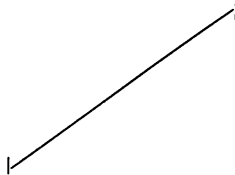


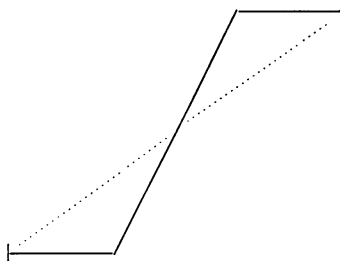
Über kurzfristige Börsenbewegungen

Von Prof. Dr. L. Albert Hahn, Porto Ronco, Tessin

Es gibt an Börsen oder überhaupt an Märkten mit grossem Käufer- und Verkäuferkreis eine Erscheinung, die einer besonderen Beachtung und Analyse bisher kaum wertgehalten wurde, obwohl sie aus einer ganzen Reihe von Gründen recht interessant ist. Die Erscheinung, die ich im Auge habe, besteht darin, dass eine Börsenbewegung nie gradlinig, etwa so:



sondern immer zickzackartig, etwa so:



verläuft.

Wir unterlassen eine Polemik gegen andere, vielleicht ebenfalls mögliche Deutungen und versuchen, in folgendem eine Erklärung dieser Schwankungen zu geben.

Unterzieht man die gekennzeichnete Börsenbewegung einer näheren Betrachtung, so sieht man, dass sie sich in zickzackartige, einzelne Bestandteile aufspalten lässt. Wir glauben, vier Phasen unterscheiden zu können, in denen sich regelmässig das folgende abspielt:

Hemmungsphase

Es treten gewisse objektive Veränderungen ein, die für die Marktlage von Bedeutung sind. Aber der Markt reagiert in keiner Weise. Vereinzelte kluge Marktbesucher erkennen die Sachlage, wundern sich, dass der Markt nicht

reagiert, möchten kaufen bzw. verkaufen — und tun es nicht. Die Lethargie des Marktes wirkt suggestiv auf ihr eigenes Urteil, dem sie nicht trauen. Sie glauben, sich geirrt zu haben, da sie offensichtlich mit ihrem Urteil allein stehen. Es fehlt ihnen, wie man sich ausdrückt, das Vertrauen. Dies ist — und so erklärt sich — der Zustand vor jeder Börsenbewegung, in dem so eine Art Ruhe vor dem Sturm herrscht. Oder, um in einem gelegentlich angeführten Vergleich zu sprechen: das Wasser wird heisser, das Brodeln setzt aber nicht allmählich, sondern plötzlich ein, sobald die Entwicklung in die nächste Phase, die

Initialphase

übergeht. Die erwähnten objektiven Veränderungen werden weiteren Kreisen bekannt und gelangen an Personen, die weniger suggestiv beeinflussbar sind. Diese schöpfen Vertrauen — wenn wir beim Falle haussegünstiger Veränderungen bleiben — und geben diesem Vertrauen durch Käufe bzw. Orders an der Börse Ausdruck. Die Preise steigen. Die objektiven Momente haben «gezündet», wie man mit einer treffenden Metapher zu sagen pflegt. Es folgt dann die

Akkumulationsphase

Die steigenden Kurse machen immer weitere Schichten auf die vorhandenen Haussemomente aufmerksam. Sodann aber — und dies ist das Entscheidende — verursachen steigende Preise zusätzliche Gewinne zugunsten desjenigen, der während der Preisbewegung Ware oder Effekten besitzt. Sie bedeuten also eine Veränderung der Daten, die den Entschliessungen der Marktparteien zugrunde liegen.

Im Hinblick auf diese Datenänderung schreiten nun wieder neue Schichten zu Käufen. Insbesondere gilt dies von der Schicht derjenigen Käufer, die auf kurze Sicht und nicht wegen des höheren Wertes, sondern wegen der steigenden Preise selbst kaufen — den eigentlichen Spekulanten. Die Folge ist, dass die Preise weiter steigen, wodurch wiederum neue Schichten zur Spekulation auf die Preissteigerung angelockt werden: *La hausse amène la hausse*. Und die Hausse geht weiter, weil und solange sich neue Schichten am Börsenspiel beteiligen. Der Glaube an weitere Preissteigerung wirkt als ein neues, im Psychischen begründetes Haussemoment, wenn die ursprünglichen Haussemomente vielleicht längst schon verschwunden sind. Doch jede Hausse endigt einmal. Die Letzten, die vor diesem Ende noch kaufen, sind die vollkommenen Laien. Denn einmal gelangt die Kunde von der Börsenhausse zu ihnen zuletzt. Und dann sind sie dem suggestiven Einfluss der steigenden Kurse auch in diesem Stadium noch ausgesetzt, weil ihnen die Kenntnis der Zusammenhänge fehlt. Sie wissen nicht, dass die Preissteigerung längst nicht mehr objektiv begründet ist und nur durch spekulative Käufe verursacht wird. Die vollkommenen Laien — und leider muss man sagen, insbesondere die Witwen und Waisen — sind es, die meist zu den höchsten Kursen kaufen, während die Fachleute, in Kenntnis der Zusammenhänge, schon «aussteigen», wie der Börsenausdruck lautet. Denn es folgt nun die

Amortisationsphase

Trotz des Erfolges der Haussespekulation, bei der Käufe immer weitere Preissteigerungen und Preissteigerungen immer weitere Käufe hervorrufen, kommt ein Augenblick, in dem sich der Haussereiz zu amortisieren beginnt. Mangels neuer Käuferschichten, die noch reagieren könnten, steigen die Preise nicht mehr. Die Haussebewegung ist zu Ende. Man bezeichnet plötzlich als Wahnsinn und Schwindel, was man gestern noch als unumstößliche Wahrheit betrachtete. Der psychische Zauber ist gebrochen.

Nun kommt es zur Auflösung aller Positionen, die nur im Hinblick auf weitere Preissteigerungen aufgebaut waren. Die Haussebewegung macht einer Reaktion Platz. Bei dieser Reaktion kann das Spiel von vorn beginnen. Vielleicht liegen schon wieder objektive Momente vor, die baissegünstig sind, und nur die im Psychischen begründeten Haussemomente der Akkumulationsphase hatten bisher verhindert, dass sie wirksam wurden. Die Akkumulationsphase der endigenden Bewegung war dann die Hemmungsphase der beginnenden.

Es wäre nun zweifellos eine reizvolle Aufgabe, noch weitere massenpsychologisch interessante Details einer Börsenbewegung aufzuzeigen. Wir müssen darauf verzichten und können dies um so eher, als die reiche Literatur über massenpsychische Phänomene eine Fülle von Material über die erwähnten Erscheinungen aufzeigt ¹⁾. Wir begnügen uns mit der Feststellung, dass psychische Faktoren beim Eintreten gewisser marktändernder Umstände in bald stärkerem, bald schwächerem Ausmass zunächst als Bremse, dann als Verstärker wirken, um nach einiger Zeit völlig wirkungslos zu werden.

* * *

Die Heranziehung massenpsychischer Phänomene zur Erklärung von Preisschwankungen ist natürlich in keiner Weise neu. Bildet sie doch den wesentlichen Bestandteil aller Konjunkturtheorien, bei denen die psychische Verfassung der wirtschaftenden Subjekte ein wesentliches Element darstellt. Es will uns aber scheinen, als ob die versuchte Aufspaltung des Vorgangs in die geschilderten vier Phasen eine Systematisierung gibt, die die Erkenntnisse oder zum mindesten die Beschreibungen mancher Dinge erleichtert.

1. Dies gilt zunächst einmal für ein ausserwissenschaftliches, privatwirtschaftlich-praktisches Gebiet. Jeder, der mit Börsengeschäften irgendwelcher Art zu tun gehabt hat, weiss, wie schwierig es ist, gerade im Hinblick auf die kurzfristigen Börsenschwankungen den richtigen Augenblick zum Kauf resp.

¹⁾ Es sei hier verwiesen auf die Schrift von Joseph Esslen, *Konjunktur und Geldmarkt 1902—1908*. Eine Untersuchung der Wechselwirkung beider in Deutschland (Stuttgart und Berlin 1909, J. G. Cottasche Buchhandlung Nachfolger), die in Anlehnung an die Folgerungen bekannter Psychologen, wie Wundt, Jodl, Lipps u. a. eine ausgezeichnete Schilderung der psychischen Grundlagen der periodischen Schwankungen des Wirtschaftslebens gibt. Äusserst anschaulich wird hier dargelegt, wie sich Meinungen, die keiner Kritik standhalten können, in den Massen nach Art der Infektionskrankheiten ausbreiten und wie dann plötzlich mit derselben Sicherheit das für falsch gehalten wird, was man eben noch als das einzig Richtige beschwor.

Verkauf zu wählen — oder besser, den unrichtigen zu vermeiden. Die Erkenntnis, dass die Börsensituation in der Akkumulationsphase zu einem wesentlichen Teil die zwangsläufige Folge eines Massenirrtums ist, erleichtert, wie die praktische Erfahrung zeigt, das Warten auf die «Reaktion», das so hohe Anforderungen an die Nerven stellt. Um einen medizinischen Vergleich zu gebrauchen: Genau wie bei gewissen, psychisch bedingten Störungen die Erkenntnis ihrer Grösse schon ihre Beseitigung bedeutet — worauf bekanntlich die Methode der Psychoanalyse beruht —, genau so kann die Erkenntnis des Zustandekommens gewisser Börsenbewegungen den einzelnen verhindern, in einer für ihn Schaden bringenden Weise «mitzulaufen». Eine universelle Erkenntnis der Zusammenhänge würde natürlich — wie das für ähnliche Erscheinungen oft genug dargelegt wurde — die zickzackartige Börsenbewegung selbst zum Verschwinden bringen.

2. Wie bekannt und schon zuvor erwähnt, spielt das massenpsychologische Element bei vielen Konjunkturerklärungen eine wesentliche Rolle — die stärkste wohl bei Pigou ¹⁾. Auch für die Darstellung und Vertiefung derartiger psychologischer Konjunkturtheorien ist die hier versuchte Systematisierung von Börsenbewegungen vielleicht von Nutzen. Man muss sich nämlich klar machen, dass die Konjunktur — soweit sie als massenpsychisches Phänomen verstanden und erklärt wird — nichts anderes darstellt als einen Unterfall einer Zickzackbewegung der hier beschriebenen Art. Die Besonderheit des Unterfalls liegt lediglich darin, dass die konjunkturelle Bewegung gleichsam aus einer ganz bestimmten Konstellation herauswächst:

Der konjunkturelle Aufschwung entwickelt sich aus einem Zustand der Haussedisposition, deren Eigentümlichkeit vor allem darin besteht, dass die Zinssätze stark gesunken sind. Die konjunkturelle Krise entwickelt sich aus einem Zustand der Baissedisposition, deren Eigentümlichkeit vor allem darin besteht, dass sich die Zinssätze stark versteift haben. Die monetären Dispositionen ihrerseits stellen sich in der oft geschilderten Weise nach einem gewissen Zeitablauf ²⁾ durch «Ausliquidierung» in der letzten Baisse und durch «Anspannung» in der letzten Hausse ein. Bei den nicht konjunkturell bedingten Börsenbewegungen — insbesondere bei den Tagesschwankungen und den einige Wochen oder Monate dauernden sogenannten kurzen Wellen der Börsenkurse — fehlt dagegen das monetäre Element grundsätzlich.

Der Konjunkturverlauf ist nach dieser Auffassung eine Kette von Bewegungen, von denen jede neue auf Grund von Dispositionen, insbesondere monetärer Natur — nach einer Hemmungsphase in ihrer Initialphase —, entsteht und dann — in ihrer Akkumulationsphase bis zum Eintritt der Amortisationsphase — weit über die Gleichgewichtslage hinaus verstärkt wird.

Von den Vorteilen, die eine derartige monetärpsychologische Konjunkturtheorie aus der hier gegebenen Systematisierung ziehen könnte, sei nur einer

¹⁾ A. C. Pigou, *Industrial Fluctuations*, London 1927 (Macmillan and Co., Limited, St. Martin's Street).

²⁾ Vgl. Knut Wicksell, *Geldzins und Güterpreise*, Jena 1898, S. 108, und Pigou, a. a. O., S. 164.

erwähnt. Die Crux jeder derartigen Theorie besteht nach meiner und vieler anderer Ansicht darin, zu erklären, wieso es immer wieder zu den rhythmischen Störungen kommt, obwohl die Tatsache der rhythmischen Bewegung der Wirtschaft so sehr ins allgemeine Bewusstsein übergegangen ist, dass auch der letzte an der Wirtschaft Beteiligte seine Naivität verloren haben dürfte. Wie kommt es, dass die Welt — und auch alle die, die sich einbilden, das Konjunkturphänomen erfasst zu haben — immer wieder auf das Phänomen der Konjunktur gleichsam «hereinfallen»? Die Antwort, die sich aus den obigen Ausführungen zwanglos ergibt, ist die: Wir wissen zwar alle, dass auf jede Übertreibung der Rückschlag folgt. Aber wir wissen nicht und können auch nicht wissen, wann er folgt, weil der einzelne die Länge der Akkumulationsphase — d. h. die Breite der Mitläuferschicht — nie exakt bestimmen kann. Solange aber diese Akkumulationsphase währt, ist die Hausse bzw. die Baisse echt, und wer auf sie hin disponiert, hat richtig und nicht fehldisponiert. Nur den Allerletzten beißen die Hunde.

3. Schliesslich mag noch darauf hingewiesen werden, dass die hier gegebene Systematisierung gestattet, in sehr einfacher Weise zu definieren, worin das Wesen einer Konjunkturprognose besteht und auch nur bestehen kann, sofern in die zugrunde liegende Konjunkturtheorie psychologische Elemente eingebaut sind.

Es ist klar, dass nach einer derartigen Konjunkturtheorie keinerlei objektive Spannungserscheinungen — insbesondere auch monetärer Art — als in der Richtung eines Umbruchs wirkend betrachtet werden können, solange nicht die entgegengesetzte Massenstimmung beseitigt ist. Erst wenn nach der Krise die pessimistische Einstellung der Wirtschaft bzw. ihrer Subjekte in der Amortisationsphase des Abschwungs bzw. der Hemmungsphase des kommenden Aufschwungs verschwunden ist, kann es zur Erholung kommen. Alles Geld der Welt nützt nichts, wenn und solange es nicht ausgegeben wird. Und erst wenn nach dem Aufschwung die optimistische Einstellung der Wirtschaft in der Amortisationsphase des zu Ende gehenden Aufschwungs bzw. der Hemmungsphase des kommenden Abschwungs verschwunden ist, kann es zur Krise kommen. Denn keine Geldverteuerung schadet, wenn und solange man sich über sie hinwegsetzt. Vorher kommt es lediglich zu Spannungen zwischen den objektiven, auf Richtungsveränderung drängenden Kräften einerseits und den subjektiven, richtungskonservierenden Kräften andererseits. Den Umbruch einer Börsenkonjunktur prognostizieren heisst also ein Urteil abgeben über die relative Stärke jener objektiven und subjektiven Kräfte. Man wird den Zeitpunkt des Umbruchs als schon gekommen oder noch nicht gekommen betrachten, je nachdem, ob man der Ansicht ist, dass die pessimistische bzw. optimistische Stimmung sich noch akkumuliert oder sich bereits amortisiert, so dass die entgegengewirkenden objektiven Faktoren zur Geltung kommen können.

Man wird einwenden, dass, so verstanden, die Prognose auf nichts anderem beruht als darauf, was man in der Praxis «Konjunkturgefühl» nennt. Denn das «Konjunkturgefühl» ist es ja, das den erfahrenen kaufmännischen Routinier dazu befähigt, die Änderungen in der Wirtschaftslage gleichsam vorauszufühlen.

Der Einwand ist richtig. Unrichtig wäre es aber, hieraus einen Grund für eine Verachtung konjunkturtheoretischer Erwägungen und statistischer Untersuchungen herzuleiten. Täte man dies, beginge man denselben Fehler, dessen sich der Praktiker meist gegenüber wissenschaftlicher Leistung auf wirtschaftlichem Gebiet schuldig macht. Denn auch der Praktiker beobachtet alle Daten der bisherigen Entwicklung, betreibt also Konjunkturforschung, nur mit viel unzulänglicheren Mitteln, und auch der Praktiker, der sein Konjunkturgefühl sprechen lässt, betreibt Konjunkturtheorie. Nur ist seine Theorie aus dem persönlichen Miterleben — und meistens Miterleiden — von Konjunkturen gewonnen, während die wissenschaftliche Konjunkturtheorie diese persönlichen Erfahrungen ersetzen kann. Überdies: Die Konjunkturtheorie ist unumgänglich nötig, um aus der unendlichen Fülle der wirtschaftlichen Erscheinungen jene auszusondern, auf die das Augenmerk des Konjunkturbeobachters zu richten ist. Viel mehr als er meint, ist der moderne Praktiker schon Theoretiker. Denn wenn er heute die Beobachtung der Entwicklung der Geld- und Kapitalmärkte, der Ausweise des Zentralnoteninstituts, der Valutakurse, der Handelsbilanz und tausend anderer Dinge seinem Konjunktururteil ganz selbstverständlich zugrunde legt, so zeigt das nur, wie stark der Praktiker schon durch die Theorie beeinflusst ist.

Im übrigen bleibt zu beachten: Einer Prognose, die in letzter Linie auf persönlichem Urteil über Hausse- oder Baissetendenzen beruht, haftet immer etwas Irrational-Subjektives an. Man darf aber — und dies ist von entscheidender Bedeutung — nicht vergessen, dass dieses Irrational-Subjektive nicht nur die Erschwerung, sondern überhaupt auch die Voraussetzung für jede spekulative Tätigkeit innerhalb und ausserhalb der Börse und damit für jede Disposition innerhalb der heutigen privatwirtschaftlich-kapitalistischen Produktionsweise darstellt: Börsenspekulationen — um bei diesem Gebiet zu bleiben — haben nur Sinn, wenn die prognostizierte Situation noch nicht an der Börse eskomptiert ist, wenn man noch — wie der Börsenjargon lautet — auf sie handeln kann. Ein solches Nichteskomptieren ist aber nur denkbar, wenn individuell-subjektive Momente zum mindesten einen Teil der Marktparteien an der einheitlichen und richtigen Einstellung hindern. Wären lediglich die objektiven Daten, wie sie etwa von den Konjunkturbeobachtungsinstituten geliefert werden, entscheidend für die Entschliessungen der Parteien, könnten Umsätze, jedenfalls solche spekulativer Art, an der Börse nie zustande kommen. Parteien mit gleichen Nutzenschätzungen kommen nicht zum Geschäft.
