichkeit gefunden zu haben, an der Hausse am Aktienmarkt zu partizipieren und gleichzeitig die Garantie zu haben, daß das Fondsvermögen stets mindestens zur Abdeckung der Pensionsverbindlichkeiten ausreichen würde: durch den Verkauf von Aktienindex-Terminkontrakten oder den stufenweisen Abbau der Wertpapierbestände bei signifikanten Kursrückgängen und den Kauf von Index-Terminkontrakten bzw. die sukzessive Erhöhung der Wertpapierbestände bei steigenden Kursen.

Portfolio Insurance

Die komplizierten mathematischen Modelle und ausgeklügelten Strategien der Portfeuille-Absicherer beruhen auf simplen Prinzipien: der altbekanntesten Praxis des „pyramiding“ und „stop loss“-Regeln. Theoretisch konnte bei der „dynamischen Absicherung“ nichts schiefgehen. Was ihre Erfinder jedoch nicht oder nicht ausreichend bedacht hatten, war der Einfluß, den durch scharfe Kursrückgänge ausgelöste „Sicherungsgeschäfte“ auf die Kursentwicklung an den Aktien- und Terminmärkten haben würden, zumal diese Transaktionen durch umfangreiche, per Knopfdruck über Computer an die Börse übermittelte Sammelaufträge zum Verkauf ganzer Aktienkörbe durchgeführt wurden, die sich unmittelbar in den Kursen niederschlugen. Am „Schwarzen Montag“ sollte sich jedoch zeigen, daß die „Portfolio Insurance“ in einer Verkaufspanik keine echte Versicherung gegen Kursrisiken bieten kann.

Ende August setzte am US-Aktienmarkt eine durchaus normale Korrektur ein; von seinem Höchststand von 2.722 Punkten verringerte sich der Dow Jones-Index für Industriewerte innerhalb von sieben Wochen um 210 Punkte bzw. knapp 8 %. Für diese Kurskorrektur waren im wesentlichen drei Gründe ausschlaggebend: Erstens war der Markt auf Basis verschiedener konventioneller Bewertungsmaßstäbe wie Dividendenrendite, Kurs/Buchwert- und Kurs/Gewinn-Verhältnis hoch bewertet. Zweitens hatten die Zinsen kräftig zu steigen begonnen. Die langfristigen Anleihezinsen lagen Ende August bereits mehr als zwei Prozentpunkte höher als zu Jahresbeginn, und Anfang September erhöhte die Notenbank zum ersten Mal seit drei Jahren den Diskontsatz, worauf die Banken mit zwei aufeinanderfolgenden Prime-Rate-Erhöhungen reagierten. Als die Treasury-Bond-Zinsen Mitte Oktober 10 % erreichten, erschienen Anleihen wesent-

lich attraktiver als Aktien mit einer Dividendenrendite von nur 2,5 %. Schließlich nahm nach Bekanntgabe der Konsumentenpreise für September, die auf das gesamte Jahr hochgerechnet eine Preissteigerungsrate von über 6 % ergaben, die Inflationsangst der Investoren zu.

Zwischen dem 14. und dem 16. Oktober fiel der Dow Jones um 250 Punkte. Ausgelöst wurde dieser Kurseinbruch durch die hohen Zinsen, enttäuschende Handelsbilanzzahlen sowie Diskussionen über eine Gesetzesvorlage zur Abschaffung der Abzugsfähigkeit von Kreditzinsen zur Finanzierung sogenannter „leveraged buyouts“ (fremdfinanzierter Firmenübernahmen). Die scharfen Kursrückgänge riefen Portfeuille-Absicherer auf den Plan, die in der Woche vom 12. bis 16. Oktober 25.000 S&P-500-Dezember-Terminkontrakte im Wert von 3,7 Mrd \$ verkauften. Am Freitag, dem 16. Oktober, fiel der Dow Jones um 108 Punkte bei einem Rekordvolumen von 338 Millionen Aktien. Damit lag der Dow Jones unter seinem gleitenden 200-Tagesdurchschnitt, was eine Reihe von Börsendiensten veranlaßte, ihren Kunden zu empfehlen, Aktienfonds zu verkaufen und den Erlös in Geldmarktfonds zu parken. Der einflußreiche Börsenguru, Robert Prechter, der prophezeit hatte, daß der Dow Jones auf 3.600 Punkte steigen würde, gab ebenfalls ein Verkaufssignal. Unter dem Eindruck des bis dahin größten Tagesverlusts in der Geschichte der amerikanischen Börse, des ersten Rückgangs von über 100 Dow-Punkten, sowie Äußerungen Finanzminister Bakers, aus denen zu schließen war, daß die Notenbank einen weiteren Dollarverfall nicht verhindern würde, staute sich über das Wochenende ein enormer Verkaufsdruck auf.

19. Oktober 1987

Investmentfondsgesellschaften gaben bereits vor Börseneröffnung Verkaufsaufträge für Aktien im Wert von 500 Mio \$ auf (im weiteren Tagesverlauf sollten sie zusätzlich Aktien im Wert von 300 Mio \$ verkaufen.) Allein fünf Portfeuille-Absicherer – Wells Fargo, Bankers Trust, Aetna, Exxon und der General Motors-Pensionsfonds – plazierten vor der Eröffnung der Terminbörsen in Chicago Verkaufsaufträge über 30 000 Aktienindex-Terminkontrakte im Wert von 4 Mrd \$.

Zur Eröffnung notierte der S&P-500-Dezember-Terminkontrakt bereits 7,6 % niedriger als zu Börsenschluß am Freitag. An der Aktienbörse lagen die Kurse nach verspäteter Eröffnung zahlreicher Aktien rund 7,5 % unter den

Schlußkursen vom Freitag. Aufgrund der massiven Verkäufe von Aktienindex-Terminkontrakten durch Portfeuille-Absicherer und Spekulanten wurden die Kontrakte mit riesigen Abschlägen zu den zugrunde liegenden Kassanotierungen gehandelt. Diese Kursdifferenz veranlaßte die Arbitrageure, Terminkontrakte zu kaufen und Aktien zu verkaufen, wodurch sich die Schere zwischen Futures- und Aktienkursen am späten Vormittag des 19. Oktober kurzfristig wieder schloß. Durch die umfangreichen Aktienverkäufe gerieten jedoch die Aktienkurse weiter unter Druck, so daß sich die Portfeuille-Absicherer erneut gezwungen sahen, Terminkontrakte zu verkaufen, und so die Lawine wieder ins Rollen brachten.

Elektronik überlastet

Durch die mangelnde Kommunikation zwischen Aktien- und Terminbörsen, die extreme Kursvolatilität und erhebliche Verzögerungen bei der Ausführung von Aufträgen und bei der Kursanzeige wurden Aktienindex-Arbitrage-transaktionen stark erschwert. Als das elektronische Auftragsübermittlungssystem (DOT) der New Yorker Börse schließlich hoffnungslos überlastet war, stellten die großen Brokerhäuser den Arbitrage-Handel ganz ein, so daß ein wichtiger stabilisierender Faktor ausfiel. Selbst die Kursmakler, deren Aufgabe es gewesen wäre, für einen geordneten Börsenhandel zu sorgen, drängten durch die gleiche Tür hinaus, die sich – wie nicht anders zu erwarten – als zu schmal erwies.

Program Trading, Portfeuille-Absicherungsstrategien und das Aussetzen der Aktienindex-Arbitrage waren zwar nicht die Ursache für den „Schwarzen Montag“, trugen jedoch dazu bei, daß sich eine scharfe Kurskorrektur zum Börsenkrach ausweitete.

Der entscheidende Faktor für den Crash von 1987 waren jedoch nicht der Computerhandel oder die neuen derivativen Instrumente, die dazu beitrugen, daß die Börse zunehmend Züge eines Casinos annahm. Wie jeder panikartige Zusammenbruch spiegelte auch das Geschehen am 19. Oktober 1987 in erster Linie die menschlichen Emotionen wider, die seit jeher den Gang der Börse bestimmen haben: Gier und Angst. Sie werden auch in Zukunft das Auf und Ab der Kurse beeinflussen und zur Bildung von spekulativen Seifenblasen führen, die schließlich platzen, wenn die Gier nach raschem Reichtum wieder einmal in Panik umschlägt.

Michael Keppler ist Vice President Commerzbank Capital Markets Corporation, New York