

**NZZ**

## **Vermutete Zwangsliquidationen**

### **Die Anatomie einer Finanzkrise**

Die Analyse früherer Krisen bietet Anhaltspunkte zur Bewältigung der jüngsten Panik. Fondsmanager haben eine Befürchtung, was zum Absturz beigetragen haben könnte.

Krim Delko  
27.8.2015,

Zur Analyse der Krise lohnt sich ein Blick in die Vergangenheit. Beispiele für Turbulenzen finden sich 1987, 1998, 2001 und 2008 (Aufnahme: IG London). (Bild: Suzanne Plunkett / Reuters)



Selbst Sir Isaac Newton ist angesichts von Finanzkrisen verzweifelt. Als er zu Lebzeiten durch die Südsee-Blase ein Vermögen verlor, soll er gesagt haben: «Ich kann die Bewegung der Sterne berechnen, aber nicht die Verrücktheit von Menschen.» Würde Newton noch leben, würde er heute vielleicht ähnlich reden. Die Aktienmärkte haben von Ende Juli bis Anfang August rund 15% eingebüsst, und viele individuelle Aktien sind noch stärker gefallen. Dazu kommt der Crash an den Rohwarenmärkten, wo der Erdölpreis unter 40 \$ je Fass gefallen ist und Kupfer, Eisenerz und Stahl ebenfalls massiv unter Druck stehen.

### **Ratlosigkeit an der Wall Street**

An der Wall Street herrscht Ratlosigkeit. Führend auf der Liste der Problemkinder ist China und die vermutete Konjunkturverlangsamung. Doch diese ist eigentlich keine Überraschung. Es fällt schwer, die Turbulenzen bloss auf die Abkühlung in China zurückzuführen. Die massiven Bewegungen der Aktienindizes riechen laut Fondsmanagern eher nach Zwangsliquidationen von Marktteilnehmern. Wo diese sitzen und was sich genau in ihren Portfolios befindet, ist die grosse Frage.

Zur Analyse der Krise lohnt sich ein Blick in die Vergangenheit. Beispiele für Turbulenzen finden sich 1987, 1998, 2001 und 2008. Die Korrekturen von 1987 und 1998 sind laut Beobachtern vorwiegend auf das Verhalten von bestimmten Marktteilnehmern zurückzuführen gewesen. Im Gegensatz dazu waren 2001 und 2008 eher Probleme der US-Konjunktur die Ursache des Kollapses.

Der Crash von 1987 war u. a. auf neuartige Portfolio-Strukturen zurückzuführen, die damals «Portfolioinsurance» hießen. Es handelte sich um Finanzprodukte, die institutionellen Investoren eine Art Versicherung gegen den Fall von Aktienkursen bieten sollten. Die Portfolios wurden mit parallelen Leerverkäufen von Index-Terminkontrakten abgesichert. Als dann im Herbst 1987 der Markt abrupt fiel, brach das System zusammen, und der Dow Jones stürzte ab. «Portfolioinsurance» entpuppte sich als Werkzeug von Zauberlehrlingen der Wall-Street-Banken. Ähnliches ist 1998 passiert. Auch hier sorgte eine giftige Mischung aus Finanzderivaten, aggressiven Fondsmanagern und unvorhergesehenen Konsequenzen für einen Absturz. Die Spitze des Eisbergs war damals der Hedge-Fund LTCM, der sich mit einem hohen Fremdkapitaleinsatz selbst zu Fall brachte. Die Zwangsverkäufe von LTCM sorgten für massive Turbulenzen, die andere Vermögenswerte mit in den Abgrund zogen.

Im Gegensatz dazu war die Krise 2001 eine Folge makroökonomischer Missstände und brauchte viel mehr Zeit zur Erholung. Damals brach der Markt zusammen, weil die New-Economy-Blase platzte. Nach dem rasanten Wachstum des Internets entstand fast weltweit ein Ökosystem von Technologiefirmen, deren Bewertung immer weiter nach oben ging. Als Folge davon sahen Manager den Anreiz, in viele, teilweise sinnlose Technologieprojekte zu investieren. Als die Blase 2001 platzte, standen viele Unternehmen plötzlich ohne Umsatz und Cashflow da. Es folgte eine schmerzhaft Anpassung mit drastischen Entlassungen. Die Krise 2001 war also nicht nur eine Panne im Finanzsystem, sondern eine Anpassung an die wirtschaftliche Realität.

## **Hoffen auf die Zentralbank**

Das war auch 2008 so. Diese Krise war ebenfalls die Folge von Fehlinvestitionen. Diesmal handelte es sich jedoch um Immobilien. Millionen von Amerikanern sahen jahrelang den Wert ihrer Häuser steigen. Sie konnten sich so immer mehr Geld leihen, um mehr zu konsumieren. Als das Kartenhaus zusammenbrach, standen viele ohne Geld und Haus da. Es folgte eine dramatische Anpassung des Konsums mit langer und tiefer Rezession. Die Krise 2008 war zwar auch durch «Finanzinnovationen» provoziert worden, doch die Folge davon war beim Konsumenten zu spüren.

Was dieser Tage vor sich geht, fühlt sich laut Fondsmanagern eher an wie 1998 als wie 2008. Sie vermuten, dass spekulative Marktteilnehmer durch den Fall der Rohwarenpreise auf dem falschen Fuss erwischt worden sind. Um eine starke Finanzkrise zu provozieren, müssen diese Marktteilnehmer aber einerseits viel Fremdkapital eingesetzt haben und andererseits eng mit dem Finanzsystem verbunden sein. Die Probleme breiten sich so wie eine Welle nach einem Steinwurf aus und betreffen zahlreiche andere Vermögensklassen.

Die einzig gute Nachricht ist, dass in diesem Fall die Zentralbanken zumindest die Chance haben, das Problem zu isolieren und so den Rest des Marktes vor weiteren Turbulenzen zu bewahren. Dem liegt jedoch die Annahme zugrunde, dass die Behörden die problematischen Marktteilnehmer orten und schnell intervenieren können. Ob ihnen das gelingt, wird sich wohl bald zeigen.