

BÖRSEN-RADAR

Ein Crash der anderen Art

Der Börsencrash von 1987 hat mit der jüngsten Finanzkrise nur wenig gemein

Die Börsenkrise von 1987 wäre heute so wohl nicht mehr möglich. Doch «normale» Finanzkrisen sind nach wie vor an der Tagesordnung.

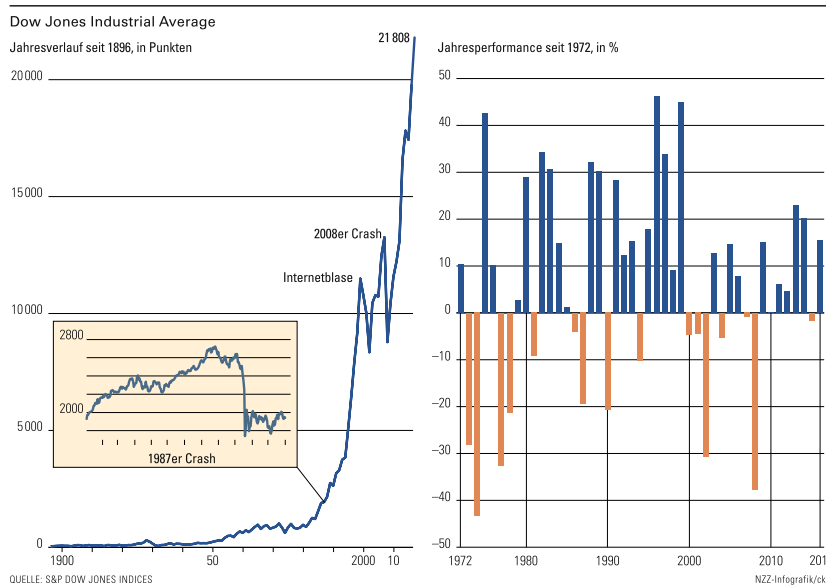
CLAUDIA AEBERSOLD SZALAY

Ganze 22,6% verlor der Dow Jones Industrial Average am 19. Oktober 1987 – so viel wie an keinem anderen bisherigen Tag. Der «Schwarze Montag», wie der Handelstag seither genannt wird, steht für viele Akteure der Finanzbranche wie kein zweiter für Krise und Panik, denn der riesige Kursverlust an jenem Tag stellte selbst den vom 28. Oktober 1929 in den Schatten, der als (Mit-)Auslöser für die Grosse Depression in der Geschichte eingegangen ist. Auch der Einbruch am Tag der Lehman-Pleite während der jüngsten Finanzkrise ist mit dem Kursverlust des «Schwarzen Montags» nicht zu vergleichen.

Systeme am Limit

Die Stimmung an der Börse war schon im unmittelbaren Vorfeld des Crashes angespannt gewesen. Die makroökonomischen Rahmenbedingungen hatten sich eingetrübt, und gleichzeitig wuchsen die Inflations Sorgen sowie, damit verbunden, die Angst vor einem restriktiveren Kurs der US-Notenbank Fed. Eine Änderung des Steuerregimes in den USA (gewisse Steuervergünstigungen für Unternehmensfusionen wurden abgeschafft) sowie der gleichzeitige Verfall einer Vielzahl von Index-Optionen am Freitag vor dem «Schwarzen Montag» hatten bereits in der Vorwoche auf die Kurse gedrückt.

Der Verkaufsdruck am Montagmorgen bei Börseneröffnung in den USA war sehr hoch. Doch der Grund, dass aus einem schlechten Handelstag dann tatsächlich ein Crash wurde, liegt zu einem grossen Teil in den limitierten technischen Kapazitäten jener Zeit. Die vielen Untersuchungen, die im Nachklang der Krise die Ursachen des Crashes aufgeklärt haben, kommen fast unisono zum Schluss, dass die überforderten Handelssysteme jener Zeit einen ganz wesentlichen Beitrag zu Panik und Krise geleistet haben. Damals waren im Börsengeschäft weder E-Mail noch Internet im Einsatz, und die Datenverarbeitung war langsam. Die Drucker, welche die telefonisch oder per Fax übermittelten Handelsaufträge ausdrückten, bevor sie ausgeführt wurden, waren an diesem



Montag heillos überfordert: die Telefonleitungen, durch die neue Orders übermittelt wurden, überlastet. An der New York Stock Exchange kam es zu erheblichen Verzögerungen bei der Ausführung der Aufträge, was für Unsicherheit und Verwirrung sorgte. Heutzutage, wo die internationalen Börsenplätze um Bruchteile von Sekunden bei der Auftragsausführung in Konkurrenz zueinander stehen, ist es kaum mehr vorstellbar, dass am «Schwarzen Montag» die Marktteilnehmer während Stunden nicht wussten, ob ihre limitierten Aufträge ausgeführt worden waren oder ob sie dafür bereits neue Limiten setzen mussten. Die US-Börsen mussten nur schon deshalb früher schliessen, um das angehäufte Handelsvolumen überhaupt abrechnen zu können.

Ein weiterer Brandbeschleuniger des Crashes von 1987 stellten laut unzähligen Studien die vielen «margin calls» dar, also Sicherheitsleistungen, die die Marktteilnehmer im Verlustfall dem Clearing-Haus stellen mussten. An der Derivatebörse Chicago Mercantile Exchange (CME) wurden am Krisentag zehn Mal mehr «margin calls» registriert als üblich. Auch hierbei kam es zu erheblichen

technischen Verzögerungen, selbst bei Gutschriften, denn Banküberweisungen erreichten die CME wegen einer zusätzlichen Computerpanne erst mit Verspätung. Positionen, für die nicht rechtzeitig Sicherheiten nachgeschossen wurden, wurden liquidiert, was die Verkaufswelle noch verschärfte. Der Einbruch an der Derivatebörse war denn auch akzentuierter als beim Dow.

Vor- und Nachteile von Stopps

Die Panik an den US-Börsen, die sich unmittelbar auf sämtliche Börsenplätze der Welt übertrug, wurde erst am Folgetag unter Kontrolle gebracht, als sich die US-Notenbank an die Öffentlichkeit wandte und versprach, dem Finanzsystem Liquidität zur Verfügung zu stellen. Dies war mehr als ein symbolischer Akt zur Wiederherstellung des Vertrauens. Ohne die Notenbankliquidität hätten wohl etliche Banken ihren Verpflichtungen aus den «margin calls» nicht mehr nachkommen können. So aber kehrte die Liquidität und somit das Vertrauen an die Börsen zurück. Nur 15 Monate später waren die Verluste aus dem Crash wieder aufgeholt.

Die technologischen Unzulänglichkeiten von damals unterscheiden den 1987er Crash von der Subprime-Krise von vor zehn Jahren deutlich. Gemeinsam war den beiden Baisse hingegen, dass der Einbruch auf eine mehrjährige Hausse folgte und dass die Bewertungen an den Aktienmärkten in den Jahren vor Ausbruch der Krise förmlich explodiert waren. Trotz diesen Parallelen sind sich die Experten einig, dass dieselbe Art von Crash wie im Jahr 1987 heutzutage nicht mehr möglich wäre. In den vergangenen 30 Jahren wurden gerade als Reaktion auf das Ungemach von 1987 die Systemkapazitäten ganz erheblich erhöht. Ganz zu schweigen vom technologischen Fortschritt, der seither stattgefunden hat. Zudem wurde die Koordination zwischen Spot- und Futures-Märkten, die 1987 gänzlich gefehlt hatte, verbessert.

Ob auch die als Reaktion auf den 1987er Crash eingeführten sogenannten «circuit breaker», die automatischen Unterbrüche des Börsenhandels bei grossen Kurseinbrüchen, zur Stabilität des Systems beitragen, ist unter Experten hingegen umstritten. Dem positiven psychologischen Effekt, dass in pani-

schen Situationen die beteiligten Akteure eine Verschnaufpause erhalten, um wieder einen kühlen Kopf zu erlangen, stehen kontraproduktive Effekte gegenüber. Etwa die Tatsache, dass alle Akteure wissen, wann Unterbrüche zum Einsatz kommen, und deshalb unmittelbar davor noch handeln wollen, weil sie wissen, dies danach für eine gewisse Zeit nicht mehr tun zu können – was die Abwärtsbewegung verstärkt. Handelsstopps werden aber auch grundsätzlich infrage gestellt, weil bei einem Handelsunterbruch die Preise ihre Funktion der Informationsbildung und -übermittlung nicht mehr wahrnehmen können, was laut Kritikern gerade in Krisen sehr wichtig wäre. Untersuchungen zum Handelsplatz Hongkong, der während des 1987er Crashes während vier vollen Tagen geschlossen blieb, zeigen zudem, dass dort der Kursverlust nicht geringer war als an den Börsenplätzen ohne Unterbruch, sondern sogar höher.

«Normale» Krisen noch möglich

Grundsätzlich sind in Krisensituationen aber vor allem eindeutige Regeln für den Handel wichtig. Die Unsicherheit darüber, ob die NYSE oder die Derivatebörse am «Schwarzen Montag» schliessen würden oder nicht, weil eindeutige Regeln fehlten, hat den Crash von 1987 mit Sicherheit verstärkt. Die technische «Aufrüstung», die in den vergangenen 30 Jahren an den grossen Handelsplätzen stattgefunden hat, sowie der technologische Fortschritt per se machen ähnliche Krisen wie 1987 heute unwahrscheinlich. Finanzkrisen, die in der einen oder anderen Form Verschuldungskrisen sind, stellen hingegen nach wie vor eine reale Bedrohung dar – gerade heute, wo die Verschuldung weltweit neue Höchststände erreicht.

Die 5 stärksten und schwächsten Tage des Dow

Tagesperformance, in %

Die besten Tage	Datum	Performance
1.	15. 3. 1933	15,34
2.	6. 10. 1931	14,87
3.	30. 10. 1929	12,34
4.	21. 9. 1932	11,36
5.	13. 10. 2008	11,08
Die schlechtesten Tage	Datum	Performance
1.	19. 10. 1987	-22,61
2.	28. 10. 1929	-12,82
3.	29. 10. 1929	-11,73
4.	6. 11. 1929	-9,92
5.	18. 12. 1899	-8,72

QUELLE: S&P DOW JONES INDICES

VOLATILITÄTS-FINANZPRODUKTE

Anlagen auf Angst-Barometer für Privatanleger ungeeignet

Produkte verlieren gerade in Phasen mit einer ruhigen Marktentwicklung enorm an Wert – das macht eine ständige Überwachung notwendig

MICHAEL FERBER

Während der Finanzkrise hat der CBOE-Volatilitäts-Index – besser bekannt als VIX – eine steile Karriere hingelegt. Da der Index erwartete Schwankungen an den Börsen durch Ausschläge abbildet, wurde er zum «Angst-Barometer» ernannt. Der Index hat auch noch mehrere Brüder und Schwestern, die ebenfalls die erwartete Volatilität an den Finanzmärkten abbilden: Dazu gehören unter anderem der VSTOXX für Europa und der VSMI für die Schweiz. Wie es auf der Website der Börse SIX Swiss Exchange heisst, ist der VSMI so zu interpretieren, dass der Anleger anhand seiner Entwicklung die zu erwartenden Schwankungen im Schweizer Leitbarometer Swiss-Market-Index (SMI) ablesen kann. Der VIX orientiert sich derweil an der erwarteten Volatilität im US-Leitbarometer S&P 500, der VSTOXX an derjenigen im Euro-Stoxx-50, dem

Index der 50 grössten kotierten Unternehmen der Euro-Zone.

Jüngst wenig Ausschläge

Da die Börsen in den vergangenen Jahren stetig gestiegen sind, haben solche Volatilitätsindizes jüngst wenig Ausschläge gezeigt. Der VIX, der die Kosten für Absicherungen gegen Kursverluste des S&P 500 abbildet, lag Ende Juli dieses Jahres bei 9,36 Punkten und damit auf dem niedrigsten Stand seit den neunziger Jahren. Am Markt wurde dies so interpretiert, dass die Investoren derzeit ziemlich sorglos seien. Im November 2008, auf dem Höhepunkt der Finanzkrise, war das Barometer hingegen auf mehr als 80 Punkte gestiegen. Am Freitagabend lag der VIX bei 10,09 Zählern.

Am Markt sind strukturierte Anlageprodukte erhältlich, die die Entwicklung solcher Volatilitätsindizes abbilden. Von der Logik her seien solche Produkte

durchaus sinnvoll, sagt Andreas Homberger vom Vermögensverwalter Hinder Asset Management. Zu ihren Vorteilen gehört, dass sie eine negative Korrelation zum Aktienmarkt aufweisen. Wenn es an den Börsen abwärtsgeht, steigt die Volatilität schliesslich zumeist an, und die Produkte verbuchen Gewinne. So lassen sich die Risiken einer Aktienmarkt-Korrektur abfedern.

In der Praxis haben solche Anlageprodukte hingegen doch sehr viele Haken. Das Fonds-Research-Unternehmen Morningstar hat in einer Studie die Performance solcher strukturierter Produkte untersucht und kommt zu sehr ernüchternden Ergebnissen. Seit der Auflage im Jahr 2010 bis Juli dieses Jahres haben demzufolge Produkte auf den Index VSTOXX rund 75% bzw. 62% an Wert verloren. Vorübergehend hatten die Produkte noch von der Zuspitzung der Euro-Schuldenkrise im Jahr 2011 profitiert.

Laut Homberger ist es ein grosses Problem solcher Produkte, dass diese gerade in Phasen mit einer ruhigen Marktentwicklung enorm an Wert verlieren. Die Produkte hätten einen hohen «negativen Carry» zuungunsten des Anlegers, der sich langfristig bemerkbar mache. Damit ist gemeint, dass Anleger bei solchen Produkten indirekt eine Prämie zahlen dafür, dass viele Investoren nach Produkten suchen, die eine negative Korrelation zum Aktienmarkt haben.

Nichts für Langfristanleger

Solche Volatilitätsprodukte seien daher keine Anlageinstrumente, die man sich längere Zeit ins Depot legen könne, um darauf zu warten, dass sie an Wert gewinnen. Die Volatilität kehrt im Zeitablauf immer wieder zu einem bestimmten Niveau zurück («Mean Reversion»). Man müsse ihre Wertentwicklung ständig überwachen, denn es drohe die Ge-

fahr, dass die Produkte innert kurzer Zeit sehr viel an Wert verlieren, wenn das Marktumfeld unerwartet dreht. Ausserdem können Händler die Barometer nicht «eins zu eins» rekonstruieren, was zu zusätzlichen Kosten führt. Letztlich eignen sich die Produkte, wenn man kurzfristig eine deutlich steigende Volatilität erwartet und in der Lage ist, die Marktentwicklung permanent zu überwachen.

Morningstar rät langfristig orientierten Investoren folglich davon ab, Ableitungen von Volatilitätsindizes wie VIX oder VSTOXX zu erwerben. Homberger empfiehlt Anlegern, die ihr Depot gegen Kursverluste absichern möchten, statt Volatilitäts-Anlageprodukten lieber Put-Optionsscheine zu kaufen. Diese liessen sich einfacher handhaben, und der maximale Verlust sei von vorneherein bekannt. Auch mit Put-Optionen verfolgt man eine Anlagestrategie, die positiv auf steigende Volatilität reagiert.