

Hausse, Baisse und Stagnation

KARL GEORG ZINN

Schumpeter formulierte in Anlehnung an Clement Juglar die These, daß die einzige Ursache des Abschwungs der Aufschwung wäre. Dieses Diktum läßt sich auf die Wertpapierbörsen übertragen. Die Erklärung der Baisse muß auf die vorhergehende Hausse und deren Ursachen bezogen werden, auch wenn die jeweils auslösenden Momente sowie Ausmaß und Dauer einer Baisse noch viele eigenständige Faktoren widerspiegeln. Mit meist beschwichtigendem Tenor wird in jüngster Zeit von einer „notwendigen Korrektur“ der – spekulativ – überhöhten Börsenkurse geredet, wenn es um eine Einschätzung der Baisse nach dem 19. Oktober 1987 geht. In solchen Kommentierungen thematisiert sich der Zusammenhang von Hausse und Baisse, und es läßt sich fragen, worin der notwendige Korrekturbedarf bestand. Eine „korrekturbedürftige“ Hausse stellt doch wohl eine unerwünschte, von den realwirtschaftlichen Daten her gesehen ungerechtfertigte Kursbewegung dar. Diese Frage verweist wieder auf die Ursachen der Hausse.

1. Kurse sind Preise, aber auch Marktpreise?

Die Wertpapierkurse – wie auch die Devisenkurse – gelten als Preise, die

auf Nachfrage und Angebot reagieren. Damit erfordert die Analyse der Kursbewegungen nicht nur eine Nachfrage-, sondern auch eine Angebotsanalyse. Ein Anstieg oder Rückgang der Nachfrage führt nur zu Preis- bzw. Kursänderungen, wenn das Angebot nicht mitzieht. So trivial dies festzustellen auch ist, so einseitig bleiben doch viele Erklärungsversuche für die Kursbewegungen; mal konzentriert sich die Deutung auf die Nachfrage-, mal auf die Angebotsseite. – Die folgenden Überlegungen versuchen, beide Aspekte zusammen zu sehen und weiterhin die Interdependenz zwischen Börsengeschehen und realwirtschaftlichen Konstellationen einzubeziehen. Es geht nicht um eine irgendwie „vollständige“ Interpretation, sondern um einen bestimmten Wirkungsmechanismus, der allerdings als äußerst wichtig, wenn nicht dominierend für die jüngere Entwicklung verstanden wird.

Gemäß der eingangs formulierten These, daß sich die Baisse – wenn auch nicht ausschließlich – aus der Hausse erklären läßt, wird im folgenden über die Hausse geredet. Warum überstieg die Nachfrage an den Wertpapierbörsen während mehrerer Jahre das Angebot, so daß es zu den starken Kurssteigerungen, sozusagen zu einer Nachfrageinflation auf den Aktienmärkten kommen konnte?

2. Reale Nachfrageschwäche und Börsenboom

Die Nachfrage nach Aktien finanziert sich aus dem Geldvermögen der Wirtschaftssubjekte. Geld, also liquide Mittel, fließen den Wirtschaftseinheiten – Haushalten und Unternehmen – aus Erlösen bzw. Einkommen und aus der Kreditaufnahme zu (vgl.

Abbildung). Die den Wirtschaftssubjekten in einer bestimmten Periode verfügbaren Zahlungsmittel werden – wie aus der Kreislaufbetrachtung bekannt – auf folgende Verwendungszwecke verteilt: Konsumnachfrage, Nachfrage nach Sachkapitalgütern (reale Investition), Nachfrage nach Aktien (Beteiligungserwerb), Hortung (Liquiditätshaltung) und Anlage in festverzinslichen Finanzaktiva (Rentenpapiere, Sparbriefe, Sparguthaben und dgl.).

Bei gegebenem Zufluß von Zahlungsmitteln an die Wirtschaftssubjekte wird die Verwendung von Geld zum Zweck des Beteiligungserwerbs (Aktien), für Rentenanlagen oder Hortung um so größer sein, je geringer Konsum- und Investitionsneigung, also die reale Nachfrage, ausfallen. Auch wenn der durch den Akzelerator beschriebene Zusammenhang von (induzierter) Investition und Konsum außer Betracht bleibt, so läßt sich eine reale Nachfrageschwäche derart konstatieren, daß seit mehr als einem Jahrzehnt die Gesamtnachfrage in den Volkswirtschaften der OECD nicht ausreicht, um Vollbeschäftigung zu gewährleisten. Keynesianisch gesprochen: Die freiwillige Ersparnis übersteigt die freiwillige Investition. Dies gilt, obgleich alle OECD-Länder auch nach der (verbalen) Konsolidierungswelle seit Beginn der 1980er Jahre noch mehr oder weniger hohe Defizite der öffentlichen Haushalte aufweisen.

Die reale Nachfrageschwäche korrespondiert(e) mit der Expansion bei anderen Verwendungsarten der Anlage von Geldkapital bzw. Ersparnissen: Aktien, Rentenwerte, Hortung. Der Anstieg der Aktienkurse findet also paradoxerweise eine Erklärung in der realen Nachfrageschwäche. Geldakkumulation und Realakkumulation drifteten auseinander. Die Anlagebereitschaft in Rentenwerten hätte eigentlich eine (Real-)Zinssenkung bewirken müssen. Seit Anfang der 80er Jahre war jedoch das Gegenteil zu

beobachten: Rückgang der Inflationsraten und Anstieg der Nominalzinsen. Hier besteht der einfache Zusammenhang, daß die westlichen Zentralbanken aus – berechtigter oder hysterischer – Inflationsfurcht und geleitet von der monetaristischen Lehre eine (Nominal-)Hochzinspolitik betrieben, damit auch gewisse inflationspolitische Erfolge erzielten und die rezessive Grundtendenz der westlichen Weltwirtschaft verstärkten. Daraus folgte dann auch via Nachfragerückgang eine Preissenkung auf den Energie- und Rohstoffmärkten, was die Deflationstendenzen am Weltmarkt verstärkte (Anstieg der *terms of trade* der Industrieländer). Daß ein Realzinsanstieg – speziell in einer ohnehin stagnativen Epoche – die Investitionstätigkeit weiter dämpft, wird auch von jenen nicht bestritten, die nicht an klassische Zinsmechanismen glauben.

Belastet wurden und werden durch den hohen (Real-)Zins vor allem aber auch die öffentlichen Haushalte, deren Defizitpolitik einen noch gravierenderen Nachfragemangel am westlichen Weltmarkt verhindert hat. Es braucht hier nicht wiederholt zu werden, daß die Haushaltsdefizite der USA wesentlich zum leichten Konjunkturaufschwung in der OECD nach 1983 beigetragen haben und daß – gemessen am US-Sozialprodukt – die öffentliche Verschuldung Amerikas nicht so gefährlich ist, wie weltweit geklagt wurde. Immerhin ist auch zu beachten, daß ohne Hochzinspolitik die Attraktivität der Rentenwerte für Anleger geringer gewesen wäre, so daß sie womöglich noch stärker in Aktien „investiert“ worden wäre, also die Hausse noch spekulativer verlaufen wäre.

Zusammenfassend gelangen wir zu der These, daß eine gegenläufige Anlagebewegung zwischen Realakkumulation und Geldkapitalakkumulation stattgefunden hat, die zu der Wertpapierhausse führte und jene Aktienkurssteigerungen bewirkte, die – von

den realwirtschaftlichen Grundlagen her (realistische Ertragserwartungen, Vermögenswert der Aktiengesellschaften) gesehen – als überhöht und deshalb „korrekturbedürftig“ schießen. – Doch wie sah/sieht es auf der Angebotsseite des Aktienmarktes aus?

3. Aktienangebot

Das Wertpapierangebot umfaßt den an den Börsen gehandelten Bestand an Wertpapieren sowie die Neuemissionen. Neuemissionen sind im wesentlichen zur Finanzierung von realen Güterkäufen vorgesehen, wenn man von Grundkapitalerhöhungen „auf Vorrat“ absieht. Es geht also bei Wertpapieremissionen – je nach Emittent – um Finanzierung von privaten Investitionen durch Unternehmen, um Finanzierung staatlicher Ausgaben, mögen sie (Infrastruktur-)Investitionen und/oder öffentlichen Verbrauch betreffen, und um (indirekte) Finanzierung von privaten Konsumgüterkäufen, wenn etwa Konsumkreditinstitute am Kapitalmarkt Geld beschaffen.

Es wurde eingangs als Prämisse eine relative Abschwächung der realen Güternachfrage (nach Konsum- und Investitionsgütern) unterstellt, woraus dann die relativ stärkere Nachfrage nach Finanzaktiva hergeleitet wurde. Die relativ schwache reale Nachfrage dämpft nun aber gerade auch die Kreditaufnahme bzw. die Neuemission von Wertpapieren. Denn wenn die Aufnahme von Geld- bzw. Finanzkapital vorwiegend durch den Finanzierungsbedarf für Realinvestitionen begründet ist, so schlägt die schwache Nachfrage nach realen Gütern auf den Finanzierungsbedarf der Investoren zurück; sie brauchen keine Kapitalaufstockung – außer im Fall von nachfragebedingten Einnahmeverlusten, die dann zu „Notstands-Krediten“ führen, also das bekannte Phänomen, daß „gutes“ Geld dem „schlechten“ nach-

geworfen wird, um den Schuldner – auch im Interesse des Gläubigers – vor der Zahlungsunfähigkeit zu bewahren.

Schwache Nachfrage nach realen Gütern kanalisiert relativ viel Geldkapital auf die Wertpapiermärkte. Dort steigt das Angebot jedoch gerade wegen der relativ schwachen Nachfrage nach realen Gütern und des daher auch nur relativ schwachen (Geld-)Kapitalbedarfs nicht oder nur mäßig an. Die Wertpapierhäuser bringen somit – und das erscheint paradox – nicht eine kräftige realwirtschaftliche Wachstumstendenz zum Ausdruck, sondern ist im Gegenteil das Spiegelbild realwirtschaftlicher Wachstumsschwäche in einer hochentwickelten, reichen Volkswirtschaft mit entsprechend hohen Einkommen – und hoher Sparneigung.

Der Überhang der freiwilligen Ersparnis über die freiwillige Investition im gesamten OECD-Raum, auf den man sich wegen der engen real- und finanzwirtschaftlichen Außenverflechtungen der Volkswirtschaften beziehen muß, wenn es um die Analyse der westlichen Weltwirtschaft geht, hatte selbstverständlich realwirtschaftliche Folgen: tendenziell wurde der Wachstumsprozeß – etwa im Vergleich der 1970er und der 1980er Jahre – immer schwächer und die Arbeitslosigkeit stieg tendenziell auf ihren gegenwärtigen Wert von über 30 Millionen Arbeitslosen in der OECD an. Die anhaltend starke Ersparnisbildung in Geldvermögen bei unzureichender Absorption durch reale Investitionen gab den liquiditätsstarken Banken – und anderen Unternehmen – einen Anreiz, immer riskantere Engagements einzugehen. Der Anteil jener Kredite, die als „unproduktiv“ einzustufen sind, wenn man deren Endverwendung (Rüstungsfinanzierung, Finanzierung von Kapitalflucht aus der Dritten Welt, Finanzierung von Konsum etc.) betrachtet, und die deshalb auch in besonders hohem Maße uneinbringlich wurden/werden, hat wohl

während der 1980er Jahre weltweit zugenommen und stellt eine weitere Zukunftshypothek der Industrieländer dar.

4. Die Hausse treibt die Hausse

Das skizzierte Grundmodell (vgl. auch die Abb.) muß durch jene Einflußgrößen ergänzt werden, die sich aus der Eigendynamik einer Hausse herleiten. Hier kommen dann auch länderspezifische Unterschiede bzw. Besonderheiten zum Zuge, wie etwa die mehr oder weniger starke Verbreitung von Aktienbesitz in privaten Haushalten und das damit verbundene Ausmaß von „Spekulationsbereitschaft“ in einer Wirtschaftsgesellschaft. Das Anlagemarketing – mehr oder weniger aggressive Werbemethoden – der am Wertpapierhandel durch Provision etc. profitierenden Institutionen spielt ebenfalls eine Rolle. Die nationale Zinspolitik, die sogenannten „vertrauensbildenden“ Maßnahmen und Redensarten der jeweiligen Regierung, die mehr oder weniger ausgeprägte Aktieneuphorie der Kommentatoren in den Massenmedien, sind ebenfalls spezifische Momente der Erklärung für nationale Besonderheiten während der Hausse-Phase. Ein für die meisten OECD-Länder jedoch gemeinsames Phänomen der vergangenen Jahre ist die konservative Wirtschaftspolitik der „Entstaatlichung“ (Deregulierung, Steuersenkungen, Privatisierungen und dgl.). Diese Politik sprach eine besonders aktienfreundliche Klientel an und hatte ja auch deutliche Begünstigungseffekte für Kapitaleinkommensbezieher. Doch was etwa durch Steuersenkungen an die Gewinnempfänger umverteilt wurde, war ja nicht wirklich verdient, d. h. höherer Wirtschaftsdynamik geschuldet, sondern eben Umverteilung. Dem Kapital ging es gut; nicht sosehr weil es steuerpolitisch zu olympiareifen Wachstums- und Innovationsleistungen angereizt wurde, sondern

weil Steuerbegünstigungen *ceteris paribus* selbstverständlich mehr Nettogewinn übriglassen. Insgesamt setzte die konservative Steuerpolitik in etlichen Ländern jedoch die fatale Praxis fort, Risikokapitalerträge *faktisch* höher zu besteuern als Erträge aus Rentenwerten und dergleichen (Steuerhinterziehungsmöglichkeiten von Zinseinkünften). Wenn ein altes wirtschaftsliberales Diktum zutrifft, demzufolge Privateigentum an Produktionsmitteln nur der Risikobereitschaft halber zu rechtfertigen ist, so erwies sich die konservative Wirtschaftspolitik in etlichen Fällen als recht risiko- und somit eigentumsfeindlich. Dies um so mehr, als konservative Hochzinspolitik den Rentiers, nicht den Risikoträgern zugute kam. Trotz dieser Widersprüche konservativer Begünstigung von Vermögenserträgen bedeutete bereits die Tatsache, daß der Konservatismus politisch vorankam, einen Stimmungsaufschwung bei allen, die vom Kapitalismus im allgemeinen und von der Börse im besonderen ihr Lebensglück erwarten. Die Börsenhausse schien Bestätigung für das neue Zeitalter zu sein.

Wie erwähnt, fällt in die vergangenen Jahre aber auch jener massive Nachfrageschub der US-Haushaltsdefizite; zwar zu schwach, um das Stagnationsproblem für die OECD zu lösen, aber doch stark genug, um sowohl amerikanischen (Rüstungs-) Konzernen als auch europäischen und japanischen Exportindustrien gute Gewinne zu verschaffen. Die Ertragslage vieler Unternehmen, deren Aktien zu den „blue chips“ zählten, sah also nicht schlecht aus. Das gab dem Wertpapierboom eine scheinbare Rechtfertigung von der realwirtschaftlichen Grundlage her.

Auf spekulativen Märkten, wie sie die Börsen darstellen, greifen die bei einzelnen Papieren eintretenden Kursbewegungen mehr oder weniger schnell auf andere über, deren Ertragssituation keineswegs mit der der

„blue chips“ vergleichbar ist. Die Hausse treibt die Hausse. Und diese Selbstverstärkung wird noch durch die Spekulation à la hausse unterstützt: In der Hoffnung auf weitere Kurssteigerungen werden Wertpapierdepots nicht nur gehalten, sondern aufgestockt, so daß sich temporär das Angebot an der Börse weiter verknappt, und die Kurse setzten den Höhenflug fort.

5. Wechselwirkungen

Es läßt sich unter wirtschaftspsychologischem Aspekt nicht ausschließen, daß die günstige Stimmung an der Börse auch positive Wirkungen auf den Realsektor hat(te). Die Zuversicht von Investoren wächst, so daß mit höheren realen Investitionen auch die Nachfrage steigt, und die Rückmeldung über die Investitionsbelebung verbessert wiederum das Börsenklima. Auch bedeuten höhere Investitionen, also mehr Nachfrage nach realen Gütern, bessere Gewinnmöglichkeiten – für die Verkäufer von Investitionsgütern. Dennoch wird selbstverständlich die Ausgangsprämisse, Divergenz von Geldkapital und Realkapitalakkumulation dadurch nicht außer Kraft gesetzt. Deshalb wird bei einem plötzlichen Wertpapierzusammenbruch und dem daraus resultierenden Umschlag der Zukunftserwartungen von Optimismus in Pessimismus die stagnative Grundströmung (wieder) verstärkt. Die Gefahr einer Großen Depression 1988/89 ist nach dem 19. Oktober 1987 erheblich gewachsen.

Selbstverständlich gibt es an den Börsen nicht nur Verlierer. Alle, die ihre Aktien rechtzeitig verkauft haben, können über die Baisse nur lachen. Unternehmen, die neue Aktien zu hohen Kursen ausgaben, haben profitiert. Gleiches gilt für die Finanzminister, die zu „korrekturbedürftigen“ Kursen Aktienpakete aus Staatsbesitz privatisierten. Kleine Sparer

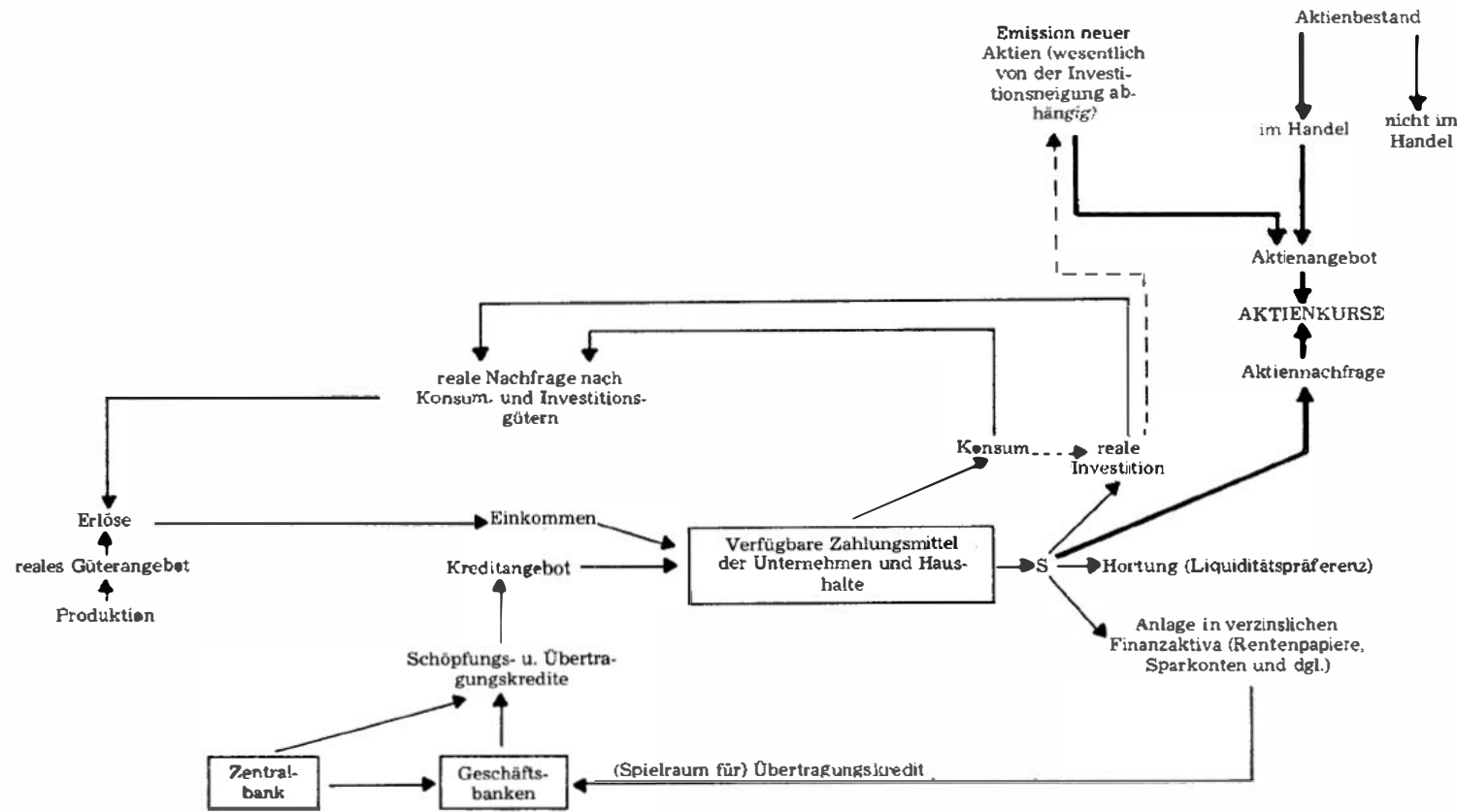
wurden mit Slogans zum Volkskapitalismus, zur Bereitschaft, sich am Risikokapitel der Wirtschaft zu beteiligen, und ähnlich mundigen Verkaufsargumenten betört. Gerade gegenüber den kleinen Anlegern wurde mit der übereilten und bei hohen Kursen vorgenommenen Privatisierungsaktion viel Vertrauen verspielt. Denn es macht wohl einen klaren *moralischen* Unterschied, ob sich ein Anleger von einem Wertpapierberater zu Käufen überreden, von der scheinbar endlosen Hausse und ihrer Propagandawirkung ins Aktienabenteuer verstricken läßt, oder ob gutgläubig auf die Versprechungen von „Vater“ Staat vertraut wird, der allen ein paar Krümel Kapitaleigentum verschaffen will, was so ganz und gar selbstlos erscheint.

6. Resümee

Die Aktienhausse hat ihre wesentliche – paradoxe – Ursache in der stagnativen Grundtendenz der realen Nachfrage seit über einem Jahrzehnt. Die Hausse wurde von politischen Änderungen und deren wirtschaftspolitischen Effekten ausgelöst: Der Konservatismus versprach die Blüte und schürte den Optimismus bis zur Spekulationshysterie und erntete die schwere Krise. Die Ausgangsprämisse über die wachsende Diskrepanz von schwacher Realakkumulation und steigender Geldkapitalakkumulation kann hier nicht auf die tieferen Ursachen zurückgeführt werden. Dazu wäre eine kurze stagnationstheoretische Skizze notwendig. Jedoch seien einige prognostische Bemerkungen angefügt. Die Wahrscheinlichkeit, daß die Baisse an den Börsen auf den Realsektor übergreift, liegt sehr hoch. Hierfür sprechen folgende Gründe:

- Stimmungsumschwung an den Börsen überträgt sich auf die Gesamtwirtschaft;
- die Dollarabwertung wird sich fortsetzen, bis die Abwertungserwartungen wieder in Aufwertungser-

- wartungen umschlagen, und dies kann zu einem Dollar-DM-Kurs weit unter DM 1,50 führen;
- bereits seit 1986 sind rezessive Wachstumsabschwächungen deutlich sichtbar, worauf die Börsen ja auch mit kleineren Kurseinbrüchen reagiert haben;
 - die (konservative) Wirtschaftspolitik ist vorläufig noch in ihren angebotsorientierten Fallstricken gefangen; sie wird wohl erst bei Sichtbarwerden einer großen Depression auf eine klar nachfrageorientierte Politik „sozialdemokratischer Machart“ umschwenken;
 - prinzipiell richtig ist zwar, daß das Doppeldefizit der USA in Haushalt und Leistungsbilanz beseitigt werden muß, aber der richtige Zeitpunkt ist verpaßt und wenn es jetzt unter dem Öffentlichkeitsdruck, der wegen der Präsidentschaftswahlen in den USA (1988) eine Konsolidierung erzwingen könnte, zur „wirksamen“ Sanierungspolitik kommt, so ist die Schußfahrt in die Wirtschaftskatastrophe nur noch mit Anstrengungen abwendbar, die von den meisten gegenwärtigen Regierungen der OECD-Länder nicht zu erwarten sind.



Durch eine Einbeziehung des Staatssektors, der der Übersicht halber ausgespart blieb, ergibt sich keine Veränderung an dem hier skizzierten Grundmodell.