

Erschienen in: Aargauer Zeitung vom 23.10.1999

Der Börsen-Crash von 1929 Historischer Zufall oder Modell für kommende Wirtschaftskrisen?

Karl-Heinz Brodbeck

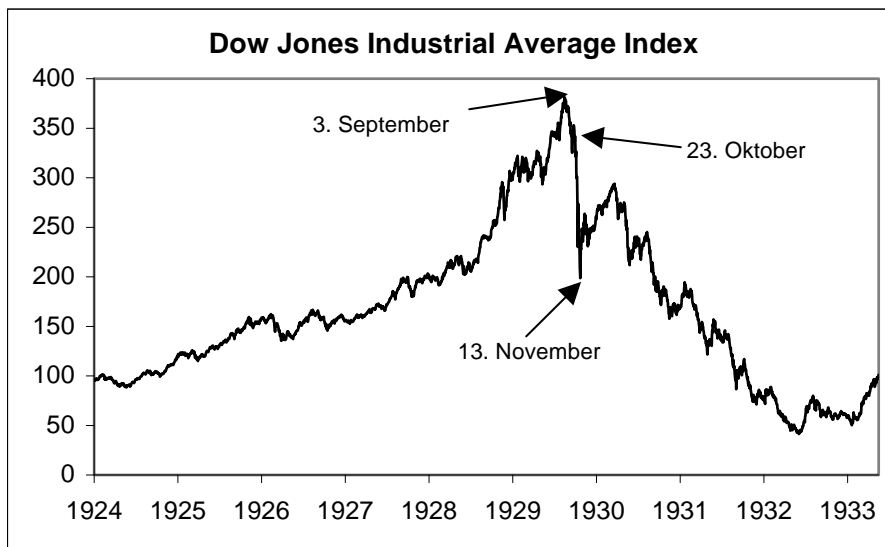
»Die Aktienkurse haben ein dauerhaftes Niveau erreicht. Sie sind nicht zu hoch, und die Wall Street wird nichts dergleichen wie einen Crash erleben.« Das schrieb am 5. September 1929 in der New York Times der bekannteste US-Ökonom der 20er Jahre: Irving Fisher. Es sollte ganz anders kommen.

Die Entwicklung der Aktienkurse Ende der 20er Jahre war gewiß beeindruckend. Am 5. September, dem Tag der zitierten Prognose, erreichte der Dow Jones Industrial Average (DJIA) Index, der Aktienindex der 30 größten US-Unternehmen, einen Rekordwert von 380 Punkten. Noch fünf Jahre zuvor, im September 1924, lag er bei 104 – eine jährliche Wertsteigerung von 30%. Kein Wunder, daß viele Amerikaner den Lockungen des Börsenparketts folgten. »Everybody ought to be rich« titelte Mr. J. Raskob im »Ladies Home Journal«, und nicht nur viele Ladies folgten dem Ruf, durch Aktien rasch reich werden zu können.

Es gab allerdings warnende Stimmen. Der DJIA-Index hatte bereits kleinere Einbrüche erlebt. Am 8. Dezember 1928 waren die Kurse um 5,1% gesunken, erholten sich aber rasch wieder und konnten die allgemeine Überzeugung, in einem »völlig neuen Zeitalter« zu leben, nicht brechen. Die Wirtschaft boomte seit dem Januar 1924. Im Frühjahr 1929 deuteten jedoch die Indikatoren auf eine beginnende Rezession. Der vom »National Bureau of Economic Research« berechnete Zeitpunkt des Konjunkturhochs war in Deutschland im April, in den USA im Juni und in Großbritannien im Juli 1929 erreicht worden. In Amerika zeichnete sich seit längerem eine Landwirtschaftskrise durch sinkende Agrarpreise ab; auch wurde in der Investitionskonjunktur der Jahre zuvor ein hohes Maß an Überkapazitäten aufgebaut. Doch diese Warnsignale wurden überhört. Der Vorsitzende der National City Bank, Charles E. Mitchell, meinte noch am 15. Oktober: »Die Märkte sind nun in einem gesunden Zustand; die Werte sind vernünftig und drücken den allgemeinen Wohlstand unseres Landes aus.«

Die große Ernüchterung setzt Ende Oktober 1929 ein. Am 22. Oktober beginnen die Kurse leicht einzubrechen. Mit einem Minus von 6,3% setzt sich diese Entwicklung am 23. Oktober fort. Über sechs Millionen Aktien wechseln den Besitzer. Der Ticker kann mit den Abschlüssen nicht mithalten. Panik breitet sich aus. Am Donnerstag, den 24. Oktober eröffnet die Wall Street mit niedrigen Kursen, bleibt aber relativ fest. Dieses niedrige Kursniveau wird am Freitag und Samstag trotz eines Aktienumsatzes von acht Millionen Stück gehalten. Aber die beginnende Panik erreicht nun auch Europa und beschert einen »Schwarzen Freitag«. Noch beschwichtigen die Kommentatoren in der Wochenendpresse: Es sei eine »technische Reaktion«. Doch am Montag, den 28. Oktober 1929 setzt sich die Panik fort. Der DJIA-Index sinkt um 12,8%, am Dienstag um 11,7%. Und das ist erst der Anfang eines beispiellosen Absturzes. Mit kleineren Erholungsphasen sinkt der Dow Jones Index im Trend und erreicht am 8. Juli 1932 mit 41,2 Punkten seinen Tiefstwert. Das sind nur noch 11% des Höchstwertes vom September 1929. Die Anleger mußten über 25 Jahre - bis zum 23. November 1954 - warten, um das alte Kursniveau wieder zu erreichen.

Der Crash des Jahres 1929 war der Auftakt zur Großen Depression der 30er Jahre. Die Abwärtsentwicklung an der Aktienbörse mauserte sich zur Weltwirtschaftskrise. Die Vorboten waren weltweit erkennbar. Große internationale Wertpapiermärkte hatten bereits vor dem Oktober-Crash nachgegeben, so der deutsche 1927, der englische Mitte 1928, der französische im Februar 1929. Nur die Wiener Börse, die noch 1873 die große Weltwirtschaftskrise in den 70er Jahren des 19. Jahrhunderts einläutete, wartete bis 1931. Zentrum des Geschehens war aber New York und ist es bis heute geblieben. Geblieben ist auch die Frage: War der Oktober-Crash 1929 nur eine, wie Paul A. Samuelson sagte, »Verquickung unglücklicher historischer Umstände«? Oder offenbarte der Crash eine strukturelle Instabilität des Kapitalismus, die sich früher oder später wieder zeigen muß?



Bei der Suche nach einer Antwort müssen zwei Fragen auseinandergehalten werden: Die eine Frage nach einer Erklärung der Kursbewegungen an den Wertpapiermärkten, und die ganz andere Frage der Wechselwirkung zwischen Gesamtwirtschaft und Aktienmarkt. Crashes an den Aktienmärkten führten keineswegs immer in eine Rezession. Der Kurssturz vom 19. Oktober 1987 mit - 22,6% (weit mehr als 1929) blieb ohne negative Auswirkung auf die Konjunktur.

Blicken wir zuerst auf die Frage: Wie kann man die Bewegung der Aktienkurse erklären? Der gebräuchlichste Ansatz besteht darin, *Fundamentalwerte* zu berechnen. Unter einem Fundamentalwert versteht man die mit dem langfristigen Marktzinssatz abdiskontierte Summe der erwarteten Dividenden einer Aktie. Nehmen die ausgeschütteten Unternehmensgewinne zu, so steigt der Fundamentalwert; ebenso bei sinkenden Zinssätzen. Diese Methode verwendet die US-Notenbank. Man wählt hierzu den S&P500-Aktienindex als Basis (er erfaßt 500 amerikanische Unternehmen), legt die Gewinnschätzungen des nächsten Jahres zugrunde, dividiert sie durch die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und multipliziert mit 100. Ende September 1999 ergab sich daraus ein Fundamentalwert von ca. 950. Die Schwierigkeit liegt aber in der Frage: Halten sich auch die Anleger an diese Regel? Offenbar nicht immer. Der tatsächliche Wert des S&P500-Index lag Ende September 1999 um 250 Punkte höher, bei über 1200 Punkten.

Wie kann man derartige Abweichungen erklären? Es gibt im Grunde zwei Antworten. Ökonomen, die den Märkten hohe Rationalität zubilligen, gehen von bloßen »Zufallsschwankungen« aus. Eine andere Denkschule unterstellt ein irrationales Verhalten der Anleger und erklärt langfristige Abweichungen des Kurswertes von den Fundamentalwerten (»Blasen«) durch eine psychologisch zu erklärende Kaufmanie. Professionelle Anleger orientieren sich eher an Fundamentalwerten, so lautet diese These, doch bei einem andauernden Bullen-Markt werden auch viele Kleinanleger zu Spekulanten, die sich von aktuellen Kurswerten blenden lassen. Die Hoffnung auf steigende Kurse erfüllt sich zunächst gerade deshalb, weil dadurch die Nachfrage nach Aktien steigt und zu einem weiteren Kursanstieg führt. Allerdings lockt dies auch viele Neuemissionen von Aktien an; das Angebot steigt. Irgendwann kommt es dann zu Gewinnmitnahmen (zum Verkauf der Aktien) und der Markt kippt.

Beide Erklärungsversuche sind unbefriedigend geblieben. Beim Crash von 1987 blieben die Kleinanleger wider Erwarten ruhig, während professionelle Anleger der Verkaufsohne ihres Computerprogramms folgten. Auch die Erklärung der Kursbewegungen durch Zufallsschwankungen ist fraglich geworden. Zwar hat man komplexe Modelle zur Erfassung von Zufallseinflüssen entwickelt und neue Anlageformen erdacht (Zukunftskontrakte, Optionsscheine, Hedge-Fonds usw.). Doch die praktische Anwendung dieser Modelle hat eine jähe Ernüchterung erfahren, als ein großer US-amerikanischer Hedge-Fond (Long Term Capital Management, LTCM) durch die Anwendung solcher Modelle im September 1998 Milliardenverluste erleiden mußte. Ein Jahr zuvor waren die Erfinder dieses mathematischen Modells und Berater von LTCM (Robert Merton und Myron Scholes) noch mit dem Wirtschaftsnobelpreis gekürt worden.

Tatsächlich beruht die Annahme, man könne Kursbewegungen durch mathematische Modelle prognostizieren, auf einer fragwürdigen Voraussetzung. Märkte funktionieren nicht wie leblose Maschinen. Die Anleger handeln nicht blind. Sie nutzen vielfältige Informationen, Empfehlungen und Modell-Simulationen in ihren Entscheidungen. In die Kurse fließen Theorien, Modelle und Erwartungen der Marktteilnehmer mit ein. Die Theorie wirkt auf die Realität zurück, die sie erklären will. Deshalb können ökonomische Theorien nicht die Wirkung ihrer eigenen Anwendung vorhersagen. Man wird auf die Massenpsychologie zurückverwiesen – doch damit lassen sich keine verwertbaren Prognosen formulieren.

Auch in der zweiten Frage, der nach der Rückwirkung der Aktienmärkte auf die Gesamtwirtschaft, gibt es keine einhellige Antwort. Der Crash von 1929 erschütterte grundlegend den liberalen Glauben an die Stabilität der Märkte. John Maynard Keynes formulierte 1936 vor dem Hintergrund dieser Erfahrung eine neue Theorie, in der die Spekulation eine zentrale Rolle spielt. Seine Schlußfolgerung lautete: Der Kapitalismus neigt zu Unterbeschäftigung aufgrund der Wechselwirkung zwischen Geld-, Kapital- und Gütermarkt. Der Staat muß durch defizitfinanzierte Ausgaben Nachfrageeinbrüche ersetzen. (Bei sinkenden Löhnen und Aktienkursen sinkt auch der private Konsum.) Ein Haushaltsdefizit führt meist zu einer höheren Inflationsrate. Dies wiederum senkt den Anreiz für Spekulanten, Geld unproduktiv zu horten, und fördert so die Anlage in Sachkapital.

Der Siegeszug des Keynesianismus nach dem zweiten Weltkrieg endete allerdings in der Weltrezession der 70er Jahre, in der wider die Keynessche Erwartung Inflation *und* Arbeitslosigkeit andauerten («Stagflation»). Diese Erfahrung führte zur großen Wende in den Wirtschaftswissenschaften und ebnete dem Monetarismus den Weg. Milton Friedman, Schüler von Irving Fisher, trat der Keynesschen Vorstellung einer langfristigen Instabilität der Märkte entgegen. Er forderte einen Rückzug des Staates aus der Wirtschaft und eine vorhersehbare, stabile Geldpolitik. Den Grund für den Crash von 1929 und die nachfolgende Weltwirtschaftskrise sah Friedman in einer falschen Notenbankpolitik, nicht in einer strukturellen Instabilität des Kapitalismus. Der wieder erstarkte Glaube an die Stabilität der Märkte prägt auch den heutigen Neoliberalismus.

Doch die Notenbanken waren in den 20er Jahren in einer Zwickmühle. Seit 1925 hatten sich die wichtigsten Industrieländer auf den Goldstandard, also ein System fixer Wechselkurse geeinigt.

Durch die Stabilisierung der Wechselkurse waren den Notenbanken im Inland die Hände gebunden. So erfolgte die Reaktion auf den Crash spät und förderte den Zusammenbruch des Banksystems. Aber auch der Verzicht auf eine Stabilisierung der Wechselkurse kann Währungszusammenbrüche wie in der Asienkrise nicht verhindern. Zudem können der Notenbank auch aus anderen Gründen die Hände gebunden sein: Sind die Zinssätze bereits sehr niedrig und befindet sich Wirtschaft an der Schwelle zu einer Deflation, dann wird die Geldpolitik wirkungslos. Ein Zinssatz von nahe Null kann nicht mehr gesenkt werden. Keynes nannte das die »Liquiditätsfalle«, das Kennzeichen der 30er Jahre. Paul Krugman, Querdenker unter den amerikanischen Ökonomen, diagnostiziert dieselbe Situation heute wieder für die japanische Wirtschaft. Wenn die Investoren sich den *besten* Bedingungen gegenübersehen - stabiles Preisniveau, niedrige Zinssätze, hohe Gewinne -, dann können sie keine Verbesserungen mehr erwarten. Kurssteigerungen an den Aktienmärkten leben aber von der Erwartung positiver *Veränderungen*. Erreicht man einen Gipfel, dann geht der Weg nur noch abwärts weiter.

Können sich also die Ereignisse von 1929 wiederholen? Sie haben sich zum Teil bereits wiederholt, in der Asienkrise nach 1997, die in vieler Hinsicht der Situation nach 1929 ähnelt – mit einem wichtigen Unterschied: noch scheint der Kursanstieg an der Wall Street und in Europa kaum gebrochen. In den USA zieht die Aktienbörse sogar den privaten Konsum mit – ein historisch neues Phänomen. Aber der Aktienboom verdankt sich vor allem hohen Gewinnen durch langfristig gesunkene Reallöhne und hat so eine immer tiefere Kluft zwischen Reich und Arm aufgerissen. Kostensenkungen durch Fusionen beflügelten den Markt; doch dieses Potential dürfte ausgereizt sein. Das Handelsbilanzdefizit, das Japans Konjunktur stützt, ist stetig gewachsen und machte die USA zum Nettoschuldner der übrigen Welt. Wolken am Wachstumshimmel sind also sichtbar. Bislang aber bleiben die Analysten optimistisch: »... die Wall Street wird nichts dergleichen wie einen Crash erleben.«