

# **Ursachen und Wirkungen des Börsenkraches**

## **1. Das Ereignis**

Am Montag, dem 19. 10. 1987, kam es an der New Yorker Börse zum größten Kurseinbruch, den die Wall Street seit der Weltwirtschaftskrise erlebte. Der Dow-Jones-Index, der die wichtigsten amerikanischen Aktien umfaßt, sank um 508 Punkte von 2246 auf 1738, was einem Kursrückgang von 23% entspricht. Im Gefolge dieser Entwicklung an der Wall Street verzeichneten alle Börsen der Welt, von Europa über Japan bis nach Hongkong und Sidney, alarmierende Kurseinbrüche, so daß der 19. 10. 1987 als „Schwarzer Montag“ in die Börsengeschichte einging. In Frankfurt fiel der Commerzbank-Index um 207 Punkte (11%) von 1876 auf 1669; der Nikkei-Index in Tokio gar um 4456 Punkte (17%) von 26 366 auf 21 910.

Gleichzeitig verlor der schon vorher sehr niedrige Dollar substantiell an Wert gegenüber allen wichtigen Weltwährungen mit der Folge, daß seitens der Zentralbanken und Regierungen hektische, zum Teil kontroverse, inhaltlich wenig aufeinander abgestimmte währungspolitische Aktivitäten entfaltet wurden.

Kursverluste an allen wichtigen Börsen prägten auch in der Folgezeit das internationale Finanzgeschehen, in Frankfurt sank der Commerzbank-Index bis zum 30. 12. 1987 von 1669 auf 1299, was einer nochmaligen Reduktion der Aktienkurse um 22% entspricht. Erst zu Beginn des Jahres 1988 setzten weltweit zum Teil kräftige Kurserholungen ein; in Tokio lag der Nikkei-Index am 27. 4. 1988 mit

27 191 Punkten wieder deutlich über seinem Wert vor dem „Schwarzen Montag“.

## **2. Ursachen**

Die bis heute anhaltende intensive Diskussion über die Ursachen dieses „Oktober-Crashes“ enthält so viele verschiedene Argumente und Aspekte, daß sie hier in toto unmöglich alle angesprochen werden können; eine Beschränkung auf die wirklich wichtigen Faktoren ist angebracht.

Generell läßt sich sagen, daß derart massive Kurseinbrüche nur dann auftreten, wenn es in dem betreffenden Land zu einer ausgeprägten Rezessions- bzw. Depressionserwartung kommt. Auslösendes Element für den Wall-Street-Crash vom Oktober 1987 war die Erwartung einer Rezessionsentwicklung in den USA. Zu einer weltweiten gleichgerichteten Reaktion kam es deshalb, weil andere (insbesondere exportorientierte) Länder im Falle einer Rezession in der größten Volkswirtschaft der Welt eine drastische Senkung ihrer Exporte und damit eine heimische Depression befürchteten. Das geflügelte Wort: „If America sneezes the rest of the world gets a cold!“ fand hier empirische Bestätigung.

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen läßt sich eine Ursachenanalyse des „Crashes“ durch die Frage präzisieren: Wodurch kam es im Oktober 1987 zu einer massiven Rezessionserwartung in den USA, obwohl die amerikanische Volkswirtschaft bei niedrigen Inflations- und Unterbeschäftigungsraten ein befriedigendes Wachstum aufwies?

Der Schlüssel zur Beantwortung dieser Frage liegt in folgender Konstellation: seit 1980 konsumiert die amerikanische Volkswirtschaft (also Private und Staat zusammen) mehr als sie produziert. Eine allseits sichtbare Konsequenz dieses Ungleichgewichts ist die Entwicklung der US-amerikanischen Nettoverschuldung gegenüber dem Ausland. Besaßen die Amerikaner Ende der 70er Jahre noch Nettoforderungen gegenüber dem Ausland in Höhe von ca. 600 Mrd. Dollar, so befanden sie sich Ende 1987 mit ca. 400 Mrd. Dollar Nettoauslandsschulden in der Position des größten Schuldnerlandes der Welt. Beim Fortschreiten dieser Entwicklung ist anfangs der 90er Jahre mit amerikanischen Nettoauslandsschulden von über 1 Billion Dollar zu rechnen.

Eine weitere unmittelbare Folge obiger Konstellation ist eine chronische defizitäre amerikanische Handelsbilanz. Notwendigerweise muß die positive Differenz zwischen Konsum und Produktion netto importiert werden, so daß die amerikanischen Importe den Export übersteigen. Die damit einhergehende passive amerikanische Handelsbilanz reduziert die Nettonachfrage nach Dollars, so daß ein permanenter Abwertungsdruck auf den Dollar entsteht.

Als Ursachen für diese fundamentale Ungleichgewichtssituation sind vor allem zwei Faktoren zu nennen: zum einen lag der private Konsum in den USA während der 80er Jahre auf einem sehr hohen Niveau. Amerikaner konsumieren im Schnitt weit über 90% ihres Einkommens. Im Vergleich dazu sind die entsprechenden Konsumquoten in Deutschland (zwischen 80% und 90%) und besonders in Japan (ca. 70–80%) erheblich niedriger. Nicht von ungefähr fällt deshalb gerade Deutschen und Japanern die Rolle zu, den zu hohen amerikanischen Konsum durch Exportüberschüsse zu ermöglichen.

Der noch wichtigere zweite Faktor besteht in dem enormen Anstieg des staatlichen Konsums in den USA, hervorgerufen durch die Aufblähung des amerikanischen Budgetdefizits. Trotz aller erklärten Bemühungen zur Konsolidierung der US-amerikanischen Staatsfinanzen seitens der Reagan-Administration wuchs die Neuverschuldung des Staates stetig an und erreichte zwischen 1984 und 1987 absolute Rekordwerte.

Fragt man nach Auswegen aus dieser Situation, die durchweg während der 80er Jahre bestand und allen Verantwortlichen schon vor dem Börsenkrach bekannt war, so bieten sich grundsätzlich vier Alternativen an:

(1) Die erste Möglichkeit besteht in einer Reduzierung des US-amerikanischen Budgetdefizits, wodurch die eigentliche Ursache des Ungleichgewichts beseitigt wäre, da durch die Eliminierung der schuldenfinanzierten Staatsausgaben der amerikanische Gesamtkonsum über eine Einschränkung des Staatskonsums mit der amerikanischen Produktion ins Gleichgewicht gebracht und damit das Handelsbilanzdefizit reduziert werden könnte. Erfahrungen aus vielen anderen Ländern zeigen jedoch, daß über mehrere Perioden hinweg entwickelte hohe Staatsdefizite nur sehr langsam und oft nicht ohne Erschütterung des Wirtschafts- und Währungssystems abbaubar sind. So demonstrieren denn auch Prognoserechnungen für die USA, daß eine Eliminierung des Budgetdefizits selbst unter optimistischen Annahmen frühestens Mitte der 90er Jahre gelingen kann. Natürlich bleibt festzuhalten, daß jede Verminderung des Defizits das oben skizzierte US-amerikanische Dilemma entschärft.

(2) Ein zweiter Ausweg liegt in der Inflationierung der amerikanischen Wirtschaft, wodurch die private und öffentliche Nachfrage real entwertet und somit

reduziert würden. Für den Staat ergäbe sich zusätzlich eine reale Entwertung seiner Verschuldung, wodurch die realen Zinsinkommen der Privaten absinken würden. Dies hätte dann nochmals eine Verminderung der privaten Nachfrage zur Folge.

Das Beschreiten dieses Auswegs war und ist heute für die konservative Reagan-Administration sowie für die amerikanische Zentralbank kaum eine Alternative. Zum einen war Antiinflationspolitik für Staat und Zentralbank in den USA erklärtes und erfolgreich verfolgtes Ziel erster Priorität in den 80er Jahren. Eine Inflationierung müßte zwangsläufig zu einem signifikanten Verlust an Glaubwürdigkeit führen. Zum anderen sind die vorhersehbaren langfristigen Effekte einer Inflationspolitik äußerst negativ: durch den Aufbau von Inflationserwartungen besteht die Gefahr einer späteren Rezession aufgrund volkswirtschaftlicher Kosten der Inflation und besonders dann, wenn eine Umkehr zu einer preisstabileren Politik erfolgen soll.

(3) Eine dritte mögliche Alternative liegt in der Verfolgung einer Rezessionspolitik durch eine restriktive Geld- (= Begrenzung des Geldmengenwachstums, Erhöhung der Zinsen) und Fiskalpolitik (= Ausgabenkürzungen und/oder Steuererhöhungen). Über eine Verringerung der privaten Einkommen würde die private Konsumnachfrage gesenkt. Durch die damit verbundene Reduktion der amerikanischen Importgüternachfrage ergäbe sich ferner eine Verringerung des amerikanischen Handelsbilanzdefizits, wodurch der Druck auf den Dollar vermindert würde. Selbstverständlich scheidet eine bewußt herbeigeführte Rezession mit den bekannten Begleiterscheinungen Arbeitslosigkeit, Investitionsschwäche, Rentabilitätsverluste aufgrund unausgelasteter Kapazitäten etc. als geld- und fiskalpolitische Strategie aus. Regierungen und Zentralbanken

richten ihr Hauptaugenmerk darauf, Rezessionen zu vermeiden.

Dies bedeutet jedoch nicht, daß restriktive geld- und fiskalpolitische Maßnahmen etwa zur Dämpfung einer Inflation oder eines Nachfrageüberschusses nie die Gefahr einer rezessiven Entwicklung in sich bergen. Der Grund hierfür ist darin zu sehen, daß wirtschaftspolitische Maßnahmen weder in ihrer zeitlichen, noch quantitativen Wirkung auf gesamtwirtschaftliche Zielgrößen, wie Realoutput oder Beschäftigung von vornherein exakt abgeschätzt werden können. Volkswirtschaftliche Entwicklungen sind das Ergebnis unzähliger Entscheidungen von Millionen von einzelnen Wirtschaftseinheiten, so daß auch der heutige Wirtschaftspolitiker nur ein bruchstückhaftes Wissen über die genaue Struktur dieses komplexen Prozesses besitzt. Er trifft seine Entscheidungen unter Unsicherheit aus einer nur ungefähren Kenntnis gesamtwirtschaftlicher Abläufe heraus.

So belegen denn auch zahlreiche Analysen das Verursachen rezessiver Entwicklungen durch geld- und fiskalpolitische Fehlentscheidungen; selbst zur großen Weltwirtschaftskrise hat eine zu restriktive US-amerikanische Geldpolitik entscheidend beigetragen. Die Furcht vor einer Rezession als Folge erwarteter, überdosierter restriktiver geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen ist demzufolge auch heute noch realistisch und für Unternehmen und Haushalte bedeutsam.

(4) Die letzte Alternative zur Überwindung des oben beschriebenen US-amerikanischen Dilemmas besteht in einer massiven Abwertung des Dollars. Die dadurch erreichte Verteuerung aller in die USA importierten Güter reduziert die Nachfrage nach Importgütern und senkt somit das amerikanische Handelsbilanzdefizit. Gleichzeitig werden amerikanische Güter auf dem Weltmarkt billiger,

wodurch die amerikanischen Exporte stimuliert werden, so daß Defizite in der US-Handelsbilanz nochmals abgebaut werden. Als Konsequenz einer solchen Dollarabwertung bleibt somit festzuhalten, daß durch die induzierte Abnahme der Im- und Zunahme der Exporte der US-amerikanische Konsum mit der Produktion in den USA in Einklang gebracht werden kann.

Für die Amerikaner hat die vierte Alternative (= Abwertung des Dollars) einen entscheidenden Vorteil gegenüber allen anderen Möglichkeiten: sie erlaubt eine Verlagerung der Anpassungskosten ins Ausland. Die im Zuge der Dollarabwertung einhergehende Verteuerung ausländischer Güter auf dem US-Markt senkt die Wettbewerbsfähigkeit der ausländischen Exportgüterindustrien mit der Folge, daß Umsatz und Beschäftigung im Exportbereich des Auslands sinken.<sup>1</sup> Gleichzeitig verbessert der verbilligte Dollar die Absatzchancen amerikanischer Produkte auf dem Weltmarkt, wodurch Umsatz und Beschäftigung in der US-Exportgüterindustrie ansteigen. Auch ist der begleitende inflationäre Effekt durch die Verteuerung der importierten Waren in den USA vernachlässigbar, da die amerikanische Volkswirtschaft nur ca. 1/10 ihres Bruttosozialproduktes importiert und somit von ausländischen Preissteigerungen über Importpreiserhöhungen kaum betroffen ist. Ein weiterer Vorteil für die amerikanische Wirtschaft ergibt sich aus der Umlenkung der amerikanischen Nachfrage von den teureren ausländischen hin zu vergleichsweise billigeren amerikanischen Produkten, was Output und Beschäftigung in den USA positiv beeinflusst.

### **3. Die Situation vor dem Oktober-Crash**

Selbstverständlich wählten die USA – andere Länder würden mit Sicherheit ebenso

reagiert haben – den für sie einfachsten Weg: sie versuchten, das Ungleichgewicht zwischen ihrem zu hohen gesamtwirtschaftlichen Konsum und der zu niedrigen heimischen Produktion durch eine massive Abwertung des Dollar zu eliminieren. Vom 1. Quartal 1985 bis zum Herbst 1987 sank der Dollar etwa gegenüber der DM von ca. 3,40 auf etwa 1,80, was einer Abwertung von 47% entspricht; die Abwertung des Dollars gegenüber dem Yen betrug sogar etwas über 50%.

Die verantwortlichen Träger der amerikanischen Wirtschaftspolitik – allen voran Finanzminister Baker – ließen keine Zweifel an ihrer Absicht aufkommen, den Dollar soweit abzuwerten, bis eine Konsolidierung der amerikanischen Handelsbilanz eintreten würde. Bemühungen der anderen wichtigen Industrienationen zur Erhaltung ihrer Exportmöglichkeiten in die USA eine gemeinsame Aktion zur Stabilisierung des Dollar zustandezubringen, hatten wenig Erfolg.<sup>2</sup>

Die in diesem Kontext sofort auftauchende Frage nach Kriterien für einen „adäquaten“ oder „gleichgewichtigen“ Dollarkurs, wovon dann auch die Einschätzung eines konkreten Kurses als „zu hoch“ oder „zu niedrig“ abhängt, verlangt eine kurze theoretische Analyse: die einzige langfristige Gleichgewichtskonzeption von Wechselkursen ist die Kaufkraftparitätentheorie. Sie sagt aus, daß sich Wechselkurse entsprechend den Preisniveaus in zwei Ländern entwickeln. Steigt das Preisniveau in Land 1 stärker als in Land 2, so verliert die Währung von Land 1 an Wert gegenüber der Währung des Landes 2.

Untersuchungen über den gleichgewichtigen Dollarkurs auf der Grundlage der Kaufkraftparitätentheorie kommen zu einem langfristigen gleichgewichtigen Dollarkurs zwischen 2,20 DM und 2,30 DM. Dies indiziert eine enorme Überbewertung der amerikanischen Währung zu Be-

ginn 1985 und eine gemäß diesem langfristigen Kriterium erreichte Unterbewertung seit Sommer 1986; der Dollar unterschritt im Oktober 1986 die Marke von 2,00 DM.

Mit zunehmender Spannung verfolgte die Finanzwelt global den Erfolg dieser Dollarabwertung für die US-amerikanische Handelsbilanz. Die erhoffte Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz trat jedoch weder 1986 noch 1987 ein. Im Gegenteil erreichten die monatlichen veröffentlichten Handelsbilanzdefizite trotz des Dollarkurses von unter 2,00 DM neue Rekordhöhen, so daß spätestens seit Frühsommer 1987 massive Zweifel an der Wirksamkeit dieser „Anpassungsmethode“ entstanden.

Fragt man nach den Gründen für diese Persistenz des hohen US-Handelsbilanzdefizits trotz des niedrigen Dollarkurses, so verdienen drei Aspekte besondere Beachtung:

(1) Volkswirtschaften benötigen Zeit, sich an geänderte Rahmenbedingungen anzupassen. Zeitliche Verzögerungen in der Anpassung von 1–2 Jahren sind häufig zu beobachten. Insbesondere ist hervorzuheben, daß exakte Vorstellungen über solche „time-lags“ nicht existieren, so daß während einer beträchtlichen Zeitperiode niemand weiß, ob die gewünschte Anpassung noch eintritt oder nicht.

(2) Amerikanische Produzenten sind es gewohnt, für den eigenen Markt zu produzieren. Im Gegensatz zu vielen anderen Volkswirtschaften agieren sie auf einem fast geschlossenen Markt. Ihnen fehlt die etwa von den deutschen oder japanischen Produzenten in jahrzehntelanger Erfahrung gewonnene Fähigkeit, Präferenzen, Geschmack und Neigungen der Konsumenten anderer Länder zu analysieren und entsprechend ausgestaltete Produkte anzubieten. Dies macht eine Ausdehnung der amerikanischen Exporte zur Dämp-

fung des Handelsbilanzdefizits schwierig. (3) Käufer amerikanischer Produkte beklagen zunehmend deren mangelnde Qualität; selbst in den USA gelten die meisten europäischen Güter als „high-quality-products“. Als Grund für diese Entwicklung wird einmal angeführt, daß amerikanische Produzenten wegen des großen Binnenmarktes oft nicht der vielfältigen ausländischen Konkurrenz ausgesetzt sind wie Produzenten in kleineren Ländern mit hoher Im- und Exportquote. Amerikanische Ökonomen machen daneben Probleme des amerikanischen Ausbildungssystems für den Qualitätsverlust der US-Waren verantwortlich. Sie stellen insbesondere im unteren und mittleren Ausbildungsbereich signifikante negative Entwicklungen fest mit der Konsequenz, daß Firmen oft nicht in der Lage sind, anspruchsvolle Arbeitsplätze mit entsprechend ausgebildeten Arbeitern oder Angestellten zu besetzen. Selbstverständlich reduziert auch dieses „Qualitätsproblem“ die Konkurrenzfähigkeit amerikanischer Produkte auf dem Weltmarkt.

Von seiten der verantwortlichen Währungspolitiker in den USA, allen voran Finanzminister Baker, wurde massiver Druck auf die Überschußländer Japan und BRD ausgeübt, durch eine expansive Geldpolitik den Amerikanern zu Hilfe zu kommen: eine Politik des billigen Geldes würde die Zinsen in Japan und Deutschland senken und die Konjunktur in diesen Ländern anheizen. Die eine Konsequenz einer solchen Politik wäre eine im Zuge der Einkommenserhöhung in Japan und der BRD zu erwartende Importgüternachfrage auch nach amerikanischen Produkten, wodurch der US-Export gestärkt und das Handelsbilanzdefizit vermindert würden. Zum anderen würde eine Zinssenkung in Japan und Deutschland die Zinsdifferenz zwischen den USA einerseits und den Ländern Japan und BRD

andererseits zugunsten der Amerikaner vergrößern mit der Konsequenz, daß kurzfristig mehr Kapital in die USA fließen würde und der Druck auf den Dollar nachließe.

Diesem Wunsch der Amerikaner wurde nicht entsprochen: mit Hinweis auf die erreichte Preisstabilität und deren mittel- und langfristige positive Auswirkungen für den gesamten Welthandel lehnten es sowohl die Deutsche Bundesbank als auch die Bank of Japan ab, eine Inflationspolitik zu verfolgen.

Für die Situation vor dem Oktober-Crash ist ferner der Zustand der amerikanischen Staatsfinanzen von Bedeutung. Trotz vielfacher Versprechungen war es der Reagan-Administration nicht gelungen, ihre Haushaltsdefizite zu begrenzen. Ein wichtiger Faktor war in diesem Zusammenhang die von den USA für nötig gehaltene massive Erhöhung des Verteidigungshaushalts, die alle sonstigen Kürzungen überkompensierte. Spätestens 1986/87 mußten die Amerikaner zur Kenntnis nehmen, daß ihr extrem hohes Budgetdefizit keine transitorische Erscheinung war, sondern als permanentes Faktum angesehen werden mußte. Die im Herbst 1987 zunehmenden Spannungen im Persischen Golf und das erhöhte amerikanische Engagement in dieser Region machten deutlich, daß mit einer signifikanten Einschränkung des Staatskonsums zur Überwindung des amerikanischen Dilemmas auf absehbare Zeit nicht zu rechnen war. Zusammenfassend läßt sich die Situation vor dem Oktober-Crash wie folgt beschreiben: trotz eines seit mehr als einem Jahr sehr niedrigen Dollarkurses stiegen die Defizite in der amerikanischen Handelsbilanz, wodurch das Vertrauen in eine signifikante Reduzierung dieser Defizite über Senkungen im Dollarkurs allein dahinschwand. Zudem konnten die Amerikaner nicht mit einer Senkung der Budget-

defizite des Staates rechnen, so daß nur noch die Inflationierung – gleichbedeutend mit einer Rezession in der langen Frist – und die rezessive Geld- und Fiskalpolitik als Ausweg aus dem amerikanischen Dilemma übrig blieben. Mit jeder neuen Nachricht über steigende monatliche Handelsbilanzdefizite mußte die Erwartung einer vor der Tür stehenden Rezession zunehmen, zumal auch die Notwendigkeit einer Lösung des amerikanischen Dilemmas zunahm: Volkswirtschaften können – wie oben gezeigt – nur dann mehr konsumieren als sie produzieren, wenn andere Staaten bereit sind, mehr Waren zu liefern als sie empfangen. Für diesen Nettoexport erhalten sie Forderungen an das defizitäre Land in Form von Dollars oder sonstigen US-amerikanischen Finanztiteln. Sind die Überschusststaaten bei steigender Höhe solcher Forderungen nicht mehr bereit, Waren gegen finanzielle Titel in die USA zu liefern, bestehen sie also auf einer Bezahlung ihrer Güter durch US-Güter – was langfristig unvermeidlich ist –, so ist Amerika zu einer Anpassung seines Konsums an die eigene Produktion gezwungen. Diese erzwungene Anpassung ist um so stärker, je größer das vorangegangene Defizit war.

#### **4. Der Anlaß**

In diese Situation platzte im Oktober 1987 die Nachricht von einem neuerlichen Rekorddefizit in der amerikanischen Handelsbilanz, die einen monatlichen Fehlbetrag von 16,7 Mrd. Dollar aufwies. Gleichzeitig kursierten Gerüchte über bevorstehende leichte Zinssteigerungen in Japan und der BRD.

Der eingangs geschilderte „Crash“ an der New Yorker Börse als Folge dieser Meldungen signalisiert den endgültigen Umbruch in den Erwartungen amerikanischer Transakteure: angesichts eines neuen Re-

kordefizits verlor man die Hoffnung auf eine Lösung des amerikanischen Dilemmas über Dollarabwertungen, die Erwartung einer Rezession gewann die Oberhand. Es kam zu einem drastischen Fall in den Aktienkursen amerikanischer Unternehmen, was gleichbedeutend ist mit einer signifikanten Senkung in den erwarteten Renditen für die amerikanische Wirtschaft als Folge der antizipierten Rezession.

Ein derart drastischer Umbruch oder Abriß in den konjunkturellen Erwartungen ist sicher nicht erklärbar durch das Bekanntwerden eines Rekorddefizits in einer Handelsbilanz; er ist nur verständlich vor dem Hintergrund der oben analysierten Spannungssituation. Der neuerliche Anstieg des amerikanischen Handelsbilanzdefizits diente lediglich der Zündung eines Pulverfassens, welches seine Existenz der Tatsache verdankt, daß die größte Volkswirtschaft der Welt seit 1980 mehr konsumiert als produziert.

Die sofort einsetzenden massiven Kursverluste an allen wichtigen Börsenplätzen der Welt sind – wie oben schon kurz erwähnt – Ausdruck der Tatsache, daß im Falle einer US-amerikanischen Rezession alle Volkswirtschaften in Mitleidenschaft gezogen werden. Kurseinbrüche bei Aktien in Europa, Asien und Australien signalisieren weltweit Rezessionserwartungen speziell in stark exportorientierten Volkswirtschaften.

Eine Zusatzüberlegung ist jedoch für das Verständnis dieser weltweiten Reaktion nötig: der Abfall des Dollarkurses von 1985 bis 1987 auf einen Wert von ca. 1,80 DM führte viele europäische und asiatische Exporteure durch die Verteuerung ihrer Produkte in den USA langsam an eine „Schmerzgrenze“. Sie, die bei Dollarkursen von 3,00 DM und mehr eine glänzende Wettbewerbsposition im amerikanischen Markt besaßen, standen nun in ei-

nem harten Preiswettbewerb mit amerikanischen Produzenten. Immerhin mußten sie eine fast 50%ige wechselkursbedingte Preiserhöhung ihrer Produkte in den USA verkraften.

Angesichts der persistent hohen US-Handelsbilanzdefizite und des Börsenkrachs an der Wall-Street war damit zu rechnen, daß die Amerikaner angesichts der exorbitanten eigenen Probleme ohne Rücksicht auf die Interessen ausländischer Exporteure eine noch weit rigorosere Handels- und Wechselkurspolitik betreiben würden. Schon vor dem „Crash“ hatten namhafte amerikanische Ökonomen wie Dornbusch der Welt mit einem Dollarkurs von 1,50 DM bis 1,30 DM „gedroht“, ganz zu schweigen von immer lauter werdenden Forderungen nach Handelsbeschränkungen gegenüber EG-Ländern und Japan seitens wichtiger amerikanischer Industriezweige. Die Kurseinbrüche an allen nichtamerikanischen Börsen signalisieren zu einem wesentlichen Teil die Furcht vor den kurz aufgezeigten protektionistischen Tendenzen mit ihren katastrophalen Auswirkungen auf Exportmöglichkeiten.

## **5. Entwicklungen nach dem Oktober-Crash**

Für die Beurteilung der Konsequenzen dieses Börsenkrachs ist ein kurzer Blick auf die anschließenden Entwicklungen an internationalen Finanzmärkten hilfreich. Folgende Aspekte verdienen hervorgehoben zu werden:

(1) An allen Börsen der Welt setzt sich die Abwärtstendenz bis zum Dezember 1987/Januar 1988 fort, darauf setzte eine allgemeine Kurserholung ein. In Tokio lagen die Aktienkurse Ende April schon wieder auf dem Niveau vor dem „Crash“; in Frankfurt liegen sie noch heute ca. 25% darunter.

Entscheidend für diesen Umschwung waren deutlich bessere monatliche Handelsbilanzzahlen aus den USA seit Januar 1988. Börsen und Devisenmärkte schauten wie gebannt auf neue Zahlen von Handelsbilanzen in Japan, der BRD und vor allem der USA. Eine positive Reaktion trat ein, als man einen deutlichen Abfall der Defizite über mehrere aufeinanderfolgende Monate beobachtete und daraus eine Trendwende hin zu einer Lösung des amerikanischen Dilemmas ableitete. Mit jeder Nachricht von sinkenden Handelsbilanzüberschüssen in Japan und verminderten -defiziten in den USA wurde die Furcht vor einer weltweiten Rezession kleiner, und das Vertrauen in eine Lösung des amerikanischen Dilemmas über Dollarabwertungen stieg. Natürlich sind auch heute noch Skepsis und Unsicherheit an den Börsen zu beobachten.

(2) Im Zuge des „Crashs“ sanken der Dollar und alle Währungen des Dollarraumes (Kanada, Australien) zunächst langsam, dann jedoch noch einmal kräftig ab. Auch hier setzte jedoch inzwischen eine deutliche Erholung ein: der australische Dollar stieg von unter 1,20 DM auf fast 1,50 DM, der kanadische von unter 1,30 DM auf über 1,50 DM, und kürzlich erholte sich der US-Dollar von unter 1,60 auf über 1,85 DM.

Speziell die US-Dollar-Entwicklung war dominierend geprägt durch neue Nachrichten über die amerikanische Handelsbilanz. Als unmittelbare Reaktionen auf monatliche Zahlen, die deutlich besser waren als erwartet, wurden tägliche Kurs sprünge des Dollar bis zu 5 Pfennige beobachtet. Vor der anstehenden Bekanntgabe neuer Handelsbilanzzahlen wurde weltweit eine erwartete Höhe des Defizits „festgelegt“. Bis heute herrschen völlig unterschiedliche Meinungen über den künftigen Dollarkurs. Meinungen, die

den kürzlichen Dollaranstieg für permanent halten, sind genauso vertreten wie Ansichten, der Dollar würde noch einmal kräftig fallen.

Bezeichnend waren die Reaktionen der Regierungen und Notenbanken: das Resultat teils hektischer, wenig aufeinander abgestimmter Aktivitäten waren gegenseitige Verstimmungen und halbherzige Maßnahmen. So senkte, um den amerikanischen Druck zu mildern, die Deutsche Bundesbank den Diskontsatz am 4. 12. 1987 von 3% auf 2,5%. Die Reagan-Administration legte ein umfangreiches Sofortprogramm zur Ausgabenkürzung vor, das nach den üblichen Beratungen jedoch nur in stark reduzierter Form verabschiedet wurde. Ein Jahr vor der Präsidentenwahl in den USA waren trotz Börsenkrach weitergehende fiskalpolitische Konsolidierungsmaßnahmen sicher nicht zu erwarten. Auch die Bundesbank hat den Diskontsatz mittlerweile wieder nach oben korrigiert. Als wohl wichtigste gemeinsame Aktion der westlichen Notenbanken ist ihre neuerliche Strategie zu nennen, den Dollarkurs durch die Abgabe von Dollars auf den Devisenmärkten unten zu halten mit dem erklärten Ziel, der amerikanischen Wirtschaft einen größeren Spielraum zur Steigerung ihrer Exporte und Senkung ihrer Importe einzuräumen. Abgesehen von der relativen Bedeutungslosigkeit solcher Interventionen sehen Insider in Deutschland und Japan hierin mehr eine verstärkte Antiinflationpolitik ihrer Zentralbanken: durch die Abgabe von Dollars gegen DM oder Yen werden die Geldumläufe in Deutschland und Japan geringer, wodurch die in letzter Zeit sehr hohen Wachstumsraten der Geldmengen in der BRD und Japan reduziert werden. Die Zielsetzung in Richtung auf den Dollar erscheint dabei mehr oder weniger vorgegeben.

## 6. Konsequenzen

Fragt man nach den Konsequenzen des obigen Börsenkrachs, so ist eine Unterscheidung in kurz- und langfristige Effekte angebracht, wobei letztere naturgemäß heute noch nicht endgültig abgeschätzt werden können.

Die wichtigste kurzfristige Wirkung des „Crashes“ ist sicherlich der durch die Aktienkursrückgänge eingetretene Vermögensverlust. Aktien stellen Beteiligungen an Realkapital dar; eine drastische Senkung ihrer Kurse reduziert den Wert dieser Beteiligungen. Alle Aktienbesitzer sind deshalb im Ausmaß der Kursverluste von einem Vermögensverlust betroffen.

Um die „Qualität“ dieses Vermögensverlustes für die weitere ökonomische Entwicklung zu beurteilen, ist es wichtig zu wissen, bei wem dieser Verlust angefallen ist.<sup>3</sup> Ferner ist die weitere Entwicklung der Kurse entscheidend: durch die weltweite Erholung der Kurse wurden eingetretene Vermögensverluste zu einem transitorischen Ereignis. In Japan waren im Schnitt schon im April alle Vermögensverluste verschwunden.

Eine Abschätzung der Reaktion von aktienbesitzenden Unternehmen und Banken sowie Haushalten auf derart transitorische Vermögensverluste ist schwierig. Unternehmen reagieren normalerweise mit geringeren Investitionen, wodurch das Wachstum einer Volkswirtschaft negativ tangiert wird. Haushalte reagieren mit einer Einschränkung des Konsums, also einer Reduktion der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Alle bekannten Studien zeigen jedoch, daß sich Transakteure in ihren Investitions- und Konsumplänen mehr an permanenten Entwicklungen orientieren und auf vorübergehende Schwankungen nur wenig reagieren.

So werden denn auch alle Prognoserechnungen, die kurz nach dem „Crash“ ein

deutlich vermindertes Wachstum in allen westlichen Industrienationen als Folge des Börsenkrachs ermitteln, inzwischen wieder nach oben korrigiert. Allgemeine Konjunkturindizes in den USA, Westeuropa und Japan zeigen bis heute eher nach oben, so daß noch kein überzeugender empirischer Beweis für wachstumshemmende Wirkungen des „Crashes“ existiert. Eine weit wichtigere mittel- und langfristige Konsequenz betrifft die USA: traditionellerweise sind Amerikaner wenig sensibel gegenüber außenwirtschaftlichen Problemen. Fragen wie Ausgleich der Handelsbilanz, Exportschancen etc. sind nie wichtige Themen in der öffentlichen Diskussion in den USA gewesen; Dollarkurse waren für die meisten US-Bürger nur interessant für den Fall, daß sie Reisen ins Ausland planten. Durch den „Oktober-Crash“ wurde die Sensibilität gegenüber Außenhandelsproblemen in Amerika nachhaltig erhöht. Zum ersten Mal mußten Amerikaner in bedeutendem Ausmaß Vermögensverluste erleiden, ohne daß binnenwirtschaftliche Größen wie Arbeitslosigkeit, zu geringes Realoutputwachstum etc. dafür verantwortlich waren. Das amerikanische Dilemma des zu hohen Staats- und privaten Konsums und der damit verbundenen passiven Handelsbilanz errang wegen des „Crashes“ für Wochen den Spitzenplatz in der öffentlichen Diskussion.

Eine unvermeidliche Konsequenz dürfte eine geänderte Einstellung der amerikanischen Wirtschaftspolitik gegenüber Budget- und Handelsbilanzentwicklungen sein. Staat und Notenbank werden in Zukunft weit mehr daran gemessen, ob sie in der Lage sind, solche Defizite zu begrenzen oder abzubauen, damit Ungleichgewichte gegenüber anderen Ländern und ähnliche Börsenreaktionen mit den begleitenden Vermögensverlusten vermieden werden.

Die bedeutendste langfristige aus dem „Crash“ ableitbare Gefahr sind zunehmende protektionistische Tendenzen in den USA mit ihren katastrophalen Auswirkungen auf den internationalen Güter- und Kapitalverkehr. Weite Kreise der US-amerikanischen Industrie interpretieren das amerikanische Dilemma wie folgt: der Nettoimport ist vor allem darauf zurückzuführen, daß es japanischen und europäischen Exporteuren erlaubt ist, sich wegen der relativ liberalen amerikanischen Importbestimmungen frei auf US-Märkten zu bewegen. Demgegenüber werden amerikanische Exporteure auf Auslandsmärkten behindert: so sind amerikanische Agrarexporte in die EG weitgehend beschränkt, mitunter sogar verboten. Gerade im Agrarbereich sind die USA aber auf dem Weltmarkt äußerst konkurrenzfähig. In Japan treffen viele US-Exporteure (wie auch Europäer) auf unüberwindliche administrative Hindernisse. Viele europäische Staaten verzerren durch Subventionen an notleidende Industrien (Stahl, Kohle, Schiffsbau usw.) den internationalen Wettbewerb zuungunsten amerikanischer Anbieter.

Amerikanische Regierungen sehen sich einem zunehmenden innenpolitischen Druck nach protektionistischen Maßnahmen ausgesetzt. Selbstverständlich lassen sich Importe auch reduzieren durch eine

Diskriminierung ausländischer Produkte in den USA. Das zur Verfügung stehende Instrumentarium reicht von erzwungenen Absprachen über Exportbeschränkungen in die USA bis hin zu quantitativen Importvorgaben und prohibitiven Importzöllen. Ereignisse wie der Börsenkrach schwächen die Position der Befürworter eines weltweiten Freihandels. Die daraus ableitbaren Konsequenzen für das künftige Verhalten von Regierung, Senat und Repräsentantenhaus in den USA dürften erst nach der Präsidentenwahl deutlich werden.

### *Anmerkungen*

<sup>1</sup> *In der BRD hängt etwa jeder fünfte Arbeitsplatz vom Export ab. Der Anteil des Exports am gesamten Bruttosozialprodukt beträgt ca. 30%. In Ländern wie der Schweiz sind die Quoten noch höher. Allerdings ist zu beachten, daß nur ca. 10% des deutschen Exports für die USA bestimmt ist.*

<sup>2</sup> *Wie wenig konkret die Resultate solcher Bemühungen waren, zeigt sich am sogenannten Louvre-Abkommen, in dem sich die Notenbanken der wichtigsten westlichen Industrienationen bereit erklären, den Dollar auf einem adäquaten Niveau zu stabilisieren. Wie hoch dieses Niveau jedoch angesetzt wurde, blieb der Öffentlichkeit völlig unbekannt.*

<sup>3</sup> *In der BRD sind von den dargestellten Vermögensverlusten hauptsächlich professionelle Anleger betroffen; Haushalte zu einem Prozentsatz von unter 10%. Dies würde eine größere negative Wirkung auf die Investitionstätigkeit implizieren, wohingegen die Konsumwirkungen vernachlässigbar sind.*