

# Börse: Anatomie einer Krise



Von **Claude Baumann**  
Wirtschaftsredaktor «Weltwoche»

«Gier ist gut», sagte Michael Douglas vor zwanzig Jahren, als er im Film «Wall Street» den ruchlosen Investmentbanker Gordon Gecko spielte. Mit seinem Ausspruch reduzierte er die Leistungskultur in der Finanzbranche auf eine zynische Formel, die sich längst als Redensart eingebürgert hat. Nun, zwanzig Jahre nach «Wall Street», hat die reale Börse nichts von ihrer Dramatik eingebüsst. Die Kurse fallen. Jetzt fordert die Gier ihren Tribut.

Was an den Märkten geschieht, ist allerdings kein isoliertes Phänomen, sondern der Kulminationspunkt in einer langen Entwicklung. Der amerikanische Ökonom Hyman Minsky stellte schon vor vierzig Jahren fest, dass die Börse einem Zyklus gehorcht. Während eines stabilen Aufschwungs gehen die Anleger immer höhere Risiken ein, ohne sich dabei genügend abzusichern. Daraus erwächst eine spekulative Blase, die über kurz oder lang platzt.

## Spekulation auf Fussballtore

Minsky erkannte, dass ein Zyklus aus verschiedenen Phasen besteht. Am Anfang, in der Phase eins, erfolgt ein Paradigmenwechsel; neue Erkenntnisse verändern das Verhalten der Anleger. Im jüngsten Zyklus begünstigten zwei Faktoren den Aufschwung: Erstens setzte die amerikanische Notenbank mit ihren Zinssenkungen zu Beginn des 21. Jahrhunderts eine hohe Kapi-

talliquidität frei. Zweitens eröffnete die Globalisierung den Investoren neue Märkte, etwa in Brasilien, China, Indien oder Russland. Dank der tiefen Zinsen konnten die Hausbesitzer in den USA bessere Konditionen für ihre Hypothekarkredite aushandeln und das dadurch gesparte Geld an der Börse anlegen. Die florierende Wirtschaft in den Schwellenländern wirkte sich positiv auf die Unternehmensergebnisse aus. So begann im März 2003 die Hausse.

Angespornt durch die üppige Liquidität in den Märkten, lancierten die Banken viele neuartige Finanzinstrumente, die den Anlegern hohe Renditen und Kapitalschutz versprachen. Das war Phase zwei. Der Erfolg machte die Geldindustrie noch innovativer. Egal ob Fussballresultate, Wetterprognosen oder Goldpreis, bald gab es für fast jede erdenkliche Spekulation ein Anlagevehikel. Aber auch auf der Weltbühne der Finanzszene ging es geschäftig zu und her: Die Investmentbanker tranchierten die Marktrisiken in immer dünnere Scheiben und verpackten sie in neue Produkte. Die Diversifikation machte Sinn, weil sie die Verbindlichkeiten auf mehr Investoren verteilte. Allerdings wusste mit der Zeit niemand mehr so recht, wer die Risiken hielt.

## Trügerische Euphorie

Vom günstigen Geld profitierten auch die Private-Equity-Investoren. Mit einem wachsenden Anteil an Fremdkapital beteiligten sie sich an immer grösseren Unternehmen. Das stimulierte die Börse und löste eine riesige Transaktionswelle aus. Um selber nicht ein Übernahmepfeifer zu werden, kauften zahlreiche Firmen eigene Aktien zurück. Dadurch stiegen die Kurse weiter. Die Fachwelt spricht in einer solchen Situation von «Over-Trading» – nach Ökonom Minsky Phase drei im Zyklus.

Vor Jahresfrist dann liessen sich einige ungesunde Entwicklungen kaum

mehr ignorieren: Kadenz und Grösse der Deals in der Private-Equity-Branche hatten waghalsige Dimensionen erreicht. In den USA vergaben die Finanzhäuser nunmehr auch armen Leuten günstige Hypothekarkredite. Und an der Börse grassierte eine trügerische Euphorie: Ob Immobilien, Rohstoffe oder Aktien, sämtliche Anlageklassen bewegten sich nach oben. Das war Phase vier.

In Phase fünf erreichen die Börsenindizes neue Höchstwerte. Das war im vergangenen Sommer der Fall: Der deutsche DAX beispielsweise übertraf die 8000er-Marke, und in der Schweiz stieg der Swiss Market Index SMI bis auf 9500. Nach solchen Rekordmeldungen schlägt die Stimmung jedoch rasch um. Plötzlich treten die Ungleichgewichte und vielen Unzulänglichkeiten zutage. Willkommen in Phase sechs, in der Phase des Abscheus, wie sie Hyman Minsky bezeichnet hat.

## Geheimtip Finanzwerte

Wenn die Börsenkurse erodieren, haben die notorischen Untergangspropheten Hochkonjunktur. Ihre Botschaften vom Kollaps des Finanzsystems klingen dann am plausibelsten. Doch die Börse ist kein Eilzug zur Hölle, sondern eher eine Achterbahn, auf der die Risiken laufend neu bewertet werden. Denn letztlich beruht das Investieren nicht auf Modetrends oder spekulativen Prognosen. Es ist vielmehr das redliche Bemühen, den fairen Wert, die wahre Substanz eines Unternehmens, zu erkennen – idealerweise früher als alle anderen Anleger.

Die Gier ist dabei der schlechteste Ratgeber. Wer mit der Masse mit schwimmt, ist erfahrungsgemäss kaum je erfolgreich. Ein Beispiel: Sobald die Banken ihre Bilanzen auf Kreditrisiken abgeklopft haben, werden die «gesunden» Titel, die nun bis zu 20% an Wert verloren haben und darum auch so geschmäht werden, höchst attraktiv sein. ●