

Volkswirtschaftlicher Wert und Unwert der Börsenspekulation

Die Anschauungen über Nutzen oder Schaden der Börsenspekulation gehen weit auseinander. Eine Übereinstimmung der Ansichten in absehbarer Zeit zu erzielen, besteht wenig Aussicht. Es handelt sich ja um Wertungen und Schätzungen, die sich exakten statistischen Methoden entziehen. Unwägbarkeiten mancherlei Art wollen mitberücksichtigt sein, soll man zu einem zusammenfassenden Urteil gelangen. Müssen daher auch die nachstehenden Untersuchungen von vornherein darauf verzichten, zu einem apodiktischen Urteil über den volkswirtschaftlichen Wert oder Unwert der Börsenspekulation zu gelangen, so können sie doch vielleicht einiges dazu beitragen, die Fragepunkte zu klären und einige Mißverständnisse zu beheben.

Nachdem die Ereignisse der Börsengeschichte der letzten Monate (die Vor- und Nachgeschichte des sog. „Schwarzen Freitags“ vom 13. Mai 1927)¹ die Wertpapierpekulation in den Vordergrund des Interesses geschoben haben, dürfte es als berechtigt erscheinen, wenn die vorliegenden Darlegungen sich der Absicht nach auf die Effektenpekulation beschränken, mögen auch einzelne Gedankengänge allgemeinere Gültigkeit besitzen.

Ein Streitpunkt, der vor und nach dem „Schwarzen Freitag“ besonders lebhaft erörtert wurde, ist dieser: Bindet die Börse Kapital?, d. h. zieht die Spekulationstätigkeit an der Börse Kapitalien an sich, die andernfalls der produktiven Wirtschaft zur Verfügung stünden, oder führt sie gar umgekehrt der Wirtschaft Kapitalien zu, die ihr ansonst nicht zur Verfügung stehen würden? In einer Zeit, in der die Klage über Kapitalarmut bzw. Kapitalmangel dauernd ist, in der die Frage der Kapitaleinfuhr nicht von der Tagesordnung verschwindet, ist dies offenbar ein Streitpunkt von erstrangiger Bedeutung.

Es verlohnt sich, die beiden einander bekämpfenden Auffassungen etwas näher zu kennzeichnen, um den Fragestand klarer herauszuheben. Man kann von der Auffassung ausgehen — und weite Kreise der Wirtschaft tun dies —, daß man eine gewisse Menge disponiblen Kapitals in einer Volkswirtschaft als vorhanden annimmt, die zwischen den verschiedenen Begehrern von Kapital aufzuteilen ist. Die Leitung einer Bank z. B. muß sich jeden Tag darüber im klaren sein, über welche Summen sie disponieren kann und in welcher Weise sie darüber disponieren will. Hier handelt es sich offenbar um eine Frage der Verteilung. Die Bank kann etwa heute einmal 60 v. H. ihrer Disponibilitäten in reichsbankfähigen Wechseln anlegen, 20 v. H. in laufender Rechnung an gewerbliche Kundschaft ausleihen und 20 v. H. als tägliches Geld an die Börse geben. Morgen wird sie wahrscheinlich völlig anders disponieren. Auf jeden Fall ist klar, daß sie dasselbe Geld, das sie an die Börse gibt, nicht gleichzeitig z. B. einem gewerblichen Betrieb zur Auszahlung von Löhnen zur Verfügung stellen kann. Das Entweder-Oder liegt auf der Hand. Wenn im Wartezimmer der Bankdirektion der Privatier, der gegen Verpfändung von Effekten einen

¹ Vgl. hierzu vom Verfasser. „Fünf Wochen Börsengeschichte und ihre Lehren“ in „Das Neue Reich“ IX (1926/27) Nr. 40/41.

größeren Kredit zur Durchführung einer Effektenpekulation zu erhalten wünscht, und der Inhaber eines Sägewerkes, der zwecks Einkaufs eines großen Postens Holz eine Erhöhung seines Kontokorrentkredits ansucht, einander begegnen, so sehen sie einander mit Recht als Konkurrenten an, die sich gegenseitig den Kredit streitig machen. Falls die Bank nicht beliebig Kredite schöpfen kann — und das kann sie tatsächlich nicht —, muß immer wieder der Punkt erreicht werden, an dem sie unter den Kreditwerbern eine Wahl treffen, mit andern Worten, das Kapital, das sie dem einen gewährt, dem andern versagen (entziehen) muß.

Dieser Betrachtungsweise, die die Kreditverteilung sozusagen in einem Zeitdifferential betrachtet, kann und muß aber eine integrale Betrachtung ergänzend an die Seite treten. Die Vorstellung eines Staubeckens an Kapitaldisposition, aus dem Kredite geschöpft bzw. verschiedene Abflüsse gespeist werden, besitzt nur eine bedingte Richtigkeit. Näher kommt der Wahrheit die Vorstellung eines vielverzweigten Kreislaufes. Das Blut, das vom Herzen in den kleinen Kreislauf durch die Lungen gepumpt und dort aufgefrischt wird, kann selbstverständlich nicht gleichzeitig durch den großen Kreislauf strömend den Körper ernähren. Nichtsdestoweniger wäre es ganz und gar fehlgeschossen, wollte man daraus abnehmen, je mehr Blut in der Zeiteinheit in den kleinen Kreislauf gelange, um so weniger bleibe für den großen Kreislauf übrig. Das gerade Gegenteil ist richtig. Nach wenigen Sekunden wird das gleiche Blut, das eben im kleinen Kreislauf umfloß, in den großen Kreislauf übertreten. Je kräftiger der kleine Kreislauf gespeist war, um so kräftiger wird unmittelbar darauf auch der große Kreislauf gespeist sein. So könnte unser Sägewerksbesitzer, der gestern mit Verdruß feststellen mußte, daß der gleichzeitig mit ihm wartende Privatier ihm den Kredit weggeschnappt hat, sich heute von neuem im Wartezimmer einfinden und zu seiner freudigen Überraschung erfahren, der dem Privatier gewährte Effektenkredit sei bereits in anderer Form zurückgeströmt, so daß der Erfüllung seines Kreditbegehrens nun nichts mehr im Wege steht.

Will man der Wirklichkeit möglichst nahekommen, so müssen beide Betrachtungsweisen verbunden werden. Unbestreitbar erweist die erste Betrachtungsweise, daß die Politik der Banken als Kreditverteiler in der ersten Stufe des wirtschaftlichen Ablaufs die Kapitalbefruchtung der einzelnen Wirtschaftszweige in entscheidender Weise bestimmt. Unleugbar aber tut die zweite Betrachtungsweise dar, daß in den weiteren Stufen des wirtschaftlichen Ablaufs ein Ausgleich sich einstellt bzw. Verschiebungen eintreten, die im einzelnen meist schwer nachweisbar, in ihrer Gesamtwirkung kaum hoch genug einzuschätzen sind. Im Endergebnis wird angenommen werden dürfen, daß die für Börsenzwecke in Anspruch genommenen Kredite in sehr weitem Umfange der Wirtschaft auf zwar verwickelten, aber überaus rasch durchlaufenen Umwegen wieder zufließen. Zwei Abzüge sind allerdings zu machen. Ein gewisses Maß von Kapitaldisposition bleibt an der Börse gebunden, weil es im Zahlungsverkehr der Börse benötigt wird. Bei lebhaftem Börsengeschäft und namentlich bei starker Unruhe in der Kursbewegung ist dieser Bedarf an Börsengeld natürlich größer als bei Geschäftsstille und bei ruhigen Kursen. Außerdem wird erfahrungsgemäß ein Teil der spekulativen Gewinne als zu-

säglichcr Luxusverbrauch vertan, mit andern Worten zunächst der Konsumtionswirtschaft und erst auf diesem langwierigen Umwege der Produktionswirtschaft wieder zugeleitet, falls er nicht überhaupt ins Ausland abfließt. Das ist es, was Schacht in seiner im übrigen sehr ansehbaren Stralsunder Rede meinte, wenn er sagte, die Spekulationsgewinne flößen nicht in die Wirtschaft, sondern in die Gastwirtschaft. Es ist wohl nicht zu bezweifeln, daß Börsengewinne in höherem Maße zu unproduktiven Mehrausgaben Veranlassung geben, als Börsenverluste zu Einsparungen an derartigen Ausgaben führen.

Vergleiche hinken. Das ist auch bei den hier gebrauchten Vergleichen der Kapitaldisposition bzw. Kreditverteilung mit dem Staubecken und dem Blutkreislauf nicht außer acht zu lassen. Ein sehr wichtiger Unterschied zwischen der Kreditgewährung der Banken und dem Schöpfen aus dem Staubecken liegt darin, daß es eine Kreditschöpfung gibt, die kein Schöpfen vom Vorrat, sondern Neuschaffung ist. Das Kreditvolumen und damit die Gesamtsumme an Kapitaldisposition, die der Wirtschaft zur Verfügung steht, ist nicht starr, sondern elastisch. Innerhalb gewisser Grenzen kann die Bankpolitik die Summe der Bankzahlungsmittel vermehren und dadurch der Wirtschaft ein Mehr an Kredit zur Verfügung stellen, ohne daß diese Schaffung zusätzlicher Kaufkraft inflationistisch wirken müßte. So mangelhaft unsere Erkenntnisse auf diesem Gebiete heute auch noch sind, so läßt sich doch wohl in hohem Grade wahrscheinlich machen, daß gerade eine gewisse, nicht übertriebene Ausweitung der Börsenkredite ein Weg ist, um ohne unmittelbare Inflationsgefahr der Wirtschaft vermehrten Kredit zuzuführen und auf diese Weise die Konjunktur zu beleben, ohne die Lebenshaltung zu verteuern. Wenn wir leztlich einen Konjunkturanstieg bei fallenden Preisen (insbesondere der industriellen Fertigerzeugnisse) erlebten, so scheint die Vermutung nicht unbegründet, daß die Ursache dieser einzig dastehenden Erscheinung neben der Auswirkung der Rationalisierung besonders in der eigentümlichen Art der Finanzierung dieser Konjunktur über die Börse zu erblicken ist. Während die etwas überstürzte Kreditgewährung seitens der Reichsbank in den ersten Monaten nach der Stabilisierung tatsächlich in etwa wie eine Inflationspritze auf die Wirtschaft wirkte und die Währung noch einmal nahe an den Rand des Abgrundes brachte, hat die (zwar wesentlich übertriebene und darum auch mit Recht von der Reichsbank beanstandete) Kreditgewährung der Banken an die Effektenbörse schädliche Wirkungen nach dieser Richtung nicht gehabt. Eine aufblähende Wirkung haben die Börsenkredite trotz ihres Übermaßes nur auf die Börsenwerte selbst ausgeübt. Es ist, als ob die nach quantitätstheoretischen Erwägungen unausbleiblichen inflatorischen Wirkungen der Ausdehnung des Kreditvolumens sich restlos an der Börse ausgetobt hätten, so daß die produktive Wirtschaft die Vorteile einer Krediterweiterung ohne deren Nachteile genießen konnte. Damit würde im Einklang stehen, daß nach der gewaltsamen Restriktion der Börsenkredite seit Mai dieses Jahres die Wirtschaft wieder schwerer mit Kreditnöten zu ringen hat, ohne daß doch die typischen Erscheinungen einer Deflationskrise zu Tage getreten wären.

Es gibt aber nicht nur eine Kreditschöpfung, die eine strenge Durchführung des Vergleiches mit den Staubecken verbietet, sondern auch eine Umformung der Kapitaldisposition, die sich nicht mehr im Bilde des Blut-

Kreislaufes begreifen läßt. Nach dem sog. Bankprinzip müssen Aktiv- und Passivgeschäfte einer Bank einander entsprechen. Kurzfristig empfangene Gelder können von der Bank nur kurzfristig weitergegeben werden. Für die produktive Wirtschaft ist aber langfristige Kapitaldisposition ungleich wertvoller als kurzfristiges Geld. Die kurzfristige Hingabe von Börsengeld durch die Banken hat nun die eigentümliche Wirkung, als langfristige Kapitaldisposition der Wirtschaft zuzufließen. Die Bergwerksunternehmungen, die während des englischen Streikes ihre Kohlenhalden abgefahren und statt dessen „Effekten auf die Halden gelegt“ hatten, vermochten während der Börsenhausse auch diese Effektenhalden wieder vorteilhaft abzustößen. Der Kaufpreis, vom Käufer meist als kurzfristiges Börsengeld bei den Banken entliehen, bleibt in ihren Händen als Erlös des Verkaufes unwiderruflich, unkündbar, zur freien Verfügung auf beliebig lange Sicht. Ein gleiches gilt von jeder Neuemission von Effekten, seien es Aktien oder Obligationen, die den Unternehmungen zur Kapitalbeschaffung dienen, vom Publikum aber nur unter Inanspruchnahme zeitweiliger Kredithilfe der Banken „verdaut“ werden können. Die Effektenkredite, von den Banken aus ihren kurzfristigen Depositen kurzfristig gegeben, verwandeln sich auf dem Wege über die Börse in langfristige, für die Wirtschaft höherwertige Kapitaldisposition.

Auf die eingangs gestellte Frage: „Bindet die Börse Kapital?“, dürfte daher — mit allen Vorbehalten — zusammenfassend etwa dies zu antworten sein: Eine Kapitalbindung in beschränktem Umfang durch die Börse kann kaum in Abrede gestellt werden. Eine Entziehung von Kapital durch die Börse zum Nachteil der produktiven Wirtschaft dürfte dagegen so wenig anzunehmen sein, daß im Gegenteil die Börse der Weg zu sein scheint, auf dem einmal eine Kreditschöpfung zu Gunsten der Wirtschaft ohne inflationistische Nebenwirkungen wenigstens in beschränktem Maße ermöglicht wird, und auf dem zum andern Mal die im Bankwege nicht mögliche Umwandlung kurzfristiger in langfristige Kapitaldisposition zum Vorteil der Wirtschaft innerhalb gewisser Grenzen gelingt. Unter der Rücksicht der Kapitalbindung, d. i. der Wegziehung mobilen Kapitals aus der Produktionswirtschaft nach der Börse hin, wird daher der Börsenspekulation volkswirtschaftliche Schädlichkeit nicht nachgewiesen werden können, vielmehr eher mit einiger Wahrscheinlichkeit ein gewisser volkswirtschaftlicher Nutzen zugesprochen werden müssen.

Gegen die bisherigen Darlegungen könnte nun allerdings der Einwand erhoben werden, daß sie um die Kreditübergabe der Banken an die Börse, nicht aber um die Börsenspekulation als Drehpunkt kreisen. Dem Anscheine nach verhält es sich allerdings so. In Wahrheit aber sind Kreditübergabe der Banken an die Börse und Börsenspekulation ein und dieselbe Sache, nur von zwei verschiedenen Seiten gesehen (nämlich einmal von der Objektseite und zum andern Mal von der Subjektseite). Man könnte so weit gehen wollen, mit einiger Übertreibung die Börsenspekulation als bloße Funktion der Börsenkredite, als das Wellengekräusel auf der Oberfläche der Börsenpolitik der Banken zu bezeichnen. Wie jede Übertreibung, so würde aber auch diese zu einer Einseitigkeit der Betrachtung führen, die der Fülle der Lebenserscheinungen nicht gerecht würde. Eine lebenswahre Würdigung der Börsenspekulation in

ihren volkswirtschaftlichen Vor- und Nachteilen muß auch auf das Subjekt bzw. die Subjekte der Börsenspekulation gebührend eingehen.

Wer spekuliert an der Effektenbörse? Aus drei Wirtschafts- bzw. Personenkreisen setzt sich die Spekulation (nicht als Tätigkeit, sondern als Sammelbegriff der spekulativ sich Betätigenden verstanden) zusammen. In Effekten spekulieren:

1. das Publikum,
2. die Berufsspekulanten,
3. die Banken.

Die Beantwortung der Frage nach dem volkswirtschaftlichen Wert oder Unwert der Spekulation erheischt ein gesondertes Eingehen auf die Betätigung jeder dieser drei Gruppen auf dem Felde der Spekulation und deren jeweilige sowohl privatwirtschaftliche als auch volkswirtschaftliche Folgen.

Auf den ersten Blick mag es überraschend und willkürlich erscheinen, den Schlüssel zur volkswirtschaftlichen Beurteilung der Spekulation bei der Publikumspekulation zu suchen. Dennoch dürfte es wenigstens bis zu einem gewissen Grade berechtigt sein. Die Spekulation des in Börsendingen gänzlich unsachverständigen Publikums erweist sich nämlich als die Grundlage, auf der die Betätigung der Berufsspekulation fast ganz und gar, mittelbar selbst die spekulative Betätigung der Banken an der Börse zum guten Teil sich aufbaut¹. Die Verluste des spekulierenden Publikums, das auf die Dauer immer verliert, aber von Gewinnsucht getrieben immer von neuem zur Spekulation sich drängt, sind es, wovon die Berufsspekulation sich nährt. Gewiß kann und soll es nicht bestritten werden, daß es einige spekulative Operationen an der Börse gibt, die als produktiv, wirtschaftliche Werte schaffend, anerkannt werden müssen. Aber das sind doch nur einzelne Fälle (z. B. die Begründung von Interessengemeinschaften oder Anbahnung von Verschmelzungen mittelst Erwerbes von Anteilen auf dem Wege über die Börse). Das normale spekulative Börsengeschäft erzeugt keine Werte; es richtet sich vielmehr darauf, Verschiebungen in der Bewertung von Effekten auszunützen zur Verschiebung von Werten zwischen Effektenkäufern und Effektenverkäufern. Der reine Handel in Wertpapieren mit dem Ziele, nicht dieselben demjenigen zuzuführen, der ihrer bedarf und sie zu behalten wünscht, sondern einzig zu dem Zwecke, sie immer und immer wieder zu handeln und bei diesem Handel zu verdienen, kann keine wirtschaftlichen Werte hervorbringen. Daraus ergibt sich von selbst, daß nicht nur die Gewinne der erfolgreichen Spekulanten, sondern überdies die gesamten, sehr erheblichen Spesen dieses Handels von den unglücklich Spekulierenden als Verluste getragen werden müssen. Über eine Konjunkturperiode hinweggesehen, müssen die Gesamtverluste die Gesamtsumme der Gewinne um den Betrag der gesamten Spesen übertreffen. Wer der Träger dieser Verluste ist, kann nicht zweifelhaft sein. Durchschnittlich müssen es diejenigen sein, die über Marktlage und voraussichtliche Marktentwicklung am schlechtesten unterrichtet sind, mit andern Worten das sog. Publikum. Vom sozialpädagogischen Standpunkt aus mag man es begrüßen, daß wenigstens auf die Dauer jeder, der an die Börse geht, ohne an der Börse etwas zu tun

¹ Vgl. die äußerst bezeichnenden Ausführungen „Der Tendenzwechsel an der Börse“, Frankfurter Zeitung, Nr. 617 vom 20. August 1927.

zu haben, sich die Finger verbrennt. Man mag es selbst als immanente Gerechtigkeit des Wirtschaftslebens betrachten, daß derjenige, der sich von der auri sacra fames, von ungezügelter Sucht nach mühelosem Gewinn fortreißen läßt, sein Vermögen zu wagen, gestraft wird, indem er alles verliert. Dennoch ist schon vom ethischen Gesichtspunkt aus diese Betrachtung sehr einseitig. Die vermeintlich hier beobachtete Gerechtigkeit wendet sich nämlich regelmäßig nur gegen den zugleich schwächeren und weniger schuldhaften Teil. Der stärkere und vor allem schuldhafte Teil, die Verführer zum Börsenspiel, gehen meist nicht nur straflos aus, sondern nehmen sogar zeitweilig ansehnliche Gewinne mit. Bestehen aber bleibt, daß alle diese, die dem Verluste eines kleinen oder mittleren Vermögens nachtrauern oder nachgrollen, ihre Anklagen und Vorwürfe zuerst gegen sich selbst und ihresgleichen kehren sollten. Sie wollen ausgeplündert sein. So dürfen sie sich nicht wundern, daß sich Leute finden, die es besorgen. Wer keine Spekulationsverluste erleiden will, hat ein unfehlbares Mittel, sich dagegen zu schützen: er lasse das Spekulieren sein! An dem Tage, da kein Publikum mehr bereit ist, Spekulationsverluste zu erleiden, gibt es auch keine Berufsspekulation mehr. Das Publikum braucht nur passiven Widerstand zu leisten, um die Berufsspekulation auszuhungern.

Mögen aber die Spekulationsverluste des Publikums als selbstgewollt noch so wenig Mitleid verdienen, sie bleiben vom volkswirtschaftlichen Standpunkt gesehen überaus bedauerlich. Sie bedeuten in nur zu zahlreichen Fällen den wirtschaftlichen Ruin gut mittelständischer Familien und tragen so ihr Teil mit bei zur Proletarisierung immer weiterer Massen, zu immer ausgesprochenenerer Plutokratifizierung unseres Wirtschaftslebens. Überdies sind gewaltsame Vermögensumschichtungen an und für sich immer mit Wertvernichtungen, also volkswirtschaftlichem Verlust, verbunden.

Die Berufsspekulation umfaßt im Gegensatz zur Publikumspekulation Kreise, deren Sachkenntnis zufolge spezialistischer Befassung mit Börsendingen als ausreichend angesehen werden muß, soweit Sachkenntnis im üblichen Sinne des Wortes für den Erfolg an der Börse überhaupt ausschlaggebend ist. Eine einzige Indiskretion kann ja leicht an der Börse nutzbringender zu verwerthen sein als das Sachwissen aller Finanztheoretiker der ganzen Welt zusammengekommen! Vor allem ist der Berufsspekulant nicht ein Mann, der für Weib und Kind zu sorgen hat und sorgen will, der, wie so mancher kleine Beamte und Geschäftsmann gerade aus irreführender Fürsorge für seine Familie nebenher ein wenig spekuliert, die Aufregungen und Sorgen einer Spekulation auf sich nimmt und opfervoll trägt, bis der Zusammenbruch sich nicht länger verheimlichen läßt. Der Berufsspekulant ist ein Mensch, der von vornherein auf Sicherung des Daseins verzichtet, sich mit Pflichten der Versorgung einer Familie nicht belädt und meist jederzeit entschlossen ist, die Konsequenzen eines völligen Fehlschlages mit dem Revolver zu ziehen. Mag diese Art, das Leben anzufassen, so moralisfrei sein wie sie will, mag sie demzufolge auch noch so skrupellos in der Wahl der Mittel im Kampfe um die Spekulationsbeute sein, so weist ihre wirtschaftliche Auswirkung doch nicht nur Schattenseiten auf. Die Berufsspekulation richtet gewiß viel Unheil an durch das ruhelose Auf und Ab der Kurse, das von ihr hervorgerufen und stets in Bewegung erhalten wird. Es ist gewiß kein Vorteil für die Wirtschaft, daß ihr zentraler

Markt, die Börse, durch die Berufsspekulation aus einem friedlichen Markte zu einem Schauplatz wilder Kämpfe gemacht wird. Daß die Gewinne der Berufsspekulation in ihrer Entstehung die volkswirtschaftlich und sozial beklagenswerten Verluste des Publikums sind, und in ihrer Verwendung wiederum volkswirtschaftlich unerfreuliche Wege nehmen, wurde schon hervorgehoben. Nichtsdestoweniger besteht auch eine nützliche Auswirkung der Berufsspekulation. Die Berufsspekulation ist es, die in Zeiten der Schwäche den Markt einigermmaßen aufrecht erhält und in Zeiten beginnenden Aufschwungs der Wirtschaft den Konjunkturauftrieb vermittelt, der durch direkte Wirtschaftskredite der Notenbanken ohne inflationistische Nebenerscheinungen ihr nicht erteilt werden könnte. Endlich mag man der Meinung sein, daß in der Berufsspekulation noch eine gewisse, wenn auch sehr bescheidene Beschränkung der sonst unumschränkten Alleinherrschaft der Großbanken auf dem Effektenmarkte zu erblicken sein möchte.

Damit wäre die Überleitung gegeben zur dritten Gruppe, den Banken. Die Banken, d. i. die Großbanken mit ihrem Anhang, nehmen insofern eine ganz eigene Stellung ein, als sie eine dreifache Rolle zu gleicher Zeit spielen. Dem Handelsgut der Effektenbörse, d. i. den Wertpapieren, stehen sie nicht bloß wie andere Spekulanten als Händler gegenüber, sondern sie sind gleichzeitig 1. Großproduzenten, 2. Geldgeber und vielfach dazu Berater der Spekulantenkreise, 3. selbst Großspekulanten in Wertpapieren. Die Milliardenbeträge unserer Effekten sind von den Banken geschaffen und in den Verkehr gebracht; ununterbrochen schaffen die Banken neue Effekten und bringen sie an den Markt. Das Emissionsgeschäft gilt als der lukrativste Zweig des Bankgeschäfts. Dadurch, daß die Banken die Spekulation sowohl der Berufsspekulanten als auch des Publikums finanzieren, üben sie auf die Kursbewegung einen Einfluß aus, der viel stärker ist als derjenige, der von den Anstürmen der Haussse- und Baissseparteien unter den Spekulanten ausgeübt werden kann. Die große Linie in der Kursbewegung wird fast allein herrlich durch die Großbanken bestimmt, einmal durch die Bemessung der Börsenkredite, dann aber auch durch die nach genauen Weisungen der Zentrale durch sämtliche Filialen und Depositenkassen einheitlich ausgeübte Beratung des Publikums. Da die Großbanken die von ihnen selbst vorher bestimmte Kursentwicklung selbstverständlich auch vorherwissen, können sie fast risikolos im größten Maßstabe in Effekten spekulieren. Da sie Erwerbsunternehmungen sind, werden sie diese Gelegenheit sich wohl schwerlich entgehen lassen. Solange es ein in Effekten spekulierendes Publikum und demzufolge eine Berufsspekulation gibt, werden die Großbanken sich dem kaum entziehen können. Die Bank braucht ja nur bei weichenden Kursen Material, das ihr geradezu aufgedrängt wird, aufzunehmen, und bei steigenden Kursen, wenn alles sich um die Papiere reißt, wieder abzugeben. Sie hat dann ihre Kundschaft entgegenkommend bedient, auf den Markt beruhigend und ausgleichend gewirkt und obendrein ein sehr gutes Geschäft gemacht. Die Bankleitung, die das nicht täte, bewiese nur, daß sie nicht weiß, wozu sie da ist und wofür sie bezahlt wird. Man mag es aus rein gefühlsmäßiger Einstellung bedauern, daß die Bank dabei wieder einmal verdient, aber rein verstandesmäßig muß man anerkennen, daß das volkswirtschaftliche Interesse in die sem Falle genau in der gleichen Richtung

liegt wie das privatwirtschaftliche Interesse der Bank. Insoweit bestätigt sich auch hier der ursprünglich auf den Terminhandel der Warenbörse gemünzte, paradox klingende Satz (von Sayous), daß derjenige, der richtig und damit zu seinem Vorteil spekuliert, zugleich der Gesamtwirtschaft dient, während derjenige, der falsch spekuliert und somit Verluste erleidet, zugleich den Markt in Verwirrung bringt und so die Gesamtwirtschaft schädigt.

Wie aber steht es um jenen Einfluß auf die Kurse, kraft dessen die Banken die Kursentwicklung vorauswissen, indem sie sie bestimmen? Hier ist ja nach der heutigen Lage der Dinge dasjenige spekulative Moment gegeben, das für alle Einzelercheinungen auf dem Felde der Spekulation die Voraussetzung bildet. Wenn es wahr ist, daß mit dem Aufhören der Publikumspekulation die Berufsspekulation verhungern müßte, dann ist es noch mehr wahr, daß mit der Sperrung der Spekulationskredite seitens der Banken sowohl der Publikumspekulation als auch der Berufsspekulation augenblicklich der Atem ausginge und an die Stelle des bewegten Lebens der ruhelosen Kursbewegung sofort nicht bloße Kirchhofsruhe, sondern die Totenstarre treten würde. Was ist davon zu halten, daß die Banken mittelst der Politik, die sie hinsichtlich ihrer Börsenkredite verfolgen, das Auf und Ab der Kurse hervorrufen und die Spekulation alimentieren? Es ist leicht zu sehen, daß dies in einer Weise geschehen kann, die schlecht hin verbrecherisch und für die Wirtschaft im höchsten Maße verheerend ist. Auch darüber besteht kein Zweifel, daß Machenschaften, die die Grenzen des moralisch Erträglichen und volkswirtschaftlich Zuträglichen bedenklich streifen, durchaus an der Tagesordnung sind. Folgt nun aber daraus, daß Wirtschaftsmoral und vernünftige Volkswirtschaftspolitik von den Banken verlangen, mittelst ihrer Kreditpolitik die Kurse zu stabilisieren? Wer diese Konsequenz ziehen will, muß sich über zweierlei klar sein, nämlich, daß er damit 1. ein planwirtschaftliches Element in unsere Wirtschaft einführt und zwar in der Form, daß er diese planwirtschaftliche Aufgabe Wirtschaftssubjekten zuweist, die wir nach unsern heutigen Vorstellungen noch der privatwirtschaftlichen Sphäre zuzurechnen gewohnt sind; 2. an einer entscheidenden Stelle die Einführung der konjunkturlosen Wirtschaft verlangt und demnach folgerichtig wohl überhaupt zum Ideal der konjunkturlosen Wirtschaft sich wird bekennen müssen. Beide Fragen aber rühren an Grundlagen unserer heutigen Wirtschaftsordnung und erscheinen jedenfalls bis zur Stunde von der Spruchreife noch weit entfernt.

Bisher galt es als unbestritten, daß die Leitungen unserer führenden Banken zur Initiative und Aktivität auf dem Felde der Konjunkturpolitik berufen seien, selbstverständlich in gebührender Unterordnung unter die offizielle Konjunkturpolitik der Zentralnotenbank als des konjunkturpolitischen Organs bzw. Vertrauensträgers der Staatsgewalt. Ebenso wird es als unbestreitbar gelten müssen, daß die hohe Bankwelt, gerade auch was das Gebiet der von ihr auf das vollkommenste beherrschten Börsenkonjunktur angeht, sich der großen Verantwortung einer objektiven, nicht privatwirtschaftlich, sondern primär volkswirtschaftlich orientierten Konjunkturpolitik nicht so, wie man es wünschen müßte, gewachsen gezeigt hat — trotz der so beliebten Selbstbezeichnung als „verantwortungsbewußte Bankleitungen“. Die Tatsache schwerer volkswirtschaftlicher Schäden auf der einen, erheblicher privatwirtschaftlicher Gewinne

der Banken auf der andern Seite ist nicht wegzuleugnen. Den Glauben, daß mit einigen moralischen Ermahnungen an die Adresse der Bankleitungen eine Besserung für die Zukunft zu erreichen sei, wird derjenige am wenigsten teilen, der zu der Ansicht hinneigt, daß Fehler im System viel mehr noch für die Übelstände verantwortlich zu machen sind als moralische Mängel der Personen.

Nach Lage der Dinge, wie sie heute nun einmal sind, sind die Banken weder frei, ob sie Börsenkonjunkturen machen wollen oder nicht, noch auch schlecht-hin frei, welche Art von Börsenkonjunktur- bzw. Börsenkreditpolitik sie treiben wollen. Daß die Börsenkonjunktur schlecht-hin abhängig ist von der Börsenpolitik der Großbanken, besagt ja keineswegs, daß die Großbanken ihrerseits hinsichtlich der von ihnen zu betreibenden Börsenpolitik allseits unabhängig seien. Keine Großbank hat den archimedischen Punkt inne, von dem aus sie die effektenkapitalistische Welt nach Belieben aus den Angeln zu heben vermöchte. Theoretisch könnten die Banken, wie sie jetzt eine gewaltsame Kürzung der Börsenkredite nach gegenseitiger Vereinbarung vorgenommen haben, unter Führung der Zentralnotenbank der Effektspekulation ein für allemal jeglichen Kredit entziehen und ihr damit das Lebenslicht ausblasen. Praktisch geht dies darum nicht, weil durch eine solche Maßnahme nicht nur die Effektspekulation, sondern der ganze Effektenmarkt vernichtet würde. Ohne Kredit kann der Effektenmarkt nicht funktionieren, noch weniger als irgend ein anderer Großmarkt. Wir leben aber nun einmal in der Zeit und Welt des Effektenkapitalismus und müssen deshalb einen leistungsfähigen Effektenmarkt haben. Danach scheint die Frage nach dem volkswirtschaftlichen Nutzen oder Schaden der Effektspekulation sich so zuzuspitzen: bedeutet die Effektspekulation eine volkswirtschaftlich erwünschte Verbreiterung des Effektenmarktes, bzw. ist ein Effektenmarkt, der heute zweifellos volkswirtschaftlich nicht entbehrt werden kann, ohne Effektspekulation in der erforderlichen Breite überhaupt möglich? An dieser Frage gehen denn auch die Ansichten nach allen Richtungen auseinander.

Die Möglichkeit eines Effektenmarktes ohne Effektspekulation kann an und für sich in einem doppelten Sinne verstanden werden. Man kann fragen, ob der Effektenmarkt die Effektspekulation als unausbleibliche Begleiterscheinung, wenn auch vielleicht im Sinne eines notwendigen Übels, mit sich bringe. So z. B. ist ein Verkehrswesen ohne Verkehrsunfälle nicht möglich. Niemand wird daraus die verkehrspolitische Möglichkeit oder Erwünschtheit von Verkehrsunfällen ableiten wollen. Im Gegenteil wird man eben im Interesse des Verkehrs die Verkehrsunfälle einzuschränken bemüht sein, so viel nur möglich. Daß in diesem Sinne ein Effektenmarkt ohne Effektspekulation nicht möglich, mit andern Worten, daß angesichts der menschlichen Habgier die Effektspekulation unausrottbar ist, so lange es einen Effektenmarkt und Effektenkredite gibt, wird von niemand bestritten. Man muß aber weiter fragen, ob die Effektspekulation ein wesenhafter oder doch integrierender Bestandteil eines voll ausgebildeten Effektenmarktes sei. Von Bankseite wird dies wohl einmütig behauptet, vielleicht allerdings nur deshalb, weil man das Bestehende und Gewohnte allzuleicht mit dem Sein-Sollenden und Sein-Müssenden verwechselt — so lange es dem eigenen Vorteil mindestens nicht entgegen ist. Man kann nun aus sozialetischen wie individualetischen

Gründen der Spekulation mit sehr widerstrebender Einstellung gegenüberstehen und wird dennoch zugeben müssen, daß die Spekulation der Gesamtwirtschaft Dienste geleistet hat und auch heute noch eine volkswirtschaftliche Funktion ausübt. Wenn man absteht von den Schrittmacherdiensten, die die Effektenpekulation dem Eindringen des Effekts in weiteste Volkskreise auf psychologischem Wege (durch Anstachelung der Profitgier!) geleistet hat, so möchte man jedoch meinen, die einwandfreien Funktionen, die die Effektenpekulation innerhalb der Gesamtwirtschaft erfüllt, könnten auch auf anderem Wege geleistet werden. In geordneten Vorkriegszeiten war es z. B. den Hypothekenbanken gelungen, ihren Pfandbriefen einen breiten Markt zu schaffen und einen stetigen Kurs zu sichern. So war der Pfandbrief ein beliebtes und verbreitetes Anlagepapier geworden und zugleich davor bewahrt geblieben, Gegenstand der Spekulation zu werden. Man möchte also wohl annehmen, daß es in ziemlich weitgehendem Maße möglich sei, durch geschicktes Operieren die Vorteile eines durch Hergabe von Effektenkrediten verbreiterten Effektenmarktes mit der Ausschaltung einer namhaften Effektenpekulation zu vereinigen. Die Behauptung, ein kreditgespeicher, gehörig leistungsfähiger Effektenmarkt benötige der Effektenpekulation als integrierenden Bestandteils, erscheint daher im Lichte der Vorkriegserfahrungen wenigstens nicht allgemeingültig. Man kann mit begründeter Wahrscheinlichkeit der Meinung sein, daß ein wesentlich spekulationsfreier Effektenmarkt bereits unter heutigen Verhältnissen ausreichend leistungsfähig gemacht werden kann.

Nimmt man dies als richtig an, so schiebt sich für die Beurteilung des volkswirtschaftlichen Wertes bzw. Unwertes der Börsenspekulation der Schwerpunkt von der Frage der Marktbreite wieder zurück zur Kredit- und Konjunkturpolitik. Läßt sich die Börsenkreditpolitik der Großbanken in volkswirtschaftlich zuträglichster Weise führen, wenn sie darauf festgelegt ist, die Effektenpekulation wenigstens nicht zu ermutigen? Können die Großbanken eine volkswirtschaftlich ersprießliche Börsenkonjunkturpolitik betreiben, ja kann von einer solchen überhaupt noch die Rede sein, wenn keine Effektenpekulation auf den Plan gerufen werden soll? Vielleicht werden wir bereits in wenigen Jahren, wenn ausgiebigere Erfahrungen der Konjunkturplanwirtschaft der Theoretiker von Harvard und der Praktiker des Federal Reserve Board vorliegen, in dieser Frage zu einem sichern Urteil gelangen können; heute wird man sie als offene Frage bezeichnen müssen. Auch die in Newyork versammelten ehemaligen Notenbankleiter scheinen über diese magere Erkenntnis nicht hinausgelangt zu sein.

Als abschließende Zusammenfassung der gewonnenen Ergebnisse kann — wiederum unter allen Vorbehalten — vielleicht Folgendes gebucht werden. Die Auffassung, die Börsenspekulation binde Kapital in dem Sinne, daß die an die Börse gegebenen Kredite (Reports und Lombards) der produktiven Wirtschaft entzogen würden, wird als veraltet anzusehen sein. Vielmehr wird es als wahrscheinlich zu gelten haben, daß eine maßvolle Ausweitung der Börsenkredite die volkswirtschaftlich zuträglichste Art und Weise einer konjunkturpolitisch angezeigt erscheinenden Erweiterung des Kreditvolumens (Vermehrung der Bankzahlungsmittel) ist, die wir bisher zu handhaben verstehen. Soweit die Spekulation hierbei durch Zuführung von Kapitaldisposition in

hochwertiger Form an die Wirtschaft dieser einen Dienst leistet, liegt diese Dienstleistung nicht in der Richtung der spekulativen Betätigung als solcher; vom Standpunkt der Spekulation stellt sich die volkswirtschaftlich wertvolle Dienstleistung vielmehr als unbeabsichtigter, allerdings z. Bt. nur von ihr allein hervorgebrachter, auf anderem Wege bisher nicht zu erreichender Neben Erfolg dar. In diesem eingeschränkten Sinne kann eine von der Objektseite ausgehende Betrachtung wohl zur Anerkennung eines volkswirtschaftlichen Nutzens der Börsenspekulation gelangen. — Zu einem der Börsenspekulation weniger günstigen Ergebnis gelangt die von der Subjektseite ausgehende Betrachtung. Die Beteiligung des sachunkundigen Publikums an der Börsenspekulation erscheint volkswirtschaftlich durchaus abträglich. Die Betätigung der sog. Berufsspekulanten scheint dem gleichen Urteil zu unterliegen, insofern die Berufsspekulation von den volkswirtschaftlich unerwünschten Verlusten der Publikumspekulation lebt. Offen bleibt die Frage, welcher Personenkreis (etwa Unternehmer bzw. Unternehmungen des gleichen oder eines verwandten Wirtschaftskreises, dem die Effekten angehören, sowie Banken) als zu volkswirtschaftlich ersprießlicher spekulativer Betätigung subjektiv legitimiert anzusehen sein möchte. — Daß die Börsenspekulation als Verbreiterung des Effektenmarktes volkswirtschaftlich nützlich oder gar notwendig sei, ist nicht erwiesen und scheint sogar die Erfahrung (auf Teilgebieten) gegen sich zu haben. Ob im Endergebnis die der objektiven Betrachtungsweise sich anbietenden Vorteile oder die der subjektiven Betrachtungsweise sich enthüllenden Nachteile der Börsenspekulation als überwiegend anzusehen seien, erscheint abhängig von Fragen der Konjunkturtheorie und Konjunkturpolitik, die mangels ausreichender Erfahrung zur Stunde noch nicht als spruchreif zu erachten sind. Wir kennen die Tatsache, daß die Konjunkturpolitik heute als Klaviatur oder Instrument, darauf sie spielt, der Börsenspekulation sich bedient. Was wir z. Bt. noch nicht wissen, das ist, ob die Konjunkturpolitik für ihr Spiel der Börsenspekulation als Instrumentes bedarf oder ob sie ein geeigneteres, von den ethischen Bedenken und volkswirtschaftlichen Schädlichkeiten der Börsenspekulation freies Instrument sich zu schaffen vermögen wird.

Über die Auswüchse der Spekulation steht unser Urteil fest: es ist sowohl vom moralischen als auch vom volkswirtschaftlichen Standpunkte aus schlechthin verdammend. Über den volkswirtschaftlichen Wert oder Unwert der Börsenspekulation als solcher wird dagegen das Urteil vorerst in der Schwebe bleiben müssen. Die Einsicht, daß manche bislang vertretene Urteile, sowohl anerkennende als verwerfende, sowie die Begründungen dieser Urteile im Lichte unserer durch die Ereignisse der jüngsten Zeit geläuterten und vertieften Erkenntnis sich als voreilig bzw. nicht durchschlagend erweisen, bedeutet gewiß schon einen nicht zu verachtenden Fortschritt. Von den Erfahrungen, die die nächsten Jahre uns liefern werden, und ihrer wissenschaftlichen Durchdringung darf ein großer Schritt vorwärts zu gesicherten Erkenntnissen erwartet werden.

Oswald v. Nell-Breuning S. J.