

JOHN KENNETH GALBRAITH

**DER GROSSE
CRASH**

1929

**URSACHEN
VERLAUF
FOLGEN**

FinanzBuch Verlag



EINLEITUNG

1929

und der Börsenkrach von 1987

Eine der fruchtlosesten Diskussionen, die in philosophischen Kreisen geführt wird, dreht sich einmal um die Frage, ob die Geschichte sich ständig wiederholt; zum Zweiten rätselt man, inwieweit jene, die mit diesem Gesetz ihres oftmals leidvollen Verlaufs nicht vertraut sind, ihn deswegen immer wieder aufs Neue durchstehen müssen.

Während man in dieser Debatte nie zu einem schlüssigen Ergebnis kam, so kann doch in politischen, sozialen und wirtschaftlichen Dingen mit einiger Sicherheit behauptet werden, dass ähnliche Umstände zumindest teilweise zu ähnlichen Folgen führen. Das lässt sich auch an der gewaltigen Erschütterung des Börsenmarktes von 1929 und jener, die wir im Oktober 1987 erlebten, zeigen.

Es gibt oberflächliche, sogar augenfällige Parallelen zwischen den Ereignissen. Beide fanden, wie schon erwähnt, im Oktober statt. Vielleicht nimmt der Herbst einen besonderen psychologischen Einfluss auf die Stimmung der Finanzwelt; auch der Montag scheint in dieser Hinsicht ein unheilvoller Tag zu sein. Wahrscheinlich ließen professionelle Spekulanten und wohlhabende, aber im Börsenge-

schäft recht unkundige Bürger ihren Ängsten freien Lauf, als sie nach einem müßigen, arbeitsfreien Wochenende beschlossen, sicherzugehen und zu verkaufen. Das geschah am Montag, dem 21. Oktober 1929, an dem sich die bevorstehende Katastrophe erstmals andeutete. Als sich dieser Vorgang eine Woche später, am 28. Oktober, wiederholte, war der Weg für den katastrophalen Dienstag geebnet, der folgen sollte. Dasselbe ereignete sich an weiteren Montagen, zuletzt am 19. Oktober 1987, dem verheerendsten Datum in der Geschichte des Börsenmarktes seit dem Platzen der »South Sea Bubble« in den 1720er-Jahren oder dem Zusammenbruch von John Laws Spekulationen zur selben Zeit in Paris.

Aber man sollte sich nicht nur mit den oberflächlichen Übereinstimmungen verschiedener Tragödien befassen, selbst wenn die Menschen außer Geld dabei nichts verloren haben. Es gibt noch weitere beachtenswerte Parallelen zwischen 1929 und 1987, denn die Finanzwelt war in beiden Fällen denselben Umständen ausgesetzt. Folglich konnte man das Debakel vom Herbst 1987 auch vorhersehen, wenn man sich mit dem Jahr 1929 beschäftigt hatte¹¹ (und mit anderen Wohlstandsepochen, die nicht selten auch von finanziellem Wahnsinn geprägt sind). Die wichtigste Rolle spielte, man kann es kaum anders bezeichnen, ein unerschütterlicher Optimismus, der vor dem jeweiligen Oktober weitgehend handlungsbestimmend war. Während der vorhergehenden Jahre waren die Aktienmärkte zu vermeintlich grenzenlosem Umfang angewachsen. Es hatte Einschnitte gegeben, von denen manche als schwerwiegend galten, derer man aber schließlich wieder Herr wurde. Grundlegende Einflüsse täuschten voraussichtliche Zinsquoten, Gewinnaussichten oder allgemeines Wirtschaftswachstum vor und nährten den Glauben an einen ungetrübten Wertezuwachs, der in keinem Ver-

11) Ich verweise auf den Artikel »The 1929 Parallele« (The Atlantic, Januar 1987), in dem ich auf die Ähnlichkeit der Faktoren hinwies, die das Marktverhalten in den 1920er- bzw. 1980er-Jahren prägten und gestalteten: »Wir wissen, dass Spekulationsepisoden nie ganz beendet sind. Die klügste, obwohl für die meisten am schwersten zu übernehmende Einstellung ist, mit dem Schlimmsten zu rechnen.«

hältnis zur Realität stand. Wer Zweifel anmeldete, bekam zu hören, er sei nicht auf der Höhe der Zeit, wisse die neue Welt eines Calvin Coolidge und Herbert Hoover nicht zu schätzen oder, um von den letzten Jahren zu sprechen, die des innovativen und unbeugsamen Ronald Reagan. Der blinde Wohlstandsoptimismus verleitet Menschen und Institutionen zu der Annahme, alles werde sich zum Besten fügen und jeder sei dazu bestimmt, reich zu werden. Was zu dieser Einstellung in Widerspruch steht, wird als intellektuelle Mäkelei abgetan. Die Menschen sind umso leichtgläubiger, je glücklicher sie sind, stellte Walter Bagehot fest.

Das Spekulationsbedürfnis hängt mit diesem unerschütterlichen Optimismus aufs Engste zusammen, und es stellte in beiden Marktsituationen eine wichtige Rahmenbedingung dar: Die Werte wachsen an, und sie werden auch weiter anwachsen. Die betreffende Person oder Institution, mit mutmaßlichem finanziellem Scharfsinn oder diesbezüglich selbstversichertem Talent gerüstet, wird zwar mit dem großen Marktstrom schwimmen, aber, dem Riecher der erwähnten Begabung folgend, vor der nächsten ungünstigen Wende wieder aussteigen. So könnte man, um es zu wiederholen, das Spekulationsverhalten charakterisieren, wie es in Perioden kontinuierlichen Wirtschaftswachstums massiv zunimmt. Dies trifft auf die Jahre 1927, 1928 und in besonderem Maß auf den Winter, das Frühjahr und den herrlichen Sommer von 1929 zu.

Das Verhalten der Spekulanten ist von Natur aus wechselhaft. Schon von Anfang an impliziert es die Gründe für spätere Katastrophen. Was nun letztendlich den Drang der Massen, aussteigen, ins Rollen bringt, ist unwesentlich. Wie immer, wird es auf ebenso eifrige wie banale Weise von Leuten diskutiert werden, die sich bemüßigt fühlen, eine ewig gültige Erklärung für sämtliche Marktereignisse zu finden. Wenn die Märkte perfekt wären, wie so manche Doktrin für sich in Anspruch nimmt, könnten sie nicht die Gründe für ihren eigenen Zusammenbruch einschließen. In der Tat birgt die Entwicklung des Spekulationsverhaltens eine höchst spe-

zifische Eigendynamik, die notgedrungen auf den Absturz hinausläuft.

Ein dritter maßgeblicher Umstand, der damals wie heute unterschätzt wird, war die gesetzliche Verfügung von Steuererlässen, von denen hauptsächlich die Großverdiener profitierten – vor 1929 wurde sie von Andrew Mallons initiiert, die spektakulärere des Jahres 1987 ging von Ronald Reagan und der angepassten nationalen Wirtschaft aus. Beide Male musste die Investitionsbereitschaft gesteigert werden, und man wollte neue Firmen und Fabriken mit entsprechender Ausstattung gründen. In beiden Fällen wurden Finanzen in den Börsenmarkt geschleust; diese Aufgabe erledigten jeweils hochdotierte Leute mit Extrahonoraren.

Ein weiterer wichtiger Faktor, der den Jahren 1929 und 1987 gemeinsam war, kam im Bereich der Finanzgesellschaften zum Tragen, denen wir einmal unterstellen, dass sie sich Änderungen und neuen Entwicklungen bereitwillig anpassen. Das Spekulationsverhalten und der damit verbundene Optimismus werden von einer wie auch immer gearteten und nach allgemeiner Ansicht auch aner kennenswerten Neuerung geprägt. Während der Jahre vor dem 1929er-Börsenkrach waren in dieser Hinsicht die Investment-Trusts von Goldman Sachs und United Founders maßgebend. Zu ihnen gehörten viele kleinere Handlanger und Stroh-männer, die keine selbstständigen Geschäfte tätigen sollten, sondern nur zu dem Zweck ins Leben gerufen wurden, einen gewissen Aktienbestand zu halten und manchmal auch von anderen Gesellschaften zu kaufen. Dem lag das eigentliche Ziel zugrunde, den Bereich der Kapitalanlage mit der alleinigen Weisheit jener Firmen zu steuern, die das besagte System etabliert hatten. So entstand die Pyramide der Holdinggesellschaften, von denen manche acht bis zehn Schichten tief waren. Auf diesem Weg wuchsen auch die Obligationen, und der Aktienbestand wurde in ausreichender Höhe gehalten, um die bestmögliche Kontrolle zu gewährleisten. Mit Hilfe derartiger Geschäftsstrukturen konnten die van Swe-

ringen Brothers in Cleveland ein Eisenbahnimperium mit verwindend geringem Personalaufwand lenken und Samuel Insall einen riesigen öffentlichen Versorgungsbetrieb, der so kompliziert war, dass er ihn womöglich selbst nicht mehr ganz durchschaute. Und es gab noch mehr solcher Imperien. Ihr gemeinsames Merkmal lag in der hochgepriesenen Institutionalisierung des »Leverage«, den wir im Folgenden »Hebelwirkung« nennen wollen: ein geringer gemeinsamer Aktienbestand, von dem eine Organisation mit weit verzweigter Verschuldung abhing.

Die Manifestierung vermeintlich innovativer Finanzgesellschaften im Jahr 1987 und kurz zuvor wollte man mit Fusionen und wahnwitzigen Erwerbsstrukturen begünstigen: Die Gesellschaften strukturierten sich um und kauften nach dem Prinzip des »Leverage« auf mehreren Wegen der Finanzierung Aktienbestände. Wie schon in den Zwanzigerjahren bestand die mutmaßliche Innovation jedoch nur aus einer Transformation der Schulden in Wertpapiere. Einzig neu war die Finanzierungsmethode der höchst zutreffend titulierten »Junk Bonds«.

Die Männer, die mit der Planung und Durchführung dieser Operationen betraut wurden, waren meist jüngeren Alters und genossen höchstes Ansehen für ihr Schaffen, genauso wie früher Insall, Harrison, Hopkins, die van Sweringens und nicht zuletzt der schwedische Streichholzkönig (und nebenberufliche Urkundenfälscher) Ivar Kreuger.

So wie ihre früheren Doppelgänger waren diese Männer für kurze Zeit sehr reich, und es sollten noch bittere Tage auf sie zukommen. Der Kapitalismus straft zu guter Letzt die, denen er zunächst am meisten geneigt scheint. Man kann nur hoffen, dass Ivar Kreugers Lebensweg nicht Schule machen wird: Am 12. März 1932 verließ er in Paris sein Haus, kaufte sich ein Gewehr und erschoss sich. Die Nachricht wurde so lange zurückgehalten, bis die New Yorker Börse geschlossen hatte. Vielleicht wird auch das Schicksal von Richard Whitney der aktuellen Generation erspart bleiben, dem in

Sing Sing inhaftierten Präsidenten und entschiedenen Fürsprecher der New Yorker Börse, oder das beider Vorsitzender der damals größten New Yorker Bankgesellschaften, National City und Chase National, die unehrenhaft entlassen wurden. Man könnte noch viele der angesehensten Börsenkennner zitieren, die seinerzeit auf äußerst unsanfte Weise zur Rechenschaft gezogen wurden. Finanzielle Hochschätzung kommt vor dem Fall. Von der aktuellen Generation ging es bereits Boesky und Levine so. Es bleibt zu hoffen, dass die derzeitigen Spekulanten auf freundlichere Art und Weise zu nützlicher Arbeit bewegt werden.

Die Betonung liegt auf »nützlich«. Die Betätigung der genannten Spekulanten während der Jahre 1929 und 1987 brachte alles andere als volkswirtschaftlichen Nutzen. Auch die große Zeit der Fusionen und »Junk Bonds« entpuppte sich schließlich als unbedeutenderer Aufguss früherer Jahre. 1929 war, um es zu wiederholen, das Prinzip des »Leverage« grundlegend für die Transaktionen. Festverzinsliche Obligationen traten plötzlich an die Stelle konventioneller Sicherheiten, die Dividenden eingebracht hatten und bei denen Zahlungsunfähigkeit nicht gleich in kleinere finanzielle Katastrophen oder gar den Bankrott mündete. Als weitere Folge war ein massives Anwachsen der körperschaftlich gebundenen Schulden festzustellen, etwa in der jährlichen Größenordnung von 130 bis 300 Billionen Dollar vor dem letzten Börsenkrach.

Es gibt noch eine weitere Parallele zwischen den Marktereignissen von 1929 und 1987, und zwar die Suche nach einem Sündenbock, den man für den Börsenkollaps verantwortlich machen konnte, obwohl er aller Voraussicht nach zwangsläufig folgen musste. Hier kommt nun eine Art von »Wirtschaftstheologie« ins Spiel, denn der Markt ist nicht nur perfekt gestaltet, sondern man kann ihn in einem gewissen Sinne sogar als heilig bezeichnen. Für seine Eigendynamik und die daraus resultierenden Katastrophen darf er nicht zur Rechenschaft gezogen werden. Etwas wankelmütige Ökonomen suchten und fanden schließlich auch Beweismittel

für eine wirtschaftliche Stagnation während des vorhergehenden Sommers. Diese kam dem Markt zwar etwas verspätet, dann aber umso plötzlicher ins Bewusstsein. So bezeichnete man im Herbst 1987 prompt das nationale Haushaltsdefizit als allgemeine Ursache für das Börsendebakel. Dieses Defizit wies nun schon immer eine beachtliche Größe auf, und während Präsident Reagans Amtszeit war es noch mehr angewachsen, ohne dass man nachteilige Reaktionen auf dem Markt feststellen konnte. Plötzlich stilisierte man es zum Dreh- und Angelpunkt des Wall-Street-Unglücks. Offizielles Anliegen wurde nun, das Defizit zumindest mit einigen symbolischen Maßnahmen zu schließen. Ronald Reagan, der konservative Republikaner, war schon lange keine unbekannte Figur in der Finanzwelt mehr. In der Art und Weise, wie die Kaufmannsgilde dem alten Freund damals die Verantwortung für die entstandenen Probleme auf die Schultern lud, lag etwas ausgesprochen Undankbares.

Hier beginnen nun die Unterschiede zum Jahr 1929. Die Vereinigten Staaten spielten seinerzeit eine kleinere Rolle auf internationaler Ebene. Sie waren nicht nur Gläubiger, sondern auch Kreditgeber, und die offenen Forderungen überstiegen die Schulden bei Weitem. Sowohl das Regierungsbudget als auch die internationale Handelsbilanz waren über den republikanischen Tadel weit erhaben. Der Dollar-Segen hielt hartnäckig an und war vollständig durch Gold gedeckt. Gelder aus der ganzen Welt liefen um 1929 und zuvor in der Wall Street zusammen, um Spekulationen zu finanzieren. Die Zinssätze für Anleihen der Broker erreichten vereinzelt bis zu zwölf Prozent – ein bis dahin unvorstellbarer Satz. Allerdings waren die Beträge meist gut versichert. Sie dienten im Allgemeinen weniger als Rücklage für nervöse Entnahmen, und selbst diese entsprangen dann im Ernstfall mehr der Angst, dass die Aktienkurse fallen könnten, und sicher nicht der Sorge um eine mögliche Abwertung des Dollars.

1987 sah die Situation vollkommen anders aus. Zur Amtszeit Präsident Carters hatte man begonnen, die Inflation durch eine Währungspolitik zu bekämpfen, die sich hauptsächlich in einer Erhöhung der Zinssätze erschöpfte. In den Jahren der Reagan-Ära senkte man die Zinsen wieder drastisch und folgte damit einer fixen Ausgleichsidee, derzufolge niedrigere Steuern angeblich zu einem Aufschwung an unternehmerischer Energie und entsprechenden Lohnanstiegen führten. Resultat war, in Verbindung mit den höheren Rüstungsausgaben, das riesige Haushaltsdefizit. Die folgende Inflation suchte man durch eine aggressivere Währungspolitik und noch mörderischere Zinsen in Schach zu halten. So sah die verworrene Welt der Professoren Arthur Laffer und Milton Friedman aus.

Heute werden die Konsequenzen dieser abwegigen Politik kaum mehr in Zweifel gezogen. Die hohen Zinssätze zogen Gelder aus dem Ausland an, und diese trieben wiederum den Wechselkurs des Dollars in die Höhe. So kamen die äußerst effektive Subventionierung des Imports, eine deutliche Exportbenachteiligung und schließlich das immense Defizit in der amerikanischen Handelsbilanz zustande. Ausländische, insbesondere japanische Güter setzten sich auf unserem Markt durch. Nachdem sie sich einmal etabliert hatten, zog man sie im Gegensatz zu den amerikanischen Waren auch nicht zurück, als der Dollar wieder fiel. Amerikanische Währung, die sich in ausländischen Händen angesammelt hatte, fand so in größerer Menge wieder den Weg zur Wall Street zurück. Dieses Phänomen birgt eine doppelte Gefährdung des Marktes, wie sie 1929 noch nicht existiert hatte. Ausländische Kapitalanleger zeigten ein mehrfaches Interesse an der Zukunft des Dollars und ihren Spekulationsmöglichkeiten. Die Panik von 1929 blieb in der Hauptsache eine amerikanische Angelegenheit, doch diejenige von 1987 machte sich weltweit bemerkbar.