

Turbulenzen an den internationalen Aktienbörsen

Der schockartige Kursverfall und seine unmittelbaren Ursachen

Der 19. Oktober 1987 sowie die Tage unmittelbar davor und danach wurden in der Tagespresse zum "Schwarzen Dienstag" (29. Oktober 1929) in Beziehung gebracht, der als ein Markstein auf dem Weg in die Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre gilt. Obwohl die internationalen Finanzmärkte derzeit mit vielen Schwierigkeiten kämpfen, läßt sich ein direkter Bezug zu 1929 nicht herstellen. Die Weltwirtschaft weist heute andere Strukturen auf, die Teilnehmer auf den Finanzmärkten sind durch wiederholtes "Krisenmanagement" in permanentem Kontakt, und die Währungsbehörden reagieren nicht krisenverstärkend, sondern beruhigend¹⁾.

Wie ist die jüngste Börsenkrise in ihren entscheidenden Phasen abgelaufen? Welche Faktoren waren für eine solche Entwicklung verantwortlich? Zweifellos fällt es leichter, den faktischen Ablauf zu rekonstruieren, als heute schon die Ursachen richtig einzuschätzen.

Angelpunkt einer Ablaufanalyse sind die New Yorker Aktienbörse (New York Stock Exchange, NYSE) und der als "Barometer" der Kursentwicklung angesehene *Dow-Jones-Industrieaktienindex*. Zwar repräsentieren die 30 Titel des "Dow Jones Industrial Average" nicht mehr als ein Fünftel des Kurswertes der an der NYSE notierten Aktien, doch wird er traditionell (er wird seit 1884 börsentäglich errechnet) als einflußreichster Kursindikator betrachtet.

Der "Dow Jones" hat in den letzten Jahren einen markanten Anstieg erlebt. Zu Beginn der achtziger Jahre lagen seine Werte noch deutlich unter der Marke von 1.000 Punkten. Ende 1982 kletterte er über diesen Wert und stieg bis Ende 1985 allmählich auf etwa 1.500. Es folgte die Hausse des Jahres 1986, und Anfang 1987 überschritt der Index den Wert 2.000. Seinen absoluten Höhepunkt erreichte er am 25. August 1987 mit 2.722 Punkten. Danach traten leichte Kursverluste ein, die den Index bis zum 15. Oktober 1987 auf 2.355 drückten. Am Freitag, dem 16. Oktober 1987, kam dann der erste Kurseinbruch (—108 Punkte), am darauffolgenden Montag der bisher massivste Kurssturz (—508 Punkte). Die weiteren Tage brachten eine Gegenbewegung, die das Kursniveau an

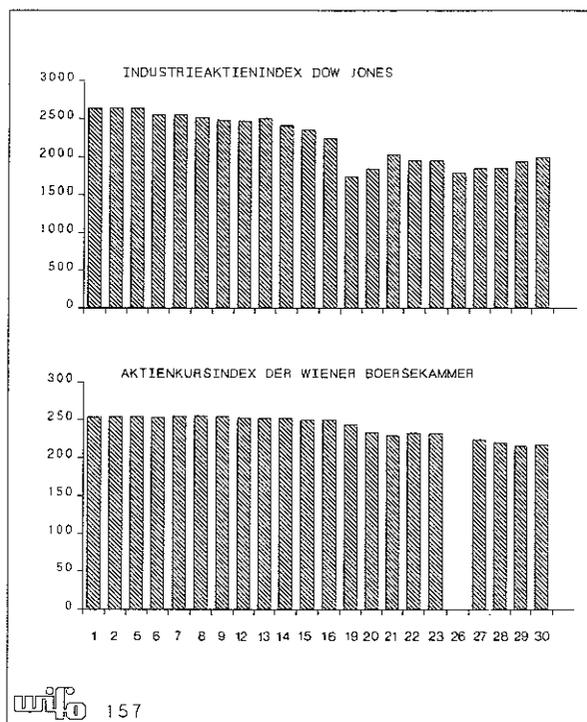
einigen Tagen wieder auf Indexwerte von mehr als 2.000 anheb²⁾.

Die folgenden ökonomischen Überlegungen stützen sich nicht auf den "Dow Jones", sondern auf den "Standard & Poor's 400 Index", weil er ein breiteres Spektrum an Aktien abdeckt. In groben Zügen verlaufen beide Indizes parallel.

Aktienkurse dienen in verschiedenen Ländern — insbesondere auch in den USA — als vorausseilende *Konjunkturindikatoren* (vgl. *Breuss*, 1984). Wie die Abbildung 2 zeigt, läßt sich auch bei nur grober Ana-

²⁾ Das Verlagshaus Dow, Jones & Co veröffentlicht nicht nur einen Index von Industrieaktien, sondern auch Indizes über 20 Eisenbahnwerte und 15 Energieversorgungsstiel sowie einen Gesamtindex für alle 65 Aktien; die Durchschnitte werden als arithmetisches Mittel der Einzelwerte berechnet. Indizes mit einem höheren Erfassungsgrad sind etwa der "Standard & Poor's 400 Index" oder der "NYSE Composite Index"; der letztgenannte bezieht alle an der NYSE notierten Aktien in die (gewogene) Durchschnittsbildung ein. Für alle genannten Indizes gilt, daß sie nur große Unternehmen berücksichtigen. Eine Darstellung österreichischer Aktienkursindizes findet sich in *Handler* (1981).

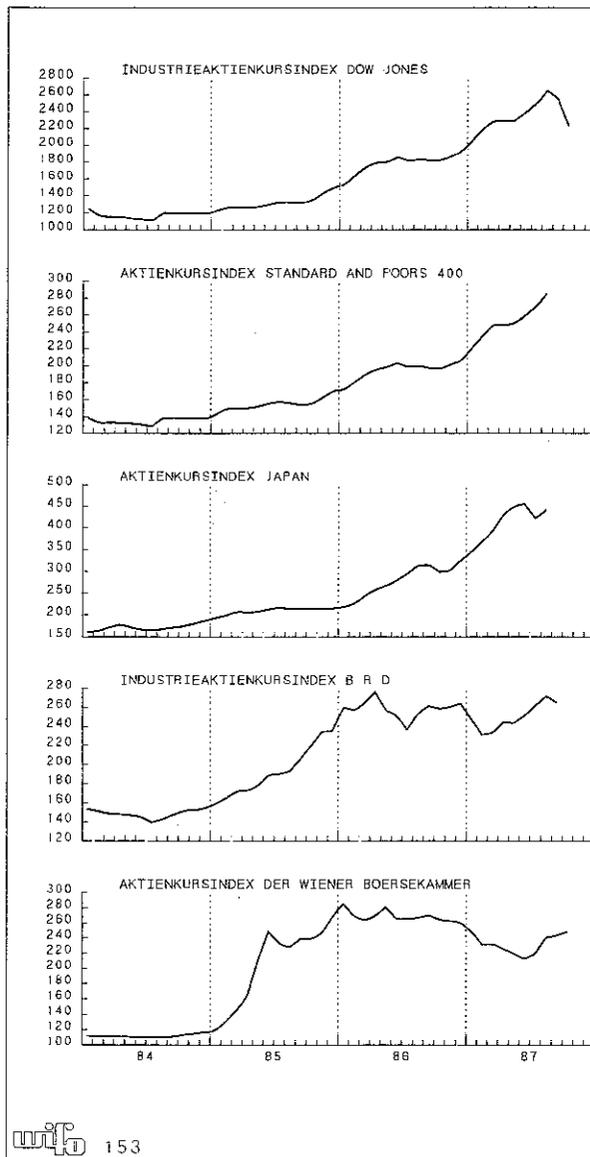
Abbildung 1
Tägliche Börsenkurse in New York und Wien im Oktober 1987



¹⁾ *Kindleberger* (1973) analysiert die Weltwirtschaftskrise und ihre Vorgeschichte.

Abbildung 2

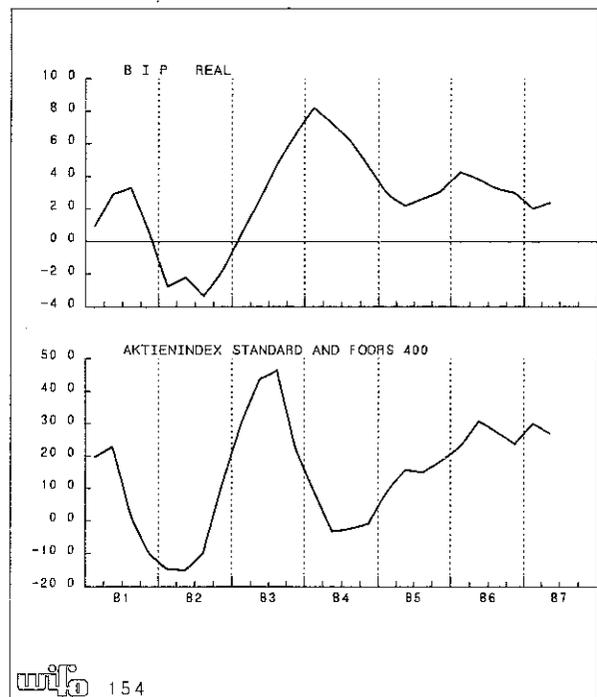
Internationale Aktienkursentwicklung



lyse der achtziger Jahre für die USA eine im allgemeinen gleichgerichtete Bewegung der Aktienkurse und des Wirtschaftswachstums erkennen: Die Wachstumsrate des realen Brutto-Inlandsproduktes hinkt etwa zwei Quartale hinter der Veränderungsrate des "Standard & Poor's 400" nach. Wenn die zyklischen Bewegungen dieser beiden Reihen einander auch sehr ähneln, ist doch auf folgende Unterschiede hinzuweisen: Im Jahr 1984 war die Wachstumsdämpfung weniger ausgeprägt, als aufgrund der vorhergehenden Abschwächung des Aktienindex zu erwarten gewesen wäre. Umgekehrt hat sich das BIP-Wachstum seit Anfang 1986 allmählich vermindert, die Aktienkurse sind hingegen bis Mitte 1987 besonders kräftig gestiegen.

Abbildung 3

Aktienkurse und Wirtschaftswachstum in den USA
Veränderung gegen das Vorjahr in %



Damit ist auch schon einer der Hintergründe für die jüngsten Kurseinbrüche aufgezeigt. Aus der Sicht der realen amerikanischen Wirtschaftsentwicklung war die *Aktienhausse* der letzten zwei Jahre *überzogen*. In Erwartung steigender Kurse wandten sich die Anleger verstärkt dem Aktienmarkt zu, worauf die Kurse tatsächlich anzogen: In dieser Phase waren die Erwartungen "selbsterfüllend". Ein derartiges Erwartungsgebäude ist jedoch labil und droht einzustürzen, sobald weitere Kurssteigerungen immer weniger wahrscheinlich werden.

Einen Beitrag zur Umkehr der Erwartungen lieferten seit August 1987 die *Zinssteigerungen in den USA*. Zwar konzentrierten sie sich auf Märkte mit kurzfristigen Titeln, doch mußte sich dies über kurz oder lang in einer Anhebung auch der langfristigen Zinssätze niederschlagen. Aktien verloren dadurch im Vergleich zu Rentenwerten als Anlagewerte an Attraktivität. Höhere Zinssätze dämpfen die Aktienkurse zusätzlich über einen realwirtschaftlichen Kanal: Sind sie Ausdruck restriktiver Wirtschaftspolitik, beeinträchtigen sie die Erwartungen der Anleger über die künftigen Ertragsmöglichkeiten der Unternehmen.

Hinzu kam, daß parallel zur Zinsentwicklung in den USA die Zinssätze auch in der *Bundesrepublik Deutschland* stiegen und im Oktober 1987 durch die Diskussion um die Quellensteuer einen neuerlichen Schub erhielten. Die amerikanische Wirtschaftspolitik

sah darin eine Gefährdung ihrer Absicht, das US-Zinsniveau zu stabilisieren. Am 15. Oktober äußerte der amerikanische Finanzminister Baker, die USA könnten im Gegenzug zu Zinssteigerungen in der BRD die Stabilisierung des Dollarkurses aufgeben und seinen DM-Wert sinken lassen. Die Devisenmärkte reagierten kurzfristig mit einem *Dollarverfall*. Dieser dürfte gemeinsam mit der Zinsentwicklung die professionellen Anleger bewogen haben, aus Dollaraktien auszusteigen.

Zur Stabilisierung nach dem heftigen Kurssturz trugen die Verhaltensweisen der Währungsbehörden entscheidend bei: Die Deutsche Bundesbank gab ein Zeichen zur Zinssenkung, indem sie Wertpapier-Pensionsgeschäfte zu einem verminderten Zinssatz anbot, gleichzeitig ließ auch die amerikanische Zentralbank die Geldbasis expandieren.

Die scharfe und weltweite Kursreaktion auf den Aktienbörsen zeigt, welche Bedeutung den modernen *Finanztechnologien* und Telekommunikationssystemen für den Aufbau und die Übertragung spekulativer Wellen zukommt³⁾. Es sind heute nicht mehr nur Personen im Handel auf den Finanzmärkten tätig, sondern zusätzlich Computersysteme, die Kurstendenzen rascher erkennen und massive Käufe oder Verkäufe institutioneller Anleger anregen ("Program Trading"). Da die wichtigen Börsen auf mehrere Kontinente verteilt sind, wird das Börsengeschäft heute rund um die Uhr betrieben, sodaß sich Spekulationswellen ohne zeitliche Unterbrechung fortpflanzen können. Um die Turbulenzen zu beruhigen, mußten am 20. Oktober 1987 die Computerprogramme für den Wertpapierhandel abgeschaltet werden.

Längerfristige Ursachen: US-Leistungsbilanz und Dollarschwäche

Auslösende Faktoren für die Börsenkrise mögen — wie immer in solchen Situationen — kurzfristige oder auch zufällige Vorgänge, die die allgemeine Verunsicherung der Anleger in Panik umschlagen ließen, gewesen sein. Die Basis für die im Lauf dieses Jahres erkennbare Nervosität bildeten aber die jahrelang gewachsenen fundamentalen Ungleichgewichte, die die internationale Wirtschaftspolitik offenbar nicht wirksam entschärfen konnten.

Die *amerikanische Leistungsbilanz* wies im Gefolge der rapiden Aufwertung des Dollars 1980/1985 in den Jahren 1982 bis 1986 sehr massive und steigende Defizite aus, die sich in diesen fünf Jahren auf 420 Mrd. \$ kumuliert hatten und allein im letzten Jahr 141 Mrd. \$ (3,4% des BIP) erreichten. Im gleichen Jahrfünft betrug der Überschuß der japanischen Lei-

stungsbilanz 198 Mrd. \$ (1986 86 Mrd. \$) und jener der deutschen Leistungsbilanz 64 Mrd. \$ (1986 36 Mrd. \$).

Die Anfang 1985 in Gang gekommene *Abwertung des Dollars* hatte eine Tendenz zum Ausgleich der Leistungsbilanz erwarten lassen. Zwischen I. Quartal 1985 und III. Quartal 1987 hat die amerikanische Währung (gemessen am außenhandelsgewogenen MERM-Index des Währungsfonds) rund ein Drittel ihres Wertes eingebüßt. Zur allgemeinen "Verblüfung"⁴⁾ vergrößerte sich das Defizit der US-Handelsbilanz noch bis Herbst 1986 weiter und zeigt seither nur eine schwach ausgeprägte Tendenz der Besserung. Für 1987 muß mit einem Handelsbilanzpassivum in der gleichen Größenordnung wie 1986 (mindestens 150 Mrd. \$) gerechnet werden. Die Ursachen für die noch *ungenügende Anpassung der Handelsbilanz* an die veränderten Währungsrelationen liegen überwiegend auf der Importseite: Die starke Binnennachfrage zeigte bisher wenig Neigung, inländische Produkte anstelle von Importen zu beziehen. Dieser Umstand gibt den Anhängern des Protektionismus in der amerikanischen Wirtschaftspolitik laufend Nahrung.

Das Erstaunen über die augenscheinlich sehr unelastische Reaktion der amerikanischen Handelsbilanz führte auch zu der Hypothese, die amerikanische Industrie hätte ihre *Wettbewerbsfähigkeit* gegenüber den Handelspartnern — besonders auch gegenüber jungen Industrieländern in Südostasien, deren Währungen zum Dollarblock zu zählen sind und gegenüber denen daher keine nennenswerte Abwertung eingetreten ist — generell eingebüßt.

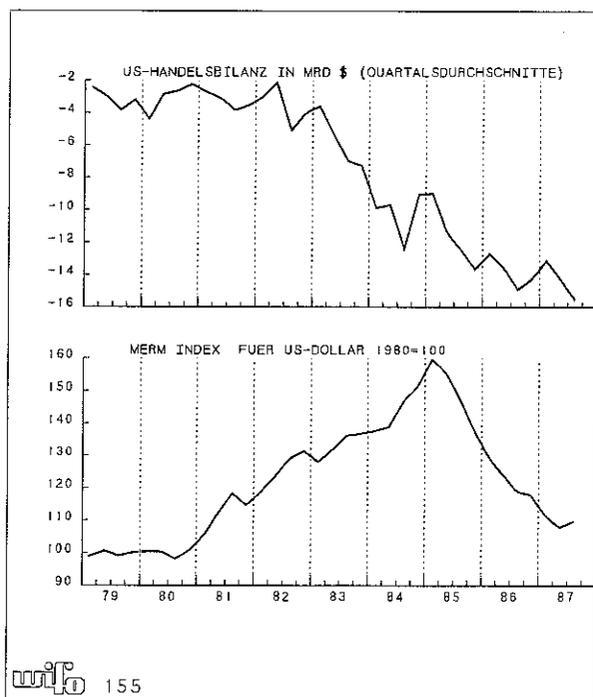
Die Beobachtung der Handelsbilanzpassivierung im Gefolge der Aufwertung des Dollars 1980 bis 1985 legt aber die Vermutung nahe, daß eine Verzögerung der Anpassung um etwa 1½ Jahre durchaus den normalen auf die Handelsbilanz wirkenden nominellen Wettbewerbsgegebenheiten entspricht. Die im IV. Quartal 1980 einsetzende massive Dollaraufwertung zeigte erst im III. Quartal 1982 negative Folgen für die Handelsbilanz, also nach sieben Quartalen. Für die seit dem II. Quartal 1985 eingetretene Abwertung wären daher auch nicht vor dem IV. Quartal 1986 nominelle Wirkungen zu erwarten gewesen, auch wenn man sich bewußt sein muß, daß die Effekte in beiden Richtungen nicht symmetrisch sein müssen. Tatsächlich ist Ende 1986 eine Trendumkehr eingetreten, die seither allerdings nicht sehr rasch vorankam. Dies hat die Ungeduld der Wirtschaftspolitik und der Anleger genährt. Zum enttäuschenden Handelsbilanzergebnis vom August 1987 — die Bilanz verbesserte sich gegenüber Juli 1987 nur von —16,5 Mrd. \$ auf —15,7 Mrd. \$ — trugen verstärkte *Erdölimporte* bei, die offenbar Befürchtungen über eine Verschär-

³⁾ Vgl. hierzu etwa *Davis — White* (1987).

⁴⁾ 57. Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel 1987 S. 45.

Abbildung 4

US-Handelsbilanz und Wechselkurs des Dollars



fung der Krise am Persischen Golf widerspiegeln und somit die These von der verlorenen Wettbewerbsfähigkeit nicht stützen

Von solchen Einflüssen abgesehen, wären für die nächsten Monate zweifellos Fortschritte in der Verbesserung der Handelsbilanz zu erwarten, die über das bisherige Ausmaß beträchtlich hinausgehen könnten. Dennoch ist noch für absehbare Zeit mit relativ hohen Passiva zu rechnen.

Die anhaltenden Defizite der amerikanischen Leistungsbilanz würden insbesondere, wenn sich Enttäuschung über den erzielten Fortschritt in der Bekämpfung des Budgetdefizits breitmachen sollte, auf den Dollarkurs drücken, würde nicht durch ein entsprechendes Zinsniveau auf den amerikanischen Geld- und Kapitalmärkten ein Ausgleich für das Wechselkursrisiko der Anleger gewährleisten.

Die amerikanische *Wirtschaftspolitik* befindet sich somit im Dilemma, angesichts des internen Drucks unterausgelasteter Wirtschaftszweige und der Inelastizität der Handelsbilanz, vor allem auf der Importseite, eine weitere Abschwächung des Dollarkurses nicht ungern in Kauf zu nehmen, andererseits im Hinblick auf die Finanzierung des Zwillingsdefizits (Leistungsbilanz und Budget) sowie die inflationären Gefahren — der Anstieg der Konsumentenpreise war im IV Quartal 1986 mit 1,3% am geringsten und hat sich seither auf über 4% im III. Quartal 1987 beschleunigt — ein höheres Zinsniveau (oder zumindest Zinsgefäl-

le gegenüber anderen Währungen) und einen festen Dollar anstreben zu müssen.

Diese letzte Überlegung bringt jedoch ein weiteres Dilemma mit sich: So sehr die Partner und Konkurrenten in den Industrieländern eine Stabilisierung des Dollars wünschen, so ungünstig wären die Perspektiven für die Konjunktur sowie für die Lösung der Schuldenkrise vor allem Lateinamerikas, wenn die Dollarzinsen stiegen.

In dieser Situation drängt die amerikanische Wirtschaftspolitik auf die Belebung der Inlandsnachfrage in Westeuropa und Japan und auf die völlige Öffnung dieser Märkte für amerikanische Waren, ohne selbst die protektionistischen Tendenzen im Inland ganz unterdrücken zu können. Umgekehrt sehen europäische und japanische Wirtschaftspolitiker den Kern der Ungleichgewichte in der durch das Defizit des US-Bundesbudgets angeheizten Binnennachfrage bei schwacher interner Sparneigung in den USA und plädieren für eine beschleunigte Budgetsanierung.

Die internationale wirtschaftspolitische Kooperation konnte sich im Februar 1987 im sogenannten *Louvre-Abkommen* zumindest auf koordinierte Aktionen zugunsten der Stabilisierung der gegebenen Wechselkurse einigen, die seither auch erfolgreich verlaufen zu sein scheinen. Die Baisse des Dollars gegenüber der Deutschen Mark und dem Yen setzte sich seit damals, abgesehen von kleinen Schwankungen, nicht mehr fort. In Wien notierte der Dollar im Februar 1987 mit 12,85 S (Devisenmittelkurs) und im Durchschnitt der Monate März bis September mit 12,82 S nahezu stabil. Die Enttäuschung über die ungenügende Verbesserung der Leistungsbilanz hat freilich den amerikanischen Dollar im Oktober neuerlich unter Druck gesetzt.

Die *Konjunkturperspektiven* für die USA scheinen — anders als 1929 — nicht unmittelbar zur Börsenkrise beigetragen zu haben. Die amerikanische Wirtschaft weist seit Sommer 1982 ununterbrochen Zuwachsraten auf. Der Boom 1984 wurde nicht — wie damals schon befürchtet — von einer Rezession abgelöst, sondern nur von einer Phase der Wachstumsabschwächung in den Jahren 1985 und 1986, doch zeichnete sich bereits seit Anfang 1987 wieder eine Belebung ab. Die Konjunkturprognosen für 1988 waren daher auch in jüngster Zeit zuversichtlich (OECD und IMF einhellig +2¼% reales Wachstum). Diese Zuversicht schien auch begründet, da die bisherige Abwertung günstigere Leistungsbilanzperspektiven rechtfertigt.

Für die europäische und die japanische Konjunktur bedeutet ein Abbau des amerikanischen Handelsbilanzdefizits freilich den Wegfall eines in den letzten Jahren wirksamen Anreizes.

Konsequenzen für Österreich und die Welt

Von der weltweiten Börsenhektik blieb auch die *Wiener Aktienbörse* nicht verschont. Infolge ihrer geringen internationalen Bedeutung und als Folge von Börsenusancen sind jedoch die Kursausschläge hier vergleichsweise gering ausgefallen. Der Aktienindex der Wiener Börsekammer ging vom 16. bis 20. Oktober 1987 um 6,9% zurück. Stärkere Ausschläge wurden durch die Regel verhindert, die Kurse österreichischer Aktien je Börsentag um nicht mehr als 5% schwanken zu lassen. Dämpfend wirkt in Wien darüber hinaus, daß nur wenige internationale Werte gehandelt werden, deren Kursentwicklung vom Geschehen auf den Weltbörsen unmittelbar bestimmt wird.

Welche *Konsequenzen* für die Wirtschaft eines Landes und die Weltwirtschaft insgesamt sind zu erwarten, wenn Aktienkurse verfallen oder derart großen Schwankungen ausgesetzt sind? Folgende Wirkungskanäle sind für den Versuch einer Antwort zu beachten:

- *Negative Vermögenseffekte* Ein massiver Kurssturz löst unmittelbar buchmäßige Vermögensverluste aus, sie treffen zum Beispiel jene Kleinanleger, die Aktienkäufe als eine Form der Altersversorgung tätigen, sofern sie die Kurssteigerungen der letzten Jahre als Vermögenszuwachs empfunden hatten. Als Reaktion auf Kursverluste wäre mit einer Einschränkung geplanter Konsumausgaben zu rechnen, um das ursprüngliche Sparziel zu erreichen. Vergleichbare Vermögenseffekte bei Unternehmen dämpfen die Investitionsbereitschaft. Mit sinkender Binnennachfrage würde sich die Leistungsbilanz tendenziell verbessern.
- *Erschwerte Investitionsfinanzierung* Aktiengesellschaften, die sich einem Kursverfall ihrer Aktien gegenübersehen, Erlösen weniger liquide Mittel aus Kapitalerhöhungen, müssen mit schwacher Nachfrage rechnen und sind daher möglicherweise

gezwungen, Investitionsprojekte über (teure) Bankkredite zu finanzieren.

- *Verbreitung von Unsicherheit* Spekulationsbedingte Kursausschläge erhöhen die Unsicherheit über künftige Entwicklungen nicht nur auf dem Aktienmarkt. Unsicherheit verbreitet sich auch in anderen Bereichen der Volkswirtschaft, sodaß die Nachfrage über die bereits genannten Effekte hinaus beeinträchtigt wird.
- *Verschärfung weltwirtschaftlicher Probleme*: Treffen die Vermögenseinbußen bedeutende institutionelle Anleger (z. B. große, international tätige Banken), wird auch ihr Finanzierungsverhalten beeinflusst. In der gegenwärtig schwelenden Verschuldungskrise würde daraus ein zusätzlicher Abschreibungsbedarf auf Bankaktiva entstehen. Überlagert wird dies möglicherweise durch induzierte Wechselkursunsicherheiten, wie etwa den Dollarverfall im Zusammenhang mit der Börsenkrise.

Somit darf die weltwirtschaftliche Bedeutung einer großen Börsenkrise nicht verniedlicht werden — insbesondere nicht, wenn sich die Finanzmärkte ohnehin in einer labilen Lage befinden. Die dämpfenden Wirkungen auf die reale Nachfrage könnten beträchtlich sein, wenn (wie in den USA) der Aktienbesitz ziemlich breit gestreut ist und die Funktion des Vorsorgesparens erfüllt. Österreich befindet sich in der relativ angenehmen Lage, in einem derartigen Szenario überwiegend nur indirekt betroffen zu sein, hauptsächlich weil der österreichische Aktienmarkt mit dem internationalen Geschehen nur lose verbunden ist. Weltwirtschaftliche Erschütterungen durch eine Börsenkrise würde Österreich aber in Form verringerter Exportchancen zu spüren bekommen.

Heinz Handler
Helmut Kramer

Abgeschlossen am 2. November 1987.

Literaturhinweise

Breuss, F., "Konjunkturindikatoren für die österreichische Wirtschaft" WIFO-Monatsberichte 8/1984 S. 464-492.

Davis, C. D., White, A. P., "Stock Market Volatility" Federal Reserve Board Staff Studies 1987.

Handler, H., "Vergleich österreichischer Aktienkursindizes" WIFO-Monatsberichte, 4/1981, S. 203-214.

Kindleberger, C. P., "The World in Depression 1929—1939", Berkeley - Los Angeles 1973.