BARRY EICHENGREEN

DIE GROSSEN CRASHS 1929 UND 2008

IM SPIEGELSAAL DER GESCHICHTE

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

FBV

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

BARRY EICHENGREEN

DIE GROSSEN CRASHS 1929 UND 2008

IM SPIEGELSAAL DER GESCHICHTE

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über **http://dnb.d-nb.de** abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:
info@finanzbuchverlag.de

2. Auflage 2017

© 2017 by FinanzBuch Verlag,
ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

Copyright © 2015 by Barry Eichengreen. All rights reserved. Die vollständige Originalausgabe erschien 2015 unter dem Titel »HALL OF MIRRORS« bei Oxford University Press.

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Übersetzung: Sascha Mattke
Redaktion: Werner Wahls
Korrektorat: Sonja Rose
Umschlaggestaltung: Maria Wittek, München
Umschlagabbildung: Shutterstock und Getty Images
Satz: inpunkt[w]o, Haiger
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck
Printed in Germany

ISBN Print: 978-3-89879-890-7
ISBN E-Book (PDF): 978-3-86248-685-4
ISBN E-Book (EPUB, Mobi): 978-3-86248-686-1

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Inhalt

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Einführung 7

Teil I – Die beste aller Zeiten 27
Kapitel 1 – Eine »Neue Ära« für die Wirtschaft 28
Kapitel 2 – Gold und die Welt 50
Kapitel 3 – Gewalttätiger Wettbewerb 70
Kapitel 4 – Per Gesetz oder Erlass 88
Kapitel 5 – Solange die Musik noch spielt 106
Kapitel 6 – Luftschlösser in Spanien 121

Teil II – Die schlechteste aller Zeiten 137
Kapitel 7 – Verschossene Kugeln 138
Kapitel 8 – Die nächste Abwärtsbewegung 153
Kapitel 9 – An europäischen Ufern 175
Kapitel 10 – Fällt auch Amerika? 194
Kapitel 11 – Weitgehend begrenzt 219
Kapitel 12 – Spärliche Belege 241
Kapitel 13 – Die Spirale 266
Kapitel 14 – Fisch oder Fleisch? 279

Teil III – Auf dem Weg zu besseren Zeiten 291
Kapitel 15 – Erholung oder Reformen 292
Kapitel 16 – Für jeden etwas 310
Kapitel 17 – Takahashis Rache 328
Kapitel 18 – Das nächste Abtauchen 345
Kapitel 19 – Das Schlimmste verhindern 365
Kapitel 20 – Gestresst und stimuliert 381
Kapitel 21 – Unkonventionelle Maßnahmen 394

Teil IV – Ein nächstes Mal verhindern 409
Kapitel 22 – Wall Street und Main Street 410
Kapitel 23 – Normalisierung in einer unnormalen Wirtschaft 424
Kapitel 24 – Alles möglichst schwierig machen 439
Kapitel 25 – Männer in Schwarz 456
Kapitel 26 – Euro oder nicht 474

Fazit 492
Dramatis Personae – Die Besetzung 506
Danksagung 529
Anmerkungen 532
Quellen- und Literaturverzeichnis 571
Über den Autor 597

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Einführung

Dieses Buch handelt von Finanzkrisen. Es ist ein Buch über die Ereignisse, die zu solchen Krisen führen. Es ist ein Buch über die Frage, warum Regierungen und Märkte so reagieren, wie sie reagieren. Und es ist ein Buch über die Folgen von alldem.

Es ist ein Buch über die Große Rezession der Jahre 2008 und 2009 und die Große Depression von 1929 bis 1933, die zwei großen Finanzkrisen unserer Zeit. Dass es Parallelen zwischen diesen beiden Ereignissen gibt, ist weithin unbestritten, auch unter Politikern. Immer wieder haben Beobachter darauf verwiesen, wie die gängige Meinung über die erste dieser Krisen die Reaktion auf das Geschehen 2008 und 2009 beeinflusst hat – üblicherweise ist dann von den »Lehren aus der Großen Depression« die Rede. Weil die jüngere Krise der in den 1930er-Jahren so verdächtig ähnlich war, bot es sich an, sie durch die Brille dieser Vergangenheit zu betrachten. Noch verstärkt wurde diese Neigung durch die Tatsache, dass sich wichtige Amtsträger in ihrer früheren akademischen Karriere mit der Geschichte der 1930er-Jahre beschäftigt hatten – von Fed-Chef Ben Bernanke bis zu Christina Romer, Leiterin des Council of Economic Advisors von US-Präsident Barack Obama.

Durch die Lehren, die politische Entscheidungsträger gezogen hatten, waren sie in der Lage, das Schlimmste zu verhindern. Nachdem die Pleite von Lehman Brothers das weltweite Finanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs geführt hatte, versicherten sie, dass sie kein weiteres Scheitern eines systemisch wichtigen Finanzinstituts zulassen würden, und hielten dieses Versprechen auch. Sie widerstanden der Versuchung von Zöllen und Handelsbeschränkungen nach dem Prinzip »Beggar Thy Neighbor« (also auf Kosten der Nachbarländer), wie sie in den 1930er-Jahren zu einem Einbruch der internationalen wirtschaftlichen Zusammenarbeit geführt hatten. Mehrere Regierungen erhöhten die öffentlichen Ausgaben und senkten die Steuern. Zentralbanken überfluteten die Finanzmärkte mit Liquidität und stellten sich in einer beispiellosen Demonstration von Solidarität gegenseitig Kredite zur Verfügung.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bei all diesen Aktivitäten ließen sie sich stark von der überlieferten »Wahrheit« über die Fehler ihrer Vorgänger leiten. In den 1930er-Jahren waren die Regierungen den Verlockungen des Protektionismus erlegen. Geleitet von überholten ökonomischen Dogmen, senkten sie die Staatsausgaben zum denkbar schlechtesten Zeitpunkt und bemühten sich ausgerechnet dann um ausgeglichene Haushalte, als staatliche Stimulierung am dringendsten gebraucht worden wäre. Dabei machte es keinen Unterschied, ob die Politiker Englisch sprachen wie Herbert Hoover oder Deutsch wie Heinrich Brüning. Mit ihren Maßnahmen verschlimmerten sie den Wirtschaftsabschwung nur noch und schafften es dabei nicht einmal, wenigstens das Vertrauen in die öffentlichen Finanzen wiederherzustellen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Zentralbanker wiederum standen damals ganz im Bann der »Real Bills Doctrine«, also der Vorstellung, dass sie nur so viel Kredit zur Verfügung stellen sollten, wie es die legitimen Bedürfnisse der Unternehmen erfordern. Wenn die Wirtschaft expandierte, verliehen sie also mehr Geld, im Abschwung weniger, sodass Booms und Krisen verstärkt wurden. Dabei vernachlässigten sie ihre Verantwortung für Finanzstabilität, indem sie darauf verzichteten, bei Liquiditätsnot als »Lenders of Last Resort« (Kreditgeber der letzten Instanz) einzuspringen. Die Folge war eine Welle von Bankenpleiten mit der Folge, dass Unternehmen kaum noch Kredite bekommen konnten. Ebenso ließen die Zentralbanken zu, dass die Preise einbrachen, was die bestehenden Schuldenlasten untragbar machte. In ihrer einflussreichen Geschichte der Geldpolitik luden Milton Friedman und Anna Schwartz die gesamte Schuld für diese Katastrophe vor den Türen der Zentralbanken ab. Für das wirtschaftliche Desaster der 1930er-Jahre, so ihre Schlussfolgerung, sei stärker als jeder andere Faktor die unangemessene Geldpolitik verantwortlich gewesen.

Im Jahr 2008 beachteten Politiker die Lehren der früheren Krise und wollten es dieses Mal unbedingt besser machen. Wenn der Verzicht ihrer Vorgänger, die Zinsen zu senken und die Finanzmärkte mit Liquidität zu fluten, die Welt damals in die Deflation und Depression getrieben hatte, dann wollten sie jetzt mit expansiver Geld- und Finanzpolitik gegensteuern. Wenn der Verzicht ihrer Vorgänger, sich einer Bankenpanik entgegenzustellen, einen Finanzkollaps ausgelöst hatte, dann wollten sie bei den Banken jetzt entschlossen durchgreifen. Wenn Bemühungen um ausgeglichene Staatshaushalte die frühere Krise verschlimmert hatten, dann wollten sie jetzt mit Konjunkturpaketen für Besserung sorgen. Wenn der

Zusammenbruch der internationalen Zusammenarbeit die Probleme der Welt noch gravierender gemacht hatte, dann wollten sie jetzt über persönliche Kontakte und multilaterale Institutionen dafür sorgen, dass die Politik dieses Mal richtig koordiniert wird.

Als Folge dieser grundverschiedenen politischen Reaktionen erreichte die Arbeitslosenquote in den USA mit 10 % ihren Höhepunkt im Jahr 2010. Das war immer noch verstörend hoch, lag aber weit unter den katastrophalen 25 % während der Großen Depression. Statt Tausender scheiterten nur Hunderte von Banken. Es gab weit verbreitete finanzielle Verwerfungen, doch der Totalzusammenbruch der Finanzmärkte, zu dem es in den 1930er-Jahren gekommen war, konnte abgewendet werden.

Dies galt nicht nur für die USA, sondern auch für andere Länder. Jedes unglückliche Land ist (frei nach Tolstoi) auf seine eigene Weise unglücklich, und auch ab 2008 war die wirtschaftliche Misere unterschiedlich stark ausgeprägt. Doch auch hier erreichte das Unglück – von einigen unter einem schlechten Stern stehenden Staaten Europas einmal abgesehen – nicht das Ausmaß der 1930er-Jahre. Weil die Politik besser war, fielen der Rückgang bei Produktion und Beschäftigung, die gesellschaftlichen Verwerfungen und die Schmerzen und das Leid mäßiger aus.

So heißt es jedenfalls.

Leider aber ist diese schöne Geschichte zu einfach. Sie lässt sich schwerlich mit der Tatsache vereinen, dass kaum jemand die Risiken vorhergesehen hatte. Bei einem Besuch an der London School of Economics stellte Queen Elizabeth II. den versammelten Experten eine inzwischen berühmte Frage: »Warum hat das niemand kommen sehen?« Sechs Monate später schickte eine Gruppe von angesehenen Ökonomen der Königin einen Brief, in dem sie sich für ihren »Mangel an kollektiver Fantasie« entschuldigte.

Dabei ist es nicht so, dass nicht klare Parallelen zu erkennen wären. In den 1920er-Jahren ereignete sich ein Immobilienboom in Florida und bei Gewerbeimmobilien im Nordosten und zentralen Norden der USA, der große Familienähnlichkeit mit ähnlichen Booms in den USA, Irland und Spanien Anfang des 21. Jahrhunderts hatte. In beiden Fällen gab es stark steigende Aktienkurse, die hochfliegende Erwartungen auf zukünftige Gewinne von angesagten IT-Firmen widerspiegelten – in den 1920er-Jahren bei der Radio Company of America (RCA), 80 Jahre später bei Apple und Google. Es gab explosives Kreditwachstum, das Booms an den Immobilien- und Finanz-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

märkten nährte. Es gab eine massive Zunahme bei dem, was man höflich als zweifelhafte Praktiken im Bank- und Finanzsystem bezeichnen könnte. Es gab ab 1925 den Goldstandard und ab 1999 das Eurosystem, die in beiden Fällen Störungen verstärkten und sie auf andere Bereiche übergreifen ließen.

Vor allem aber herrschte der naive Glaube, dass die Politik den Konjunkturzyklus gezähmt habe. In den 1920er-Jahren hieß es, mit der Einrichtung des Federal Reserve System in den USA und unabhängiger Zentralbanken in anderen Ländern sei die Welt in ein »Neues Zeitalter« der wirtschaftlichen Stabilität eingetreten. Auf dieselbe Weise wurde auch der Zeit vor der Großen Rezession das Etikett einer »Great Moderation« oder »Großen Mäßigung« angehängt, weil die Volatilität der Konjunkturzyklen durch Fortschritte im Zentralbankwesen verringert worden sei. Ermutigt von dem Glauben, dass starke Schwankungen der Wirtschaftsaktivität der Vergangenheit angehörten, erhöhten Geschäftsbanken ihren Verschuldungsgrad. Anleger gingen höhere Risiken ein.

Man könnte glauben, dass jeder, der mit der Großen Depression auch nur ein wenig vertraut war, die Parallelen und ihre Bedeutung frühzeitig hätte erkennen können. Einige wenige Warnungen gab es zwar, aber die waren nicht unbedingt treffend. Robert Shiller von der Yale University, der die Immobilienmärkte der 1920er-Jahre untersucht hatte, wies auf eine Entwicklung hin, die alle Merkmale einer ausgewachsenen Immobilienblase hatte – doch nicht einmal er sah voraus, welche katastrophalen Folgen ihr Platzen haben würde. Nouriel Roubini wiederum, der in seinem Studium an der Harvard University mindestens eine Vorlesung über die Große Depression besucht hatte, verwies auf die Risiken durch das riesige US-Leistungsbilanzdefizit und die Anhäufung von Dollar-Schulden im Ausland. Doch die Krise, vor der er deshalb warnte, nämlich ein Dollar-Crash, war eine andere als diejenige, die dann wirklich eintrat.

Spezialisten für die Geschichte und Ökonomie der Großen Depression, so sollte hier erwähnt werden, waren allerdings auch nicht zielsicherer. Und auch von der Ökonomenzunft insgesamt kamen nur leise Warnungen vor einer bevorstehenden Katastrophe, denn sie war selbst der Heilsbotschaft der »Great Moderation« erlegen. Politiker wurden durch Selbstzufriedenheit und positive Verstärkung durch die Märkte behäbig und taten nichts, um für das bevorstehende Unglück gewappnet zu sein.

Vielleicht sollte man von Analysten gar nicht verlangen, Finanzkrisen korrekt zu prognostizieren. Denn Krisen entstehen nicht nur durch Kre-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ditbooms, Blasen an den Finanzmärkten und den irrigen Glauben, die Finanzmarktteilnehmer hätten gelernt, Risiken sicher im Griff zu behalten: Sie entstehen auch durch Zufälle, die niemand voraussagen kann – sei es die gescheiterte Rettung der deutschen Danat-Bank durch ein Konsortium aus anderen Banken im Jahr 1931 oder die Weigerung der UK Financial Services Authority an einem verhängnisvollen Wochenende im Jahr 2008, ein Übernahmeangebot der britischen Großbank Barclays für Lehman Brothers zuzulassen. Finanzkrisen können – wie der Erste Weltkrieg – durch unerwartete Auswirkungen von Entscheidungen entstehen, die getroffen werden, ohne die Folgen vollständig zu erfassen. Ausgelöst werden sie nicht nur von systemischen Faktoren, sondern auch von menschlichem Handeln. Dies trifft für die überbordenden Ambitionen und die zweifelhafte Moral eines Rogers Caldwell, der sich in den 1920er-Jahren als J.P. Morgan des Südens aufspielte, ebenso zu wie für Adam Applegarth, den sportlichen, extrem selbstsicheren jungen Banker, der die bis dahin kaum bekannte Bausparkasse Northern Rock auf einen nicht durchhaltbaren Expansionskurs brachte. Die Aktivitäten dieser Männer zwangen nicht nur die von ihnen geleiteten Unternehmen in die Knie, sondern untergruben die Fundamente des gesamten Finanzsystems. Ähnlich hätte die Geldpolitik der USA vielleicht anders ausgesehen, wenn Benjamin Strong, der geradezu übermäßig kompetente New Yorker Fed-Chef, nicht schon 1928 gestorben oder wenn Jean-Claude Trichet nicht nach einem Tauziehen zwischen Frankreich und Deutschland im Jahr 1999 Präsident der Europäischen Zentralbank geworden wäre. Konkret gesagt, hätte die Geldpolitik in beiden Fällen besser sein können.

Auch dass die Politik nicht mehr Erfolg darin hatte, finanzielle Not zu begrenzen, den Anstieg der Arbeitslosigkeit im Zaum zu halten und eine kraftvolle Erholung in Gang zu bringen, passt nicht recht zu der üblichen progressiven Darstellung. Der Markt für Subprime-Hypotheken brach Mitte 2007 zusammen und die Rezession in den USA begann im Dezember desselben Jahres. Doch zu dieser Zeit erkannten, wenn überhaupt, nur wenige Beobachter, welche schweren Folgen für das Finanzsystem dies haben würde. Ebenso erkannten sie nicht, wie stark Produktion und Beschäftigung in Mitleidenschaft gezogen werden würden. Die Große Depression war zuallererst eine Banken- und Finanzkrise, doch die Erinnerungen an diese Erfahrung reichten nicht aus, um die Politik so zu informieren und zu motivieren, dass sie eine weitere Banken- und Finanzkrise verhindert hätte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

In der jüngsten Krise machte die Politik den Fehler, sich ganz auf die Geschäftsbanken zu konzentrieren und damit das sogenannte Schattenbanken-System aus Hedgefonds, Geldmarktfonds und Emittenten von Geldmarktpapieren zu vernachlässigen. Verantwortlich dafür war möglicherweise just der Glaube, dass es zuvor die Bankenpleiten gewesen waren, die aus einer ganz normalen Rezession die Große Depression gemacht hatten. Auch das Baseler Abkommen, das Kapitalanforderungen für international tätige Finanzinstitute definiert, konzentrierte sich auf Geschäftsbanken,[1] was man auch von der Regulierung ganz allgemein sagen kann.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Auch die Einlagensicherung galt nur für die Geschäftsbanken. Hektisches Geldabheben durch Einlagenkunden hatte in den 1930er-Jahren die Banken destabilisiert, sodass die USA eine bundesweite Einlagensicherung einführten – und der Irrglaube entstand, eine Flucht der Einlagenkunden sei damit keine Gefahr mehr. Jeder kannte den Film *Ist das Leben nicht schön* aus dem Jahr 1946 und ging davon aus, dass sich ein Banker der Neuzeit niemals in der misslichen Lage von George Bailey wiederfinden würde. Doch eine Einlagensicherung in Höhe von 100.000 Dollar war ein schwacher Trost für Unternehmen, deren Kontostände ein Vielfaches dieser Summe betrugen. Und sie konnte nichts zur Stabilisierung von Banken beitragen, die nicht mit Kundeneinlagen arbeiteten, sondern sich stattdessen viel Geld von anderen Banken liehen.

Ebenso spielte die Einlagensicherung keine Rolle für das Vertrauen in Hedgefonds, Geldmarktfonds und Zweckgesellschaften[2]. Sie trug nichts dazu bei, bei diesen neuen und neuartigen Elementen des Finanzsystems eine Panik wie in den 1930er-Jahren zu verhindern. Wenn die Geschichte der Großen Depression der gedankliche Rahmen war, durch den politische Entscheidungsträger die Ereignisse der Finanzkrise betrachteten, dann übersahen sie dabei, wie grundlegend sich das Finanzsystem inzwischen verändert hatte. Zwar lenkte der historische Präzedenzfall ihre Aufmerksamkeit auf echte und akute Gefahren, doch er gab ihnen auch die Möglichkeit, andere zu übersehen.

Konkret übersehen wurden die Folgen der Entscheidung, Lehman Brothers in die Pleite gehen zu lassen. Lehman war keine Geschäftsbank – das Institut nahm keine Kundeneinlagen entgegen-, sodass man glauben konnte, seine Pleite würde keine Runs auf andere Banken auslösen, wie es im Jahr 1933 bei der Pleite von Henry Fords Guardian-Bankengruppe der Fall gewesen war.

Wer so dachte, hatte jedoch den Charakter des Schattenbankensystems grundlegend falsch verstanden. Geldmarktfonds hatten kurzfristige Schuldverschreibungen von Lehman Brothers im Portfolio, und als Lehman zusammenbrach, begannen verängstigte Anteilseigner Runs auf diese Fonds. Dies wiederum führte zu Runs von großen Anlegern auf die Investmentbanking-Muttergesellschaften der Geldmarktfonds, was im nächsten Schritt den Zusammenbruch des ohnehin bereits schwer angeschlagenen Marktes für Verbriefungen auslöste.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Politiker vom US-Finanzminister Henry Paulson an abwärts bestanden später darauf, sie hätten gar keine Befugnis gehabt, einem insolventen Institut wie Lehman Brothers Kredite zu gewähren, und auch keinen Mechanismus für eine saubere Abwicklung. Eine unkontrollierte Pleite sei deshalb die einzige Option gewesen. Allerdings ist es ja nicht so, als wären die Schwierigkeiten von Lehman überraschend gekommen. Die Aufsichtsbehörden hatten das Institut seit der Rettung von Bear Stearns – einem weiteren wichtigen Mitglied der Bruderschaft der Investmentbanken – sechs Monate zuvor genau beobachtet. Dass in dieser Zeit keine rechtliche Möglichkeit für Fed und Finanzministerium geschaffen wurde, auf die Zahlungsunfähigkeit eines Nichtbanken-Finanzinstituts zu reagieren, war der größte Einzelfehler, den die Politik im Zusammenhang mit der Finanzkrise gemacht hat. Ganz ähnlich fehlte es im Jahr 1932 auch der Reconstruction Finance Corporation, geschaffen zur Lösung der Bankenprobleme in den USA, an der Autorität, insolventen Instituten Kapital zuzuführen; diese Beschränkung wurde erst gelockert, als die 1933er-Krise schon im Gang war und der US-Kongress den Emergency Banking Act verabschiedete. Fed-Chef Bernanke und andere mögen diese Geschichte gekannt haben, doch falls dem so war, hat es am Lauf der Ereignisse nichts geändert.

Zum Teil beruhte dieses politische Versagen auf dem – durch die Lehren aus der Geschichte gleichermaßen entstandenen und verzerrten – Glauben, die Folgen einer Pleite von Lehman Brothers würden sich begrenzen lassen. Zugleich zeigte es die Ängste der Politik in Zusammenhang mit dem Problem des Moral Hazard, also der Überlegung, dass weitere Rettungsaktionen zu noch mehr Risikobereitschaft führen würden.[3] Gegen diesen Vorwurf mussten sich Politiker schon nach der Rettung von Bear Stearns verteidigen, und die Pleite von Lehman Brothers zuzulassen, war für sie eine Möglichkeit, auf die Kritik zu reagieren. Nackter Liquidationismus – also die Vorstellung, Pleiten seien nötig, um »die verdorbenen

Elemente aus dem System zu waschen«, um es mit Präsident Hoovers Finanzminister Andrew Mellon zu sagen – mag wegen seiner verheerenden Folgen in den 1930er-Jahren aus der Mode gekommen sein. Doch in einer subtileren Form war er auch im neuen Jahrtausend noch präsent.

Und schließlich waren sich die Politiker darüber im Klaren, dass jeder Versuch, Finanzministerium und Fed mit zusätzlichen Befugnissen auszustatten, vom rettungsmüden US-Kongress verhindert werden würde. Er wäre auf den Widerstand einer republikanischen Partei gestoßen, die staatlichen Interventionen sowieso feindlich gegenüberstand. Letztlich musste es, wie 1933, doch erst wieder eine ausgewachsene Banken- und Finanzkrise geben, bis die Politik einschritt.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

An diesem Punkt, nach der Pleite von Lehman Brothers, erkannten die Politiker, dass die Wirtschaft am Rand einer weiteren Depression stand. Die Regierungen der Industrienationen veröffentlichten ihre gemeinsame Stellungnahme, laut der kein Scheitern eines systemisch wichtigen Finanzinstituts mehr zugelassen werde. Widerwillig verabschiedete der US-Kongress das Troubled Asset Relief Program zur Stützung des Banken- und Finanzsystems. Eine Regierung nach der anderen ergriff Maßnahmen, um notleidenden Finanzinstituten Kapital und Liquidität zur Verfügung zu stellen. Umfangreiche Programme zur fiskalischen Stimulierung wurden beschlossen. Zentralbanken überfluteten die Märkte mit Liquidität.

Doch das Ergebnis dieser politischen Initiativen war keineswegs triumphal. Die Erholung der US-Wirtschaft nach der Krise verlief schleppend und enttäuschend, egal, welche Kriterien man heranzieht. Europa erging es noch schlechter – der Kontinent geriet ab dem Jahr 2010 ein zweites Mal in die Rezession und in eine neue Krise. Dies war nicht die erfolgreiche Stabilisierung und die kraftvolle Erholung, die von denjenigen versprochen worden war, die ihre historischen Lektionen gelernt zu haben glaubten.

Manche Beobachter sagen, die Erholung nach einem von einer Finanzkrise ausgelösten Abschwung verlaufe notwendigerweise langsamer als nach einer ganz normalen Rezession.[4] Die Schäden am Finanzsystem, so ihr Argument, würden zu langsamerem Wachstum führen. Banken seien dringend bemüht, ihre Bilanzen zu sanieren, und vergeben deshalb nur zögerlich Kredite. Haushalte und Unternehmen hielten sich, nachdem sie zuvor untragbar hohe Schuldenlasten aufgehäuft hätten, mit Ausgaben zurück, um ihre Schulden auf ein vertretbares Niveau zurückzuführen.

Was dagegen spricht, ist jedoch die Tatsache, dass in solchen Fällen der Staat einspringen kann. Er kann Kredite vergeben, wenn die Banken nicht wollen. Er kann selbst Geld ausgeben und damit fehlende Ausgaben von Haushalten und Unternehmen ersetzen. Er kann angesichts des Leerlaufs in der Wirtschaft Liquidität zur Verfügung stellen, ohne Inflation zu riskieren. Er kann Haushaltsdefizite hinnehmen, ohne schwere Schuldenprobleme zu schaffen, da die Zinsen in einem schwachen Wirtschaftsumfeld niedrig sind.

All das kann der Staat tun, bis Haushalte, Banken und Unternehmen bereit sind, das normale Geschäft wieder aufzunehmen. Von 1933 bis 1937 wuchs das reale BIP in den USA um jährlich 8 %, obwohl die staatliche Unterstützung kaum mehr als passabel war. Von 2010 bis 2013 dagegen betrug das durchschnittliche BIP-Wachstum nur 2 %. Das soll nicht heißen, dass das Wachstum nach der Krise viermal so hoch hätte sein können – wie schnell es nach oben gehen kann, hängt auch davon ab, wie heftig der vorherige Absturz war. Doch mit Sicherheit wäre für die USA und auch die Weltwirtschaft mehr möglich gewesen.

Warum daraus nichts wurde, ist kein Geheimnis. Ab dem Jahr 2010 gab es in den USA und Europa eine scharfe Wende in Richtung Sparpolitik. Die Ausgaben nach dem American Recovery and Reinvestment Act, dem Stimulierungsprogramm von US-Präsident Obama, erreichten ihren Höhepunkt im Fiskaljahr 2010 und gingen von da an stetig zurück. Im Sommer 2011 einigten sich dann die Regierung Obama und der Kongress auf Ausgabenkürzungen in einem Volumen von 1,2 Billionen Dollar.[5] 2013 liefen Steuersenkungen der Bush-Regierung für Spitzenverdiener aus, ebenso wie Senkungen der Beiträge von Arbeitnehmern zum Social Security Trust Fund; und es gab den »Sequester«, also die pauschale Kürzung von Ausgaben der US-Regierung um 8,5 %. All das übte erheblichen Druck auf die Gesamtnachfrage und das Wirtschaftswachstum aus.

In Europa fiel die Wende zur Austerität noch dramatischer aus. In Griechenland gerieten die staatlichen Ausgaben außer Kontrolle, sodass eine ordentliche Dosis Sparsamkeit eindeutig erforderlich war. Doch das Anpassungsprogramm für das Land, das 2010 unter den wachsamen Augen von Europäischer Kommission, Europäischer Zentralbank und dem Internationalen Währungsfonds begann, war hinsichtlich Ausmaß wie Heftigkeit beispiellos. Die griechische Regierung sollte innerhalb von drei Jahren in einem Volumen von 11 % des BIP Ausgaben verringern und

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Steuern erhöhen – im Prinzip sollte also mehr als ein Zehntel der gesamten Ausgaben in der griechischen Volkswirtschaft wegfallen. Der Euroraum als Ganzes senkte die Haushaltdefizite im Jahr 2011 leicht und dann 2012 massiv, ungeachtet der Tatsache, dass er wieder in die Rezession geraten war und dass andere Ausgaben stagnierten. Selbst Großbritannien, das die Flexibilität einer nationalen Währung und einer nationalen Zentralbank genoss, begann ein ambitioniertes Programm der Haushaltskonsolidierung mit niedrigeren Ausgaben und höheren Steuern in Höhe von insgesamt 5 % seines BIP.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Zentralbanken, die zu Beginn der Krise eine Vielzahl von außergewöhnlichen Maßnahmen ergriffen hatten, waren dann ähnlich dringend um eine Rückkehr zur Normalität bemüht. Die Fed beschloss drei Runden der quantitativen Lockerung – über mehrere Monate laufende Käufe von US-Staatsanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapieren –, konnte sich aber nicht dazu durchringen, diese Käufe noch weiter auszubauen, obwohl die Inflationsrate immer wieder unter ihrem Ziel von 2 % und das Wachstum enttäuschend blieb. Äußerungen über eine Verringerung der Käufe im Frühjahr und Sommer 2013 lösten einen steilen Zinsanstieg aus. Das war nicht die richtige Medizin für eine Wirtschaft, die sich schwertat, auch nur eine Wachstumsrate von 2 % zu erreichen.

Zögerte die Fed, mehr zu unternehmen, so war die EZB bestrebt, unbedingt weniger zu tun. Im Jahr 2010 kam sie zu dem voreiligen Schluss, dass der Aufschwung bevorstand, und begann damit, ihre unkonventionellen Maßnahmen auslaufen zu lassen. Im Frühjahr und Sommer 2011 erhöhte sie zweimal die Zinsen. Wer verstehen möchte, warum die europäische Wirtschaft nicht in Schwung kam und stattdessen ein zweites Mal in die Rezession geriet, muss nach weiteren Gründen gar nicht suchen.

Welche Lehren, historische oder andere, waren der Grund für diese außergewöhnliche Wendung der Ereignisse? Bei den Zentralbanken gab es, wie schon immer, die tief sitzende Angst vor Inflation. Nirgendwo ist diese Angst tiefer verwurzelt als in Deutschland mit seiner Geschichte der Hyperinflation im Jahr 1923. Angesichts der an die Bundesbank angelehnten Struktur der EZB und dem Wunsch ihres Präsidenten Jean-Claude Trichet zu zeigen, dass er ein ebenso entschlossener Inflationsbekämpfer ist wie jeder Deutsche, prägte diese deutsche Angst jetzt auch die europäische Geldpolitik.

Die USA hatten weder in den 1920er-Jahren noch sonst irgendwann eine Hyperinflation erlebt, doch das hielt überreizte Kommentatoren nicht

davon ab, davor zu warnen, »Weimar« lauere direkt um die Ecke. Die Lehren der 1930er-Jahre – also dass die Zentralbank ihre Bilanz vergrößern kann, ohne Inflation zu provozieren, wenn die Wirtschaft mit Zinsen von 0 % und reichlich Überkapazität nahe an einer Depression steht – gerieten in Vergessenheit. Intelligente Zentralbanker wie Bernanke und zumindest einige seiner Kollegen im Offenmarktausschuss der Fed wussten es besser. Doch ohne Zweifel haben auch sie sich von der Kritik beeinflussen lassen. Je hysterischer die Kommentare wurden, desto lauter beschuldigte der Kongress die Fed, die US-Währung zu entwerten, und desto mehr fürchteten die Fed-Oberen um ihre Unabhängigkeit. Dadurch waren sie dringend bemüht, die Bilanz der Zentralbank möglichst schnell auf ein normales Maß schrumpfen zu lassen, lange bevor die Wirtschaft auch nur annähernd wieder eine Normalform erreicht hätte.

Die Kritik war umso intensiver, als unkonventionelle Geldpolitik die Zentralbanker in Bereiche gedrängt hatte, wo sie nicht hingehören, etwa auf den Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere. Je länger die Fed solche Papiere kaufte, und das tat sie bis ins Jahr 2014, desto mehr klagten die Gegner, dass die Politik das Feld für die nächste Immobilienblase und letztlich den nächsten Crash bereite. Diese Angst wurde zum Symbol für die Sorge, dass niedrige Zinsen zu übertriebener Risikobereitschaft ermutigten. Und das war natürlich genau dieselbe Sorge in Bezug auf Moral Hazard, die eine Rolle für die verheerende Entscheidung gespielt hatte, Lehman Brothers nicht zu retten.

Im Fall der EZB richteten sich die Moral-Hazard-Sorgen nicht auf die Märkte, sondern auf die Politik. In den Augen der Zentralbank hätten zusätzliche Maßnahmen zur Wachstumsunterstützung nur dazu geführt, dass der Druck auf die Regierungen nachlässt, dass Exzesse fortgesetzt werden können, dass Reformen nicht vorankommen und dass die Risiken immer größer werden. Die EZB ließ sich in eine Ecke drängen, in der sie als Vollstrecker für haushaltspolitische Konsolidierung und Strukturreformen auftrat. Wirtschaftswachstum wurde in dieser Rolle zu ihrem Feind.

Im Fall der Fiskalpolitik wurden die Argumente für eine Fortsetzung der Konjunkturstimulierung dadurch geschwächt, dass die bisherigen Maßnahmen nicht alles erreicht hatten, was sie versprochen hatten – entweder weil Politiker notorisch zu viel versprechen oder weil der Schock für die Wirtschaft noch gravierender war, als damals erkannt wurde. Jedenfalls wurde nicht unterschieden, wie schwierig die Lage war und wie viel

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

schwieriger sie wohl ohne das staatliche Eingreifen gewesen wäre. Ebenfalls wurde nicht unterschieden zwischen der Notwendigkeit einer mittelfristigen Konsolidierung und der Notwendigkeit, die Nachfrage kurzfristig zu stützen. Es wurde nicht unterschieden zwischen den Argumenten für eine Konsolidierung in Ländern mit riesigen Defiziten und Schulden wie Griechenland und der Lage von Ländern wie Deutschland oder den USA, die noch Spielraum gehabt hätten, um mehr zu tun. Es kam also eine ganze Reihe von Faktoren zusammen, doch sie hatten eines gemeinsam: Versagen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Von Gelehrten wie John Maynard Keynes und anderen, deren Arbeit von der Großen Depression inspiriert war, hätte es viel zu lernen gegeben, doch ebenso viel geriet in Vergessenheit. Keynes selbst hatte eher erzählerisch gearbeitet, doch seine Anhänger wollten ihre Intuition mit mathematischen Mitteln überprüfen. Irgendwann bekamen diese Berechnungen ein Eigenleben. Teils wegen der guten Steuerbarkeit, teils wegen ihrer Eleganz begannen Akademiker der Neuzeit, mit Modellen mit repräsentativen, rationalen und in die Zukunft blickenden Wirtschaftssubjekten zu arbeiten. In Modellen mit solchen rationalen Agenten, die effizient alles maximieren, kann wenig schiefgehen, wenn nicht die Regierung dafür sorgt. Dieses modellverliebte Denken ließ staatliche Einmischung dann als Auslöser für die Krise ebenso wie für die darauffolgende langsame Erholung erscheinen. Demnach waren die Exzesse am Hypothekenmarkt, die in die Krise führten, auf störende Einflüsse durch die staatlich geförderten Gesellschaften Freddie Mac und Fannie Mae zurückzuführen, und die Erklärung für den enttäuschenden Aufschwung lag in der Unsicherheit über die Politik der Regierung.

Ähnlich, so diese Überlegung weiter, konnten auch Konjunkturprogramme als eine weitere Form der staatlichen Einmischung nichts Gutes bewirken. Ökonomen, die diese Haltung vertraten, führten Modelle an, in denen den Haushalten bewusst ist, dass die zusätzlichen schuldenfinanzierten Staatsausgaben von heute später mit höheren Steuern bezahlt werden müssen, sodass sie ihre eigenen Ausgaben entsprechend verringern.[6] Nach dieser Logik wäre die Wirkung einer vorübergehenden fiskalischen Stimulierung also vielleicht weniger stark gewesen, als von ihren keynesianischen Anhängern versprochen. Doch nicht einmal diese Modelle behaupteten, dass sie völlig wirkungslos geblieben wäre.[7] Trotzdem kamen Freshwater-Ökonomen (so bezeichnet wegen ihrer Vorliebe dafür,

sich um die Great Lakes in den USA herum anzusiedeln) rasch zu genau diesem Schluss. Der Aphorismus von George Bernard Shaw, selbst wenn man alle Ökonomen hintereinander legen würde, würden sie nie zu einem Schluss kommen, hat noch nie besser gepasst als auf diese Situation. Die Unfähigkeit, sich auch nur auf die einfachsten Grundelemente der richtigen Wirtschaftspolitik zu einigen, untergrub die intellektuellen Argumente für eine effektive Reaktion.

In großen Teilen Europas konnten keynesianische Theorien ohnehin nie richtig Fuß fassen. Die außer Kontrolle geratenen Staatshaushalte und Inflationszahlen der Weimarer Republik machten deutsche Ökonomen skeptisch gegenüber schuldenfinanzierten Konjunkturprogrammen; stattdessen forderten sie, Regierungen sollten sich darauf konzentrieren, für die Einhaltung von Verträgen und mehr Wettbewerb zu sorgen.[8] Diese Position war differenzierter als die Haltung »Regierung schlecht, Privatsektor gut«, die aus dem Freshwater-Gebiet blubberte. Doch auch mit ihr ließ sich kaum für zusätzliche Staatsausgaben zur Wachstumsstimulierung argumentieren, und auch sie förderte einen frühen Umstieg auf Sparpolitik.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Nicht nur Theorien von zweifelhafter Relevanz spielten eine Rolle für diese politische Wende, sondern auch empirische Analysen von zweifelhafter Allgemeingültigkeit. Zwei US-Ökonomen präsentierten Belege dafür, dass das Wachstum abnimmt, wenn die Staatsverschuldung 90 % des BIP erreicht.[9] Niemand bestreitet, dass hohe Schulden das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen, doch die Vorstellung, dass 90 % eine Art Stolperdraht seien, ab dem die Wirtschaftsleistung rapide abnimmt, wurde bald in Frage gestellt. Doch die Staatsschulden in den USA und Großbritannien näherten sich dieser roten Linie, und in der Eurozone lagen sie schon darüber, was es leicht machte, die Behauptung als Argument für einen raschen Umstieg auf Sparpolitik vorzubringen. Die von ihm fälschlich so bezeichnete »90-Prozent-Regel« wurde beispielsweise vom EU-Kommissar für Wirtschaft und Währung Olli Rehn zitiert, um die Politik der Europäischen Union zu rechtfertigen.

Zwei italienische Ökonomen legten unterdessen Belege dafür vor, dass Sparpolitik auch antikeynesianische stimulierende Auswirkungen haben kann, vor allem wenn sie statt Steuererhöhungen niedrigere Staatsausgaben bedeutet.[10] Solche Ergebnisse waren plausibel für eine Volkswirtschaft wie Italien in den 1980er- und 1990er-Jahren, die von enormen Schulden, hohen Zinsen und hohen Steuern geprägt war: Unter solchen Umstän-

den führt eine Senkung der Staatsausgaben zu mehr Optimismus, was wiederum für mehr Investitionen sorgen kann. Doch auch wenn solche Voraussagen für Italien plausibel sein mögen, für Länder mit niedrigeren Schulden waren sie es nicht, und sie waren auch nicht plausibel, als die Zinsen nahe an 0 % standen. Sie waren nicht plausibel für Länder, denen es als Mitglied der Eurozone an einer nationalen Währung zum Abwerten fehlt und die Exporte nicht einfach durch Inlandsnachfrage ersetzen können. Und sie waren nicht plausibel, wenn die gesamte Gemeinschaft der Industrienationen in der Rezession steckt, sodass kein Land übrig bleibt, in das man mehr exportieren könnte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dies verhinderte jedoch nicht, dass die Doktrin vom Aufschwung durch Haushaltskonsolidierung trotz ihrer mangelnden Verallgemeinerbarkeit vom Kongressabgeordneten Paul Ryan, dem selbst ernannten Experten für Defizitfragen im US-Repräsentantenhaus aufgegriffen wurde. Es verhinderte nicht, dass sich die EU-Finanzminister in den Pressekonferenzen und -mitteilungen nach ihren Gipfeltreffen auf sie beriefen. Auf der Grundlage der Vorstellung, dass Haushaltskonsolidierung eine expansive Wirkung haben kann, konnten Politiker argumentieren, Austerität habe nur Vorteile und keinerlei Nachteile. Dass sich die Realität als ganz anders herausstellte, war ein schwerer Schock – außer für diejenigen, denen es gar nicht um irgendwelche Vor- oder Nachteile ging, sondern um Sparsamkeit als Selbstzweck.

Der wichtigste Faktor für die Wende zur Austeritätspolitik überhaupt war mit Sicherheit die Tatsache, dass die Politiker das Schlimmste verhindert hatten. Sie hatten eine weitere Große Depression abgewendet. Sie konnten den Notstand für beendet erklären und somit dem Ruf nach einer frühen Rückkehr zu einer normalen Politik folgen. Ausgerechnet ihr Erfolg beim Verhindern eines wirtschaftlichen Zusammenbruchs wie in den 1930er-Jahren war also der Grund dafür, dass sie keine dynamischere Erholung der Wirtschaft zustande brachten, worin schon einige Ironie liegt.

Und was für die Konjunkturpolitik galt, galt für Finanzreformen nicht weniger. In den USA folgte auf die Große Depression der Glass-Steagall Act, der eine Trennung von Geschäftsbanken und Investmentbanken vorsah. Sie führte zur Schaffung der Securities and Exchange Commission, die finanziellen Exzessen einen Riegel vorschieben sollte. Nach der Finanzkrise gab es Rufe nach einem Nachfolger für den 1999 zu Grabe getragenen

Glass-Steagall Act, doch darauf folgte nichts, was derart weit reichenden regulatorischen Reformen auch nur annähernd ähnelte. Der Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act von 2010 enthielt einige einigermaßen sinnvolle Maßnahmen, von Einschränkungen für den spekulativen Handel durch Finanzinstitute bis zur Einrichtung eines Consumer Financial Protection Bureau. Doch zerschlagen wurden die großen Banken nicht. Ungeachtet aller scharfen Rhetorik wurde kaum etwas gegen das Problem des *too big to fail* getan. Nichts kam jener grundlegenden Neuordnung der Finanzlandschaft nahe, die durch die strikte Trennung zwischen Kredit- und Einlagengeschäft, Wertpapier-Emissionen und Versicherungsleistungen nach dem Glass-Steagall Act erzwungen wurde.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die grundlegende Erklärung für diesen Unterschied liegt erneut darin, dass die Politik es geschafft hatte, das Schlimmste zu verhindern. In den 1930er-Jahren waren die Depression und der Kollaps von Banken und Wertpapiermarkt so drastisch gewesen, dass das herrschende Finanzregime komplett diskreditiert wurde. Im neueren Fall dagegen wurden Depression und Finanzkollaps verhindert, wenn auch nur gerade so eben. Dies führte zu dem Glauben, dass die Fehler des aktuellen Systems weniger gravierend seien. Es verringerte die Wirkungskraft von Argumenten für radikale Maßnahmen. Es nahm Reformern den Wind aus den Segeln. Und es ermöglichte, dass kleinliche politische Streitereien die Reformbemühungen ausbremsten. Auf diese Weise wurde Erfolg zur Mutter des Versagens.

Schon in den USA fiel es also schwer, unter den politischen Parteien Einigkeit über regulatorische Reformen zu erzielen, doch im Vergleich zu Europa war das noch harmlos. In den USA brauchte man für Reformen ein Mindestmaß an Übereinstimmung zwischen zwei Parteien, für Fortschritt in der EU aber war Einigkeit unter 27 Regierungen erforderlich. Natürlich sind zwar alle diese Regierungen gleich, aber einige davon, zum Beispiel Deutschland, sind gleicher als andere. Doch selbst in diesem Orwell'schen Europa konnten kleinere Länder Schwierigkeiten machen, indem sie nicht mitzogen – wie etwa Finnland, das sich weigerte, Hilfen für Spanien durch den EU-Rettungsfonds European Stability Mechanism (ESM) zuzustimmen. Zudem erforderten bestimmte Reformen die Unterstützung von Ländern sowohl innerhalb als auch außerhalb der Eurozone, so zum Beispiel die Regulierung von Gehältern und Bonuszahlungen für Banker. Sie musste gestoppt werden, weil Großbritannien die EU vor dem Europäischen Menschenrechtsgerichtshof verklagte.

Nichts aber versinnbildlichte diese Schwierigkeiten besser als der Kampf um die Bankenunion. Mit der Einführung des Euro waren die Verbindungen zwischen den Banken in Europa noch enger geworden. Allerdings versagten diese Banken und ihre nationalen Aufsichtsbehörden dabei, die Auswirkungen ihrer Aktivitäten auf benachbarte Banken und Länder zu berücksichtigen. Die Lehre aus der Finanzkrise war, dass eine Gemeinschaftswährung und ein gemeinsamer Finanzmarkt, die von 27 einzelnen Finanzmarktregulatoren überwacht werden, schierer Wahnsinn sind. Die Lösung war eine einheitliche Aufsichtsbehörde, eine einheitliche Einlagensicherung und ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus für gescheiterte Banken. Eine vollständige Bankenunion wurde als unverzichtbar für die Wiederherstellung des Vertrauens in die EU-Institutionen angesehen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Sommer 2012, auf dem Höhepunkt der Krise, einigten sich die europäischen Regierungen tatsächlich darauf, eine solche Bankenunion einzuführen. Sie vereinbarten die Schaffung einer einheitlichen Behörde für die Aufsicht über ihre Banken. Doch dann geriet dieser Prozess ins Stocken. Länder mit starken Bankensystemen wehrten sich dagegen, die Aufsicht an eine zentrale Stelle abzugeben. Andere klagten, ihre Banken und Sparer müssten in einen gemeinsamen Versicherungsfonds einzahlen, der zur Rettung von Ländern mit schwachen Finanzinstituten diene. Wieder andere wollten nicht hinnehmen, dass ihre Steuerzahler zur Finanzierung der gemeinsamen Abwicklungsbehörde herangezogen werden. Angela Merkel verlangte, dass Funktionsweise und Finanzierung der neuen Mechanismen über Änderungen der EU-Verträge festgeschrieben werden müssten. An Vertragsänderungen aber wollten sich andere Regierungen nicht heranwagen, da sie die Zustimmung ihrer Parlamente und in manchen Fällen auch Volksabstimmungen erfordert hätten; dies wiederum barg die Gefahr, dass einige der grundlegendsten Einvernehmen innerhalb der EU in Frage gestellt worden wären.

Also einigten sich die europäischen Regierungen auf eine halbe Sache. Sie hielten an der einheitlichen Aufsichtsbehörde fest, begrenzten ihre Zuständigkeit aber auf die 130 größten Banken Europas; die Vereinheitlichung von Einlagensicherung und Abwicklungsmechanismus wurde auf später verschoben.[11]

Daran zeigte sich, wie schwierig es ist, in einer Europäischen Union aus 27 Ländern zu einer Entscheidung zu kommen. Zugleich zeigte sich, dass die EU gerade genug tat, um ihre Währungsunion zusammenzuhalten.

Durch Notkredite und die Einrichtung einer EZB-Fazilität für den Kauf von Anleihen strauchelnder Staaten tat sie gerade genug, um ein Auseinanderbrechen des Eurosystems zu verhindern. Dieser Erfolg aber machte das Voranschreiten bei der Bankenunion weniger dringlich. So wurde auch dieser Erfolg zur Mutter des Scheiterns.

Dass Europa genug tat, um seine Währungsunion zu erhalten und dass dem Euro nicht dasselbe Schicksal beschieden war wie dem Goldstandard in den 1930er-Jahren, zählte für viele zu den großen Überraschungen der Krise. In den späten 1920er-Jahren galt der Goldstandard als Garant für Wirtschafts- und Finanzstabilität, weil in den Jahren 1914 bis 1924, in denen er ausgesetzt war, das genaue Gegenteil geherrscht hatte. Wie sich allerdings herausstellte, war auch der Goldstandard in seiner neuen Form nach dem Ersten Weltkrieg weder haltbar noch stabil. Statt die Finanzkrise 1931 zu verhindern, trug er zu ihrer Entstehung mit bei. Denn erst war er die Basis für den irrigen Glauben an Stabilität, der dafür sorgte, dass hohe Kredite in Länder flossen, die damit nicht gut zurechtkamen, und anschließend begrenzte er die Möglichkeiten von Regierungen, auf die Probleme zu reagieren. Das Ergebnis waren Runs auf die Banken und Zahlungsbilanzkrisen, weil Anleger nicht mehr daran glaubten, dass ihre Regierungen Banken und Währungen verteidigen können. Erst die Befreiung vom Goldstandard versetzte die Staaten dann wieder in die Lage, ihr wirtschaftliches Schicksal in die eigene Hand zu nehmen. Sie erlaubte ihnen, Geld zu drucken, wenn es knapp war. Sie erlaubte ihnen, ihre Bankensysteme zu unterstützen. Und sie erlaubte ihnen, noch andere Maßnahmen zu ergreifen, um die Große Depression zu beenden.

Die Architekten des Euro kannten diese Geschichte durchaus. Sie war ihnen sogar noch besser präsent, weil sie etwas Ähnliches beim Zusammenbruch des Europäischen Wechselkursmechanismus in den Jahren 1992 und 1993 hatten beobachten können, der die europäischen Währungen aneinander gebunden hatte wie eine Seilschaft von Bergsteigern. Also nahmen sie sich vor, das neue Währungsregime stabiler zu gestalten. Es sollte auf einer einheitlichen Währung basieren, nicht nur auf festen Wechselkursen zwischen unterschiedlichen nationalen Währungen. Eine Abwertung von Landeswährungen sollte nicht mehr möglich sein, weil die Länder gar keine eigenen Währungen zum Abwerten mehr haben sollten. Dieses Eurosystem sollte nicht von nationalen Zentralbanken reguliert werden, sondern von einer supranationalen Autorität, der EZB.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wichtig dabei ist, dass der Vertrag zur Einrichtung der Währungsunion keine Regeln für einen Ausstieg enthalten sollte. In den 1930er-Jahren hatten die einzelnen Länder durchaus die Möglichkeit, sich durch einen unilateralen Akt ihres nationalen Parlaments vom Goldstandard zu verabschieden. Ein Ausstieg aus dem Euro dagegen sollte eine Vertragsverletzung darstellen und die Beziehungen des aussteigenden Landes zu seinen EU-Partnern gefährden.

Auf diese Weise umgingen die Euro-Architekten zwar tatsächlich einige Probleme des Goldstandards, provozierten dabei aber die Entstehung von anderen. Indem es die Illusion der Stabilität schuf, setzte das Eurosystem ähnlich wie in den 1920er-Jahren große Kapitalströme in südeuropäische Länder in Gang, die darauf schlecht vorbereitet waren. Als diese Ströme die Richtung wechselten, musste es, wie in den 1930er-Jahren zu einer schweren Rezession kommen, denn die nationalen Zentralbanken konnten kein Geld drucken und die nationalen Regierungen sich keines leihen. Der Handlungsdruck nahm zu. Regierungen, die darauf nicht reagierten, verloren an Unterstützung. Zunehmend wurde vorausgesagt, der Euro würde bald den Weg des Goldstandards gehen. Die Regierungen von Krisenstaaten, so nahm man an, würden die Gemeinschaftswährung aufgeben – und wenn sie zu lange damit zögerten, würden sie von anderen, handlungsfreudigeren Regierungen und Politikern ersetzt. Schlimmstenfalls drohte die Demokratie selbst in Gefahr zu geraten.

Wie sich herausstellte, beruhten solche Überlegungen auf einer Fehlinterpretation der Lehren aus der Geschichte. Als Regierungen in den 1930er-Jahren den Goldstandard abschafften, waren internationaler Handel und Kreditvergabe schon vorher eingebrochen. Dieses Mal aber taten die Länder Europas gerade genug, um dieses Schicksal abzuwenden. Also musste der Euro verteidigt werden, um den Binnenmarkt sowie innereuropäischen Handel und Zahlungsverkehr zu erhalten. In den 1930er-Jahren war politische Solidarität ein weiteres frühes Opfer der Depression gewesen. Dieses Mal aber hielten die Regierungen trotz der Belastungen durch die Krise an Austausch und Kooperation fest, unterstützt von internationalen Institutionen, die inzwischen robuster und weiter entwickelt waren als in den 1930er-Jahren. EU-Länder mit starker Wirtschafts- und Finanzposition stellten ihren schwächeren Partnern Kredite zur Verfügung. Die hätten noch großzügiger ausfallen können, doch gemessen an den Standards der 1930er waren sie durchaus umfangreich.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zuletzt blieb auch die Krise der Demokratie aus, die von denjenigen prognostiziert worden war, die einen Zusammenbruch des Euro erwartet hatten. Es gab Demonstrationen, darunter auch gewalttätige, und Regierungen wurden abgewählt. Doch anders als in den 1930er-Jahren überlebte die Demokratie. Die Kassandras des Kollaps hatten schlicht die Wohlfahrtsstaaten und sozialen Sicherungsnetze nicht beachtet, die als Antwort auf die Depression geschaffen worden waren. In den am schwersten betroffenen Teilen Europas stieg die Arbeitslosenquote über 25 %, doch selbst dort waren die Nöte nicht so groß wie in der Depression. Dies schwächte die politische Gegenbewegung. Und es begrenzte den Druck zur Abschaffung des bestehenden Systems.

Dass die Erfahrung der Großen Depression erheblichen Einfluss auf die Wahrnehmung der Großen Rezession und den Umgang damit hatte, ist eine Binsenweisheit. Doch um wirklich zu verstehen, wie diese Vergangenheit genutzt – und missbraucht – wurde, muss man sich nicht nur die Depression selbst genauer ansehen, sondern auch die Ereignisse, die zu ihr führten. Man muss also bei ihren Anfängen beginnen, im Jahr 1920.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Teil I
Die beste aller Zeiten

Kapitel 1
Eine »Neue Ära« für die Wirtschaft

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Mit seinen 1,62 Metern Körpergröße und einem runden Gesicht war Charles Ponzi nicht eben eine imposante Erscheinung. Als er im Alter von 21 Jahren aus dem italienischen Parma in die USA kam, konnte er nicht so souverän Englisch sprechen wie ein Amerikaner von altem Finanzadel. Doch so klein er gewesen sein mag, später sollte Ponzi ausgesprochen große Bedeutung in der Literatur über Finanzkrisen bekommen. Mit der Zeit wurde der Ausdruck »Ponzi Scheme« (auch als Pyramiden- oder auch Schneeballsystem bekannt) zu einem unauslöschlichen Bestandteil im Lexikon der Finanzinstabilität, noch vor Begriffen wie »Greenspan-Put« oder »Lehman-Brothers-Moment«.

Ponzi machte sich einen Namen mit einem System für Arbitrage auf dem Markt für Internationale Postantwortscheine (IAS). Diese Coupons waren im Jahr 1906 durch eine Vereinbarung auf dem Kongress des Weltpostvereins, der passenderweise in Italien stattfand, eingeführt worden. Gedacht waren sie als Vehikel für Geldtransfers ins Ausland, sodass der Empfänger eines Briefs damit, ohne selbst Porto bezahlen zu müssen, eine Antwort verschicken konnte.

Der Kongress 1906 fand in der Zeit des Goldstandards statt, als die Wechselkurse noch unveränderlich waren. Die Delegierten hatten also keine Chance, die Komplikationen vorwegzunehmen, die durch die Abschaffung des Goldstandards für ihre Vereinbarung entstehen würden. Mit dem Ausbruch des Ersten Weltkriegs aber verboten die Regierungen Goldexporte. Gold in Ländern zu kaufen, wo es billiger war, und wieder zu verkaufen, wo es mehr kostete, war bis dahin der Mechanismus gewesen, über den die Wechselkurse stabil gehalten wurden. Durch das Exportverbot aber wurden solche Transaktionen am Goldmarkt weitestgehend unmöglich gemacht, sodass die Währungen zueinander zu schwanken begannen.

Die unerwarteten Folgen betrafen auch die Vereinbarung über Antwortscheine. Die USA waren die einzige Kriegspartei, deren Währung während und nach dem Krieg ihren Wert gegenüber Gold behielt. Europäische Währungen werteten gegenüber dem US-Dollar ab, weil die Regierungen zur Finanzierung ihrer Militärausgaben Geld druckten – ein Trend, der durch den Waffenstillstand nur zum Teil wieder umgekehrt wurde. Als Folge davon konnte man mit in europäischen Währungen erworbenen IAS mehr US-Briefmarken kaufen, als die Antwortscheine gekostet hatten. 1919 erkannte Ponzi darin eine Chance. Er lieh sich Geld von Geschäftspartnern und schickte es mit dem Auftrag, Antwortscheine zu kaufen und sie ihm nach Boston zu senden, an Kontakte in Italien.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Warum Ponzi der Einzige war, der diese Möglichkeit entdeckte, ist, vorsichtig formuliert, unklar. Wenig überraschend aber ist, dass die Hoffnung auf hohe Gewinne eine Illusion blieb. Ponzis Kontakte konnten nur eine begrenzte Menge an Coupons kaufen, und selbst dann dauerte es eine gewisse Zeit, die Transaktion zu Ende zu bringen, während der das investierte Geld gebunden war.

Dabei war Zeit nichts, über das Ponzi im Überfluss verfügt hätte – er hatte versprochen, das Geld seiner Anleger innerhalb von 90 Tagen zu verdoppeln. Um die Dividenden bezahlen zu können, musste er das für neue Transaktionen eingezahlte Kapital verwenden, sodass kein Geld für die Antwortschein-Arbitrage übrig blieb, die dem System eigentlich zugrunde lag. Dadurch wurde es für Ponzi entscheidend, immer neue Anleger anzulocken. Dies gelang ihm, indem er ein Unternehmen mit dem beeindruckend klingen Namen Securities Exchange Corporation gründete und einen Trupp Verkäufer einstellte. Im August 1920 aber brach sein System durch einen Enthüllungsbericht von William McMasters in der *Boston Post* zusammen. Dabei hatte Ponzi den Journalisten selbst beauftragt, um mehr Aufmerksamkeit für sein Programm zu generieren.[1]

Dass Ponzis Versprechen, angelegtes Geld innerhalb von 90 Tagen zu verdoppeln, keine Alarmsignale auslöste, sagt einiges über die berauschende Finanzatmosphäre der 1920er-Jahre. Man kann gar nicht anders, als sich an die Unfähigkeit von Anlegern in den ähnlich wilden 2000er-Jahren erinnert zu fühlen: Hier ließen sie sich von Bernard Madoff und seinem Versprechen, Jahr für Jahr für Jahr abnormale und kaum schwankende Gewinne zu erzielen, bereitwillig in die Irre führen.

Nachdem Ponzi wegen Postbetrugs angeklagt worden war, bekannte er sich schuldig und wurde zu dreieinhalb Jahren Haft in einem Bundesgefängnis verurteilt. Die investierende Öffentlichkeit von New England aber war nicht so einfach zu besänftigen. Noch während er im Gefängnis saß, wurde Ponzi vom Bundesstaat Massachusetts wegen Diebstahls in 22 Fällen angeklagt. Der jetzt mittellose Angeklagte trat als sein eigener Rechtsbeistand auf, anfangs mit bemerkenswertem Geschick. Doch als ein Prozess auf den nächsten folgte, wurde er müde. Die erste Jury hatte ihn freigesprochen, die zweite war sich uneinig, doch die dritte befand ihn für schuldig. Als er anschließend gegen Kaution auf freien Fuß kam, floh Ponzi in die abgelegenen Sümpfe von Florida, wo er unter einem neuen Namen wieder begann, Geschäfte zu machen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Geschäfte in Florida waren im Jahr 1925 gleichbedeutend mit Immobiliengeschäften. Ponzi erfand sich neu als Promoter für Grundstücke in der Nähe von Jacksonville. »In der Nähe« hieß in diesem Fall etwa 100 Kilometer westlich der Stadt, wo Ponzi sich daran machte, ein mit kleinen Palmen, Gräsern und Eichen bewachsenes Stück Buschland zu entwickeln (wenn man dieses Wort sehr großzügig versteht). Die Parzellierung bestand darin, Pfähle in den Boden zu rammen, anhand derer die Eigentümer die Grenzen ihres Grundbesitz erkennen konnten. Als die Parzellen, ambitionierte 23 Stück pro Morgen, abgesteckt waren, wurden sie für zehn Dollar pro Stück zum Verkauf angeboten.

Das Kapital für Kauf, Untersuchung und Unterteilung des Landes kam von Anlegern in Ponzis Charpon (*Charles Ponzi*) Land Corporation. Zeichnern versprach er 30 Dollar für jede Investition von 10 Dollar innerhalb von 60 Tagen – eine noch beeindruckendere Rendite als bei seinem früheren System mit Antwortscheinen. Natürlich war dies nichts weiter als das nächste Pyramidensystem, bei dem frühe Anleger mit dem Geld aus Verkäufen an spätere bezahlt wurden. Es dauerte nicht lange, bis dieser Betrug und auch die Identität des Mannes dahinter aufflogen. Ponzi wurde wegen Missachtung der Satzung für Stiftungen in Florida angeklagt, vor Gericht gestellt und von einer Jury aus Kollegen erneut schuldig gesprochen.[2]

Dass Ponzi nach seiner Flucht nach Florida eine neue Heimat im Immobiliengeschäft fand, war kein Zufall: Zu dieser Zeit war in dem Bundesstaat ein Immobilienboom in Gang, wie ihn die USA noch nie zuvor erlebt hatten.

Schon vorher hatte es in den USA Immobilienbooms und -krisen gegeben, aber bei denen war es stets um Ackerland gegangen. In Florida dagegen kam es jetzt zum ersten städtischen beziehungsweise vorstädtischen Grundstücksboom, möglich gemacht durch das Automobil. Immer mehr Amerikaner kauften billige und zuverlässige Autos, allen voran das Model T von Henry Ford, und so wurde ein Leben in der Vorstadt möglich. Zudem wurde Florida dadurch für motorisierte Besucher erreichbar, und sein gemäßigtes Klima und billiges Land erwiesen sich als ausgesprochen anziehend. Die im Winter 1920/21 einfallenden Besucher aus dem Norden wurden wegen ihrer nicht besonders eleganten Transportmittel, die ihnen zum Teil auch als vorübergehende Unterkunft dienten, auch als »Tin Can Tourists« bezeichnet.[3]

Immobilien-Vermarkter, von denen nicht wenige auch Autofans waren, erkannten schnell das Potenzial. Ein Beispiel dafür war Carl Fisher, der zusammen mit seinem Bruder die Prest-O-Lite Corporation und später Fisher Body gegründet hatte, um der aufstrebenden Autoindustrie Acetylen-Scheinwerfer und Karosserien zu liefern: Er lernte die Halbinsel, die später als Miami Beach bekannt werden sollte, im Jahr 1910 auf einer Hochzeitsreise per Jacht mit seiner 15 Jahre alten Braut kennen. Da er damals kurz vor dem Abschluss der Verhandlungen über den Verkauf von Prest-O-Lite an Union Carbide stand, konnte er sich ein elegantes Ferien- und Ruhestandsdomizil in der Biscayne Bay gegenüber der Halbinsel leisten.

Doch der Ruhestand langweilte Fisher, der erst in seinen Dreißigern war. Im Jahr 1913 stieg er ins Immobiliengeschäft ein, bis 1915 wurde er zum führenden Immobilienentwickler seiner Region. Und als ob es noch nicht genügend Land zum Entwickeln gegeben hätte, schuf Fisher noch mehr davon: Er ließ Schwimmbagger in die Biscayne Bay bringen, die Sand hochpumpten, um den Strand zu vergrößern. Will Rogers hat es wie üblich am besten formuliert: »Carl entdeckte, dass man in Sand ein Immobilien-Schild stecken konnte, und mehr wollte er gar nicht. Er ruderte mit seinen Kunden auf das Meer und ließ sie ein Stück hübsches, ruhiges Wasser auswählen, wo sie bauen wollten, und dann setzte er an die Stelle des Wassers eine Insel, sodass jeder sein eigener Robinson Crusoe sein konnte.«[4]

Um die Verbindung zwischen dem Norden und den Grundstücken in Florida noch zu stärken, setzte sich Fisher für den Bau des Dixie Highway ein. Er gründete die Dixie Highway Association. In Zeitungen streute er Artikel, in denen das Projekt gefeiert wurde. Konflikte zwischen Städten,

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

die darum rivalisierten, welche von ihnen am Rand der neuen Route liegen würden, unterdrückte er, indem er sowohl einen östlichen als auch einen westlichen Arm vorsah. Kein Opfer war ihm zu groß, um die kommenden Verkehrsströme in die richtige Richtung zu lenken.

Natürlich nährten auch andere Faktoren den Landboom in Florida, darunter die kräftige Erholung der amerikanischen Wirtschaft von der Nachkriegsrezession und die Erwartung, von nun an werde sich das Wachstum immer weiter beschleunigen. In den 1920er-Jahren gab es eine Revolution bei der Gestaltung von Fabriken, weil die Produktion umgestellt wurde, um elektrischen Strom nutzen zu können. Zuvor waren die Fabriken mit Dampfmaschinen betrieben worden, deren Kraft über ein Netz aus oben montierten Antriebswellen verteilt wurde. Durch die Elektrifizierung wurden diese Installationen nicht mehr gebraucht, sodass an der Decke stattdessen Kräne für den Transport von Baugruppen montiert werden konnten. Außerdem konnten Arbeiter dank Strom tragbare Elektrowerkzeuge benutzen und sich frei entlang der Produktionslinie bewegen. Dadurch war ihre Produktivität höher als bei ihren Vorgängern, die sozusagen noch am Boden »festgeschraubt« gewesen waren, ebenso wie ganz buchstäblich die dampfbetriebenen Maschinen, mit denen sie gearbeitet hatten. Damit versetzte die Elektrifizierung die Arbeitgeber in die Lage, wissenschaftliche Management-Praktiken einzusetzen, die darauf ausgelegt waren, die Effizienz von menschlicher Arbeit zu optimieren; eine wichtige Rolle dafür spielten die Zeit- und Bewegungsstudien des Management-Beraters Frederick Winslow Taylor.

Damit konnte jetzt das volle Potenzial des Fließbands realisiert werden, symbolisiert durch Henry Fords riesigen River Rouge Complex in Dearborn, Michigan, dessen Bau im Jahr 1917 begann. Dies wiederum brachte Produktivitätssteigerungen in einem nie zuvor für möglich gehaltenen Tempo mit sich. Tatsächlich wuchs das reale BIP in den USA zwischen 1922 und 1929 um jährlich 5 % und damit stärker als je zuvor in einem vergleichbar langen Zeitraum, was die optimistischsten Erwartungen zu bestätigen schien.

Die schnellere Zunahme der Produktivität sollte nicht nur höhere Einkommen bedeuten, sondern auch die Preise für Finanzanlagen steigen lassen. Das jedenfalls wurde Anlegern erzählt – was für Land galt, sollte auch für andere Anlagemöglichkeiten gelten. Die führenden Unternehmen, die in den 1920er-Jahren neu in den Wall-Street-Index Dow Jones Industrial Average aufgenommen wurden, waren Beispiele für die laufen-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

de technische Revolution – American Telephone and Telegraph, Western Union, International Harvester und Allied Chemical. Hier gibt es unverkennbare Parallelen zum Vorfeld der Finanzkrise 2008/09: Auch vor ihr wurde argumentiert, die Kommerzialisierung neuer Informationstechnologien werde zu schnellerem Produktivitätswachstums führen. In den 1920er-Jahren hatte es sich bei der transformativen Universaltechnologie noch um Strom gehandelt, nicht um Computer, doch die Auswirkungen auf die Psychologie der Anleger waren in beiden Fällen gleich.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zusätzlich goss dann noch die Geldpolitik Öl ins Feuer. Die Schaffung des Federal Reserve System im Jahr 1913 förderte den Glauben, dass die Instabilität der Konjunkturzyklen, die das Land früher geplagt hatte, nunmehr Vergangenheit sei. Die Fed bekam die Aufgabe, die Zinsschwankungen zu verhindern, die bis dahin die Finanzmärkte und die Wirtschaftsaktivität beeinträchtigt hatten (indem sie eine »elastische Währung« zur Verfügung stellte, wie es im Federal Reserve Act hieß). Da man davon ausging, dass ihr das gelingen würde, schienen Geldanlagen weniger riskant geworden zu sein, was auch die Spekulanten ermutigte. Die 1920er-Jahre wurden als »Neue Ära« bezeichnet, weil man der Meinung war, die USA seien in ein neues Zeitalter eingetreten, in dem nicht nur die Produktivität schneller zunimmt, sondern auch mehr wirtschaftliche und finanzielle Stabilität herrscht. Auch hier finden sich Ähnlichkeiten zur Krise 2008/09, bei der vorher von jener schon erwähnten »Great Moderation«, der »Großen Mäßigung«, mit weniger ausgeprägten Konjunkturschwankungen die Rede war (Fed-Chef Ben Bernanke im Jahr 2004).

Zwar zögerte die Fed nach ihrer Gründung nicht damit, ihre neuen geldpolitischen Instrumente einzusetzen, doch das tat sie anders als erwartet. Ihre Gründer waren davon ausgegangen, dass die neue Zentralbank die Kreditbedingungen nach den Bedürfnissen der Unternehmen im Inland gestalten würde. Etwas überraschend hatte sie bei ihren Entscheidungen stattdessen jedoch eher das internationale Umfeld im Blick. Mitte des Jahres 1924 senkten die Federal-Reserve-Banken die Zinsen für Kredite an Geschäftsbanken (ihre »Diskontsätze«)[5] von 4,5 auf 3 %, um Großbritannien bei der Rückkehr zum Goldstandard zu unterstützen (zu dieser Zeit war die wichtigste Methode für Zentralbanken, um Geld in die Volkswirtschaft zu injizieren, die Diskontierung von Schuldscheinen aus dem Besitz von

Banken und Unternehmen – sie kauften diese Papiere zu einem Abschlag gegenüber ihrem Nennwert gegen Bargeld an, was den Ausdruck »Diskontsatz« erklärt). In Großbritannien war die Inflation während des Kriegs höher gewesen als in den USA, was seiner Wettbewerbsfähigkeit schadete. In der Folge war das Land nach der Aufhebung der Beschränkungen aus den Kriegszeiten nicht in der Lage, den Preis des Pfund wieder fest an Gold zu binden oder den früheren Wechselkurs zwischen Pfunds und Dollar wiederherzustellen. Aus diesem Grund gab es die Konvertibilität im März 1919 auf, ließ das Pfund zum Dollar frei schwanken und schuf so, nicht zufällig, Gelegenheiten für Leute wie Ponzi.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Für einige einflussreiche Menschen in Großbritannien und den USA aber hatte die Wiederherstellung des Goldstandards wie vor dem Krieg hohe Priorität. Mit am einflussreichsten: Benjamin Strong, der Gouverneur der Federal Reserve Bank of New York. Er war der festen Ansicht, dass instabile Wechselkurse und die damit einhergehende Unsicherheit überaus schädliche Auswirkungen auf den Handel hätten.[6] Und die Bedingungen für den Handel, ob mit dem Ausland oder im Inland, waren von großer Bedeutung für die USA, die damals die Rolle von Großbritannien als wichtigste Exportnation der Welt übernommen hatten. »Gut ausgewogene Prosperität« erforderte, dass ausländische Märkte die »Überschussproduktion« der USA aufnahmen, um den Bericht des Federal Reserve Board für das Jahr 1925 zu zitieren, auf den Strong entscheidenden Einfluss hatte.[7] Die Stärkung dieser Aufnahmefähigkeit wiederum hing demnach von einer finanziellen Normalisierung ab, die nur der Goldstandard gewährleisten konnte. In seiner Eigenschaft als Sekretär, Vice-President und dann President der Bankers Trust Company und als Vertrauter von John Pierpont Morgan, dessen Bank J.P. Morgan & Co. eine eigene Schwesterorganisation in London besaß, wusste Strong um die Bedeutung solcher internationalen Verbindungen. Und als Gründungsgouverneur einer öffentlichen Institution, die ihr Mandat darin sah, New York zu einem international führenden Finanzzentrum zu machen, sah er die Rückkehr zu einem stabilen internationalen Währungssystem als entscheidende Voraussetzung dafür an.

Unter dem Vorkriegsgoldstandard war das Pfund Sterling die Sonne gewesen, um die andere Währungen kreisten. Ein großer Teil des Welthandels wurde in Pfund finanziert und abgerechnet und London war das wichtigste internationale Finanzzentrum. Während des Ersten Weltkriegs und

dann in den 1920er-Jahren erlebte New York zwar eine starke Zunahme des internationalen Finanzgeschäfts, sodass auch der Dollar internationale Bedeutung errang. Trotzdem galt die Wiederaufnahme der Goldkonvertibilität in Großbritannien – also die Wiedereinführung der Möglichkeit, Pfund zu einem festen Preis in dieser Währung gegen Gold zu tauschen – weiterhin als unverzichtbare Voraussetzung dafür, dass auch andere Länder diesen Schritt gingen. Dies bedeutete, dass der Wechselkurs, zu dem das Pfund stabilisiert würde, zugleich den Kurs und das Tempo dafür bestimmen würden, wie auch andere Länder die Goldkonvertibilität wieder einführten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Also erfuhr Großbritannien großen Druck seitens der USA, diesen folgenschweren Schritt zu gehen. Insbesondere Strong betonte, wie wichtig es sei, dass die Briten nicht nur die Goldkonvertibilität wiederherstellten, sondern dass dies zum Vorkriegswechselkurs von 4,86 Dollar pro Pfund geschah. Der vor dem Krieg geltende Kurs war wichtig für das Prestige des Pfundes und, so glaubte Strong, für die Glaubwürdigkeit der Bank of England. Die negativen Folgen für das internationale System für den Fall, dass es anders kommen würde, seien »zu gravierend, um auch nur darüber nachzudenken«, warnte er.[8]

Montagu Norman, seit 1920 Gouverneur der Bank of England, teilte die Ansichten seines amerikanischen Freundes. In Briefen an Strong betonte er, wie wünschenswert es sei, zum Goldstandard wie vor dem Ersten Weltkrieg zurückzukehren. Doch anders als moderne Zentralbanker gab sich Norman keine große Mühe, die dahinter stehenden Überlegungen zu erklären. Seine öffentlichen Äußerungen waren für ihre Undeutlichkeit bekannt, was seine Entscheidungen ein wenig rätselhaft, wenn nicht sogar verwirrend erscheinen ließ. In seinem im Jahr 1933, also inmitten der Großen Depression, veröffentlichten Zukunftsroman *Von kommenden Tagen* war Norman für den Autor H. G. Wells ein unwiderstehliches Ziel: »Statt des klaren Wissens über wirtschaftliche Probleme und Entwicklungen, das wir heute haben«, so schrieb er im Rückblick aus einer imaginären Zukunft, »gab es merkwürdige Mystery Men, die durch einen Nebel aus widerstreitenden Ausflüchten und Fehlinformationen, mit denen sie Preise und Börse manipulierten, kaum erkennbar waren. Bekannt unter diesen Geheimnismännern war ein gewisser Mr. Montagu Norman, Gouverneur der Bank of England von 1920 bis 1935. Er gehört zu den am wenigsten glaubwürdigen Personen in der gesamten Geschichte, und um

ihn herum hat sich eine dicke Schicht aus Legenden angesammelt. In Wirklichkeit war das einzige Mysterium an ihm, dass er mysteriös war.«

Wells lag in vielerlei Hinsicht richtig, unter anderem bei der Bedeutung, die moderne Zentralbanker Transparenz und Kommunikation beimessen.[9] Wobei er sich allerdings irrte, war die Dauer von Normans Amtszeit: Tatsächlich trat er erst im Jahr 1944 von seinem Posten als Gouverneur der Bank of England zurück.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Ob beabsichtigt oder nicht – Norman war der Vater der konstruktiven Mehrdeutigkeit, der von Alan Greenspan perfektionierten Kunst der Zentralbanker, Dinge offen zu lassen. Bei einem Thema aber äußerte er sich vollkommen eindeutig: bei der Notwendigkeit, die Goldkonvertibilität zum Vorkriegskurs gegenüber dem Dollar wiederherzustellen. Eine Grundvoraussetzung dafür bestand darin, dass die Bank of England genügend Goldbestände oder in Gold konvertierbare Vermögenswerte kaufte. Und wenn das die Unterstützung des Federal Reserve System erforderte, dann war Strong gern bereit, dafür zu sorgen.

Die dann von Strong ab dem Jahr 1924 bewirkte Niedrigzinspolitik war darauf ausgelegt, der Bank of England dabei zu helfen, die für die Rückkehr zum Gold erforderlichen Reserven aufzukaufen. Niedrige Zinsen in New York waren ein Anreiz für Geldflüsse nach London, wo die Zinsen höher waren. Ein Großteil dieser Mittel landete bei den großen Londoner Banken und ein Teil auch bei der Bank der Banker, also in der Schatzkammer der Bank of England.

Und wenn die Marktkräfte nicht ausreichten, um genügend Gold nach London zu locken, konnte man ja immer noch zusätzliche Maßnahmen ergreifen. Mit dieser Überlegung im Hinterkopf kaufte die New Yorker Fed US-Staatsanleihen, was deren Renditen drückte und weitere Finanzflüsse über den Atlantik förderte.[10]

Für sich allein genommen hätten diese Aktivitäten vielleicht trotzdem nicht ausgereicht, um Großbritannien wieder fest im Goldstandard zu verankern. Zusätzlich mussten deshalb die Positionen im internationalen Wettbewerb neu ausbalanciert werden. Die britischen Preise waren seit Ausbruch des Weltkriegs stärker gestiegen als die amerikanischen, doch dem hatte kein entsprechender Anstieg der Arbeitsproduktivität in Großbritannien entgegengestanden. Wenn das Pfund auf seinem früheren Niveau

zum Dollar stabilisiert worden wäre, hätte es dem Land deshalb an Wettbewerbsfähigkeit im Export gefehlt. Es hätte ein chronisches Handelsdefizit verzeichnet, und das Gold, das die Bank of England so mühsam eingekauft hatte, wäre einfach wieder abgeflossen. Um das zu vermeiden, mussten die Preise in Großbritannien sinken oder in den USA steigen. Seit der Zeit vor dem Krieg waren die britischen Produktionskosten relativ zu den US-amerikanischen nach Schätzungen von Strong um 10 % gestiegen, andere Beobachter kamen zu ähnlichen Ergebnissen. John Maynard Keynes, der in solchen Fragen als kompetent galt, veranschlagte die Differenz auf 9 %.[11]

Die Hoffnung von Strong war, dass niedrige Zinsen zu höheren Ausgaben führen würden, was Aufwärtsdruck auf die US-Preise ausüben und dabei helfen sollte, die Lücke bei der britischen Wettbewerbsfähigkeit zu schließen.[12] Allerdings stellten sich Manipulationen am Preisniveau als schwieriger heraus als erwartet. Von Mitte 1924 bis Mitte 1925 stiegen die Preise in den USA tatsächlich, aber nicht stark genug, um den Kostenunterschied zu den Briten auszugleichen. Als Großbritannien im April 1925 den Goldstandard wieder einführte, war das Problem seiner mangelnden Wettbewerbsfähigkeit noch nicht gelöst. Norman sollte den größten Teil der kommenden sechs Jahre über mit diesem Problem zu kämpfen haben.

Statt ein neues Gleichgewicht für die Weltwirtschaft brachte Strongs Niedrigzinspolitik also eher Ungleichgewichte in die Volkswirtschaft der USA. Die Folgen zeigten sich an der Immobilienblase um Florida und bald auch in Chicago, Detroit und New York. Und auch der Boom an der Wall Street, der den letzten Teil des Jahrzehnts prägte, hing damit zusammen.

Von Adolph Miller wurde Strong scharf dafür kritisiert, die inländische Finanzstabilität internationalen Zielen untergeordnet zu haben. Miller war einer der Gründungsgouverneure des Federal Reserve System, hatte 1887 ein Studium an der University of California in Berkeley absolviert und dann weiter in Cambridge, Paris und München studiert. Er wurde Dozent an der Cornell University und der University of Chicago (zwei Universitäten, die in dieser Geschichte noch eine Rolle spielen werden), bevor er nach Berkeley zurückkehrte, um dort das College of Commerce aufzubauen. Schließlich wechselte er nach Washington D.C., wo er erst als stellvertretender Innenminister arbeitete und dann ab 1914 als Mitglied des Board of Governors der Fed, berufen von US-Präsident Woodrow Wilson.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Miller brillierte mit der didaktischen Art und dem reichen Vokabular eines Professors. Laut George Norris, Gouverneur der Federal Reserve Bank of Philadelphia, war er berauscht von seinen eigenen sprachlichen Fähigkeiten, die er bei den Sitzungen des Federal Reserve Board und des Open Market Investment Committee in all ihrer Pracht zum Einsatz brachte.[13] Konkret nutzte er sie, um sich für die Real Bills Doctrine stark zu machen, laut der Zentralbanken nur so viel Kredit zur Verfügung stellen sollten, wie für die legitimen Bedürfnisse der Wirtschaft gebraucht werden, und keinesfalls mehr.[14] Diese Lehre, entwickelt im frühen 18. Jahrhunderts unter anderem von dem schottischen Geldtheoretiker John Law, sollte damals als Richtschnur für die Geldschöpfung durch die 1694 etablierte Bank of England dienen. Mit seinem Einfluss auf die Ausgestaltung der britischen Zentralbank war Law allerdings noch nicht zufrieden: Später gründete er eine Quasi-Zentralbank für Frankreich, die Banque Générale, und war am Entstehen und Platzen der Mississippi-Blase beteiligt, bevor er in Ungnade fiel und in den Ruhestand ging. Aber das spielte für seine spätere Wirkung keine Rolle – die Real Bills Doctrine bildete mehr als zwei Jahrhunderte lang die Grundlage für die Geldpolitik von Zentralbanken.

Insbesondere lag die Doktrin dem Federal Reserve Act von 1914 zugrunde, in dem von einer »elastischen Währung« die Rede war, also von einem System, in dem die Versorgung mit Geld und Kredit mit den legitimen Bedürfnissen der Wirtschaft zu- und abnahm. Die Tatsache, dass die Versorgung mit Dollar und Kredit früher nicht auf diese Weise geregelt gewesen war, hatte die ganze Geschichte der USA über zu steilen Zinsanstiegen und chronischer finanzieller Instabilität geführt. Dieses Problem sollte mit der Schaffung der Fed im Jahr 1914 gelöst werden.

Als Anhänger der Real Bills Doctrine kam Miller schnell zu dem Schluss, dass Strongs Ausrichtung der Fed-Politik an den Problemen der britischen Wirtschaft statt an den legitimen Bedürfnissen der US-Unternehmen der Gipfel der Verantwortungslosigkeit war. Die Kritik des Professors am Gouverneur der Federal Reserve Bank of New York war bitter. Noch verstärkt wurde seine Unzufriedenheit ohne Frage durch die Tatsache, dass die anderen Mitglieder des Board of Governors und die Direktoren der Reserve-Banken zumeist bloße Geschäftsleute waren. Mit strengen monetären Analysen kannten sie sich also nicht aus, waren aber trotzdem nicht bereit, sich Akademikern wie Miller zu fügen, obwohl die eine gute theoretische Ausbildung genossen hatten und somit

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

besser dafür qualifiziert waren, in technischen Fragen den richtigen Rat zu geben.

Die Stimme Millers war die lauteste, aber nicht die einzige. Ähnliche Kritik kam unter anderem von Charles Hamlin, dem früheren Staatssekretär im US-Finanzministerium und erfolglosen Kandidaten für den Posten des Gouverneurs von Massachusetts, der jetzt Vorsitzender des Federal Reserve Board war, und von Herbert Hoover, einem früheren Verbündeten von Strong, Wirtschaftsminister unter Präsident Calvin Coolidge und Nachbar von Miller in Georgetown. Hoover neigte wie Strong zum Internationalismus, doch selbst für ihn ging Strongs Geldpolitik in den Jahren 1924 und 1925 zu weit, weil sie die Auswirkungen auf das Inland zu wenig beachtete. Dazu war Strong, so schlussfolgerte Hoover, von seinem Freund Norman verführt worden; der Chef der New York Fed sei jetzt nur noch ein »mentales Anhängsel von Europa«.[15] Strongs Geldpolitik drohte hohe Inflation zu verursachen und Finanzexzesse anzuheizen. Wenn es wünschenswert war, Großbritannien zurück zum Goldstandard zu leiten, dann solle dies über andere Wege geschehen, befand Hoover – und nicht über niedrigere US-Zinsen mit ihren unerwünschten Nebenwirkungen.

Millers und Hoovers instinktiver Glaube an die Real Bills Doctrine zeigte, wie stark sich historische Erfahrungen auf die Erwartungen und das Tun von politischen Entscheidungsträgern auswirken. Steile Zinsanstiege hatten in der Vergangenheit zu verbreiteten Problemen in der US-Wirtschaft und in den schlimmsten Fällen zu Finanzkrisen geführt, seit der Unabhängigkeit ein ständiger Begleiter in der Währungs- und Finanzlandschaft der USA. Also wurde eine Doktrin, die eine Abstimmung der Geld- und Kreditversorgung auf die legitimen Bedürfnisse der Wirtschaft forderte und laut der das Zinsniveau so gewählt werden sollte, dass diese Bedürfnisse erfüllt werden, zur Grundlage für die Ansichten vieler der Gründungsgouverneure des Federal Reserve System. Laut der Doktrin war es nicht richtig, die Zinsen künstlich zu senken, um anderen Ländern zu helfen, wie es Strong getan hatte. Sie strenger zu befolgen, hätte also gefährliche Ungleichgewichte an den Immobilien- und Aktienmärkten der USA verhindert. Allerdings ging aus derselben Doktrin hervor, dass es keinen Handlungsbedarf für die Federal Reserve gab, als die Zinsen nach 1929 von ihrem hohen Niveau aus sanken – denn niedrige Zinsen bedeuteten in ihrer Logik ja, dass es genügend Kredite für US-Unternehmen gab und dass die US-Volkswirtschaft jede geldpolitische Unterstützung hatte, die sie brauchte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Eindeutig lässt sich daraus der Schluss ziehen, dass es keine einzelne geldpolitische Doktrin gibt, die für alle Wetterlagen geeignet wäre. Doch diese Lektion mussten die Offiziellen der Federal Reserve und die gesamten USA später erst noch lernen, und das wurde verdammt teuer.

Zunächst zeigte die Kritik an Strong wenig Wirkung, denn er war die dominierende Persönlichkeit im Federal Reserve System. Sein Hintergrund als rechte Hand von J.P. Morgan und sein Einsatz an der Front der Finanzkrise 1907 verlieh seinen Äußerungen über Finanzpolitik ungeachtet seiner fehlenden akademischen Ausbildung Autorität. Er war die Stimme der Erfahrung. Wenn Strong Ereignisse in London wichtiger fand als das Geschehen in Miami, dann sollte es eben so sein.

Zudem trug die Fed zwar gewiss zu den Finanzexzessen dieser Zeit bei, doch damit war sie nicht allein. Ebenfalls unterstützt wurden sie von der Tatsache, dass das Finanzsystem damals nur locker reguliert war. Darüber hinaus bemühte sich die Regierung darum, für mehr Aktivität in der Baubranche zu sorgen. Und weil in den Kriegsjahren nur wenig gebaut worden war, wartete jetzt viel aufgestaute Nachfrage darauf, befriedigt zu werden.

Ambitionierte Vermarkter in Florida mochten nichts lieber als aufgestaute Nachfrage und taten alles dafür, sie zu befriedigen. Keiner war dabei ehrgeiziger als George Merrick, Nachkomme eines Kongregationisten-Priesters, Besitzer einer Grapefruit-Plantage und Hobby-Dichter. Im Jahr 1920 feierte er »sein« Florida mit einem Gedichtband namens *Songs of the Wind on a Southern Shore*. Eine Kostprobe daraus:

> »Es gibt eine Küste, die ich kenne – die mich anzieht
> und die wärmt mich noch viel mehr! –
> wo der Gummibaum wächst: –
> und die kleinen Echsen dösen –
> wo der Wind des Handels weht
> durch die palmgesäumten Kurven
> der Küste an der Bay Biscayne«[16]

Das größere Talent von Merrick lag eindeutig in der Immobilienentwicklung. 1915 wurde er Kommissar für das Dade County. Seine wichtigste Leis-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

tung in diesem Amt bestand darin, dass er ein Straßennetz bauen ließ, das Miami mit seinen zukünftigen Vorstädten verband – und nicht zuletzt mit einer von ihm selbst geplanten Siedlung namens Coral Gables rund um die frühere Plantage der Familie. Seine dichterische Freiheit bis zum Anschlag ausnutzend, bewarb er Coral Gables als eine Stadt im spanischen Stil, wo »Ihre ›Luftschlösser‹ zur Realität werden«. Die Grube, die den Kalksandstein und Korallenfels für den Bau der Häuser lieferte, wurde zu einer venezianischen Lagune einschließlich Brücken, Grotten und Loggien umgestaltet. Merrick schaltete Werbung in landesweit erscheinenden Magazinen und Zeitungen auch außerhalb des Bundesstaates, deren Texte er zum größten Teil selbst schrieb. Kunden lockte er mit kostenlosen Auftritten von Mabel Cody's Flying Circus, einer beliebten Flugzeug-Show, in seine noch kaum entwickelte Vorstadt. Wer ein Grundstück kaufte, durfte zur Belohnung abheben und es sich aus der Luft ansehen.[17] Er eröffnete opulente Verkaufsbüros in New York und Chicago. Mit eigens für den Transport potenzieller Käufer angeschafften Bussen organisierte er Reisen von New York, Philadelphia und Washington D.C.

Nicht zuletzt ließ Merrick seine Werbebotschaften von dem früheren Präsidentschaftskandidaten, Außenminister und berühmten Redner William Jennings Bryan verbreiten. Bryan war wegen seiner an Arthrose leidenden Frau nach Florida gezogen und wurde sofort zum bekanntesten Einwohner Miamis. 1896 war er mit einem Programm, das für den »kleinen Mann« und gegen den Goldstandard kämpfte, bei der Wahl zum US-Präsidenten angetreten. Jetzt wurde er von Merrick bezahlt, um ein ganz anderes Programm zu verkünden: Von einer im Wasser errichteten Tribüne aus sprach er nicht mehr über den Goldstandard, sondern über die Goldküste Floridas. Für ein Jahr Arbeit bekam er 100.000 Dollar, je zur Hälfte in bar und in Form von Land.

Coral Gables war von Anfang an ein Erfolg. Mehr als 5000 Kunden kamen zur Auftaktauktion für Baugrundstücke im Jahr 1921. Nach nicht einmal einem Jahr kaufte Merrick weiteres Land. Von November 1924 bis März 1925, dem Höhepunkt der Touristensaison, kam er auf bemerkenswerte vier Millionen Dollar an Landverkäufen pro Monat.

Vertreter der Regierung des Bundesstaats reagierten begeistert auf diesen Boom. Das war keine Überraschung, denn eine große Zahl von Immobilienentwicklern, einschließlich Merrick selbst, und nicht zu vergessen ihre Banker erklärten sich großzügig bereit, öffentliche Ämter zu über-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

nehmen. Mit den stark steigenden Grundsteuern finanzierten sie den Bau lokaler Straßen und zusätzliche öffentliche Dienstleistungen, was den Eindruck von noch größerer Prosperität erweckte. 1923, als der Boom in vollem Gang war, ließ das Parlament von Florida über eine Änderung an der Verfassung des Bundesstaats abstimmen, mit der Einkommens- und Erbschaftssteuern abgeschafft werden sollten, um noch mehr Zuwanderer aus dem Norden anzulocken.[18] Die dankbaren Wähler stimmten mit überwältigender Mehrheit zu. Nach einer Kampagne, deren Zentrum sein Versprechen bildete, ein ambitioniertes Straßenbauprojekt für den gesamten Bundesstaat zu vollenden, wurde John Wellborn Martin, der frühere Bürgermeister von Jacksonville, zum Gouverneur von Florida gewählt. Dies war vermutlich einer der Faktoren, auf die Ponzi setzte, als er mit der Vermarktung seines fiktiven Entwicklungsprojekts am äußeren Rand von Martins Heimatstadt begann.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zunehmend waren auf dem Immobilienmarkt von Florida alle Anzeichen eines nicht durchhaltbaren Booms zu beobachten. Um Interessenten anzulocken, ließen Landbesitzer sogenannte Binder Boys in der heißen Sonne auf sie warten. Diese jungen Männer in weißen Anzügen, von denen viele nebenbei Tennis- oder Golfprofis waren, ermunterten potenzielle Käufer, eine nicht rückzahlbare Anzahlung von 10 % zu leisten, die als »Binder« bezeichnet wurde.[19] Auf dem Höhepunkt des Booms wurden Binder-Quittungen wie eine eigene Währung benutzt und als Zahlungsmittel in Hotels, Nachtklubs und Bordellen akzeptiert.

Wenn das Geld von neuen Käufern auf dem Konto des Entwicklers landete, erhielten die Binder Boys eine Provision. Wie im Vorfeld des Crashs am US-Markt 2006/07 interessierte es die Immobilienmakler wenig, ob die Käufer den Vertrag verstanden, den sie unterschreiben sollten, oder ob sie überhaupt in der Lage sein würden, die Transaktion zu Ende zu bringen. Gewöhnlich vergaben Finanzinstitute nur dann Hypothekenkredite, wenn der Käufer eine Anzahlung von 50 % leisten konnte.[20] Zukünftige Immobilienbesitzer mussten also weitere 40 % des Kaufpreises selbst aufbringen, was für viele leichter gesagt war als getan.

Allerdings brauchten sie das restliche Geld gar nicht, wenn sie den Binder, der ein Vorkaufsrecht für ein bestimmtes Stück Land darstellte, an einen anderen Anleger weiterverkauften. Je schneller die Preise stiegen, desto verbreiteter wurde diese Praxis. Erfolgreiche Binder Boys stiegen zu Immobilienspekulanten auf und handelten selbst mit Bindern. Sie zahl-

ten 10 % für die Option an einem noch nicht entwickelten Grundstück, nur um sie möglichst schnell zu einem höheren Preis wieder zu verkaufen. Im Sommer 1925, auf dem Höhepunkt des Booms, wurden Binder zum Teil volle achtmal pro Tag auf diese Art weitergereicht.[21] Eindeutig gab es für die Bewohner von Florida in den 1920er-Jahren noch nichts, von dem sie dabei hätten lernen können. Andererseits hätten sie den Immobilienspekulanten vor der Subprime-Krise 2007/08 gewiss noch ein paar Tricks beibringen können.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Natürlich wäre all die fieberhafte Aktivität nicht möglich gewesen, wenn die Banken nicht ihren Beitrag dazu geleistet hätten. »Alle finanziellen Ressourcen der bestehenden Bank- und Finanzinstitute wurden in vollem Umfang zur Finanzierung dieser spekulativen Bewegung genutzt«, schrieb ein Experte über den Immobilienboom in Florida in einem Artikel, der im Jahr 1933 unter dem passenden Titel »Immobilienspekulation und die Depression« in der *American Economic Review* veröffentlicht wurde:

> »Versicherungen kauften nur als hochwertig angesehene Hypotheken. Konservative Banken vergaben großzügig Kredite für Immobilien, weniger konservative Banken und Finanzhäuser vergaben Kredite für fast alles. Immobilieninteressen dominierten die Geschäftspolitik vieler Banken, und Tausende von neuen Instituten wurden eigens gegründet, um Kredite für geplante Immobilienprojekte zu vergeben. Beim Großteil dieser Institute handelte es sich um vom Bundesstaat zugelassene Banken und Treuhandgesellschaften, oft angesiedelt an den äußeren Rändern von größeren Städten oder in Vororten, die noch nicht komplett von älteren und besser etablierten Finanzinstituten besetzt waren. Ihre Einlagen und Ressourcen wurden intensiv für die Realisierung von Immobilienprojekten eingesetzt, die von ihren eigenen Anteilseignern oder Partnern betrieben wurden – bis an den Rand der Legalität und manchmal auch darüber hinaus.«[22]

Mit zu den größten Missetätern zählten Bausparkassen, die Building and Loan Associations, kurz B&Ls. Im Prinzip bestand ihr Geschäft ähnlich wie bei genossenschaftlichen Banken darin, Kredite an ihre Mitglieder zu vergeben.[23] Unweigerlich weckt dies Erinnerungen an die Rolle von Northern Rock in der Krise 2008/09, denn schließlich war dieses Institut

als Building Society gegründet worden, der britischen Variante von Bausparkassen. Aber ich möchte dieser Geschichte nicht vorgreifen.

Für die Bausparkassen in Florida galt ein Flickwerk an unterschiedlichen und oft nur halbherzig durchgesetzten bundesstaatlichen Regulierungsvorschriften.[24] Dass sie nicht strenger reguliert wurden, lag zum Teil daran, dass ihre Finanzierung als sicher galt. Mitglieder hatten statt Einlagen Beteiligungen, die sie nicht beliebig liquidieren konnten, sodass die Bausparkassen keine Runs fürchten mussten. Besichert waren die Kredite, so glaubte man, mit grundsoliden Immobilien. Der Verschuldungsgrad der Institute war minimal, denn sie nahmen keine Schulden auf, um das Eigenkapital ihrer Anteilseigner zu ergänzen. Leider aber wurde bei all diesen beruhigenden Faktoren übersehen, dass diejenigen, an die sie Kredite vergaben, sehr wohl hoch verschuldet waren, und dass keineswegs alle Immobilieninvestitionen grundsolide waren.[25]

Im 19. Jahrhundert hatte das Bausparkassenmodell gut funktioniert. Jetzt aber wurde es von Immobilienentwicklern genutzt, um ihren Ehrgeiz zu befriedigen und ihre ganz persönlichen Ziele zu erreichen. Bausparkassen ließen sich einfacher gründen als Institute, die Einlagen annehmen, also wurden sie von Immobilienprofis genutzt, um ihre Entwicklungsprojekte für Wohnimmobilien zu finanzieren.[26] Diese Institute hatten interne Aufsichtsgremien, doch die wurden ihrer Aufgabe kaum gerecht. Gänzlich vergessen wurde die Regel, dass Bausparkassen Kredite nur an zuverlässige Schuldner vergeben sollten, damit sie ihren Mitgliedern eine Rendite zahlen konnten. Bald wurden sie führend bei der Vergabe von Krediten mit verringerten Anzahlungen. Sie vergaben Zweithypotheken über 30 % des Werts von Grundstücken, die der Besitzer bereits konventionell mit 50 % bei einer Bank oder Versicherung beliehen hatte, sodass er nur 20 % selbst aufbringen musste.[27]

Eine weitere zunehmend wichtige Finanzierungsquelle für Immobilienentwickler war die Verbriefung. In den 1920er-Jahren wurden um die zehn Milliarden Dollar an Immobilienanleihen auf den Markt gebracht. Ein Drittel davon war mit Zinszahlungen für Wohnhypotheken besichert, der Rest mit den künftigen Mieteinnahmen aus Projekten für Gewerbeimmobilien. Bei Letzteren handelte es sich meist um »Einzelimmobilienanleihen«, die emittiert wurden, um bestimmte Bürohochhäuser, Wohnungen oder Kinos zu finanzieren. Aber es gab auch komplexere Instrumente, die als »garantierte Hypothekenbeteiligungszertifikate« bezeichnet wurden –

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

heute heißen sie »Mortgage Pass-Through Securities«. Diese komplexeren Anleihen wurden von sogenannten Title and Mortgage Guarantee Companies, also Garantiegebern für die Eigentumsrechte von Hypothekenschuldnern, emittiert und waren mit gewerblichen Immobilienprojekten besichert, sodass sie schwieriger zu vermarkten waren. Um Anlegern den Kauf schmackhaft zu machen, garantierte ihnen der Emittent einen Zinssatz von 5 %. Das wiederum bedeutete natürlich, dass er Probleme bekam, wenn die Rendite der damit finanzierten Investitionen niedriger ausfiel.[28]

In der Praxis garantierten Versicherungen solche Anleihen nicht nur, sondern hielten sie auch in ihren eigenen Portfolios – angesichts der niedrigen Zinsen aufgrund der international ausgerichteten Geldpolitik von Strong für US-Staatsanleihen waren Immobilienanleihen eine attraktive Alternative. Von 1920 bis 1930 stieg der Anteil der mit Immobilien und städtischen Hypotheken besicherten Aktiva von Versicherungen von 35 auf 45 %. Von den Anleihehäusern, die diese Papiere auflegten und vertrieben, wurden sie zugleich auch vermarktet. Anleger verließen sich dabei sozusagen auf den guten Namen des Originators, des Urhebers – es gibt kaum Belege dafür, dass sie irgendwelche Unterschiede zwischen diesen Anleihen machten und bei höheren Risiken im Hypotheken-Pool auch höhere Zinsen verlangten.[29] Auf diese Weise landete viel Geld von Privatanlegern bei Entwicklungsprojekten für Gewerbe- und Wohnimmobilien. In den 1930er-Jahren dann gab es mit vielen dieser Anleihen Probleme, vor allem, wenn sie auf dem Höhepunkt des Booms emittiert worden waren.

Der Markt für Einzelimmobilienanleihen ist eine Erinnerung daran, dass es neben dem Wohnbauboom in Florida einen Gewerbeimmobilienboom um Chicago, New York und Detroit herum gab.[30] Die 1920er-Jahre waren das Jahrzehnt des Wolkenkratzers – damals wurden mehr neue Projekte dieser Art begonnen als in jedem anderen Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts. Der Hochhausboom beruhte auf Fortschritten am Bau, bestehend aus robusteren Stahlrahmenkonstruktionen, verbesserten Aufzugmotoren und der Anwendung von Taylor'scher Zeit- und Bewegungsoptimierung für Bauarbeiter. Gleichzeitig zeigte sich darin ein neues Finanzierungsmodell, bei dem Gebäude nicht mehr nur als Hauptsitz von Unternehmen errichtet wurden, sondern als Finanzinvestition mit dem Ziel einer Vermietung. Das berühmte Chrysler Building in New York etwa, für das der erste Spatenstich 1928 erfolgte, war der Sitz der Chrysler Corporation, hatte aber auch eine Reihe von Mietern von Pan American Airways bis zu Adams Hats.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der Markt für Gewerbeimmobilien überschritt seinen Zenit später als der für Wohnimmobilien. Doch auch er war jenseits aller Vernunft aufgebläht. Und auch er löste, als er zusammenbrach, erhebliche Verwerfungen aus.

Nichts aber reichte an die Extreme auf dem Immobilienmarkt in Florida heran. Am wildesten war die Spekulation in Miami. In Orlando war der Boom etwas gemäßigter, und Jacksonville erreichte er erst spät, was zum Fall von Ponzi beigetragen haben könnte. Von 1920 bis 1925 verdreifachte sich die Bevölkerungszahl des Dade County. Der geschätzte Wert der Immobilien in Miami stieg noch schneller, von 63 Millionen Dollar im Jahr 1922 auf 421 Millionen Dollar in 1926. Zu dieser Zeit war jeder dritte Einwohner der Stadt, in der inzwischen 80.000 Menschen wohnten, auf die eine oder andere Weise in der Immobilienentwicklung tätig. Auf dem Höhepunkt des Booms »gingen Makler langsam durch große Menschenmengen entlang der Flagler Street [...] und verkündeten zur Musik von Bands, die von den großen Entwicklern bezahlt wurden, ihre Angebote. [...] Zu manchen Zeiten waren die Bürgersteige [...] unpassierbar, weil auf ihnen so viele Makler ihrem Geschäft nachgingen.«[31] Agenten studierten Prospekte, sobald sie am Bahnhof aus dem Zug gestiegen waren. Die Zeitungen wurden vor lauter Immobilienanzeigen immer dicker. Ende 1925 war die tägliche Ausgabe des *Miami Herald*, die zuvor höchstens 20 Seiten umfasst hatte, auf 88 Seiten angeschwollen.

Trotz des Zustroms von Bauarbeitern, von denen viele in Zelten leben mussten, wurden die Arbeitskräfte knapp. George Merrick bewies erneut sein Vermarktungsgeschick und baute am Rand seines Entwicklungsgebiets ein Camp aus 375 Zelten, die »Cool Canvas Cottages at Coral Gables«. Zur Arbeitskräfteknappheit hinzu kam Mangel an Baumaterial, der dann durch die Entscheidung der Florida East Coast Railway, ein Transportmoratorium zu verhängen, noch verschlimmert wurde. Denn nicht nur waren die Gleise des Betriebshofs in Miami mit 2200 Güterwaggons überfüllt, zusätzlich behindert wurde der Frachttransport durch die verzweifelten Versuche der überlasteten Bahngesellschaft, ihre Strecken zweispurig auszubauen. Mangels Lieferungen per Bahn wurde versucht, Nachschub an Baumaterial mittels Dampfschiffen und Segelbooten herbeizuschaffen. Bald waren die Docks von Miami und Miami Beach so überfüllt, dass es unmöglich wurde, dort Schiffe zu entladen. Im September folgten die

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dampfschiffgesellschaften dem Beispiel der Bahn und setzten die Beförderung von Möbeln, Baumaschinen und Baumaterial aus.

All das waren Anzeichen für eine Blase in ihrer letzten Phase. Was sie letztlich platzen ließ, ist umstritten. Einer der möglichen Auslöser war eine Korrektur am Aktienmarkt: Von Februar bis Mai 1926 fiel der Index S&P Composite um 11 %. Gleichzeitig diente ein ungewöhnlich kalter Winter, gefolgt von einem heißen Sommer, nicht eben dazu, das Vertrauen von Hauskäufern in das gemäßigte Klima von Florida zu festigen. Im Dezember 1925 traf ein tropischer Wirbelsturm die unberührten Strände im Nordosten des Bundesstaates und versetzte dem Markt auf diese Weise einen weiteren Schlag. Am 18. September 1926 dann folgte ein Hurrikan der Kategorie 4, den das US Weather Bureau als den »wahrscheinlich zerstörerischsten Hurrikan, der je die USA erreicht hat«, beschrieb. Bei der Überflutung starben drei Menschen in Miami Beach und noch einmal hundert in Miami selbst.[32] Am Urlaubsdomizil von Carl Fisher wurde das Dach weggerissen. Die Congregational Church in Coral Gables wurde zur Rettungsstation – nicht gerade der Zweck, zu dem Merrick sie gebaut hatte.

Unterdessen blieben die Sorgen über das, was in Florida passierte, nicht auf Florida beschränkt. 20.000 Einwohner von Savannah, Georgia, machten sich auf in den Sunshine State, angelockt von den Reizen des Immobilienbooms, was die Stadtväter alarmierte. Anleger mit dem Ziel Florida zogen rund 20 Millionen Dollar an Ersparnissen von Sparkassen in Massachusetts ab. Banker im gesamten Norden und Mittleren Westen der USA bekamen Angst, weil ihnen zunehmend Einlagen und andere profitable Geschäfte entgingen.

Wegen der schwindenden Einlagen und Einwohner ebenso besorgt wie um das Wohlergehen der Bürger, schimpften Politiker laut über diese Exzesse. Banker im Bundesstaat Ohio schalteten Zeitungsanzeigen, in denen sie vor Geschäften mit Immobilienentwicklern in Florida warnten. Der Wirtschaftsminister von Ohio, Cyrus Locher, und der Leiter der Wertpapierbehörde, Norman Beck, reisten selbstlos nach Florida, um den Markt aus erster Hand kennenzulernen. Im Interesse des Schutzes von kleinen Anlegern empfahlen sie, dass Unternehmen, die mit Florida-Immobilien besicherte Wertpapiere verkaufen, in ihrem Bundesstaat keine Geschäfte machen dürfen. Brav verabschiedete das Parlament von Ohio tatsächlich ein solches »Blue Sky«-Gesetz.[33] Zur Anti-Florida-Propaganda zählte die Behauptung, in dem Bundesstaat sei kein gutes Fleisch zu bekommen und

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

gefährliche Reptilien seien eine erhebliche Bedrohung für wichtige Bevölkerungszentren.[34] Das Better Business Bureau, eine Art Verbraucherzentrale, untersuchte die Praktiken in Florida, entdeckte dort weit verbreiteten Betrug und veröffentlichte seine Erkenntnisse. Die Verhaftung und Anklage Ponzis war eine weitere Quelle für negative Publicity.

Wie es für Immobilienmärkte typisch ist, fiel zunächst das Transaktionsvolumen, und die Preise folgten ein wenig später. Die Einnahmen der Lokalregierungen brachen ein, und ambitionierte Entwicklungsprojekte der Gemeinden wurden aufgegeben. Das Clearing-Volumen der Banken in Miami fiel um zwei Drittel.[35] 150 Banken in Florida und dem benachbarten Georgia gingen pleite. Die meisten von ihnen Teil waren Teil der Manley-Anthony-Kette, die so hieß, weil ihre Institute zur Gänze zwei Bankern namens James R. Anthony und Wesley D. Manley gehörten oder von ihnen kontrolliert wurden; die beiden waren intensiv in Immobilienspekulationen verwickelt, nicht zuletzt über Investitionen in Merricks Projekt Coral Gables.[36] Die Einlagenkunden erlitten Verluste von rund 30 Millionen Dollar, Manley selbst wurde verhaftet, weil er mit betrügerischen Transaktionen versucht hatte, sein verbliebenes Vermögen vor dem Zugriff des Insolvenzrichters zu schützen. Bei seiner Verteidigung plädierten seine Anwälte auf Unzurechnungsfähigkeit.

Die finanziellen Auswirkungen blieben zunächst auf Florida und Georgia beschränkt. Doch das Geschehen machte Banker und Hauskäufer auf dem gesamten Markt für Wohnimmobilien nervös. Landesweit fiel die Zahl der Neubauten von 850.000 im Jahr 1926 auf 810.000 in 1927, 750.000 in 1928 und 500.000 in 1929, obwohl die Wirtschaft noch keine vergleichbare Schwäche zeigte.

Im Rückblick argumentierten manche Beobachter, die Federal Reserve hätte mehr tun sollen, um den Immobilienboom im Zaum zu halten. Damit hätte sie die Exzesse im Finanzsystem begrenzen und die schädlichen Bankenpleiten im Süden verhindern können. Hätte sie frühzeitig eingegriffen, wäre der US-Wirtschaft eine massive zusätzliche Belastung erspart geblieben, die dann zur denkbar schlechtesten Zeit akut wurde, nämlich gegen Ende der 1920er-Jahre.

Sich gezielt einem bestimmten Sektor, in diesem Fall Wohnimmobilien, zu widmen, hätte jedoch ähnliche Probleme mit sich gebracht wie die Ori-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

entierung der Geldpolitik am Wechselkurs zwischen Pfund und Dollar. Die Fed wäre auch dadurch von ihrer eigentlichen Aufgabe abgelenkt worden, eine elastische Währung bereitzustellen, was ebenfalls negative Folgen für die Wirtschaftsaktivität gehabt hätte. Der Einsatz der Geldpolitik zur Dämpfung von finanziellen Ungleichgewichten hätte der Volkswirtschaft letztlich schweren Schaden zufügen können.

Einige Jahre später sollte die Fed mit dem Boom an der Wall Street noch einmal vor dasselbe Dilemma gestellt werden. Dieses Mal lautete die Frage, ob sie als Reaktion auf den Anstieg des Aktienmarkts die Zinsen erhöhen sollte, um noch gravierendere Finanzungleichgewichte und -risiken zu verhindern. Alternativ konnte sie ihre Geldpolitik weiter an den Bedürfnissen der Realwirtschaft ausrichten und sich um finanzielle Ungleichgewichte auf andere Weise kümmern. Sie konnte mit etwas arbeiten, das heute als »makroprudenzielle Politik« bezeichnet würde und damals noch schlicht »direkter Druck« hieß: mit dem Versuch, die Vergabe von Bankkrediten an die Finanzmärkte direkt einzuschränken.[37]

Letztlich entschied sich die Fed stattdessen für die erste Möglichkeit und erhöhte die Zinsen. Die Konsequenzen sollten weitreichend sein.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 2
Gold und die Welt

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Es dauerte nicht lange, bis die Finanzexzesse von der Flagler Street auch die Wall Street erreichten. Dieselben niedrigen Zinsen und Hoffnungen auf schnelles Wachstum, die zur Spekulation bei Immobilien geführt hatten, ließen auch Investitionen in Aktien und Anleihen attraktiv erscheinen. Noch weiter angefacht wurde die Begeisterung für Aktien durch übertriebene Erwartungen in Bezug auf die Profitabilität von etwas, das man, wenn Sie einen kleinen Anachronismus erlauben, als eine neue Generation von Informationstechnologie-Unternehmen bezeichnen könnte. So wie in den 1990er-Jahren das Internet genutzt wurde, um für Geldanlage in Internet-Unternehmen zu trommeln, so wurde in den 1920ern das Radio genutzt, um für Radio-Aktien zu werben. Ab ihrem Börsengang im Jahr 1924 war die Radio Corporation of America eine der an der Wall Street am häufigsten gehandelten Aktien.

Mit auf den Weg gebracht wurden RCA und andere Senkrechtstarter von Wall-Street-Insidern wie Walter Chrysler und den Fisher-Brüdern, bekannt von Fisher Auto Body. Koordiniert wurden die Aktivitäten von Billy Durant, dem sprunghaften Gründer von General Motors und späteren Finanzspekulanten. Unter seiner Leitung wurden Syndikate für den Kauf von RCA-Aktien gebildet, und es wurde dafür gesorgt, dass der rapide steigende Kurs des Papiers auf den Titelseiten von Zeitungen erwähnt wurde, was Kleinanleger anlockte und den Kurs noch weiter nach oben trieb. An diesem Punkt stieg das Syndikat aus, nahm seine Gewinne mit, und sorgte damit dafür, dass frühere Gewinne wieder verloren gingen.[1]

Doch selbst derartige Manipulationen konnten den Aufwärtstrend bei dem Marktliebling nicht lange unterbrechen. Von 1925 bis zum Höhepunkt im Jahr 1929 verzehnfachte sich der um Splits bereinigte Kurs der RCA-Aktie. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von am Ende mehr als 70 wurde RCA zur ersten echten Wachstumsaktie. Dabei zahlte das Unternehmen bis zum Jahr 1937 nicht einmal eine Dividende.

Was für RCA galt, galt auch für den Gesamtmarkt. Von Anfang 1926 bis Mitte 1929 stieg der Dow-Jones-Index ohne größere Pause immer weiter an. Ob und ab wann diese Entwicklung als Blase anzusehen ist, darüber wird noch immer gestritten. Interessant ist jedenfalls, dass der Dow Jones und die Dividenden der Unternehmen bis 1927 im Gleichschritt stiegen, sodass man die Rallye der Aktienkurse bis dahin auf höhere Gewinne zurückführen konnte. Im Jahr 1928 aber koppelten sich die Kurse von den Dividenden ab. Spätestens an diesem Punkt begann an der Wall Street der große Boom – oder für manche eben die Blase.[2]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Für den Anstieg der Aktienkurse wurden so viele Erklärungen vorgebracht, wie es Experten gab. Beobachter verwiesen auf die Erwartung eines beschleunigten Dividendenwachstums, ermöglicht durch die Installation von Elektromotoren und die Einführung von Methoden der Fließbandfertigung. Führend bei der Realisierung des Potenzials dieser Innovationen war General Motors, geleitet von dem am MIT ausgebildeten Ingenieur Alfred P. Sloan, der die Kontrolle über das Unternehmen übernommen hatte, nachdem der überschuldete Durant im Jahr 1920 herausgedrängt worden war.[3] Im Jahr 1928 meldete GM außerordentlich hohe Gewinne, was erwarten ließ, dass dies auch anderen technisch fortschrittlichen Unternehmen gelingen würde. Allerdings übersahen Anleger dabei, dass GMs Erfolg unter anderem der Tatsache geschuldet war, dass Henry Ford im Mai 1927 seine Fabrik in Highland Park geschlossen hatte, um sie vom Model T auf das Model A umzurüsten, sodass Käufer zur Konkurrenz gehen mussten. Wenn erfahrene Anleger das nicht erkannten, dann deshalb, weil Sloan nicht nur bei wissenschaftlichem Management ein Pionier war, sondern auch bei Investor Relations: Er tat sein Bestes, um den Markt zu überzeugen, dass die sprunghaft gestiegene Profitabilität allein GMs gute Arbeit zurückzuführen war.[4]

Der andere offensichtliche Verdächtige war wie üblich die Fed. Um Druck von der Bank of England zu nehmen, senkten die Banken des Fed-Systems ihre Leitzinsen im Jahr 1927 erneut. Großbritannien kämpfte noch immer damit, seine hohen Arbeitskosten zu senken, die es sich infolge der Rückkehr zum Goldstandard im Jahr 1925 aufgeladen hatte. 1926 wurde das Land von einem Streik der Kohlebergleute getroffen, die gegen die Forderung ihrer Arbeitgeber protestierten, Lohnkürzungen um 25 % hinzunehmen. Hinzu kam der Dawesplan, der die Reparationszahlungen nach dem Ersten Weltkrieg neu regelte und Deutschland erlaub-

te, diese in Form von Kohleexporten zu leisten.[5] Die Rückkehr Deutschlands auf den Kohlemarkt ließ die Preise sinken, was den Druck auf die britische Wirtschaft erhöhte, auf irgendeine Weise die eigenen Kosten zu senken.

Der Kohlestreik dauerte sechs Wochen, während derer Produktion und Exporte unterbrochen waren. Das Ergebnis war eine Verschlechterung der britischen Zahlungsbilanz und Goldverluste für die Bank of England. Und die Kohlekumpel waren nicht das einzige Problem von Montagu Norman – er musste sich auch noch mit den Zentralbanken Deutschlands und Frankreichs herumschlagen. Wegen der Gefahr ständiger Arbeitskämpfe in Großbritannien begannen erst die Reichsbank und dann die Banque des France, Gold aus London abzuziehen. Nicht ganz unberechtigt hielten sie Gold für eine sicherere Wette als das Pfund Sterling. Der Goldabfluss zwang Norman dazu, bei hohen Zinsen zu bleiben und so die Finanzbedingungen im Land zu verschlechtern. Dies wiederum machte es für die geschwächte britische Wirtschaft noch schwieriger, wieder auf die Beine zu kommen.

Um zu verstehen, wie es zu diesen Spannungen kam, müssen wir einen Schritt zurücktreten und uns mit dem Problem beschäftigen, vor dem die Währungsexperten standen, die sich nach dem Ersten Weltkrieg um die Wiederherstellung von Handel und Zahlungsverkehr in Europa bemühten. Wie Benjamin Strong waren sie davon überzeugt, dass der Goldstandard die einzige haltbare Grundlage dafür sei. Allerdings hatten sie die Sorge, dass es möglicherweise nicht genügend Gold gab, um die Pfeiler dieses Fundaments fest zu verankern. Löhne und Preise waren während des Krieges rapide gestiegen, und die Versorgung mit Gold konnte durch die Probleme in der Bergbauindustrie damit nicht Schritt halten. Die traditionelle Methode für die Beilegung dieses Missverhältnisses hätte darin bestanden, Löhne und Preise wieder zu senken. Dies aber war nach dem Krieg politisch nicht mehr gewünscht. Die Wählerbasis war breiter geworden – Männern, die tapfer im Schützengraben gekämpft hatten, konnte man das Wahlrecht nicht mehr vorenthalten. Zudem wurde, wie der Streik der britischen Bergleute zeigte, auch die Arbeiterbewegung kampfbereiter.

Aus all diesen Gründen waren Lohn- und Preissenkungen nicht mehr so einfach möglich. Aber ebenso wenig konnte man mehr Gold zur Deckung

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

einer höheren Geldmenge, wie sie wegen der höheren Preise erforderlich war, einfach herbeizaubern. Die einzige Lösung bestand darin, einen Ersatz zu finden, mit dem die Zentralbanken ihre Goldreserven ergänzen und die Emission von Geld und Krediten decken könnten. Offensichtliche Kandidaten dafür waren amerikanische und britische Staatsanleihen. Die waren im Prinzip so gut wie Gold, denn nach der Wiederherstellung des internationalen Goldstandards wären sie wieder nach Belieben in das Edelmetall umtauschbar gewesen.

Die Idee, dass Zentralbanken ihre Goldreserven mit Wertpapieren von Regierungen wie der britischen ergänzen könnten, wurde von der britischen Delegation bei einer internationalen Konferenz über dieses Thema 1922 in Genua begeistert vorgetragen. Bei anderen europäischen Regierungen aber löste sie gemischte Gefühle aus, denn sie erkannten, dass ihre eigenen Anleihen nicht denselben privilegierten Status genießen würden. Zudem war alles, was nach einer Lockerung der Goldstandard-Disziplin aussah, ein Alarmzeichen für Länder, die in der ersten Hälfte der 1920er-Jahre galoppierende Inflation erlebt hatten, allen voran Deutschland. Die Hyperinflation, die ihren chaotischen Höhepunkt in Deutschland im Jahr 1923 erreichte, schien sich auf ewig in das kollektive Gedächtnis der Nation eingebrannt zu haben. Sie ereignete sich, als der Goldstandard ausgesetzt war; möglicherweise hätte es gar keine derart hohe Inflation gegeben, wenn die Geldmenge an die Goldreserven gebunden gewesen wäre. In Frankreich erreichte die Inflation kein derart extremes Niveau, doch auch hier kam es zu ihr, als der Goldstandard ausgesetzt war, und auch hier fiel die spätere Stabilisierung mit seiner Wiedereinführung zusammen. Französische und deutsche Regierungsvertreter waren folglich hochgradig inflationsfeindlich geworden und glaubten deshalb später an eine besonders strenge Form der Goldstandard-Doktrin. Die darauf fußende Politik erzeugte letztlich gewaltige Probleme nicht nur für diese beiden Länder, sondern auch für Großbritannien, die USA und die gesamte Welt.

Inflation mag immer und überall ein monetäres Phänomen sein, doch in Deutschland und Frankreich war sie vor allem politisch begründet. Ihre eigentlichen Ursachen waren das Gezerre über Reparationszahlungen zwischen den beiden Ländern und der Konflikt zwischen Unternehmen und Arbeiterschaft über die Frage, wer die Kosten nicht nur dieser Transfers zu tragen habe, sondern auch die für grundlegende Sozialleistungen. Nach der Unterzeichnung des Versailler Vertrags im berühmten Spie-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

gelsaal hatte die Interalliierte Reparationskommission die Rechnung für Deutschland auf 269 Milliarden Goldmark festgesetzt, fast 200 % seines BIP.[6] Diese Summe war laut John Maynard Keynes unrealistisch und unerreichbar. Keynes, als Vertreter des britischen Schatzamts Mitglied der britischen Delegation, trat kurz vor Abschluss der Verhandlungen unter Protest gegen die Deutschland auferlegten Bedingungen zurück und schrieb 1919 das Buch *Die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages (The Economic Consequences of the Peace)*, mit dem er die Reparationszahlungen als ökonomisch widersinnig kritisierte. Ökonomisch gesehen wollte man Deutschland zwingen, ein Vielfaches von dem zu exportieren, was es importierte, um große Transferzahlungen ins Ausland zu leisten. Dies drohe, die deutschen Terms of Trade (den Preis seiner Exportgüter relativ zu dem seiner Importgüter) zu seinen Ungunsten zu verschieben (was nichts anderes heißt, als dass Deutschland weniger Importgüter pro Einheit des Exportgutes erhält), was die Transfers noch schwieriger zu finanzieren und letztlich unmöglich machen würde.[7] Politisch gesehen fachten die Reparationen internationale Spannungen an, um es sehr vorsichtig auszudrücken.

Nicht nur waren die Reparationsforderungen der Alliierten immens, die Zahlungen sollten sich auch über 42 Jahre hinziehen. Diese Belastung für künftige Generationen sorgte dafür, dass die Frage, wer für den Ausbruch des Krieges und dann für die Niederlage verantwortlich war, aktuell blieb; dies wiederum heizte die Debatte darüber an, von wem die Kosten für die Begleichung des Schadens zu tragen seien. Die Sozialisten bestanden darauf, dass die Wirtschaft über eine Einmal-Abgabe auf ihre Vermögenswerte oder eine »Beschlagnahmung von Realwerten« dafür aufkommen solle. Im Frühjahr 1921 schlug Deutschlands sozialdemokratischer Wirtschaftsminister Robert Schmidt vor, wohlhabende Bürger sollten 20 % ihrer Aktien und Anleihen abgeben und eine Steuer in Höhe von 5 % auf Grundbesitz zahlen. Unternehmer und Immobilienbesitzer waren entsetzt. Als Alternative sprachen sie sich für eine Erhöhung der Verkaufs- und Verbrauchssteuern aus, die praktischerweise vor allem Arbeitnehmer betroffen hätte.

Wie zu erwarten, verstärkte die Tatsache, dass ein erheblicher Teil der Steuereinnahmen zur Finanzierung von Transfers ins Ausland dienen sollte, auf beiden Seiten den Widerstand gegen jede Erhöhung. Am Ende wurden die Verkaufs- und Verbrauchssteuern erhöht, aber nicht so deutlich, dass die Lücke im Haushalt geschlossen worden wäre.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Unabhängig von diesen Schwierigkeiten waren die deutschen Regierungen zunächst bemüht, ihren Verpflichtungen nachzukommen, in der Hoffnung, dass ihr »gutes Benehmen« belohnt werden würde. Die Franzosen allerdings wollten von einer Belohnung nicht viel wissen, denn sie hatten ihre eigenen Probleme, an denen die Deutschen in ihren Augen schuld waren. Vor allem die französische Rechte sah wirtschaftliche und finanzielle Zugeständnisse als Zeichen der Schwäche an, das nur nationalistischen Tendenzen in Deutschland Vorschub leisten würde. Also machte die politische Stärke des Bloc National, der 1919 an die Macht kam, einen Kompromiss noch unwahrscheinlicher.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Januar 1923 übermittelten die Franzosen ihre Antwort auf das deutsche Ansinnen auf Konzessionen, und sie ließ an Deutlichkeit nichts zu wünschen übrig: Auf Weisung des Premierministers und Außenministers Raymond Poincaré marschierte die französische Armee ins Ruhrgebiet ein, das Industriegebiet an der Westflanke Deutschlands, um sich die Reparationen mit Gewalt zu holen. Daraufhin streikten die Eisenbahn- und Bergbauarbeiter; es begann der passive Widerstand. Und die Reichsbank druckte auf Weisung der Regierung Papiermark, mit denen die Arbeiter bezahlt wurden.

Die Rolle Poincarés bei diesen Ereignissen und bei der darauffolgenden Inflation und späteren Stabilisierung in Frankreich war umstritten. Geboren wurde der französische Politiker 1860 in Bar-le-Duc, nicht weit entfernt von der Ostgrenze Frankreichs. Als Kind war er besonnen und diplomatisch; laut einer Anekdote nahm er stets einen Regenschirm mit zur Schule, egal bei welchem Wetter. Nur eine Woche vor seinem zehnten Geburtstag im August 1870 wurde die französische Armee geschlagen, und preußische Truppen besetzten seine Heimat Lothringen. Ein Offizier der preußischen Armee nahm das Schlafzimmer des kleinen Raymond in Beschlag, und die Familie musste sich fast drei Jahre lang mit der oberen Etage ihres Hauses begnügen.

Daraus erklären sich vielleicht die unnachgiebigen Haltung des erwachsenen Poincaré gegenüber Deutschland, seine Verweigerung von Konzessionen bei der Frage der Reparationen und seine Bereitschaft, die Zahlungen mit militärischen Mitteln zu erzwingen. Mit den Worten des britischen Premierministers David Lloyd George: »Poincaré war ein Lothringer, geboren in einer Provinz, die wiederholt von teutonischen Besatzern überrannt und verwüstet wurde. [...] Er selbst wurde zweimal Zeuge der Besatzung

seines eigenen geliebten Heims durch deutsche Truppen [das zweite Mal im Ersten Weltkrieg]. [...] Poincaré ist kalt, reserviert, unbeugsam, und sein Denken ist fantasielos und von unbändigen Legalismus. Er kennt weder Humor noch gute Laune.«[8]

Dieses Urteil war hart und herabsetzend, wie es bei Aussagen von Lloyd George über politische Gegner nicht selten der Fall war.[9] Doch es gibt ein Gefühl für den breiteren Zusammenhang, der dazu führte, dass französische Politiker das Reparationsthema so sahen, wie sie es eben sahen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zu den Opfern der Besetzung des Ruhrgebiets zählten auch die fragilen Finanzen der Weimarer Republik. Die Kosten der von der Regierung gekauften Güter und Dienstleistungen stiegen zusammen mit dem allgemeinen Preisniveau, doch die Steuern wurden auf Einkommen der Vergangenheit gezahlt und hinkten der Preisentwicklung hinterher. Die Steuer von 10 % auf Löhne, abgezogen an der Quelle, blieb zwei Wochen lang in der Hand der Arbeitgeber und wurde erst dann an den Staat ausgezahlt. Da sich die Preise alle 14 Tage verdoppelten, waren die Folgen für die öffentlichen Finanzen verheerend.

Ab dem 23. März 1923 verlangte die deutsche Regierung Aufschläge von jedem, der seine Steuern zu spät zahlte. Doch diese Maßnahme konnte das Problem nicht einmal ansatzweise lösen. Die Lage im Staatshaushalt verschlechterte sich noch weiter, sodass die Regierung sich gezwungen sah, noch intensiver Gebrauch von der Gelddruckmaschine zu machen. Unternehmen, Banken und Privatpersonen mussten immer mehr Zeit dafür aufwenden, die Auswirkungen der Inflation auf ihre Finanzen zu minimieren, und konnten sich immer weniger um produktive Aktivitäten kümmern.

Es musste sich etwas ändern, und dieses Etwas war letztlich die öffentliche Meinung in Frankreich und in der deutschen Wirtschaft. Für deutsche Kohle- und Stahlmagnaten wie Hugo Stinnes mit ihren Investitionen an der Ruhr war der passive Widerstand eine Katastrophe. Ähnlich wie der schottisch-amerikanische Industrielle Andrew Carnegie hatte sich Stinnes aus bescheidenen Verhältnissen hochgearbeitet, eine Reihe von Unternehmen aus den Bereichen Kohle, Stahl und Schiffbau aufgekauft und ihre Effizienz erhöht, indem er sie unter ein einheitliches Management stellte. Die Größe seines Firmenimperiums bedeutete, dass er hohe Ver-

luste erlitten hätte, wenn der Kohlebergbau für längere Zeit lahmgelegt gewesen wäre.

Im September 1923 erklärten sich Stinnes und andere führende Industrielle deshalb bereit, Steuern nachzuzahlen und Frankreich direkt mit Kohle zu beliefern. Berlin versprach, den passiven Widerstand zu beenden. Paris signalisierte Bereitschaft, über die Reparationsforderungen noch einmal nachzudenken. Diese Neuverhandlungen begannen dann mit der Einsetzung der Dawes-Kommission Ende November.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Rudolf Havenstein, der Jurist und Beamte, der ab 1908 Präsident der Reichsbank war, bestritt lange jeglichen Zusammenhang zwischen seiner Politik, Bargeld gegen Schuldscheine von Staat und Unternehmen zur Verfügung zu stellen einerseits, und der steigenden Inflation andererseits; stattdessen machte er ausländische Spekulanten für die steigenden Preise verantwortlich. Er hatte dabei insofern gute Karten, als er auf Lebenszeit berufen worden war. Doch die Beweise, die seine Behauptung widerlegten, waren inzwischen überwältigend. Nachdem der passive Widerstand an der Ruhr zusammengebrochen war, wendete sich sein Direktorium gegen ihn. Es gab bekannt, dass die Reichsbank von nun an kein Geld und keinen Kredit mehr im Austausch gegen die von deutschen Unternehmen emittierten Not-Schuldscheine zur Verfügung stellen würde.[10] Um sicherzustellen, dass die Zentralbank ihre neu gewonnene Strenge nicht verliert, richtete die Regierung das Amt des Reichswährungskommissars ein und autorisierte dessen Inhaber, mit der Rentenmark eine parallele und hoffentlich stabile Währung auszugeben. Auf diesen Posten wurde zum 13. November ein bekannter Banker mit politischen Verbindungen berufen: Hjalmar Schacht.

Dies bedeutete das Ende der Hyperinflation und, wie sich herausstellte, auch von Havenstein selbst, denn am 20. November erlitt er einen tödlichen Herzinfarkt – am selben Tag stabilisierte sich die deutsche Währung gegenüber dem Dollar. Die Regierung entschied, Schacht auch zum Leiter der Reichsbank zu machen. Der ließ sich Gelegenheiten zur Selbstbeweihräucherung selten entgehen und behauptete später, er selbst habe für diese Stabilisierung gesorgt. Tatsächlich aber hatte er aus bloßem Glück seinen Posten als Zentralbanker genau dann angetreten, als das Problem gerade gelöst war.

Als die Gelddruckmaschinen langsamer liefen, wurden die Staatsfinanzen aus eigener Kraft wieder solider. Die Hyperinflation war Geschichte – aber keine, die schnell vergessen werden sollte. Sie ist die Erklärung

dafür, dass die Reichsbank später verbissen an einer unverwässerten Version des Goldstandards festhielt. Sie erklärt, warum auch die Deutsche Bundesbank als Nachfolgerin der Reichsbank die Welt weiterhin durch die Brille der 1920er-Jahre betrachtete, nicht nur nach dem Zweiten Weltkrieg, sondern erstaunlicherweise bis ins 21. Jahrhundert hinein – und sogar dann noch, als sie schon im Europäischen System der Zentralbanken aufgegangen war.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Auch Frankreich litt unter chronischen Haushaltsdefiziten. Die Koalitionsregierung aus dem Bloc National der konservativen Parteien, die von 1919 an der Macht war, schaffte es zwar gelegentlich, den »ordentlichen« Haushalt mit den laufenden Ausgaben auszugleichen. Auf die Finanzierung des »erstattungsfähigen« Haushalts für die Wiederaufbaukosten nach dem Krieg aber konnte sie sich nicht einigen – er wurde so bezeichnet, weil es die Erwartung oder zumindest die Hoffnung gab, sich dieses Geld von den Deutschen zurückholen zu können. In gewisser Hinsicht war dieses Defizit ohnehin nicht unerwünscht, weil sie zeigten, dass Frankreich nicht in der Lage war, seinen Wiederaufbau selbst zu finanzieren. Ralph Hawtrey, der britische Experte für Staatsfinanzen, sagte dazu, den erstattungsfähigen Haushalt auszugleichen, wäre für die französische Regierung »ein unpatriotischer Akt gewesen, ein Ausdruck des Zweifels daran, dass sich die Reparationszahlungen vollständig eintreiben lassen«.[11]

Abgesehen von den Reparationszahlungen wäre die offensichtliche Lösung für das Haushaltsproblem gewesen, dass die Linke einer Erhöhung der Konsumsteuern zustimmt und die Rechte moderaten Abgaben auf Einkommen und Vermögen. Mit ein wenig Opferbereitschaft auf beiden Seiten hätte sich das Problem aus der Welt schaffen lassen. Doch unter den gegebenen Umständen gab es wenig Neigung dazu. Diese Situation hatte eine gewisse Ähnlichkeit mit der in Deutschland, nur dass Frankreich bei den Reparationszahlungen natürlich auf der anderen Seite stand.

Unterdessen musste das französische Finanzministerium trotzdem weiter seine Rechnungen bezahlen. Bis 1923 war die Staatsverschuldung auf 170 % des BIP angestiegen, getrieben von während der Krieges entstandenen Verbindlichkeiten und dem Defizit im erstattungsfähigen Haushalt, das die Schulden inzwischen um jährlich 7 % des BIP zunehmen ließ. An-

leger kauften von der Regierung nur noch Wertpapiere, die fällig werden würden, bevor sich die potenziellen Probleme von Zahlungsunfähigkeit und Inflation materialisieren. Also emittierte das Finanzministerium Anleihen mit kurzer Laufzeit, bezeichnet als nationale Verteidigungsanleihen, um den Zusammenhang mit dem Ersten Weltkrieg zu betonen. Und immer wenn die Nachfrage bei den Anlegern nicht ausreichte, wurde die Bank of France gebeten, als Käufer der letzten Instanz einzuspringen.

Kurzfristige Schulden bringen Risiken für die Finanzstabilität mit sich, wie eine lange Reihe von Schwellenländern im 20. und 21. Jahrhundert zu ihrem Leidwesen feststellen mussten. Weil kurzlaufende Papiere ständig fällig werden, muss die Regierung in der Lage sein, sie zu rollieren – also neue zu emittieren, um die alten abzuzahlen. Wenn Anleger eine Zunahme der Inflation fürchten und deshalb keine neuen Schuldpapiere kaufen wollen, die als Ersatz für auslaufende emittiert werden sollen, gerät die Regierung in eine Finanzierungskrise. Dadurch ist sie gezwungen, sich an die Zentralbank zu wenden – diese kauft die neuen Papiere der Regierung, sodass die Geldmenge zunimmt und die Preise noch weiter steigen, was die Ängste der Anleger bestätigt. Der gleiche selbsterfüllende Mechanismus wie bei einem Run auf eine Bank durch in Panik geratene Einlagenkunden kann also auch bei kurzfristigen Staatsschulden in Gang kommen.

Das Ergebnis der Abhängigkeit von kurzfristiger Kreditaufnahme und Zahlungen der Banque de France waren, wenig überraschend, wiederholte Inflationsspitzen, jede davon heftiger als die vorige. Eine gewisse Inflation war zwar aus der Sicht der Diplomaten durchaus wünschenswert, da sie ebenfalls die Unfähigkeit des Landes zeigte, seine Wiederaufbaukosten selbst zu finanzieren. Die Sicht der französischen Bevölkerung aber war eine andere, denn wie jede Bevölkerung spürte sie die Inflation in ihrem Portemonnaie. Bis zum ersten Quartal 1924, auf dem Höhepunkt der Ruhrbesetzung, hatte die Inflation der Verbraucherpreise alarmierende 36 % erreicht.[12] Die Börse reagierte entsetzt – im März gab es einen massiven Rückgang im Index der 300 wichtigsten französischen Aktien. Mehr als ein Jahr nach Beginn der Besetzung schien klar, dass Frankreich nicht in der Lage sein würde, aus Deutschland noch mehr herauszuholen.

Das noch immer durch den von Poincaré geführten Bloc National dominierte französische Parlament hatte die Wahl zwischen Nachgeben und Hyperinflation. Es entschied sich für Nachgeben, wenn auch nur ein klein

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

bisschen. Nach heftigen Debatten über zwei Monate beschloss die Legislative, alle Steuern um 20 % zu erhöhen, den sogenannten *double décime*. Da es natürlich eine Weile dauerte, bis die höheren Steuereinnahmen eintrafen, stellte J.P. Morgan der französischen Regierung einen Kredit von 100 Millionen Dollar zur Verfügung, unter der Bedingung, dass das Parlament vorher die Steuererhöhungen beschloss. Weitere 4 Millionen Pfund (zu damaligen Wechselkursen etwa 19 Millionen Dollar) steuerte die Investmentbank Lazard Frères bei.

Dies reichte aus, um den Franc vorübergehend zu stabilisieren.[13] Da der eigentliche Konflikt noch nicht beendet war, reichte es jedoch nicht aus, um ein Wiederansteigen der Inflation zu verhindern. Man wusste nicht, ob der *double décime* ausreichen würde, um den Haushalt einschließlich der Wiederaufbaukosten auszugleichen – das würde unter anderem von der Zahlungsbereitschaft der Steuerpflichtigen abhängen. Ebenfalls war nicht klar, ob die Mittelschicht, die von den neuen Steuern besonders betroffen war, sie akzeptieren würde. Der Streit darüber, wer die Lasten zu tragen habe, flammte wieder auf, sobald mit dem Scheitern der Ruhrinvasion erkennbar wurde, dass die Antwort »jedenfalls nicht Deutschland« lautete.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bei den Wahlen im Mai 1924 verlor der Bloc National seine Mehrheit in der Abgeordnetenkammer, weil unzufriedene Angehörige der Mittelschicht, die von Poincarés Steuern am stärksten getroffen wurden, in großer Zahl ihre Stimme abgaben. Mit Unterstützung der Sozialisten bildete die Radikale Partei (im Wesentlichen bürgerlich-liberale Reformer) eine links der Mitte stehende Regierung unter der Führung des langjährigen Radikalen-Politikers Édouard Herriot. Sein *Cartel des Gauches* nahm sich vor, das Haushaltsthema neu anzugehen. Weil der vorherige Kompromiss damit wieder in der Schwebe war, entstand neue Unsicherheit über den Ausgleich des Staatshaushalts. Herriot, der im Jahr 1922 in der Sowjetunion gewesen war, hatte Sympathien für das bolschewistische Experiment.[14] Zwar war er selbst kein Kommunist, doch seine Nominierung als Premierminister alarmierte die Rechte. In der Sorge, dass seine Regierung die Haushaltslücke mittels Abgaben für Vermögende schließen würde, verkauften Anleger eilends ihre Staatsanleihen. Am Devisenmarkt stürzte der Franc ab, weil Anleihenbesitzer schleunigst ihr Geld außer Landes

zu bringen trachteten. Die Inflation nahm wieder zu, und die Steuereinnahmen konnten mit den steigenden öffentlichen Ausgaben nicht mithalten, genau wie 1923 in Deutschland. Die Regierung war jetzt nicht einmal mehr in der Lage, kurzfristige Schulden am Markt unterzubringen, zögerte aber damit, den angebotenen Zinssatz zu erhöhen, weil sie fürchtete, dies würde Inflationserwartungen bestätigen und die Haushaltsprobleme noch verschärfen. Also blieb als Anleihenkäufer der letzten Instanz nur die Banque de France.

Damit stand die Zentralbank vor einem Dilemma. Im Jahr 1920 hatte das Parlament eine Obergrenze für die Ausgabe von Banknoten festgelegt – und zwar just um zu verhindern, dass die Regierung ihren Haushalt unbegrenzt mit inflationsträchtigen Defiziten finanzierte. Der Kauf eines hohen Volumens an Staatsanleihen hätte dazu führen können, dass diese Grenze überschritten wurde. In einer außergewöhnlichen Wendung entschied die Banque de France, ihre öffentliche Bilanz zu fälschen, um zu verschleiern, dass sie tatsächlich über das Limit hinausgegangen war. Die Täuschung war in ihrer Einfachheit sehr elegant: Der Überschuss wurde schlicht unter dem Posten »Diverses« auf beiden Seiten der Bilanz der Zentralbank aufgeführt.

Tatsächlich hatte dieser Verstoß sogar schon im vorigen März unter der von Poincaré geführten Mitte-Rechts-Regierung begonnen. Die Initiative dazu war von Albert Aupetit ausgegangen, dem eigensinnigen Generalsekretär der Banque de France und zweiten Mann hinter ihrem Gouverneur Georges Robineau. Er wollte damit verhindern, dem Stabilisierungsprogramm der Regierung Poincaré Steine in den Weg zu legen, denn eine Finanzierung des Staatsdefizits in der Übergangszeit zu verweigern, hätte eine Finanzkrise ausgelöst und den Stabilisierungsbemühungen ein abruptes Ende gesetzt.[15] Aupetit sah dieses Programm als beste verbleibende Hoffnung für das Land an und wollte ihm Zeit geben, damit es greifen kann, sodass ihm ein Gesetzesverstoß als das kleinere Übel erschien.

Durch den vorübergehenden Erfolg von Poincarés Stabilisierung fiel der Geldumlauf wieder komfortabel unter das gesetzliche Maximum. Trotzdem fälschte Aupetit weiter die wöchentlichen Finanzberichte der Bank – um Spekulanten zu überzeugen, dass die Stabilisierung funktionierte, gab er die Emission von Banknoten zu niedrig an. Als die Stabilisierung im Oktober nach dem Regierungswechsel ins Stocken geriet, stieg das Volumen zum zweiten Mal über das gesetzliche Limit, was die

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zentralbank unter der Führung von Aupetit erneut vor den Augen der Öffentlichkeit verbarg.

An diesem Punkt informierten Vertreter der Banque de France Premierminister Herriot und seinen Finanzminister Étienne Clémentel über die besorgniserregende Lage. Dabei verschwiegen sie jedoch geflissentlich, dass das Problem schon unter dem Bloc National aufgetreten war, um der Führung des *Cartel* den Eindruck zu vermitteln, allein ihre Haushaltspolitik trage die Schuld daran. Dies könnte Teil der Erklärung dafür sein, warum Herriot damit nicht an die Öffentlichkeit gehen wollte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Je länger die Situation anhielt, desto größer wurde die Diskrepanz zwischen der veröffentlichten Bilanz der Zentralbank und dem wahren Geldumlauf. Und je größer diese Lücke wurde, desto schwieriger war sie zu verstecken. Bis Anfang 1925 waren alle Mitglieder der Finanzausschüsse von Abgeordnetenkammer und Senat darüber informiert.[16] Die Situation führte zu schweren Spannungen innerhalb der Banque de France, die so weit gingen, dass mit François de Wendel ein führendes Mitglied ihres Verwaltungsrats mit seinem Rücktritt drohte.

De Wendels Drohung gab den Ausschlag zugunsten der Fraktion, die sich dafür einsetzte, reinen Tisch zu machen. Als die Bilanzfälschung am 9. April endlich öffentlich gemacht wurde, machte Herriot die Bank dafür verantwortlich. Er bestand darauf, dass seine Regierung nicht anders gehandelt habe als ihre Vorgängerin, doch das spielte keine Rolle mehr. Er musste zurücktreten, nachdem er eine Vertrauensfrage im Senat verloren hatte.

Experten werden hier einen Fall von dem erkennen, was Ökonomen als »fiskalische Dominanz« bezeichnen.[17] Wenn Politiker meinen, sie müssten ein Haushaltsdefizit in Kauf nehmen, hat die Zentralbank keine andere Wahl, als die Anleihen der Regierung zu kaufen und damit eine höhere Inflationsrate hinzunehmen, als ihr eigentlich recht ist; denn auf andere Weise lässt sich das Haushaltsdefizit nicht finanzieren, und die Alternative dazu wäre eine staatliche Zahlungsunfähigkeit und finanzielles Chaos. Im Fall Frankreichs ging die Zentralbank dabei sogar so weit, das Gesetz zu brechen.

Hier besteht eine Parallele zum EZB-Statut, das ihr verbietet, neu emittierte Anleihen der Eurostaaten zu kaufen. Die Regelung ist dazu gedacht, die EZB vor fiskalischer Dominanz und die europäische Bevölkerung vor Inflation zu schützen. Ebenso gibt es eine Parallele in der Art und Wei-

se, wie sich die EZB im Jahr 2012 gezwungen sah, diese Vorschrift wenn nicht direkt zu brechen, so doch kreativ zu interpretieren: Konfrontiert mit einer Krise am Anleihenmarkt, gab sie ihr Programm der Outright Monetary Transactions für den Kauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt bekannt.[18] Manchmal müssen eben selbst Zentralbanker zu dem Schluss kommen, dass es Schlimmeres gibt als ein wenig Inflation.

Das Problem in Frankreich aber bestand darin, dass das Ergebnis mehr war als nur ein wenig Inflation. Es hielt fast zwei Jahre lang an, während ein Premierminister nach dem anderen – von Juni 1924 bis Juli 1926 insgesamt sieben – mit der mangelnden Bereitschaft von Linken und Rechten zu kämpfen hatte, einen Kompromiss für den Haushalt zu finden. Die Linken schlugen eine Sonderabgabe auf Kapital vor, und die Reichen verschoben ihre Ersparnisse ins Ausland. Die Rechten schlugen dann neue Steuern auf Konsum vor, und die Arbeiter gingen auf die Straße.

Die entstehende Inflation war ruinös für kleine Sparer, Rentner und pensionierte Soldaten, also genau die Mitglieder der Gesellschaft, die sich am wenigsten selbst schützen konnten. Im Juli 1926 kam es zu Protesten von mehr als 20.000 früheren Soldaten und ihren Unterstützern vor der Abgeordnetenkammer. Der Mob gab Ausländern die Schuld für Manipulationen am Franc und das Anheizen der Inflation und machte seinem Ärger Luft, indem er Busse für nächtliche Paris-Rundfahrten angriff, die vor allem bei amerikanischen Touristen beliebt waren. Wohlhabende französische Familien fürchteten Unruhen und schickten nicht mehr nur ihre Ersparnisse, sondern auch ihre Angehörigen ins Ausland.

Ab diesem Punkt löste die Inflation schwere Verwerfungen aus. In manchen Kreisen wurde sie als Bedrohung für die französische Demokratie selbst empfunden. Verzweifelt ließ die von den Linken dominierte Abgeordnetenkammer am 22. Juli 1926 zu, dass Poincaré zurückkehrte, und zwar an der Spitze einer Regierung der nationalen Einheit.

Trotz seiner harten Haltung gegenüber Deutschland hatte Poincaré den Ruf, besonnen und vorsichtig zu sein. Nachdem er sich mit seinem Beitrag zur Steuerung der Staatsfinanzen während des Ersten Weltkriegs einen Namen gemacht hatte, galt er als »Mann der Stabilität«. Immerhin hatte er die vorübergehend erfolgreiche Stabilisierung im Jahr 1924 zustande gebracht. Indem er vor einer Parlamentswahl die Steuern erhöht

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

hatte, hatte er die finanzielle Gesundheit der Nation vor politische Überlegungen gesetzt und den Preis dafür bezahlt.

Poincaré war auch insofern ein Mann der Stabilität, als er weder so richtig als Rechter noch als Linker zu identifizieren war. In der Abgeordnetenkammer gehörte er zu den Gemäßigten. Der Bloc National stand eher rechts, doch Poincaré hatte auch Freunde bei den Sozialisten, nicht zuletzt Léon Blum, den späteren Premierminister. Als Spross einer Familie aus der Mittelschicht identifizierte er sich mit den kleinen Sparern, die am wenigsten die Möglichkeit hatten, sich vor den Auswirkungen der Inflation zu schützen. Die Umstände verlangten nach Mäßigung, und in der Innenpolitik hatte Poincaré genau das zu bieten – ganz anders als bei seinem Umgang mit Deutschland.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Poincaré wurde gebeten, eine Einheitsregierung zu bilden, in der sein Mitte-Rechts-Block mit Teilen der Linken zusammenarbeiten sollte. Mittlerweile herrschte Einigkeit darüber, dass die Politisierung der Haushaltspolitik zu weit gegangen war. Poincarés Berufung und die Bildung einer Regierung der nationalen Einheit zeigten, dass diese Tatsache allgemein anerkannt wurde. Offenbar hatten die Politiker erst auf dem harten Weg lernen müssen, dass Lösungen für den Staatshaushalt Einigkeit erforderten und dass eine Lösung weder von der Rechten noch von der Linken für die jeweils andere Seite erzwungen werden konnte.

Einen solchen Konsens zu schmieden, war jetzt die Aufgabe Poincarés. Um mehr Geld in die öffentlichen Kassen zu bekommen, wurden die Verfahren für die Erfassung von Einnahmen und das Einziehen von Steuern verbessert. Die öffentliche Verwaltung wurde verschlankt, indem lokale Gerichte und andere Behörden geschlossen wurden. Einnahmen aus dem staatlichen Tabakmonopol wurden fest für die Bedienung und Tilgung staatlicher Schulden eingeplant. Dies war eine Bestätigung dafür, dass es keine Enteignung der Reichen geben würde, was an sich schon durch die Bildung der Einheitsregierung klar geworden war. Und zuletzt schlug Poincaré vor, die kurzfristigen nationalen Verteidigungsanleihen, die zur unmittelbaren Ursache der Finanzprobleme geworden waren, in stabilere langfristige Schulden umzuwandeln.

Der Wunsch, die Lasten der Stabilisierung zu verschieben, ob vom Kapital zur Arbeit, von der Mittelklasse zu den Reichen oder von Frankreich nach Deutschland, war im Feuer der Inflation in Flammen aufgegangen. Als Folge davon reichten die begrenzten Maßnahmen Poincarés aus, um

die im August 1926 einsetzende Stabilisierung zu verfestigen. Die Preise hörten auf zu steigen. Der Wechselkurs, der zuvor rapide gefallen war, erholte sich. Dies allerdings verärgerte französische Exporteure, die über ihre neu gewonnene Wettbewerbsfähigkeit erfreut gewesen waren, sodass die Banque de France ausländische Währungen gegen Francs zu kaufen begann, um den Kursanstieg zu bremsen. Ende 1926 dann wurde der Kurs des Franc fest an das Pfund und den Dollar gebunden und 1928 die Goldkonvertibilität wieder eingeführt.

Die Statuten für den französischen Goldstandard waren, wie die des deutschen, rigide. Sie verboten der Zentralbank den Kauf von staatlichen Wertpapieren am Markt (also jegliche »Offenmarktgeschäfte«) sowie sonstige direkte Finanzierungen für den Staat. Wie in Deutschland warfen die Inflation und die dadurch zutage getretenen gesellschaftlichen Spaltungen einen langen Schatten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Ende der Inflation, zuerst in Deutschland, dann in Frankreich, sorgte dafür, dass geflohenes Kapital in die Heimat zurückkehrte. Der Preisauftrieb war unter Kontrolle, also vertraute man wieder stärker darauf, dass Geldanlagen ihren Wert behalten würden. Damit die Wiedereinführung des Goldstandards von Dauer sein konnte, mussten die Regierungen ihre Haushalte ausgleichen. Für Anleger war das Anlass zur Hoffnung, dass die lange Reihe von Defiziten und Streitigkeiten über Steuern endlich ein Ende gefunden hatte. Sie glaubten daran, dass die Stabilisierung irgendwie auch eine verantwortungsvolle Fiskalpolitik bedeuten und sie vom Risiko staatlicher Zahlungsunfähigkeit befreien würde, was sich jedoch als falsch erweisen sollte. Der Denkfehler dabei war natürlich derselbe, den auch die Käufer von südeuropäischen Staatsanleihen nach der Einführung des Euro 1999 machten. Und er hatte auch dieselben Folgen.

Der Zufluss von ausländischem Geld war für die französische und die deutsche Volkswirtschaft nicht nur positiv, denn er bedeutete Aufwärtsdruck auf ihre Währungen. Um zu verhindern, dass der Kurs durch die Decke ging und so den Exporten schadete, kauften Reichsbank und Banque de France das ausländische Kapital gegen Mark und Franc auf. Doch die auf diese Weise akquirierten ausländischen Wertpapiere, insbesondere solche in Pfund, waren offensichtlich nicht so gut wie das Gold, gegen das sie eingetauscht werden konnten.

Damit bekam Montagu Norman ein Problem. In der zweiten Jahreshälfte 1926 begann die Reichsbank damit, ihre Pfund-Reserven bei der Bank of England gegen Gold einzutauschen. In den sechs Monaten bis Februar 1927 erreichten die britischen Goldexporte nach Deutschland fast 60 Millionen Dollar, eine sehr hohe Summe. Schacht, mittlerweile fest als Chef der deutschen Zentralbank installiert, war sich der konstruktiven Rolle bewusst, die Norman bei den Verhandlungen zum Dawesplan gespielt hatte; auch durch seinen Beitrag war es Deutschland gelungen, die Reparationszahlungen zu verringern und einen Stabilisierungskredit zu bekommen. Ungeachtet jeder Dankbarkeit aber galt Schachts Verantwortung zuallererst seinem eigenen Portfolio. Er glaubte fest daran, dass die Regeln des Goldstandards exakt eingehalten werden mussten, und ließ sich dabei nicht von irgendwelchen Emotionen beeinflussen. Also legte Schacht die Pfund-Papiere, die er durch seine Sterilisierungsaktivitäten eingesammelt hatte, zum Eintausch in Gold bei der Bank of England vor.

Gegenüber der Banque de France hatte sich Norman weniger entgegenkommend gezeigt, als sie in den Jahren 1923, 1925 und 1926 erfolglos gegen Schulden- und Währungskrisen ankämpfte. In seinen Augen war Frankreich bei den Verhandlungen über eine Einigung in der Reparationsfrage in keiner Weise konstruktiv gewesen. Zudem kämpften die Bank of England und die Banque de France um Einfluss in Mittel- und Osteuropa, dessen Finanzgeschäft sie nach London bzw. Paris locken wollten. Émile Moreau, Nachfolger von Robineau als Gouverneur der Banque de France von 1926 bis 1930, bezeichnete sein britisches Gegenüber als »sympathisch und charmant«. Doch französische Bitten um konkrete Unterstützung zur Finanzstabilisierung hatte Norman stets zurückgewiesen.[19]

Als jetzt Kapital von Großbritannien nach Frankreich floss, wendete sich das Blatt. Die von der Banque der France aufgekauften ausländischen Papiere waren in Pfund Sterling denominiert und in London emittiert worden. In Reaktion auf dieselben Unsicherheiten wie die Reichsbank nutzte Moreau die erste Gelegenheit, um sie einzulösen. Er war sich darüber im Klaren, dass dadurch Gold aus Großbritannien abfließen und er Norman somit zwingen würde, die »Bank Rate« zu erhöhen, also den Zins, den die Bank of England bei Diskontgeschäften mit Finanzinstituten verlangte. Dies war jedoch nicht etwa ein unerwünschter Nebeneffekt: Straffere Kreditbedingungen in London als der Quelle für einen erheblichen Teil der kurzfristigen Kapitalströme nach Frankreich waren aus französischer

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Sicht sogar von Vorteil. Wenn das Schwierigkeiten für die Bank of England bedeutete, dann sollte es eben so sein.

Der einzige Hebel, über den die Briten verfügten, waren die Schulden aus dem Ersten Weltkrieg, die Frankreich noch bei ihnen hatte. Norman schlug dem damaligen Schatzkanzler Winston Churchill deshalb vor, eine beschleunigte Rückzahlung zu verlangen. Die kaum verhohlene Drohung führte dazu, dass Moreau im Juni 1927 einen Kompromiss aushandelte, in dem die Banque de France ihren künftigen Umtausch von Pfund in Gold auf 30 Millionen Pfund begrenzen sollte. Normans aggressive Diplomatie hatte das unmittelbare Problem gelöst oder zumindest aufgeschoben. Aber sie erhöhte nicht eben die Aussichten auf in Zukunft freundlichere internationale Beziehungen in der Geldpolitik.

Strong beobachtete diese französisch-britischen Verhandlungen von New York aus. Mit Ausnahme einer Auszeit, die er in Biltmore im US-Bundesstaat North Carolina verbrachte, um sich von einer Lungenentzündung zu erholen, stand er über Telegramme und Briefe fast die ganze Zeit über in Kontakt mit seinem Freund Norman. Weil er wusste, dass die Meinung des amerikanischen Zentralbankers Gewicht hatte, ließ Moreau ihm seine eigene Darstellung der Verhandlungen zwischen Banque de France und Bank of England zukommen. Auf diese Weise wollte er dafür sorgen, dass Strong sich eine ausgewogene Meinung darüber bilden konnte.

Insgesamt bekam Strong den Eindruck, dass die britische Position kaum zu halten war. Die weitere Stabilität des Pfund hing von der Kooperationsbereitschaft von Reichsbank und Banque de France ab, doch die konnte nicht als gesichert gelten. Gleichzeitig verstanden die vernünftigen Männer, dass sie letztlich im gleichen Boot saßen. Strong hatte in der Vergangenheit freundliche bilaterale Gespräche mit Norman, Schacht und unterschiedlichen Vertretern der Banque de France geführt. Im Fall von Norman sogar mehr als das: Die beiden Männer hatten sich schon während des Ersten Weltkriegs bei Strongs Europareise anlässlich seines Amtsantritts als Gouverneur der New Yorker Fed kennengelernt und eine persönliche Verbindung aufgebaut. Sie korrespondierten regelmäßig und machten einen Großteil der 1920er-Jahre über zweimal jährlich zusammen Urlaub, wenn es ihre Gesundheit zuließ. Wenn Norman in der Lage gewesen war, eine so fruchtbare Beziehung zu Strong zu entwickeln, warum sollte es dann nicht auch den anderen Zentralbankern möglich sein, mit persönlichen Treffen zu einer ähnlichen Harmonie zu kommen?

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Also schlug Norman vor, er und Strong sollten sich zusammen mit Schacht und Moreau treffen. Die Einladung wurde dann von Strong ausgesprochen – weil er sich noch immer von seiner Lungenentzündung erholen musste, kam als Ort für die Zusammenkunft nur die USA in Frage. Moreau, der kein Englisch verstand, obwohl das schon damals die universelle Sprache des Zentralbankwesens war, gab die Einladung an seine Nummer zwei Charles Rist weiter.

In der ersten Juliwoche 1927 trafen sich Strong, Norman, Schacht und Rist in Woodbury auf Long Island, im Haus von Ogden Mills, Staatssekretär im US-Finanzministerium. Der monumentale Landsitz, einer der großzügigsten auf Long Island und entworfen von John Russell Pope, bot einen schönen Ausblick in alle Richtungen. Außerdem hatte er ein Haupthaus, das »sich zwei Stockwerke erhebt, mit Simsen und Brüstungen, die eine Art italienischen Flair verströmen, [...] flankiert und sorgfältig gehalten von den gut proportionierten blockartigen Flügeln, deren flache Simse die Linien des ersten Stocks um das gesamte Gebäude herum fortsetzen«.[20]

Die opulente Architektur war mehr als angemessen für ein Treffen der wichtigsten Zentralbanker der Welt. Ob auch die internationale Finanzarchitektur ihrer Aufgabe gewachsen war, war jedoch eine andere Frage. Fünf Tage lang konferierten die Zentralbanker. Es war wie Flöhe hüten – Strong schaffte es nicht ein einziges Mal, alle drei seiner Kollegen gleichzeitig in denselben Raum zu bekommen. Norman betonte, wie heikel seine Position und wie begrenzt seine Goldreserven seien. Schacht und Rist wiederholten, wie wichtig es sei, die Regeln des Goldstandards so streng wie möglich einzuhalten.

Weil damit die anderen Zentralbanken ausfielen, blieb nur noch eine übrig, um die Initiative zu ergreifen. Die Folge war ein weiterer Versuch von Strong, die Banken des Federal Reserve System davon zu überzeugen, die Zinsen zu senken, um das Pfund zu unterstützen. Darin lag eine erhebliche Ironie: Strong hatte sich bereit erklärt, das Treffen einzuberufen, um die europäischen Banker zu Anpassungen zu bringen, doch letztlich war er es, der die Last der Anpassung tragen sollte.

Um für sein Anliegen zu werben, sorgte Strong dafür, dass Norman, Schacht und Rist nach Washington und New York weiterreisten, um das Board of Governors und Daniel Crissinger, den Chairman der New York Fed, zu treffen. Diese Fed-Offiziellen ließen sich offensichtlich tatsächlich

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

überzeugen. Bis Ende August hatten acht der Fed-Banken eine Senkung ihrer Zinsen um einen halben Prozentpunkt beschlossen. Adolph Miller hätte dagegen gestimmt, aber er machte zu der Zeit Sommerurlaub in Kalifornien. Später kritisierte er die Entscheidung als »einen weiteren starken und gefährlichen Impuls für eine bereits übermäßig ausgeweitete Kreditsituation, insbesondere beim Kreditvolumen, das an den Aktienbörsen genutzt wird«.[21]

Die Mehrheitsentscheidung wurde dann auch denjenigen Reserve-Banken auferlegt, die dagegen gewesen waren, beginnend mit der Fed of Chicago. Es war das erste Mal in der Geschichte des Federal Reserve System, dass das Board of Governors anders denkenden Fed-Banken seinen Willen aufzwang. Strong war ohne Zweifel erfreut darüber, dass sie vom Direktorium auf Linie gebracht wurden. Höhere Zinsen im Landesinneren hatte es den dortigen Banken bislang erlaubt, billigere Kredite in New York aufzunehmen, um sie an ihre Kunden weiterzureichen, was zu einem Abfluss von Reserven und Gold von der New Yorker Fed führte. Dass das Board of Governors jetzt von seiner Autorität Gebrauch machte, war ein wichtiger Schritt in Richtung einer einheitlichen Politik des Federal Reserve System: Entscheidungen sollten nicht mehr auf der Grundlage der eingeschränkten Sichtweise der einzelnen Reserve-Banken erfolgen, sondern unter Beachtung der Bedürfnisse der gesamten Volkswirtschaft landesweit koordiniert werden.

Leider aber war es eben zunächst nur ein kleiner Schritt in diese Richtung. Bei der Kreditklemme 1929 sollte es wieder an Koordination mangeln. Und die Folgen waren nicht eben angenehm.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 3
Gewalttätiger Wettbewerb

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Motivation für die Zinssenkung der Fed im Sommer 1927 mag darin gelegen haben, den Goldfluss nach London zu fördern, doch sie hatte noch andere Auswirkungen. Eine weitere unmittelbare Folge war, dass US-Anleger verstärkt nach Rendite im Ausland suchten. In einer Zeit, in der US-Staatsanleihen eine Rendite von 3,5 % abwarfen, war bei Anleihen von ausländischen Regierungen das Zwei- bis Dreifache zu holen. Die Wiederherstellung des Goldstandards erweckte den Eindruck, als gäbe es keine Wechselkursänderungen mehr, die diese Renditen hätten schmälern können. Dies erinnert an die Einführung des Euro: Damals flossen große Mengen Kapital von Nordeuropa, wo die Zinsen niedrig waren, nach Südeuropa, wo sie zwei- bis dreimal so hoch waren. In beiden Fällen nahm die Geschichte kein glückliches Ende.

Ausländische Anleihen waren bis dahin bei amerikanischen Anlegern nicht unbedingt beliebt. Vor der Verabschiedung des Federal Reserve Act war es US-Banken nämlich verboten gewesen, Filialen im Ausland zu eröffnen. Und so fehlte es ihnen an den Kontakten, um ausländische Darlehen zu organisieren und an den Markt zu bringen. Auch in New York hatte es vor der Jahrhundertwende nur ein begrenztes Emissionsvolumen an Dollar-Anleihen von Kreditnehmern aus dem Ausland gegeben, meist für solche aus Kanada und Mexiko. Montreal platzierte 1899 eine Anleihe in Höhe von drei Millionen Dollar in den USA, im selben Jahr verkaufte auch die Hamilton Electric Light and Cataract Company dort 750.000 Dollar an Anleihen. 1898 und 1899 emittierten der mexikanische Bundesstaat Jalisco und die Stadt Saltillo in New York Anleihen im Volumen von 1,7 Millionen Dollar, um damit den Bau von Abwasserkanälen und Klärwerken zu finanzieren.

Darüber hinaus gab es in den USA verstreute Positionen in europäischen Wertpapieren, die auf die Währungen der Kreditnehmer lauteten und in

London oder einem anderen Finanzzentrum in Europa emittiert und dann an amerikanische Anleger weiterverkauft worden waren. In solche Wertpapiere zu investieren, erforderte allerdings gute Finanzkenntnisse und Wissen über Devisenmärkte, was in den USA nicht eben weit verbreitet war. Deshalb waren die Beträge, um die es hier ging, gering: Nach einer Schätzung hielten US-Anleger Ende 1899 nur 15 Millionen Dollar an Wertpapieren in ausländischen Währungen.[1] Zur Einordnung: Sofort bei ihrer Gründung im Jahr 1901 emittierte die U.S. Steel Corporation Anleihen im Volumen von 300 Millionen Dollar.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Von 1900 bis 1903 zog die Platzierung ausländischer Anleihen in New York an. Amerikanische Anleger kauften Anleihen der London Underground. Sie kauften Wertpapiere der japanischen Regierung, die damit ihren Krieg gegen Russland finanzierte. Insgesamt aber ging der Handel mit Wertpapieren eher in die entgegengesetzte Richtung.

Beim Ausbruch des Ersten Weltkriegs wollten die Kriegsparteien verstärkt den New Yorker Markt nutzen, was bei amerikanischen Politikern gemischte Reaktionen hervorrief. Der neu gewählte Präsident Woodrow Wilson machte seinen demokratischen Parteifreund und langjährigen Parteiliebling William Jennings Bryan zum Außenminister. Die Position war hauptsächlich ein Ehrenamt, da das Außenministerium in Washington D.C. nur 150 Mitarbeiter hatte. Aber Bryan konnte seine Position und sein rhetorisches Geschick immerhin nutzen, um sich für seine Ansichten einzusetzen. Ganz der Moralist (außer vielleicht in seiner Inkarnation als Anheizer für Immobilienverkäufe in Florida), war er entsetzt über die Ereignisse in Europa und überzeugt, dass die USA um jeden Preis neutral bleiben sollten. Konkret hielt er Anleihenverkäufe im Namen der Kriegsteilnehmer für nicht vereinbar mit der Neutralität der USA. Um seinen Widerstand zu umgehen, waren Anlagehäuser wie J.P. Morgan & Co gezwungen, ihre Kredite als nur kurzfristig darzustellen – ungeachtet der Tatsache, dass sie dann schnell verbrieft und an die Öffentlichkeit weiterverkauft wurden.

Mit der Versenkung des amerikanischen Kreuzfahrtschiffs *Lusitania* durch ein deutsches U-Boot im Mai 1915, bei der 128 US-Bürger ums Leben kamen (insgesamt rund 1200), wurde Bryans Position unhaltbar. Er spekulierte, dass das Passagierschiff Munition an Bord gehabt haben könnte, und argumentierte, dies könne die Tat der Deutschen rechtfertigen. Fast ein Jahrhundert später, im Jahr 2008, konnten Taucher schließ-

lich bestätigen, dass er recht gehabt hatte.[2] Damals jedoch ließ sich seine Vermutung noch nicht überprüfen. Als Bryan sah, dass sich Wilsons Kabinett gegen ihn wandte, trat er von seinem Amt zurück.

Durch den Rücktritt öffneten sich die Schleusen. Von Mitte 1915 bis Anfang 1917 überstiegen die Dollar-Darlehen an ausländische Regierungen, hauptsächlich Frankreich und Großbritannien, zwei Milliarden Dollar. Dies war selbst gemessen an den Standards von U.S. Steel ein hohes Emissionsvolumen. Und eine der Folgen davon war, dass sich US-Anleger daran gewöhnten, ausländische Anleihen im Depot zu haben.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Nach der Kriegserklärung durch die USA im April 1917 wurden die Auslandskredite des Landes über die Regierung vergeben, unter anderem an die europäischen Alliierten. Amerikanische Anleger kauften die Liberty Bonds des US-Finanzministeriums, und die Einnahmen daraus wurden zur Finanzierung von Kriegskrediten verwendet. Im späten 19. und frühen 20. Jahrhundert hatte es nicht genügend US-Staatsanleihen für private Käufer gegeben. Jetzt, als Folge des Kriegs, war das Gegenteil der Fall. Um genügend Nachfrage zu schaffen, wurde viel Propaganda betrieben. Die Liberty-Loan-Kampagne setzte Investitionen in staatliche Schuldpapiere mit Patriotismus und Unterstützung für die amerikanischen Jungs im Schützengraben gleich. Charlie Chaplin beteiligte sich daran, indem er Regie bei einem zehnminütigen Film mit dem Titel »The Bond« führte. Gezeigt wurden darin sechs Arten von »Bonds«, also Verbindungen, nicht nur im finanziellen Sinn, sondern auch durch Freundschaft und sexuelle Anziehung. Neun Millionen Poster wurden gedruckt und zur Unterstützung der Kampagne verteilt. Kleine Sparer wurden dazu verführt, zum ersten Mal in ihrem Leben in Schuldpapiere zu investieren, und sie gewöhnten sich an diese Praxis. Die Auswirkungen sollten weitreichend sein.

Nach dem Waffenstillstand erholten sich die internationalen Kapitalströme nur langsam, was angesichts der noch immer chaotischen Zustände verständlich war. Ab 1923 aber wurden der an Geldanlagen interessierten amerikanischen Öffentlichkeit in zunehmender Zahl Wiederaufbau- und Stabilisierungsdarlehen für ausländische Staaten angeboten. Die größte Rolle spielten dabei Kredite an die von knappen Kassen geplagten europäischen Regierungen, ausgehandelt vom Völkerbund. Der erste dieser Kredite wurde im Jahr 1923 Österreich gewährt, 1924 folgten Ungarn und Griechenland.

Die USA waren kein Mitglied des Völkerbundes, weil der isolationistische Kongress die Zustimmung dazu verweigerte. Doch der semi-offizielle Status seiner Kredite und die Ähnlichkeit zu den Liberty Bonds steigerten ihre Attraktivität für amerikanische Anleger. So wie man heute davon ausgeht, dass ein Land stets seine Verpflichtungen gegenüber dem Internationalen Währungsfonds erfüllen wird, so nahm man damals an, dass jedes Land seine Völkerbund-Kredite zurückzahlen würde. Zugegebenermaßen gab es den beunruhigenden Umstand, dass der Völkerbund selbst kein Kapital für das Kreditprogramm aufbrachte. Doch Anleger, denen die bloße Assoziation zum Völkerbund nicht ausreichte, konnten sich immer noch über die Tatsache freuen, dass die Zinsen bei diesen Anleihen mehr als doppelt so hoch waren wie bei US-Staatsanleihen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das bedeutendste Finanzereignis des Jahres 1924 war der Dawes-Kredit an Deutschland. Weil auch die USA ein Interesse daran hatten, wurde er nicht im Völkerbund ausgehandelt, sondern von einem Ad-hoc-Expertenkomitee mit jeweils zwei Vertretern aus jedem Gläubigerland. Vorsitzender des Ausschusses war der redselige US-Banker Charles Dawes, der aus einer gut vernetzten Familie aus dem Mittleren Westen stammte. Sein Vater hatte aus der Dawes Lumber Company einen florierenden Konzern gemacht und zusammen mit dem jungen William McKinley im US-Kongress gesessen. Später setzte McKinley Dawes Junior und seine Überredungskünste in der Finanzierungskampagne für seinen Präsidentschaftswahlkampf im Jahr 1896 ein, in dem er sich gegen Bryan durchsetzte. Zur Belohnung wurde Dawes, damals 31 Jahre alt, zum Währungskommissar der US-Regierung berufen. Später gründete er die Central Trust Company of Illinois, wurde Gründungsdirektor des Bureau of the Budget, kehrte ins Bankgeschäft zurück und wurde dann erster Leiter der Reconstruction Finance Corporation – er nutzte also das Drehtürprinzip zwischen öffentlichen und privaten Ämtern in vollem Umfang. Als seine Bank im Jahr 1932 an den Rand der Insolvenz geriet, sollten ihm seine weitreichenden Kontakte noch sehr zugute kommen.[3]

Zweiter Mann in der US-Delegation war ein weiterer, weniger hochrangiger Banker, der lakonische Owen D. Young; Dawes schätzte seinen Scharfsinn, aber auch seine Neigung, sich kurz zu fassen (wahrscheinlich, weil dadurch mehr Redezeit für den wortreichen Vorsitzenden blieb). Als junger Anwalt hatte Young im Jahr 1911 einen Prozess um Landrechte gegen General Electric gewonnen. Das Unternehmen machte ihn daraufhin zu

seinem Chefjuristen; von dieser Position stieg er dann schnell zum Generaldirektor auf. Young war an der Gründung der National Broadcasting Corporation (NBC) beteiligt, die eine führende Rolle beim Radio-Boom der 1920er-Jahre spielte. Mit der Erfahrung aus dem Dawesplan im Rücken leitete er im Jahr 1929 die zweite Restrukturierung der deutschen Reparationen (der sogenannte Youngplan) und gehörte in den Krisen 1930 und 1931 zu den Direktoren der Federal Reserve Bank of New York. Im Jahr 1932 war er der wichtigste Antreiber für die Einführung des Veteranen-Bonus, der sich als hilfreiche Stimulierung für eine ansonsten darniederliegende Wirtschaft erwies. Ebenfalls 1932 war er an der Rettung von Dawes' Central Republic Bank and Trust Company beteiligt. Angeblich hatte er gewisse Gefälligkeiten von J.P. Morgan angenommen und in den Anhörungen der Pecora-Kommission über Betrug und Fehlverhalten in der Bankenbranche wurde er 1933 ins Kreuzverhör genommen. Er war vielleicht nicht der Forrest Gump der Finanzkrisen, doch tatsächlich spielte er eine Rolle bei so gut wie jedem wichtigen Finanzereignis der 1920er- und 1930er-Jahre.

Dawes, Young und ihr Team formulierten ihre Strategie bezüglich der deutschen Reparationszahlungen auf dem Weg nach Frankreich. Der Kapitän des Passagierschiffs *America* wies ihnen für die Besprechungen das Spielzimmer für Kinder zu – »die Bedeutung dieser Wahl ist uns nicht gegangen«, hielt Dawes später fest.[4] Die Delegation funktionierte reibungslos. Young war nicht nur ein guter Zuhörer, sondern auch in der Lage, einfache Lösungen für komplexe Probleme zu entwickeln.

Die Amerikaner verständigten sich auf Anraten Youngs darauf, auf eine Verschiebung der deutschen Zahlungspflichten in die Zukunft zu drängen. Sie waren sich darüber im Klaren, dass jeder Vorschlag für eine Verringerung der deutschen Gesamtschuld von Frankreich niemals angenommen werden würde. Also setzten sie stattdessen darauf, zumindest die kurzfristigen Transfers begrenzt zu halten und erst dann höhere Zahlungen zuzulassen, wenn die deutsche Wirtschaft gewachsen wäre.[5]

Diesen Vorschlag legte Dawes nach der Ankunft seinen Gesprächspartnern in Europa vor. Die europäischen Delegierten waren nicht begeistert, aber er brach ihren Widerstand, indem er die Sitzungen ohne Pause so lange fortsetzte, bis sie erschöpft aufgaben.[6] Und so wurde der Abschlussbericht des Ausschusses einstimmig verabschiedet und seine Empfehlungen wurden später von einer Konferenz der Staats- und Regierungschefs in London übernommen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Um die deutsche Währung zu stabilisieren, war allerdings mehr erforderlich, als nur die Reparationslasten zu senken. Weil die Reichsbank kein Geld mehr hatte, musste auch ein Notkredit für Deutschland arrangiert werden. Die damit verbundenen Auflagen waren selbst gemessen an den Standards für Griechenland Anfang des 21. Jahrhundert erschreckend. Nicht nur verlangte man von der deutschen Regierung einen einschließlich der Reparationszahlungen ausgeglichenen Haushalt, zur Durchsetzung der Bedingungen wurde zusätzlich ein ausländischer Generalagent mit weitreichenden Kompetenzen eingesetzt. Der Reichsbank wurde verboten, dem Staat mit Vorschüssen auszuhelfen, und Anleger im Dawes-Kredit bekamen das vorrangige Zugriffsrecht auf die Einnahmen der Deutschen Reichsbahn.

Diese Vorkehrungen sollten für Vertrauen bei ausländischen Anlegern sorgen, was in der Praxis amerikanische Anleger bedeutete. Frankreich und Großbritannien finanzierten ihre Anteile am Dawes-Kredit mit Steuereinnahmen. Die USA, marktorientiert wie immer, verließen sich stattdessen darauf, dass J.P. Morgan die Anleihen an ihre Bürger verkaufen würde. Allerdings hatten die Banker die Sorge, dass skeptische Privatanleger, die bis dahin keine Anleihen ausländischer Regierungen gekauft hatten, erst recht mit dem Kauf von Papieren eines Landes zögern würden, das bis vor Kurzem noch eine feindliche Macht gewesen war und jetzt noch über Jahrzehnte Reparationszahlungen zu leisten hatte.

Doch diese Sorgen waren unbegründet. An dem Tag, als die Anleihen emittiert wurden, hatte Morgan schon um 10.15 Uhr doppelt so viele Kaufangebote vorliegen, als er brauchte. Eindeutig waren die amerikanischen Bürger dabei, einen gesunden Appetit auf ausländische Schuldpapiere zu entwickeln.[7]

Für seinen Einsatz bekam Dawes im Jahr 1925 den Friedensnobelpreis, zusammen mit dem britischen Außenminister Sir Austen Chamberlain, einem der wichtigsten Köpfe hinter den Verträgen von Locarno, von denen Zeitgenossen glaubten, sie würden einen weiteren Krieg in Europa zuverlässig verhindern. Dawes war inzwischen Vizepräsident der USA geworden (1924–29), eine Position, in der er auffallend wirkungslos blieb, sogar gemessen an den bescheidenen Anforderungen an dieses Amt. Ein dauerhafteres Vermächtnis hinterließ er in der Musik. Zu seinen Kompositionen zählt die »Melodie in A-Dur«, die zu seiner Erkennungshymne wurde und bei offiziellen Auftritten zu seinen Ehren gespielt wurde. Carl Sigman steuerte im Jahr 1951 einen Text dazu bei, und das so entstande-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ne Werk bekam den Namen »It's All in the Game«. In der Aufnahme von Tommy Edwards wurde es 1957 zu einem Nummer-eins-Hit, was Dawes zum einzigen US-Vizepräsidenten und Nobelpreisträger machte, der es zugleich an der Spitze der Charts schaffte.

Wie der Friedensnobelpreis für Barack Obama war auch die Auszeichnung für Dawes eher in Hoffnung als mit Leistungen begründet. Und selbst die Hoffnung wurde enttäuscht. Als der Wirtschaftsaufschwung in Deutschland in Gang kam, wuchs in der deutschen Politik und Bevölkerung der Widerwillen gegen die zunehmenden Zahlungen, wie sie im Plan vorgesehen waren. Die deutsche Schuldenlast schwoll an und warf Fragen über ihre Tragbarkeit auf.[8] Bis 1929, sogar noch vor dem Beginn der Großen Depression, war die Unterstützung für den Dawesplan weggebrochen. Er wurde vom Youngplan ersetzt, entwickelt von Dawes' Helfer von 1924, der die deutschen Verpflichtungen weiter verringerte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

All das aber war zunächst Zukunftsmusik. In der Gegenwart war die Nachfrage nach deutschen Anleihen hoch. Die Zinssenkung der New York Fed im Jahr 1924 mit dem Ziel, Großbritannien zurück zum Goldstandard zu helfen, regte den Appetit der Anleger auf die hochrentierlichen Anleihen an, die zur Finanzierung des Dawes-Kredits emittiert wurden. Zudem erhöhte sie die Nachfrage von amerikanischen Anlegern nach ausländischen Anleihen allgemein. Von 1921 bis 1923 hatten neue Dollar-Kredite an andere Länder, fast vollständig finanziert über die Platzierung von Anleihen in den USA, ein Volumen von durchschnittlich 600 Millionen Dollar pro Jahr. 1924 und 1925 verdoppelte sich das Emissionsvolumen, unterstützt vom Dawesplan und dann von der Fed. In der zweiten Jahreshälfte 1927 und den ersten sechs Monaten 1928 nahm es, nach der zweiten international motivierten Zinssenkung durch Strong, noch weiter zu.[9]

Anfangs war der US-Markt für ausländische Anleihen fest in der Hand derselben Handvoll Investmentbanken, die sich schon vor dem Ersten Weltkrieg dorthin gewagt hatten, darunter bekannte Namen wie J.P. Morgan & Co. oder Kuhn, Loeb & Co. Diese Institute kannten den Markt und hatten die nötigen Kontakte zu ausländischen Kunden. Sie konnten erwarten, dass Kunden mit Kreditwünschen von sich aus auf sie zukamen. Ab dem Jahr 1924 aber wurde es weniger gemütlich, denn mehrere weitere Investmentbanken drängten in das Emissionsgeschäft. Zu den Neuein-

steigern zählten alte Bostoner und New Yorker Häuser, die jetzt von einer ambitionierten jüngeren Generation geführt wurden, ebenso wie völlig neue Finanzfirmen. Geschäftsbanken, die Einlagen von Kunden entgegennahmen, stiegen ebenfalls in diesen Markt ein und gründeten Wertpapier-Töchter, die in ihrem Namen Anleiheemissionen garantieren sollten.

Ein Unternehmen wie J.P. Morgan hatte einen Ruf zu bewahren. Eine Emission mit erheblichem Ausfallrisiko zu garantieren, hätte seine über Jahre kultivierte Fähigkeit gefährdet, andere Banken dazu zu bringen, sich den Syndikaten für Emissionen anzuschließen und so für Vertrauen bei den Anlegern zu sorgen. Newcomer in diesem Geschäft dagegen hatten noch nichts zu verlieren. Ihr Hauptinteresse galt der Provision, die bis zu 4,5 % des Emissionswerts betragen konnte und fällig wurde, sobald die Anleihe platziert war. Wenn der Emittent später zahlungsunfähig wurde, gab es also keine Möglichkeit, sie zurückzufordern.[10]

Und die aufstrebenden Anbieter warteten auch durchaus nicht, bis die Kunden sich bei ihnen meldeten. Stattdessen suchten sie die Vertreter ausländischer Regierungen in ihren Büros und Privathäusern auf, auch solche, die vorher gar nicht auf die Idee gekommen waren, dass sie Kredite bräuchten. Max Winkler, der selbst ernannte Chronist dieser abenteuerlichen Zeit, beschreibt den Fall einer Stadt in Bayern, die für eine Modernisierung ihres Kraftwerks 125.000 Dollar aufnehmen wollte: Ihre amerikanische Emissionsbank brachte sie dazu, sich stattdessen drei Millionen Dollar zu leihen und damit zusätzlich ein Schwimmbad, ein Badehaus und eine Sporthalle zu finanzieren.[11] »Zu einem bestimmten Zeitpunkt [...] befanden sich allein in Kolumbien 29 Vertreter von amerikanischen Finanzhäusern, die Kredite für die Regierung, die Ministerien und andere potenzielle Kreditnehmer aushandeln wollten«, sagte ein Zeuge vor dem Finanzausschuss des US-Senats, der 1932 untersuchte, warum so viele dieser Kredite nicht zurückgezahlt wurden.[12] Die prospektiven Kunden wurden mit Essen, Wein und weniger harmlosen Vergnügungen umworben, finanziert aus den Spesenkonten der Banker. Politisch vernetzte Personen bekamen Vermittlungsprovisionen, wenn sie ihre Kontakte spielen ließen. Wie der Senat erfuhr, wurden die Spesenkonten auch genutzt, um Präsidenten und andere Beamte »in den Griff zu bekommen«. »Amerikanische Banker und Unternehmen konkurrieren auf fast gewalttätige Weise um Kredite auf verschiedenen ausländischen Märkten«, warnten Banker der alten Schule wie Thomas Lamont, ein wichtiger Partner von J.P. Morgan;

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

derartiger Wettbewerb bedeute »eine Tendenz zu Unsicherheit und ungesunden Geschäftspraktiken«.[13] Doch die Mahner wurden zahlenmäßig zunehmend von ihren jüngeren, weniger erfahrenen und aggressiveren Konkurrenten übertroffen.

Nachdem sie sich den Auftrag vom Kreditnehmer gesichert hatte, musste die Emissionsbank immer noch das Interesse von Privatanlegern wecken. Banken, die Anleiheabteilungen für die Platzierung von Liberty Bonds aufgebaut hatten, widmeten sie jetzt um zur Vermarktung ausländischer Papiere. Um Gesetze zu umgehen, die ihnen Geschäfte über die Grenzen ihrer Bundesstaaten hinweg verboten, ließen sie diese Arbeit von ihren Wertpapiertöchtern erledigen und verkauften in den gesamten USA. Sie platzierten Artikel in *Harper's* und *The Atlantic Monthly*, in denen die Vorteile der neuen Finanzinstrumente angepriesen wurden. Sie eröffneten Büros mit Schaufenstern, um zufällig vorbeikommende Passanten anzulocken. Sie stellten Vertriebsleute an, die in aggressiven Verkaufsmethoden geschult waren.[14]

Zuletzt bildeten die Vermarkter Investmenttrusts, Vorläufer der heutigen Publikumsfonds. Diese verkauften Anteile an Kleinanleger, die ansonsten kaum die Möglichkeit gehabt hätten, von den Vorteilen eines diversifizierten Portfolios mit ausländischen Anleihen und einer – wenn auch häufig ziemlich dubiosen – professionellen Verwaltung zu profitieren. Einige der Investmenttrusts waren nach britischem Vorbild schon vor den 1920er-Jahren gegründet worden, jetzt aber entstanden neue in großer Zahl. Zudem gab es die Tendenz, dass sie »eng verflochten« waren, wie es Eugene White zurückhaltend formulierte – die Banken, die hinter ihnen standen, wirkten auf ihre Kunden ein, über ihre Trusts in Wertpapiere zu investieren.[15] Frühe Investmenttrusts hatten meist ein festes Portfolio gehalten, bei den neuen Konkurrenten aber gab es ein aktives Management mit häufigen Käufen und Verkäufen. Außerdem investierten derartige Trusts in andere Investmenttrusts, sodass sich die von den Kunden bezahlten Gebühren verdoppelten.[16]

Die massive Werbung zeigte, zusammen mit den hohen Zinsen, Wirkung. Um es mit den Worten des umtriebigen britischen Finanzjournalisten Paul Einzig von 1931 zu sagen: »Etwa in den vergangenen sieben Jahren haben Anleiheverkaufshäuser keine Mühe gescheut, um den amerikanischen Anleger über die Vorteile der Geldanlage in ausländischen Anleihen aufzuklären. Indem sie jedes Mittel ihrer hoch entwickelten

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Verkaufskunst einsetzten, ist es ihnen gelungen, von 1923 bis 1928 ein beeindruckendes Volumen an ausländischen Anleihen aller Art bei der amerikanischen Bevölkerung unterzubringen.«[17]

Beeindruckend ist genau das richtige Wort. Von amerikanischen Anlegern kamen zwischen 1925 und 1928 volle 80 % des Geldes, das an öffentliche deutsche Kreditinstitute verliehen wurde. Zugleich stellten sie 75 % der Kredite an lokale Regierungen in Deutschland und 50 % der Kredite an große Unternehmen zur Verfügung.[18] Ein Darlehen an Österreich diente der Finanzierung des Baus eines Wasserwerks, eines an Belgien dem Bau von Straßen und Häfen in dessen Kolonie Kongo. Insgesamt floss in den 1920er-Jahren fast die Hälfte aller Auslandskredite der USA zu europäischen Regierungen und Unternehmen.

Ein weiteres Viertel der Einnahmen durch in den USA emittierte ausländische Wertpapiere ging nach Lateinamerika. In Argentinien stellten US-Anleger langfristige Kredite bereit, damit die Regierung ein kurzfristiges Darlehen der Briten zurückzahlen konnte. Weitere Dollar-Anleihen brachten den argentinischen Behörden Geld, mit dem sie Gold zur Deckung ihrer Landeswährung kaufen konnte. Dollar-Anleihen finanzierten Bau und Modernisierung von öffentlichen Infrastrukturen wie Eisenbahnlinien und wurden genutzt, um die Laufzeiten alter kurzfristiger Schulden zu verlängern. Dollar-Kredite gingen an die Provinzregierungen, um auslaufende Kredite in Pfund ablösen und die Wartezeit auf Steuereinnahmen überbrücken zu können. Lokalregierungen liehen sich Geld, um Straßen, Brücken, Schulen, Wasserwerke, Abwassersysteme und, wichtig für ein Fleisch exportierendes Land, Kühlhäuser zu bauen. Argentinische Gemeinden nahmen Kredite auf, um Krankenhäuser, Kraftwerke, Parks und Straßen zu errichten und zu modernisieren.

Das Geschäft war riskant, doch man könnte sagen, dass es ihm nicht an einer gewissen Logik fehlte. Die US-Wirtschaft wuchs schnell, und die Sparquote der Bevölkerung war hoch. Wie in China, wo es im frühen 21. Jahrhundert eine ähnlich hohe Sparquote gab, befanden sich US-Arbeitnehmer im besten Alter noch in der Ansparphase ihres Lebens und erzielten höhere Einkommen als ältere Personen, die jetzt im Ruhestand waren und Ersparnisse auflösten. In Europa dagegen waren die Einkommen durch den Krieg und die Verwerfungen der Nachkriegszeit niedriger, sodass wenig gespart

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

wurde. Es fehlte an Kapital für den Wiederaufbau der Infrastruktur und der Fabriken. Dass die Zinsen in Europa höher waren als in den USA, machte es erst möglich, US-Anleger für ausländische Wertpapiere zu begeistern, und der Zinsunterschied war eine direkte Folge dieser Umstände.

Argumente für Investitionen in Lateinamerika ließen sich schon schwieriger finden. Jedoch hatten diese Länder Produktion und Export von Agrarprodukten und Rohmaterialien während des Krieges ausgebaut und konnten somit behaupten, dies erhöhe ihre Fähigkeit zur Generierung von Deviseneinnahmen und somit zur Bedienung von Krediten. Weil so viel Geld angelegt werden wollte, hatten sie es leicht, mit diesem Argument durchzukommen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Doch selbst ein Prozess mit einer gewissen Logik dahinter lässt sich zu weit treiben – eine Tendenz, die in der Finanzwelt durchaus nicht unbekannt ist. Ausländische Kredite zur Finanzierung des Wiederaufbaus von im Krieg beschädigten Bahnstrecken und Häfen oder für den Bau von Kühlhallen für argentinische Fleischexporten waren das eine – Kredite für den Bau von städtischen Schwimmbädern und Badehäusern aber etwas ganz anderes. Dass Finanzierungen so leicht zu bekommen waren, verführte zu zusätzlichen Ausgaben. Schon 1926 äußerte Schacht die Sorge, dass all das nach Deutschland strömende Kapital staatliche Exzesse auf nationaler und lokaler Ebene fördere.[19] Im Mai 1927 instruierte er die deutschen Banken, ihre Kredite für Börsengeschäfte einzuschränken, um den Boom zu bremsen. Dies führte zwar zu einem rapiden Kursverfall am Aktienmarkt, änderte aber nichts an der massiven Kreditaufnahme durch deutsche Gemeinden. Und die durch Schachts Politik herbeigeführten höheren Zinsen machten es für ausländische Anleger nur noch attraktiver, Geld zur Verfügung zu stellen.

Auch S. Parker Gilbert, der frühere Staatssekretär im US-Finanzministerium, der dann für die Umsetzung des Dawesplans zum Generalagenten für Reparationszahlungen berufen wurde, warnte vor den Risiken durch den Zustrom ausländischen Kapitals. Deutsche Regierungen, so kritisierte er, »geben zu viel aus und machen zu viele Schulden«. Die Volkswirtschaft laufe Gefahr, »übermäßig stimuliert zu werden und übermäßig zu expandieren«. Früher oder später würden Zweifel an der Nachhaltigkeit dieser Entwicklung aufkommen. An diesem Punkt könnten die ausländischen Kapitalströme abrupt enden, was zu »gravierenden wirtschaftlichen Folgen und einer Depression« führen könne.[20]

Die Parallelen zur jüngsten Krise sind fast schon zu offensichtlich. Vom Jahr 2004 an mehrten sich die warnenden Stimmen vor dem anhaltenden Kapitalfluss aus China, Deutschland und den ölexportierenden Ländern in die USA. Dies fördere die Ausgabenfreudigkeit der US-Regierung, so hieß es, weil sie dadurch die Möglichkeit bekomme, sich Geld zu künstlich niedrigen Zinsen zu leihen. Der Zustrom an billigem ausländischem Kapital werde nicht ewig anhalten, und wenn er aufhöre, seien die Konsequenzen erheblich. Letztlich kam es dann jedoch so, dass sich statt der Krise, vor der gewarnt worden war, eine andere ereignete – der Einbruch der US-Immobilienpreise und des Marktes für Subprime-Hypotheken in den Jahren 2006 und 2007. Unberechtigt waren die Warnungen dennoch nicht gewesen.

Neben den Parallelen gibt es auch Unterschiede. Einer liegt darin, dass die globalen Ungleichgewichte der 1920er-Jahre auf der anderen Seite lagen: Damals floss Kapital aus den USA ab, nicht in sie hinein. Ein weiterer ist, dass die Kassandras, die warnten, der Prozess könne nicht unbegrenzt lange so weitergehen und bereite das Feld für eine Krise, im früheren Fall genau richtig lagen: Als der Kapitalabfluss aus den USA 1928 tatsächlich abrupt endete, kam es zunächst in Deutschland, dann in Lateinamerika und schließlich in der ganzen Welt zu den »gravierenden wirtschaftlichen Folgen und Depression«, vor denen Parker Gilbert zwei Jahre zuvor gewarnt hatte.

Der Markt für ausländische Anleihen mag geschäumt haben, doch die Wall Street sprudelte geradezu. An drei der ersten sieben Handelstage im Jahr 1928 wurden an der New York Stock Exchange mehr als drei Millionen Aktien gehandelt; im Jahrzehnt zuvor war dieses Niveau insgesamt nur achtmal erreicht worden. Und von da an nahm die Aktivität noch weiter zu.

Offensichtlich kam zu den großen Anlegern, die sich in von Personen wie Billy Durant organisierten Pools zusammengeschlossen hatten, jetzt eine wachsende Zahl von kleinen Sparern hinzu. Wer das Management seines Portfolios zunächst Profis der Investmenttrusts überlassen hatte, ging dazu über, selbst mit Wertpapieren zu handeln. Brokerfirmen richteten Filialen mit Räumen für Kunden ein, die mit flauschigen Teppichen und dicken Sesseln eine Atmosphäre der Behaglichkeit und Sicherheit schaffen sollten. 1928 und 1929 wurden 600 solcher Kundenbüros neu

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

eröffnet.[21] Zusätzliche Räume wurden speziell für weibliche Anleger geschaffen, auch typisch für die damalige Zeit.[22]

Was der Auslöser für dieses rapide wachsende Interesse war, ist kein Geheimnis: Im Jahr 1927 erbrachten Aktien eine Rendite von 38 %, was ein im historischen Vergleich außergewöhnlich hoher Wert war. 1928 wurden es sogar noch beeindruckendere 44 %. Jeder, der an diesen berauschenden Renditen teilhaben wollte, konnte problemlos Kredite bekommen.[23] Der Prozess finanzierte sich auf eine pervertierte Weise selbst, so wie es bei von Krediten genährten Booms immer der Fall ist: Je höher die Aktienkurse stiegen, desto attraktiver wurde es für Unternehmen, zur Finanzierung ihrer Aktivitäten zusätzliche Aktien zu emittieren, statt Bankkredite aufzunehmen. Dadurch waren die Banken gezwungen, andere Abnehmer für ihre Kredite zu suchen, und fanden sie am Aktienmarkt. Dadurch stiegen die Kurse dort noch weiter, sodass die Sicherheiten für die Wertpapierkredite an Wert gewannen und noch mehr Kredite vergeben werden konnten.[24]

Gegner der Fed, interne wie externe, kritisierten die Zentralbank dafür, dass sie das Feuer der Spekulation noch anfache. Im November 1927 setzte sich James McDougal von der Chicago Fed (zur Erinnerung: diese regionale Fed hatte sich im selben Jahr gegen Strongs Vorschlag gewandt, die Zinsen zu senken, wurde aber überstimmt) zusammen mit George Norris von der Philadelphia Fed für höhere Zinsen ein, um den Fluss von Krediten an die Börse zu bremsen. In den fünf Monaten zuvor waren die Wertpapierkredite von Brokern um mehr als 300 Millionen Dollar gestiegen, im Dezember und Januar kamen noch einmal 500 Millionen Dollar hinzu.

Dem Open Market Investment Committee der Fed wurde das schließlich zu viel. Im Januar 1928 begann es, Wertpapiere zu verkaufen, um dem Markt Liquidität zu entziehen. Als nächster Schritt folgte die Verteuerung von Krediten mit dem Ziel, die Kosten für kreditfinanzierte Aktienkäufe zu erhöhen. Ab dem 25. Januar bis Ende Februar hob eine Federal Reserve Bank nach der anderen ihren Diskontsatz an, eine zweite Erhöhungsrunde folgte im April. Die Federal Reserve Bank of New York entschloss sich im Mai noch zu einem dritten Zinsschritt.

Das Ziel der Zinserhöhungen war eine Abkühlung für den überhitzten Aktienmarkt gewesen, doch am stärksten waren ihre Folgen in Europa zu spüren. Inzwischen wurde dort allerorten vor nicht durchhaltbarer Kre-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ditaufnahme im Ausland gewarnt. Als die Maßnahmen der Fed die Renditen für kurzfristige Anlagen in der amerikanischen Heimat steigen ließen, stürzte das Volumen der ausländischen Anleiheemissionen ab. Die US-Kapitalexporte gingen von 350 Millionen Dollar im zweiten Quartal 1928 auf 120 Millionen Dollar im dritten Quartal zurück. Kredite aus den USA nach Deutschland, die sich im zweiten Quartal auf mehr als 150 Millionen Dollar belaufen hatten, fielen im dritten auf kaum mehr als null. Diese Ereignisse hatten Ähnlichkeit mit dem Geschehen im Sommer 2013, als die Federal Reserve laut über ein »Tapering« (Zurückfahren) ihrer Käufe von US-Treasurys nachdachte; Anleger erwarteten dadurch höhere Zinsen in den USA, und Schwellenländer, die bis dahin das Ziel von Kapitalzuflüssen aus den USA gewesen waren, mussten zusehen, wie diese Ströme erst versiegten und dann die Richtung wechselten. Der Schock war unangenehm, erreichte aber nicht einmal annähernd das Ausmaß von dem, was im Jahr 1928 mit Europa und Lateinamerika passierte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dies war also das abrupte Ende, vor dem Schacht, Gilbert und andere gewarnt hatten. Die deutsche Industrie, die zu dieser Zeit fast vollkommen von ausländischer Finanzierung abhängig war, geriet in die Klemme. Fertigungsbetriebe konnten sich das zur Bezahlung von Material und Arbeitskräften nötige Geld nicht mehr leihen, und ihre Kunden bekamen keine Kredite mehr, um Käufe zu finanzieren. Die Industrieproduktion, unter Druck von beiden Seiten, fiel in der zweiten Jahreshälfte 1928 um 10 %. Das Frachtvolumen bei der staatlichen deutschen Eisenbahn ging noch schneller zurück. Die Zahl der Arbeitslosen stieg auf mehr als das Doppelte.

Eine normale Zentralbank hätte in dieser Situation die Zinsen gesenkt und der geschwächten Wirtschaft Kredite zur Verfügung gestellt. Doch die Reichsbank war keine normale Zentralbank. Die Bewahrung der Goldkonvertibilität hatte bei ihr, als Bollwerk gegen Inflation, oberste Priorität. Um den Verlust an Reserven zu begrenzen, beließ sie den Diskontsatz bei unverändert 7 % und damit auf einem deutlich höheren Niveau als in anderen europäischen Finanzzentren.

Im Januar 1929 endlich erkannte Schacht die Verschlechterung der Wirtschaftsbedingungen an und senkte den Leitzins der Reichsbank um einen halben Prozentpunkt auf 6,5 %. Als dadurch Gold abzufließen begann, warf er das Ruder herum und erhöhte die Zinsen um 100 Basispunkte (also einen vollen Prozentpunkt) auf 7,5 %. Dies war nicht nur ein

weiterer Schlag für die bereits geschwächte Wirtschaft: Die Zinserhöhung ging erkennbar auf Kosten des Vertrauens, sodass sie nicht einmal den Abfluss von Kapital aus Deutschland oder den Rückgang der Goldreserven bei der Reichsbank stoppen konnte.

Anderen europäischen Ländern, die ebenfalls auf US-Kredite angewiesen waren, erging es ähnlich. Bis Ende 1928 steckten nicht nur Deutschland, sondern der Großteil von Mitteleuropa in der Rezession. Nur in Großbritannien sah es anders aus: Die britische Wirtschaft hatte begonnen, ihre durch den Kohlestreik im Jahr 1926 verlorene Dynamik zurückzugewinnen und befand sich noch in der Aufschwungphase ihres Konjunkturzyklus. Ab September 1928 jedoch setzte bei der Bank of England wie bei den anderen Zentralbanken Europas ein Abfluss von Gold in die USA ein, ausgelöst durch die strafferen Kreditbedingungen in New York. Früher oder später, so war klar, würde Norman gezwungen sein, die Zinsen zu erhöhen.[25] Und vor diesem Hintergrund stellte sich zunehmend die Frage, ob und wenn ja wie lange noch die britische Wirtschaft ihren Aufschwung würde fortsetzen können.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das aus Europa zurückgeholte Geld wurde jetzt bei US-Banken eingezahlt, und die verliehen es an Broker und Aktienhändler, was weiteres Öl ins Feuer der Wall Street goss. Möglicherweise hätte die Fed versuchen können, diesen Kreditgeschäften mit weiteren Zinserhöhungen entgegenzuwirken. Doch das Nahen der Getreidevermarktungssaison im Herbst und der Präsidentschaftswahl Ende 1928 machten dies problematisch. In der Zeit der Getreidevermarktung nach der Ernte gab es meist eine Spitze bei der Kreditnachfrage; da die Preise für landwirtschaftliche Produkte damals niedrig waren, hätte jeder Versuch einer Zinserhöhung mit Sicherheit Proteste im Süden und im Mittleren Westen der USA hervorgerufen. Und wie jede andere Zentralbank zögerte auch die Fed, im Vorfeld einer Wahl irgendetwas zu tun, das die Bevölkerung verärgern könnte.

Stattdessen griff sie im Jahr 1929 zu einer direkten Einschränkung der Bankkredite an Broker und Aktienhändler. Dies war die Politik des »direkten Drucks«, mit dem sie Mitgliedsbanken dazu zwang, weniger Kredite für spekulative Zwecke zu vergeben. Banken in New York wurden gewarnt, dass das Diskontfenster für sie geschlossen würde, wenn sie nicht aufhören, Geld an Aktienbroker zu verleihen. Auf diese Weise versuchte

die Fed-Führung, Luft aus der Börsenblase zu lassen, ohne dabei die Wirtschaft zu schädigen. Der Kopf dahinter war der viel gescholtene Adolph Miller, der als treuer Anhänger der Real Bills Doctrine großen Wert auf das Prinzip legte, das Zinsniveau stets so zu wählen, dass es den Bedürfnissen der Wirtschaft entspricht. Direkter Druck war also eine Möglichkeit, auf die Gefahren durch einen übermäßig erregbaren Aktienmarkt – mit laut Miller »wild gewordenem Optimismus und betrunkener Gier« – zu reagieren, ohne die Zinsen so sehr zu erhöhen, dass es den legitimen Bedürfnissen der Unternehmen zuwider gelaufen wäre.[26]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Einige der Federal Reserve Banks, darunter die New Yorker, waren trotzdem für weitere Erhöhungen der Diskontsätze. Die Direktoren der New York Fed, viele von ihnen Veteranen der Wall Street, waren besonders besorgt über das, was sich auf den Straßen abspielte. Besser als ihre Kollegen in Washington D.C. wussten sie, dass Geld austauschbar ist. Ihnen war klar: Jede Verringerung der Kreditvergabe durch New Yorker Fed-Mitgliedsbanken würde zumindest teilweise von Krediten anderer Banken, von Mitgliedsbanken anderswo im Land sowie von Versicherungen, Unternehmen mit Liquiditätsreserven, Investmenttrusts und sogar ausländischen Banken und Privatpersonen ausgeglichen werden.[27]

Wie von ihnen vorausgesehen, dauerte es nicht lange, bis dieses Schattenbankensystem tatsächlich in die Bresche sprang. Im ersten Quartal 1928 kam knapp die Hälfte aller Brokerkredite aus Quellen außerhalb des Bankensystems; in der ersten Jahreshälfte 1929, als das Kreditwachstum bei den klassischen Banken durch den Druck der Fed gebremst wurde, stieg dieser Anteil auf 72 %! Das Gesamtvolumen nahm unterdessen weiter stetig zu – wenn auch langsamer, als es ohne den offiziellen Druck der Fed auf die Banken in New York der Fall gewesen wäre. Auch wuchs es weniger stark als die Nachfrage, was sich an der Tatsache festmachen lässt, dass die Zinsen für jederzeit kündbare Kredite weiter anstiegen und dabei andere kurzfristige Zinsen mit nach oben zogen.

Doch diese höheren Zinsen machten zugleich den Unternehmen das Leben schwerer. Durch die knappere Geld- und Kreditversorgung zeigte die Wirtschaft Mitte 1929 Zeichen einer Abschwächung. Die Bautätigkeit ließ nach. Bundesstaaten und Gemeinden verschoben wegen der höheren Finanzierungskosten Bauprojekte. Die verschlechterte Lage im Ausland, aufgelöst durch das Ende der US-Kredite, machte sich bei den amerikanischen Exporten bemerkbar.

Über die Frage, wer in diesem Wettstreit zwischen den Anhängern direkten Drucks und höherer Zinsen richtig lag, ist schon viel diskutiert worden. Im Licht der jüngsten Erfahrungen aber ist die Antwort klar: Inzwischen wissen wir, dass eine Zentralbank in einem solchen Dilemma am besten beraten ist, ihre Geldpolitik, in diesem Fall also ihren Kreditzins, an den Bedürfnissen der Wirtschaft auszurichten; zur Bekämpfung von Finanzrisiken sollte sie regulatorische Instrumente wie Maximalwerte für das Verhältnis von Kredithöhe zu Objektwert bei Eigenheim-Hypotheken sowie Obergrenzen für die Kreditvergabe an bestimmte Sektoren nutzen (was heute als makroprudenzielle Politik bezeichnet wird). Genau das war die Intuition derjenigen gewesen, die sich im Jahr 1929 für direkten Druck einsetzten: Die Zinsen sollten auf einem für die Realwirtschaft angemessenen Niveau bleiben und die Kreditvergabe für Aktiengeschäfte auf andere Weise eingeschränkt werden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Heute können wir den Wert dieser Intuition besser einschätzen, denn genau daran fehlte es der Fed und anderen staatlichen Stellen in den USA in den Jahren 2005 und 2006, als sie eben nicht zu makroprudenzieller Politik griffen, um gegen den Kreditstrom in den Wohnimmobilienmarkt vorzugehen. Dies ist ein deutliches Beispiel dafür, wie die Ereignisse von 2007 und 2008 verändern, was wir über das Jahr 1929 denken. Die Real Bills Doctrine mag längst in Verruf geraten sein, doch die von Adolph Miller verfochtene makroprudenzielle Politik sieht vor dem Hintergrund der neueren Erfahrungen deutlich intelligenter und vernünftiger aus.

Das Problem im Jahr 1929 lag in der Umsetzung – die makroprudenziellen Werkzeuge der Zentralbank waren damals zu schwach. Die Fed konnte direkten Druck nur auf die Mitgliedsbanken ausüben, was dazu führte, dass statt diesen eben Nichtmitglieder und Nichtbanken Kredite für den Aktienmarkt vergaben. Auch für die moderne makroprudenzielle Politik besteht dieses Problem: Wenn die Behörden die Kreditvergabe der Banken für einen bestimmten Markt wie etwa Immobilien einzuschränken versuchen, wird dies mindestens zum Teil durch Kredite von Nichtbanken ausgeglichen.[28] Die Lösung liegt darin, der für makroprudenzielle Politik zuständigen Aufsichtsbehörde neben den Banken auch Kreditgeber zu unterstellen, die nicht zu den Banken zählen, beispielsweise Versicherungen. Der »Regulierungskreis« muss so weit wie möglich gezogen werden.

Ein ähnliches Problem präsentierte sich für die Anhänger direkten Drucks im Jahr 1929. Damals allerdings war es für sie wegen des zusam-

mengezimmerten Regulierungssystem in den USA unmöglich zu lösen – Mitgliedsbanken wurden von der Fed beaufsichtigt, Banken der Bundesstaaten, die häufig keine Fed-Mitglieder waren, von bundesstaatlichen Regulierern, ausländische Banken von ausländischen Behörden und Versicherungen, wenn überhaupt, von Ministerien und Behörden der Bundesstaaten. Also flossen weiterhin Kredite in einem Volumen an die Börse, das von den Entscheidern als bedrohlich hoch angesehen wurde. Dadurch sah sich die Fed im Sommer 1929 gezwungen, ihre Politik des direkten Drucks mit höheren Zinsen zu flankieren, was die Aussichten für Wirtschaftswachstum verschlechterte.

Im Jahr 2002 warnte der damalige Fed-Gouverneur Ben Bernanke davor, Finanzblasen mittels Geldpolitik zum Platzen zu bringen. Zur Begründung verwies er auf die katastrophalen Folgen, die ein solcher Versuch der Fed im Jahr 1929 gehabt habe. In derselben Rede tat er dann jedoch kurioserweise die Politik des direkten Drucks in den 1920er-Jahren als unwirksam ab.[29] Besser sei es, so deutete er an, wenn die Zentralbank nicht versuche, sich gegen eine Blase zu stellen – sie solle lieber die Märkte mit Liquidität fluten, wenn sie geplatzt sei. Inzwischen wissen wir, dass das Überschwemmen des Marktes mit Liquidität (oder zumindest des Teils des Marktes, auf den die Fed überhaupt Einfluss nehmen kann), nicht unbedingt ausreicht, um das Schlimmste zu verhindern. Statt sie abzutun, weil ihre Wirkung zu schwach ist, sollten Werkzeuge wie der direkte Druck also lieber gestärkt werden. Aber diese Lektion sollte Bernanke auf unschöne Weise erst später lernen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 4
Per Gesetz oder Erlass

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Epizentrum des US-Immobilienbooms stand Countrywide Credit, und das öffentliche Gesicht dieses Kreditgebers war Angelo Mozilo. Der in der New Yorker Bronx geborene Sohn von Italo-Amerikanern der ersten Generation hatte ab dem Alter von zwölf Jahren in der Metzgerei seines Vaters und dann als Bote für einen Hypothekenfinanzierer in Manhattan gearbeitet. Mit 16 hatte er sich vom Papierträger zum Bearbeiter von Kreditanträgen hochgearbeitet, was entweder seinen außergewöhnlichen Ehrgeiz zeigte oder wie einfach es in der Zeit der ganz normalen Hypotheken war, solche Anträge zu unterschreiben.

Seine Jahre auf der Highschool und dem College über blieb Mozilo diesem Arbeitgeber treu, ebenso wie nach dessen Fusion mit Lomax Realty Securities, einem von dem Branchenveteranen David Loeb geführten Unternehmen. Mitte der 1960er-Jahre schickte Loeb Mozilo nach Zentralflorida, wo sich damals ein Immobilienboom nicht unähnlich zu dem in den 1920er-Jahren abspielte. Mozilo erkannte, dass der Boom von einem Zustrom von Weltraumingenieuren nach Cape Canaveral getrieben wurde, und empfahl Loeb, sich einen Anteil am Entwicklungsprojekt Brevard County zu sichern. Als sich diese Wette auszahlte, machte Loeb ihn zu seiner rechten Hand. Im Jahr 1968 wurde Lomax Securities verkauft, und Loeb und Mozilo machten sich daran, ihren eigenen Hypothekenfinanzierer zu gründen, den sie Countrywide Credit Industries nannten. Anfangs stand der Name eher für die Ambitionen der Partner als für die Realität. Das Duo arbeitete von einem einzigen Büro in Anaheim in Kalifornien aus, und ihr Wirkungsgebiet reichte nicht weiter als bis zu der östlich davon gelegenen südkalifornischen Region Inland Empire. Loeb war der Stratege der Firma, Mozilo ihr Ein-Mann-Vertriebsteam.[1]

Zwar kam ihr Geschäft bald in Schwung, doch die Kosten zeigten eine beunruhigende Tendenz zur Eskalation. Um neue Vertriebsmitarbeiter

anzuwerben und zu halten, mussten Loeb und Mozilo großzügige Provisionen bezahlen. Die Kündigungsquote war hoch, unter anderem weil Mozilo ein anspruchsvoller Chef war – »a son of a bitch«, wie er es stolz selbst formulierte. Loeb schlug deshalb vor, die Vertriebsmannschaft aufzulösen und Kunden stattdessen mit Direktwerbung zu gewinnen, was in der Branche der Hypothekenfinanzierer bis dahin noch nie probiert worden war. Mozilo, selbst Vertriebsmensch, leistete Widerstand, erklärte sich aber letztlich doch einverstanden, es zu versuchen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kunden über Werbung zu gewinnen, bedeutete, über den Preis zu konkurrieren, was wiederum hieß, dass die Kosten niedrig bleiben mussten. Die Kundenbüros des Unternehmens waren standardisiert, befanden sich in kleineren Einkaufsstraßen und boten Platz für nicht mehr als zwei Vollzeitmitarbeiter. Allmählich begann sich diese Strategie auszuzahlen. Im Verlauf der 1970er-Jahre eröffnete Countrywide Credit vier zusätzliche Büros in Kalifornien. Bis 1980 gab es 40 Büros in neun Bundesstaaten, keine schlechte Leistung zu einer Zeit, in der Hypotheken- und Immobilienmärkte mit Zinsen in Höhe von 20 % zu kämpfen hatten. Bis Mitte der 1980er-Jahre wurden aus den 40 Büros 104 und aus den 9 Bundesstaaten 26. 1992 hatte Countrywide fast 400 Filialen und war die größte Hypothekenbank der USA und damit der ganzen Welt.

Passend zur Konzentration auf niedrige Kosten und Standardisierung wurde Countrywide bald als das McDonald's unter den Hypothekenfinanzierern bekannt. Das Etikett zeigte, wie erfolgreich das Unternehmen Eigenheim-Hypotheken zu einem Massenprodukt gemacht hatte, dem Finanzäquivalent zu einem Hamburger, und die Kreditsachbearbeiter zum Büro-Äquivalent eines Burger-Braters. Bei der Nutzung von Informationstechnologie für die Bearbeitung von Kreditanträgen zählte Countrywide zu den Pionieren. Mitte der 1990er-Jahre kamen volle 70 % der Kredite, die durch sein automatisiertes Vergabesystem liefen, ohne jegliche menschliche Eingriffe aus. Standardisierung und der konsequente Einsatz von Informationstechnologie, zusammen mit der Beschäftigung von hauptsächlich zeitlich befristeten Mitarbeitern, gaben dem Unternehmen die Möglichkeit, dabei zu sein, wenn sich Chancen boten, und kleiner zu werden, wenn die Nachfrage ausblieb. Fast sofort nachdem die beiden staatlich geförderten Immobilienfinanzierer die Erlaubnis bekommen hatten, nicht von der US-Regierung garantierte Hypotheken zu kaufen, begann Countrywide damit, eigene Hypotheken an Freddie Mac und Fannie Mae

weiterzureichen.[2] Um sich gegen das Auf und Ab bei den Neuabschlüssen zu schützen, diversifizierte das Unternehmen in den Bereich Kreditdienstleistungen, übernahm also die Betreuung laufender Hypotheken für andere Kreditgeber. Wenn die Zinsen niedrig waren, waren Neuabschlüsse ein großes Geschäft, doch bei niedrigen Zinsen wurden vorzeitige Tilgungen seltener, sodass mit den Dienstleistungen mehr zu holen war. Mozilo bezeichnete dies als die »Makro-Absicherung« von Countrywide.

Später jedoch wurden einige dieser Innovationen in einem weniger positiven Licht gesehen. Dass die Mehrzahl der Kreditanträge ohne menschliche Beteiligung genehmigt wurde, bedeutete zugleich, dass es keine unabhängige Überprüfung des vom Kreditnehmer angegebenen Einkommens gab. Die Filialleiter waren sich darüber im Klaren, dass sie wahrscheinlich nur begrenzte Zeit für das Unternehmen arbeiten würden, und konzentrierten sich deshalb darauf, so viele Hypothekenkredite wie möglich zu vergeben, ohne allzu sehr auf deren Qualität zu achten. Wie sich zeigte, bot auch die Kreditbetreuung weniger Schutz vor dem Auf und Ab der Zinsen und am Immobilienmarkt, als Mozilo behauptet hatte. Aber diese Probleme sollten erst später auftreten.

In den 1990er-Jahren wurde eine organische Expansion für das Unternehmen, das inzwischen die größte Hypothekenbank der USA war, zunehmend schwierig. Dies führte zu der verhängnisvollen Entscheidung, in das Segment der Kredite für Kunden mit niedrigem Einkommen zu expandieren. Im Jahr 1993 startete Countrywide ein Programm, das Mozilo ambitioniert »House America« (etwa: Häuser für Amerika) nannte. Vermarktet wurde es als Möglichkeit, den amerikanischen Traum vom eigenen Haus auch für Kreditnehmer mit wenig Geld und Angehörige von Minderheiten wahr zu machen. Die Texte in den Werbevideos dafür wurden von dem Hollywood-Schauspieler James Earl Jones gelesen, der über eine ähnliche Stimmgewalt verfügte wie William Jennings Bryan.

In der Praxis erlaubte House America Haushalten mit geringem Einkommen, eine höhere Hypothekenlast auf sich zu nehmen. Countrywide führte »flexible Abschlusspraktiken« ein und programmierte seine Systeme so um, dass sie auch Hypotheken an solche Einzelpersonen und Haushalte freigaben, die nicht über die gut dokumentierten Beschäftigungs- und Kredithistorien verfügten, wie sie für konventionelle Darlehen erforderlich waren. »Flexible Abschlusspraktiken« war ein Code für Anzahlungen von nur 3 %, bei denen im Gegenzug höhere Zinsen gezahlt werden mussten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Geburtsstunde der Subprime-Hypotheken war dies nicht, die Ehre gebührt Long Beach Savings & Loan, einer kleinen Sparkasse aus Orange County im Süden Kaliforniens, aus der später Ameriquest Mortgage wurde. Jetzt aber war Countrywide als der führende Akteur bei Hypotheken-Neuabschlüssen mit beiden Beinen auf diesen Zug aufgesprungen.

Countrywide war ein Musterbeispiel für das, was später als das Schattenbankensystem der Nichtbanken bekannt werden sollte, aktiv bei Hypothekenvergabe, Verbriefungen und anderen Geschäften, die einst Banken und Sparkassen (Savings & Loan Associations, S&Ls) als den Nachfolgern der Bausparkassen der 1920er-Jahre vorbehalten gewesen waren. Das Wachstum der Schattenbanken wiederum erklärte sich durch einen Prozess der Finanzliberalisierung, der schon in den frühen 1970er-Jahren begonnen hatte – nicht zufällig genau zu der Zeit, als Loeb und Mozilo ihr Hypotheken-Geschäft in Kalifornien begannen.

Der Wall-Street-Crash von 1929 und die Bankenkrisen, die der US-Wirtschaft schweren Schaden zufügten, zogen die Einführung eines Straußes an neuen Regulierungsvorschriften für das Banken- und Finanzsystem nach sich.[3] Der Glass-Steagall Act brachte die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanking und untersagte Geschäftsbanken, die Einlagen von Kunden entgegennahmen, jegliche Wertpapieremissionen und Versicherungsangebote. Ebenfalls im Jahr 1933 führte das Federal Reserve Board die »Regulation Q« ein, die Banken verbot, Zinsen auf Sichteinlagen (im Prinzip Girokonten) zu zahlen und die Zinsen für Termingeld und Sparkonten begrenzte.[4] Mit dem Securities and Exchange Act wurde eine staatliche Kommission zur Aufsicht über Aktien- und Anleihenmärkte geschaffen. Der Commodity Exchange Act erweiterte die regulatorische Zuständigkeit der Behörden auf den Terminmarkt.

Aus einigem Abstand betrachtet, scheint das Ergebnis von all dem ein goldenes Zeitalter der Finanzstabilität gewesen zu sein. Vom Ende des Zweiten Weltkriegs bis zu den 1970er-Jahren waren Bankenpleiten in den USA eine Seltenheit. Finanzinstitute spezialisierten sich auf unterschiedliche Bereiche des Kreditgeschäfts. Banken vergaben Unternehmens- und Konsumentenkredite, Sparkassen kümmerten sich um das Hypothekengeschäft. Für jede Art von Institut gab es eine eigene Aufsichtsbehörde. Der Aktienmarkt stieg und fiel, wie Aktienmärkte es eben

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

tun. Doch wenn er fiel, zog er weder das Finanzsystem noch die Realwirtschaft mit sich.

Mit der Zeit aber regte sich Widerstand im Finanzestablishment. Die Erinnerung an die instabilen 1930er-Jahre verblasste. Die Sparkassen, die steuerliche und regulatorische Vorteile gegenüber den Banken genossen, gewannen Marktanteile. Das Einlagen- und Kreditgeschäft in London – das später als der Eurodollar-Markt bezeichnet wurde – brachte zusätzliche Konkurrenz für die amerikanischen Banken.

Eine weitere Quelle für Konkurrenz tat sich in Form der Geldmarktfonds auf, deren Existenz im Jahr 2008 erhebliche Folgen haben sollte. Der erste Fonds dieser Art, der Reserve Fund, wurde 1971 von Harry Brown und Bruce Bent aufgelegt, zwei gescheiterten Finanzberatern aus New York.[5] Geldmarktfonds investierten in Treasury Bills (kurzlaufende US-Staatsanleihen) und Commercial Paper (kurzlaufende Unternehmensanleihen von stabilen Emittenten), nicht wie Banken in normale Unternehmens-, Verbraucher- und Hypothekenkredite. Weil die Zinsobergrenzen von Regulation Q für sie nicht galten, konnten sie Sparern eine attraktivere Kombination aus Liquidität und Zinsen bieten als Bankkonten. Anzumerken ist hier allerdings, dass es bei ihnen keinen Schutz durch eine Einlagensicherung gab.

Die Innovation wurde angesichts der traurigen Zinsen auf Bankguthaben als bedeutender Schritt in Richtung mehr Finanzdemokratie begrüßt. Bent und Brown hätten einen Nobelpreis dafür verdient, sagte der MIT-Ökonom Paul Samuelson, selbst Nobelpreisträger. Die Gründer selbst äußerten sich bescheidener über ihre Leistung. »Ich wünschte, ich könnte sagen, unsere ›Erfindung‹ sei auf irgendwelche Brillanz von unserer Seite her zurückzuführen«, bemerkte Brown später, »aber in Wirklichkeit wurden wir von einer Kombination aus der Gefahr, zu verhungern, und reiner Gier dazu getrieben.«[6]

Das Fehlen einer Einlagensicherung und jeglicher Vorgaben für Geldmarktfonds, als Risikopuffer Reserven vorzuhalten, war insofern gerechtfertigt, als die Manager dieser Fonds ausschließlich in sichere Anlagen investierten und das Geld ihrer Anteilseigner konservativ verwalteten. Ein in einen Geldmarktfonds investierter Dollar werde immer einen vollen Dollar wert bleiben, lautete in etwa das Argument. Was dabei jedoch nicht vorausgesehen wurde: Als Regulation Q gelockert wurde, sodass die Geldmarktfonds mehr Konkurrenz bekamen, versuchten ihre Manager, mit

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

riskanteren Anlageformen höhere Renditen zu erzielen; die Finanzaufseher hatten das zunächst nicht bedacht und zögerten dann angesichts einer zunehmend mächtigen Fondslobby, etwas dagegen zu tun. Bei der Annahme, dass Anteile an Geldmarktfonds nie unter ihren Nennwert fallen würden, hatte man die Rechnung ohne Lehman Brothers gemacht – bis zu seiner Pleite emittierte das Institut regelmäßig kurzlaufende Schuldpapiere mit hoher Rendite, wie sie für die Manager von Geldmarktfonds unwiderstehlich waren.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Geschäftsbanken, die sich Sorgen wegen des Wegbröckelns ihrer Einlagenbasis machten, hatten seit Jahren Lobbyarbeit für die Abschaffung von Regulation Q geleistet. Mit der neuen Konkurrenz gewannen ihre Forderungen an Dringlichkeit, was sich noch verstärkte, als die Inflation zunahm, sodass die Banken im Wettbewerb um die Ersparnisse von Kunden noch schlechtere Karten hatten. Ab dem Jahr 1980 wurden die Obergrenzen nach Regulation Q tatsächlich schrittweise abgeschafft. Das Gesetz dazu trug den Titel Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, was insofern ironisch ist, als es hauptsächlich deshalb verabschiedet wurde, weil die Schattenbanken der Fed die Kontrolle über den Geldmarkt genommen hatten.

Die Abschaffung von Regulation Q löste eine Lawine von unerwünschten Folgen aus. Eine der ersten war zunehmender Druck auf die Sparkassen, die bis dahin höhere Einlagenzinsen zahlen durften als andere Finanzinstitute.[7] Um den Schaden zu begrenzen, wurde ihnen mit dem Garn-St. Germain Act von 1982 erlaubt, neben ihrem traditionellen Einlagen- und Hypothekengeschäft eine Reihe von Aktivitäten aus dem Geschäftsbanking zu betreiben, etwa die Vergabe von Konsumentenkrediten. Dies sei der erste Schritt eines »umfassenden Programms der Finanzderegulierung«, sagte Präsident Reagan, als er das Gesetz unterschrieb.[8] Er ahnte ja nicht, was daraus werden würde.

Der Garn-St. Germain Act trug dazu bei, das Feld für die US-Sparkassenkrise in den 1980er-Jahren zu bereiten, weil er den S&Ls erlaubte, zusätzliche Risiken auf sich zu nehmen, ohne sie an anderer Stelle auf irgendeine Weise einzuschränken. Ebenso wichtig aber war, dass das Zulassen von zusätzlichen Finanzdienstleistungen durch die Sparkassen den Druck auf die normalen Banken erhöhte.[9] Die Geschäftsbanken hatten sich schon

lange daran gestört, dass sie keine Anleihen von Unternehmen und Gemeinden garantieren durften. Nachdem sich die Wertpapiermärkte von den 1930er-Jahren und dem Zweiten Weltkrieg erholt hatten, begannen große Unternehmen mit der Emission von Commercial Paper und hochverzinslichen Anleihen. Damit standen ihnen neue Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung, was sie weniger abhängig von Bankkrediten machte und auf die Gewinne der Banken drückte.[10] Am schwersten traf es die großen Institute, die bis dahin die traditionellen Ansprechpartner der großen Unternehmen gewesen waren.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zunächst fanden diese Banken, allen voran die Citibank (die umbenannte National City Bank aus Kapitel 3), einen neuen Markt in syndizierten Krediten für Regierungen in Lateinamerika und Osteuropa – eine Erinnerung an den Boom bei Auslandskrediten in den 1920er-Jahren. Schon in den 1980er-Jahren aber waren viele dieser Kredite notleidend geworden. Allerdings kam es für die Aufsichtsbehörden nicht in Frage, die Banken zu zwingen, die dadurch entstandenen Verluste zu realisieren, denn das hätte die US-Einlagensicherung Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) in die Pleite getrieben. Stattdessen wollte man ihnen Zeit geben, um mit neuen Gewinnen wieder gesund zu werden. Um sie dabei zu unterstützen, wurden Regulierungsvorschriften gelockert.

Im Dezember 1986 entschied sich die Fed nach einer Petition von J.P. Morgan, Bankers Trust und Citicorp (der Holdinggesellschaft der Citibank) zu einer kreativen Neuinterpretation des Glass-Steagall Act: Sie erlaubte Geschäftsbanken, bis zu 5 % ihrer Einnahmen mit Investmentbanking-Aktivitäten zu generieren, unter anderem mit der Emission von Kommunalanleihen, Commercial Paper und, verheerenderweise, mit Hypotheken besicherten Wertpapieren (Mortgage-Backed Securities, MBS). Im Jahr 1987 erlaubte das Federal Reserve Board mehreren großen Banken, ihr Emissionsgeschäft weiter auszubauen – gegen den Widerstand seines baldigen Ex-Vorsitzenden Paul Volcker, der Deregulierung skeptisch sah. Wenn es je ein Beispiel dafür gegeben hat, wie das bevorstehende Ende seiner Amtszeit einen Fed-Chef zur handlungsunfähigen »Lame Duck« machen kann, dann war es dieser Vorfall. Unter Volckers Nachfolger, dem liberalisierungsfreundlichen Alan Greenspan, erlaubte die Fed Banken-Holdings dann, bis zu 25 % ihrer Einnahmen aus dem Investmentbanking zu beziehen.

In den 1990er-Jahren war der Glass-Steagall Act dadurch bereits ausgehöhlt. Den Todesstoß bekam das Gesetz dann von der Fusionswelle, die

gegen Ende des Jahrzehnts Investmentbanken und Brokerfirmen erfasste. Die Investmentbank Morgan Stanley fusionierte 1997 mit Dean, Witter, Discover & Co., einem Broker und Kreditkartenanbieter; der Vermögensverwalter und Derivatespezialist Bankers Trust übernahm Alex. Brown & Sons, ein Anlage- und Brokerhaus. Durch diese Konsolidierung unter Anlagespezialisten, Brokern und Versicherungen drohten die Banken weiter ins Hintertreffen zu geraten, sodass sie noch intensivere Lobbyarbeit für die Abschaffung der noch verbleibenden Beschränkungen für ihr Geschäft betrieben.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Und wenn Lobbyismus nicht ausreichte, gab es ja noch andere Möglichkeiten, um Fortschritte zu erzwingen. Im Jahr 1998 entschied sich Citicorp zum Kauf der Travelers Insurance Group – ganz unbeeindruckt davon, dass sie deren Versicherungsgeschäft nach dem Glass-Steagall Act innerhalb von zwei Jahren hätte verkaufen müssen. Die Fusion sollte Travelers die Möglichkeit geben, den Privatkunden von Citicorp nicht nur Versicherungen zu verkaufen, sondern auch die eigenen Geldmarktfonds; Citicorp wiederum wollte Zugang zu einer größeren Basis von Anlegern und Versicherungskunden bekommen. Der größte Nachteil dieser Pläne war, dass sie sich nicht mit dem Glass-Steagall Act vereinen ließen.

John Reed und Sanford Weill, die nach der Fusion die Posten als Chairman und CEO jeweils gemeinsam besetzten, begannen eine massive Kampagne, um die lästigen Beschränkungen durch das Gesetz noch vor Ablauf der Zweijahresfrist loszuwerden. Für die Lobbyarbeit schloss Weill ein Bündnis mit David Komansky von Merrill Lynch und Phil Purcell von Morgan Stanley. Bei der Fed unter Greenspan fanden ihre Argumente freundliches Gehör, ebenso im Weißen Haus bei Gene Sperling, dem Berater für Finanzreformen von US-Präsident Clinton, und im Finanzministerium, insbesondere nachdem Robert Rubin dort Mitte 1999 von Lawrence Summers abgelöst worden war (Rubin ging, um im Oktober einen Beraterposten ausgerechnet bei Citicorp anzutreten).[11] Auch in den Hallen des US-Kongresses, wo Banklobbyisten ein- und ausgingen, wurden sie freundlich empfangen.

Widerstand kam hauptsächlich von Phil Gramm aus Texas, der sich beschwerte, dass keine große Bank oder Versicherung seinen Bundesstaat zu ihrem Hauptsitz gemacht habe. Unablässig wirkte Weill auf ihn ein. In seiner Autobiografie aus dem Jahr 2006 berichtet er, als er Gramm 2004 zufällig bei einer Dinner-Party getroffen habe, habe der gesagt: »Der

Kongress hat einen Fehler gemacht. Er hätte das neue Gesetz den Weill-Gramm-Leach-Bliley Act nennen sollen.«[12]

Das endgültige Ende für Glass-Steagall brachte im November 1999 der Gramm-Leach-Bliley Act, der die noch verbliebenen Beschränkungen für die Kombination von Geschäftsbanking, Investmentbanking und Versicherungsgeschäft aufhob. Stolz montierte Weill an der Wand seines Büros eine gut einen Meter große Holztafel mit seinem Porträt und der Inschrift »Bezwinger von Glass Steagall«. Als er viele Jahre später, im Jahr 2012, über die Krise nachdachte, räumte er ein, dass die Abschaffung der Einschränkungen durch dieses Gesetz ein schrecklicher Fehler gewesen sei.[13]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Mit der Abschaffung des Glass-Steagall Act endete ein wichtiges Kapitel der US-Finanzgeschichte. Doch sie stand zugleich für einen allgemeinen Trend zur Deregulierung. Der zeigte sich unter anderem am Riegle-Neal Interstate Banking and Branch Efficiency Act von 1994, der Verbote für das bundesstaatenübergreifende Filialgeschäft aufhob und den Weg für Megabanken bereitete. Ähnlich wurde mit dem Commodity Futures Modernization Act (CFMA) von 2000 die regulatorische Aufsicht über Finanzderivate auf der Ebene von Bund und Bundesstaaten abgeschafft. Der CFMA befreite Emittenten von Credit Default Swaps von der Pflicht, Reserven für den Fall vorzuhalten, dass sie tatsächlich Zahlungen an die Käufer dieser Instrumente leisten müssen. Credit Default Swaps (CDS) waren erfunden worden, um Anlegern in hypothekenbesicherten Wertpapieren eine Möglichkeit zu geben, sich gegen Zahlungsausfälle bei den Hypotheken im Besicherungspool zu versichern. Mittlerweile aber waren sie auch bei Anlegern beliebt, die keine Absicherung im Sinn hatten, weil sie die ausfallgefährdeten Papiere gar nicht besaßen – stattdessen nutzten sie CDS, um gegen den Immobilienmarkt zu wetten. Dass die Emittenten im Jahr 2000 von der Pflicht entbunden wurden, Reserven zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten im Rahmen dieser Verträge vorzuhalten, sollte für das weitere Geschehen von enormer Bedeutung sein.

Wo Deregulierung nicht über Gesetze erreicht werden konnte, schritt sie durch Erlasse voran. Die aktivistische Vorsitzende der Commodity Futures Trading Commission, Brooksley Born, wurde im Jahr 1999 von einem feindseligen Fed-Vorsitzenden im Verein mit dem Finanzminister aus dem Amt gezwungen, nachdem sie sich gegen weitere Deregulie-

rungen bei Derivaten ausgesprochen hatte. Die Securities and Exchange Commission (SEC) lockerte dann unter ihren entgegenkommenderen Vorsitzenden Harvey Pitt und William Donaldson die Vorgaben zu den Finanzreserven für die Broker-Töchter von Banken.

Darüber hinaus beschränkte sich die Deregulierung nicht auf die USA. Viele Jahre lang hatten die Länder Europas ihre Banken und Wertpapiermärkte gewissenhaft im Zaum gehalten. Im Jahr 1986 dann wandte die britische Premierministerin Margaret Thatcher, schon damals berühmt für ihre Entschlossenheit zur Deregulierung, ihre Aufmerksamkeit den Finanzmärkten zu. Nachdem sie zuvor schon den Spitzensteuersatz gesenkt, den Arbeitsmarkt liberalisiert und einen Großteil der staatlichen Wohnimmobilien verkauft hatte, brachte sie ihre »Big Bang«-Finanzreform auf den Weg. Sie sollte regulatorische Hindernisse abbauen, um die Position von London als internationales Finanzzentrum zu stärken.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Europäische Union machte sich unterdessen daran, einen einheitlichen, integrierten Markt für Güter, Arbeit und Finanzkapital zu schaffen. Für das langsame Wachstum und die hohe Arbeitslosigkeit, die den Kontinent plagten, wurde zu dieser Zeit allgemein ein Übermaß an Regulierung verantwortlich gemacht. Der Binnenmarkt, der die Tür für den grenzüberschreitenden Handel öffnen sollte, galt als die entscheidende Reform, um europäische Staaten dazu zu bringen, die erdrückende Regulierungslast zu verringern. Die Diagnose, dass bestimmte Sektoren und Aktivitäten unter übertriebener Regulierung litten, wurde – ob zurecht oder nicht – auch auf Finanzdienstleistungen übertragen. Also erlaubte die Einheitliche Europäische Akte, die den Aufbau eines europaweiten Binnenmarkts bis zum Jahr 1992 zum Ziel hatte, großen Banken die Expansion in ihre Nachbarländer.

Zunächst reagierten die Banken darauf nur langsam, und die Regulierer ließen sie nur zögerlich gewähren. Das allerdings änderte sich mit der Einführung des Euro im Jahr 1999, denn er ließ das Wechselkursrisiko verschwinden, das bis dahin als Abschreckung gegen grenzüberschreitende Geschäfte gewirkt hatte. Der Wettbewerb bei Finanzdienstleistungen wurde intensiver, und europäische Banken gingen größere Risiken ein. Banken in Nordeuropa, wo die Zinsen niedrig waren, konnten der Versuchung von höheren Erträgen mit Krediten an südeuropäische Banken und mit südeuropäischen Anleihen nicht widerstehen. Die Banken im Süden wiederum freuten sich über die billige Finanzierung durch ihre

nordeuropäischen Konkurrenten und nutzten sie für spekulative Immobiliendarlehen sowie den Kauf von Anleihen ihrer Heimatstaaten.

Das Ergebnis war explosives Wachstum bei den Banken in Irland und ganz Südeuropa. In manchen Ländern war das Volumen von Aktiva und Passiva im Bankensystem bald mehrere Male so hoch wie das gesamte Bruttoinlandsprodukt. In Irland erreichten die Forderungen gegenüber dem Bankensystem auf ihrem Höhepunkt 2007 und 2008 volle 400 % des BIP.[14] In Zypern lagen die Verbindlichkeiten der Banken in der Spitze beim Achtfachen des Nationaleinkommens.[15]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Es gibt also keinen Einzelfaktor, der die Deregulierung von Banken und Finanzdienstleistungen vollständig erklären würde. Die Erinnerungen an die Bankenpleiten in den 1930er-Jahren wurden mit der Zeit blasser. Konkurrenz aus dem Ausland sorgte dafür, dass Druck auf die Regierungen ausgeübt wurde, Restriktionen bezüglich der für Banken zulässigen Aktivitäten abzuschaffen. Finanzinnovationen von der Entwicklung neuer Kreditinstrumente bis zur Auflegung von Geldmarktfonds untergruben die Wirksamkeit bestehender Regulierungsvorschriften.

Die Politik geriet dadurch in ein Dilemma: Sie konnte entweder die alten Regeln auf die neuen Akteure erweitern oder die Vorschriften für Banken und andere etablierte Anbieter lockern, die über schlechtere Chancen im Wettbewerb klagten. Eine Reihe von Argumenten sprach für die zweite Variante. Die Banken verwiesen auf technische Fortschritte, die es erleichterten, Daten aus einem Geschäftsbereich in einem anderen zu verwenden. Computer machten es möglich, Informationen und Produkte nach dem Vorbild von Citibank und Travelers für mehrere unterschiedliche Aktivitäten zu nutzen; die regulatorischen Hürden zur Trennung von Bank- und Versicherungsgeschäft wurden dadurch störender und möglicherweise weniger effizient.[16] Automatisierte Techniken zur Kreditbewertung, wie sie zuerst von Countrywide Credit eingeführt worden waren, konnten nicht nur die Vergabe von Bankkrediten zur Routinearbeit machen, sondern auch die Verbriefung von Hypotheken, Darlehen und Krediten – ein weiteres Argument dafür, Kreditinstituten auch das Emissionsgeschäft zu erlauben. Geschäftsbanken konnten sich auf die Erfahrung der 1990er-Jahre berufen, als das begrenzte Vordringen ins Investmentbanking ihnen mehr Profitabilität gebracht hatte, ohne erkennbar Probleme zu verursachen.[17]

Akademiker wie der bereits erwähnte Paul Samuelson lieferten, zusammen mit Eugene Fama aus Chicago und Robert Merton von der Harvard University, unterdessen theoretische Modelle über die Effizienz von frei funktionierenden Finanzmärkten. In der Realität waren ihre Modelle kaum mehr als eine intellektuelle Vorarbeit: Sie identifizierten lediglich die restriktiven Bedingungen, unter denen die Preise von Vermögenswerten alle Informationen enthalten, die für effiziente Märkte erforderlich sind. Es dauerte nicht lange, bis andere Forscher einen Katalog an empirischen Anomalien zusammengestellt hatten, die sich kaum mit dem Glauben an effiziente Märkte in Einklang bringen ließen. Den Vätern der Effizienzmarkttheorie mögen ihre Grenzen noch bewusst gewesen sein. Von all den Politikern und anderen Personen, die mit ihrer Hilfe ihre Positionen rechtfertigten, lässt sich das jedoch nicht unbedingt behaupten. Insbesondere bei Zentralbankern wie dem Fed-Chef Greenspan fand die These von der Markteffizienz großen Anklang.

Jedoch war der Einfluss von Ideologie keineswegs auf die Fed und ihren Vorsitzenden beschränkt. Ab 1992 wechselte die Demokratische Partei der USA auf einen wirtschaftsfreundlichen Kurs, um die politische Mitte zurückzuerobern. Als Reaktion auf zwölf Jahre mit Republikanern im Weißen Haus stellte sich die Partei, die Finanzderegulierung traditionell abgelehnt hatte, jetzt hinter den »dritten Weg« von Bill Clinton mit ausgeglichenem Haushalt, Private-Public Partnerships und Wachstumsfinanzierung. Die Politikwissenschaftler Sandra Suarez und Robin Kolodny betonen, wie wichtig diese ideologische Konvergenz zwischen Links und Rechts dafür war, dass die Finanzderegulierung in Gang kommen konnte. Vom Wahlprogramm der Demokraten im Jahr 1992 hätte man durchaus erwarten können, dass es zumindest Bedenken gegenüber Konzessionen für Finanzinstitute ausgedrückt hätte, doch bei der Frage der Deregulierung war es auffallend still.[18] Riegle-Neal, Gramm-Leach-Bliley und Commodity Futures Modernization Act wurden sämtlich von einem Präsidenten aus einer Partei unterschrieben, die eine Deregulierung des Finanzsektor lange Zeit über abgelehnt hatte – unter Franklin D. Roosevelt war dieselbe Partei noch für die Einführung der Bausteine für die moderne Finanzregulierung verantwortlich gewesen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Ergebnis dieser Maßnahmen war eine massive Zunahme bei Größe, Komplexität und Verschuldungsgrad von Finanzinstituten in den USA. Nachdem er zuvor mehr als zwei Jahrzehnte lang stabil geblieben war, stieg der Anteil der Finanzdienstleistungsbranche am BIP von 4 % in den frühen 1970er-Jahren auf 8,3 % im Jahr 2006, also mehr als das Doppelte.[19] Ein Teil dieses Wachstums stellte eine natürliche Erholung von den turbulenten Zeiten der 1930er-Jahre und nach dem Zweiten Weltkrieg dar. Man kann es so verstehen, dass der Finanzsektor dadurch seine Rolle bei der Allokation von Ressourcen in einer komplexen, modernen Volkswirtschaft zurückerlangte. Der Rest aber, und vor allem die in halsbrecherischem Tempo verlaufende Bedeutungszunahme des Finanzsektors in den Jahren vor der Finanzkrise, lässt sich mit den üblichen Modellen über die Effizienzvorteile gut funktionierender Märkte nicht hinreichend erklären.

Zudem wurde das Wachstum des Sektors zu großen Teilen nicht etwa mit Eigenkapital finanziert – die Banken nahmen also kein zusätzliches Kapital auf, sondern machten Schulden. Dazu liehen sie sich für festgelegte, üblicherweise kurze Laufzeiten Geld von Unternehmen, Fonds, Bundesstaaten und Gemeinden, staatlichen Stellen und nicht zuletzt auch anderen Banken. Große Banken hatten den besten Zugriff auf diesen sogenannten Interbanken-Geldmarkt.[20] Nachdem sie ihr Geschäft diversifiziert und interne Kontrollsysteme aufgebaut hatten, konnten sie argumentieren, sie seien optimal darauf vorbereitet, die Risiken durch die Abhängigkeit von geliehenem Geld im Griff zu haben.

Zugleich hatten die großen Banken die besten Möglichkeiten, Zweckgesellschaften zur Entfernung von riskanten Aktiva aus ihren eigenen Bilanzen einzurichten und so die Menge an Kapital zu minimieren, die ihre Muttergesellschaften aufnehmen mussten. Weitere Anreize für die Verringerung der Kapitalquoten und die Erhöhung des Verschuldungsgrads lieferte ihr Wissen, dass sie systemisch signifikant waren. Weil die Banken zu groß zum Scheitern waren, konnten sie damit rechnen, dass sie bei Problemen gerettet würden, sodass sie noch mehr Schulden und Risiken auf sich nahmen.

Und was für die Banken in den USA galt, galt auf ähnliche Weise auch für andere Banken, insbesondere in Europa. Zwar wurden dort regulatorische Vorzugsbehandlungen und Subventionen auch kleinen Instituten zuteil, die sich auf Aktivitäten wie zum Beispiel Hypothekenkredite spezialisierten. Doch in einem Land nach dem anderen waren es die großen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Banken, bei denen Bilanzsumme und Verschuldungsgrad am drastischsten zunahmen.

Die extremen Fälle in den USA waren Broker-Dealer wie Bear Sterns und Lehman Brothers, deren traditionelles Geschäft der Wertpapierhandel im Auftrag von Kunden gewesen war. Früher hatten diese Firmen hohe Reserven gehalten und das Risiko ihrer Anlageportfolios begrenzt. Jetzt gerieten sie unter Druck durch die Konkurrenz aus den Geschäftsbanken, sodass sie von einem Extrem zum anderen wechselten. Im Jahr 2007 lag der Verschuldungsgrad bei einer typischen US-Geschäftsbank, unbereinigt gemessen am Verhältnis von Aktiva zum Eigenkapital, bei ungefähr 12 zu 1. Bei Lehman Brothers dagegen belief er sich auf 30, bei Bear Sterns auf 33.[21] Ein Verschuldungsgrad von 33 bedeutete: Ein Rückgang des Werts der Aktiva um nur 3 % reichte aus, um das gesamte Eigenkapital zu vernichten und somit das Unternehmen zu ruinieren, wenn es diese Verluste realisieren muss.[22] Wie die folgenden Ereignisse zeigen sollten, war dies für jedes Finanzinstitut eine heikle Angelegenheit.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wie es zu dieser außergewöhnlichen Situation kommen konnte, wurde angesichts dessen, was darauf folgte, zu einer entscheidenden Frage. Die Antwort beginnt mit dem Niedergang des Modells der Private Partnerships im Investmentbanking. Lange Zeit hatte die New York Stock Exchange eine Börsennotierung von Investmentbanken als zu riskant abgelehnt. Stattdessen waren diese Firmen als Private Partnerships oder Unternehmen mit nur wenigen Eigentümern organisiert, geführt von einer Handvoll Partner, deren Anteile nicht so einfach zu kaufen oder zu verkaufen waren, sodass sie ein Interesse an der langfristigen Überlebensfähigkeit ihres Instituts hatten. Der Tradition nach saßen sie zusammen an einem Tisch im »Partners' Room« und behielten sich ganz wörtlich gegenseitig im Auge. Beobachtung und enge Kontrolle durch die anderen Partner dienten also als Abschreckung gegen exzessive Risikobereitschaft.

Mit dem technischer Wandel in Form von Computern für die Verarbeitung von Transaktionen nahmen jedoch die Größenvorteile zu, was das Modell der Private Partnerships, bei dem die Größe einer Bank durch die Kapitalressourcen ihrer Partner begrenzt war, problematisch machte. Man muss die eigene Fantasie also nicht sehr anstrengen, um sich vorzustellen, wer mit seiner Lobbyarbeit dafür sorgte, dass das Verbot für die Börsennotierung im Jahr 1970 aufgehoben wurde (Antwort: die Investmentbanken). Als erstes großer Broker-Dealer ging 1971 Merrill Lynch an

die Börse, gefolgt von Bear Sterns, Morgan Stanley, Lehman Brothers und Goldman Sachs, sodass letztlich alle Vertreter dieser als »Big Five« bekannten Gruppe dabei waren.

Damit mussten sich der CEO, der jetzt ein börsennotiertes Unternehmen leitete, und seine Mitarbeiter nur noch (wenn überhaupt) vor dem Chief Risk Officer verantworten. Die Beteiligung der Manager an den Finanzfirmen war weder illiquide noch langfristig angelegt. Wenn sich ihre riskanten Wetten auszahlten, konnten sie enorme Boni verdienen. Und wenn auf große Gewinne heute hohe Verluste morgen folgten, gab es keine Möglichkeit, die gestern gezahlten Boni zurückzufordern (eine Praxis, die Aufsichtsbehörden und Aktionäre erst nach 2008 zu ändern versuchten). Im Prinzip hätten die Boards of Directors als Vertreter der Aktionäre die Aufgabe gehabt, exzessiver Risikobereitschaft entgegenzuwirken. Doch deren externe Mitglieder verfügten oft nur über begrenzte Informationen und in vielen Fällen auch nur über begrenzte Fähigkeiten, etwas damit anzufangen. In der Praxis passte also niemand richtig auf.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Auch die Regulierer hatten keine besseren Möglichkeiten, Risiken und Verschuldung zu begrenzen – statt die Banken nach ihrer Pfeife tanzen zu lassen, wählten sie die umgekehrte Variante. Im Jahr 2004 lockerte die SEC die Kapitalanforderungen für Broker-Dealer, eine Reaktion auf einen ähnlichen Schritt der Europäischen Union und auf Lobbyarbeit der Big Five, deren Mitglieder fürchteten, gegenüber ihren ausländischen Konkurrenten an Boden zu verlieren. 30 Jahre lang hatte für Broker-Dealer in den USA eine als »Net Capital Rule« bekannte Vorschrift gegolten, die ihren Verschuldungsgrad wie bei den Geschäftsbanken auf 12 zu 1 begrenzte. Nach der Änderung durch die SEC im Jahr 2004 konnten sie stattdessen interne Modelle nutzen, um das Risiko ihrer Investitionen (in der Praxis meist zu niedrig) zu bewerten. Entsprechend verringerten sie ihre Kapitalpolster.

Führend waren die Big Five auch bei der Nutzung von Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles – SPVs), in die sie Aktiva aus ihren Bilanzen verschoben, um kein Kapital dafür vorhalten zu müssen. Diese SPVs waren reine Roboter-Firmen ohne Mitarbeiter oder physische Büros. Ihr einziger Existenzzweck bestand darin, Hypothekenforderungen, fällige Kreditkartenzinsen und anderen Außenstände zu verbriefen und die entsprechenden Papiere an andere Anleger zu verkaufen. Wenn ein SPV aufgrund von Zahlungsausfällen bei den in ihm enthaltenen Wohnhypotheken keine Zinsen auf seine Wertpapiere bezahlen konnte, war das al-

lein das Problem der Besitzer dieser Papiere, so wurde argumentiert. Die ausgebende Bank war rechtlich nicht verpflichtet, zusätzliche Mittel nachzuschießen, damit das SPV seine Verpflichtungen erfüllen konnte. Genau darin lag die Begründung dafür, dass die Banken für die Verbindlichkeiten ihrer SPVs kein Kapital vorhalten mussten.

Natürlich wusste trotzdem jeder, bei wem die Schuld lag, wenn eine dieser Zweckgesellschaften von der Straße abkam – nicht beim Vehikel, sondern bei seinem Fahrer, in diesem Fall also der Bank, die es aufgelegt hatte. Wenn sie ihrem SPV nicht zu helfen bereit war, konnte das ihren eigenen Ruf schädigen und damit den Zugang zu den Kapitalmärkten beeinträchtigen.[23] Auf diese Weise wanderte die Verantwortung für Zahlungsausfälle in den Pools mit verbrieften Hypotheken doch wieder zu den Finanzinstituten zurück.[24] Warum die Aufsichtsbehörden trotzdem zuließen, dass Muttergesellschaften Hypotheken-Pools an SPVs übertrugen, um weniger Kapital vorhalten zu müssen, ist vor diesem Hintergrund, vorsichtig ausgedrückt, einigermaßen unklar.[25]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Zunahme der SPVs war nur eines der Anzeichen für einen allgemeinen Trend zur Verbriefung von Forderungen. Statt Hypothekenkredite, Studienkredite, Autokredite und Unternehmenskredite in der eigenen Bilanz zu behalten, wo sie finanziert werden mussten, legten Banken ihre Kredite zu Pools zusammen und machten daraus Wertpapiere, die sie an andere Anleger verkauften. Dabei wurden die Pools in Tranchen aufgeteilt, von denen die obersten vorrangigen Zugriff auf die Zahlungsströme der gebündelten Kredite hatten; die unteren Tranchen bekamen nur dann Geld, wenn nach der Bedienung der über ihnen stehenden noch etwas übrig war. Die dadurch geschaffenen Wertpapiere wurden als besicherte Schuldverschreibungen (Collateralized Debt Obligations – CDOs) bezeichnet, die nach Tranchen gestaffelten Zahlungen etwas prosaischer als »Cashflow-Wasserfall«. Die Annahme dabei war, dass die vorrangige Tranche sicher ist, solange es nicht zu außergewöhnlichen Ereignissen kommt. Durch diese Scheinsicherheit konnte sie ein AAA-Rating bekommen und an Pensionsfonds und Versicherungen verkauft werden, deren Mandate nur Investitionen in Papiere mit besten Bewertungen zuließen.

Die Verbriefung von Hypothekenkrediten war kein neues Phänomen. Wie in Kapitel 1 beschrieben, gab es schon in den 1920er-Jahren die »ga-

rantierten Hypothekenbeteiligungszertifikate«, deren Käufern von Garantiegebern und Versicherungen eine bestimmte Rendite fest zugesagt wurde – sie haben mehr als nur entfernte Ähnlichkeit zur vorrangigen Tranche bei den Hypotheken-Verbriefungen in den frühen 2000ern. Jetzt allerdings erreichten diese Aktivitäten ein Ausmaß und eine Komplexität wie nie zuvor. Mehrere CDOs wurden zusammengefasst und ein zweites Mal tranchiert, sodass aus ihnen Wertpapiere wie »CDOs zum Quadrat« wurden. Es dauerte nicht lange, bis auch die ersten »CDOs hoch 3« angeboten wurden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Als Nächstes wichen die normalen CDOs »synthetischen CDOs«, deren Zahlungsströme nicht mehr mit konkreten Hypothekenkrediten besichert waren, sondern mit Portfolios aus Credit Default Swaps. Zur Erinnerung: Bei diesen Papieren handelt es sich um Versicherungsverträge, die bei bestimmten Kreditereignissen eine Zahlung leisten, zum Beispiel wenn der Emittent einer Hypothekenanleihe zahlungsunfähig wird. In der Praxis wurden sie oft von denselben Investmentbanken emittiert, die auch im Verbriefungsgeschäft aktiv waren. Und besichert waren sie mit nichts weiter als dem Versprechen des Emittenten, zu bezahlen, wenn der versicherte Zahlungsausfall eintritt.

Im Jahr 2005 lag der Nennwert aller offenen CDOs einer Schätzung zufolge bei mehr als 1,5 Billionen Dollar.[26] Das Wort »Schätzung« ist hier wichtig, denn in Wirklichkeit wusste niemand genau, wie viele CDOs es auf dem Markt gab, und schon gar nicht, wer sie gekauft hatte. Ähnlich sah es bei den Credit Default Swaps aus. Laut einer Umfrage der International Swaps and Derivatives Association betrug der Wert der ausstehenden CDS im Jahr 2015 rund 17 Billionen Dollar, doch sicher wusste es niemand.

Das Ergebnis war eine enorme Zunahme des Kreditstroms in die US-Finanzmärkte und vor allen den Markt für Wohnimmobilien. Drei Jahrzehnte lang war das Volumen von Hypotheken- und anderen Krediten ungefähr im Gleichschritt gestiegen.[27] Ab 2000/01 aber wuchs der Anteil von Nicht-Hypothekenkrediten am BIP kaum noch, während der von Hypotheken explodierte. Auf dem Höhepunkt im Jahr 2006 waren die privaten Hypothekenschulden mehr als eineinhalb so hoch wie die übri-

gen Privatschulden. Ganz offensichtlich spielte sich bei Hypotheken und an den Finanzmärkten eine merkwürdige Entwicklung ab.

Zusammen mit dem Kredit-Tsunami gab es einen Anstieg der Häuserpreise, wie man ihn seit Florida in den 1920er-Jahren nicht mehr gesehen hatte. Bei den inflationsbereinigten Preisen für Wohnimmobilien in den gesamten USA war von den 1950ern bis in die 1990er im Grunde kein klarer Trend zu erkennen gewesen. Ab 1999 aber schossen sie in die Höhe und stiegen innerhalb von nur sieben Jahren um zwei Drittel.[28] Wie in den 1920er-Jahren war die Zunahme in einigen besonders begehrten Gebieten am extremsten – damals Florida und jetzt Arizona und Kalifornien.[29]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Anschließend nährte die Blase sich selbst, wie es Blasen so an sich haben. Mehr Häuserkäufe bedeuteten höhere Immobilienpreise, was Banken und andere Anbieter dazu brachte, Kredite mit den teurer gewordenen Häusern als Sicherheit zu vergeben. Das bedeutete wieder mehr Verkäufe, weiter steigende Preise und noch höhere Sicherheiten, um Kredite aufzunehmen. Personen und Haushalte mit niedrigeren Einkommen bekamen Zugang zu Krediten wie noch nie. Sie kauften Häuser, die sie sich nur leisten konnten, wenn deren Wert steigen würde, sodass sie über eine Refinanzierung Eigenkapital aus ihrer Investition entnehmen konnten.

Eine zunehmende Zahl von Häusern wurde mit, wenn überhaupt, geringen Anzahlungen gekauft, kurz neu gestrichen und dann wieder auf den Markt gebracht. Geschichten über Menschen mit bescheidenen Mitteln, die mehrere Immobilien kauften, waren weit verbreitet – ein typisches Anzeichen für einen spekulativen Markt. Auf dem Sender Discovery Home Channel begann eine Serie mit dem Titel »Flip that House« (Verkauf dein Haus weiter). Jede Folge zeigte die Geschichte eines Menschen oder einer Gruppe, die ganz ohne oder mit geringer Anzahlung eine heruntergekommene Immobilie kaufte, sie etwas renovierte und dann mit hohem Gewinn wieder verkaufte. In den meisten Folgen ging es eher um Kleinigkeiten wie die Abschlusskosten und die Notwendigkeit, den Grundbucheintrag abzusichern, als darum, was hoch verschuldeten Immobilienspekulanten blüht, wenn die Häuserpreise sinken. Dass dieses Thema außer Acht gelassen wurde, lag nicht nur an den unvermeidlichen Beschränkungen des 30-Minuten-Formats.

Kapitel 5
Solange die Musik noch spielt

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Außergewöhnliche Finanzereignisse wie der Immobilienboom in den USA haben selten nur eine einzige Ursache. In diesem Fall spielten unter anderem Fehlanreize entlang der gesamten Kette von Abschluss, Auszahlung und Verbriefung von Hypothekenkrediten eine Rolle. Hypothekenvermittler, die wenn überhaupt nur von den Bundesstaaten lizenziert waren, interessierten sich wenig dafür, ob ihre Kunden ihre Verpflichtungen wirklich würden erfüllen können – wie den Binder Boys der 1920er-Jahre ging es ihnen nur um die Provision. Hypothekenkreditgeber, die ihre Abschlusskosten und andere Gebühren verdient hatten, sobald sie einen Kredit auszahlten, neigten nicht weniger dazu, mögliche Probleme zu ignorieren. Denn die Kredite wurden anschließend ja verbrieft und an andere Anleger weiterverkauft.

Dass der Kreditstrom in den Wohnimmobilienmarkt und insbesondere das Subprime-Segment von weniger strikten Vergabestandards begleitet wurde, ist nicht zu bestreiten. Wohngebiete mit einem vor dem Boom ungewöhnlich hohen Anteil an Subprime-Kreditnehmern erlebten von 2002 bis 2005 das schnellste Wachstum beim Volumen der Hypothekenkredite. Ähnlich war der Anteil der Hypotheken, die verbrieft oder an Finanzinstitute ohne Verbindung zum ursprünglichen Kreditgeber weitergegeben wurde, in denjenigen Vierteln am höchsten, wo es schon zu Beginn dieser Zeit eine hohe Zahl an Subprime-Hypotheken gegeben hatte. All das ereignete sich, obwohl die Einkommen in diesen Vierteln stagnierten.[1]

Die Ratingagenturen, die eigentlich die Wächter über den Verbriefungsprozess hätten sein sollen, verdienten hohe Gebühren, indem sie Kreditgeber dazu berieten, wie sie ihre CDOs so strukturieren konnten, dass sie AAA-Ratings bekamen. Als Folge davon zögerten sie, einem Wertpapier, an dessen Gestaltung sie beteiligt gewesen waren, ein schlechteres Rating zu geben. Ohnehin konnten die Kreditgeber ihre Prospekte konkurrieren-

den Agenturen zeigen und dann nur das Rating veröffentlichen, das ihre Emission im besten Licht erscheinen ließ.[2]

Deutlich später, im Jahr 2013, erhob das US-Justizministerium eine Zivilklage über 5 Milliarden Dollar gegen Standard & Poor's wegen übertrieben guter Ratings für hypothekenbesicherte Wertpapiere und CDOs auf Wohnimmobilien. Schon 2007, so heißt es in der Klageschrift, war sich die Agentur im Klaren darüber, dass eine Abschwächung des Wohnimmobilienmarkts die Performance von hypothekenbesicherten Wertpapieren aus diesem Bereich gefährde; sie habe aber gezögert, ihre Ratings zu senken, weil sie fürchtete, dadurch Aufträge an Konkurrenten zu verlieren. Als Beleg dafür, dass diejenigen weiter unten in der Nahrungskette des Unternehmens nur zu gut wussten, was sich hier abspielte, führte das Ministerium eine interne E-Mail eines S&P-Analysten mit einer Parodie auf das Lied »Burning Down the House« von den Talking Heads an.[3] Und es beschrieb die Reaktion von S&P auf einen Artikel im Magazin *Fortune*, der die Frage aufwarf, ob die Ratingagenturen der Entwicklung hinterherliefen: Statt über eine Überprüfung ihrer internen Modelle dachte die Agentur darüber nach, eine PR-Firma zu beauftragen.[4]

Anleger hätten es besser wissen müssen, als sich auf Wächter mit derart zweifelhaften Anreizen zu verlassen. Doch die Wertpapiere, um die es hier ging, waren so komplex, dass eine unabhängige Bewertung ihrer Risiken schwierig war. Und wie bei jedem Boom tummelten sich zunehmend naive Anleger am Markt, unter anderem verschlafene Regionalbanken aus Deutschland; dadurch wurde es noch unwahrscheinlicher, dass irgendjemand das Spiel der Ratingagenturen durchschauen würde.[5]

Ebenso hätte man denken können, dass die Kreditgeber aufgrund der Gefahr einer Rufschädigung kein Interesse daran gehabt hätten, mit fragwürdigen Geschäftspraktiken zu arbeiten. Jedoch hatten die Neueinsteiger im Hypothekengeschäft, meist keine Banken und reguliert von bundesstaatlichen statt Bundesbehörden, kaum einen Ruf, den sie hätten verlieren können.[6] Bei dem Boom bei Subprime-Krediten und Verbriefung in den Jahren vor 2007 herrschte dadurch dasselbe »Reputationsdefizit« wie bei Auslandskrediten in den 1920ern. Und selbst wenn es einen Markenwert zu schützen gab, hatten die Manager andere Anreize. Angelo Mozilo zum Beispiel konnte mehr als 400 Millionen Dollar einstreichen, indem er Aktien von Countrywide Credit verkaufte, die er als Teil seines Vergütungspakets bekommen hatte.[7]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Vermittler wurden unterdessen mit einer Struktur namens »Yield Spread Premium« (Zinsaufschlagprämie) dazu verleitet, Kreditnehmer zu Krediten mit höheren Zinsen zu drängen: Wenn ihnen das gelang, bekamen sie einen Anteil des zusätzlichen Gewinns für den Kreditgeber. Am häufigsten war diese Struktur im Subprime-Segment des Marktes zu finden, in dem die Kunden am schlechtesten informiert waren. Eine Studie des Center for Responsible Lending aus dem Jahr 2008 kam zu dem Schluss, dass Kreditnehmer in den ersten vier Jahren durchschnittlich um 5222 Dollar höhere Zinsen bezahlten, wenn sie die Hypothek über einen Vermittler abgeschlossen hatten statt direkt bei einer Bank oder einem anderen Finanzinstitut.[8]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das soll allerdings nicht heißen, dass die Banken sich anständiger verhalten hätten. In einer eidesstattlichen Versicherung beschrieb Elizabeth Jacobson, die bei Wells Fargo in Baltimore arbeitete, wie Kreditsachbearbeiter in armen, hauptsächlich schwarzen Vierteln Kunden zu Subprime-Hypotheken mit hohen Zinsen lenkten, selbst wenn sie auch für bessere Zinsen in Frage gekommen wären.[9] Den Kunden wurde davon abgeraten, Dokumente über ihr Einkommen einzureichen und Anzahlungen zu leisten, sodass sie nur teurere Kredite bekommen konnten. Countrywide Credit, Branchenführer und Pionier bei automatischen Abschlüssen, programmierte seine Systeme so, dass sie die Barreserven von Subprime-Kreditnehmern nicht berücksichtigten, was ebenfalls dazu führte, dass den Kunden keine Kredite mit niedrigeren Kosten angeboten wurden.[10] Der Gewinn von Countrywide bei konventionellen Hypotheken betrug 1-2 % der Darlehenssumme, bei Subprime-Krediten aber soll die Marge bis zu 15 % erreicht haben.[11] Bei vielen dieser teuren Kredite gab es als Lockmittel für die Anfangszeit einen niedrigen Zinssatz; hinzu kamen prohibitiv hohe Vorfälligkeitsentschädigungen, die eine spätere Refinanzierung viel zu teuer machten. Wenn das auf eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine Zahlungsunfähigkeit hinauslief, dann war das ein Problem von jemand anderem, denn die Hypothek wurde ja zum Teil eines Pools, die verbrieft, in Tranchen zerteilt und an andere Anleger weitergereicht wurde.

Im Jahr 2009 schloss das Federal Reserve Board das Tor zum Stall, nachdem das Pferd schon losgerannt war und veröffentlichte einen Regulierungsbescheid, in dem es Zahlungen an Hypothekenvermittler und Kreditsachbearbeiter auf der Grundlage der Zinshöhe für Kreditnehmer untersagte.[12] Im Jahr 2012 einigte sich Wells Fargo in einem Zivilverfahren

außergerichtlich mit dem Justizministerium, das dem Institut überhöhte Zinsen bei 30.000 zu Minderheiten gehörenden Immobilienkäufern vorgeworfen hatte. Als Entschädigung der Kunden bezahlte Wells Fargo 125 Millionen Dollar und spendete außerdem 50 Millionen Dollar für eine Initiative, die Privatpersonen beim Aufbringen der Anzahlung für ihr Haus und bei Renovierungen unterstützt.

Kein Aspekt dieser Krise ist umstrittener als die Frage, welche Rolle die halbstaatlichen Hypothekenagenturen Freddie Mac und Fannie Mae für sie gespielt haben. Fannie Mae, ehemals die Federal National Mortgage Association, wurde 1938 gegründet und sollte Hypotheken von Banken kaufen, damit diese genügend Ressourcen für die Vergabe neuer Kredite haben. Freddie Mac, gegründet 1970 als Federal Home Loan Mortgage Corporation, sollte Konkurrenz für Fannie Mae bringen und enger mit den Sparkassen zusammenarbeiten, weil Fannie sich auf Hypothekenbanken konzentriert hatte.[13]

In den frühen 1980er-Jahren, ungefähr zur selben Zeit, als die US-Sparkassen in eine Krise gerieten, erweiterten die beiden staatlich geförderten Agenturen ihr Geschäft. Sie führten automatisierte Systeme für Prüfung und Kauf von Hypotheken ein. Sie verbrieften Hypotheken, garantierten die darauf basierenden Finanzinstrumente und gaben sie an andere Anleger weiter. Sie kauften hypothekenbesicherte Wertpapiere von anderen Finanzinstituten und nahmen sie in ihre Portfolios mit weiteren Anlagen aus dem Hypothekenbereich auf.

Der Anteil der Hypotheken, die von Fannie oder Freddie verbrieft oder in der eigenen Bilanz gehalten wurden, war die 1970er-Jahre über stabil bei ungefähr 10 %. In den 1980ern aber stieg er durch die neuen Initiativen steil an. Als er Mitte der 1990er-Jahre wieder zu stagnieren begann, machten Fannie und Freddie etwa 40 % des gesamten US-Hypothekenmarktes aus.

Für sich genommen, beweist dieses Wachstum noch gar nichts. Die Expansion von Fannie und Freddie bei Hypothekenkauf und Verbriefung hatte vor allem im Zeitraum 1981 bis 1994 stattgefunden, also lange vor der Blase am Markt für Wohnimmobilien. Doch auch als dieser Markt ab Ende der 1990er-Jahre seine Verankerung verloren hatte, so sagen Kritiker, waren die beiden GSEs (Government-sponsored Entities – als Privat-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

unternehmen organisierte Gesellschaften, die aber eine öffentliche Aufgabe haben und über staatliche Kreditlinien verfügen) noch aktiv und vergaben unbekümmert weitere Hypothekenkredite. Formal gesehen waren sie Privatunternehmen – Freddie wurde von vornherein so gegründet, bei Fannie hatte die Regierung ihre frühere Beteiligung im Jahr 1968 abgegeben. Trotzdem ging man davon aus, dass der Staat hinter ihnen stand. Wenn eines der GSEs in Schwierigkeiten geraten würde, würde der Kongress, so wurde erwartet, sie schon retten, denn schließlich hatten die beiden Institute einen öffentlichen Auftrag.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Weil es notfalls die hilfreiche Hand des Staates gab, mussten Freddie und Fannie weniger Kapital vorhalten als normale Finanzinstitute, und sie mussten ihre Schuldpapiere nicht bei der Securities and Exchange Commission registrieren. Dies verstärkte den Eindruck einer staatlichen Unterstützung, denn eine solche Vorzugsbehandlung gibt es normalerweise nicht für Privatunternehmen, sondern nur für staatliche Stellen. Durch ihre besondere Stellung konnten Fannie und Freddie ihre Aktivitäten billiger finanzieren, was wiederum zu einer besseren Verfügbarkeit von Hypothekenkrediten in den USA beitrug.

Der Housing and Community Act von 1992, unterschrieben von Präsident George W. Bush am Vorabend einer heiß umkämpften Wahl, veränderte dann die Statuten der beiden GSEs dahingehend, dass sie »die Finanzierung von bezahlbarem Wohneigentum zu fördern« hätten. 30 % der von Fannie und Freddie gekauften oder garantierten Hypotheken mussten jetzt von Personen aus Vierteln mit »niedrigem und mäßigem Einkommen« stammen. Als 1999 eine weitere Präsidentschaft zu Ende ging, ermunterte die Clinton-Regierung Fannie Mae, mehr Kredite an weniger wohlhabende Hauseigentümer in schwierigen Innenstadt-Bezirken aufzukaufen. Im Jahr 2000, nur eine Woche vor der Wahl im November, wurde die 30-Prozent-Vorgabe für Hypotheken aus niedrigen und mäßigen Einkommensschichten auf 50 % erhöht.

Die Ziele der Regierung in Bezug auf »bezahlbares Wohneigentum« passten bestens zu den Ambitionen des ehrgeizigen neuen CEOs von Fannie Mae, Franklin Delano Raines. Aufgewachsen in bescheidenen Verhältnissen in einem von seinem Vater selbst gebauten Haus, machte Raines Abschlüsse am Harvard College und an der Harvard Law School und studierte als Rhodes-Stipendiat. Nachdem er Positionen sowohl in der Nixon- als auch der Carter-Administration innegehabt hatte (was nicht so

einfach zu bewerkstelligen war), wurde er General Partner bei der Investmentfirma Lazard Frères. Als CEO von Fannie Mae war er dann der erste Afroamerikaner an der Spitze eines Fortune-500-Unternehmens. Raines wollte unbedingt auf sich aufmerksam machen und verkündete das Ziel, den Gewinn von Fannie Mae innerhalb von fünf Jahren zu verdoppeln. Erreichen wollte er das angesichts der rasiermesserdünnen Margen in diesem Geschäft hauptsächlich über eine Vergrößerung des Hypotheken-Portfolios mithilfe der günstigen Finanzierungsmöglichkeiten.

Von 1995 bis 2003 nahm der Anteil der bei Fannie Mae und Freddie Mac geführten Hypotheken noch weiter zu, von knapp unter 40 % auf 50 % des Gesamtvolumens. Agile Unternehmen wie Countrywide gründeten Tochtergesellschaften mit dem expliziten Ziel, Hypotheken an die beiden GSEs zu verkaufen. Im Jahr 2003 kaufte Fannie Mae schon mehr als 70 % aller von Countrywide vergebenen Hypotheken. Als Wall-Street-Institute dann anboten, die dafür nicht in Frage kommenden Hypotheken von Countrywide (Subprime- und andere Hypotheken, die nicht den Standards der GSEs entsprachen) zu kaufen und zu verbriefen, verringerte Fannie Mae seine Anforderungen, um Marktanteilsverluste zu vermeiden. Fannie Mae und Freddie Mac seien der Wall Street eher gefolgt, als sie zu führen, erklärte dazu später Phil Angelides, Vorsitzender der Financial Crisis Inquiry Commission.[14] Doch das machte ihre Aktivitäten nicht weniger bedeutend. So gesehen spielten die beiden halbstaatlichen Gesellschaften also tatsächlich eine wichtige Rolle beim Entstehen des Hypotheken-Booms.

Andere Tatsachen aber unterstützen diesen Befund weniger. Von 2003 bis 2006 sank der Anteil der von Freddie Mac und Fannie Mae gekauften US-Hypotheken von 50 % auf 30 %.[15] Im Jahr 2003 gab Freddie Mac bekannt, sich bei den Angaben zu den Gewinnen in den Vorjahren um fast 5 Milliarden Dollar verrechnet zu haben; ähnliche Bilanzierungsprobleme wurden bald auch bei Fannie Mae bekannt. Der Skandal zwang Raines im Dezember 2004 zum Rücktritt.[16] Als Reaktion darauf gaben die Regulierer strengere Grenzen für die Kreditvergabe durch die GSEs vor. Andere Anbieter sprangen bereitwillig in die Bresche – in den drei Jahren ab 2003 verdreifachte sich der Anteil der verbrieften Hypotheken, die von anderen Gesellschaften als Fannie und Freddie gehalten wurden. In den späteren Phasen wurde der Boom also nicht mehr von den GSEs, sondern von normalen Finanzinstituten angetrieben.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Was für den Markt allgemein galt, galt insbesondere auch für sein Subprime-Segment. Der Anteil der Subprime- oder Beinahe-Subprime-Hypotheken (letztere bezeichnet als Alternative A oder Alt-A), die nicht von Fannie Mae oder Freddie Mac gekauft und verbrieft wurden, vervierfachte sich. Von 2004 bis 2007 sank der Anteil der in verbriefter Form weiterverkauften Subprime-Hypotheken, die von Fannie und Freddie gehalten wurden, von fast der Hälfte auf weniger als ein Viertel. Mit anderen Worten: Auf dem Höhepunkt des Wohnimmobilienbooms stammte ein zunehmender Anteil der Hypothekendarlehen, allgemein und insbesondere im Subprime-Segment, aus anderen Quellen – nämlich von Hedgefonds, Investmentbanken und ausländischen Instituten, die sich mit hypothekenbesicherten CDOs vollluden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wenn man also Fannie Mae und Freddie Mac die Schuld an der Blase geben möchte, braucht man eine etwas kompliziertere Logik. Sie könnte lauten, dass der Privatsektor von den GSEs aus dem Markt für konventionelle Hypotheken herausgedrängt wurde, sodass er mit einem Umstieg auf riskantere Varianten reagierte. Alternativ könnte man argumentieren, die Portfolios von Fannie und Freddie seien so groß geworden, dass ihr Zusammenbruch den Häusermarkt und die ganze Volkswirtschaft der USA destabilisiert hätte – was die Regierung von George W. Bush, ungeachtet ihres marktwirtschaftlichen Anstrichs, unbedingt vermeiden wollte. Von der Fed als Helfer der Regierung konnte man deshalb erwarten, dass sie alles Nötige tun würde, um einen deutlichen Rückgang der Häuserpreise zu verhindern. Anleger waren sich dessen bewusst und sahen sich dadurch ermutigt, sich kopfüber in das tiefe Ende des Hypotheken-Verbriefungspools zu stürzen.

Möglicherweise gab es also die Vorstellung, dass der »Greenspan-Bernanke-Put« nicht nur eine Stabilisierung des Aktienmarktes sicherstellte, sondern auch der Häuserpreise. Doch wenn dem so war, dann sollte sich diese Einschätzung als verheerend falsch erweisen.

Falsche Anreize zur Lockerung der Kreditstandards mag es reichlich gegeben haben, doch die Kredite mussten immer noch finanziert werden. An diesem Punkt kam die Politik der Federal Reserve ins Spiel.

Der Beitrag der Fed lässt sich zurückverfolgen bis zum Ende der Technologieblase im Jahr 2000 und den Anschlägen von Al Kaida auf die Zwil-

lingstürme in New York. In der Sorge, dass diese Schocks Stimmung und Wirtschaftswachstum belasten würden, senkte der Offenmarktausschuss (Federal Open Market Committee – FOMC) die Federal Funds Rate (also den Zins, zu dem sich die Banken gegenseitig Reserven leihen und der den Zielzins der Fed darstellt) von mehr als 6 % auf unter 2 %.[17]

Zudem war die Inflation bereits niedrig, und die FOMC-Mitglieder befürchteten, wenn die Wirtschaft noch schwächer würde, könnte es in den USA zu Deflation im japanischen Stil kommen, aus der es keinen Entkommen mehr gäbe. Im Juni 2002 veröffentlichten Mitarbeiter des Federal Reserve Board eine Analyse darüber, wie Japan in die Deflationsfalle geraten war, und stellten dabei das halbherzige Vorgehen der Bank of Japan heraus. Ben Bernanke, neu ins Board of Governors der Fed berufen, hielt eine viel beachtete Rede über die Gefahren von Deflation. Schon zuvor hatte er als Professor an der Princeton University eine Reihe von Fachaufsätzen geschrieben, in denen er die Bank of Japan kritisierte, nicht genug unternommen zu haben.[18] »Wenn die Inflation bereits niedrig ist und sich die Fundamentaldaten der Volkswirtschaft plötzlich abschwächen, sollte die Zentralbank bei Zinssenkungen präventiver und aggressiver vorgehen als üblich«, argumentierte er jetzt unter Berufung auf die Analyse seiner Mitarbeiter.[19] In den FOMC-Sitzungen trat er für präventive Maßnahmen ein und gewann die Unterstützung des Vorsitzenden Greenspan, der seinerseits warnte, der Ausschuss habe es mit einer »latent deflationären Wirtschaftslage« zu tun. Dies seien »ziemlich beängstigende Aussichten«, sagte Greenspan zu seinen Kollegen, »die wir mit Sicherheit vermeiden wollen«.[20]

Allerdings stand der Leitzins der Fed zu dieser Zeit bereits bei relativ niedrigen 2 %. »Präventiv und aggressiv« zu reagieren, wie von Bernanke gefordert, bedeutete deshalb, die Zinsen weiter zu senken und sie auf einem extrem niedrigen Niveau zu belassen, bis die Deflationsgefahr gebannt war. Tatsächlich wurde die Federal Funds Rate dann bis Mai 2004 bei einem bescheidenen Monatsdurchschnitt von 1 % gehalten.

Später stellte das National Bureau of Economic Research als der offizielle Schiedsrichter in solchen Angelegenheiten fest, dass der Tiefpunkt des Konjunkturzyklus zehn Quartale zuvor, im November 2001, erreicht worden war.[21] Fairerweise muss man hier erwähnen, dass das zuständige Business Cycle Dating Committee des Wirtschaftsforschungsinstituts mit solchen Angaben wartet, bis endgültige Daten vorliegen – anders als das

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

FOMC, das seine Entscheidungen in Echtzeit treffen muss. Im Rückblick lässt sich sagen, dass die Fed das Deflationsrisiko überschätzt und *zu* präventiv und aggressiv reagiert hat. Als Kenner Japans und der Großen Depression war Bernanke in Bezug auf Deflationsgefahren zudem möglicherweise übermäßig sensibel. Mit anderen Worten: Geschichtskenntnisse mögen Geldpolitikern dabei helfen zu erkennen, wie auf bestimmte Risiken zu reagieren ist – zugleich aber können sie ihre Erwartungen so leiten und beeinflussen, dass Risiken vergrößert werden (was Fed-Historiker mit Blick auf die Erfahrungen der Zentralbank mit der Real Bills Doctrine in den 1930er-Jahren eigentlich gut hätten wissen müssen).

Auch verzerrte Daten könnten eine Rolle für die übertriebenen Deflationssorgen der Fed gespielt haben. Nach den damaligen Angaben war der Deflator für die persönlichen Konsumausgaben, bereinigt um die volatilen Preise für Lebensmittel und Kraftstoff, im Jahr 2003 auf unter 1 % gefallen, was gefährlich nah am negativen Bereich lag. Erst spätere Revisionen zeigten, dass die Inflation in Wirklichkeit nie unter 1,5 % gelegen hatte und mittlerweile in einem sicheren Anstieg begriffen war.[22] So kam es, dass die wahre Deflationsgefahr erst 2009 entstand, nach dem Platzen der Wohnimmobilienblase. An diesem Punkt wiederum, so könnte man argumentieren, erwies sich Bernankes erhöhte Aversion gegenüber Deflation dann doch noch als nützlich.

Bis zur zweiten Jahreshälfte 2004 war die Deflationsangst wieder verschwunden. Das FOMC machte sich daran, seinen Leitzins zu normalisieren. Das Tempo dieser Normalisierung war jedoch durch den Wunsch begrenzt, keinesfalls den Aufschwung abzuwürgen. 2004 stand erneut eine Präsidentschaftswahl an. Schnelle Zinserhöhungen, die auch nur eine geringe Gefahr für den Aufschwung bedeuteten, hätten – ob zurecht oder nicht – als Einflussnahme auf das politische Geschehen verstanden werden können.

Also blieben die Zinsen in den Jahren 2004 und 2005 über deutlich unter dem Niveau, das die Fed normalerweise anvisierte. Konkret blieben sie unter dem Wert, der sich aus der sogenannten Taylor-Regel ergab. Entwickelt hatte diese Daumenregel der Stanford-Ökonom John Taylor, indem er den historischen Zusammenhang zwischen dem Fed-Leitzins Federal Funds Rate auf der einen Seite und Inflation sowie der Differenz zwischen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

tatsächlicher und potenzieller Produktion auf der anderen Seite analysierte. Gedacht als Erklärung für das, was in der Vergangenheit einigermaßen funktioniert hatte, wurde diese Regel rasch zur Richtschnur für die Geldpolitik mit Blick auf die Zukunft. Nach Taylor lag die Federal Funds Rate Anfang 2004 volle drei Prozentpunkte unter ihrem normalen Wert, und die Fed brauchte noch mehr als zwei weitere Jahre, um diese Diskrepanz verschwinden zu lassen.[23]

Anders als in den Jahren 1925 bis 1927, als die Zinsen in den USA ebenfalls ungewöhnlich niedrig waren, war die Entscheidung dafür dieses Mal eher inländisch als international motiviert. Der Fed ging es darum, Deflation in den USA zu verhindern, nicht darum, anderen Ländern bei ihren Zahlungsbilanzproblemen beizustehen. Doch auch wenn die Motivation eine andere gewesen sein mag, die finanziellen Folgen waren dieselben: Angesichts niedriger Zinsen für Treasury Bills und andere kurzlaufende Papiere suchten Anleger woanders nach Rendite. Sie kauften Wertpapiere mit längeren Laufzeiten, nicht nur US-Staatsanleihen, sondern auch mit Wohnhypotheken besicherte Papiere, was die langfristigen Zinsen drückte – auch die für Hypothekenkredite. Häuserpreise und Baubeginne sind bekannt dafür, dass sie stark auf die Zinsentwicklung reagieren. Von daher kommt das später beliebte Argument, auch die Fed habe große Verantwortung getragen für den Bauboom und die Blase bei Wohnimmobilien.[24]

Die Architekten dieser Geldpolitik aber waren überzeugt, eine katastrophale Deflation abgewendet und dabei nur marginal zu Exzessen am Häusermarkt beigetragen zu haben. Analysen von Mitarbeitern der Federal Reserve legten nahe, dass die niedrigen Zinsen kaum Auswirkungen auf den Häusermarkt gehabt hätten. Wichtiger sei das gewesen, was die Zentralbankforscher als »spezifische Schocks bei Wohnimmobilien« bezeichneten – eine Umschreibung für Preisentwicklungen, die ansonsten nicht zu erklären waren.[25] Offenbar gingen die Haushalte langfristige Verpflichtungen in Form von Hypotheken über 30 Jahre ein, und die Anleger wagten sich an riskante Anlagen in Form von hypothekenbesicherten Wertpapieren – beides in einem größeren Ausmaß, als sich durch die historischen Zusammenhänge bei Zinsen, Wirtschaftswachstum und Inflation allein erklären ließ.

Die Erklärung für den Boom, so schlussfolgerten hinterher Fed-Vertreter wie Donald Kohn, stellvertretender Vorsitzender unter Bernanke, liege

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

weniger in niedrigeren Zinsen als darin, dass die Wirtschaft stabiler und die Einkommen dadurch besser vorhersagbar geworden seien.[26] Die Tatsache oder zumindest der Glaube daran, dass Produktion und Beschäftigung jetzt weniger volatil seien, führte zu höherer Risikobereitschaft. Haushalte glaubten, ihre Einkommen seien jetzt stabiler, und hatten deshalb weniger Bedenken, sich zu verschulden. Anleger wiederum hatten weniger Bedenken, für mehr Rendite Risiken einzugehen. Die Parallelen zu den 1920er-Jahren, als man ebenfalls der Meinung war, den Konjunkturzyklus gezähmt zu haben, wären hier nur zu deutlich zu erkennen gewesen – wenn irgendjemand sich die Mühe gemacht hätte hinzuschauen.

Statistiker datieren den Anfang der »Great Moderation«, wie der Rückgang bei den Schwankungen im Konjunkturzyklus bezeichnet wurde, auf die späten 1980er-Jahre. Sie begann also, nachdem die Fed auf ein neues Modell umgestiegen war, in dem niedrige und stabile Inflation Priorität hatte. Das wiederum stärkte den Glauben daran, für die erhöhte Stabilität sei die verbesserte Geldpolitik verantwortlich. Auch hier sind die Parallelen zu der Scheinstabilität der 1920er-Jahre, die ebenfalls mit Innovationen im Zentralbankwesen erklärt wurde, nur zu offensichtlich.

Ob das veränderte Vorgehen der Federal Reserve wirklich der wichtigste Faktor für die »Great Moderation« war, ist bis heute umstritten. Manche Experten bejahen dies, andere aber glauben, die geringeren Ausschläge im Konjunkturzyklus seien eher auf bloßes Glück zurückzuführen – insbesondere auf das Ausbleiben von Ölpreisschocks.[27] Als die »Great Moderation« später zunehmend als ein Teil des Problems angesehen wurde, waren die Politiker jedenfalls nur zu gern bereit, jede Beteiligung daran zurückzuweisen.

Doch selbst wenn die niedrigen Langfristzinsen Teil des Problems waren, waren sie noch niedriger, als sich allein durch die Fed-Politik hätte erklären lassen. Dies war das »Rätsel« des Anleihenmarktes, von dem der Vorsitzende Greenspan in seiner Aussage vor dem Kongress im Februar 2005 sprach und das er später noch mehrmals erwähnte. Von Mitte 2004 bis Mitte 2005 hatten die Renditen von zehnjährigen US-Treasurys keinerlei Neigung zum Ansteigen gezeigt, obwohl die Fed die kurzfristigen Zinsen anhob. Im Gegenteil gingen die Zinsen für zehnjährige US-Anleihen in dieser Zeit sogar zurück, und zwar von 4,7 % auf 4,0 %.[28] Und die Zinsen für konventionelle Hypotheken folgten ihnen.[29]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Erklärung, so argumentierte Greenspan, liege in einer »tektonischen Verschiebung« in China und anderen Schwellenländern weg von zentraler Planung hin zu marktorientiertem Wachstum.[30] Diese schnell wachsenden Volkswirtschaften waren zugleich starke Sparer, denn ihre Arbeitnehmer hatten jetzt höhere Einkommen, die sie für später zurücklegen konnten. Im Fall von China war dies jedoch nicht die einzige Ursache für das Problem (falls man bei übermäßigem Sparwillen von einem Problem sprechen kann): Auch die staatseigenen Unternehmen horteten ihre Gewinne und trugen so zu den hohen Ersparnissen im Land bei. Sie profitierten von privilegiertem Zugang zu den Märkten im Inland. Politiker übten wenig Druck auf sie aus, ihre Gewinne auszuschütten oder sie in den allgemeinen Staatshaushalt zu überführen. Ihren Managern wiederum war vor allem am Aufbau von Firmenimperien gelegen, was am besten möglich war, indem sie die Gewinne reinvestierten. Ein Viertel des chinesischen Nationaleinkommens wurde also von den Haushalten gespart, ein weiteres Viertel von den Unternehmen einbehalten, sodass China auf dem Höhepunkt im Jahr 2006 außergewöhnliche 50 % seines BIP sparte oder investierte.

Diesen fast peinlichen Reichtum vernünftig unterzubringen, war nicht einfach. Andere Länder wie Thailand oder Südkorea, die ähnliche »Wirtschaftswunder« erlebt hatten, hatten es versucht, mussten dabei aber eine schmerzhafte Lektion über die Gefahren unproduktiver Investitionen lernen. In der asiatischen Finanzkrise 1997/98 fanden ihre Mitte des Jahrzehnts begonnenen Booms, die von Banken mit der Finanzierung fragwürdiger Projekte von Immobilienentwicklern und Unternehmenskonglomeraten unterstützt worden waren, ein jähes Ende. Die Lehre daraus: Es war sicherer, nur vorsichtig zu investieren und sich dabei auf hochwertige Projekte zu konzentrieren. Wenn das weniger Wachstum bedeutete, dann war es diesen Preis wert, vor allem wenn man dadurch nicht beim Internationalen Währungsfonds um Hilfe betteln musste.

Weniger Investitionen bedeuteten allerdings, dass andere Verwendungsmöglichkeiten für die im Überfluss vorhandenen Ersparnisse Asiens gefunden werden mussten. Ein denkbares Ziel war der Markt für Staatsanleihen, doch in Asien selbst gab es nur wenige davon. Das begrenzte Angebot wurde von Pensionsfonds und Versicherungen weggeschnappt und bis zum Ende der Laufzeiten gehalten, sodass die asiatischen Anleihenmärkte, soweit es sie überhaupt gab, relativ illiquide waren.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Für die USA galt natürlich genau das Gegenteil. Der Markt für US-Treasurys war der größte und liquideste Einzelfinanzmarkt der Welt. Die Regierung der USA legte immer mehr Anleihen auf, um die Defizite durch die Rezession 2001, die Steuersenkungen unter Bush sowie die Kriege in Irak und Afghanistan zu finanzieren. Und wenn das nicht genug war, um die Nachfrage zu befriedigen, gab es ja immer noch die höher verzinsten Wertpapiere von Fannie Mae und Freddie Mac.

Also kauften die asiatischen Staaten massenhaft US-Staatsanleihen und Papiere der beiden GSEs. Weil diese Käufe zusätzlich den Dollar stärkten und die lokalen Währungen schwächten, hielten sie auch Asiens Exportmotor am Laufen. Insbesondere in China trug die Praxis dazu bei, die Exportindustrien zu unterstützen, die das Wachstum im Land antrieben.[31]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Schätzungen über die Auswirkungen dieser »globalen Sparschwemme«, wie der damalige Fed-Gouverneur Bernanke dazu sagte, auf die langfristigen Zinsen reichten bis zu zwei vollen Prozentpunkten.[32] Um zwei Prozentpunkte niedrigere langfristige Zinsen waren mehr als genug, um direkte Wirkung am Häusermarkt zu zeigen. Dies war die Verteidigung von Greenspan und Bernanke: Nicht etwa sie, sondern China habe den Kredit-Tsunami ausgelöst, der in den Häusermarkt floss. Weil China und andere Schwellenländer weniger investierten, als sie sparten, musste eben jemand anderes mehr investieren. Zufälligerweise war dieser Jemand die USA, wo die zusätzlichen Investitionen die Form von mehr Wohnbauaktivität annahmen.

Die Fed hätte vielleicht versuchen können, dieser Entwicklung mit höheren Zinsen entgegenzuwirken, doch es war nicht sicher, wie stabil der laufende Aufschwung war. Im Jahr 2003, als Zentralbanker aus den USA und anderen Ländern damit begannen, auf die Auswirkungen von Treasury-Käufen durch China hinzuweisen, lag das BIP-Wachstum in den USA unter 1 % – deutlich weniger, als bei einer Erholung nach einer Rezession sonst üblich ist. Vor diesem Hintergrund war hohe Bauaktivität sehr willkommen. Der Anstieg der Häuserpreise brachte zwar Risiken mit sich, doch Geldpolitik war ein stumpfes Instrument dagegen, zumal sie zu höherer Arbeitslosigkeit und höheren Deflationsrisiken hätte führen können. Erinnerungen an das letzte Mal, als die Fed im Jahr 1929 mittels Zinspolitik versucht hatte, eine Blase bei Vermögenspreisen schrumpfen zu lassen, dienten hier als abschreckendes Beispiel.

Vor allem aber gab es eine in tiefer Ideologie verwurzelte Abneigung dagegen, es besser wissen zu wollen als die Märkte. Ganz im Gegenteil

konnte man auch argumentieren, dass doch alles bestens sei. Die USA konnten auf reichlich ausländische Ersparnisse zugreifen und so ihre Haushaltsdefizite und die Bauaktivität billiger finanzieren, sodass die niedrigen Ersparnisse im Inland weder hohen Staatsausgaben noch intensiver Bautätigkeit entgegenstanden. Wenn die US-Haushalte mehr Geld ausgaben, so hieß es, dann lag dies an der absehbaren Steigerung des Produktivitätswachstums und an den höheren Einkommen, mit denen die USA aufgrund ihrer einzigartigen Fähigkeit zur Nutzung neuer Informationstechnologien rechnen konnten. All das war verstörend ähnlich zu den 1920er-Jahren, als argumentiert wurde, Elektrifizierung und Fließbänder hätten eine dauerhafte Beschleunigung bei Produktivitäts- und Einkommenszuwächsen eingeläutet. Doch das spielte keine Rolle. China konnte seinen Weg zu höherer Wirtschaftsleistung über Exporte beschreiten und hatte gleichzeitig eine liquide Anlagemöglichkeit für seine Ersparnisse. Die USA importierten chinesische Produkte und exportierten sichere und liquide Vermögenswerte, China tat das Gegenteil davon. Es war die beste aller Welten.

Einige Beobachter meldeten Zweifel an der Nachhaltigkeit dieses Geschehens an. Es gebe Grenzen dafür, wie viel Geld China zu verleihen bereit sei, um den Kauf seiner Güter durch die USA zu ermöglichen, warnten sie. Früher oder später werde das Land seine Produktionsstärke für mehr eigenen Konsum nutzen wollen, sodass der Kapitalstrom in die US-Märkte austrocknen würde.

Jedoch gab es keine Einigkeit darüber, wann dies geschehen würde. Skeptiker verwiesen darauf, dass auch die USA nur begrenzt in der Lage waren, sichere Anlagemöglichkeiten zu schaffen – zu viel davon, und ihr Status als sicherer Hafen wäre gefährdet und China würde den Stecker ziehen. Dies weckte Ängste in Bezug auf die Frage, was passieren würde, wenn die Musik aufhört, wie es Chuck Prince in seiner Zeit als Chairman und Chief Executive von Citigroup formulierte.

Leider konzentrierte sich fast jeder, der den Zusammenhang zwischen Sparen in China und Zinsen in den USA erkannte, auf die Frage, was passieren würde, wenn die Chinesen plötzlich nicht mehr bereit wären, Leistungsbilanzdefizite der USA zu finanzieren – so wie 1928 die Bereitschaft der USA verschwunden war, deutsche Defizite zu finanzieren. Die Zinsen in den USA würden in die Höhe schießen. Billige Finanzierung aus dem Ausland wäre nicht mehr verfügbar, sodass das US-Leistungsbilanzdefizit

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

auf einen Schlag beseitigt werden müsste. Der Dollar, dem es dann an Unterstützung durch das Ausland fehlen würde, würde auf dem Devisenmarkt einbrechen.

Wie wir seit den darauffolgenden Ereignissen wissen, hatten die Kritiker recht mit ihren Befürchtungen. Mit ihrer Fokussierung auf die Risiken für Wechselkurs und Zahlungsbilanz aber lagen sie falsch: Die kritischen Ungleichgewichte entstanden nicht am Devisenmarkt, sondern bei Immobilien und Verbriefungen. Mit diesen Problemen hatten sich jedoch leider nur wenige jener Beobachter beschäftigt, die Fragen über die Nachhaltigkeit der Situation aufgeworfen hatten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 6
Luftschlösser in Spanien

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Nicht nur die USA erlebten zur Jahrtausendwende einen Boom bei Wohnimmobilien – auch Irland und Spanien mussten sich in Bezug auf Exzesse am Häusermarkt vor niemandem verstecken. In den USA stiegen die Preise für Wohnimmobilien von 1997 bis 2006 um 125 %, doch im Vergleich mit Spanien, wo der Preiszuwachs 175 % erreichte, und Irland mit unglaublichen 260 % war das nicht einmal besonders viel.[1] Im Jahrzehnt bis 2005 wurden in Irland mit seinen nur 4,5 Millionen Einwohnern 550.000 neue Wohnhäuser gebaut, was dauerhafte Narben in der idyllischen Landschaft hinterließ, die William Butler Yeats einst so wortgewaltig gefeiert hat.

Die Auswirkungen mögen dieselben gewesen sein, doch die Ursachen waren ganz unterschiedlich. Weder in Spanien noch in Irland wurden in großem Umfang Verbriefungen von Hypotheken betrieben.[2] Keines der beiden Länder hatte halbstaatliche Hypothekengesellschaften wie Fannie Mae und Freddie Mac. Der Wohnimmobilienboom in Irland war stattdessen ein ungeplantes Stiefkind des wirtschaftlichen Erfolgs. Noch bis Mitte der 1980er-Jahre hatte die Republik als einer der wirtschaftlich Kranken Europas gegolten, belastet von niedriger Produktivität und schwachem Wachstum. Ab 1986 dann begann die irische Regierung, den Staatshaushalt auszugleichen, Steuern zu senken und den Wechselkurs der Landeswährung abzuwerten, um Exporte wettbewerbsfähiger zu machen. Ausländische Unternehmen wurden mit der Möglichkeit angelockt, technische Produktion und Dienstleistungen in ein Land mit niedrigen Löhnen zu verlagern, in dem die Muttersprache der Bevölkerung Englisch ist – und die Steuerregeln für Unternehmensgewinne mehr als günstig! In den 1990er-Jahren beschleunigte sich durch den Zustrom solcher ausländischen Investitionen das Wachstum von Einkommen und Wirtschaft. Ob dieses Wachstum eine Zunahme bei der Nachfrage nach Wohnraum

in dem Ausmaß rechtfertigte, wie sie dann später zu beobachten war, ist allerdings eine ganz andere Frage.

In Spanien wurde der Boom beim Bau von Wohnimmobilien unter anderem davon angetrieben, dass Nordeuropäer Ferienhäuser in sonnigeren Gefilden kauften, ähnlich wie es US-Bürger aus New England in den 1920er-Jahren nach Florida gezogen hatte. Das allerdings erklärt nicht den Bau von Projekten mit vielen Einheiten in den Vororten der spanischen Großstädte, die für inländische Haushalte vorgesehen waren; manche davon, wie Ciudad Valdeluz nördlich von Madrid, wurden nach dem Platzen der Blase zu Geisterstädten. Diesen Teil des Booms hatte das Land der begeisterten Kreditvergabe durch seine Banken, vor allem die regionalen Sparkassen oder *cajas*, zu verdanken.

Die Bedeutung der Bankkredite in Irland und Spanien lässt zugleich die größte Gemeinsamkeit mit den USA erkennen: einen enormen Kreditboom, der große Mengen billiger Finanzierungen in den Immobiliensektor pumpte. Der Unterschied dabei liegt in der Quelle für diese Kredite. In den USA beruhte der Boom auf Deregulierung und Verbriefung, unterstützt und begünstigt von lockerer Geldpolitik und globalen Ungleichgewichten. In Irland, Spanien und großen Teilen des übrigen Südeuropa wurde er stattdessen vom Euro getrieben.

Dass die Auswirkungen der Euro-Einführung am stärksten auf den Immobilienmärkten und an der Peripherie der europäischen Volkswirtschaft zu spüren sein würde, hatten die Väter der Währungsunion nicht erwartet. Das Euro-Projekt hatte sich, wie der größere Prozess der europäischen Integration, stets auf Deutschland und Frankreich konzentriert. Für Frankreich war die Integration der nationalen Volkswirtschaften in Europa eine Möglichkeit, die wirtschaftliche Macht Deutschlands im Zaum zu halten, was nach dem Zweiten Weltkrieg hohe Priorität besaß. Nach der deutschen Wiedervereinigung wurde das Thema erneut akut, denn die Vergrößerung der Bundesrepublik drohte das wirtschaftliche Gleichgewicht zwischen den beiden Ländern zu zerstören.

Der französischen Führung war klar, dass alles, was innereuropäischen Handel begünstigte, bei deutschen Unternehmen auf Interesse stoßen würde. Die Etablierung von Institutionen zur Wirtschaftssteuerung auf europäischer Ebene, so argumentierte sie, würde die deutsche Politik interna-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

tionalen Kontrollen unterwerfen.[3] Für die Franzosen war eine gemeinsame Währung der entscheidende Bestandteil für eine immer tiefer gehende wirtschaftliche Integration bis zu dem Punkt, ab dem sie unumkehrbar würde. Der Währungsexperte Jacques Rueff, der in höherem Alter Wirtschaftsberater für Charles de Gaulle war, formulierte es so: »Europa wird aus Geld gemacht, oder es wird nicht gemacht.« Auffallend ähnlich äußerte sich François Mitterrand, Frankreichs Präsident in den Jahren 1992 und 1993, in denen die Entscheidung darüber fiel, eine Währungsunion anzustreben: »Ohne ein gemeinsames Währungssystem gibt es kein Europa.«[4]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Lauf der Zeit haben diese Aussagen eine ironische Nebenbedeutung bekommen. Die geldpolitische Integration scheint inzwischen nicht mehr unbedingt unumkehrbar zu sein. Ein Prozess, der dazu dienen sollte, Europa und insbesondere Deutschland zu tieferer Integration zu zwingen, droht nun den Kontinent zu zerreißen. Doch die Festlegung der französischen Führung auf wirtschaftliche und monetäre Integration war ernst gemeint. Sie wurzelte in sehr realen Erinnerungen an mehr als ein Jahrhundert der Konflikte mit Deutschland.

Die deutschen Politiker wiederum sahen Europa als ein Vehikel, über das die Bundesrepublik nach dem Zweiten Weltkrieg ihre außenpolitischen Ambitionen verfolgen könnte, ohne ihre Nachbarn zu verängstigen. Eine europäische Außenpolitik samt Außenminister und Armee sollte die Deckung bieten, hinter der das Land seine eigenen Ziele verfolgen konnte. Dies war nach dem Zweiten Weltkrieg die Strategie Deutschlands, um erst seine Souveränität und dann seinen Platz auf der Weltbühne wiederzugewinnen, formuliert von Bundeskanzler Konrad Adenauer. In den 1960er-Jahren dann hob der nicht weniger listige Willy Brandt, 1966 bis 1969 Außenminister im Kabinett Kiesinger, die Währungsunion als Teil eines Pakets von Integrationsmaßnahmen heraus, die Frankreich angeboten werden müssten, um dessen Zustimmung zu den deutschen außenpolitischen Ambitionen zu bekommen. Dadurch wurde die Währungsunion zu einer naheliegenden Konzession, als Helmut Kohl, der Bundeskanzler mit der bislang längsten Amtszeit im Nachkriegsdeutschland, die französische Zustimmung zur deutschen Wiedervereinigung einholen musste.

Jede kurze Beschreibung eines Prozesses, der so komplex ist wie die europäische Integration, muss notwendigerweise vereinfachend ausfallen. Hier liegt die entscheidende Vereinfachung darin, dass Frankreich eine wirtschaftliche Integration angestrebt habe und Deutschland eine politische,

und dass diese beiden Aspekte die Grundlage für eine Einigung bildeten. Natürlich gab es aber auch in Deutschland Personen, insbesondere Vertreter der Deutschen Bundesbank, die einer monetären Integration zur Förderung der politischen widersprachen; in Frankreich wiederum gab es unter anderem führende Technokraten, die eine politische Integration ebenso forderten wie die wirtschaftliche. Trotzdem war dies der Kern der Einigung. Mit Schaffung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft im Jahr 1957, dem Binnenmarkt ohne Schranken für den Transfer von Gütern, Kapital und Arbeitskräften im Jahr 1992 sowie dem Euro in 1999 erreichten die Franzosen schnelle Ergebnisse. Die Deutschen kamen langsamer voran, hielten aber nicht weniger entschlossen an ihrem Ziel fest.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Natürlich wussten die deutschen Politiker, dass es einfacher ist, ein wenig an Regeln für die Wirtschaft herumzuschrauben, als eine politische Union zu schaffen. Die Gestaltung eines Freihandelsgebiet, eines Binnenmarkts und sogar einer gemeinsamen Währung konnte man Technokraten überlassen. Wenn es nationale Empfindlichkeiten gab, konnte man Schutzmaßnahmen vorsehen. Um Widerstand durch mächtige Partikularinteressen zu vermeiden, konnte man für französische und deutsche Bauern eine Sonderbehandlung vorsehen, als Europa zum Freihandelsraum wurde. Ein Binnenmarkt erforderte vielleicht einen mächtigen europäischen Kommissar zur Durchsetzung der gemeinsamen Wettbewerbspolitik, doch heikle Gebiete wie die Bankenregulierung konnten in der Hand von nationalen Behörden bleiben. Um Deutschland zu beruhigen, dass der Euro keine Inflationsmaschine werden würde, konnte man von den Mitgliedsstaaten verlangen, ihre Zentralbanken nach dem Vorbild der Bundesbank unabhängig zu machen, wie von Kohl beharrlich gefordert.

Die *politische* Union war erwartungsgemäß eine härtere Nuss. Souveränität an die Europäische Union abzugeben, war sogar für Deutschland politisch heikel, obwohl sich mehrere seiner Regierungen in Folge dafür ausgesprochen hatten. Nationalismus hatte im Deutschland der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts zwar einen negativen Beigeschmack, doch völlig verschwunden war er nicht. Und die französischen Politiker waren zu politischer Integration nur unter der Bedingung bereit, dass sie wichtige Posten besetzten und die Regeln bestimmten. Deshalb war jedem klar: Die politische Union würde mehr Zeit in Anspruch nehmen als der Übergang zur Währungsunion, der von der Unterzeichnung des Maastrichter Vertrags 1992 bis zur Geburt des Euro 1999 sieben Jahre gedauert hatte.

Der Haken daran war, dass Deutschland sich mit einer Wirtschafts- und Währungsunion ohne politische Union nicht einverstanden erklärt hatte. Und was politisch problematisch war, bereitete auch wirtschaftlich Probleme. Eine reibungslos funktionierende Währungsunion erfordert ein staatenübergreifendes System von Steuern und Transferzahlungen wie in den USA. Eine einheitliche Währung und ein einheitlicher Finanzmarkt brauchen eine einheitliche Regulierungsbehörde, eine gemeinsame Einlagensicherung und einen gemeinsamen Fonds zur Abwicklung zahlungsunfähiger Banken – was später als Bankenunion bezeichnet wurde.[5] Doch wenn haushaltspolitische Entscheidungen auf europäischer Ebene erfolgen sollten, war das nur akzeptabel, wenn das Europäische Parlament genügend Einfluss und Autorität bekommen würde, um die Entscheidungsträger zur Rechenschaft zu ziehen. Wenn es Transferzahlungen an Mitgliedsstaaten in Schwierigkeiten geben sollte, dann musste es auch strengere Regeln für die nationale Haushaltspolitik geben sowie genügend Eingriffsmöglichkeiten für diejenigen, die sie durchsetzen müssen. Wenn es eine Bankenunion geben sollte, musste es auch politische Institutionen geben, um die supranationalen Bankenaufseher des Kontinents zu kontrollieren.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die europäischen Politiker dachten, mit der Einführung des Euro könnten sie das Tempo dafür forcieren. Wenn die Währungsunion erst einmal eine Tatsache wäre, so hofften sie, würden selbst nationalistische Politiker einsehen, dass für ihr Funktionieren auch die politische Union realisiert werden muss. In einer Rede vor dem Europäischen Parlament formulierte es Joschka Fischer, der charismatische Grünen-Politiker, Vizekanzler und Außenminister Deutschlands, im Jahr 1999 so: »Mit der Einführung des Euro [...] wurde ein wichtiger Teil der nationalen Souveränität, nämlich die Souveränität in Währungsfragen, an eine europäische Institution abgegeben. [...] Die Einführung einer gemeinsamen Währung ist primär kein wirtschaftlicher Akt, sondern ein souveräner und somit eindeutig politischer Akt. [...] Die politische Union muss von nun an unser Leitstern sein; sie ist die logische Folge einer Wirtschafts- und Währungsunion.«[6]

Diese Haltung war auf keinen Fall exklusiv deutsch Kommissionspräsident Romano Prodi nahm in einem Interview mit der *Financial Times* im Jahr 1999 kein Blatt vor den Mund: »Mein eigentliches Ziel ist, auf den Konsequenzen der Gemeinschaftswährung aufzubauen und ein politisches Europa zu schaffen.« Und noch deutlicher Jean-Luc Dehaene, der

in Frankreich geborene Premierminister von Belgien: »Die Währungsunion ist der Motor für die politische Union.«

Bei Motoren kann es jedoch bekanntlich zu Fehlzündungen kommen, wenn der Kraftstoff zu früh explodiert. Der blinde Glaube europäischer Politiker an den Euro hatte Ähnlichkeit mit dem Vertrauen, das in den 1920er-Jahren in den Goldstandard gesetzt wurde: Man musste, so die Hoffnung, nur die geldpolitischen Institutionen schaffen, und die politischen Anpassungen, die für ein reibungsloses Funktionieren erforderlich waren, würden dann von selbst folgen. Dies waren die funktionalistischen Argumente, die Ökonomen den Politikern vorsetzten und die bei diesen auf offene Ohren stießen.

Experten für europäische Politik, die vielleicht einen wacheren Blick auf die Realität hatten, sahen diese funktionalistische Logik skeptisch. Dass bestimmte politische Institutionen erforderlich sind, um bestimmte wirtschaftliche Arrangements zu unterstützen, ist keineswegs eine Garantie dafür, dass diese Institutionen tatsächlich geschaffen werden.[7] Die Politik folgt nicht etwa der ökonomischen Logik, sondern funktioniert nach ihren eigenen Gesetzen.

Die Gründerväter des Euro waren davon ausgegangen, dass Europa mehrere Jahrzehnte Zeit haben würde, um seine Banken-, Fiskal- und politische Union zu vollenden. Leider aber wurde der Euroraum dann von der Finanzkrise und der Großen Rezession schwer erwischt, was offen zutage treten ließ, dass ihr Konstrukt noch nicht vollendet war. Die Hoffnung, dass die Währungsunion ohne politische Union voranschreiten könne, erwies sich als fataler Fehler.

Dass Irland, Spanien und weitere Länder an der Peripherie der EU zu den Gründungsmitgliedern des Euroraums zählten, war eine weitere Überraschung für die Architekten der Gemeinschaftswährung. Studie nach Studie hatte zuvor gezeigt, dass ein Kern von starken und stabilen nordeuropäischen Ländern – Deutschland, Frankreich, die Beneluxstaaten und vielleicht noch Dänemark – am wenigsten Schwierigkeiten damit haben würde, mit der Geldpolitik in Einheitsgröße zurechtzukommen. Für Irland, Spanien, Portugal, Italien und Griechenland dagegen, wo die Bedingungen andere waren, nahm man an, dass sie die Folgen einer gemeinsamen Geldpolitik weniger leicht verkraften würden. Aus diesem Grund wurde eigent-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

lich erwartet, dass die Währungsunion auf den Kern der starken und stabilen nördlichen Staaten begrenzt bleiben würde.

Irland jedoch war schon dabei, sich vom Rand Europas zum Kern hin zu bewegen. Mit einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 6,5 % von 1990 bis 1998 hatte das Land bereits eines der höchsten Pro-Kopf-Einkommen auf dem Kontinent erreicht. Spanien dagegen wuchs nur halb so schnell, was seine Behauptung, ebenfalls bereit für den Euro zu sein, problematischer machte.[8]

Hier allerdings gewannen Verfahrensfragen die Oberhand über die Vernunft. Die Entscheidungen über das Vorgehen bei der Währungsunion fielen, wie die meisten EU-Beschlüsse, im Konsens. Und wenn Einstimmigkeit erforderlich war, dann konnten Länder wie Spanien den Fortschritt blockieren, wenn ihnen die Mitgliedschaft verweigert wurde. Die EU-Regeln boten keine Möglichkeit, auch ohne ihre Zustimmung voranzukommen.[9]

Selbst Griechenland, dessen Haushaltsdefizit viel zu hoch war, um noch durch die großzügigen Schlupflöcher des Maastrichter Vertrags zu passen, konnte sich das Versprechen erkaufen, nach ein paar Jahren in den Euroraum aufgenommen zu werden, hatte es bis dahin zumindest kosmetische Fortschritte an der Haushaltsfront gemacht. Dabei bekam das Land Unterstützung von Goldman Sachs: Die Investmentbanker halfen ihm dabei, den Eindruck zu erwecken, seine Schuldenlast sei tragbar, indem sie einen Deal arrangierten, bei dem die Regierung sofort Geld bekam, aber zunächst keine weiteren Anleihen emittieren musste; im Gegenzug verpfändete Griechenland zukünftige Einnahmen zunächst seiner staatlichen Lotterie und dann seiner Flughäfen. Diese Geschäfte wurden statt als Kredit als Währungsgeschäfte verbucht, sodass sie vor aller Augen verborgen blieben, zumindest vor der Europäischen Kommission.[10]

Und so kam der Euro auch an die Peripherie. Durch niedrigere Zinsen brachte er die dortigen Wohnimmobilienmärkte in Schwung, denn dadurch sanken die Kosten für Haushalte, Bauunternehmen und Immobilienentwickler, die Kredite für spekulative Projekte begehrten. In den 1990er-Jahren mussten Spanien, Portugal und Italien für zehnjährige Staatsanleihen noch doppelt so hohe Zinsen zahlen wie Deutschland und der Rest von Nordeuropa.[11] Mit dem Nahen der Währungsunion begannen die zweistelligen Zinsen zu sinken. Die dahinter stehende Überlegung der Anleger: Euro-Mitgliedsstaaten wären nicht mehr in der Lage, Proble-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

me wegzuinflationieren, weil sie jetzt hartes Geld nach deutschen Vorbild hatten, dessen Menge von einer Zentralbank ebenfalls nach deutschem Vorbild gesteuert wurde. Europäische Regeln und nicht zu vergessen das Fehlen echter nationaler Zentralbanken, die Haushaltsdefizite hätten finanzieren können, würden dafür sorgen, dass die Regierungen eine disziplinierte Fiskalpolitik verfolgten. Durch die erhöhte Stabilität sollte mehr Wachstum möglich werden. Die Pro-Kopf-Einkommen würden sich überall dem europäischen Durchschnitt annähern. Schnelleres Wachstum und stabilere Staatshaushalte würden die Nachhaltigkeit der staatlichen Verschuldung sicherstellen.[12] Diese Annahmen bildeten die Grundlage für die beliebte Strategie, Anleihen von südeuropäischen Regierungen in der Erwartung zu kaufen, dass ihre Preise im Zuge sinkender Renditen steigen würden. Wie es bei modischen Anlageideen häufig der Fall ist, bekam die Strategie sogar einen eigenen Namen: Wer hier mitmachte, beteiligte sich am »Konvergenzspiel«.[13]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Ergebnis war ein massiver Kapitalzufluss in die Anleihenmärkte und Bankensysteme von Spanien, Portugal, Griechenland und Irland aus dem Rest Europas und dem Rest der Welt.[14] Von 2004 bis 2007 überstiegen diese Zuflüsse deutlich die Richtschnur von 4 % des BIP, die dem Internationalen Währungsfonds als Warnzeichen für Stabilitätsrisiken dient. Dass der IWF keinerlei ernst gemeinte Warnungen aussprach, obwohl historische Normen massiv verletzt wurden, ist ein weiteres Zeichen für den weit verbreiteten Glauben, dass die Situation in Europa anders war. Die Währungsunion war eine Tatsache. Sie war unumkehrbar. Über Leistungsbilanzungleichgewichte und Kapitalströme zwischen Euro-Mitgliedsländern musste man sich nicht mehr Sorgen machen als über Leistungsbilanzungleichgewichte und Kapitalströme zwischen den 50 Bundesstaaten der USA. Der Großteil des von südeuropäischen Ländern importierten Kapitals wurde zur Finanzierung privater Investitionen verwendet, nicht für staatliche Haushaltsdefizite, wenn man von Griechenland einmal absah. Diese privaten Investitionen versprachen, die Produktivität der Empfängerländer zu erhöhen, sodass sie keine Probleme haben würden, die Schulden zurückzuzahlen.

So ließ sich die Tatsache, dass derart viel Kapital aus Ländern mit hohen Einkommen wie Deutschland in ärmere Länder wie Spanien, Portugal und Griechenland floss, als wünschenswert darstellen. Länder mit geringen Einkommen und der Fähigkeit, schnell zu wachsen, boten schließ-

lich die meisten Möglichkeiten, zusätzliches Kapital sinnvoll einzusetzen, und mit der Einführung des Euro war die Erwartung groß, dass die früher rückständigen Volkswirtschaften Südeuropas über diese Fähigkeit jetzt reichlich verfügten. Dies hatte eine gewisse Ähnlichkeit mit der Art und Weise, wie die Kapitalströme von China in die USA interpretiert wurden: Auch sie wurden als Zeichen dafür gerechtfertigt, dass man sich in der besten aller Welten befinde.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

In Deutschland dagegen begann die Euro-Ära mit einer schwachen Wirtschaftsleistung. Die Bundesrepublik hatte immer noch die Aufnahme der früheren DDR zu verdauen. Die Arbeitslosigkeit war hoch, insbesondere in den neuen Bundesländern. Deren Arbeitsmärkte waren unflexibel. Umso mehr, so wurde argumentiert, lohnten sich Investitionen in die kleinen Länder an der Peripherie Europas statt in die große, starre deutsche Wirtschaft.

Wenig später sollte das Land die »Agenda 2010«-Reformen der Koalition aus Sozialdemokraten und Grünen unter Gerhard Schröder verabschieden. Von Schröder war kaum zu erwarten gewesen, dass er radikale Reformen am deutschen Arbeitsmarkt durchsetzen würde. Sein Vater war während des Zweiten Weltkriegs an der Ostfront gefallen, sodass er ab dem Alter von 14 Jahren der Haupternährer für seine Familie wurde; als Bauarbeiter schloss er sich der militant gewerkschaftlichen Haltung seiner Kollegen an. Dann finanzierte er sich ein Jurastudium, bevor er bei den Jungsozialisten aktiv wurde und unter anderem als Verteidiger von RAF-Mitgründer Host Mahler auftrat. Als er in den Bundestag gewählt wurde, zeigte er sich als Mann des Volkes, indem er dort statt des üblichen Anzugs Pullover trug.

Mit der Zeit bewegte sich Schröder in die Mitte, wie es Politiker mit weitergehenden Ambitionen häufig tun. Als er 1998 Bundeskanzler wurde, war die deutsche Öffentlichkeit, die viele Jahre mit hoher Arbeitslosigkeit hinter sich hatte, bereit für eine Veränderung. Der jetzt konservativ im Anzug auftretende Kanzler präsentierte sich als Modernisierer. Er setzte auf eine Strategie, die soziale Gerechtigkeit mit wirtschaftlicher Effizienz vereinen sollte, wie es auch Bill Clinton und Tony Blair versuchten. So wie nur Nixon nach China gehen konnte, so konnte es auch nur Schröder sein, der die mächtigen deutschen Gewerkschaften davon überzeugte, dass Lohnzurückhaltung, dezentrale Tarifverhandlungen und eine Re-

form des Wohlfahrtsstaats in ihrem Interesse seien. Die Verschiebung zur Mitte war auch politisch sinnvoll: Von weiter links hatten Schröders Sozialdemokraten wenig politische Konkurrenz zu fürchten. Also lohnte es sich, weiter in die Mitte zu rücken, um von dieser Position aus mit den konservativeren Christdemokraten und den liberalen Freidemokraten zu konkurrieren.

In den ersten Jahren nach Einführung des Euros aber waren Schröders Reformen noch nicht verabschiedet und hatten erst recht noch keine Zeit gehabt, zu greifen.[15] In Südeuropa nahm die Produktivität schneller zu als im immer noch lahmenden Deutschland. All das nährte die Erwartung einer Konvergenz zwischen Europas Norden und Süden, die den Süden zum naheliegenden Ziel für heimatloses Kapital machte.

Diesen beruhigenden Überlegungen stand jedoch ein Trio von beunruhigenden Fakten gegenüber.[16] Erstens nahm die Sparquote in Südeuropa in der Zeit der hohen Kapitalzuflüsse ab – offensichtlich wurde die Region also stärker abhängig von ausländischer Finanzierung. Dies war das genaue Gegenteil des Musters in China und anderen schnell wachsenden asiatischen Volkswirtschaften, in denen die ohnehin schon hohen Sparquoten noch weiter stiegen. Beunruhigend war diese Entwicklung insofern, als die Kapitalflüsse nach Südeuropa und damit die mit ihnen finanzierten Investitionen jederzeit versiegen konnten.

Ein zweiter verstörender Trend war die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit im südlichen Europa. Mit den Schröder-Reformen im Jahr 2003 war ein weiterer Anstieg der Arbeitsstückkosten in der deutschen Industrie verhindert worden, eine Folge von starkem Produktivitätswachstum und der neuen Bereitschaft der Gewerkschaften zur Lohnzurückhaltung. In Ländern wie Spanien dagegen stiegen die Löhne viel schneller als die Produktivität. Der Euro versprach schnelleres Wachstum, so wurde den spanischen Gewerkschaftsmitgliedern erzählt. Wenn sie in Zukunft sowieso mehr verdienen würden, überlegten sie, warum sollten sie von den Vorteilen dann nicht jetzt gleich profitieren? In der Realität war schnelleres Wachstum natürlich keineswegs garantiert. Die Arbeitsstückkosten in der spanischen Produktion stiegen von 1999 bis 2008 relativ zu den deutschen um erschreckende 40 %. So konnten spanische Unternehmen im Wettbewerb in keiner Weise mithalten.

In Griechenland, Portugal und Italien sah es nicht besser aus. Die Produktionskosten in diesen Ländern stiegen ausgerechnet zu einer Zeit, in

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

der Deutschland die Reformen der Agenda 2010 umsetzte und so seine Kosten senkte. In früheren Zeiten wären die Auswirkungen der niedrigeren Arbeitskosten und der verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands durch eine Aufwertung der D-Mark ausgeglichen worden. Jetzt aber war das nicht mehr möglich, denn Deutschland hatte ja inzwischen den Euro.

Und das Problem war nicht nur Konkurrenz aus Deutschland, sondern auch aus China. Zu dieser Zeit erschlossen sich chinesische Exporteure von Kleidung, Schuhen und anderen Massenprodukten höherwertige Marktsegmente, sodass sie in das Terrain von Unternehmen aus Griechenland, Portugal und Italien eindrangen.[17] Tatsächlich wäre es von den europäischen Politikern zu viel verlangt gewesen, bei der Planung für den Euro die zunehmende Konkurrenz aus China vorwegzunehmen. Und so wurde das Vordringen der Volksrepublik nach Europa zu einer weiteren Überraschung, die das Euro-Projekt aus der Bahn warf.

Der dritte unschöne Trend lag darin, dass das in die europäische Peripherie strömende Kapital eher für den Bau von Wohnimmobilien verwendet wurde als für Anlageinvestitionen.[18] Neue Wohngebäude aber tragen wenig zu Produktivitätswachstum bei. Insofern hätte die rapide zunehmende Bauaktivität ein Warnsignal sein sollen.

Noch stärker als in den USA wurden diese Kapitalströme über die Banken geleitet. Schon die US-Banken waren hoch verschuldet, doch die europäischen noch höher. Bei den US-Instituten lag der Verschuldungsfaktor, üblicherweise gemessen am Verhältnis der Gesamtaktiva zum Kapital, bei 12[19] – europäische aber waren nach demselben Maßstab mit dem Faktor 20 gehebelt.[20] Damit betrug ihr Kapitalpuffer als Absicherung bei Verlusten im Prinzip nur 5 %. Und der 20-fache Hebel war nur der Branchendurchschnitt. Einige der größten deutschen Banken wie Branchenriese Deutsche Bank übertrafen sich selbst und kamen auf ein Verhältnis von 40 zu 1.

Diese Zunahme der Darlehenssummen und die schnelle Vergrößerung von Kredit- und Anlagebüchern waren mehr, als sich allein mit den Einlagen von Privatkunden finanzieren ließ. Noch stärker als ihre US-Pendants verschafften sich europäische Banken zusätzliche Mittel am Interbanken-Geldmarkt. Sie emittierten kurzfristige Schuldpapiere. Sie liehen sich Geld von anderen Banken und Nichtbank-Finanzinstituten und verlängerten diese

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kredite Abend für Abend. Im ersten Quartal 2007 lag das Verhältnis von Krediten zu Einlagen der europäischen Banken bei nahezu 175 %, weitaus höher als in den USA. Dass dies für Europa insgesamt galt, bedeutete, dass sich das Phänomen nicht etwa auf südeuropäische Banken beschränkte, die sich Geld von Instituten aus dem Norden liehen. Stattdessen nahmen Banken aus ganz Europa Kredite aus anderen Teilen der Welt auf, auch aus den USA, und finanzierten mit diesen Mitteln spekulative Investitionen.

Dieser Prozess hatte mehrere bedeutende Auswirkungen. Erstens machte er Banken, die illiquide Immobilieninvestitionen finanzierten, anfällig für Liquiditätskrisen. Sichteinlagen auf Girokonten sind sehr liquide – wie der englische Ausdruck »demand deposits« verrät, können sie auf Anforderung jederzeit abgezogen werden. Allerdings reagieren Privatkunden oft nicht sehr schnell auf neue Entwicklungen. Anders aber sieht es bei dem Geld aus, das sich Banken auf dem Interbankenmarkt gegenseitig leihen und für das keine Einlagensicherung gilt: Wenn Probleme eines Instituts mit seinen Krediten und Investitionen bekannt werden, hat es möglicherweise keine Chance mehr, Ersatz für auslaufende Kredite zu bekommen. Sogar wenn die Nachrichten über Probleme einer Bank übertrieben sind und das Institut in Wirklichkeit noch solvent ist, kann dies zu einer Liquiditätskrise führen, sodass es zu einem Notverkauf von Vermögenswerten oder zum Rufen nach staatlicher Hilfe gezwungen ist.

Eine zweite Folge war, dass die Bankensysteme und tatsächlich auch einzelne Banken zu enormer Größe heranwachsen konnten. Im Jahr 2007, als die Krise nach Europa zu schwappen begann, überstiegen die Verbindlichkeiten von BNP Paribas und Deutscher Bank 80 % des Bruttoinlandsprodukts von Frankreich bzw. Deutschland. Die Verbindlichkeiten der belgisch-luxemburgischen Bank Dexia und der holländischen Fortis lagen sogar deutlich über dem gesamten BIP ihrer Heimatländer. Vor diesem Hintergrund ist wenig überraschend, dass all diese Banken bei der kommenden Krise eine wichtige Rolle spielten.

Drittens schuf die dramatische Ausweitung der Bankbilanzen die Möglichkeit, noch mehr Kredite in die boomenden Wohnimmobilienmärkte der Euroraum-Peripherie fließen zu lassen. Dadurch wurden der Anstieg der Häuserpreise und der Bauboom noch weiter angetrieben. Es sorgte dafür, dass die regionalen spanischen Sparkassen noch stärker abhängig vom Häusermarkt wurden. Und besonders unersättliche Banken konnten noch mehr davon bekommen, indem sie beherzt bei den mit Hypotheken

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

besicherten Wertpapieren von US-Banken zugriffen. Das Ergebnis war die bizarre Situation, dass europäische Banken sich Dollars von US-Finanzinstituten liehen, um damit Derivate zu kaufen, die von denselben US-Finanzinstituten außerhalb ihrer Bilanz emittiert worden waren. Dies war ein Fall von Absatzfinanzierung in massiver Form.[21]

Im Vorfeld der Krise konzentrierten sich amerikanische Offizielle wie Fed-Chef Bernanke auf den Zusammenhang zwischen Handels- und Haushaltsdefiziten der USA. Sie verwiesen darauf, dass als Finanzierungsquelle für beide Defizite nur ein einziger Faktor diene, nämlich der Netto-Zustrom von Kapital aus den »Sparschwemme-Ländern« in Asien und Nahost; vor diesem Hintergrund warfen sie die beunruhigende Frage auf, was passieren würde, wenn die sparwütigen Länder aus irgendeinem Grund plötzlich nicht mehr bereit wären, diese Finanzierung zu übernehmen. Doch indem sich die Experten auf Handels- und Haushaltsdefizite sowie den Netto-Kapitalzufluss konzentrierten, übersahen sie etwas, das sich später als viel bedeutender erwies: den massiven Zustrom von Kapital aus Europa in die zunehmend riskanten Wertpapiere, mit denen die Investitionen am US-Wohnimmobilienmarkt finanziert wurden. Netto floss kein Kapital von Europa in die USA – insgesamt war der Handel zwischen den beiden Regionen recht ausgeglichen. Jedoch gab es den enormen Zustrom von europäischem Geld in mit Hypotheken besicherte Wertpapiere und darauf basierende Derivate in den USA, dem ein entsprechender Abfluss in Form von Bankkrediten aus den USA nach Europa gegenüberstand.

Die größte Rolle für die dann folgenden Ereignisse sollte nicht etwa Bernankes »Sparschwemme« spielen, sondern diese Kreditschwemme, und als das größte Problem sollte sich nicht das Haushaltsdefizit der USA erweisen, sondern ihr Wohnimmobilienmarkt.[22] Doch die USA hatten in jüngerer Vergangenheit viel mit Haushalts- und Handelsdefiziten zu kämpfen gehabt, also zogen diese Faktoren reichlich Aufmerksamkeit auf sich. Für den Wohnimmobilien-Boom dagegen, der sich ab der Jahrtausendwende entwickelte, gab es weder ein historisches noch sonst irgendein Beispiel, und auch nicht für die Absatzfinanzierung, die ihn am Laufen hielt. Die Beschäftigung der politischen Entscheidungsträger mit der Vergangenheit war somit die Grundlage dafür, welche Risiken sie wahrnahmen – und auch dafür, welche sie übersahen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wie konnte es zu dieser Situation kommen? Warum schafften es so viele doch anscheinend hoch qualifizierte Beobachter nicht, die Risiken dieses wuchernden Finanzsystems zu erkennen?

Die Antwort auf solche Fragen beginnt mit der Beobachtung, dass das europäische Finanzsystem schon immer stärker bankenabhängig war als das amerikanische. In den USA stellten Banken nur 30 % der Hypotheken-Finanzierungen und 30 % der Unternehmenskredite. In Europa betrug der Bankenanteil 80 % bei Hypotheken und fast 90 % bei Unternehmen. Wenn es in Europa eine Expansion des Finanzsektors gab, dann standen die Banken mit ihrer dominierenden Position darin automatisch an vorderster Front.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zudem waren die großen europäischen Institute Universalbanken. Unbehindert von einem EU-Äquivalent zum Glass-Steagall Act, konnten sie ihren Kunden die gesamte Palette an Finanzdienstleistungen anbieten. Traditionell hatten die Aufsichtsbehörden die Angemessenheit ihrer Kapitalreserven bewertet, indem sie Anlagen nach ihrem Risikograd in verschiedene Körbe einsortierten und für jeden davon einen maximal zulässigen Hebelfaktor festlegten. Anschließend prüften sie, wie viele Aktiva die Banken in jedem Risikokorb hatten, und berechneten so, wie sehr das Portfolio insgesamt gehebelt sein durfte. Dieses Vorgehen entsprach dem Eigenkapitalakkord, der 1988 im Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht ausgehandelt worden war.

Dann jedoch klagten große europäische Banken, diese Faustregeln würden den diversifizierten Charakter ihres Geschäfts nicht ausreichend berücksichtigen. Wenn die Verluste in einer Kategorie zunehmen, in einer anderen jedoch gleichzeitig abnehmen, dann sei das Portfolio insgesamt wenig betroffen. In einer Rezession, wenn Zinsen wie Unternehmensgewinne tendenziell sinken, würden die Banken Wertzuwächse bei ihren Positionen in Staatsanleihen (deren Kurse bei fallenden Zinsen steigen) verzeichnen, auch wenn sie gleichzeitig Verluste mit ihren Unternehmenskrediten machen. Also argumentierten die großen, breit diversifizierten Banken Europas, sie müssten insgesamt weniger Kapital als Puffer gegen Verluste vorhalten. Den Risikograd ihrer Portfolios wollten sie mit internen Modellen berechnen, und die Regulierer sollten diese Ergebnisse nutzen, um entsprechende Kapitalanforderungen vorzugeben.

Als er im Jahr 2004 seinen überarbeiteten Kapitalakkord veröffentlichte, bekannt als Basel II, machte sich der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht diese Argumente zu eigen. 2005 stellte sich das Europäische Parla-

ment hinter eine Eigenkapitalrichtlinie, mit der die Einführung von Basel II in der EU autorisiert wurde, und im Jahr 2007 machten sich die EU-Aufsichtsbehörden an die Umsetzung. Die US-Behörden ließen sich mit der Umstellung auf Basel II mehr Zeit, im Rückblick ein außergewöhnlicher Anfall von Besonnenheit.

Allgemeiner behaupteten die europäischen Behörden von sich mit einigem Stolz, sie seien die raffiniertesten Aufseher des Planeten. Spanische Regulatoren posaunten die Vorzüge ihres Systems der dynamischen Kapitalbildung heraus, in dem die Banken in guten Zeiten Reserven zur Deckung von Verlusten aus schlechten Zeiten beiseitelegen mussten.[23] Später allerdings zeigte sich, dass das System nicht ausgereicht hatte, um den Boom zu bremsen, und dass dadurch doch kein ausreichendes Polster für die Verluste geschaffen wurde, die dann anfielen – es hatte Politikern und Banker nur ein falsches Gefühl der Sicherheit gegeben. Bei der Bankenregulierung, so schien sich dadurch zu zeigen, ist Raffinesse nicht unbedingt ein Vorteil.

Die eigentliche Ursache des Problems aber war der Euro. Befreit vom Währungsrisiko, hatten die Banken keinerlei Hemmungen mehr, im Ausland Kredite aufzunehmen und zu vergeben. Der grenzüberschreitende Wettbewerb intensivierte sich. Ehemals verschlafene Regionalbanken, deren Gewinne schwanden, gingen im Überlebenskampf höhere Risiken ein. Quasi-staatliche Institute wie die deutsche IKB, denen ihre Chancen bei Industrie- und Infrastruktur-Krediten nicht mehr ausreichend erschienen, luden sich voll mit amerikanischen CDOs mit hohen Renditen. Sie gingen davon aus, dass ihre Regierungen, auch wenn sie öffentlich für den Binnenmarkt und gleiche Wettbewerbschancen für alle eintraten, immer noch am Überleben ihrer nationalen Champions interessiert waren. Im Vertrauen darauf, dass der Staat sie schon retten würde, falls die riskanten Wetten schiefgehen, versuchten sie einfach ihr Glück.

In den USA nahm die Krise 2007/08 ihren Ausgang im Schattenbankensystem – bei den Hedgefonds, den Zweckgesellschaften und auf den Derivate-Märkten, die weitgehend außerhalb des Regulierungsnetzes operierten. Die Geschäftsbanken erreichte sie erst später. In Europa dagegen begann die Krise direkt bei den Finanzinstituten, die mitten im Blick der Regulierungsbehörden standen. In Europa war sie also von Anfang an eine Bankenkrise.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Anhäufung von Anfälligkeiten hatte mehr als nur entfernte Ähnlichkeit mit dem Geschehen in den 1920er-Jahren. In beiden Fällen gab es die rasche Zunahme des Kreditvolumens in einem US-Finanzsystem, das von regulatorischen Hemmnissen befreit worden war. Dem Kreditboom in den USA stand jeweils eine nicht weniger dramatische Expansion in Europa gegenüber. Es gab zunehmenden Wettbewerb zwischen Banken und Nichtbanken und die zunehmende Risikobereitschaft von Finanzfirmen, die um ihr Überleben kämpften. Die Länge der Kreditkette, an der Hypotheken-Vermittler, Banken, Emittenten von Wertpapieren und ausländische Anleger beteiligt waren, förderte Opportunismus in allen ihren Gliedern.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

In den USA wurde der Kreditboom von lockerer Geldpolitik angeheizt, auch dies ähnlich wie schon in den 1920ern. Verstärkt wurde er durch grenzüberschreitende Kapitalströme, die ihre Ursache in den chronischen Ungleichgewichten zwischen den USA und China hatten. In Europa wiederholten sich diese Ungleichgewichte auf regionaler Ebene, indem hohe Summen vom Norden des Kontinents in den Süden flossen. In den 1920er-Jahren hatte die Wiederherstellung des Goldstandards zu leichtsinniger Kreditvergabe geführt, weil sie naive Anleger davon überzeugt hatte, dass Währungsrisiken eine Sache der Vergangenheit seien. Ähnlich konnten Politiker nach der Einführung des Euro gegen jede Logik argumentieren, die Gemeinschaftswährung habe nicht nur das Währungsrisiko, sondern auch das Kreditrisiko verschwinden lassen. Die Anleger schluckten diesen Köder samt Leine und Schwimmer.

Ebenfalls wie in den 1920er-Jahren hatte auch vor der jüngsten Krise der Wohnimmobilienmarkt am stärksten vom Kreditboom profitiert. Doch während die Blase in den 1920ern auf den dünn besiedelten Bundesstaat Florida beschränkt gewesen war, infizierte diese hier nicht nur die USA, sondern auch Spanien, Irland und weitere europäische Volkswirtschaften. Als Folge davon bedrohten Boom und Krise nicht nur die Stabilität von einzelnen Banken und anderen Finanzunternehmen, sondern das gesamte System – und dies umso mehr, als die betroffenen Finanzinstitute höher gehebelt und dünner kapitalisiert waren, als es 80 Jahre zuvor der Fall gewesen war.

Wer sich eingehend mit den 1920er-Jahren beschäftigt hatte, war sich dieser Parallelen vielleicht bewusst. Doch nicht einmal dann wäre er bereit für das gewesen, was als Nächstes kommen sollte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Teil II
Die schlechteste aller Zeiten

Kapitel 7
Verschossene Kugeln

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Ab dem Frühjahr 1929 machten sich die Zinserhöhungen der Fed, inzwischen noch verstärkt durch die Politik des direkten Drucks, am Aktienmarkt bemerkbar. Kredite von Brokern waren zwar noch zu bekommen, wurden aber teurer. Billy Durant, der sich wie kaum ein anderer über die Bedeutung von billigen Krediten für die Wall Street im Klaren war, machte sich Sorgen und ging damit direkt an die höchste Stelle. An einem Tag im frühen April fuhr er nach dem Abendessen zum Weißen Haus, mit dem Taxi statt wie sonst in seiner Limousine mit Chauffeur, um kein Aufsehen zu erregen. »Mit ihrer Einschränkung von Wertpapierkrediten tötet die Federal Reserve die Gans, die goldene Eier legt«, erklärte er bei einer Audienz mit Präsident Hoover.[1] Der allerdings hatte die vorige Niedrigzinspolitik der Fed kritisch gesehen, weil sie die Spekulation angeheizt habe, und ließ sich von Durants Einlassung nicht beeindrucken.

Nachdem er den Präsidenten nicht überzeugen konnte, versuchte Durant es als Nächstes über seinen Kopf hinweg, indem er sich direkt an die Öffentlichkeit wandte. Für eine Ansprache kaufte er 15 Minuten Werbezeit bei dem landesweiten Radiosender CBS und forderte, die »Autokraten« im Federal Reserve Board sollten ihre Finger von der Wirtschaft lassen.[2] Die Ausstrahlung sorgte zwar für Aufsehen, hatte aber keine Auswirkungen auf die Politik der Fed.

Nachdem er bei der Zentralbank nichts ausrichten konnte, begann Durant, still und leise aus dem Markt auszusteigen. Die Frage war, wie viele Anleger ihm folgen würden. Den Sommer über schien die Antwort »nicht viele« zu lauten – von Juni bis August legte der Dow-Jones-Index um weitere 16 % zu. Die Aktienmanie breitete sich von der Wall Street in die Einkaufsstraßen aus. Über die Börse wurde nicht mehr nur im Wirtschaftsteil der Tageszeitungen berichtet, sondern auch auf ihren Titelseiten.

Am 5. September dann hielt Roger Babson, ziegenbärtiger Anlageguru, Amateurtheoretiker über Konjunkturzyklen und prominenter Prohibitionsanhänger, seine alljährliche Rede vor der National Business Conference. »Früher oder später wird es einen Crash geben, und er könnte grausam werden«, lautete die Essenz davon. Babson war ein Verehrer von Sir Isaac Newton. Auf einer Reise nach London hatte seine Ehefrau Grace sogar ein Wohnzimmer aus dem Haus von Newton gekauft und es ans Babson Institute bringen lassen, die in Entstehung befindliche Business School ihres Mannes in Wellesley im US-Bundesstaat Massachusetts. Babson war der Meinung, dass das dritte Newton'sche Gesetz auch für die Finanzmärkte galt: Auf jede Aktion folgt eine Reaktion, also muss das, was steigt, auch wieder fallen. Babson hatte einen Rückgang der Aktienbewertungen vorausgesagt, seit der Markt im Jahr 1927 abzuheben begonnen hatte. Bereitwillig räumte er jetzt ein, dass sein Pessimismus durchaus nichts Neues sei. In seiner Einleitung am 5. September formulierte er es so: »Ich werde nun wiederholen, was ich vergangenes Jahr zu dieser Zeit und auch schon im Jahr davor gesagt habe.«

Bekanntlich zeigt selbst eine stehengebliebene Uhr zweimal am Tag die richtige Zeit an. Und für Babson sollte diese Zeit jetzt kommen.

Irving Fisher, Ökonom an der Yale University, war wie Babson Prohibitionsanhänger und mochte Ziegenbärte. Babson allerdings interessierte sich für Physik, Fisher dagegen ließ sich von einer Sommerreise in die Schweiz inspirieren, bei der er gesehen hatte, wie Wasser nacheinander in immer tiefer liegende Bergbecken floss; danach wollte er die Prinzipien der Hydraulik auf die Volkswirtschaft anwenden. Noch war, ungeachtet der Zukunftswarnungen von Durant, reichlich Liquidität vorhanden. Diese Tatsache wurde zur Grundlage für eine Erklärung Fishers am 17. Oktober, die bald darauf Berühmtheit erlangen sollte: »Die Aktienkurse haben etwas erreicht, das aussieht wie ein dauerhaft hohes Plateau.« Am Montag darauf, dem 21. Oktober, legte er noch einmal nach: Jede Korrektur »schüttelt nur die Irren am Rand heraus« behauptete er überzeugt.

Seinen Höhepunkt erreichte der Dow-Jones-Index am Dienstag, dem 3. September 1929 – auf einem Stand, den er anschließend 25 Jahre lang nicht mehr erreichen sollte. Am 4. September fielen die Kurse leicht, am 5. September dann massiv. An jenem Donnerstag hielt Babson auch sei-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ne Rede, in der er die Wall Street mit Immobilien in Florida verglich und das Schlimmste vorhersagte. Der »Babson Break«, wie der fünfprozentige Kursrückgang an diesem Tag bald genannt wurde, war eine Erinnerung daran, dass tatsächlich auch fallen kann, was vorher gestiegen ist, wie es Babsons Held Newton vielleicht ausgedrückt hätte.

Sieben Wochen lang drifteten die Aktienkurse weiter abwärts. Gelegentlich gab es Tage mit Kursgewinnen, manchmal auch heftige Verkäufe, etwa am 3. Oktober, als der Dow um 4,5 % fiel. Händler, die Aktien auf Kredit gekauft hatten, wurden schwer erwischt. »Die Sterblichkeitsrate bei den spekulativen Depots an der Stock Exchange war enorm«, schrieb die *New York Times* am Wochenende darauf. »Viele Depots, die am ersten Tag der Woche noch sechsstellige Werte aufwiesen, waren bis Freitagabend vollkommen ausgelöscht.«[3]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Auf das, was noch kommen sollte, waren die Anleger trotzdem nicht vorbereitet. Am 24. Oktober, dem Schwarzen Donnerstag, fiel der Dow-Jones-Index zur Eröffnung um 11 %. In den ersten 30 Minuten wechselten 1,6 Millionen Aktien den Besitzer, was den Gesamtumsatz eines normalen Handelstags schon überstieg. Der Kursticker und das transkontinentale Telegrafensystem kamen nicht mehr hinterher.

Einen Markt in einer derartigen Panik konnte man nicht sich selbst überlassen. Thomas Lamont, der führende Morgan-Partner, nahm sich ein Beispiel an J. P. Morgan Senior: Er rief Charles Mitchell, Chairman der National City Bank, Albert Wiggin, Chairman der Chase National Bank, William Potter, President der Guarantee Trust Company, und Seward Prosser, Chairman von Bankers Trust, zusammen (Jack Morgan selbst war in Europa, weil ihm die dortigen Bedingungen mehr als nur leichte Sorgen bereiteten). Nach dem mittäglichen Treffen von nur 20 Minuten trat Lamont vor die versammelte Finanzpresse. Die Wirtschafts- und Finanzsituation sei »fundamental gesehen solide«, bekräftigte er – die übliche Formulierung, wenn Banker und Politiker Märkte in Not beruhigen wollen. Indem er den Kursverfall am Morgen als bloßes Luftloch für den Markt bezeichnete, benutzte er außerdem einen Ausdruck, der durch das Aufkommen der kommerziellen Luftfahrt aktuell geworden war.

Am Nachmittag stabilisierten sich die Kurse, ob wegen Lamonts Äußerungen oder der Hoffnung, die Banker würden seinen Worten Taten folgen lassen. Dann jedoch erreichte eine Welle von Verkaufsaufträgen von der Westküste, an der sich die Nachricht vom morgendlichen Gemetzel

erst jetzt verbreitete, den Markt. Das Handelsvolumen stieg auf 13 Millionen Aktien und damit auf mehr als das Doppelte des bisherigen Tagesrekords. Nach Börsenschluss dauerte es noch drei Stunden, bis der Ticker die letzten Daten über die Geschäfte dieses Tages ausgespuckt hatte.

Um Freitag schwankten die Kurse nervös, ebenso wie im verkürzten Handel am Samstag; etwas Unterstützung bekamen sie durch Gerüchte, ein von Lamont organisierter Banker-Pool werde eingreifen. Das Volumen blieb hoch. Am Sonntag brummte die an diesem Tag sonst verlassene Wall Street vor Aktivität – Büroangestellte versuchten, den Schaden zu berechnen, und eilige Boten überbrachten ihre Nachrichten. Neugierige »lasen auf der Straße ein herumfliegendes Stück Ticker-Band auf, wie sich Touristen auf einem Schlachtfeld auf verschossene Kugeln als Souvenir stürzen«.[4]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Am »Schwarzen Montag«, dem 28. Oktober 1929, verlor der Dow Jones noch einmal 12 % und am darauf folgenden »Schwarzen Dienstag« weitere 9 %, nachdem die Hoffnung auf Unterstützung durch die Banker enttäuscht worden war. Das Handelsvolumen von 16 Millionen Aktien am Dienstag war ein Rekord, der vier Jahrzehnte lang ungebrochen bleiben sollte. Erneut waren Händler und Buchhalter überfordert. Die Wall Street Bowling League gab bekannt, sie werde weitere Wettkämpfe aussetzen, weil zu viele ihrer Mitglieder verhindert seien.

Für kreditfinanzierte Händler, die alles verloren hatten, war die Neue Ära vorbei. »Die Wall Street war eine Straße der verschwundenen Hoffnungen, des merkwürdig stillen Begreifens und einer Art gelähmten Hypnose«, schrieb die *New York Times* in ihrer Titelstory vom 30. Oktober. Für den Entertainer Will Rogers jedoch, der am 24. Oktober von New York in Richtung Westen flog, war all das nur viel Lärm und Aufregung, die nichts zu bedeuten hatten:

> »Den ganzen Tag blickt man herunter auf schöne Landschaften und florierende Städte, und dann liest man von diesem sensationellen Einbruch an der Wall Street. Was hat das zu bedeuten? Nichts. Wenn die Kühe dieses Landes eines Abends nicht mehr zum Melken kommen würden, wäre das mehr Anlass zur Panik, als wenn Morgan und Lamont nie ein Treffen abgehalten hätten. Eine alte Sau und ein Wurf Schweine ernähren mehr Menschen als all die Stahl- und General-Motors-Aktien zusammen. Zusammen sind wir 120 Millionen Menschen, und wir sind stärker abhängig vom Gackern einer Henne als davon, dass die Börse zu einem Nachtklub geworden ist.«[5]

Nicht jeder konnte mit solchem Gleichmut die Landschaft betrachten. Trotzdem gab es ein großes Lager, das die Meinung von Rogers teilte. Einzelhändler stellten sich weiter auf ein starkes Weihnachtsgeschäft ein. Der einzige frühe Hinweis auf das, was wirklich kommen würde, war ein Bericht von einem Wall-Street-Finanzier, der in einer Bar zufällig neben seinem Milchmann saß. Als der Banker sagte, das Milchgeschäft müsse doch einer der Bereiche sein, die den Crash unbeschadet überstanden hätten, gab der Milchmann zurück: »Von wegen unbeschadet. Wissen Sie, dass ich in den vergangenen drei Wochen so viele Stornierungen und Reduzierungen bei Sahnebestellungen hatte, dass mein Umsatz um 400 Dollar pro Monat niedriger ist? Die Leute bestellen immer noch so viel Milch wie früher, aber offenbar haben sie beschlossen, dass sie auch ohne Sahne auskommen können.«[6]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Als einer der Auslöser für den Crash gilt seit Langem die Kreditfinanzierung. Als die Preise fielen, verlangten Broker, die Anlegern Kredite gegeben hatten, zusätzliches Geld als Sicherheit, was ihre Kunden zwang, in einen fallenden Markt hinein zu verkaufen. Die so entstehenden Notverkäufe verstärkten sich dann von selbst. Berichte aus dieser Zeit sind voller Geschichten über kreditfinanzierte Depots, in die »tiefe Löcher gerissen« wurden, und über Anleger, die dadurch in den Ruin getrieben wurden. Es war nicht das erste Mal, dass die Märkte von dieser explosiven Mischung aus Hebelung und Volatilität niedergestreckt wurden. Und es sollte auch nicht das letzte Mal bleiben.

Auch Mangel an Informationen spielte eine Rolle. Dabei ging es nicht nur um den Unterschied zwischen Ostküste und Westküste oder die Tatsache, dass der Ticker nicht hinterherkam. An den schlechtesten Tagen waren korrekte Kursangaben nicht einmal im Handelssaal selbst zu bekommen. In seiner klassischen Erzählung über den Schwarzen Donnerstag beschreibt Maury Klein einen in Panik geratenen Börsenmitarbeiter, der am Telefon von einem Broker nach Kursen gefragt wird und verzweifelt ruft: »Ich kann keine bekommen. Ich bekomme absolut keine Informationen. Der ganze Laden bricht auseinander.«[7] Eine derart chaotische Umgebung ist ein fruchtbarer Nährboden für Panik. Wenn über die aktuellen Kurse nur noch spekuliert werden kann, sind Anleger verführt, sie aus dem Verhalten anderer Anleger abzuleiten. Wenn Sie hören, wie

jemand »verkaufen!« ruft, kommen sie zu dem Schluss, das einzig Vernünftige sei, das Gleiche zu tun. Und dann beginnt die ganze Herde zu rennen.

Stimmungsschwankungen von Anlegern können selbstverstärkend sein, doch damit es dazu kommt, braucht es meist auch eine faktische Grundlage. Systematischer lässt sich die Reaktion an der Börse deshalb mit der Abschwächung der Wirtschaft in den USA erklären. Im August war der Höhepunkt im Konjunkturzyklus erreicht worden, wie spätere Berechnungen des National Bureau of Economic Research zeigten. Beamten im Wirtschafts- und Finanzministerium mag es nicht bewusst gewesen sein, doch die Manager in der Wirtschaft wussten bereits, dass die Unternehmen, wenn auch nur ihre eigenen, sparsamer wurden. Die Autoproduktion sank von mehr als 600.000 im April und Mai auf 500.000 Einheiten im August.[8] In ihrer klassischen Chronologie des damaligen Konjunkturzyklus sahen Arthur Burns und Wesley Mitchell auf der Grundlage der zu der Zeit verfügbaren Statistiken den Höhepunkt bei der Beschäftigung in den Branchen Eisen, Holz und Maschinenbau im August erreicht.[9] Die Zahl der Baugenehmigungen und Bauverträge ging steil zurück. Zum Teil mag das auf die Sommerflaute zurückzuführen gewesen sein, doch der Rückgang war ausgeprägter als in den Jahren zuvor.

Solche Beobachtungen hätten Zweifel an der Annahme wecken können, eine Neue Ära habe dafür gesorgt, dass Rezessionen keine Bedrohung für die Profitabilität mehr sind und keine Rolle mehr für die Bewertungen an der Börse spielen. Das Gleiche gilt für das Verhalten der Fed. Deren Einrichtung mit der Aufgabe, eine elastische Währung zur Verfügung zu stellen, sollte schwere Rezessionen zu einer Fußnote der Geschichte gemacht haben. Tatsächlich aber waren es das Federal Reserve System und insbesondere sein Ableger in Manhattan, die versuchten, die Verfügbarkeit von Krediten einzuschränken. Am 9. August reagierte die New York Fed auf den Anstieg der Aktienkurse und hob ihren Diskontsatz von 5 % auf 6 % an. Dass das Board diesen Schritt genehmigte, war im Grunde eine stillschweigende Bestätigung dafür, dass die frühere Politik des direkten Drucks nicht ausgereicht hatte. Mit 6 % lag der Leitzins zwar immer noch unter dem Interbankensatz für Tagesgeld, doch er ließ den Banken nicht mehr viel Spielraum für Fehler. Die Erhöhung werde »eine Warnung gegen den exzessiven Einsatz von Krediten« sein, argumentierte George Harrison, der Absolvent der Harvard Law School und langjährige

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Fed-Mitarbeiter, der nach dem Tod von Benjamin Strong an die Spitze der New Yorker Fed aufgestiegen war.[10] Dies weckt Erinnerungen daran, wie die Europäische Zentralbank im April 2008 ihren Leitzins erhöhte, weil sie ganz ähnlich nicht erkannte, dass sich in der Welt von Wirtschaft und Finanzen ein schwerer Sturm zusammenbraute.

Straffere Kreditbedingungen in New York bedeuteten straffere Kreditbedingungen im Ausland. Die Zentralbanken in Europa sahen, wie ihre Währungen nachgaben und ihre Goldreserven schwanden, weil sich die europäischen Anleger der Party an der Wall Street anschlossen. Das zahlten sie der Fed mit gleicher Münze heim: Die Zentralbanken Italiens, der Niederlande, Deutschlands, Österreichs und Ungarn erhöhten schon in der ersten Jahreshälfte 1929 sämtlich ihre Leitzinsen, ungeachtet der Tatsache, dass sich ihre Volkswirtschaften abschwächten und in manchen Fällen sogar schon in der Rezession steckten. Als Reaktion auf die Zinserhöhung der New Yorker Fed im August folgten ihnen dann Dänemark, Schweden und Norwegen. Die Bank of England hatte ihren Diskontsatz zuletzt im Februar angehoben. Etwas überraschend hielt sie jetzt den Sommer 1929 über still. Von Juni bis Mitte September sanken die Goldreserven der Bank of England um weitere 133 Millionen Dollar, doch Norman tat weiterhin nichts. Die britische Wirtschaft war schwach, und höhere Zinsen hätten ihre bereits schwierige Lage nur noch schwieriger gemacht.[11] Zudem wusste Norman, dass eine Zinserhöhung von der neu gewählten Labour-Regierung nicht eben begeistert aufgenommen worden wäre. Und auch weil die Haager Konferenz, die zum Youngplan mit einer Restrukturierung der deutschen Reparationszahlungen führte, im August noch nicht beendet war, zögerte er mit einem Zinsschritt, denn der hätte einen Abfluss von Gold aus Paris und damit Verärgerung auf Seiten der Franzosen auslösen können.

Dann aber wurde Norman durch den Hatry-Skandal doch noch zum Handeln gezwungen. Dass ausgerechnet Clarence Hatry den Verlauf der britischen Geldpolitik diktieren sollte, war ziemlich überraschend. Der Sohn eines Händlers von Seide und Samt für Zylinder war wie sein Zeitgenosse Charles Ponzi, dem er auch sonst durchaus ähnelte, von kleiner Statur. Ebenfalls mit Ponzi gemeinsam hatte er einen gewissen Unternehmergeist und die Fähigkeit, Geld für dubiose Projekte aufzutreiben. Und genau wie Ponzi schaffte auch er es auf wundersame Weise, immer wieder auf die Beine zu kommen, nachdem seine vorherigen Geschäftsinitiativen gescheitert waren.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Jahr 1910 hatte der damals 22 Jahre alte Hatry von seiner Mutter die Kontrolle über das Seidengeschäft der Familie geerbt. Innerhalb von Monaten führte er das Unternehmen in den Ruin, und weil er persönlich für 8000 Pfund an Warenlieferungen gebürgt hatte, wurde auch Hatry selbst für insolvent erklärt. Entmutigen ließ er sich dadurch nicht. Stattdessen begann er, Versicherungen an Österreicher zu verkaufen, die England durchquerten, um von Liverpool aus per Schiff in die USA zu kommen. Hatry gründete die Austrian Immigrants Insurance Association und bot über sie Policen an, die für die Rückfahrt und die Kosten der Wiedereingliederung aufkommen sollten, wenn dem Versicherten der Zugang zum Gelobten Land verwehrt bliebe. Das Risiko gab er weiter, indem er die Policen an eine etablierte Schiffsgesellschaft weiterverkaufte. Als Gewinn blieb ihm die Differenz zwischen der eingenommenen Prämie und den Kosten für die Rückversicherung.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Durch den Ersten Weltkrieg wurde die Migration von Mitteleuropäern in die USA unterbrochen, was auch das Ende für dieses Geschäft bedeutete, aber neue Gelegenheiten brachte. 1914 kaufte Hatry mit seinem bescheidenen Gewinn sowie einem 30.000-Pfund-Kredit die Rückversicherung City Equitable. Das Rückversicherungsgeschäft wurde damals wie heute von deutschen und österreichischen Gesellschaften dominiert, also entstand durch den Krieg hier eine Chance. Um sie zu nutzen, baute Hatry City Equitable um, und nach sechs Monaten verkaufte er eine Kontrollmehrheit daran für 250.000 Pfund an den extravaganten britischen Finanzier Gerard Lee Bevan und dessen Geschäftspartner Peter Haig-Thomas.[12] Bevans Vorfahren waren die Gründer von Barclays gewesen; ihr Nachkomme, genannt Jerry, war ein in Saus und Braus lebender Börsenmakler mit einer Schwäche für Frauen und chinesisches Porzellan. Im Februar 1922 brach City Equitable zusammen, nachdem herausgekommen war, dass die Gesellschaft falsche Bilanzen veröffentlicht hatte – sie hatte Kredite an andere Unternehmen im Umfeld von Bevan zu niedrig angegeben, spekulative Investitionen verschleiert und verschwiegen, dass manche ihrer Vermögenswerte als Sicherheit für geliehenes Geld verpfändet waren. Bevan wurde dafür persönlich verantwortlich gemacht, weil er sein handverlesenes Board of Directors über diese Umtriebe im Unklaren gelassen hatte. Er floh nach Frankreich und dann nach Wien, wo er später gefunden und verhaftet wurde. Nach der Auslieferung nach Großbritannien wurde er wegen Betrugs zu sieben Jahren Zwangsarbeit im Gefängnis Wormwood Scrubs verurteilt.[13]

Mit dem Gewinn aus dem Verkauf von City Equitable kaufte Hatry als Nächstes die Commercial Bank of London, die er nutzte, um weitere Akquisitionen zu finanzieren. Das Ergebnis war Amalgamated Industrials, ein Firmenimperium, das Schiffbau, Baumwollspinnerei, Kohle, Eisen und Schweinezucht umfasste. Hatrys Unternehmen waren überkapitalisiert – um noch mehr Akquisitionen finanzieren zu können, verkaufte er mehr Aktien, als für ihren Geschäftsbetrieb erforderlich war. Das allerdings machte es leider schwierig, den Anlegern in den frühen Firmen eine befriedigende Rendite zu bieten. Ohnehin war die Schweinezucht noch die profitabelste all dieser Aktivitäten, denn Schiffbau, Baumwolle, Kohle und Stahl hatten in den 1920er-Jahren mit Überkapazitäten und niedrigen Preisen zu kämpfen. Dem Schlimmsten konnte Hatry entgehen, indem er bald nach dem Krieg einen großen Teil von Amalgamated Industries verkaufte.

Dann nutzte er die Commercial Bank, die er als Zeichen seiner Ambitionen außerhalb des Bankgeschäfts in Commercial Corporation umbenannte, um Unternehmen in der Glas- und Jute-Industrie zu kaufen und zusammenzulegen. In beiden Branchen war die Nachfrage während des Ersten Weltkriegs hoch gewesen: Für Glas gab es im Krieg unzählige Verwendungen, und Jutefasern wurden für die Herstellung von Sandsäcken gebraucht, die in einem Grabenkrieg unerlässlich sind. Die Jute-Industrie wurde damals von sieben Familienunternehmen im schottischen Dundee beherrscht, wo rund 90 % der britischen Gesamtproduktion konzentriert waren; bei der Produktion benötigte man Walöl, um die Fasern vor dem Weben weicher zu machen, und Dundee war ein bedeutendes Walfangzentrum. Die Branche litt bereits unter chronischer Überkapazität, als zusätzlich die Nachfrage nach Jutesäcken für Kriegszwecke wegfiel. Hatry legte die sieben Familienunternehmen zusammen, baute ihre Überkapazitäten ab und brachte den Rest an die Börse, um den Gründerfamilien die Möglichkeit zu geben, sich ihr Kapital auszahlen zu lassen. Leider aber war die Nachfrage nach Jute und Glas in den 1920er-Jahren schwächer als während des Ersten Weltkriegs. Hatry und seine Manager hätten es »versäumt, die Künstlichkeit des Booms nach dem Waffenstillstand« und »das Ausmaß der Korrektur, die darauf folgte, zu verstehen«, schrieb der Liquidator, der die Commercial Bank abwickelte, im Jahr 1923.[14]

Auch davon ließ Hatry sich nicht entmutigen, und im Jahr 1926 war er mit der Gründung von Corporation and General Securities Ltd. wieder im

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Geschäft. Wie er das Vertrauen von Investoren wiedergewinnen konnte, ist ein Rätsel. Er scheint versucht zu haben, seine früheren Kreditgeber auszuzahlen. Er war bekannt für seinen Scharfsinn und seinen Charme und behielt immer den großzügigen Lebensstil eines erfolgreichen Unternehmers bei; unter anderem gönnte er sich einen Rennstall, die größte Jacht auf britischen Gewässern und ein elegantes Haus. Oder eigentlich zwei: Das erste stand an der Adresse, wo früher der britische Nationalökonom David Ricardo gewohnt hatte, und zeichnete sich unter anderem durch einen Swimmingpool auf dem Dach aus, wo Hatry großzügige Partys schmiss.[15] Später wohnte er im noblen Mayfair, wo er im Keller eine Cocktailbar einbauen ließ und, dieses Mal im zweiten Stock, wieder einen Swimmingpool.

Corporation and General Securities bot Wertpapier-Emissionen für mittelgroße Unternehmen und Gemeinden an und konkurrierte dabei über den Preis mit den etablierten Anbietern, die diesen Markt dominierten. In der Manier von Angelo Mozilo und Countrywide Credit versuchte Hatry, Kunden mit Direktmarketing zu gewinnen. Es dauerte nicht lange, bis er selbst Anteile an den Unternehmen kaufte, deren Emissionen er begleitete. Außer an Corporation and General Securities, das inzwischen Lord Henry Paulet, den 16. Marquess of Winchester, als Aushängeschild besaß, war Hatry bald auch am Drapery Trust beteiligt, spezialisiert auf die Zusammenlegung von Kaufhäusern, und an der Photomaton Corporation, die Münz-Fotoautomaten an Bahnhöfen und in Vergnügungsparks aufstellte.

Bis 1929 führte Hatry noch Höheres im Schilde: Er wollte United Steel Companies kaufen, ein Unternehmen mit einem Wert von sieben Millionen Pfund, das im Jahr 1927 unter der Führung von Harry Steel aus der Zusammenlegung mehrerer Stahlunternehmen hervorgegangen war. Das Konglomerat war hoch verschuldet und deshalb anfällig für schwache Nachfrage. In den 1920er-Jahren war die Nachfrage tatsächlich schwach, sodass Steel sich empfänglich zeigte, als Hatry den Kauf von United Steel und seiner Tochtergesellschaften mit geliehenem Geld vorschlug; nicht benötigte Anlagen wollte er verkaufen und den Rest des Konzerns an die London Stock Exchange bringen. Die Strategie war der bei Jute Industries nicht unähnlich. Ähnliches machen heute übrigens moderne Private-Equity-Firmen wie Bain Capital.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Hauptproblem war der benötigte Kredit über acht Millionen Pfund. Leider machte Normans Entscheidung von Februar, den Diskontsatz der Bank of England anzuheben, dieses Vorhaben schwieriger, als Hatry erwartet hatte, als er sein Aufkauf-Angebot vorlegte. Die Banken verlangten Sicherheiten, über die Hatry nicht eben im Übermaß verfügte.

Ihm fehlten noch 900.000 Pfund, und der Schlusstermin für den Vollzug der Transaktion rückte näher. Also griff Hatry zu verzweifelten Maßnahmen. Corporation and General Securities hatte eine Reihe von Gemeindeanleihen garantiert, und er war noch im Besitz von Kopien dieser Papiere. Als Sicherheit für zusätzliche Kredite druckte er jetzt gefälschte Schuldscheine der Städte Gloucester, Swindon und Wakefield. Weiteres Geld verschaffte er sich, indem er Gemeinden, für die Corporation and General Emissionsdienste übernommen hatte, erzählte, dass nur ein Teil ihrer Anleihen erfolgreich platziert worden sei; in Wirklichkeit war die Platzierung komplett erfolgt, aber die Differenz behielt er für sich selbst. Außerdem machte Hatry Kopien von Wertpapieren, die ein weiteres seiner Unternehmen, Associated Automatic Machines, emittiert hatte, und die von noch einem weiteren, Austin Friars Trust, gehalten wurden. Dieselben Aktienzertifikate, mit denen er Vorauszahlungen von der Barclays Bank bekommen hatte, legte er als Sicherheit für einen Kredit von Parsons and Co. sowie einen weiteren von der Lloyds Bank vor.[16]

Aus Verzweiflung wurde Leichtsinn, und Hatry machte sich nicht einmal mehr die Mühe, bei unterschiedlichen Filialen derselben Bank unterschiedliche Wertpapiere zu verpfänden. Das Hauptbüro von Lloyds akzeptierte 100.000 Aktien von Associated Automatic Machines als Sicherheit, und der Filiale in St. James legte er für einen weiteren Kredit Duplikate davon vor. Es dauerte nicht lange, bis ein Büromitarbeiter das Problem entdeckte und Lloyds den vereidigten Buchprüfer Sir Gilbert Garnsey beauftragte, sich näher damit zu beschäftigen. Ebenfalls dauerte es nicht lange, bis sich die Tätigkeit von Garnsey herumsprach und die Aktien von Hatrys Unternehmen einbrachen.

Währenddessen lieh sich Hatry noch mehr Geld, um Aktien seiner Unternehmen zu kaufen, eine Insolvenz abzuwenden und sich Zeit zu verschaffen, um irgendwie doch noch seinen Einsatz wieder herauszubekommen. Doch damit schaufelte er nur weiter an seinem finanziellen Grab. Als sich die Krise ausweitete, wurde dieses Muster häufiger: Personen und Institutionen in finanziellen Schwierigkeiten kauften, begünstigt durch laxe

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Regulierung, Aktien ihrer eigenen Unternehmen, um Anzeichen für ihre Zahlungsunfähigkeit zu unterdrücken und Zeit zu gewinnen. Doch damit vergrößerten sie nur die Verluste – für sich selbst und für die Gesellschaft. Dieselbe Praxis betrieb zum Beispiel die Bank of United States, als externe Anleger aufgrund von Sorgen um ihre Solvenz im Jahr 1929 begannen, ihre Aktien zu verkaufen, oder Albert Oustric, der 1930 versuchte, auf diese Weise die Pleite seiner Banque Adam abzuwenden. Später, im Jahr 2008, sollten die Manager der großen isländischen Banken dieses Vorgehen zu ganz neuen Höhen führen.[17]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Am 20. September 1929 veröffentlichte der Marquess of Winchester eine Mitteilung, laut der eine Untersuchung der Aktivitäten von Hatry begonnen habe. Norman, der dem Treiben des exzentrischen Finanziers schon lange misstrauisch zugesehen hatte, informierte darüber die London Stock Exchange, die am selben Vormittag den Handel mit Aktien der Hatry Group aussetzte. Bis zum Abend wurde Hatry festgenommen und ins Gefängnis gesteckt. Kurz nach Neujahr folgten Anklage und Prozess gegen ihn. Sein Verteidiger erklärte, das System, das ihn ruiniert habe, sei nicht von Hatry selbst erdacht worden, sondern von seinem redegewandten italienischen Kollegen John Gialdini, der somit der eigentliche Schuldige sei. Gialdini habe damit gedroht, sich in den Kopf zu schießen, falls die United-Steel-Übernahme scheitere, bevor er praktischerweise aus dem Land floh. Doch es half nichts. Hatry wurde verurteilt und bekam das für Wirtschaftskriminalität maximal mögliche Strafmaß von 14 Jahren Haft.[18] Später wurde auch Gialdini festgenommen, in einem Prozess in Mailand für schuldig befunden und zu 5 Jahren und 10 Monaten Gefängnis verurteilt. Der Kontrast zum Umgang mit Wirtschaftsstraftätern nach der Krise 2008/09 ist zu offensichtlich, als dass man hier eigens darauf hinweisen müsste.

Unvermeidlich war, dass Hatrys Aktionäre alles verloren. Zusätzlich wurden rund 12,5 Millionen Pfund an unbesicherten Verbindlichkeiten eingefroren.[19] Mehrere Londoner Aktienbroker wurden dadurch in die Pleite getrieben, und mehrere Banken, darunter Barclays, gaben bekannt, dass ihre Gewinne niedriger ausfallen würden.[20] Zu den wenigen Profiteuren des Geschehens gehörte ironischerweise United Steel selbst, das im Zuge der anschließenden Insolvenz seine Finanzverbindlichkeiten abschreiben konnte und mit einer stärkeren Finanzposition als zuvor aus der Restrukturierung hervorging.[21]

Kurzfristig aber führten diese Ereignisse zu einen massiven Kursverfall an der London Stock Exchange und Goldverlusten für die Bank of England. Am 26. September beugte sich Norman dem Unvermeidbaren und gab eine Erhöhung des Diskontsatzes um einen Prozentpunkt bekannt.

Das Ergebnis, nämlich höhere Kreditkosten, war für die ohnehin schwache britische Wirtschaft nicht eben hilfreich. Höhere Priorität aber hatte für Norman die Verteidigung des Pfund-Kurses im Goldstandard. Die Goldverluste verlangten nach einer Reaktion, unabhängig davon, dass in diesem Fall Hatry der Auslöser dafür gewesen war. Ab September 1931 sollte sich das ändern, denn damals gab es keinen Goldstandard mehr, der zu verteidigen gewesen wäre. Auch in der weltweiten Krise 2008/09 war die Situation anders: Ungehindert durch irgendwelche festen Wechselkurse konnte die Bank of England, genau wie die Fed, die Zinsen auf niedrigste Niveaus senken. Damals aber wollte die britische Zentralbank vor allem anderen den Wechselkurs des Pfund aufrechterhalten. Und dazu musste Norman an der Zinsschraube drehen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die US Federal Reserve verfügte, anders als die Bank of England, zu dieser Zeit noch immer über reichlich Goldreserven. Sie konnte also handeln, musste aber auch wollen. Nach dem turbulenten Schwarzen Montag am 28. Oktober 1929 schritt die New York Fed rasch zur Tat. Harrison rief sein Board für eine außerordentliche Sitzung um drei Uhr morgens zusammen. Noch vor Öffnung der Märkte und ohne vorher die Genehmigung des Board of Governors in Washington einzuholen, verkündete er, dass die New Yorker Fed 100 Millionen Dollar an kurzfristigen US-Staatsanleihen kaufen werde. Diese Käufe erfolgten über das eigene Konto der New Yorker Fed-Bank, nicht über das des Open Market Investment Committee.

Als Nächstes kaufte die New York Fed für weitere 150 Millionen Dollar Staatsanleihen. Sie ließ ihr »Diskontfenster weit offen«, wie es Harrison ausdrückte, und gab Banken Geld im Tausch gegen Commercial Paper (dies sind, zur Erinnerung, Schuldscheine über Zahlungen, die Banken später von ihren Unternehmenskunden bekommen würden).[22] Diese Maßnahmen verhinderten einen steilen Anstieg der Zinsen, wie es ihn bei früheren Finanzkrisen gegeben hatte – tatsächlich war genau dieses Ziel der Hauptgrund für die Schaffung des Federal Reserve System im Jahr

1914 gewesen. Indem sie die Belastungen für Broker und Händler in Grenzen hielt, verhinderte die New York Fed eine schwerere Krise. Sie habe »die Gesundheit der Wirtschaftslage sichergestellt, als die spekulativen Märkte auf Grund liefen«, lobte die *New York Times*.[23]

Selbst gemessen an den Standards von Ben Bernanke handelte die New York Fed damals beeindruckend schnell. Man kann sich kaum vorstellen, was sie sonst noch hätte tun können. In ihrer Währungsgeschichte der USA machen Milton Friedman und Anna Schwartz die Fed für Ausmaß und Dauer der Großen Depression verantwortlich. Sie führen ihre Untätigkeit auf den Tod von Benjamin Strong als der dominierenden Persönlichkeit im System und derjenigen Person zurück, die am besten wusste, wie man auf eine Krise reagiert. Doch die Ereignisse vom Oktober sprechen für eine ausgewogenere Beurteilung. Die New York Fed mag sich der unglücklichen Folgen, die ihre vorherige Straffung der Kreditbedingungen auslösen würde, nicht bewusst gewesen sein. Doch als die Folgen eintraten, handelten Harrison und seine Kollegen schnell. Weil sie dabei auf Grundlage der Real Bills Doctrine agierten, wussten sie, wie sie auf Anzeichen für Kreditknappheit und -not zu reagieren hatten. Insbesondere Harrison erkannte die Dringlichkeit der Lage. Mit der Aufgabe, eine Reaktion zu formulieren und die Unterstützung seines Boards dafür zu bekommen, war er keineswegs überfordert. Er war in der Lage, entschlossen zu halten, und tat das auch.

Man könnte glauben, dass das Board of Governors der Fed, das der Real Bills Doctrine nicht weniger verpflichtet war, mit Harrisons Initiative einverstanden gewesen wäre. Jedoch zeigten sich seine Mitglieder stärker an ihren Rechten interessiert als an Geldpolitik und waren erzürnt, dass sie nicht vorher konsultiert worden waren. Angeführt von Adolph Miller, ergriff das Board sofort Maßnahmen, um Harrisons Möglichkeiten einzuschränken, vorzugehen wie von ihm geplant. Der Präzedenzfall dafür war 1927 geschaffen worden, als sich das Board über die Direktoren der Chicago Fed hinweggesetzt und sie gezwungen hatte, ihren Diskontsatz zu verändern. Jetzt nahm die Fed-Zentrale den Zins der New Yorker Fed als Geisel: Sie verweigerte ihre Zustimmung zu einer Zinssenkung, mit der Harrison strauchelnden Banken und Brokern helfen wollte, bis das New Yorker Board sich einverstanden erklären würde, weitere Käufe von Staatsanleihen nur nach vorheriger Genehmigung vorzunehmen. Friedman und Schwartz deuten an, dass das Problem bei Harrison gelegen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

habe – wäre Strong noch dagewesen, hätte er sich dem Board widersetzen können. Dagegen spricht jedoch die Tatsache, dass sich das Verhältnis zwischen dem Board und den regionalen Fed-Banken schon durch die Ereignisse 1927 verändert hatte. Das Problem war also strukturell, nicht in Persönlichkeiten begründet.

Doch auch wenn Harrison und seine Kollegen verstanden, dass sie auf die durch den Crash am Aktienmarkt ausgelösten Nöte rasch reagieren mussten: Wie sie mit den darauffolgenden Ereignissen umgehen sollten, war ihnen weniger klar. Solange das Problem nur in einer finanziellen Notlage bestand, wussten sie, dass es ihre Verantwortung war, Not-Liquidität zur Verfügung zu stellen – eine elastische Währung, wie man damals sagte. Dass der Aktiencrash die New Yorker Banken in Gefahr brachte, begriffen die Board-Mitglieder der New York Fed sofort.

Bald jedoch wurde aus dem Problem eines von Deflation und Depression, und wie damit umzugehen war, darüber gab es, wenn überhaupt, weniger Einigkeit. Das Federal Reserve System war geschaffen worden, um Zinsspitzen zu verhindern. Seine Vertreter wussten, was sie zu tun hatten, wenn als Folge von finanziellen Verwerfungen vorübergehend weniger Kredite zu bekommen waren, als die Unternehmen brauchten. In Bezug auf die Frage, was zu tun ist, wenn das Preisniveau eine Zeit lang eine Tendenz zum Fallen zeigt, herrschte jedoch kein Konsens. Schon in der Vergangenheit hatte es in den USA Zeiten mit sinkenden Preisen gegeben, in den 1870er- und 1880er-Jahren und dann noch einmal nach dem Ersten Weltkrieg; eine ausgewachsene Finanzkrise war daraus jeweils nicht entstanden. Von diesen historischen Erfahrungen waren die Ansichten der Fed-Entscheider geprägt. Dass die Abwärtsbewegung der Preise dieses Mal sehr wohl ein Problem darstellen würde, war für die Board-Mitglieder also nicht offensichtlich.

Als die Knappheit am Geldmarkt nachließ und sich die Zinsen normalisierten, schien weiteres Handeln deshalb nicht mehr so dringlich zu sein. Harrison und seine Kollegen in New York waren sich mit dem Board of Governors in Washington jetzt wieder einig, und die New York Fed wehrte sich nicht mehr gegen dessen Anweisungen. Ganz im Gegenteil: Sie zeigte sich absolut bereit, weitere Offenmarktgeschäfte zu unterlassen.[24] Die Wirtschaft sollte schon bald den Preis dafür bezahlen müssen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 8
Die nächste Abwärtsbewegung

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Nach dem Börsencrash beschleunigte sich die Kontraktion in der Wirtschaft. Die Produktionsvolumina bei Benzin, Roheisen und Stahl gingen im vierten Quartal 1929 sämtlich zurück. Die Autoproduktion sank noch weiter. Die gesamte Industrieproduktion verringerte sich von Anfang Oktober bis Ende 1929 um 9 % – aufs Jahr hochgerechnet also um 30 %.[1] Zum Vergleich: In den drei Monaten nach der Pleite von Lehman Brothers im Jahr 2008 hatte der Rückgang der US-Industrieproduktion nur zwei Drittel dieses Werts betragen.

So schlecht die Lage auch war, dies war noch nicht die Große Depression. Ähnlich wie beim Ausbruch der Subprime-Krise 2007 beschränkten sich die schwersten Folgen auf die USA, und noch konnte man argumentieren, das Schlimmste werde bald vorbei sein. Der Rückgang an den ausländischen Aktienmärkten war begrenzt. In anderen Ländern, die keinen derartigen Vertrauensschock erlebt hatten, verringerte sich die Industrieproduktion im vierten Quartal 1929 nur wenig. In Kanada gab es, obwohl das Land eng mit den USA verbunden war, bis Dezember gar keinen Rückgang. In Frankreich, wo Stabilisierung und Aufschwung erst spät begonnen hatten, wuchs die Wirtschaft sogar noch.

Lateinamerika und andere Regionen, die von Rohstoffexporten abhängig waren, bekamen die Auswirkungen der Wirtschaftsschwäche in den USA am stärksten zu spüren. Angesichts der gesunkenen Nachfrage von Konsumenten und aus der Industrie kauften amerikanische Unternehmen weniger Kaffee, Kakao, Gummi und Seide. Finanzielle Probleme machten es zudem schwierig, Handelskredite zu bekommen.[2] Was auch immer die Gründe waren, das Ergebnis war, dass die USA weniger importierten.

Doch die Rohstoffproduktion folgt ihrem eigenen Rhythmus, weil Entscheidungen über Säen und Ernten lange im Voraus fallen. Der Rückgang betraf also nur die Preise, nicht die Produktion. Die Kaffeepreise sanken

im vierten Quartal 1929 um 30 %, die für Mais um 15.[3] Schon zuvor waren die Rohstoffpreise fast ein Jahrzehnt lang schwach gewesen, jetzt aber gab es »einen akuten Anfall, der zu einer chronischer Form derselben Krankheit noch hinzukam«.[4] Zunächst aber führte dies nicht zu weit verbreiteten Zahlungsausfällen bei den Schulden lateinamerikanischer Länder, die in den 1920er-Jahren reichlich Kredite aufgenommen und jetzt hohe Schuldenlasten zu bedienen hatten. Aber das sollte noch kommen.

In den letzten Monaten 1929 konnte man noch darauf hoffen, dass der Schaden durch den Börsencrash begrenzt bleiben würde – die Folgen ließen sich »eindämmen«, wie es damals von offizieller Seite gern formuliert wurde. Die Fed hatte verhindert, dass die heftige Korrektur am Markt auch das Bankensystem in Mitleidenschaft zog, oder zumindest keine schweren Bankenpleiten zugelassen. Eine Reihe kleinerer Banken war nach dem Crash an der Börse tatsächlich gescheitert, doch so etwas kam während der 1920er-Jahre ohnehin regelmäßig vor.

Bis Anfang 1930 jedoch wurden die Anzeichen für eine weitere Abschwächung der Wirtschaft unübersehbar. Das Weihnachtsgeschäft 1929 war enttäuschend verlaufen und in der ersten Jahreshälfte 1930 gingen die Verkäufe der Warenhäuser weiter um annualisiert 10 % zurück. Ohne Frage war dies jetzt eine Rezession.

Die Zentralbanken reagierten entsprechend. Das Open Market Investment Committee autorisierte die New York Fed, ihren Diskontsatz im Februar und März um jeweils einen halben Prozentpunkt zu senken.[5] Auch die Bank of England und die Deutsche Reichsbank senkten ihre Zinsen. Selbst die Banque de France, die immens hohe Reserven hielt und ihre Politik nur selten veränderte, senkte ihren Diskontsatz Ende Januar um einen halben Prozentpunkt, das erste Mal seit zwei Jahren.

Anfangs zeigten sich die Finanzmärkte erfreut darüber. Die Aktienkurse in New York stiegen in den ersten vier Monaten des Jahres 1930 um 16 %. Mehr als 100 Millionen Dollar an ausländischen Staatsanleihen wurden von Januar bis März auf den US-Markt geworfen. Dies war immer noch nur ein Bruchteil des Volumens von 1927 und 1928, aber mehr als in jedem Quartal des Vorjahres. In den USA, Kanada und den wichtigsten europäischen Ländern blieb die Industrieproduktion die erste drei Monate von 1930 über stabil.

Doch auch wenn die Unternehmen ihre Produktion nicht verringerten, sanken die Preise weiter – ein Zeichen dafür, dass die Nachfrage nicht aus-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

reichte. Bis Mai war klar, dass sich die Arbeitslosigkeit auf die Konsumausgaben in den USA, Großbritannien und Deutschland auswirkte. Die Nachfrage nach den Produkten der französischen Industrie war »schwach«. In Belgien war das wirtschaftliche Umfeld »unbefriedigend«, die japanische Wirtschaft »inaktiv«.[6]

Von da beschleunigte sich der Rückgang bei der Industrieproduktion dramatisch. Von Dezember 1929 bis Dezember 1930 erreichte er in den USA 21 %, in Deutschland 23 %.[7] In anderen Ländern sah es nicht viel besser aus.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dies war eindeutig der Wendepunkt, ab dem aus einer ganz normalen Rezession etwas Gravierenderes wurde. In seiner klassischen Darstellung dieser Zeit nennt Charles Kindleberger vier Erklärungen für den Einbruch: unzureichende Unterstützung durch die US-Geldpolitik, Handelsrestriktionen, schwache Rohstoffpreise und Ereignisse im Ausland. (Damit ist die Entwicklung in Deutschland gemeint; sie wird weiter unter beschrieben.) Es lohnt sich, diese Faktoren einzeln durchzugehen.

An der geldpolitischen Front wäre es erneut nicht richtig, zu sagen, dass die Federal Reserve nichts getan hätte. Zweimal, im Mai und Juni 1930, genehmigte das Board of Governors weitere Senkungen des Diskontsatzes der Federal Reserve Bank of New York. Bis Mitte des Jahres war der von der New Yorker Fed verlangte Zinssatz auf nur noch die Hälfte des Niveaus vom vorigen August gefallen. Das war zumindest ein Schritt in die richtige Richtung. Jedoch kam das Board an diesem Punkt zu dem Schluss, seine Arbeit sei erledigt. Da die Kosten für Kredite niedrig waren, darüber waren sich seine Mitglieder einig, war die Verfügbarkeit von Krediten jetzt kein Hindernis mehr für Stabilisierung und eine Erholung.

In der Realität aber waren die Kreditkosten gar nicht so niedrig. Die Zinsen waren zwar gefallen, doch das Gleiche galt für die Preise, was die Kosten der Rückzahlung steigen ließ (Ökonomen sprechen hier von den Realzinsen). Im Juni lagen die Großhandelspreise volle 7 % unter ihrem Niveau von Ende 1929.[8]

Möglicherweise wurde der Rückgang der Preise nicht allgemein erwartet. Falls dem so war, hätte er auch nicht zu Zurückhaltung bei der Kreditaufnahme führen können. Die Preise für Rohstoff-Futures, ein Indikator für die erwartete künftige Preisentwicklung, lagen in der ersten Jahreshälfte über den Preisen am Spotmarkt, was zu der Annahme passt,

dass das Sinken der Preise nicht im vollen Umfang vorausgesehen wurde. Doch obwohl die Preise am Terminmarkt über den aktuellen lagen, gingen auch sie zurück. James Hamilton hat die Verbindung zwischen den Futures-Preisen für Rohstoffe und dem allgemeinen Preisniveau untersucht. Dabei kam er zu dem Schluss, dass die Marktteilnehmer für das erste und zweite Jahresdrittel 1930 sinkende Preise erwartet hatten, allerdings etwas weniger stark, als es dann tatsächlich der Fall war.[9]

Die Renditen für drei- bis sechsmonatige Schuldscheine und Zertifikate des US-Finanzministeriums wiederum waren bis Mitte des Jahres zwar auf weniger als 2 % gefallen, doch die für Anlageinvestitionen entscheidenden langfristigen Zinsen blieben hartnäckig hoch.[10] Was hätte die Fed noch tun können? Für den Anfang hätte sie ihre Kreditzinsen weiter senken können. Der Diskontsatz stand bei 2,5 %, also gab es noch Spielraum nach unten. Dies galt schon für die Standards der 1930er-Jahre, wenn man bedenkt, dass die New York Fed ihren Diskontsatz bis Ende des Jahrzehnts dann tatsächlich bis auf 1 % senkte. Und es gilt erst recht für die Verhältnisse der 2000er-Jahre, denn unter Ben Bernanke sanken die Zinsen der Fed nach der Krise 2008/09 sogar auf 0,25 %.

Die damals herrschende geldpolitische Doktrin jedoch sah vor, dass sich Finanzinstitute Geld von der Zentralbank nur als letzter Instanz leihen sollten, und dass die Fed Kredite nur zu einem Strafzins vergeben sollte. Ansonsten würden die Banken mit billigem Geld spekulative Investitionen finanzieren, und Unternehmen würden zu viel produzieren. Das jedenfalls glaubten Mitglieder des Board of Governors der Fed, die sich die Zukunft durch die Brille der Vergangenheit ansahen. Tatsächlich war derartiges unbesonnenes Verhalten in der Vergangenheit ein Problem gewesen. Für 1930, so kurz nach dem Platzen der Blase, konnte man das aber weniger sagen. Wie dem auch sei – die Mitglieder des Federal Reserve Board erkannten nur langsam, dass sich die Umstände verändert hatten.

Einige Board-Mitglieder, mit Adolph Miller als wichtigem Vertreter dieser Gruppe, waren auf jeden Fall überzeugt, dass weitere Zinssenkungen dem Versuch gleichgekommen wäre, mit einem Seil zu schieben. Miller, wir erinnern uns, war ein Anhänger der Real Bills Doctrine. Nach dieser Schule waren Zentralbankkredite nützlich für die Finanzierung der legitimen Bedürfnisse der Wirtschaft, konnten aber nichts ausrichten, wenn die Unternehmen auf Sparkurs gingen. Mit Geldpolitik ließ sich bei anziehender Wirtschaft »das Fließen von Geld zu seiner Verwendung stimulie-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ren«, aber wenig dafür tun, um Kreditaufnahme und Aktivität zu fördern, wenn die Unternehmen vorsichtig sind.[11] Unter diesen Umständen gab es keine andere Möglichkeit, als sich auf die Fähigkeit des Marktes zu verlassen, von selbst zu einem Gleichgewicht zurückzufinden. Die Stabilisierung des wirtschaftlichen Umfelds sollte sich von selbst einstellen, durch »verringerte Produktion, verringerte Lagerbestände, die allmähliche Verringerung von Konsumentenkrediten, die Liquidierung von Wertpapierkrediten und das Zunehmen von Ersparnissen durch mehr Sparsamkeit «. So formulierte es George Norris, früherer Leiter des Department of Wharves, Docks and Ferries in der Stadtverwaltung von Philadelphia, der jetzt Board-Mitglied in der Federal Reserve Bank in dieser Stadt war.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im März 1930 autorisierte das Open Market Investment Committee den Kauf von Wertpapieren im Volumen von bescheidenen 50 Millionen Dollar, signalisierte dann aber, dass es zu mehr nicht bereit sei.[12] Im Juni erlaubte der Exekutivausschuss der Open Market Policy Conference (der neue Name des kurz zuvor umstrukturierten Open Market Investment Committee) der Federal Reserve Bank of New York, über zwei Wochen weitere 25 Millionen US-Dollar an Staatsanleihen zu kaufen. Diese Entscheidung fiel jedoch hauptsächlich aus technischen Gründen, und selbst dafür war die Mehrheit knapp, was erkennen ließ, dass weitere Genehmigungen unwahrscheinlich waren. Nach zwei Wochen schlug Harrison eine Verlängerung des Programms vor, doch der Exekutivausschuss lehnte mit 4 zu 1 Stimmen ab (die abweichende Stimme kam von Harrison selbst). Dieser hätte auf ein ambitionierteres Programm bestehen können. Er hätte damit drohen können, wie zuvor die Käufe auf eigene Rechnung der New York Fed vorzunehmen. Benjamin Strong wäre hier mutiger gewesen, kann man aus solchen Aussagen heraushören. Ob das stimmt, werden wir jedoch nie erfahren.

Das zweite bedeutende Wirtschaftsereignis von 1930, so heißt es jedenfalls in den Lehrbüchern, war der Smoot-Hawley Tariff Act. Die damit eingeführten Zölle, heißt es darin, hatten drastisch negative Auswirkungen auf die Volkswirtschaft. Doch leider ist das nicht richtig.

Die Zölle waren schon im Präsidentschaftswahlkampf 1928 ein Thema gewesen. Die Republikaner waren die Partei des Protektionismus, und Hoover umwarb die Wähler von den Farmen des Mittleren Westens mit

dem Versprechen, Rohstoffimporte zu besteuern. Das mächtige Committee on Ways and Means des US-Repräsentantenhauses begann seine Anhörungen dazu am 7. Januar 1929, zwei Monate und einen Tag nach der Wahl. Geleitet wurde der Ausschuss von Willis Hawley, einem langgedienten Abgeordneten aus dem Bundesstaat Oregon. Hawley hatte sich vom Farmhelfer zum Direktor einer Privatschule, Professor für Geschichte und Ökonomie und Präsidenten des Willamette College hochgearbeitet, bevor er in die Politik gegangen war. Mit seinem Einsatz für das Zollgesetz hatte er jedoch weniger Erfolg: Nachdem er 13 Terms (Legislaturperioden, je 2 Jahre) lang im Kongress gesessen hatte, schaffte er es beim 14. Mal im Jahr 1932 nicht mehr, sich von seiner eigenen Partei aufstellen zu lassen.[13] Ähnlich wurde auch Reed Smoot, der zweite Namensgeber für das Zollgesetz, der fünf (!) Terms lang (je 6 Jahre) Senator gewesen war, 1932 bei der Kampagne für seine Wiederwahl von dem Demokraten Elbert Thomas geschlagen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bis das Zollgesetz, das für immer mit Smoot und Hawley verbunden bleiben sollte, seinen Weg durch die Instanzen des US-Kongresses durchlaufen hatte, dauert es fast eineinhalb Jahre. Am 17. Juni 1930 wurde es von US-Präsident Hoover in Kraft gesetzt, der die Unterschrift feierlich mit sechs Füllern aus massivem Gold leistete. Durch das Gesetz stiegen die Zölle für darin erfasste Güter von 38 % auf 45 %.[14] Um eine Mehrheit dafür im Kongress zu organisieren, war es nötig gewesen, weiteren Wählergruppen zu Gefallen zu sein, darunter den Produktionsunternehmen im Osten der USA. Der so entstandene Zolltarif war ein Wirrwarr, durch den die Industrie letztlich stärker geschützt wurde als die Landwirtschaft.

Die Frage ist nur, mit welcher Wirkung. Die erhöhten Preise für zollpflichtige Güter lenkten einen Teil der Ausgaben auf einheimische Alternativen um, was die Hersteller natürlich begrüßten. In die entgegengesetzte Richtung wirkte aber die Tatsache, dass höhere Zölle zugleich weniger Kaufkraft bei den Konsumenten bedeuteten. Dieser Effekt war allerdings gering, denn Importe machten 1929 nur 5 % des Bruttonationalprodukts der USA aus, und für zwei Drittel davon wurden ohnehin weiterhin keine Zölle erhoben. Insgesamt, so hat Douglas Irwin berechnet, verringerte das Smoot-Hawley-Gesetz die US-Einkommen um höchstens 116 Millionen Dollar oder 0,1 % des BIP von 1929. Gemessen an den Standards der Großen Depression war das ein Klacks.[15]

Darüber hinaus wird als Kritik an den Zöllen vorgebracht, sie hätten zu Unsicherheit und damit zu Investitionszurückhaltung geführt. Ähn-

lich wurde auch von Obamas Konjunkturpaket und Gesundheitsreform 2009 behauptet, sie hätten Unsicherheit geschaffen und Unternehmen vom Investieren abgehalten. Im November 1929 klagte Robert Edgerton, Präsident der National Association of Manufacturers, Industrie und Handel seien »in vielen Fällen nicht in der Lage, ihre Planung abzuschließen, und viele Entwicklungsprogramme warten oder drohen aufgegeben zu werden, während Parteipolitik, Blockpolitik, persönliche Politik und Partikularpolitik darum ringen, diesen oder jeden Vorteil zu bekommen oder diese oder jene Pleite abzuwenden oder diese oder jene politische Persönlichkeit vorzuführen«.[16]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Doch selbst wenn etwas Wahres daran war, bis Mitte 1930 war die Unsicherheit, vor der Edgerton gewarnt hatte, verschwunden. Robert Archibald und David Feldman haben die Unsicherheitshypothese analysiert, indem sie die Investitionen in 15 Branchen mit ihrer Abhängigkeit vom Außenhandel in Beziehung setzten.[17] Ihre Ergebnisse sprechen dafür, dass die Investitionen im Jahr 1929, als das Ergebnis der Verhandlungen im Kongress am unklarsten war, tatsächlich schwächer waren als erwartet. Ab 1930 aber wurden die Grundzüge des Zollgesetzes besser erkennbar, und bis Mitte des Jahres herrschte Klarheit – und für diese Zeit finden sich keine Belege mehr für niedrigere Investitionen. Jegliche negativen Auswirkungen waren also gering und vorübergehend.

Und wenn der Smoot-Hawley Act keine bedeutenden Folgen für die US-Wirtschaft hatte, dann konnte das Gesetz auch keine bedeutenden Folgen für den Rest der Welt haben. Dies soll nicht heißen, dass bestimmte Produzenten nicht darunter gelitten hätten. Italien protestierte gegen höhere Zölle auf seine Exporte von Strohhüten und Olivenöl. Schweizer Uhrmacher waren empört. Spanische Exporteure von Trauben, Orangen und Zwiebeln waren von den Maßnahmen ebenfalls betroffen. In ganz Lateinamerika klagten Exporteure über den Schutz, der Farmern in den USA gewährt wurde. Dort und anderswo machten die Zölle das Problem der niedrigen Rohstoffpreise noch gravierender. Durch das Gesetz wurde es Rohstoffproduzenten erschwert, Einnahmen in Dollar zu erzielen, was wiederum die Bedienung ihrer Schulden schwieriger machte.

Die Frage ist nur, wie viel schwieriger. Kevin Carey hat versucht, dies anhand der Reaktion der Kurse von Staatsanleihen im Juni 1930 abzuschätzen, also in dem Monat, als das Gesetz unterschrieben wurde.[18] Wenn die Zölle tatsächlich große Probleme für rohstoffexportierende Länder bedeu-

tet und somit die Wahrscheinlichkeit dafür erhöht hätten, dass sie ihre Schulden nicht bedienen konnten, hätten die Kurse ihrer Anleihen fallen müssen. Zwar gibt es einige Belege dafür, doch auch dieser Effekt war nur gering.

Auswirkungen zeigte der Smoot-Hawley Act jedoch insofern, als er zu einer Verschlechterung der Auslandsbeziehungen der USA führte. Er löste Proteste von 30 ausländischen Regierungen aus. Er »verstärkte den Nationalismus in der ganzen Welt«, um es mit den Worten des Morgan-Partners Thomas Lamont zu sagen.[19] Er provozierte Vergeltungsaktionen und führte zum Scheitern einer vom Völkerbund einberufenen Konferenz, die zum Ziel gehabt hatte, eine koordinierte Verringerung von Zöllen auszuhandeln. Die Depression war ein globales Phänomen, und um sie einzudämmen, war eine globale Reaktion erforderlich. Doch alle Bemühungen um ein koordiniertes Vorgehen, ob in Form von gleichzeitigen Zinssenkungen, eines Schuldenmoratoriums oder eines Notfallkredits, wurde deutlich erschwert, als sich die Regierungen wegen Smoot-Hawley gegenseitig an die Kehle gingen.

Insofern ist die Lehrbuch-Behauptung, Smoot-Hawley habe die Depression in den USA verschlimmert, schlechte Geschichtsschreibung im Dienst guter Politik. Zwar gibt es keine Belege dafür, dass die Zölle tatsächlich deutlich negative Auswirkungen auf die US-Wirtschaft gehabt hätten, doch ihre rituelle Verdammung hatte Anteil daran, dass die Politik im Jahr 2009 der Versuchung des Protektionismus widerstehen konnte. Das wiederum machte es leichter, in diesem Fall eine Reaktion international zu koordinieren.

Die Rolle von US-Präsident Herbert Hoover ist in jedem Bericht über die Große Depression umstritten. Zu Beginn dieser Zeit ritt er auf der Erfolgswelle seines Triumphs bei der Wahl im Jahr 1928, und er wurde für seine Charaktereigenschaften Ehrlichkeit, Fleiß und Unabhängigkeit ebenso bewundert wie für seine Leistungen. Hoover kam aus bescheidenen Verhältnissen, kämpfte sich durch die Stanford University, nutzte sein Geschick als Bergbauingenieur und Unternehmer, um finanziell unabhängig zu werden, und machte sich einen Namen als Menschenfreund, indem er während des Ersten Weltkriegs erst die Kommission für das Belgische Hilfswerk[20] und dann die U. S. Food Administration leitete. Vor sei-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ner Wahl zum Präsidenten war er außerdem ein sehr erfolgreicher Handelsminister.

Vier Jahre später war er ein geschlagener Mann – oder genauer gesagt, ein geschlagener Präsidentschaftskandidat und ein verbitterter Mann. Verbittert war er, weil ihm die Schuld an einer Depression gegeben wurde, die ihren Ausgang unter seinem Vorgänger Calvin Coolidge genommen hatte und für die Hoover selbst anderen die Schuld gab, zum Beispiel Benjamin Strong. Enttäuscht war er über sein eigenes Versagen beim Umgang mit den Herausforderungen der Krise. Dieses Versagen beruhte auf einem Missverhältnis zwischen der Weltanschauung des Präsidenten und dem, was unter den außergewöhnlichen Umständen der 1930er-Jahre erforderlich gewesen wäre. Hoover war ein fester Anhänger von haushalts- und geldpolitischer Orthodoxie in einer Zeit, in der die Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik alles andere als orthodox waren. Wie andere Quäker glaubte er an Selbsthilfe, Assoziationalismus und eine begrenzte Rolle des Staates, doch er war mit einer Krise konfrontiert, deren Charakter sehr deutlich die Grenzen von Selbsthilfe und die Notwendigkeit staatlicher Interventionen aufzeigte. Hoover war alles andere als eine inspirierende Führungspersönlichkeit, sondern distanziert und empfindlich gegen Kritik – ungefähr das Gegenteil von Franklin D. Roosevelt.

Hoovers Strategie zur Stärkung des Vertrauens bestand darin, das vorherrschende Lohnniveau zu bewahren. Die Löhne stabil zu halten, so fasste die *New York Times* die Argumente des Präsidenten zusammen, würde den Arbeitsfrieden sicherstellen. Dies sei schon aus humanitären Gründen wünschenswert, außerdem würde das Vermeiden von Lohnkürzungen »die Konsumkraft des Landes« erhalten.[21] Dazu berief Hoover eine Reihe von Treffen mit prominenten Geschäftsleuten ein, darunter Henry Ford und Owen D. Young, Letzterer in seiner Eigenschaft als President und Chairman von General Electric. Arbeiterführer erklärten sich einverstanden, zum Ausgleich auf das Ausrufen von Streiks und Forderungen nach Lohnerhöhungen zu verzichten.

Während des Ersten Weltkriegs hatte der Imperativ gelautet, unter allen Umständen die Produktion am Laufen zu halten, und schon US-Präsident Wilson hatte zu diesem Zweck einen solchen proto-korporatistischen Pakt geschlossen. Er drängte die Arbeitgeber dazu, hohe Löhne anzubieten, die Gewerkschaften sollten im Gegenzug auf Arbeitskämpfe verzichten. Zur Erinnerung: Hoover war der Leiter der Food Administration unter Wilson

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

gewesen, als der sich für Opferbereitschaft und Zusammenarbeit einsetzte. Jetzt in der Krise griff er instinktiv zu einer Antwort im Wilson-Stil.

In dieser Krise aber war ein korporatistischer Pakt, wie er im Ersten Weltkrieg angemessen gewesen sein mag, nicht unbedingt das Richtige. Angesichts des schwachen Wirtschaftsumfelds war die Gefahr für Streiks und Arbeitsniederlegungen gering. Darüber hinaus war nicht klar, welche Auswirkungen diese Politik auf die Ausgabenbereitschaft haben würde. Zwar konnten Arbeiter, die von Lohnkürzungen verschont blieben, mehr Geld ausgeben, doch bei den Unternehmen, die höhere Löhne zahlen mussten, schwanden die Gewinne, sodass sie versuchten, ihre Kosten stattdessen mit Entlassungen und kürzeren Arbeitszeiten zu senken. Hoovers Politik mochte vielleicht einen schnellen Rückgang der Nachfrage verhindern, bremste aber gleichzeitig die notwendige Anpassung der Kosten und drückte auf das Angebot. Da angebots- und nachfrageseitige Faktoren in entgegengesetzte Richtungen wirkten, war der Gesamteffekt begrenzt.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Weil die Politik nur wenig ausrichten konnte, verstärkte sich der Rückgang der Industrieproduktion immer weiter. Die Verbindlichkeiten zahlungsunfähiger Unternehmen außerhalb des Finanzsektors erreichten im Dezember 1930 einen Rekordstand von 84 Millionen Dollar. Jene Unternehmen, die der Pleite entgingen, taten sich aber ebenfalls schwer, aufgenommene Schulden zurückzuzahlen. Die ganzen 1920er-Jahre über waren kleine ländliche Banken pleitegegangen. Im Jahr 1930 dann gab es eine Dürre, bei der in 15 Bundesstaaten vom Mittelatlantik bis zum Ohio Valley und dem Mississippi River Valley nur 57 % der sonst üblichen Regenmenge fielen.[22] Die landwirtschaftlichen Einnahmen sanken auf die Hälfte. Das Volumen der Einlagen bei zahlungsunfähigen Banken stieg von zuvor 20 Millionen Dollar pro Monat auf 180 Millionen im November und dann 370 Millionen Dollar im Dezember an.

Dies war der erste von mehreren Fällen, in denen es die Fed nicht schaffte, eine Finanzkrise abzuwenden. So jedenfalls wird es von Friedman und Schwartz dargestellt, während andere Analysten zu dem Schluss kommen, die Ereignisse Ende 1930 seien noch nicht als Krise zu bezeichnen. Dabei verweisen sie auf die Tatsache, dass nicht weniger als die Hälfte aller Einlagen bei gescheiterten Banken durch nur zwei Fälle zu erklären

waren: die Bank of United States und eine Bankenkette im Süden der USA, die von Caldwell and Company kontrolliert wurde.[23]

Rogers Caldwell war der extravagante Sohn eines gestandenen Bankers aus Nashville (wie Sie bald sehen werden, gibt es hier ein Muster). Im Jahr 1910 brach Caldwell Junior sein Studium an der Vanderbilt University ab, um das Versicherungsgeschäft seines Vaters zu übernehmen. Dass auch Clarence Hatry im selben Jahr mit der Führung des Unternehmens seiner Familie begann und später ebenfalls ins Versicherungsgeschäft ging, ist wahrscheinlich bloßer Zufall, ebenso wie die Tatsache, dass sich beide Männer später Rennställe zulegten. Allerdings verrät es durchaus etwas über ihre Persönlichkeit.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Vom Verkauf normaler Versicherungen ging Caldwell bald zu Bürgschaften für Bauprojekte über. Diese Bürgschaften waren Zahlungsgarantien, den heutigen Credit Default Swaps nicht unähnlich. Bald garantierte Caldwell auch selbst die Emission von Anleihen. Wie im Fall von Hatry handelte es sich dabei meist um Anleihen von Gemeinden und lokalen Regierungsstellen, zu denen Caldwell persönliche und politische Beziehungen aufgebaut hatte. Er spezialisierte sich auf hochwassergefährdete Bezirke, die Gräben graben und Dämme bauen mussten, diese Arbeiten mit Krediten finanzierten und die Zinsen dafür mit Steuereinnahmen beglichen. Bis Ende der 1920er-Jahre brachte Caldwell auch Einzelimmobilienanleihen zur Finanzierung von Hotels, Krankenhäusern und Bürogebäuden an den Markt. Bei den meisten davon kam es, wie zu erwarten gewesen war, zu Zahlungsausfällen, als der Immobilienboom im Jahr 1929 jäh endete.

Im Jahr 1919, also vier Jahre, nachdem Hatry die Commercial Bank übernommen hatte, gründete Caldwell die Bank of Tennessee, die er nutzte, um das mit seinen Anleiheverkäufen aufgenommene Geld zwischenzulagern. Statt es sofort an die Gemeinden oder Hoteliers weiterzugeben, die es sich geliehen hatten, nutzte er es für seine eigenen Zwecke.[24] Caldwell kaufte Versicherungen, Textilfabriken, einen Asphalthersteller, Molkereien und ein Baseball-Team aus der Minor League – selbst gemessen an den Standards von Hatry eine sehr bunte Mischung. Manchmal kaufte er sogar Unternehmen, für die er vorher Anleiheemissionen übernommen hatte. Offensichtlich war es einfacher, sich einen stetigen Strom an derartigen Aufträgen zu sichern, wenn der Emissionsdienstleister zugleich Eigentümer des Unternehmens war, das den Kredit aufnehmen wollte. Der Besitz von Versicherungsunternehmen hatte den zusätzlichen

Vorteil, dass Caldwell Anleihen an sie verkaufen konnte, wenn sich der Vertrieb an externe Anleger als zu schwierig erwies. Ein weiterer nützlicher Baustein in seinem Unternehmenskonglomerat war Kentucky Rock and Concrete, das Asphalt für Autobahn-Bauprojekte lieferte, und zwar oft solche, die über von Caldwell betreute Emissionen finanziert wurden.

Im Zentrum dieser Unternehmensgruppe aber stand eine Kette von Banken. Mehrere einzeln zugelassene Banken gelten als Kette, wenn sie von derselben Gruppe von Eigentümern kontrolliert werden (zur Erinnerung: Ketten-Banking war auch die Grundlage für die Bankengruppe Manley-Anthony gewesen, die 1926 zusammenbrach, als die Grundstücksblase in Florida platzte).[25] Der Vorteil einer Bankenkette ist, dass ihr Eigentümer in mehreren Bundesstaaten aktiv sein kann, obwohl die grenzüberschreitende Eröffnung von Filialen verboten ist. Das damit einhergehende Problem besteht darin, dass die Aufsichtsbehörden Verbindlichkeiten zwischen den einzelnen Gliedern der Kette übersehen können. Denn in manchen Bundesstaaten waren für die Aufsicht Behörden zuständig, die es nicht gewohnt waren, Informationen auszutauschen.

Jetzt machte sich Caldwell diesen Umstand zunutze. Seine Kette reichte von Tennessee bis Kentucky, Arkansas und North Carolina. Als er 1930 eine Beteiligung an der BancoKentucky Company (offizieller Name: National Bank of Kentucky) in Louisville kaufte, umfasste sein Reich Banken mit Einlagen von zusammen 225 Millionen Dollar und Versicherungen mit 216 Millionen Dollar an bilanzierten Vermögenswerten. Einen kurzen Moment lang war sein Konglomerat die größte Investmentbanking-Firma in der Region. Caldwell baute sich ein großzügiges Anwesen nach dem Vorbild der Hermitage, dem Haus seines Helden Andrew Jackson, und stattete es mit Spiegeln und Kaminen aus Europa aus. Genauer gesagt ließ er das die Bank of Tennessee für sich machen: Der Bau wurde mit 350.000 Dollar aus der Kasse der Bank bezahlt, und das Haus stand als Vermögenswert in ihrer Bilanz, bevor es am 1. Juni 1930 unter mysteriösen Umständen auf Caldwell persönlich umgeschrieben wurde.

Zu dieser Zeit waren viele der Bausteine von Caldwells Reich schon in Schieflage geraten. Das Immobilienanleihen-Portfolio von Caldwell und Company entwickelte sich schlecht, und die Industrieengagements wurden durch den Wirtschaftsabschwung unprofitabel. Um am Leben zu bleiben, griff das Unternehmen zunehmend auf die Einnahmen aus Anleiheemissionen für Hochwasserdistrikte und Gemeinden zurück, die bei

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

der Bank of Tennessee geparkt waren; außerdem nutzte es die Möglichkeiten von Caldwells Banken, Einlagen von nichts ahnenden Haushalten, Unternehmen und nicht zuletzt dem Bundesstaat Tennessee einzuwerben. Zusätzlich versetzte sein Einstieg bei der BancoKentucky Mitte 1930 Caldwell in die Lage, seine Kassen vorübergehend wieder aufzufüllen, indem er sich von der neuen Partnerbank 2,4 Millionen Dollar lieh.

Das Ereignis, das die tiefen Risse in dieser Fassade erkennbar machte, war dann die Schließung der Bank of Tennessee am 7. November 1930. Prüfer des Bundesstaats waren bereits zu dem Schluss gekommen, dass die Bank unterkapitalisiert war, und hatten sie angewiesen, zum Schutz der Einlagenkunden zusätzliche vier Millionen Dollar an Wertpapieren verfügbar zu machen. Später stellten sie fest, dass diese durch Papiere mit geringerem Wert ersetzt worden waren, was zu der Schließung im November führte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der zeitliche Verlauf zeigt, wie wichtig Caldwells politische Verbindungen für seine geschäftlichen Aktivitäten waren. Der 7. November 1930 war der erste Freitag nach einer Gouverneurswahl in Tennessee, bei der Henry Hollis Horton seine zweite zweijährige Amtszeit gewann. Horton, zuvor Sprecher des Senats von Tennessee, war 1927 zum Gouverneur aufgestiegen, nachdem sein Vorgänger Austin Peay im Amt verstorben war. Schon in Hortons erstem Gouverneurswahlkampf 1928 hatten seine Gegner die enge Verbindung zwischen seiner Regierung und Caldwells Unternehmen Kentucky Rock and Concrete, das von ihr Aufträge ohne Ausschreibungen erhielt, zum Thema gemacht. Diese Vorzugsbehandlung hatte Caldwell einem weiteren Machtmenschen aus Tennessee zu verdanken, dem Zeitungsverleger und Immobilienentwickler Colonel Luke Lea.[26] Lea beriet Gouverneur Horton, und seine Zeitungen *Nashville Tennessean* und *Knoxville Journal* lieferten begeisterte Unterstützung für den Kandidaten. Gleichzeitig war der Colonel auch Geschäftspartner von Caldwell – zusammen hatten die beiden eine Kontrollmehrheit an der Holston National Bank in Knoxville gekauft. Außerdem war Lea praktischerweise auch einer der Direktoren der Federal Reserve Bank of Atlanta.

Im Jahr 1930 dann hieß es, Lea habe Horton dazu gebracht, Caldwell weitere Verträge zur Lieferung von Asphalt für Bauprojekte in seinem Bundesstaat zu geben, indem er dem Kandidaten versprach, sich im Wahlkampf um den Gouverneursposten hinter ihn zu stellen. Unabhängig davon, ob diese Vorwürfe stimmen, ist klar: Lea und Caldwell waren eng

miteinander verbunden, und ihre Verbindung führte direkt ins Büro des Gouverneurs.

Dass Caldwells Bank of Tennessee erst am Freitag nach der Gouverneurswahl geschlossen wurde, war also kein Zufall (um Panik entgegenzuwirken und Einlagenkunden Zeit zu geben, damit sie sich sammeln können, haben sich Aufsichtsbehörden angewöhnt, Bankenschließungen direkt vor das Wochenende zu legen). Das Ende der Bank of Tennessee führte zu nachvollziehbaren Befürchtungen, dass nach dem Wochenende die Holston National Bank aus Knoxville folgen könnte. Laut Gerüchten hatte diese Bank hohe Kreditforderungen gegenüber Caldwell and Company, die sie durch Kredite von anderen Banken finanziert hatte. Am Montag bildeten sich bei ihr lange Schlangen von Kunden, die ihre Einlagen abheben wollten.

Angesichts der Belege für Misswirtschaft bei der Bank of Tennessee und der Verbindung zu Caldwell hatten Anleger tatsächlich gute Gründe dafür, sich auch um die Solvenz von Holston National zu sorgen. Darüber hinaus war nicht klar, welche weiteren Banken in Mitleidenschaft gezogen werden würden. Vorsicht ist besser als Nachsicht, also hoben Kunden eilends auch ihr Geld bei anderen Banken in Knoxville und benachbarten Städten ab. Ab diesem Punkt lagen alle Anzeichen dafür vor, dass aus den Ereignissen eine echte Krise werden würde.

Dadurch lag der Ball jetzt mitten im Feld der für die Region zuständigen Fed-Bank, also der Federal Reserve Bank of Atlanta. Deren Vertretern scheinen die Pflichten der Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz vollkommen klar gewesen zu sein (Lea gab seinen Direktoren-Posten dort am 15. November auf; als Grund gab er an, er könne nicht an den Sitzungen teilnehmen). Die Atlanta Fed hatte seit Langem zu den handlungsfreudigeren Regionalbanken des Federal Reserve System gehört.[27] Direkt nach Ende des Ersten Weltkriegs hatte es in ihrem Zuständigkeitsbereich den Baumwollboom mit anschließender Krise gegeben, sodass sie schon früh Erfahrungen im Umgang mit finanziellen Notlagen sammeln konnte. Außerdem war sie über eine Zweigstelle in Jacksonville im Bundesstaat Florida verantwortlich für den Bargeldumlauf von Kuba, das nach dem spanisch-amerikanischen Krieg die US-Währung übernommen hatte. Als im April 1926 Gerüchte über die Insolvenz einer kanadischen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bank, die auf der Insel aktiv war, zu Panik und einer Liquiditätskrise führten, brachte die Atlanta Fed per Schiff 42 Säcke mit Bargeld nach Kuba. Dadurch konnten die anderen Banken ihre Kunden auszahlen, was den Run auf sie erfolgreich in Grenzen hielt.[28]

Mit dieser Erfahrung im Hintergrund wusste die Federal Reserve Bank of Atlanta, ebenso wie die Federal Reserve Bank of New York, wie wichtig volle Schubladen mit Geld für das Vertrauen in die Banken waren. Also bereitete sie den Transport von mehreren Millionen Dollar nach Knoxville vor. Wegen des Tags des Waffenstillstands waren die Banken am Dienstag, dem 11. November, geschlossen, sodass genügend Zeit war, um das Geld auf den Weg zu bringen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Als Holston-Union am Mittwoch die Türen nicht öffnete, erlebten zwei ihrer Konkurrenten in Knoxville, East Tennessee National Bank und National City Bank, einen Ansturm von in Panik geratenen Kunden. Diese Banken hatten keine geschäftliche Verbindung zur Kette von Caldwell und Lea, doch das spielte keine Rolle. Bis 14 Uhr hoben Einlagenkunden mehr als eine Million Dollar bei ihnen ab. Zum Glück war inzwischen der »riesige Haufen Münzen und Scheine« von der Atlanta Fed eingetroffen, sodass es möglich war, den Kunden ihr Geld auszuzahlen; diese Nachricht »beruhigte selbst die Ängstlichsten«.[29] Bis Geschäftsschluss am Donnerstag hatten die meisten, die an den Vortagen Geld abgehoben hatten, es wieder eingezahlt. Mit unverkennbarer Erleichterung konnte A. P. Frierson, Präsident der Knoxville Clearing House Association (die Vereinigung, über die lokale Banken Schecks und andere Zahlungen untereinander abwickelten), festhalten, die »Aufregung aufseiten der Einlagenkunden [...] hat sich gelegt«.[30]

Nicht verhindern allerdings ließ sich damit, dass sich die Probleme von Tennessee aus in benachbarte Bundesstaaten und zu Banken ausbreiteten, die nicht zu Caldwell gehörten. Die prominentesten Pleiten aber gab es bei Instituten mit Verbindungen zu ihm. Zehn der Banken in Tennessee, die in dieser Zeit zusammenbrachen, hatten mit Caldwell zu tun, ebenso wie 45 in Arkansas, 15 in Kentucky und 15 in North Carolina.

Eines der Opfer war die American Exchange Trust Company, die größte Bank im Bundesstaat Arkansas. Nicht nur hatte sie in Caldwell & Company investiert, andersherum gehörten Caldwell & Company zusammen mit dem Partner A. B. Banks & Co. 70 % ihrer Anteile. Dass sie ein Drittel ihrer Kredite an eigene Führungskräfte und Direktoren vergeben hatte, war ein

weiteres Zeichen dafür, dass es sich bei ihr um kein normales Finanzinstitut handelte. Am 16. November musste American Exchange Trust nach vier Millionen Dollar an in Panik vorgenommenen Abhebungen die Auszahlungen suspendieren.[31] Am Tag darauf ließ das Bankenaufsichtsamt (Comptroller of the Currency) die National Bank of Kentucky schließen.

Der Bundesstaat Tennessee hatte bei der Bank of Tennessee und der Holston-Union Bank fünf Millionen Dollar an Geldern für den Autobahnbau deponiert, und Caldwell hatte persönlich dafür gebürgt. Also machten sich die Behörden daran, seinen Rennstall mit 64 Vollblütern und einem Zuchthengst zu beschlagnahmen. Zu ihrer Enttäuschung brachte der Verkauf nur 85.000 Dollar ein, einen Bruchteil des Werts der Anleihen, die Caldwell garantiert hatte. Als Nächstes versuchte die Verwaltung, Brentwood Hall zu beschlagnahmen, doch weil das Anwesen inzwischen auf ihn persönlich umgeschrieben war, konnte sich Caldwell auf den Schutz für Eigenheimbesitzer berufen.

Gouverneur Horton überstand diesen Skandal nicht. Er beschloss, 1932 nicht für eine dritte Amtszeit zu kandidieren, und verstarb bald darauf. Caldwell und Lea wurden zusammen mit J. Basil Ramsey, dem Präsidenten der Holston-Union National Bank und der Holston Trust Company, wegen der Verwendung von Autobahn-Geldern des Bundesstaates zur Abzahlung anderer Schulden angeklagt. Lea wurde verurteilt, 1934 inhaftiert und 1936 auf Bewährung freigelassen. Caldwell hatte mehr Glück. Seine Verurteilung wurde vom Tennessee State Supreme Court aufgehoben und zu einem weiteren Prozess kam es nie. Bis 1954 gelang es Vertretern des Bundesstaats nicht, ihn aus Brentwood Hall herauszubekommen.

Das Zentrum der Bankenkrise 1930 lag in Tennessee, Arkansas, Kentucky und North Carolina. Man könnte sie als bloße Folge des Treibens einer Handvoll farbenfroher Persönlichkeiten abtun. Sie blieb auf den Süden und weitgehend, wenn auch nicht vollständig, auf die Kette von Caldwell begrenzt. Nicht wenige Finanzhistoriker haben versucht, den Ereignissen von 1930 auf diese Weise besondere Bedeutung abzusprechen.

Tatsächlich aber wurde eine weitere Ausbreitung der Krise sowohl auf zusätzliche Banken außerhalb von Caldwells Reich im Süden als auch über diese Region hinaus durch die schnelle Reaktion der Atlanta Fed verhindert. Dass sie lokal begrenzt blieb, lag weniger an ihrem speziellen Charakter als am beherzten Eingreifen der regionalen Fed. Dieses verhinderte, dass die Insolvenz weniger Banken zu Panik und einer Liquiditäts-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

krise führte, die das gesamte Bankensystem hätte erfassen können. Dass die Ereignisse von 1930 nicht immer als echte Bankenkrise im engen Sinn dieses Wortes angesehen werden, bedeutet nicht, dass es nicht schwere Probleme mit dem Potenzial gegeben hätte, eine größere Krise auszulösen. Stattdessen wurde deutlich, dass es mit einer entschlossenen Reaktion der Zentralbank möglich ist, das Schlimmste zu verhindern.

All das sind Belege dafür, dass die Offiziellen der Fed, oder zumindest einige von ihnen, wussten, wie mit einer Panik umzugehen ist. Die Frage war, ob sie erneut so handeln würden, als sich die nächste Gelegenheit dazu bot.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Diese Gelegenheit kam später im Jahr 1930 mit der Pleite der Bank of United States. Dies war nicht etwa die Bank of *the* United States, also nicht der Zentralbank-Vorläufer, den es in den USA von 1791 bis 1836 gegeben hatte. Doch der Name war auch nicht zufällig gewählt. Wie das Bild vom Kapitol, das die Hauptfiliale der Bank schmückte, sollte er gezielt für Vertrauen sorgen. Ein Gesetz aus dem Jahr 1926 verbot Banken, die Worte »Federal« »United States« oder »Reserve« in ihren Namen zu verwenden, doch es galt nicht rückwirkend. Weil die Bank of United States schon 1913 von Joseph Marcus, einem Bekleidungshersteller, gegründet worden war, durfte sie ihren Namen behalten.

Nach dem Tod von Marcus im Jahr 1928 wurde die Bank von seinem Sohn Bernard übernommen, der dadurch zu einem der jüngsten Bank-Präsidenten des Landes wurde. Beide Marcus', doch vor allem der Sohn, setzten auf aggressive Expansion. Die Kapitalisierung der Bank wurde auf 25 Millionen Dollar erhöht, die Zahl ihrer Filialen auf 61 und die der Kunden auf 400.000, mehr als bei jeder anderen Bank in den USA. Sie gründeten Tochtergesellschaften für Emissionen und Wertpapierhandel. Sie schufen eine Anlagegesellschaft für den Verkauf von Wertpapieren an Einlagenkunden. Mit am wichtigsten dabei waren, wie sich zeigen sollte, Anteile an der Bank selbst.

Ebenso vergaben sie Kredite für gewerbliche Immobilienprojekte, darunter mehrere große Appartement-Blocks in Manhattan. Nicht weniger als 40 % der Kredite der Bank hatten einen Immobilien-Bezug, während es bei den New Yorker Banken insgesamt im Durchschnitt nur 12 % waren. Die Bank of United States griff zu Praktiken wie in Florida und vergab

Zweit- und Dritthypotheken. Sie verlieh Geld an Entwickler und investierte, wie Caldwell & Company, in Einzelimmobilienanleihen. Sie gründete Tochtergesellschaften für den Kauf von Land und die Entwicklung von Appartement-Komplexen in Eigenregie.

Andere Anleger waren sich darüber im Klaren, dass die Zeit für Engagements am Markt für Gewerbeimmobilien nicht eben ideal war. Im April 1929 begannen die Aktien der Bank of United States zu fallen, obwohl andere Bankenaktien und auch die Börse allgemein noch zulegten. Marcus und sein Executive Vice President Paul Singer, der frühere Leiter der Cloak, Suit, and Shift Manufacturer's Protective Association, erkauften sich Zeit, indem sie über Tochtergesellschaften ihre eigenen Aktien kauften – so wie schon Clarence Hatry geliehenes Geld benutzt hatte, um die Aktien seiner Unternehmen zu stützen. Die Filialleiter wurden darin geschult, Aktien an nichts ahnende Einlagenkunden zu verkaufen.[32]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Doch was gut informierte Anleger offensichtlich wussten, wussten auch die Aufsichtsbehörden. Im Sommer 1929 luden die Fed und Prüfer des Bundesstaats Marcus und Singer wegen der Führung einer »nachlässigen Bank« vor.[33] Das Risikomanagement war lax, und die Vermögenswerte konzentrierten sich auf illiquide Immobilien-Investitionen. Ein rasches Eingreifen war erforderlich.

Den Sommer 1929 über versuchte Joseph A. Broderick, der New York State Superintendent of Banking, eine Fusion der Bank of United States mit einem stärkeren Partner zu arrangieren.[34] Einen Kandidaten dafür fand er in der Privatbank J. and W. Seligman; als geeigneten Chairman suchte er sich S. Sloan Colt aus, einen Vice President der National City Bank. In der zweiten Oktoberhälfte schienen sich die Verhandlungen einem erfolgreichen Abschluss zu nähern. Dann aber machte der Börsencrash das Fusionsvorhaben ebenso zunichte wie andere sorgfältig ausgearbeitete Pläne.

Als Nächstes versuchte Broderick, andere Banken für eine Übernahme der Bank of United States zu gewinnen. Anfang 1930 gab es die Hoffnung, dass der Irving Trust sie kaufen würde, doch als Aktien der Bank of United States als Reaktion auf dieses Gerücht zulegten, wurde die Transaktion angesichts der Unsicherheiten um ihr Portfolio aus dubiosen Immobilienkrediten zu teuer. Es wurde ein Käufer mit tieferen Taschen gebraucht.

Also wandte sich Broderick an die Manufacturers Trust Company, eine der größten Banken New Yorks. Leider hatte Manufacturers Trust selbst viele der Schwächen der Bank of United States, vor allem massive Risiken

bei Immobilien. Nicht eben erleichtert wurde das Vorhaben durch die Forderung von Singer, dass sein Sohn, ebenso wie der von Marcus, einen Posten bei Manufacturers Trust bekommen solle. Die Diskussionen zogen sich hin. Dass es sie gab, wurde im Oktober öffentlich bekannt.

Am Montag, dem 8. Dezember 1930, wurde dann bekannt gegeben, dass die Fusionsverhandlungen abgebrochen worden waren. Dies war der Funke, der den Run auf die Bank entzündete. An den zwei folgenden Tagen zogen 2500 Einlagenkunden panisch mehr als zwei Millionen Dollar bei der Bank of United States ab. Stundenlang standen sie Schlange, um ihre Konten leer zu räumen. Um die Massen im Griff zu behalten, waren berittene Polizisten vor Ort.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Damit drohte jetzt die größte Bankenpleite in der Geschichte der USA. Im Gebäude der Fed of New York gab es eine Notfallsitzung. Ob sie im Konferenzraum im ersten Stock stattfand, in dem am 12. September 2008 die Notfallsitzung über eine mögliche Rettung von Lehman Brothers abgehalten wurde, ist nicht bekannt. Jedenfalls war es im selben Gebäude, nämlich der imposanten Fed-Festung in 15 Liberty Street, gebaut im Jahr 1924. Die Sitzung am 10. Dezember 1930 dauerte die ganze Nacht, und die Teilnehmer waren die üblichen Verdächtigen: Gouverneur Harrison, Thomas Lamont als Partner bei J.P. Morgan, Owen Young als Direktor der New York Fed und Herbert Lehman, als Lieutenant Governor zweithöchster Politiker des Bundesstaats New York.

Nach einem erfolglosen Versuch, die Fusion mit Manufacturers Trust wiederzubeleben, konzentrierten sich die Bemühungen darauf, einen anderen geeigneten Partner zu finden (man muss sich hier einfach an 2008 erinnert fühlen, als nach dem Scheitern der Fusionsgespräche zwischen Bank of America und Lehman Brothers verzweifelt versucht wurde, mit Barclays einen anderen Partner zu finden[35]). Doch das Arrangieren einer Bankenehe hätte einige Zeit gebraucht, vor allem da die Brautwerbung wieder ganz von vorn beginnen musste. In der Zwischenzeit hätten die Clearing Banks – ein Zusammenschluss der New Yorker Banken für Clearing und Abrechnung von Geschäften – die Einlagen und anderen Verbindlichkeiten der strauchelnden Bank garantieren müssen.

Um vier Uhr morgens am 11. Dezember, am Ende der Nachtsitzung, sagten die Clearing Banks ab. Spekuliert wurde, dass dabei auch eine Abneigung gegen die jüdischen Eigentümer der Bank of United States eine Rolle spielte.[36] Außerdem waren die Clearing Banks im Ungewissen über

die genaue Höhe der Verbindlichkeiten, die sie auf sich nehmen sollten – die komplizierte Gruppenstruktur der Bank machte eine Abschätzung schwierig. Auch hier gibt es eine direkte Parallele zu Lehman Brothers, wo Bank of America und Barclays ebenfalls Probleme hatten, die Bücher zu durchschauen.[37] Nachdem die Sitzungsteilnehmer keine Einigung hatten herbeiführen können, blieb die Bank of United States am Donnerstagmorgen geschlossen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Weigerung der Federal Reserve Bank of New York, die Bank of United States zu unterstützen, dürfte auf ihrer Einschätzung beruht haben, dass die Bank insolvent war (wieder eine Erinnerung an Lehman Brothers). Zugleich aber war sich die New York Fed der Gefahr bewusst, dass sich die Krise weiter ausbreiten könnte, vielleicht auf Manufacturers Trust, wo es ebenfalls ein großes Portfolio mit Immobilienkrediten gab, und vielleicht auch auf andere Banken. Wenn Einlagenkunden an der Gesundheit ihrer Bank zweifeln, neigen sie dazu, ihr Geld abzuziehen, und wenn eine Bank dem Wunsch nach einer Auszahlung nicht nachkommen kann, kann diese Nachricht eine Panik auslösen. Um das zu verhindern, ergriff die New York Fed sofort Maßnahmen, um anderen Banken in der Stadt Bargeld und liquide Vermögenswerte zur Verfügung zu stellen. An den folgenden drei Tagen kaufte sie ihnen rund 40 Millionen Dollar an Staatsanleihen ab, in der Woche darauf diskontierte und kaufte sie noch einmal 100 Millionen an staatlichen Wertpapieren. Diese Intervention verhinderte, dass durch die Insolvenz eines bekannten Instituts ein panischer Banken-Run und eine Liquiditätskrise entstanden.

Die Bank of United States selbst wurde vom New York State Banking Departement übernommen. Die anderen Mitglieder der New York Clearinghouse Association erklärten sich bereit, Kunden der Bank of United States gegen Vorlage ihres Sparbuchs bis zu 50 % ihrer Einlagen als Kredit auszuzahlen, wobei die Einlagen als Sicherheit dienten. Sie nahmen Manufacturers Trust in ihr Clearinghaus auf. Dabei kürzten sie das dafür sonst übliche Verfahren ab – ein Vorbote für die Entscheidung im Jahr 2008, Goldman Sachs und Morgan Stanley über das Wochenende in Bank-Holdinggesellschaften umzuwandeln.[38]

Rückblickend wissen wir heute, dass dieses Geschehen den Anfang der Großen Depression markierte. Die Rolle der Federal Reserve war dabei of-

fensichtlich komplexer, als teils angenommen wird. Anders als allgemein behauptet, waren sich die Offiziellen im Federal Reserve System durchaus der Verantwortung der Zentralbank als Kreditgeber und Liquiditätsanbieter der letzten Instanz bewusst. Beim Börsencrash 1929 hatten sie die Märkte mit Liquidität überflutet und großzügig Kredite gegen geeignete Sicherheiten vergeben; genauso stellten sie jetzt enorme Mengen Bargeld zur Verfügung, um zu verhindern, dass sich die Probleme von Caldwell & Company ausbreiteten, und vergaben großzügig Kredite, um zu verhindern, dass die Liquiditätsprobleme durch die Pleite der Bank of United States andere Banken infizierten. Ihre schnelle Reaktion ist die Erklärung dafür, dass der Börsencrash 1929 nicht zu schwereren finanziellen Verwerfungen führte und dass die Bankenkrise 1930 nicht noch schlimmer wurde.

Jedoch spielte insofern auch Glück eine Rolle, als sich die Bankenkrise 1930 auf Nashville, Knoxville und New York konzentrierte. Die New York Fed, ansässig mitten im Zentrum des US-Finanzsystems, und die Atlanta Fed, die aus geografischen Gründen die Verantwortung für das Finanzsystem von Kuba bekommen hatte, wussten, wie sie auf eine Krise reagieren mussten. Ob andere Reserve-Banken ähnlich erfahren und gut informiert waren und ob ihre Reaktionen gegebenenfalls ebenso passend ausfallen würden, war alles andere als klar.

Zudem konnten die Reserve-Banken im Jahr 1930 relativ frei agieren. Sie verfügten noch über reichlich Goldreserven, was jeden Konflikt zwischen der Bewahrung der Goldkonvertibilität und dem Bereitstellen von Notliquidität ausschloss. Es gab reichlich hochwertiges Commercial Paper, das die Banken des Federal Reserve System diskontieren konnten, denn die Wirtschaft hatte erst vor wenigen Monaten zu schrumpfen begonnen. 1931 und insbesondere 1933 sollte es schon ganz anders aussehen.

Darüber hinaus wussten die Fed-Offiziellen in Atlanta und New York zwar, wie mit Störungen in der Finanzwelt umzugehen war. Sie erkannten aber nicht unbedingt den Unterschied zwischen nominalen und realen Zinsen (letztere sind, zur Erinnerung, die um die Inflation bereinigten Nominalzinsen). Ihnen war nicht klar, dass niedrige Zinsen möglicherweise ein Signal dafür waren, dass die Nachfrage nach Krediten und damit auch die Wirtschaft schwach war – und nicht etwa dafür, dass reichlich Kredite verfügbar waren, sodass die Zentralbank ihre Aufgabe erledigt hatte. Ganz der Real Bills Doctrine verhaftet, erkannten sie nicht ihre Verantwortung

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

dafür, die Verfügbarkeit von Geld und Krediten so zu steuern, dass ein katastrophaler Rückgang von Preisniveau, Nachfrage und Wirtschaftsaktivität verhindert wird. Als Ausgaben und Aktivität dann tatsächlich abnahmen, zählten zu den Folgen Goldverluste für die Fed, denn Anleger begannen sich über die Aussichten für den Dollar Gedanken zu machen. Außerdem gab es dadurch zunehmend weniger Commercial Paper, das für Diskontgeschäfte bei der Zentralbank eingereicht werden konnte.

Als die Finanzprobleme bald darauf zurückkehrten, war die Zentralbank also in einer deutlich schlechteren Position.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 9
An europäischen Ufern

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bis die Subprime-Krise nach ihrem Ausbruch in den USA Europa erreichte, verging etwas mehr als ein Jahr. Ähnlich hatte es schon nach dem Wall-Street-Crash von 1929 gut ein Jahr gedauert, bis sich der Fokus auf Europa verlagerte. Ein Großteil des Kontinents litt zu dieser Zeit bereits unter dem plötzlichen Ende der Kapitalzuflüsse aus den USA und dem Rückgang ihrer Warenimporte. Dieser doppelte Schock bedeutete Goldverluste für die Zentralbanken, die sie mit anhaltend hohen Zinsen zu begrenzen versuchten. Dadurch hatten Europäer zwar einen Anreiz, ihr Geld in der Heimat zu lassen, doch es war nicht eben hilfreich für die Investitionen der Unternehmen oder die Ausgaben der Haushalte. Die New York Fed senkte ihren Diskontsatz nach der Pleite der Bank of United States im Dezember 1930 auf 2 %. Die Bank of England dagegen war gezwungen, den Diskontsatz bei 3 % zu belassen, und die Reichsbank ihren bei noch schmerzhafteren 5 %.

Die Banque de France war als einzige der europäischen Zentralbanken in der Lage, mit der Niedrigzinspolitik der New York Fed mitzuhalten, was sie mit einer Senkung des Diskontsatzes auf 2 % Anfang 1931 auch tat. Nach seiner späten Stabilisierung nahm Frankreich nicht viele Kredite im Ausland auf und war auch kaum auf Kapitalimporte angewiesen. Die Exportpreise des Landes waren durch die Abwertung des Franc in der ersten Hälfte der 1920er-Jahre wettbewerbsfähig. Als Folge davon blieb die Industrieproduktion den Großteil der 1930er-Jahre über stabil. Nur bei Luxusgütern kam es durch den Börsencrash zu einem Rückgang (weniger Rotwein für die Banker …).

Zudem gab es in Frankreich nur eine bedeutende Bankenpleite, die der Banque Adam, eines Kreditinstituts aus Calais, das wegen zweifelhafter Investitionen seines größten Anteilseigners Albert Oustric scheiterte. Oustric war eine weitere von den übergroßen Persönlichkeiten der 1920er-Jahre im

Stil von Clarence Hatry oder Rogers Caldwell. Begonnen hatte er als Kellner in einem Café in Carcassonne. Dann arbeitete er für einen französischen Waffenhersteller, bei dem er während des Ersten Weltkriegs in immer höhere Positionen aufstieg. Sein Vermögen machte er, indem er dem politisch gut vernetzten italienischen Finanzier Riccardo Gualino dabei half, Aktien seiner Textilfirma Snia Viscosa an der Pariser Börse zu bringen. Snia war als Handelsgesellschaft gegründet worden und wurde dann 1922 umstrukturiert, um Kunstseide zu produzieren, wie Radio in den 1920er-Jahre eine Wachstumsbranche (besser Kunstseide als Jute). Bis 1925 stand Snia Viscosa für 60 % der italienischen Produktion von Kunstseide und war der zweitgrößte Produzent weltweit. Unterstützung bei diesem Wachstum bekam Gualino von Mussolini und der Banca d'Italia – jedenfalls bis er sich in einem Brief an den Premierminister über das hohe Niveau beschwerte, auf dem die Lira 1926 stabilisiert worden war. Bei dieser Frage, wenn auch nicht bei der Reaktion von Mussolini auf sein Schreiben, war Gualino empfindlich, denn 80 % der Produktion seines Unternehmens gingen in den Export. Für Mussolini aber war eine teure und stabile Lira ein Kennzeichen für das nationale Ansehen Italiens und die Leistungen seines Regierungschefs. Als Gualinos hoch verschuldetes Industrieimperium in der Depression zusammenbrach, wurde er festgenommen und zu fünf Jahren Arrest verurteilt, weil er »der Volkswirtschaft schweren Schaden zugefügt« habe.

Oustric schmiedete das Eisen unterdessen, solange es heiß war, und nutzte seine Gewinne mit Snia für den Kauf anderer Unternehmen. Produzenten von Stiefeln und Schuhen, Seide, Wollwaren und Nähmaschinen waren seine Spezialität, ähnlich wie bei Hatrys Drapery Trust. Oustric reorganisierte die aufgekauften Firmen und verkaufte mehr Aktien als nötig, auch dies in der Manier von Hatry. Für die Finanzlage seiner Unternehmen war das eine Belastung, doch es verschaffte Oustric Geld, mit dem er weitere Übernahmen finanzieren konnte.

Ebenfalls wie Hatry nutzte Oustric für die Umsetzung seiner Pläne ein eigenes Finanzinstitut. Er gründete die Oustric Bank und erhöhte ihr Kapital von 60 Millionen auf 100 Millionen Franc, wobei Gualino ein Viertel der Aktien zeichnete. Dann sicherte er sich die Kontrolle über die altehrwürdige Banque Adam, eine Bank aus dem Département Pas-de-Calais, deren Wurzeln bis ins Jahr 1784 zurückreichten.

Während Norman von der Bank of England Hatry nie getraut hatte, scheinen Vertreter der Banque de France Oustric unterstützt zu haben. Jedoch

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

wurde sein Geschäftsmodell von Gualinos Zerwürfnis mit Mussolini, das den Wert seines Anteils an Snia Viscosa fallen ließ, und dann vom allgemeinen Kursrückgang am Aktienmarkt 1929 untergraben. Um mit eigenen Käufen die Aktienkurse seiner Unternehmen zu stützen, zog Oustric Geld aus der Banque Adam ab – schon wieder eine Taktik wie bei Hatry. Doch es half nichts. Als die anderen Unternehmen in die Krise gerieten, rissen sie die Banque Adam mit sich. Oustric wurde wegen Betrugs, Veruntreuung und finanzieller Unregelmäßigkeiten bei der Banque Adam festgenommen. Nach seiner Verurteilung musste er 38 Monate ins Gefängnis und eine Geldstrafe von 31.000 Franc bezahlen.[1]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Politische Linke wie Rechte versuchten, aus der Affäre Kapital zu schlagen. Die Rechten verwiesen auf die Beteiligung von René Besnard, dem früheren französischen Botschafter in Italien, an der Transaktion mit Snia Viscosa. Die Linke stellte heraus, dass eine Reihe von aktuellen und früheren Ministern auf Oustrics Gehaltsliste stünden. Konkret nahm Raoul Péret, der im Jahr 1926 als Finanzminister die Börsennotierung von Snia Viscosa erlaubt hatte, anschließend das Angebot an, als Rechtsberater von Oustric zu arbeiten. Diese Enthüllung war für die Mitte-Rechts-Regierung von André Tardieu so peinlich, dass sie zurücktreten musste.

Die politischen Nachwirkungen waren dramatisch. Wirtschaftlich aber war die einzige unmittelbare Folge der Pleite der Bank in Calais, dass die Fischfangflotte von Boulogne nicht die Vorauszahlungen bekam, die sie brauchte, um in See zu stechen. Das war unglücklich für die Fischer, doch nichts im Vergleich zu den schweren Gewässern, in die andere Länder zu der Zeit gerieten. Die Banque de France hatte immer noch reichlich Goldreserven, und sie konnte noch mehr bekommen, indem sie die Pfund-Guthaben liquidierte, die sie seit der Poincaré-Stabilisierung angesammelt hatte. Die Frage im Nachklang von *l'affaire Oustric* lautete nicht, ob die Regierung die nötigen Ressourcen für Gegenmaßnahmen haben würde, sollten sich die Wirtschafts- und Finanzbedingungen verschlechtern, sondern ob sie dazu bereit sein würde, sie einzusetzen.

In der Zwischenzeit bedeutete der Zufluss von Gold nach Frankreich Verluste für die anderen Zentralbanken, die mit hohen Zinsen versuchten, dem etwas entgegenzusetzen. Zusätzlichen Druck auf die Bank of England übte der anhaltende Umtausch von Pfund in Gold durch die Ban-

que de France aus. Britische Volkswirte kritisierten die französische Zentralbank dafür, die Auswirkungen ihres Vorgehens auf andere Länder zu ignorieren, was von den Franzosen aber geflissentlich überhört wurde.[2] Weil es der eigenen Volkswirtschaft noch gut ging, sahen sie nicht die Dringlichkeit, wie sie an den Äußerungen aus Großbritannien zu dieser Zeit zu erkennen war. Man ist versucht, hier eine Parallele zur deutschen Sorglosigkeit beim Ausbruch der Eurokrise zu sehen, denn zu dieser Zeit ging es der deutschen Wirtschaft gut. Wenn die französische Zahlungsbilanz stark war und die britische schwach, war das eben eine Folge der harten Arbeit, die das französische Volk auf sich genommen hatte, um seine Volkswirtschaft zu stärken, während Großbritannien es nicht geschafft hatte, sein Haus wirtschaftlich und finanziell in Ordnung zu bringen. Wenn Frankreich einen Zahlungsbilanzüberschuss hatte, dann war das eine Folge der angeborenen Sparsamkeit der Franzosen, die lieber sparten als konsumierten. Will Rogers, immer ein bissiger Beobachter, schrieb die scheinbare Prosperität Frankreichs dem Nationalcharakter und einer Neigung zu »harter Arbeit und Pfennigfuchserei« zu.[3] Wenn die Briten sich schwer taten, Aufforderungen zum Tausch von Pfund in Gold nachzukommen, dann hatten sie sich das selbst zuzuschreiben. Auch hier ist man versucht, eine Analogie zur Eurokrise und der deutschen Verachtung für die verschwenderischen Nachbarn im Süden zu sehen: Man muss hier einfach daran denken, wie später auch Deutschland nicht erkannte, dass die Überschüsse des einen Landes die Defizite anderer sind.

Doch selbst wenn die Banque de France etwas hätte tun wollen – was sie nicht wollte –, hatte sie kaum Möglichkeiten dafür. Nachdem das Land eine chaotische Inflation durchgemacht hatte, arbeitete es jetzt mit einem Goldstandard der besonders unflexiblen Art. Der Banque de France war es verboten, inländische Wertpapiere zu kaufen, damit sie die Regierung nicht direkt finanzieren konnte, wie sie es in den 1920er-Jahren getan hatte. Wertpapierkäufe und -verkäufe (Offenmarktgeschäfte) als Werkzeug zur Einflussnahme auf die Bedingungen an den Finanzmärkten und damit die Richtung der Goldströme waren nicht zulässig. Hier gibt es eine offensichtliche Parallele zu Artikel 123 in der Satzung der Europäischen Zentralbank, der ihr den Kauf von neu emittierten Staatsanleihen verbietet, was Interventionen der EZB zur Stabilisierung des Anleihenmarktes in den Jahren 2011 und 2012 erschwerte. Intelligent, wie sie ist, fand die Zentralbank Möglichkeiten, das Verbot zu umgehen, und die Banque de

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

France hätte ähnliche Möglichkeiten gehabt.[4] Sie hätte ein Schlupfloch nutzen können, das ihr den Kauf von Anleihen der französischen Schuldenverwaltungsagentur Caisse d'Amortissement erlaubte. Sie hätte Dollar und Pfund kaufen und so über Transaktionen auf dem Devisenmarkt mehr Franc in Umlauf bringen können.

Doch ihre Direktoren hatten keine Neigung dazu, und von den Argumenten der Ausländer ließen sie sich nicht beeindrucken. Also sammelte die Banque de France weiter Gold ein, was den Druck auf andere Länder erhöhte. Es sollte nicht lange dauern, bis diese anderen Länder und auch Frankreich selbst die Rechnung dafür bezahlen mussten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Ins Rollen gebracht wurde dieser Stein von Ereignissen in Deutschland. Weil das Land stärker als fast jedes andere von Kapitalimporten abhängig war, wurde es auch am schwersten erwischt, als diese endeten. Weil ihre Erinnerung an inflationäre Zeiten noch frisch war, sahen deutsche Bürger wie Politiker die Goldkonvertibilität als gleichermaßen entscheidend an. Damit stellte sich jetzt die Frage, ob sie sich erfolgreich verteidigen lassen würde und was die Folgen wären, wenn nicht.

Im Jahr 1930 wurde Hjalmar Schacht an der Spitze der Reichsbank von dem hart arbeitenden und ambitionierten Hans Luther abgelöst. Luther hatte sein ganzes Leben in der Politik verbracht, unter anderem als Stadtrat in Magdeburg, als Bürgermeister von Essen und dann von 1925 bis 1926 kurz als Kanzler. Während der Hyperinflation war er Minister für Lebensmittel und Landwirtschaft gewesen; damals drängte er Restaurants dazu, die Portionen zu verkleinern, um den Preisanstieg zu begrenzen. Jetzt, da es um sinkende Preise und Produktion ging, waren seine Beiträge noch weniger hilfreich.

Zumindest eine Sache aber hatte Luther verstanden: Wenn Interventionen zur Stützung des Bankensystems erforderlich würden, hätte die Reichsbank wenig Spielraum dafür. Die Wahrscheinlichkeit dafür war keineswegs gering. Die großen deutschen Banken hatten der Industrie großzügig Kredite gewährt, sodass der wirtschaftliche Abschwung Risiken für sie bedeutete. In der Inflation 1922 und 1923 war das Kapital der Banken vernichtet worden, und die anschließenden Bemühungen um eine Rekapitalisierung reichten nicht aus. Der Anteil von Kapital und Reserven an den Gesamtaktiva der Banken betrug nur noch 7 %, knapp ein Drittel des

früheren Niveaus.[5] Damit waren sie zwar immer noch nicht so stark gehebelt wie die großen deutschen Banken in den Jahren 2009 und 2010, deren Kapitalquoten nur 2,5 % betrugen. Doch für die Zeit zwischen den Kriegen war ihr Verschuldungsgrad außerordentlich hoch.

Deutsche Kleinsparer wiederum, die in der Inflation viel Geld verloren hatten, wagten sich nur langsam zurück. Um ihr Geschäft zu finanzieren, versuchten die Banken deshalb, mit hohen Zinsen ausländische Einlagenkunden anzulocken. Die besten Voraussetzungen dafür hatten große Institute mit international bekannten Namen; im Jahr 1929 stammten volle 40 % ihrer Einlagen aus dem Ausland. Ihre Situation hatte Ähnlichkeit mit der bei den drei großen isländischen Banken im Jahr 2008. Doch wie in Island 2008 machte die Strategie die deutschen Institute schon damals anfällig für Liquiditätsprobleme, wenn die ausländischen Kunden ihre Einlagen zurück in die Heimat holen wollten. Und noch schlimmer: Angesichts ihrer schwachen Gewinne konnten es sich die großen Banken kaum erlauben, zusätzliche Liquidität vorzuhalten.[6]

Die Fragilität des Finanzsystems bedeutete, dass eine sparsame Haushaltspolitik, vorsichtig formuliert, problematisch war. Eine Haushaltskonsolidierung mittels niedrigerer Staatsausgaben drohte die Banken so sehr zu schwächen, dass die Volkswirtschaft in eine Abwärtsspirale geriet, aus der es kein Entrinnen gab.

Trotzdem wurde argumentiert, den Staatshaushalt auszugleichen, sei genau das, was die Regierung jetzt zu tun habe. Bis dahin hatten es sich die Regierungen von Bundesländern und Gemeinden mit billigen Krediten gut gehen lassen, genau wie Parker Gilbert einst gewarnt hatte. Jetzt war es ihnen und auch der Reichsregierung dadurch unmöglich, noch mehr Kredite aufzunehmen.[7] Deutschlands Gläubiger, insbesondere die Franzosen, hatten wenig Lust darauf, über eine Aussetzung der Reparationszahlungen nachzudenken. Ähnlich ausgeschlossen waren vor dem Hintergrund der jüngsten Inflationsgeschichte Veränderungen an der Goldparität. Weil es keine Alternativen gab, blieb als einzige Option der Ausgleich des Staatshaushalts.

Allerdings musste man sich dafür erst einmal darüber einigen, wie sich dieser Ausgleich erreichen ließe. Die Sozialdemokraten im Reichstag stellten sich gegen Kürzungen beim Arbeitslosengeld, die Bayerische Volkspartei ging gegen die von der Regierung vorgeschlagene Biersteuer auf die Barrikaden. Nachdem es nicht gelungen war, eine Einigung zu fin-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

den, brach die große Koalition, die das letzte Aufbäumen der Demokratie in Deutschland dargestellt hatte, im Jahr 1930 zusammen.

Das Ende der Koalition führte zur Bildung einer technokratischen Regierung unter Heinrich Brüning. Brüning stammte aus Münster, dem Zentrum des Kulturkampfes zwischen der katholischen Kirche und dem protestantischen Preußen. Mit dem Ende dieses Konflikts, so heißt es, wurden die katholischen Bewohner von Münster die besseren Lutheraner. Als Mitglied des Reichstags seit 1924 hatte sich Brüning in der Manier von Paul Ryan einen Namen als Finanzexperte gemacht. Jetzt versuchte er, den Haushalt mit allen Mitteln auszugleichen. Da es ihm an einer sicheren Mehrheit im Reichstag fehlte, nutzte Brüning die Notverordnungsrechte von Artikel 48 der Weimarer Verfassung. Die gaben ihm zwar keine völlige Handlungsfreiheit, denn er musste seine Erlasse immer noch zur nachträglichen Genehmigung dem Reichstag vorlegen. Aber sie gaben ihm die Möglichkeit, die Tagesordnung in der Haushaltspolitik zu bestimmen.

Als bedeutendes Problem sah Brüning das Defizit in der Arbeitslosenversicherung an. Also erließ er Verordnungen mit strengeren Anspruchsvoraussetzungen und niedrigeren Leistungen. Er senkte die Gehälter im öffentlichen Dienst und verringerte Transferzahlungen von Bundesländern und Gemeinden. Er führte eine Reihe neuer Steuern ein, unter anderem auf Mineralwasser, verzichtete aber auf die Besteuerung von Bier.

Jedoch hatten niedrigere Staatsausgaben in einer Zeit, in der schon die privaten Ausgaben einbrachen, die vorhersehbare Folge, dass die Wirtschaftsflaute noch verstärkt wurde. Ebenfalls absehbar war gewesen, dass dies die Unterstützung für die Regierung schwächen würde. Eine unberechenbare Allianz aus Sozialdemokraten und Nazis weigerte sich jetzt, die Verordnungen des Kanzlers zu genehmigen.

So leicht aber ließ Brüning sich nicht beirren. Er löste den Reichstag auf und rief Neuwahlen für den 14. September 1930 aus. Zu seiner Überraschung wandten sich die Wähler darin gegen seine Politik. Im neuen Parlament hatte die Regierung nur noch ein Drittel der Sitze, während Kommunisten, Nationalsozialisten und andere systemfeindliche Parteien sämtlich zulegten. Allein die NSDAP konnten die Anzahl ihrer Sitze im Parlament verneunfachen. Es war nicht das erste Mal, dass Sparpolitik und Depression politischen Extremismus gedeihen ließen. Und es sollte auch nicht das letzte Mal bleiben.

Diese politische Gegenbewegung war es, die laut Thomas Ferguson und Peter Temin zur deutschen Krise führte.[8] Brünings gnadenloser Sparwille

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

stürzte die Wirtschaft noch tiefer in die Rezession und verstärkte dadurch die politische Polarisierung. Dies beunruhigte die Anleger, die zurecht besorgt waren, was als Nächstes kommen würde, und in zunehmender Zahl aus Deutschland flohen.

Im Vorfeld der Reichstagswahl gingen die Reserven der Reichsbank rapide zurück – und nach der Wahl noch weiter. Um die Goldparität zu verteidigen, war die Reichsbank gezwungen, ihren Diskontsatz um einen vollen Prozentpunkt anzuheben. Doch weil dies nichts zur Behebung der politischen Krise beitrug, ließen sich die Anleger davon nicht beruhigen. Die Bankeinlagen sanken immer weiter, weil Geld außer Landes geschafft wurde. Die einzige Überraschung unter diesen Umständen war, dass der Ansturm auf die Banken immer noch eher ein Dauerlauf war als ein echter Run.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Hier stellte sich, wie später ab dem Jahr 2010 für die südeuropäischen Länder, die Frage, ob es andere Möglichkeiten gegeben hätte, und konkret, ob weniger Sparpolitik besser gewesen wäre. Der deutsche Historiker Knut Borchardt argumentiert, die leichtsinnige Kreditaufnahme habe Deutschland von den Kapitalmärkten ausgeschlossen, sodass es keine Alternative zum Sparen gegeben habe.[9] Ferguson und Temin kommen zu einem anderen Schluss: Wenn die deutsche Bevölkerung keine derart harte Sparpolitik hätte ertragen müssen, hätte die politische Mitte ihrer Einschätzung nach gehalten. Die Rezession wäre milder ausgefallen, und möglicherweise wären Reformen vorangekommen. Die Regierung wäre in der Lage gewesen, sich wieder Zugang zu den Märkten zu verschaffen und ihre Defizite zu finanzieren.

Das jedoch klingt naiv. Tatsächlich war Kapitalmarktzugang keine Option für ein Deutschland, das von politischen Konflikten zerrissen, von drückenden Schulden belastet und mit einem feindseligen Frankreich konfrontiert war. Die einzige Möglichkeit zur Finanzierung von Haushaltsdefiziten hätte darin bestanden, Kapitalverkehrskontrollen einzuführen und von den Banken zu verlangen, mehr Staatsanleihen zu kaufen, so wie es im Jahr 1933 dann Hitler tat.

Diese instabile Mischung aus wirtschaftlicher Depression, politischer Polarisierung, schwachen Finanzen und einer gelähmten Zentralbank musste einfach irgendwann explodieren. Der Funke, der dann tatsächlich dazu führte, war die Pleite der Credit-Anstalt, der größten Bank Österreichs.

Gegründet worden war die Österreichische Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe, so ihr voller Name, in den 1860er-Jahren von der Familie Rothschild. Die meisten österreichischen Unternehmen mit beschränkter Haftung hatten Geschäftsbeziehungen mit ihr. Sie stand für mehr als 50 % aller Bankenaktiva in ganz Österreich und ihre Bilanz hatte ein Volumen von fast 10 % des österreichischen BIP.[10] 1929 übernahm die Credit-Anstalt ihren einzigen ernsthaften Konkurrenten, die Boden-Credit-Anstalt, die umfangreiche Engagements in der Textilindustrie hatte.

Ihr Portfolio war nicht eben eines, das bei einer schwierigen Wirtschaftslage eine gute Performance versprach. Zudem verfügte die Credit-Anstalt über keine große Kapazität, Verluste zu verkraften. Das Management war hemmungslos bei seinen Ausgaben für Räumlichkeiten. Wie bei den großen deutschen Banken war ihr Kapitalpuffer durch die Inflation nach dem Ersten Weltkrieg geschwunden.[11]

Ebenfalls wie die großen deutschen Banken verließ sich die Credit-Anstalt für ihre Finanzierung inzwischen auf Geld aus dem Ausland. Angezogen von den hohen Zinsen, die sich die Bank kaum leisten konnte, stellten ausländische Privatpersonen und Institutionen 35 bis 40 % ihrer Einlagen und anderen Kredite. Die offensichtliche Gefahr dabei war, dass sich diese Art der Finanzierung bei den ersten Anzeichen für Schwierigkeiten aus der Bank und aus dem Land zurückziehen würde.

Auf die Fusion mit der Boden-Credit-Anstalt hatte die österreichische Regierung gedrängt, die über den Zustand der Textilindustrie ebenso besorgt war wie über die Stabilität der Bank selbst. Nachdem sie der Regierung ihren Wunsch nicht abgeschlagen hatte, ging die Führungsspitze der Credit-Anstalt jetzt offenbar davon aus, auf staatliche Unterstützung zählen zu können.[12] Als sich die Bilanz der Bank verschlechterte, war ihre Strategie also, auf eine Wiederauferstehung zu wetten. Unter den herrschenden Bedingungen bedeutete das, mehr Geld an defizitäre Textilunternehmen zu verleihen, die verzweifelt Kredite zum Überleben brauchten. Es ist nicht allzu schwierig, hier Parallelen zu Lehman Brothers im Jahr 2008 zu erkennen, von der Unterkapitalisierung und der Abhängigkeit von riskanten Finanzierungsquellen bis zur verzweifelten Suche der Bank nach Rendite und ihrem Glauben, falls etwas schief ginge, würde sie schon vom Staat gerettet werden.

Ebenfalls nicht schwierig zu erkennen sind die Parallelen bei dem, was passierte, als die Öffentlichkeit am 11. Mai 1931, dem Tag der Bilanzvorlage

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

für das Jahr 1930, von den Schwierigkeiten bei der Credit-Anstalt erfuhr. In den zwei Tagen darauf verlor die Bank 16 % ihrer Einlagen, in den folgenden zwei Wochen volle 30 %.[13]

Die österreichische Regierung wusste, dass die Credit-Anstalt zu groß zum Scheitern war. Leider aber war sie auch zu groß für eine Rettung – ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland entsprachen fast den gesamten Gold- und Währungsreserven der Zentralbank. Wenn die ausländischen Einlagenkunden jetzt versuchten, ihr Geld zurück in die Heimat zu holen, wäre die Nationalbank gezwungen gewesen, zur Befriedigung ihrer Ansprüche Gold auszuzahlen. Dann aber hätte sie nichts mehr übrig gehabt, um auch die ausländischen Verbindlichkeiten anderer Banken zu bedienen, bei denen es ebenfalls zu panikartigen Abhebungen kam – ein Phänomen, das fast sofort nach der Bekanntgabe der Verluste bei der Credit-Anstalt begonnen hatte.

Lösen ließ sich dieses Liquiditätsproblem nur mit Hilfe eines Landes mit reichlich Goldreserven: Frankreich. Jedoch hatte Österreich gerade seine Absicht signalisiert, eine Zollunion mit Deutschland zu vereinbaren, ein Verstoß gegen den Versailler Vertrag. Der Vorschlag dazu kam aus dem Auswärtigen Amt, das in einer aggressiven Außenpolitik offenbar eine Möglichkeit sah, die deutsche Öffentlichkeit von den zunehmenden wirtschaftlichen Problemen abzulenken. Und er war kein Angebot, das Österreich als kleines Land an der Flanke Deutschlands so einfach ablehnen konnte.[14]

Tatsächlich war die Credit-Anstalt-Krise mehr als eine reine Liquiditätskrise, wie österreichische Politiker gerne sagten. Das Problem war nicht nur, dass es der Zentralbank an Gold und Devisenreserven zur Befriedigung ausländischer Gläubiger fehlte: Nachdem sie hohe Verluste mit ihren Industriekrediten gemacht hatte, gab es bei der Credit-Anstalt auch ein Solvenzproblem. Trotz aller offiziellen Dementis wurde schnell klar, dass die Bank nicht nur vorübergehenden Zugang zu Liquidität brauchte, sondern zusätzliches Eigenkapital.

Die österreichische Regierung, geführt von Kanzler Otto Ender, war sich der Bedeutung der Bank für die Volkswirtschaft des Landes bewusst und erklärte sich einverstanden, ihr gegen eine Beteiligung von 33 % 100 Millionen Schilling (rund 14 Millionen US-Dollar) zur Verfügung zu stellen.[15] Das Problem dabei war, dass sie nicht wusste, wie sie dieses Geld auftreiben sollte. Durch die Depression waren die Steuereinnahmen bereits gesun-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ken und die Ausgaben für Arbeitslosenhilfe gestiegen. Die Regierung hatte keine Finanzreserven und war nicht in der Lage, Kredite aufzunehmen. Sofort nach der Ankündigung der Kapitalzufuhr für die Credit-Anstalt brachen die Kurse ihrer Staatsanleihen ein. Dies war der »Teufelskreis«, der ab 2010 auch in Griechenland, Spanien und Irland zu beobachten war: Probleme der Banken führten zu Problemen für die Staatsfinanzen, was dann wieder die Probleme der Banken gravierender machte.

Nach drei Wochen schwieriger Verhandlungen im Mai konnte sich die österreichische Regierung einen Kredit über 100 Millionen Schilling aus elf Ländern sichern. Das Geld wurde über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich geleitet, die erst kurz zuvor – mit denkbar gutem Timing – zur Abwicklung der Reparationstransfers gegründet worden war. Allerdings war der Kredit nur halb so hoch wie das, was Österreich erbeten hatte. Er reichte aus, um die Kapitalspritze für die Credit-Anstalt zu finanzieren, ließ aber keinen Spielraum für weitere Verluste.

Die Reserven bei der Nationalbank nahmen unterdessen weiter ab, weil besorgte ausländische Anleger versuchten, ihr Geld aus dem Schilling und aus dem Land zu holen. Vor allem wurde mit dem internationalen Kredit für Österreich also diese Kapitalflucht finanziert: Die neuen Ressourcen der Credit-Anstalt wurden erst von ausländischen Finanzinstituten und als Nächstes von österreichischen Einlagenkunden abgehoben, die dann bei der Zentralbank den Umtausch ihrer Schilling in Gold verlangten.[16]

Die österreichischen Behörden reagierten auf die einzige Weise, die sie kannten – indem sie um einen weiteren Auslandskredit baten. Die Gläubiger hatten ihre Lektion gelernt und verlangten dieses Mal als Bedingung, dass sich die Credit-Anstalt-Gläubiger in Berlin, Paris, London und New York zunächst bereit erklärten, ihre Guthaben in Wien beizubehalten, damit der neue Kredit an Österreich nicht einfach wieder abfloss. Als weitere Bedingung wurde eine Garantie der österreichischen Regierung verlangt, nachdem der vorige Kredit technisch gesehen nicht an den Staat, sondern an die Zentralbank vergeben worden war. Was aus österreichischer Sicht am wenigsten vernünftig war: Die französische Regierung verlangte, dass Österreich das Angebot zur Zollunion ausschlug, seine Finanzen der Kontrolle des Völkerbundes unterwarf und Abstand nahm von »jeglichen Schritten, die Veränderungen der bestehenden politischen und wirtschaftlichen Beziehungen Österreichs bringen könnten«.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Prinzip wurde das Land damit aufgefordert, seine Souveränität aufzugeben. Am Mittwoch, dem 17. Juni 1931, stand die Veröffentlichung neuer Zahlen zu den Devisenreserven der Nationalbank an. Als sie ihre Forderungen nur einen Tag davor vorlegten, glaubten die französischen Politiker offenbar, sie hätten die österreichische Regierung in der Hand.

Doch die französischen Forderungen waren mehr, als die Ender-Regierung verkraften konnte. Als sie am 16. Juni die Nachricht von den Franzosen bekam, trat sie zurück. Die Bank of England sprang mit einem vorübergehenden Kredit ein, aber es war zu spät. An diesem Punkt war die einzige Alternative zur Schließung der Bank das Aushandeln einer Vereinbarung mit ihren Gläubigern in London, die inzwischen das Austrian Credit-Anstalt International Committee gegründet hatten: Man musste sie dazu bringen, auf weitere Abhebungen zu verzichten. Doch der Preis dafür war hoch. Für ein zweijähriges Stillhalten der Gläubiger musste die neue österreichische Regierung unter Karl Buresch die Verbindlichkeiten der Bank in vollem Umfang garantieren. Eine Regierung mit einem Haushalt von nur 1800 Millionen Schilling (250 Millionen Dollar) sollte also für 1200 Millionen Schilling an Bankverbindlichkeiten geradestehen.[17] Das weckt Erinnerungen an Irland im Jahr 2008.

Die Garantie trug nicht eben dazu bei, das Vertrauen in das Finanzsystem wiederherzustellen – stattdessen begann der Teufelskreis noch einmal von vorne. Zudem war das Stillhalteabkommen eine Belastung für die Lage von Finanzinstituten in weiteren Ländern, denn auch deren Vermögenswerte in Österreich waren eingefroren. Wenn es den Politikern darum gegangen wäre, für eine Ausbreitung der Krise in andere Länder zu sorgen, hätten sie kaum bessere Arbeit leisten können.

Deutsche Anleger, deren Guthaben in Österreich eingefroren war, suchten dringend nach Liquidität; also hoben sie ihre Einlagen bei anderen Banken ab und liquidierten andere Geldanlagen. Gut beschrieben hat diese Zusammenhänge der Finanzjournalist Harry Hodson – mit Worten, die auch zur Lehman-Krise gepasst hätten: »Eine einzelne Bank oder das Bankensystem eines Landes oder der ganzen Welt muss liquide sein, oder es wird untergehen. Wenn sich ein Posten in den Aktiva, der vorher als liquide galt, als vorläufig nicht realisierbar erweist, muss die Liquiditätsposition durch die Realisierung anderer Aktiva verbessert werden.«[18] Auf diese Weise erreichte die Krise Deutschland.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Hinzu kam noch die enge Familienähnlichkeit zwischen der Credit-Anstalt und der Danat-Bank (offiziell: Darmstädter und Nationalbank), der drittgrößten Bank Deutschlands. Wie die Credit-Anstalt war auch die Danat-Bank für ihre umfangreichen Industrie-Engagements bekannt. Ihr Hauptgesellschafter Jacob Goldschmidt galt allgemein als risikofreudig. In einer Passage seiner Memoiren, die nicht völlig frei von ethnischen Stereotypen sind, bezeichnete Hjalmar Schacht ihn als wettbewerbsfreudig »bis an den Rand der Skrupellosigkeit«.[19] Nach Schachts Darstellung machte Goldschmidts aggressiver Geschäftsstil ihn nicht eben beliebt bei seinen Kollegen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zu den Lieblingstaktiken von Goldschmidt zählte, in Sektoren mit Überkapazitäten Firmenverschmelzungen einzuleiten und umzusetzen, ganz im Stil von Charles Hatry. Seine Danat-Bank hatte umfangreiche Engagements im Textilsektor. Jetzt gab es beunruhigende Gerüchte, einer der Bankkunden aus der Textilindustrie, die bremische Nordwolle (offiziell die Norddeutsche Wollkämmerei und Kammgarnspinnerei) habe unerklärlicherweise auf steigende Wollpreise spekuliert und sei in einem besorgniserregenden Zustand.

Goldschmidt erfuhr von den Problemen bei Nordwolle am 11. Mai 1931, dem Tag, an dem auch die Schwierigkeiten der Credit-Anstalt verkündet wurden. Und was zuerst nur er wusste, wurde schnell allgemein bekannt. Weiter verschlechterte sich die Stimmung, als klar wurde, dass die Wolle-Spekulationen von Nordwolle über eine niederländische Tochtergesellschaft namens Ultra Mare erfolgt waren, deren Existenz nicht einmal den externen Mitgliedern des Nordwolle-Aufsichtsrats bekannt gewesen war, zu denen auch Vertreter der Banken zählten, ob das nun gut war oder schlecht. Die Chefs von Nordwolle, die Brüder Karl und Heinz Lahusen, hatten ihre verheerenden Wetten mehrmals noch erhöht und sich zusätzliches Geld von der Danat-Bank und aus anderen Quellen geliehen, um ihr Spiel ums Überleben zu finanzieren. Schnell begannen sich Beobachter zu fragen, ob sich ähnliche Probleme wie in den Schubladen der Danat-Bank nicht auch bei anderen Banken mit hohen Engagements in der Industrie verstecken könnten.

Zudem war dies nicht die einzige Schwäche, die das Bankensystem belastete. Hätte das Problem nur in notleidenden Krediten an die Industrie bestanden, hätten deutsche Anleger ihre Mittel als Erste abgezogen, denn als Inländer waren sie vermutlich am besten über den Zustand der deut-

schen Industrie und damit der Banken informiert. Tatsächlich aber waren es die ausländischen Anleger, die als Erste flüchteten. Einen merklichen Anstieg beim Bargeldumlauf gab es nicht – dies wäre ein Zeichen dafür gewesen, dass die Bevölkerung des Landes von Kontoguthaben auf Bares umstieg. Was es jedoch gab, war ein deutlicher Rückgang bei den Gold- und Devisenreserven der Reichsbank in der letzten Mai-Woche. In der ersten Juni-Hälfte beschleunigte sich dieser Abfluss, was dafür spricht, dass Ausländer aktiv dabei waren, ihr Geld zurück in die Heimat zu holen.

Der Grund für ihre Nervosität waren die kaum verhüllten Drohungen von Kanzler Brüning, die deutschen Reparationszahlungen auszusetzen.[20] Der Beginn der Depression hatte die Reparationslasten nicht eben tragbarer gemacht. Brünings Aufsässigkeit gegenüber dem Ausland sollte einen Ausgleich zu der Unbeliebtheit seiner Wirtschaftspolitik im Inland schaffen. Er trieb die Wiederbewaffnung voran und baute im Verstoß gegen den Versailler Vertrag kleine Schlachtschiffe. Im März 1931 stellte er sich hinter den Vorschlag des Auswärtigen Amtes für eine Zollunion mit Österreich, aus der dann doch nichts werden sollte. Am 6. Juni warnte er, parallel zu einer zweiten Runde an Kürzungsdekreten bei öffentlichen Gehältern und Arbeitslosengeld, die deutsche Wirtschaft stehe am Rand des Zusammenbruchs. Damit ließ er durchblicken: Wenn sich die Bedingungen weiter verschlechtern würden, gäbe es zu einem Moratorium bei den Reparationszahlungen keine Alternative mehr.

Aus einem solchen Reparationsmoratorium wäre fast mit Sicherheit bald ein allgemeines Moratorium geworden, das auch für private Schulden gegolten hätte. Als das den ausländischen Anlegern klar wurde, beeilten sie sich, ihr verbliebenes Geld aus Deutschland abzuziehen. Am 13. Juni reagierte die Reichsbank darauf mit einer Erhöhung des Diskontsatzes um Bazooka-artige 200 Basispunkte. Das allerdings nutzte wenig zur Beruhigung von ausländischen Anlegern, die fürchteten, den Zugriff auf ihre gesamten Einlagen in Deutschland zu verlieren. Und es hätte auch niemanden beruhigen können, der um den verheerenden Zustand der deutschen Volkswirtschaft wusste.

Brüning war nicht der Einzige, der über ein Reparationsmoratorium nachdachte. Präsident Hoover, der die Lage in Deutschland als Bedrohung für die US-Wirtschaft ansah und sich im Klaren darüber war, dass

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

es nur noch 18 Monate waren bis zu den Wahlen, die über seine zweite Amtszeit bestimmen würden, hatte schon seit Mai mit der Idee gespielt.[21] Im Juni machte er sich daran, dafür die Unterstützung von Finanzminister Mellon, Harrison von der New York Fed und Eugen Meyer, dem Vorsitzenden des Board of Directors des Federal Reserve System, zu gewinnen. Meyer, ein ambitionierter und unverblümt sprechender Kalifornier, hatte an der University of California in Berkeley und der Yale University studiert. Sein Vermögen machte er mit Spekulationen in Eisenbahn-Aktien, für die er den »Nichtraucher-Fonds« seines Vaters nutzte – der hatte ihm 100 Dollar versprochen, wenn er bis zum Alter von 18 Jahren nicht rauchen würde, und dann noch einmal 500 Dollar bis 21 Jahre. Im Ersten Weltkrieg leitete Meyer die War Finance Corporation (WFC) zur Finanzierung wichtiger Branchen, die durch die Verwerfungen des Kriegs gefährdet waren, darunter Banken und Bahnlinien. Als Nächstes wurde er Leiter der Reconstruction Finance Corporation (im Prinzip eine umgewidmete Neuversion der WFC), kaufte die *Washington Post* und wurde erster Präsident der Weltbank.[22] Später behauptete Meyer, die Idee für ein Reparationsmoratorium sei von ihm gekommen, nicht vom Präsidenten. Hoover aber beanspruchte in seiner Autobiografie die Urheberschaft daran, was Meyer verärgerte; später sagte er, Hoovers hätte seine Memoiren lieber »Alone in Washington« nennen sollen.[23]

Am 20. Juni 1931 machte Hoover seinen Vorschlag für ein einjähriges Reparationsmoratorium öffentlich. Die Initiative stieß auf wenig Gegenliebe in Paris, nachdem das US-Außenministerium es versäumt hatte, die Franzosen im Voraus zu informieren. Der neue Premierminister Pierre Laval berief den amerikanischen Botschafter ein, um sich über die »Schocktaktiken« des Präsidenten zu beschweren. Hoover war nicht erfreut. In seinen Augen waren die Franzosen viel zu selbstgefällig. »Unsere französischen Freunde müssen die Depression stärker zu spüren bekommen«, soll er gesagt haben. Anders als 1923 war Frankreich jedoch nicht in der Lage, Soldaten zu schicken, um seine Forderungen zu untermauern.[24]

Im Gegensatz zu den Politikern in Paris reagierten die Anleger positiv. Die Bekanntgabe des Moratoriumsvorschlags löste eine Rally bei Aktien und Rohstoffen aus. Leider wurden diese positiven Auswirkungen auf die Stimmung durch die anschließende dreiwöchige Verzögerung bei der Finalisierung der Vereinbarung wieder weitgehend zunichte gemacht. Die

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Anleger realisierten, dass ein Moratorium auf die Reparationszahlungen für sich selbst genommen nicht ausreichen würde, um den Druck von der Reichsbank zu nehmen, deren Goldreserven schon auf das gesetzliche Minimum gefallen waren. Luther und der Vorstand der Zentralbank konnten den Goldstandard verteidigen, indem sie die Kreditvergabe einschränkten, oder sie konnten die Banken unterstützen, indem sie großzügig Diskontgeschäfte mit ihnen machten. Beides gleichzeitig aber konnten sie nicht, jedenfalls nicht ohne Hilfe durch ausländische Kredite.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Am selben Tag, an dem Hoover das Moratorium vorstellte, bekam Luther einen Kredit von bescheidenen 100 Millionen Dollar von der Bank of England, der Banque de France, der Federal Reserve und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. Das Geld reichte gerade aus, um die Bücher der Reichsbank auszugleichen und sie so aussehen zu lassen, als seien noch genügend Goldreserven vorhanden. Doch dies war nicht das deutliche Signal, das gebraucht worden wäre, um das Vertrauen wiederherzustellen. Innerhalb von Tagen setzen die Goldverluste wieder ein. Am 22. Juni war Luther gezwungen, neue Beschränkungen bei der Annahme von privaten Schuldpapieren zur Diskontierung zu verkünden, um erneut ein Sinken der Reichsbank-Goldreserven unter die Mindestgrenze zu verhindern. Da die Zentralbank damit die Verfügbarkeit von Krediten einschränkte, ging die Industrieproduktion noch weiter zurück.

Am 2. Juli standen die Nachrichten von den Krisen bei Nordwolle und Danat-Bank in den Zeitungen. Die Reichsbank gab ihre Absicht bekannt, die Danat-Bank zu unterstützen, doch ihre begrenzten Reserven machten es unmöglich, diesen Worten auch Taten folgen zu lassen. Am 5. Juli, als die Golddeckungsquote der Zentralbank unter das gesetzliche Minimum von 40 % gefallen war, zog die Reichsbank ihre Unterstützung zurück. Luther rechtfertigte diesen Schritt damit, dass die Sicherheiten der Danat-Bank nicht ausreichend gewesen seien; ein Dreivierteljahrhundert später sollten Zentralbanker in Zusammenhang mit Lehman Brothers wieder ähnliche Worte gebrauchen.

Am 9. Juli 1931 flog ein verzweifelter Luther nach London, Paris und schließlich nach Basel zur Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. Man kann ihn für Vieles kritisieren, insbesondere für seine Rolle bei der Hyperinflation und seine Unterstützung Hitlers. Aber er war ein Pionier der Reisediplomatie. Luthers Treffen mit Norman an der Victoria Station, wo der englische Zentralbanker gerade einen Zug nach Dover besteigen

wollte, verlief angespannt. Norman hatte mit Luther kein so freundschaftliches Verhältnis wie zuvor mit Schacht. Abgesehen davon war er besorgt, dass die Reichsbank nicht in der Lage sein würde, geliehenes Geld wieder zurückzuzahlen. Ohne Garantien von der deutschen Regierung und ohne Beteiligung Frankreichs war er nicht bereit, etwas zu tun.

Die Franzosen aber zeigten sich wegen der Schlachtschiffe und der österreichisch-deutschen Zollunion unbarmherzig. Als Vorbedingung für jede Hilfe verlangten sie, dass Deutschland seinen Vorschlag zur Zollunion fallen lässt, sich zur vollen Wiederaufnahme der Reparationszahlungen verpflichtet und kein Geld mehr für Wiederbewaffnung ausgibt. Für Brüning, der auf eine aggressive Außenpolitik gesetzt hatte, war das unmöglich.[25] Der Kanzler kritisierte Luthers Reise jetzt als »Fiasko«. Der erschöpfte Zentralbanker musste mit leeren Händen zurück nach Hause fliegen.

In Luthers Abwesenheit setzten Vertreter der großen deutschen Finanzinstitute ihre Treffen in den Büros der Deutschen Bank und Discontogesellschaft, der größten Bank des Landes, fort. Dafür hatte sich die Regierung eingesetzt, denn sie hoffte darauf, dass die anderen Banken dazu gebracht werden könnten, im Tausch gegen einen Teil der restlichen Vermögenswerte Geld in die Danat-Bank zu stecken. Doch die Banken weigerten sich. Nicht eben hilfreich war, dass die Bücher der Danat-Bank schwer durchschaubar waren – wie bei der Bank of United States war es nicht möglich, sie innerhalb eines Wochenende zu verstehen. Zudem gab es gute Gründe für die Annahme, dass die Verluste der Danat-Bank höher waren als zugegeben. Ebenfalls nicht hilfreich war, dass die Danat-Bank, auch dies eine Parallele zur Bank of United States, von einem jüdischen Gesellschafter geleitet wurde, für den seine Bankerkollegen keine ungeteilte Sympathie empfanden.

Luther schickte ein Telegramm nach New York, in dem er George Harrison um einen Kredit bat. Der war nicht abgeneigt, wollte aber nicht ohne die Beteiligung von Bank of England und Banque de France aktiv werden. Im Jahr 2008 bot die Fed der Europäischen Zentralbank und der Schweizerischen Nationalbank Dollar-Kredite an. Technisch gesehen, war dies ein Swap von US-Dollar gegen entsprechende Beträge in den fremden Währungen, sodass die anderen Zentralbanken ihren eigenen Banken und Unternehmen Dollar für die Rückzahlung ihrer Kredite zur Verfügung stellen konnten. Unter Bernanke verlieh die Fed jeweils 30 Milliarden Dollar an die Zentralbanken von Mexiko, Brasilien, Südkorea und Sin-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

gapur. Wenn die New York Fed auf Luthers damaliges Ansinnen ähnlich reagiert hätte, wäre die Finanzkrise 1931 vielleicht ganz anders verlaufen. Jedoch war nicht sicher, ob die Reichsbank in der Lage war, aufgenommene Kredite zurückzuzahlen. Harrison hatte sich die Kritik an der New York Fed, die laut wurde, nachdem Strong die Geldpolitik in den Jahren 1924 und 1927 auf die Bedürfnisse des Auslands abgestimmt hatte, sehr zu Herzen genommen. Außerdem war nicht klar, ob er jetzt die volle Unterstützung des Federal Reserve Board bekommen hätte. Unter diesen Umständen war es besser, die Last mit der Bank of England und der Banque de France zu teilen. Doch leider war es leichter, sich eine solche Lastenteilung zu wünschen, als sie tatsächlich zu arrangieren.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Wochenende über gab es durchgehend ergebnislose Notsitzungen bei der Reichsbank. Um drei Uhr am Montagmorgen, dem 13. Juli 1931, machte sich ein übernächtigter Luther wieder auf den Weg zum Flughafen und einem Frühstückstreffen mit Norman, der inzwischen in Basel angekommen war, sowie mit Clément Moret von der Banque de France. Als die drei Zentralbanker um neun Uhr noch keine Lösung gefunden hatten, blieb die Danat-Bank geschlossen.

Bei anderen deutschen Banken kam es sofort darauf zu massiven Abhebungen. Am Montagabend sah die Reichsregierung keine andere Möglichkeit, als eine zweitägige Bankenschließung zu verkünden. Noch einmal wurden die anderen großen Banken von offizieller Seite gebeten, die Verbindlichkeiten der Danat-Bank zu garantieren, und noch einmal weigerten sie sich. Dadurch war die Regierung gezwungen, eine staatliche Garantie auszusprechen, die jedoch nur dazu führte, dass man sich noch mehr Sorgen über ihre eigenen Finanzen machte. Dies war erneut der Teufelskreis: Dass Regierungen die Verbindlichkeiten von Banken garantieren mussten, war so schädlich für das Vertrauen in die Staatsfinanzen, dass die Sicherheit der Garantie selbst angezweifelt wurde.[26]

Als die Banken am Donnerstag wieder öffneten, durften Kunden maximal die Hälfte ihres Kontoguthabens oder 10.000 Mark (im damaligen Wert von etwa 2350 Dollar) abheben, je nachdem, was weniger war. Transfers zwischen deutschen Banken waren möglich, nicht aber ins Ausland. Die Verfügbarkeit von Devisen wurde von der Reichsbank auf »Fälle von zwingender Notwendigkeit« begrenzt, wobei sie sich das Recht vorbehielt, selbst zu definieren, was zwingende Notwendigkeit bedeutete.[27] Damit wurde die größte Angst der Anleger wahr: Ihre bislang liquiden Mittel

in Deutschland standen als Folge einer staatlichen Entscheidung nicht mehr zur Verfügung. Der Reichsbank war es nicht gelungen, eine kollektive Unterstützung durch andere Privatbanken zu organisieren oder genügend Unterstützung von ausländischen Zentralbanken zu bekommen. Also hatte sie keine Wahl. In einer von gegenseitigem Misstrauen vergifteten Atmosphäre schlafwandelten Banken und Regierungen zusammen in die Katastrophe.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 10
Fällt auch Amerika?

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Den Mai und Juni des Jahres 1931 über hatte Deutschland darauf beharrt, dass es nicht Österreich sei. Jetzt beharrten Großbritannien und die USA darauf, sie seien nicht Deutschland. Dies änderte jedoch nichts daran, dass die Krise zunächst den Ärmelkanal und dann den Atlantik übersprang. In Deutschland hatte sich ihre Entstehung fast zwei Jahre hingezogen. London erreichte sie dann innerhalb von Wochen und New York nur ein paar weitere Tage später.

Weil Harrison die Pleite der Bank of United States miterlebt hatte, wusste er, wie dringlich es war, den Deutschen Hilfe anzubieten, um eine Ausbreitung der Krise zu verhindern. Norman dagegen hatte in seiner Amtszeit noch keine große Bankenpleite gesehen und nahm eine härtere Haltung ein. Im Rückblick ist klar, dass Norman sich mehr Gedanken über den Zustand von britischen Banken, die Kredite an deutsche Exporteure vergeben hatten, und über das Schwinden seiner Reserven hätte machen sollen. Doch nachdem er mehrere Monate lang unter Druck gestanden hatte, befand er sich am Rand der Erschöpfung. Am 28. Juli brach er zusammen und musste eine Woche lang im Bett bleiben. Am 15. August bestieg er in Begleitung seiner Schwester Agnes Chalmers ein Linienschiff nach Kanada. Dort blieb er den Großteil des Septembers über und stand nur gelegentlich in Telegramm- und Funk-Kontakt mit London.[1]

Normans Zustand könnte Teil der Erklärung dafür sein, dass die Bank of England nicht entschlossen handelte, als ihre Reserven zunehmend schwanden.[2] In seiner Abwesenheit wurde die Geldpolitik von einem Ausschuss bestimmt, und Ausschüsse brauchen Zeit, um sich zu einigen. Ein weiterer Faktor war, dass die Bank of England im selben Dilemma steckte wie die Reichsbank: Sie konnte den Wechselkurs verteidigen oder die Wirtschaft unterstützen; nachdem sie jedoch zuvor keine verheerende Inflation hatte durchmachen müssen, entschied sie sich für die zweite Op-

tion. Ein Problem war die Arbeitslosigkeit – 22 % der von der Arbeitslosenversicherung abgedeckten Personen hatten keinen Job. Seit 1929 war eine Labour-Regierung an der Macht, die sich eine Rückkehr zur Vollbeschäftigung vorgenommen hatte. Unter diesen Umständen die Zinsen zu erhöhen, drohte die Regierung zu verärgern und die öffentliche Unterstützung für die Zentralbank zu untergraben. Ralph Hawtrey, möglicherweise der Ökonom mit dem subtilsten Denken im britischen Finanzministerium, verstand: »Den Zins zu erhöhen, als die Arbeitslosigkeit unter den versicherten Arbeitnehmern 22 % erreicht hatte, wäre mit Sicherheit zu viel des Guten gewesen«, erklärte er später. »Wenn [...] als Preis für die Konvertibilität der Pfund-Note weitere Entlassungen zu zahlen waren, dann war diese Position unhaltbar geworden. Und so war es tatsächlich.«[3]

Hinzu kam noch die Schwäche der Banken. Die in privater Hand befindlichen Londoner Investmentbanken, wegen ihrer Kredite an Überseehändler auch Merchant Banks genannt, hatten von deutschen Firmen emittierte Wechsel auf deren kommende Einnahmen aus Exporten garantiert. Wenn die Wechsel garantiert waren, konnten sie an andere Anleger weiterverkauft werden. Unter normalen Umständen war das leicht verdientes Geld. Die Bank bekam eine Provision, und nur selten gab es Fälle, in denen sie für eine Garantie einstehen mussten. Hier ist mehr als nur eine oberflächliche Ähnlichkeit zu den Credit Default Swaps zu erkennen, wie sie 80 Jahre später von Banken als Versicherung gegen Zahlungsausfälle bei Anleihen verkauft wurden.

Doch 1931 waren die Umstände alles andere als normal. Auf dem verunsicherten Devisenmarkt wurde es schwierig, deutsche Wechsel an andere Anleger zu verkaufen, sodass die Banken gezwungen waren, sie in ihren eigenen Bilanzen zu behalten. Außerdem wurden im Sommer, nach den Krisen bei Credit-Anstalt und Danat-Bank, Zahlungen durch österreichische und deutsche Unternehmen an ihre ausländischen Gläubiger eingefroren. Dass die Banken nur wenig Liquidität übrig hatten, hatte kurz zuvor der Macmillan-Ausschuss hervorgehoben, eine Gruppe von Bankern, Ökonomen und anderen Experten einschließlich Keynes, die 1929 eingerichtet wurde, um die Zusammenhänge zwischen Handel und Industrie zu erforschen.[4] Auch lag das Problem in manchen Fällen nicht nur in Liquidität. Die Kredite, die von den drei größten Investmentbanken in London – Kleinworts, Schroeders und Hambros – an deutsche Import- und Exportfirmen vergeben worden waren, überstiegen das von ihren Part-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

nern eingezahlte Kapital, das ihre einzige Möglichkeit zum Absorbieren von Verlusten darstellte. Wenn ihre Kredite an österreichische und deutsche Unternehmen nicht zurückgezahlt würden, wären diese Banken im Prinzip pleite gewesen.[5]

Norman war selbst ehemaliger Handelsbanker und in der Führung von Brown Shipley tätig gewesen, wo sein Großvater mütterlicherseits Partner gewesen war. Das Gleiche galt für eine Reihe anderer Direktoren der Bank of England. Diese Männer verstanden die Probleme der Banken. Sie wussten, dass die als Aktiengesellschaften organisierten Institute (in den USA damals als Commercial Banks bezeichnet, in Großbritannien als Clearing Banks) hohe kurzfristige Kredite an die Handelsbanken vergeben hatten, die verzweifelt Liquidität benötigten. Das Problem, so erkannten sie, betraf das gesamte britische Finanzsystem.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der Zustand der Banken ist Teil der Erklärung dafür, warum die Bank of England ab Juli keine weiteren Änderungen an ihrem Diskontsatz vornahm, obwohl weiterhin Gold abfloss. Stattdessen machte die Zentralbank eine Ausnahme von der Praxis, Geld nur gegen gute Sicherheiten zu verleihen: Sie erklärte sich bereit, mit eingefrorenen deutschen Schulden besicherte Wechsel zu diskontieren.[6] Dies war nicht unähnlich zu dem, was die Federal Reserve und die EZB in der Krise 2008 taten, als sie zur Unterstützung des Finanzsystems ihre Anforderungen an Sicherheiten senkten. Aber es war das Gegenteil von dem, was eine Zentralbank getan hätte, die entschlossen ist, das Schwinden ihrer Goldreserven zu stoppen.

Für Währungsspekulanten gab es vor diesem Hintergrund gar keine Frage, wie sie wetten konnten: indem sie Kredite in Pfund aufnahmen und dieses Geld der Bank of England zum Umtausch in Gold vorlegten. Die Zentralbank konnte die Zinsen erhöhen, um Pfund-Kredite teurer zu machen. Doch wenn sie zögerte, würden sich noch mehr Spekulanten in die Schlange stellen. Irgendwann wäre sie dadurch gezwungen, die Goldkonvertibilität auszusetzen und eine Abwertung des Pfund gegenüber Gold und anderen Währungen zuzulassen. Dann könnten die Spekulanten die Pfund, die sie zuvor verkauft hatten, zu einem niedrigeren Preis zurückkaufen.[7]

Wegen der Schwäche von Banken und Wirtschaft wollte die Bank of England den Diskontsatz nicht erhöhen. Als einzige Möglichkeit blieb ihr, Franc und Dollar zu verkaufen, damit die Spekulanten auf der Gegenseite Verluste machten. Wenn diese Händler, die Franc und Dollar mit Krediten

in Pfund gekauft hatten, Verluste erlitten, weil die Zentralbank das Pfund nach oben und Franc und Dollar nach unten trieb, hätten sie vielleicht zusätzliche Sicherheiten stellen müssen oder wären von ihren Kreditgebern zu einer früheren Rückzahlung aufgefordert worden. Dadurch, dass die Zentralbank die Bären auf diese Weise »ausquetschte«, hoffte sie, sie aus dem Markt drängen zu können.

Die Banque de France hatte dieselbe Taktik mit einigem Erfolg angewandt, als in den 1920er-Jahren der Franc angegriffen wurde. Damals jedoch waren die Zinsen relativ hoch. Kredite waren also teuer, und wer sich Geld lieh, um in Währungen zu spekulieren, brauchte schnelle Erfolge. Jetzt dagegen waren die Zinsen niedrig, und die Spekulanten konnten sich die Finanzierung ihrer Positionen problemlos leisten. Wenn ihre Kreditgeber mehr Bargeld als Sicherheit verlangten, konnten sie es besorgen. Also konnten sie es sich leisten, länger zu warten als die Zentralbank.

Unterdessen beschleunigte der Verkauf von Franc und Dollar lediglich die Erschöpfung der Reserven bei der Zentralbank. Zum ersten Mal meldete die Bank of England am 13. Juli 1931, dem Tag der Danat-Bank-Pleite, Gold-Verluste. In den darauffolgenden zweieinhalb Monaten sanken ihre Reserven um rund 30 Millionen Pfund, ungefähr ein Viertel von dem, was sie noch besaß.

Zu Beginn der Krise hatte Großbritannien (ähnlich wie Spanien im Jahr 2007) noch kein Haushaltsdefizit gehabt. Indem sie sich mit Ausgaben zurückhielt, versuchte die Labour-Regierung, sich als umsichtig im Umgang mit Steuergeldern zu präsentieren. Doch als die Rezession schwerer wurde, brachen ihr die Einnahmen weg, während die Ausgaben für Arbeitslosengeld stiegen. Schon zuvor waren die Last für die Schuldenbedienung schwer gewesen: Im Jahr 1931 betrug das Verhältnis der britischen Schulden zum BIP annähernd 200 %, eine Folge der hohen Verbindlichkeiten aus dem Ersten Weltkrieg und dann der Deflation in den 1920er-Jahren.

Die Staatsschulden waren hoch, aber noch handhabbar. Die Situation war nicht unähnlich wie in Japan im frühen 21. Jahrhundert. Mit geringeren Kosten für die Schuldenbedienung durch niedrigere Zinsen weltweit und stärkerem Wirtschaftswachstum wäre es möglich gewesen, das Verhältnis von Schulden zum BIP auf einem durchhaltbaren Niveau zu

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

halten. Doch angesichts des hohen Wechselkurses und der restriktiven Finanzpolitik waren die Aussichten für BIP-Wachstum düster.

Damit blieben als einzige Möglichkeit zur Quadratur des Kreises Sparmaßnahmen, verbunden mit der Hoffnung, dadurch das Vertrauen in die Staatsfinanzen und die Volkswirtschaft wiederherstellen zu können. Zur Vorbereitung wurde ein sechsköpfiges »Superkomitee« eingerichtet; den Vorsitz übernahm Sir George May, der kurz zuvor in den Ruhestand getretene Sekretär der Prudential Assurance Company, dessen Ruf als führender Aktuar Großbritanniens ihn offenbar für diese Aufgabe qualifizierte. Die je zwei konservativen und liberalen Mitglieder des Ausschusses waren sich einig darüber, dass ein ausgeglichener Haushalt zur Wiederherstellung des Vertrauens unverzichtbar sei. Die einzige gangbare Möglichkeit dazu, so befanden sie angesichts der bereits »unangemessen hohen« Belastung durch Steuern, war eine Verringerung der öffentlichen Ausgaben.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dieses Ergebnis war nicht vollkommen überraschend. Mit ihrer Initiative für den Ausschuss hatten die Konservativen im House of Commons ihm die Aufgabe gegeben, Empfehlungen zur »unverzüglichen Umsetzung aller praktikablen und zulässigen Verringerungen bei den nationalen Ausgaben« zu erarbeiten. Also konzentrierten sich die Empfehlungen der Mehrheit auf die Senkung der Arbeitslosenhilfe sowie der Löhne von Polizisten, Lehrern und Soldaten. Die zwei Labour-Mitglieder des Ausschusses stimmten dagegen, hatten aber keine konkrete Alternative zu bieten.

Das Labour-Kabinett sah sich außerstande, den Mehrheitsbericht anzunehmen – es wollte den Empfehlungen zur Kürzung der Arbeitslosenhilfe nicht folgen. Allerdings war es auch nicht in der Lage, sich auf andere Maßnahmen zu einigen. Also wurde die Regierung am 24. August aufgelöst und durch eine von den Konservativen dominierte, aber erstaunlicherweise vom Labour-Premierminister Ramsay MacDonald geleitete Regierung der nationalen Einheit ersetzt (für seinen Einsatz wurde MacDonald aus der Labour Party ausgeschlossen). Die neue Regierung verständigte sich auf Sparmaßnahmen und schaffte es dadurch, sich einen Kredit in Höhe von 80 Millionen Pfund von einem ausländischen Bankensyndikat unter der Leitung von J.P. Morgan sichern.

Doch auch mit den Sparmaßnahmen, begonnen am 10. September, gelang es nicht, das Vertrauen wiederherzustellen und die Goldverluste der Bank of England einzudämmen. Dies zeigt, dass der Staatshaushalt nicht das eigentliche Problem war – das Defizit war ebenso sehr eine Folge wie

eine Ursache der Krise. Eher lag das Problem in der Schwäche der Volkswirtschaft und ihrer Banken, die es der Bank of England nicht erlaubte, die Verteidigung der Pfund-Parität zur Priorität zu machen. Diesem Problem war mit einem ausgeglichenen Haushalt allein nicht beizukommen. Ganz im Gegenteil – die Sparpolitik machte es noch gravierender.

Auffällig wurde dieser Widerspruch, als die Empfehlungen des May-Ausschusses, den Sold für Militärs zu senken, zu Unruhen beim Militär führten. Am 15. September gingen Seeleute der Royal Navy Atlantic Fleet in Cromarty Firth nahe des schottischen Hafens Invergordon vor Anker und weigerten sich, ihren Dienst zu verrichten, sodass vier Schiffe den Hafen nicht verlassen konnten. Dies war passiver Widerstand, keine Meuterei auf hoher See, doch die Schlagzeilen-Schreiber kümmerten sich nicht um solche feinen Unterschiede. Schnell begannen Anleger, weiter verbreiteten zivilen Ungehorsam zu fürchten. Als Regierungsvertreter dann während einer parlamentarischen Fragestunde Bereitschaft zu Kompromissen mit den »Meuterern« erkennen ließen, trug das nicht dazu bei, das Vertrauen in ihre Entschlossenheit zu stärken, haushaltspolitisch auf Kurs zu bleiben.

All das hatte die absehbare Auswirkung, den Run auf das Pfund zu beschleunigen. Die Widersprüche der britischen Wirtschaftspolitik, die inmitten einer beispiellosen Rezession hauptsächlich auf Sparen setzte, machten dieses Ergebnis unvermeidlich.

Nach dem Drama des Sommers war das letzte Kapitel antiklimaktisch. Am Abend des 20. September 1931, als sich ihre Reserven dem gesetzlichen Minimum näherten, gab die Bank of England bekannt, die Konvertibilität von Pfund in Gold auszusetzen. Am Montag verabschiedete das Parlament den Gold Standard (Amendment) Act und bestätigte so diese vollendete Tatsache. Ein allgemeines Gefühl bevorstehenden Unheils entstand jedoch nicht. Anleger, und die britische Gesellschaft allgemein, gaben einen kollektiven Seufzer der Erleichterung von sich. Der Wechselkurs des Pfund zum Dollar fiel um 20 %, wo er sich dann stabilisierte. Weitere unmittelbare Auswirkungen blieben aus. Aus der Sicht Londons war das Ergebnis erstaunlich harmlos.

Nicht aber aus New Yorker Sicht. Die Aussetzung der Goldkonvertibilität durch Großbritannien rüttelte an dem Glauben, dass es so etwas wie ei-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

nen sicheren Hafen gebe. Wenn eine der zwei wichtigsten Finanzmächte der Welt den Goldstandard aufgeben konnte, dann war nicht mehr undenkbar, dass die andere das Gleiche tun würde. »Überall wurde gefragt«, so berichtet Lawrence Sullivan in seinem zeitgenössischen Bericht über die Krise, »wird auch Amerika stürzen?«.[8]

Darauf gab es keine sichere Antwort und Währungsspekulanten nahmen den Dollar ins Visier. Ihnen schlossen sich Zentralbanken an, die eilends Guthaben liquidierten, die sie in New York hielten. Die Bank of England hatte ihren Zentralbanken-Kollegen im Vorfeld versichert, sie würde keine Abwertung des Pfund zulassen. Gerard Vissering, Chef der Nederlandsche Bank, hatte noch am 18. September bei der Bank of England angerufen, um sich bei seinen britischen Kollegen danach zu erkundigen – zwei Tage vor der Aussetzung und anschließenden Abwertung. Beruhigt, dass ihre Pfund-Bestände sicher seien, hielt die niederländische Zentralbank daran fest. Die Abwertung wurde teuer für sie, und Vissering kostete sie den Job.

Nachdem sie einmal aufs Kreuz gelegt worden waren, wollten die Zentralbanken das nicht noch einmal mit sich machen lassen. Die Fed of New York beschrieb das bald einsetzende Drängen zum Ausgang als »den schnellsten Abfluss von Gold, der in diesem Land und wahrscheinlich auch jedem anderen Land je erlebt wurde«.[9] Besonders unerhört war der Tausch von Dollar in Gold durch die Banque de France, denn sie war die Zentralbank mit den höchsten Devisenreserven Europas. Hoover war erzürnt und argwöhnte eine französische Vergeltung für sein Reparationsmoratorium. Bei einem Besuch des französischen Premierministers Laval zu einem Abendessen im Weißen Haus im Oktober konnte er seinen Ärger kaum zurückhalten. Laut seinem Außenminister Henry Stimson machte Hoover den französischen Premier persönlich für die Dollar-Verkäufe verantwortlich. Lavals eigene Laune war nach dem vorherigen Streit über die Reparationspläne des Präsidenten auch nicht viel besser.

Anders als Großbritannien hatten die USA den Goldstandard während des Ersten Weltkriegs nicht ausgesetzt und waren auch jetzt nicht dazu bereit. Am 8. Oktober stimmten die Direktoren der Federal Reserve Bank of New York dafür, den Diskontsatz von 1,5 auf 2,5 % anzuheben, was vom Board genehmigt wurde. Eine Woche später erhöhte New York die Zinsen noch einmal, dieses Mal auf 3,5 %. Die anderen Reserve-Banken folgten bald darauf.[10] Die Zinserhöhungen machten es teurer, Kredite für Spe-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

kulationen gegen den Dollar aufzunehmen. Gleichzeitig aber sorgte die Kreditverteuerung dafür, dass die Probleme im Bankensektor noch gravierender wurden.

Die unmittelbarsten Probleme betrafen jetzt die Gegend um Chicago.[11] Im Jahrzehnt zuvor hatte es in den äußeren Vorstädten Chicagos, bekannt als der Bungalow Belt, explosives Wachstum gegeben. Die Entstehung dieser neuen Viertel aus niedrig gebauten Eigenheimen auf großen Grundstücken mit Platz für Garagen beruhte auf denselben Faktoren wie schon der Grundstücksboom in Florida – billige Kredite und Autos. Anders als in Florida gab es in den Gesetzen von Illinois aber keine Regelung zu Filialbanken. Lange zuvor, im Jahr 1843, hatte es in dem Bundesstaat eine schwere Krise mit der Pleite der State Bank of Illinois und ihrem halben Dutzend Filialen gegeben. Das Schweigen des Gesetzes zu diesem Thema wurde anschließend als Verbot für Filialen verstanden. Aus diesem Grund brauchten neue Vorstädte für Finanzdienstleistungen neue Banken. Nicht wenige davon wurden von denselben Immobilienmogulen gegründet, die hinter der Entwicklung der von ihnen jetzt bedienten Vorstädte standen. Sie vergaben aggressiv Kredite für Immobilienentwicklung, verpackten diese Kredite im Stil der 1920er-Jahre neu und verkauften sie als Hypothekenanleihen weiter.

Die länger etablierten Banken in der Gegend sahen sich zum Reagieren gezwungen, was sie taten, indem sie Kredite für die Entwicklung von Gewerbeimmobilien vergaben und Einzelimmobilienanleihen auflegten. Außerdem boten sie in der Manier der Bank of United States den Rückkauf dieser Anleihen von unzufriedenen Anlegern an. Als sich die Zahlungsausfälle bei Hypotheken häuften, versuchten die Anleihebesitzer, dieses Versprechen einzufordern. Im Juni 1931 gaben mehrere Banken bekannt, aufgrund unvorhergesehener Umstände nicht in der Lage zu sein, es zu halten. Diese Ankündigungen machten die Einlagenkunden natürlich nervös. Am 8. Juni kam es zu einem Run auf die Banken der Foreman Group (falls man das Recht von Illinois so auslegte, dass es Filialbanken verbietet, verhinderte das jedoch nicht Gruppen- oder Ketten-Banken wie in Tennessee). Bald erfassten die Runs auch andere Banken in der Stadt und in den Vorstädten. Zeitungsberichte führten zu weiteren Paniken in Toledo und anderen Städten.

Vor diesem Hintergrund hatten die Aufhebung des Goldstandards in Großbritannien und die Diskontsatzerhöhung der Fed einen hohen Preis. Es folgten Bankenschließungen nicht nur in Chicago, sondern auch in

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Philadelphia, Pittsburgh, Youngstown und weiteren Städten. Abgesehen davon, dass sie bereitstanden, um geeignete Wertpapiere zu diskontieren, taten die Fed-Banken von Philadelphia, Chicago und Cleveland wenig, um den unter Druck stehenden Instituten zu helfen. Stattdessen setzte sich der Imperativ durch, den Goldstandard zu verteidigen. Im Grunde sprach sich nur eine einzige Person im Federal Reserve System für aggressivere Maßnahmen zur Unterstützung der Banken aus: Owen D. Young in seiner Eigenschaft als Direktor bei der Federal Reserve Bank of New York.[12]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Diese Finanzprobleme waren ein weiterer Schlag für amerikanische Unternehmen, die darum kämpften, ihren Kopf über Wasser zu halten. Die Zinsen für erstklassiges Commercial Paper, mit dem sich angesehene Unternehmen finanzierten, stiegen jetzt um zusätzliche zwei Prozentpunkte. Der Renditeunterschied zwischen AAA- und Baa-Anleihen, ein Maß für den Risikoaufschlag, den weniger sichere Unternehmen für ihre Kredite bezahlen müssen, nahm weiter zu. Die Großhandelspreise fielen von Juli bis Dezember noch einmal um 5 %. Weil sie keine Kredite bekamen, mussten Unternehmen und Haushalte sparen. Die Industrieproduktion fiel in der zweiten Jahreshälfte um 10 %. Dies war eine Wiederholung der desaströsen Erfahrung aus dem zweiten Halbjahr 1930, doch jetzt traf sie eine Volkswirtschaft, die viel schlechter dafür gewappnet war.

Im Jahr 1930 waren die akuten Probleme zudem auf die USA und Deutschland begrenzt geblieben, in den letzten Monaten 1931 dagegen waren sie fast überall zu spüren. Allerorten fielen die Preise. Pleiten von systemisch wichtigen Banken gab es nicht nur in den USA, sondern auch in ganz Mittel- und Osteuropa und, was bedeutend ist, sogar in Europas einst starker Volkswirtschaft Frankreich.

Die Regierungen kamen unter Druck, etwas zu tun, irgendetwas. Für Mitglieder des britischen Commonwealth und skandinavische Länder mit enger wirtschaftlicher Verbindung zu Großbritannien bedeutete das, sich ebenfalls vom Goldstandard zu verabschieden. Dadurch waren ihre Zentralbanken nicht mehr gezwungen, einen bestimmten Wechselkurs zu verteidigen, sodass sie ihre Zinsen senken konnten, um ihre schwachen Volkswirtschaften zu unterstützen.

Ebenso gab ihnen die neu gewonnene Flexibilität bessere Möglichkeiten, ihren Banken zu helfen. Von den zwei Dutzend Ländern, die 1931 den

Goldstandard aufgaben, gab es in nur einem – in Schweden – anschließend eine Bankenkrise. Zur unrühmlichen Ausnahme wurde Schweden durch den Tod des schillernden Industriellen Ivar Kreuger, offenbar durch seine eigene Hand, und den Zusammenbruch seines Finanzimperiums. Trotzdem löste die Pleite von Kreugers Kreditgeber, der Skandinaviska Kreditaktiebolaget, keine allgemeine Panik aus, da der Staat jetzt die Möglichkeit hatte, das Durcheinander zu beseitigen.[13]

Osteuropa entschied, Deutschland und Österreich zu folgen, erklärte Schuldenmoratorien und verhängte Devisenverkehrsbeschränkungen. Lateinamerika konnte sich nicht recht entscheiden, welches Beispiel es sich zum Vorbild nehmen sollte, also wurden sowohl der Goldstandard aufgegeben als auch die Schuldenbedienung unterbrochen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

In den USA dagegen herrschten weiterhin die Doktrin vom ausgeglichenen Haushalt und die Ideologie des Goldstandards. Andrew Mellon, dem Kanon der Banker nicht weniger treu ergeben als alle anderen, war inzwischen das Kabinettsmitglied mit der längsten Amtszeit in der Regierung Hoover. Immer wieder betonte er, mit sauberer Fiskal- und Finanzpolitik und begrenzten staatlichen Interventionen lasse sich das Vertrauen wiederherstellen. Doch dieser Ansatz, unterstützt vom Präsidenten, trug nichts dazu bei, den Teufelskreis zwischen sinkenden Ausgaben und Problemen bei den Banken zu durchbrechen. Dies war einer der Fehler, der großen Anteil daran hatte, dass Hoovers Präsidentschaft später als gescheitert angesehen wurde.

Unabhängig von dem Spott, der später über ihm ausgegossen wurde, war Hoover das Problem durchaus nicht vollkommen entgangen. Er verstand, dass die Bauern nicht säen, die Unternehmen nicht investieren und die Haushalte nicht konsumieren würden, wenn die Banken keine Kredite vergeben. Mit anderen Worten: Ohne Maßnahmen zur Wiederherstellung des Vertrauens in die Banken war eine Erholung unwahrscheinlich.

Leider aber zeigte die Bankenkrise in der zweiten Jahreshälfte 1931, dass die Reserve-Banken zu solchen Maßnahmen nicht in der Lage waren. Viele der strauchelnden Banken waren keine Mitglieder des Federal Reserve System, und vielen der Mitgliedsbanken fehlte es an Wechseln, die als Sicherheit für Fed-Kredite geeignet gewesen wären. Außerdem sahen es die meisten Direktoren der zwölf regionalen Fed-Banken ohnehin nicht als ihre Aufgabe an, die Probleme von Banken zu lösen.

Hoover dagegen mag verstanden haben, was getan werden musste, doch das hieß nicht, dass er auch fand, die Regierung solle sich darum kümmern. Lieber als eine Intervention durch die Federal Reserve oder sonst einen staatlichen Akteur wollte er, dass die Branche sich selbst half. Er war als Quäker aufgewachsen und glaubte an die Doktrin der nachbarschaftlichen Eigenständigkeit. In seinen Augen sollten sich am besten Organisationen wie die National Association of Manufacturers oder die American Association of Bankers um die Krisenbekämpfung bemühen. So hatte der Präsident schon auf den Aktiencrash reagiert, als er Unternehmen ermahnte, das aktuelle Lohnniveau beizubehalten, und die Gewerkschaften, auf Streiks zu verzichten. Ähnlich reagierte er auch jetzt wieder.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Hoovers Plan für die Bankenkrise bestand also darin, Beiträge für einen freiwilligen Pool mit der Bezeichnung National Credit Corporation (NCC) einzusammeln. Teilnehmende Banken sollten den Gegenwert von 2 % ihrer Einlagen einzahlen und sich dadurch für eine Unterstützung qualifizieren. Die Kreditentscheidungen der NCC sollten nicht bei der Regierung fallen, sondern in Ausschüssen mit lokalen Bankern. Liquidere Banken sollten ihren weniger liquiden Brüdern helfen, damit die ihre Fähigkeit zurückgewinnen, Kredite zu vergeben.

Dieses Vorgehen hatte eine gewisse Ähnlichkeit zu der Kooperation zwischen Banken, die in der Krise 1907 unter der Führung von J. Pierpont Morgan und mit Hilfe von Benjamin Strong organisiert worden war. Damals hatte die Pleite der Knickerbocker Trust Company das Vertrauen in andere Banken in New York City verschwinden lassen, sodass Institute im Rest des Landes, die dort regelmäßige eigene Einlagen hielten, ihr Geld abzogen. Das Scheitern des insolventen Knickerbocker Trust wurde zugelassen, doch die stärkeren New Yorker Banken legten ihre Ressourcen zusammen und verliehen sie an schwächere, aber solvente Konkurrenten. Um sicherzustellen, dass solvente Banken über genügend Liquidität verfügen, emittierten sie außerdem Clearinghaus-Zertifikate – im Grunde Schuldscheine, die sie untereinander als Zahlung akzeptierten.[14] Auf diese Weise wurde die Krise 1907 beendet. Tatsächlich war dies nicht das erste Mal, dass mit diesem Ansatz versucht wurde, eine Bankenpanik zu verhindern. Vor der Gründung des Fed-Systems im Jahr 1913 waren derartige Kooperationen, wie Hoover selbst jetzt rasch feststellte, sogar sehr verbreitet gewesen.[15]

Das Treffen am Sonntag, dem 9. Oktober, bei dem Hoover seinen Plan vorstellte, war geheim, um nicht noch mehr Ängste um den Zustand der

Banken zu wecken. Es fand nicht im Weißen Haus statt, sondern in der Wohnung von Finanzminister Mellon. Der Kreis der Teilnehmer bestand aus Thomas Lamont von J.P. Morgan, Albert Wiggin von der Chase National Bank und Charles Mitchell von der National City Bank, und dazu Hoover, Mellon und der Finanzstaatssekretär Ogden Mills.

Die Banker waren nicht begeistert. Schwache Banken, so erklärten sie, seien nicht in der Lage, 2 % ihrer Vermögenswerte in einen gemeinsamen Pool einzuzahlen. Stärkere würden also ihre schwächere Konkurrenz subventionieren. Mit anderen Worten: Die Banker verstanden, dass das Problem nicht nur eine Frage der Liquidität war – viele der Banken in einer Notlage waren insolvent. Wenn die solventen Institute Geld an ihre insolventen Brüder verliehen hätten, hätten sie damit gutes Geld schlechtem hinterhergeworfen. Banker, die in der Lage waren, Beiträge zu leisten, verlangten deshalb, dass die Kredite der NCC besichert werden, wussten aber gleichzeitig, dass es den strauchelnden Banken an guten Sicherheiten fehlte.[16] Im Grunde hatte nur einer gute Sicherheiten, nämlich die Regierung. George Harrison hatte Hoover schon am 7. Oktober auf diese Probleme aufmerksam gemacht, Hoover aber glaubte fest an die Kraft der Selbsthilfe.

Friedman und Schwartz sehen den Grund für das Ausbleiben gegenseitiger Unterstützung bei den Banken in der Existenz des Federal Reserve System. Statt sich untereinander zu helfen, wie sie es vor 1914 getan hatten, gingen die Banker jetzt davon aus, dass sie von der Zentralbank gerettet würden. Nähere Analysen aber sprechen für eine andere Interpretation: Die Ereignisse von 1931 unterschieden sich deutlich von den Liquiditätskrisen, die es vor 1914 gegeben hatte, und sie waren weitaus gravierender. 1931 war eine Solvenzkrise, in der Hilfe von außen unverzichtbar war. Dies waren keine Umstände, in denen mit Voluntarismus noch etwas zu retten gewesen wäre.

So kam es, dass Hoovers National Credit Corporation bis Ende des Jahres nur zehn Millionen Dollar an Krediten vergab, was auf den Mangel an geeigneten Sicherheiten und auf fehlendes Mitgefühl der großen Banker für ihre kleineren, stärker gebeutelten Pendants zurückzuführen war. Dies weckt Erinnerungen an das Public-Private Partnership Investment Program for Legacy Assets im Jahr 2009, mit dem die US-Regierung Anleger dazu bringen wollte, den Banken die toxischen Papiere in ihren Bilanzen abzukaufen. Auch damit kam man nicht weit.[17]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

An diesem Punkt konnte nicht einmal mehr Hoover verleugnen, dass staatliche Interventionen erforderlich waren. Die nächste Wahl stand in weniger als einem Jahr an, und dies reichte aus, um selbst den Amtsinhaber mit seinem festen Glauben an Voluntarismus zu überzeugen, dass dies nicht die richtige Zeit war, um auf Prinzipien zu beharren.

Praktischerweise gab es in Form der War Finance Corporation (WFC) bereits ein Vorbild für das neue Vorgehen. Die WFC war im Jahr 1918 vom Kongress geschaffen worden, um Kredite an Branchen und Banken zu vergeben, die durch den Krieg Probleme hatten, Kredite zu bekommen. In der Rezession 1920/21 wurde sie dann umgewidmet zur Notfinanzierungsorganisation für Kredite an Banken, Branchen und lokale Kreditagenturen, später sollte sie Farmern helfen, die durch niedrige Getreidepreisen in Schwierigkeiten steckten. Sie war zwar 1929 aufgelöst worden, doch jetzt gab es ein starkes Argument dafür, die WFC wieder aufleben zu lassen.

Vorgebracht wurde es von Eugene Meyer, also dem Banker, der zuvor die WFC geleitet und an Hoovers Schuldenmoratorium mitgearbeitet hatte und jetzt Vorsitzender des Federal Reserve Board war. Außergewöhnlich für einen Zentralbanker: Den Entwurf für das nötige Gesetz schrieb Meyer selbst. Nach seinem Konzept sollte die neue Agentur Kredite nicht nur an Banken vergeben, sondern auch an Eisenbahngesellschaften, deren Anleihen die Portfolios der Banken belasteten, und an Farmer, deren Forderungen in Washington Gehör fanden. Meyer hatte sein Vermögen mit dem Handel von Eisenbahn-Aktien verdient. Möglicherweise war es also kein bloßer Zufall, dass er plante, diese Branche bevorzugt zu behandeln.

Der Gesetzesentwurf zur Gründung der sogenannten Reconstruction Finance Corporation wurde am 7. Dezember in den US-Kongress eingebracht und am 22. Januar 1932 als Gesetz unterzeichnet. Bis zum 2. Februar hatte die RFC mit einigen früheren Mitarbeitern der WFC als Fundament ihren Betrieb aufgenommen. Das Finanzministerium stellte 500 Millionen Dollar Kapital zur Verfügung und war bereit, weitere 1,5 Milliarden Dollar an Anleihen im Namen der Corporation zu emittieren.[18]

Zum Vorsitzenden für das parteiübergreifend besetzte Board der RFC bestimmte Hoover Meyer, zum Präsidenten machte er Charles Dawes, bekannt durch den Dawesplan. Dies war nur die neueste Station von Dawes, der ständig zwischen Wirtschaft und Politik hin und her wechselte. Kurz zuvor war er, zur Überraschung Washingtons, von seinem Posten als Botschafter in Großbritannien zurückgetreten (sein Nachfolger wurde Andrew

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Mellon, der auf diese Weise gesichtswahrend abgeschoben werden konnte). Schnell gab es Spekulationen darüber, Dawes werde bei der Präsidentenwahl als Kandidat der Republikaner gegen Hoover antreten. Indem er ihn zur RFC holte, bekam Hoover also nicht nur einen bekannten Banker und Politiker ins Boot, sondern auch einen potenziellen Konkurrenten. Tatsache war allerdings, dass es für Dawes um etwas anderes ging: Er hatte Anlass zur Sorge um das Überleben des Bankenimperiums seiner Familie in Chicago, wovon Hoover offenbar nichts wusste. Für Dawes war die RFC der ideale Posten, um Informationen über den Zustand des Bankensystems zu bekommen und seine Kontakte in der Politik zu pflegen.

Anders als die zum Scheitern verurteilte NCC vergab die RFC umfangreiche Kredite, weil ihr keine Konflikte zwischen großen und kleinen Bankern im Wege standen. Doch wie die NCC verlangte auch die RFC gute Sicherheiten. Also bekamen nur diejenigen Banken, die darüber verfügten, Kredite, und das änderte wenig an den Solvenzproblemen.

Wenn die Banken und die Volkswirtschaft bedeutende Hilfe bekommen sollten, dann musste sie von woanders kommen, nämlich von der Federal Reserve. Der US-Kongress trug dazu bei, indem er der Zentralbank mehr Handlungsspielraum gewährte. Das Problem für sie bestand darin, dass nicht genügend qualifizierte Wertpapiere – gute Sicherheiten also – vorhanden waren, gegen die sie Kredite vergeben konnte. Der Federal Reserve Act beruhte auf der Real Bills Doctrine, also musste die Fed für die Ausgabe von Banknoten entweder Gold oder Commercial Paper aus geschäftlichen Transaktionen hinterlegen. Doch unter anderem wegen ihrer früheren Weigerung, mehr zu tun, befand sich die Wirtschaftsaktivität bereits seit zwei Jahren im Sinkflug, sodass es nicht mehr genügend Geschäftstransaktionen gab, um ausreichend Commercial Paper entstehen zu lassen, das als Sicherheit für die Fed qualifiziert war. Dies hätte die Zentralbank dazu zwingen können, weniger Banknoten zur Verfügung zu stellen oder, in den Augen von Politikern noch schlimmer, den Goldstandard aufzugeben.

Im Februar 1932 wies Ogden Mills, Mellons Nachfolger als Finanzminister, Präsident Hoover darauf hin, dass die Volkswirtschaft aufgrund des Mangels an qualifizierten Wertpapieren nur noch Wochen vor einem erzwungenen Ausstieg aus dem Goldstandard stehe. Hoover berief eine Kri-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

sensitzung mit Harrison, Meyer und Dawes ein, und man war sich schnell einig, dass die Lösung in einem neuen Gesetz lag. Der Präsident bat Senator Carter Glass und den Abgeordneten Henry Steagall, die Vorsitzenden der Bankenausschüsse ihrer jeweiligen Parlamentskammern, einen Entwurf dafür vorzulegen. Das Gesetz, das den scheinbar unantastbaren Goldstandard modifizierte und der Fed die Diskontierung von zusätzlichen Wertpapieren erlaubte, wurde am 27. Februar 1932 ohne Debatte verabschiedet.[19] Krisen helfen manchmal sehr dabei, für Konzentration zu sorgen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Damit war die Fed jetzt in der Lage, proaktiv zu handeln, um Kredite leichter verfügbar zu machen – mehr noch, sie war dazu sogar verpflichtet. Senator Elmer Thomas, ein Demokrat aus Oklahoma, brachte ein Gesetz ein, nach dem die Zentralbank 2,4 Milliarden Dollar an Banknoten drucken musste. Nach seinem Plan sollte die Regierung Anleihen in diesem Volumen an die Reserve-Banken verkaufen, die dafür neue Geldscheine emittieren sollten. Thomas war ein Schüler von William Jennings Bryan und hatte im Jahr 1896 dessen Wahlkampf unterstützt. Besorgt um die Farmer und Rancher, die in seinen Augen an einem modernen Kreuz aus Gold geopfert wurden, drängte er auf einen »stabilisierten« oder »ehrlichen« Dollar. Er machte gemeinsame Sache mit einer Gruppe von Abgeordneten, die eine sofortige Zahlung des zuvor versprochenen Bonus für Veteranen des Ersten Weltkriegs verlangten – ihre Hoffnung war, das neue Geld für diese Zahlungen verwenden zu können. Es war nicht das letzte Mal, dass andere politische Fragen auch die Geldpolitik beeinflussten.

Ungeachtet solcher innenpolitischer Umstände waren Vertreter der Federal Reserve besorgt, derartige inflationäre Maßnahmen könnten im Ausland schlecht ankommen. Insbesondere die Franzosen würden schnell begreifen, dass Inflation nicht mit einem stabilen Wechselkurs zwischen Franc und Dollar vereinbar wäre, was sie dazu gebracht hätte, ihre Dollar-Guthaben zu liquidieren. Harrison warnte seine Kollegen vor dieser Gefahr. Besser als sie heraufzubeschwören, so erklärte er, sei es, unter Nutzung des vom Glass-Steagall Act gewährten Spielraums ein bescheidenes Programm der monetären Expansion zu betreiben und so weitergehende Forderungen aus dem Kongress abzuwehren. Solche begrenzte Maßnahmen sollten den Druck von Politikern wie Senator Thomas abmildern, ohne die Franzosen zu verärgern.

Genau daran machte sich die Fed unter der Führung von New York jetzt. Sie kaufte am offenen Markt staatliche Wertpapiere, zunächst bescheidene

25 Millionen Dollar pro Woche, aber ab April ambitioniertere 100 Millionen, was den Märkten entsprechende Mengen an Liquidität verschaffte. Wenn sie kein Goldproblem gehabt hätte, hätte die New York Fed noch mehr tun können. Doch jede der Reserve-Banken hatte ihre eigenen Goldreserven, und jede von ihnen nahm ihre eigenen Offenmarktgeschäfte vor, auch wenn sie inzwischen vom Board genehmigt werden mussten. Die New Yorker Fed war allerdings stets diejenige, an die sich Ausländer wandten, wenn sie Gold wollten. Aus diesem Grund fiel ihre Golddeckungsquote (also das Verhältnis des Goldes in ihren Tresoren zu den Geldscheinen und anderen Verbindlichkeiten im Umlauf) im Juni unter 50 %. Für Harrison und seine Kollegen war dies schon bedrohlich nah am Mindestwert von 40 % nach dem Federal Reserve Act. Aus diesem Grund sahen sich die Direktoren der New Yorker Fed gezwungen, ihre Käufe begrenzt zu halten.

In moderatem Tempo setzten sie ihre Wertpapierkäufe also die erste Sommerhälfte über fort. Im August dann gingen Repräsentantenhaus und Senat in die Sitzungspause für die Sommerferien und die Wahl im Herbst. Der Druck auf die Fed blieb aus. Die Offenmarktgeschäfte wurden eingestellt. Dabei hatten sie bis dahin schon Wirkung gezeigt – die Preise hatten sich stabilisiert, und in manchen Industriebranchen, etwa bei Autos, nahm die Produktion sogar zu. Jetzt aber ging es wieder abwärts. Und auch die Bankenprobleme meldeten sich mit Macht zurück.

Die Fed of Chicago verfügte, anders als die in New York, noch über reichlich Goldreserven. Hätte sie einen Teil davon nach New York transferiert, hätten der New Yorker Zweig und das System insgesamt die Wertpapierkäufe erhöhen können. Doch James McDougal sah den Aktivismus der New Yorker Kollegen schon länger kritisch. Zur Erinnerung: McDougal hatte bereits gegen die international motivierten Zinssenkungen durch Benjamin Strong im Jahr 1927 protestiert. Jetzt wies er Anfragen zurück, sein überschüssiges Gold nach New York zu übertragen. Das Board hätte ihn dazu zwingen können, war sich aber darüber im Klaren, dass McDougal andere Probleme hatte. Im Juni gab es Runs auf drei Dutzend Banken im Großraum Chicago. Betroffen davon waren, wie schon 1931, vor allem die kleinen Einzelbanken im Bungalow Belt. Doch es gab auch eine wichtige Ausnahme: Central Republic Trust, eine große Bank mitten in Chicago, geleitet von niemand anderem als Charles Dawes.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dawes reichte seinen Rücktritt als Chef der RFC nur wenige Tage ein, bevor die Probleme bei Central Republic öffentlich wurden. Er war sich im Klaren darüber, dass seine Familienbank in Schwierigkeiten steckte und fast mit Sicherheit Hilfe brauchen würde. Dawes selbst hatte als früheres Regierungsmitglied nur wenige Aktien der Bank, doch seine Familienfirma Dawes Brothers, Inc. war ihr größter Einzelaktionär, weshalb Central Republic Trust auch als »Dawes-Bank« bezeichnet wurde. Außer für Immobilien hatte Central Republic viel Geld an eine von dem Unternehmer Samuel Insull kontrollierte Unternehmensgruppe verliehen, der damit die Strom- und Gasversorgung von Haushalten, Produktionsfirmen und Straßenbahnen im Großraum Chicago monopolisierte. Begonnen hatte Insull als Sekretär von Thomas Edisons Agent in London, später wurde er Edisons Privatsekretär in New York. In den 1880er-Jahren, noch in seinen Zwanzigern, half Insull beim Arrangieren der Finanzierung für Edisons erste Kraftwerke. Bei der Gründung im Jahr 1889 wurde er Vice President bei Edison General Electric, 1892 dann zweiter Vice President bei der General Electric Company und kurz darauf President der Chicago Edison Company. Chicago Edison war damals ein kleines Unternehmen, hatte aber erhebliches Wachstumspotenzial, denn ein Großteil der Bevölkerung im Großraum Chicago verfügte noch über keinerlei Stromversorgung.

Nach 20 Jahren Wachstum bei Chicago Edison gründete Insull die Middle West Utilities Company, mit der er Versorgungsunternehmen in benachbarten Gemeinden und Bundesstaaten aufkaufte. Middle West Utilities profitierte stark vom Elektrifizierungsboom der 1920er-Jahre, als die neue Energieform die Industrieproduktion und nicht zu vergessen auch das urbane Leben revolutionierte. Niedrige Zinsen und lockere Kreditvergabe machten es ihm in dieser Zeit leicht, seine Akquisitionen zu finanzieren. Bis 1932 kontrollierte Middle West Utilities mehr als 100 Unternehmen, die 5000 Städte mit Strom versorgten. Einen Teil der Übernahmen finanzierte Insull über Aktienemissionen, vor allem aber arbeitete er mit Schulden, insbesondere in Form von kurzfristigen Bankdarlehen. Einer seiner wichtigsten Geldgeber war Central Republic, die wie Insull ein Interesse daran hatte, das Wachstum von Chicago zu fördern. Dawes und Insull verkehrten auch gesellschaftlich miteinander; Insull spendete sogar auf Dawes' Empfehlung hin für die Wahlkämpfe von republikanischen Politikern.[20]

Die Depression wirkte sich erwartungsgemäß negativ auf die hoch verschuldeten Unternehmen von Insull aus. Die Nachfrage nach Strom und

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

damit die Einnahmen von Versorgern gingen zurück. Im April 1932 meldeten Insulls Unternehmen Insolvenz an und sorgten so für Probleme bei ihren Bankern. Insull hatte seine Beteiligungen statt als integrierte Einheit als Gruppe von unabhängigen Unternehmen organisiert. Dadurch konnten die Banken die Vorschriften des Bankengesetzes im Bundesstaat umgehen, laut denen ihr Risiko bei einem einzelnen Kreditnehmer maximal 15 % ihres Aktienkapitals (also des Geldes, das die Eigentümer für den Betrieb der Bank zur Verfügung gestellt hatten) ausmachen durfte.[21] Als Insulls Unternehmen in die Insolvenz gingen, machten die Kredite von Central Republic an die Gruppe und ihre Tochtergesellschaften 12 Millionen Dollar und somit volle 50 % des Kapitals der Bank aus.[22] Das Management musste also entweder ausgesprochen schlampig gewesen sein, oder es war zu eng mit Insull verbandelt gewesen.

Anfangs bestand die Hoffnung, dass der Insolvenzverwalter genügend werthaltige Ressourcen finden würde, um die Schulden bei den Banken zurückzuzahlen. Die Unternehmen von Insull kontrollierten immerhin reale Kraftwerke, die realen Strom an reale Kunden lieferten. Bald aber entdeckte der Verwalter eine länger werdende Liste von Unregelmäßigkeiten, und es wurde offensichtlich, dass die Schulden weitaus höher waren als die vorhandenen Vermögenswerte. Anfang Juni floh Insull n Paris. Die Nachricht von seiner Ankunft am 22. Juni wurde, begleitet von den Paukenschlägen der Bankenpleiten im Bungalow Belt, zum Auslöser für den Run auf Central Republic.[23]

Am 24. Juni 1932 warnte Dawes vor diesem Hintergrund 30 seiner im Hauptquartier von Central Republic versammelten Banker-Kollegen, seine Bank werde am folgenden Montag nicht öffnen können, wenn sie keine Hilfe bekäme. An diesem Punkt gab es nur noch eine Möglichkeit, Hilfe zu finden, nämlich bei der RFC. Optisch war die Angelegenheit sehr unglücklich, denn bis kurz zuvor hatte Dawes diese staatliche Agentur noch selbst geleitet. Aus diesem Grund ließ er die Verhandlungen von einem seiner Kollegen in Chicago führen, und zwar von Melvin Traylor von der First National Bank.

Traylor wurde in einer Holzhütte geboren und auch als Präsident der First National Bank lebte er noch in einem bescheidenen Holzhaus in der Nähe von Lincoln Park. Doch auch seine Bank hatte Kredite an Insulls Un-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ternehmen vergeben, also war er nicht wirklich frei von Eigeninteresse. Er war verbündet mit Anton Cermak, dem Bürgermeister von Chicago, und auf nationaler Ebene politisch vernetzt, denn er hatte bei der Konferenz zur Gründung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zur amerikanischen Delegation gehört. Dass Dawes die Verhandlungen Traylor überließ, hielt verärgerte Mitglieder des US-Kongresses also nicht davon ab, sich über Vetternwirtschaft zu beschweren.

Die Entscheidung für einen Kredit fiel unter enormem Zeitdruck im Verlauf eines Wochenendes und wurde auf höchster Ebene getroffen. Hoover selbst half dabei, denn die Direktoren der RFC waren im Urlaub oder beim Wahlparteitag der Demokraten, der zufälligerweise in Chicago stattfand. Nichts wäre für einen amtierenden Präsidenten peinlicher gewesen, als den Eindruck zu erwecken, eine Krise in einer Stadt geschürt zu haben, in der die Opposition ihren Nominierungskongress abhält. Auch als die US-Regierung im Jahr 2008 die Rettung von Bear Stearns einfädelte, war an den Verhandlungen nicht nur der Präsident der New York Fed, sondern auch der Finanzminister beteiligt.[24] Doch dass sich in diesem Fall der Präsident der USA persönlich für die staatliche Rettung von Central Republic einsetzte, war doch bemerkenswert.

Die Rettung von Central Republic hatte noch in anderer Hinsicht Parallelen zu der von Bear Stearns. Wie bei Bear Stearns fiel die Entscheidung auch hier in dem Glauben, dass die Bank zu groß und zu vernetzt sei, um sie scheitern zu lassen – dass ihr Zusammenbruch also eine landesweite Panik auslösen würde. Wie im Fall von Bear Stearns war auch bei Central Republic das Volumen der Rettung mit 90 Millionen Dollar beispiellos hoch. Es handelte sich nicht nur um den größten Einzelkredit, den die RFC je vergeben hatte, er war auch dreimal so hoch wie alle Kredite, die US-Bundesstaaten im Jahr 1932 zur Unterstützung von Obdachlosen und Arbeitslosen von der Bundesregierung erhalten hatten. Wie bei der Bear-Stearns-Rettung wurden die üblichen Verfahren abgekürzt. So gibt es keine Belege dafür, dass die Führung von Central Republic überhaupt den sonst üblichen Kreditantrag ausfüllen musste.

Ebenfalls wie im Fall von Bear Stearns gab es Streit darüber, ob die beteiligte staatliche Stelle mit ihrem Kredit ihre Befugnisse überschritt. Die RFC durfte offiziell nur dann Kredite vergeben, wenn sie davon ausgehen konnte, ihr Geld zurückzubekommen – also nur, wenn sie der Meinung war, dass die unterstützte Bank noch solvent ist. Daran hatten die

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

RFC-Inspektoren ihre Zweifel, ähnlich wie im Jahr 2008 die Prüfer bei Bear Stearns. Lobbyarbeit von Traylor und Jesse Jones, einem einflussreichen RFC-Direktor, der praktischerweise auch Delegierter auf dem Demokraten-Parteitag und somit vor Ort war, überzeugte Hoover und die RFC, sich von diesen Bedenken nicht aufhalten zu lassen.

Der Einsatz der RFC-Bazooka beruhigte die Einlagenkunden. In der Woche vor der Rettung von Central Republic hatte es einen Run auf nicht weniger als 26 andere Banken aus Chicago gegeben, hauptsächlich kleine aus dem Umfeld eines lokalen Immobilienentwicklers namens John Bain, die deshalb ihren Geschäftsbetrieb unterbrechen mussten. Damit war es jetzt schnell vorbei. Zwar gingen in den nächsten Monaten noch einige weitere Banken pleite, doch dabei handelte es sich meist um kleine Institute in abgelegenen Bundesstaaten wie Idaho oder Nevada. Die Nachrichten über ihr Scheitern sorgten für Unruhe, doch sie waren zu klein, um systemische Bedeutung zu haben. Wie in Knoxville und New York im Jahr 1930 verhinderte das staatliche Eingreifen, dieses Mal über die RFC statt über die Fed, eine weitere Ausbreitung der Krise. Hoover war angesichts der nahenden Wahl bereit zu handeln. Durch die schnelle Intervention der RFC war jede Widerwilligkeit vonseiten der Chicago Fed zunächst einmal irrelevant geworden.

Allerdings führte die Rettung auch zu Kritik über Hilfspakete für reiche Banker mit politischen Verbindungen. Finanzminister Mills, Winthrop Aldrich von der Chase National Bank und Senator James J. Couzens aus Michigan, Vorsitzender des Senatsausschusses zur Kontrolle der RFC, stellten sämtlich die Frage, ob die RFC mit der Rettung eines insolventen Instituts ihre Kompetenzen und die Grenzen des Vernünftigen überschritten habe. Im August 1932 reagierte der Kongress auf Beschwerden, gut vernetzte Personen bekämen von der RFC eine Vorzugsbehandlung: Er schrieb der RFC vor, von nun an das Parlament über alle mit Krediten unterstützten Banken zu informieren, und veröffentlichte diese Angaben dann. Als Folge davon zögerten Banken zunehmend damit, sich um RFC-Hilfe zu bewerben, weil sie fürchteten, diese Information könne als Zeichen ihrer Schwäche verstanden werden.[25] Ab September begann die Kreditaufnahme bei der RFC zu sinken, und im Oktober setzte ein erneuter Rückgang der Industrieproduktion ein.

Politiker, die der Vetternwirtschaft bezichtigt worden waren, suchten nach einer Möglichkeit, ihren Ruf wiederherzustellen. Sie wollten zeigen, dass sie auch in der Lage waren, bei einer in Schwierigkeiten geratenen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bank hart zu bleiben Im Jahr 2008, nach der Rettung von Bear Stearns, fand sich diese Gelegenheit bei Lehman Brothers. Nach der Rettung von Central Republic kam sie in Form der Guardian-Bankengruppe.

Nach dem Nominierungskongress der Demokraten prägte der Kampf zwischen Hoover und Franklin D. Roosevelt den Nachrichtenfluss. Wie uns das Geschehen im Jahr 2008 in Erinnerung ruft, spielen sich Krisen nicht selten im Umfeld von Wahlen ab, denn dann ist die politische Unsicherheit am größten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Absichten von FDR waren unklar. Nichts von dem, was er im Verlauf seines Wahlkampfs gesagt hatte, wies darauf hin, dass er den Goldstandard abschaffen würde. Bekannt waren allerdings seine Neigung zum Aktivismus und sein Wunsch, mit der Politik von Hoover zu brechen. Mit seinem Wahlsieg im November und der darauf folgenden viermonatigen Wartezeit bis zum Amtsantritt im März 1933 trieb Anleger die Sorge um, das Ende des Goldstandards könne bevorstehen. Der neu gewählte Präsident traf sich mit Goldstandard-Skeptikern wie Professor George Warren von der Cornell University. Wichtige Finanzmenschen wie Traylor von der First National Bank, Aldrich als Chairman der Chase National Bank und Arthur Ballantine, scheidender Staatssekretär im Finanzministerium, drängten ihn, keine Änderungen an dem Währungsstandard vorzunehmen. Doch FDR ließ sich vorerst von keiner Seite überzeugen.

Im Grunde ermöglichte der neue Präsident Anlegern eine risikolose Wette. Wenn sie Dollar gegen Gold verkauften und die USA ihre Währung tatsächlich abwerten würden, würde der Wert ihres Goldes steigen. Wenn der Präsident stattdessen dem Goldstandard treu bliebe, konnten sie die Dollar später zurückkaufen und hätten nichts verloren. Dies war dieselbe einseitige Wette, die Anleger schon eingegangen waren, als sie im Jahr 1931 an der Entschlossenheit der Bank of England zweifelten, die Goldkonvertibilität zu verteidigen.

Auch das Ergebnis war jetzt dasselbe. Gold floss aus dem Federal Reserve System und aus den USA ab. Ob die Zentralbank, der es zunehmend selbst an Gold fehlte, bei weiteren Finanzproblemen noch würde helfen können, wurde damit zunehmend unsicher.

Die Antwort kam dann in Form der Bankenpanik, die Mitte Februar in Michigan ausbrach, zwei Wochen vor dem Amtsantritt von FDR. Im Zentrum

dieser Krise stand die Guardian-Bankengruppe; bei einem der zu ihr gehörenden Institute, der Union Guardian Trust Company, war Henry Ford über seinen Sohn Edsel der größte Anteilseigner. So wie Central Republic als Dawes-Bank bekannt war, so bezeichnete man deshalb die Guardian-Banken auch als Ford Group. Bei der Gruppe hatte es eine Reihe von dubiosen Aktivitäten gegeben, unter anderem den Bau eines reich geschmückten Hauptquartiers mit vergoldeten Ziegeln und die Vergabe von Krediten an ihre Führungskräfte, damit die mit Aktien spekulieren konnten. Zudem hatte sie reichlich Hypothekenkredite für Eigenheime vergeben, viele davon an Arbeiter in der Autoindustrie, die jetzt wegen der schweren Depression ihre Jobs verloren und ihre Kredite nicht mehr bedienen konnten. Eindeutig konnte die Bank nicht mehr lange überleben, wenn sie nicht frisches Geld entweder von ihren Eigentümern oder vom Staat bekäme.

Am Mittwoch, dem 8. Februar 1933, informierte Edsel Ford Finanzminister Mills und RFC-Präsident Charles Miller, den Nachfolger von Dawes, über die Probleme. Am 9. Februar reisten Vertreter der Guardian Group nach Washington, um dort die beiden Senatoren aus Michigan ins Bild zu setzen, James Couzens und Arthur Vandenberg. Am Abend nahmen die beiden zusammen mit Mills, seinem Stellvertreter Ballantine, Wirtschaftsminister Roy Chapin und Miller von der RFC an einem Treffen im Weißen Haus teil.

Die Vertreter Michigans setzten sich sehr deutlich für eine staatliche Intervention ein. Nur 48 Stunden später trafen Ballantine und Chapin mit dem Ziel, einen Kredit zu organisieren, in Detroit ein. Ballantine gehörte noch zur abgewählten Hoover-Regierung, doch er kannte auch den neuen Präsidenten schon lange. Als Student war er Redakteur beim *Harvard Grimm* gewesen, bei dem auch Roosevelt mitgearbeitet hatte. Und er war alles andere als ein Außenseiter. Als Rechtsanwalt vertrat er die Dodge-Brüder, als deren Unternehmen von Chrysler übernommen wurde, einem der wichtigsten Rivalen Fords. Chapin war in Michigan geboren und hatte wie Ford früher als Manager in der Autoindustrie gearbeitet – als Chairman der Hudson Motor Company, einem Vorgänger der American Motors Corporation. Vielleicht nicht zufällig hatte er auch zu den Gründungsdirektoren der Guardian Trust Company gezählt. Es war ein bisschen wie im September 2008, als ein früherer CEO von Goldman Sachs in seiner neuen Position als Finanzminister dabei half, die Investmentbank in eine Bank-Holdinggesellschaft umzuwandeln.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Fords Union Guardian war nicht weniger systemrelevant als Charles Dawes' Central Republic Trust, den die RFC im Juni gerettet hatte. Doch angesichts der Kritik an dem früheren Eingreifen verlangten Ballantine und Chapin jetzt von Ford, als Sicherheit für einen Kredit vier Millionen Dollar Kapital bei Union Guardian einzuzahlen; zusätzlich sollte er fest zusagen, dass die Ford Motor Company ihre 7,5 Millionen Dollar an Einlagen bei der Bank nicht abzog. Die RFC könne nur solventen Banken Hilfe leisten, erklärten die beiden Politiker. Damit Union Guardian diese Voraussetzung erfülle, sei die Kapitalspritze von vier Millionen Dollar durch Ford und das Einlagen-Versprechen zwingend erforderlich.[26] Die Trennlinie zwischen Solvenz und Insolvenz mag unscharf sein, doch nachdem die Rettung von Central Republic durch die RFC einen solchen Sturm heraufbeschworen hatte, war es jetzt dringender denn je nötig, sie zu ziehen.

Ford aber verweigerte eine Kooperation. Weil er wusste, dass die RFC Central Republic unterstützt hatte, glaubte er nicht, dass sie bereit wäre, Guardian untergehen zu lassen. Ihm war klar, dass sich die RFC im vorigen Sommer nicht unbedingt prinzipientreu gezeigt hatte. Er glaubte, die Hoover-Administration würde den Zusammenbruch der Banken in Michigans als verheerenden Schlag für eine bereits geschwächte Wirtschaft fürchten. Also erhöhte er seinen Einsatz, indem er drohte, 25 Millionen Dollar an Einlagen der Ford Motor Company bei einer anderen lokalen Bank abzuziehen – bei der First National Bank of Detroit, die ebenfalls schon unter massiven Abhebungen zu leiden hatte.[27] Seine Bank, so glaubte er offensichtlich, sei ein klarer Fall von *too big to fail*.

Ballantine und Chapin waren sich darüber im Klaren, dass es schwere Folgen haben würde, den Untergang von Guardian zuzulassen. Doch sie waren sich auch darüber im Klaren, dass der Kongress erzürnt über das war, was er als Bevorzugung von mächtigen Unternehmern durch die RFC ansah, und Ford war noch mächtiger als Dawes. Zu den Kritikern gehörte auch Senator Couzens aus Michigan, der frühere Geschäftspartner und dann Konkurrent von Ford, der jetzt obendrein Vorsitzender des für die RFC zuständigen Senatsausschuss war. Das machte es Ballantine und Chapin nicht eben leichter. Mit Sicherheit mussten sie erwarten, dass Couzens jede Konzession gegen sie verwenden würde, insbesondere jeden Kredit, bei dem Ford keine Nachrangigkeit seiner Einlagen in Kauf nehmen musste.[28]

Das Gleiche galt für Father Charles Coughlin, einen umstrittenen römisch-katholischen Priester und Radioprediger. Coughlin gab den Unter-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

nehmen die Schuld für die Probleme der amerikanischen Volkswirtschaft und insbesondere die Depression. Weil er seinen Sitz im nahe gelegenen Royal Oak in Michigan hatte, gab es für ihn kein besseres Ziel als Henry Ford. Schon zuvor hatte er ihn kritisiert, weil er Traktoren in der Sowjetunion bauen ließ und so den Kommunismus gefördert und gute Jobs exportiert habe. Über seine landesweite Radiosendung beschuldigte er Ford und seine Banker jetzt, die Krise herbeigeführt zu haben, um eine Rettung mit Steuergeldern zu erzwingen.

In der Vergangenheit hatte die RFC der Guardian Group bereits geholfen – ihren ersten Kredit an Guardian-Töchter vergab sie im Mai 1932. Doch als Ford die Zusage verweigerte, seine Einlagen nicht abzuziehen, war sie dazu nicht mehr bereit. Hoover argumentierte, den Zusammenbruch von Guardian zuzulassen, sei eine Katastrophe. RFC-Direktor Jesse Jones beantragte einen Kredit für Guardian, wurde aber vom Rest des Boards überstimmt. So wie das US-Finanzministerium im September 2008 die Pleite von Lehman Brothers zuließ, auch um ein politisches Zeichen zu setzen und dem Problem des Moral Hazard entgegenzuwirken, das durch die Rettung von Bear Stearns entstanden war, so ließ die RFC den Untergang von Guardian Trust zu.[29]

Die ausbleibende Unterstützung für Union Guardian führte am Montag, dem 13. Februar 1933, zu panischen Runs. Am nächsten Morgen um 1.32 Uhr verkündete William Comstock, erst seit wenigen Wochen amtierender Gouverneur von Michigan, eine Bankenschließung für den gesamten Bundesstaat. Die Autohersteller stellten jegliche Werbung ein, und die Ford Company entließ jeden zweiten Arbeiter. Jetzt zeigte sich, wie sehr sich der Schwerpunkt der amerikanischen Industrie in den Mittleren Westen und vor allem nach Detroit als das Zentrum der Autoindustrie verschoben hatte, denn die Krise breitete sich schnell aus. Unternehmen aus Michigan, deren lokale Konten eingefroren waren, versuchten eilends, auf ihre Einlagen in benachbarten Bundesstaaten zuzugreifen. Dadurch löste die Bankenschließung in Michigan Banken-Runs in Ohio, Indiana und Illinois aus. Maryland ließ seine Banken am 25. Februar schließen, am 1. März folgten fünf weitere Bundesstaaten, am 2. März sechs und am 3. März noch einmal fünf. Ausländer, die dieses Chaos sahen, wollten eilends ihre Dollar loswerden. Die Goldreserven der Fed of New York schwanden rapide.

Am 3. März bat die New Yorker Fed die Fed of Chicago, die immer noch reichlich Gold hatte, 400 Millionen Dollar ihrer Wertpapiere zu kaufen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

oder zu rediskontieren. Erneut weigerte sich Chicago. Die dortigen Direktoren wollten ihre Ressourcen offenbar lieber für noch trübere Tage aufbewahren.

Es waren katastrophale Fehleinschätzungen und Verstocktheiten auf allen Ebenen. Bis Februar 1933 fiel die Industrieproduktion in den USA auf 53 % ihres Niveaus von 1929. Die Preise brachen ein. Die Arbeitslosenquote näherte sich 25 %. Man hatte eine Auflösung des Bankensystems wegen der fehlgeleiteten Fokussierung auf den Kampf gegen Moral Hazard zugelassen. Es war eine Blamage für den amtierenden Präsidenten.

Und am 4. März fand die Amtseinführung seines zwar charismatischen, aber noch nicht erprobten Nachfolgers statt. Die einzige Frage war, ob es dem neuen Kapitän gelingen würde, das sinkende Schiff wieder aufzurichten. Exakt dieselbe Frage wurde auch nach der Amtseinführung von Barack Obama im Januar 2009 gestellt.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 11
Weitgehend begrenzt

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Preise für Wohnhäuser in den USA erreichten ihren Höhepunkt Ende 2005 und Anfang 2006. Nachdem sie fast ein Jahrzehnt lang gestiegen waren, fielen sie im vierten Quartal 2005 um 1 % und im ersten Quartal 2006 um 3,3 %. Den kleinen Rückgang Ende 2005 hätte man als Ausreißer abtun können, denn alle Indizes für Immobilienpreise haben ihre Schwächen, unter anderem, weil die darin enthaltenen Transaktionen nicht immer exakt vergleichbar sind. Doch zwei Quartale mit sinkenden Preisen in Folge und ein kumulativer Rückgang um mehr als 4 % ließen sich schlechter ignorieren.[1]

Contrarian-Anleger begannen schon damit, auf weitere Rückgänge am Häusermarkt zu wetten. John Paulson, ein unter anderem für seine ausschweifenden Partys bekannter Experte für Fusionsarbitrage, kaufte Credit Default Swaps, die bei Zahlungsausfällen von Subprime-Hypothekenpools eine Auszahlung leisten. Jeff Greene, ein gescheiterter Immobilienspekulant aus Los Angeles, erfuhr von Paulsons Strategie und machte dieselben Geschäfte. Andrew Lahde, ein freiberuflicher Hedgefonds-Händler, der sonst gern an den Stränden von Südkalifornien döste, setzte mit kleinerem Volumen auf eine ähnliche Strategie. Michael Burry, ein als Arzt ausgebildeter Manager eines kleinen Fonds, machte das Gleiche von San José aus.[2]

Diese Contrarians waren Außenseiter. Auffällig ist, dass viele von ihnen nicht an der Wall Street arbeiteten, sondern in Kalifornien. Sie waren nicht Teil der Wall-Street-Maschinerie. Bei ihnen bestand nicht die Gefahr, dass ihre Meinungen von Kollegen beeinflusst wurden, die viel Geld mit dem Verbriefungsgeschäft verdienten.

Zugleich machte es ihr Außenseiter-Status anderen leicht, ihre irritierenden Ansichten nicht ernst zu nehmen. Unter Investmentbanken war die verbreitetste Strategie immer noch, mehr Risiken im Hypothekenbereich auf sich zu nehmen, weil andere Institute mehr Risiken im Hypo-

thekenbereich auf sich nahmen. Lehman Brothers, Bear Stearns, Citigroup und Merrill Lynch erhöhten ihre Risikopositionen bei Hypotheken im Jahr 2006 sämtlich noch weiter, weil sie sahen, dass ihre Konkurrenten dasselbe taten. Dies war ein Fall von Gruppendenken in reinster Form. Abweichler, die andere Meinungen vertraten, wurden aus den inneren Zirkeln ausgeschlossen. So erging es zum Beispiel Madelyn Antoncic, Chief Risk Officer bei Lehman Brothers, die noch 2005 vom *Risk Magazine*, der halboffiziellen Zeitschrift der Risikomanagementindustrie, zum »Risk Manager of the Year« gekürt worden war.[3]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Einige Personen und Institutionen, die sich durch außergewöhnliche intellektuelle Flexibilität und nicht allzu viele Skrupel auszeichneten, schafften es, auf beiden Seiten mitzuspielen. Goldman Sachs verkaufte weiterhin mit Hypothekenpools besicherte CDOs und verdiente gute Gebühren damit. Doch obwohl die Bank diese Papiere selbst vertrieb, wettete ihre Handelsabteilung dagegen: Sie investierte nicht etwa in die fraglichen Wertpapiere, sondern lieh sie sich und verkaufte sie in der Erwartung, dass der Preis fallen würde. Dies spricht dafür, dass die Bank nicht davon ausging, die vorrangigen Tranchen ihrer CDOs hätten ihre AAA-Ratings wirklich verdient. Doch falls es so war, dann sah sich Goldman als Anlageberater nicht verpflichtet, seine Kunden davor zu warnen, ob es sich dabei um die deutsche Bank IKB, den australischen Hedgefonds Basis Yield Alpha (Master) oder Bear Stearns Asset Management handelte. Diese Kontrahenten, so argumentierte Goldman Sachs, seien »raffinierte Anleger«, die auf sich selbst aufpassen können. Die wirklich raffinierten Anleger wie Goldman Sachs selbst bauten unterdessen ihre Risikopositionen im Hypothekenbereich ab.[4]

Bis zum vierten Quartal 2007 hatte der kumulative Rückgang der Häuserpreise 9 % erreicht.[5] In der Erwartung, dass die Preise immer weiter steigen würden, waren Hypotheken mit hoher Beleihungsquote verkauft worden, bei denen die Zinsen nach einer Schonfrist neu bestimmt wurden. Nicht wenige Kreditnehmer gaben mehr aus, als sie sich leisten konnten, und wollten ihre Immobilie wieder verkaufen, bevor der Zins neu festgelegt wurde.[6] In einem fallenden Markt funktionierte diese Strategie nicht mehr, um die Zahlungsausfälle häuften sich.

Als neue Hypotheken weniger gefragt waren, gerieten auch die Vermittler in Nöte. Ameriquest, noch 2005 der größte Subprime-Kreditgeber, schloss alle seine Filialen bis auf vier und strich 4000 Stellen. Mit Ownit Mortgage Solutions musste im Januar 2007 der erste Subprime-Kreditgeber Insolvenz anmelden. American Freedom Mortgage, American Home Mortgage und dann New Century Financial waren als Nächste dran.

Inzwischen war klar, dass der Wohnimmobiliensektor am Rand einer brutalen Korrektur stand. Nicht klar war jedoch, was für gewaltig negative Auswirkungen dies auf die Volkswirtschaft haben würde. Jeder verstand, dass der Anstieg der Häuserpreise beendet war, kaum jemand aber ahnte, wie weitreichend die Folgen sein würden. Experten sagten, sie würden wohl auf den Immobilienmarkt begrenzt bleiben, vor allem auf das Subprime-Segment. Die Auswirkungen auf die Volkswirtschaft, das Finanzsystem und den Arbeitsmarkt dürften mäßig sein, hieß es beruhigend. Fed-Chairman Bernanke und Finanzminister Paulson benutzten auffallend ähnliche Formulierungen. »Die Auswirkungen der Probleme an den Subprime-Märkten auf die allgemeine Wirtschaft und die Finanzmärkte dürften begrenzt bleiben«, sagte Bernanke im März 2007.[7] Paulson versicherte einen Monat später in einer Rede vor einem Wirtschaftsverband, es habe zwar »eindeutig eine Korrektur am Häusermarkt gegeben. Aber ich sehe nicht, dass das ein gravierendes Problem darstellt. Ich denke, es wird weitgehend begrenzt bleiben.«[8]

Natürlich sehen es Vertreter des Staates als ihre Aufgabe an, die Öffentlichkeit zu beruhigen. Doch das Ausbleiben jeglicher politischen Maßnahmen zur Unterstützung der lahmenden Volkswirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2007 spricht dafür, dass die politischen Entscheider in diesem Fall wirklich glaubten, was sie sagten.[9]

Diesem kollektiven Mangel an Fantasie lag eine Mischung aus mehreren Faktoren zugrunde. Zunächst einmal konnte sich kaum jemand vorstellen, wie schnell und wie weit die Häuserpreise fallen würden. Steile Rückgänge auf bestimmten regionalen Märkten wie 1926 in Florida konnte es jetzt vielleicht im Inland Empire östlich der Los Angeles Metropolitan Area geben, aber doch nicht im ganzen Land, dachte man. »Einen landesweiten Rückgang hat es noch nie gegeben«, konstatierte Bernanke. »Ich halte es für wahrscheinlicher, dass die Häuserpreise den Konsum ver-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

langsamen, vielleicht stabilisieren, vielleicht etwas verlangsamen könnten. Ich denke jedoch nicht, dass sie die Wirtschaft sehr weit von ihrem Vollbeschäftigungspfad abbringen werden.«[10] Als die Häuserpreise dann doch landesweit zu fallen begannen, kam Minister Paulson schnell zu dem Schluss, dass sie »am oder nahe am Boden« seien. Ein landesweiter Preisrückgang sei eine Aberration, bestenfalls ein Einmaleffekt, kein anhaltender Trend.[11] Solche Aussagen waren nicht nur an die Öffentlichkeit gerichtet, sondern zeigten den damaligen Konsens in der Politik. »Neu eintreffende Daten sprechen dafür, dass sich die Nachfrage nach Wohnhäusern stabilisiert«, steht zum Beispiel in den Protokollen zur Sitzung des OFMC im März 2007.[12]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Natürlich beruhte der Irrglaube, die Häuserpreise könnten nicht im ganzen Land gleichzeitig fallen, auf einer historischen Sichtweise, die ein Kenner der Großen Depression wie Präsident Bernanke leicht hätte korrigieren können. Von 1929 bis 1933 waren die Häuserpreise in den USA um nominal 25 % gefallen, und gegenüber ihrem Höhepunkt im Jahr 1925 um volle 30 %, und zwar sehr wohl in den gesamten USA. Als einem Experten für die Große Depression war Bernanke diese Tatsache gewiss bekannt.

Hinter seiner »das gab es noch nie«-Aussage steckte deshalb eine implizite Annahme: Der frühere Rückgang der Häuserpreise war, ebenso wie der Rückgang des allgemeinen Preisniveaus, nur möglich gewesen, weil die neu geschaffene Zentralbank ihre Verantwortung vernachlässigt hatte. Jetzt, wo erfahrene Geldpolitiker am Steuer waren, konnte so etwas nicht mehr passieren. Dass Bernanke mit dieser Annahme arbeitete, zeigt wiederum, welche intellektuelle Kraft die Deutung der Großen Depression durch Milton Friedman und Anna Schwartz hatte, laut der für den Einbruch von Produktion und Preisen die unerfahrene Fed verantwortlich war. Außerdem zeigte es den Glauben, dass moderne Zentralbanker sich die Analysen von Friedman und Schwartz zu eigen gemacht hatten. Dafür gibt es keinen besseren Beleg als die an Friedman gerichteten Bemerkungen von Bernanke zu dessen 90. Geburtstag im Jahr 2002: »Zur Großen Depression möchte ich sagen: Sie haben recht, wir waren Schuld daran. Es tut uns sehr leid. Aber dank Ihnen werden wir so etwas nicht noch einmal machen.«[13]

Dies war natürlich nichts weiter als der kollektive Glaube der Politik an die »Great Moderation« in einem neuen Gewand. Weil Zentralbanker die Lektionen der Vergangenheit gelernt hatten, würden sie jetzt die Fehler

vermeiden, die ab 1929 zu den rapide fallenden Häuserpreisen und dem in der gesamten Wirtschaft sinkenden Preisniveau geführt hatten. Stattdessen würden sie proaktive Maßnahmen ergreifen, um sicherzustellen, dass der einsetzende Rückgang begrenzt bleibt. Und wenn es gelänge, das gesamtwirtschaftliche Preisniveau und die Wirtschaftsaktivität zu stabilisieren, würde auch jeder landesweite Rückgang der Häuserpreise nur mäßig ausfallen.

Als im Jahr 2007 klar wurde, dass tatsächlich ein deutlicher Verfall der Häuserpreise begonnen hatte, konnte man immer noch argumentieren, dieser werde keine Auswirkungen auf das Finanzsystem haben. Als 1926 die Immobilienpreise fielen, folgten nur vereinzelte Banken-Runs und -Pleiten. Die Auswirkungen auf das Finanzsystem waren begrenzt und verkraftbar. Im Jahr 1933 sah es zugegebenermaßen anders aus, denn notleidende Hypothekenkredite brachten die Guardian Group zu Fall und trugen zur Entstehung einer ausgewachsenen Panik bei. Doch damals waren die Umstände andere. Private Einlagenkunden fürchteten um ihre Ersparnisse und rannten beim ersten Anzeichen von Schwierigkeiten los, um sie abzuheben. Jetzt aber garantierte die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) Einlagen in einer Höhe bis zu 100.000 Dollar. Panikartige Runs wie auf die Caldwell-Bankenkette 1930, auf Charles Dawes' Central Republic Trust 1932 oder auf Henry Fords Guardian Group 1933 waren jetzt nicht mehr möglich. Dachte man.

Bis Anfang 1933 hatte die Wirtschaft zudem schon mehr als drei Jahre lang nachgegeben. Die Arbeitslosenquote lag über 30 %. Weit verbreitete Zahlungsausfälle bei Hypotheken gefährdeten die Stabilität jedes Finanzinstituts, das am Wohnimmobilienmarkt engagiert war. Im Jahr 2007 dagegen wuchs die Wirtschaft noch. Die Arbeitslosigkeit lag unter 5 %. Solange die Expansion anhielt, konnte man argumentieren, dass die Mehrzahl der Kreditnehmer schon zurechtkommen würde, und mit ihnen die Mehrzahl der Finanzinstitute. Und selbst wenn die Expansion enden würde, wie es alle Expansionen irgendwann tun, gab es immer noch die erfahrene Zentralbank, um zu verhindern, dass die Lage außer Kontrolle geriet.

Darüber hinaus hatte sich auch das Finanzsystem seit 1933 deutlich weiterentwickelt. Die Banken hatten ihre Kontrollmechanismen verstärkt. Sie besaßen ein Füllhorn von Instrumenten, mit denen sie ihre Risiken absichern und diversifizieren konnten. Der laufende Aufschwung werde wie jeder andere irgendwann vorbei sein, räumte in einer Rede im Oktober

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

2005 Alan Greenspan ein, der mehr als jeder andere für diese scheinbare Weisheit steht. Jedoch seien die USA und die weltweiten Volkswirtschaften sowie ihre Finanzsysteme inzwischen widerstandsfähiger als je zuvor, versicherte er seinen Zuhörern.[14]

Was bei dieser beruhigenden und im Rückblick merkwürdig einseitigen Einschätzung übersehen wurde, waren die neuen Strukturen bei der Immobilienfinanzierung. Sie bedeuteten, dass jetzt selbst geringe Rückgänge bei den Häuserpreisen den Hypothekenmarkt durcheinanderbringen konnten. Gleichzeitig konnten die verschlechterten Bedingungen am Hypothekenmarkt viel stärker auf das Finanzsystem durchschlagen, weil der Verschuldungsgrad inzwischen deutlich höher und ein Schattenbankensystem entstanden war, das so gut wie gar nicht reguliert wurde. Gravierend waren die Folgen davon insbesondere für Banken, die in der vagen Hoffnung, sie noch verkaufen zu können, Collateralized Debt Obligations in ihre Bücher genommen hatten. Das Gleiche galt für Zweckgesellschaften, die sich unter Missachtung des Risikos mit der spekulativen Eigenkapital-Tranche vollgeladen hatten, ebenso wie für Anleihenversicherer und Spezialisten für Credit Default Swaps wie American International Group, die Absicherungen für diese Kontrakte verkauften. Darüber hinaus bargen Störungen am Markt für CDOs und CDS die Gefahr, dass die Nachfrage nach Subprime- und sogar normalen Hypotheken wegbrach, sodass sie auch den Immobilienmarkt beeinträchtigen würden. Als Nächstes drohte dann ein Überschwappen auf den Markt für Commercial Paper, auf Geldmarktfonds, das Bankensystem und zuletzt auf die Realwirtschaft.

Leider gehörte die Buchstabensuppe aus CDOs, SPVs und CDS nicht zum üblichen Speiseplan für frühere Ökonomie-Professoren in Princeton. Ebenso wenig waren die komplexen Finanzstrukturen in den Wirtschaftsmodellen der Federal Reserve berücksichtigt. Die Fed-Mitarbeiter hatten eher Universitätsabschlüsse als Erfahrungen in den Handelssälen von Investmentbanken. Nur eine Handvoll von ihnen hatte von Collateralized Debt Obligations überhaupt je gehört. Insofern ist nicht überraschend, dass sie nicht lauter Alarm geschlagen haben.

Wie 1929 kam der Schock dann von außerhalb des Bankensystems. Im Juni 2007 gab Bear Stearns bekannt, Anteilsrücknahmen bei zwei Hedgefonds auszusetzen, die massiv in CDOs investiert hatten. Das aggressi-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ver verwaltete dieser beiden Vehikel mit dem zungenbrecherischen Namen High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund hatte bis Mai Rücknahmeaufforderungen von ungefähr der Hälfte seiner Kunden erhalten. Diese Anforderungen konnte der Fonds nicht erfüllen, weil es keinen Markt für seine Vermögenswerte gab und auch sonst keine Möglichkeit, Liquidität aufzunehmen. Bear Stearns hatte die Fonds als Anlagen mit geringem Risiko vermarktet, die in AA- und AAA-Wertpapiere investieren. Die Rating-Agenturen hatten bei der Strukturierung dieser Wertpapiere geholfen und ihnen brav die erforderlichen AA- und AAA-Ratings gegeben.[15] Also war die Sperre ein Schock nicht nur bei den beiden Bear-Stearns-Fonds, sondern auch für Anleger in anderen Fonds mit Positionen, die ebenfalls hochwertig und wenig riskant sein sollten, sich jetzt aber als eher das Gegenteil davon erwiesen.

Auch Hebelung spielte, wie 1929, wieder eine Rolle. Die Bear-Stearns-Fonds hatten ihre Sicherheiten und den guten Namen ihrer Muttergesellschaft genutzt, um sich Geld von anderen Finanzfirmen zu leihen. Die Differenz zwischen den Kreditkosten und der Rendite von Wertpapieren mit AA- oder AAA-Rating war zwar gering, doch viele Male multipliziert versprach sie noch immer eine hübsche Eigenkapitalrendite. Dies machte eine Hebelung des Portfolios zu einem attraktiven und eigentlich sogar unverzichtbaren Teil der Strategie.

Hebelung bedeutete jedoch eine existenzielle Gefährdung, wenn sich die damit finanzierten Anlagen schlecht entwickeln. Wenn große Kreditgeber wie Merrill Lynch oder Goldman Sachs sich weigerten, auslaufende Kredite zu erneuern, war nicht klar, wohin sich der Kreditnehmer sonst wenden sollte. Wenn die Gläubiger dann die vom Schuldner gestellten Sicherheiten an sich nähmen, würde schnell offensichtlich werden, dass sie nicht ausreichten. Es würde ein Wettrennen darum geben, die übrigen Vermögenswerte zu konfiszieren, und der Schuldner würde in die Insolvenz gedrängt, was erhebliche Verluste für die Kreditgeber bedeuten würde. Besser war es also, die beiden Fonds von Bear Stearns langsam abzuwickeln. Ihre Vermögenswerte konnten geordnet abverkauft werden, um einen möglichst hohen Deckungsgrad zu erzielen, statt sie in einem Notverkauf auf den Markt zu werfen.[16]

Doch dafür brauchte es Geduld, und die war gerade eine knappe Ware. Hinzu kam, dass Bear Stearns einen Ruf für kompromisslose Geschäftspraktiken hatte und die einzige Wall-Street-Firma war, die sich im Jahr

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

1998 geweigert hatte, zur kollektiven Rettung von Long-Term Capital Management beizutragen, weshalb das Institut jetzt nicht mit viel guten Willen vom Rest der Finanzgemeinde rechnen konnte.

Am 20. Juni zog Merrill Lynch, gut beschäftigt mit eigenen Problemen, 850 Millionen Dollar an Sicherheiten von Bear Stearns ein. Lehman Brothers hörte davon und schloss sich schnell an. Bear Stearns stellte 1,6 Milliarden Dollar aus eigenen Mitteln zur Verfügung, um die beiden Fonds liquide zu halten, kam aber schnell zu dem Schluss, dass es sich bei ihnen um Fässer ohne Boden handelte.[17] Am 31. Juli beantragte die Bank Gläubigerschutz für die notleidenden Fonds. Trotzdem fehlten Bear Stearns jetzt 1,6 Milliarden Dollar, was bei Anlegern die Frage aufwarf, ob das Top-Management seinen Ruf für kompromisslose, zigarrenrauchende Führung wirklich verdient hatte.

Die Lektion war so klar wie alarmierend. Die Einlagensicherung mochte Schluss gemacht haben mit Runs von Privatkunden auf Geschäftsbanken, nicht aber mit Runs von Großkreditgebern auf das Schattenbankensystem, zu dem die beiden Bear-Stearns-Fonds gehört hatten. Und wie sich bald zeigen sollte, konnte sie auch Runs auf die Muttergesellschaften nicht verhindern.

Wie in den 1920er-Jahren infizierte ein Schock, der seinen Ausgang in den USA genommen hatte, bald auch andere Länder. In den 1920ern hatten US-Banken Kredite an europäische Banken und Regierungen vergeben, die das Geld in illiquide Vermögenswerte wie Schwimmbäder (illiquide nur im finanziellen Sinn dieses Wortes) investierten. Als die US-Kredite ausblieben, konnten die europäischen Schuldner diese Projekte nicht mehr finanzieren und schon gar nicht zurückzahlen, was sie sich geliehen hatten. Und auch dieses Mal finanzierten europäische Banken wieder illiquide Projekte, indem sie sich Dollar von ihren amerikanischen Pendants liehen. Als US-Banken Verluste mit ihren Immobilieninvestitionen machten, schränkten sie auch dieses Mal ihre Auslandskredite ein und brachten europäische Kreditnehmer in eine Klemme wie in den 1920ern.

Und das war noch nicht alles. In den 1920er-Jahren hatten manche europäischen Kreditnehmer den Geldfluss umgedreht und ihre Dollar in den immer wackeligeren US-Aktienmarkt gesteckt. Auch dieses Mal wechselten europäische Banken die Richtung und investierten ihr gelie-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

henes Geld in den USA, unter anderem in die fragwürdigen CDOs, die von denselben US-Banken vertrieben wurden.

US-Banken wie Goldman Sachs mögen schon Ende 2006 Zweifel am Markt für CDOs mit Subprime-Bezug gekommen sein. Von der Düsseldorfer IKB oder der französischen BNP Paribas aber kann man das nicht behaupten. Die IKB war im Jahr 1924 unter dem Namen Bank für deutsche Industrieobligationen gegründet worden, um Unternehmen, denen es nach der Hyperinflation an Liquidität fehlte, Geld zur Verfügung zu stellen. Die IKB vergab also Kredite an kleine und mittelgroße Unternehmen, später war sie auch bei Immobilienkrediten aktiv.[18]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Weil ihr Auftrag lautete, Finanzierungen für die deutsche Wirtschaft zu ermöglichen, war allerdings überhaupt nicht klar, warum es die Bank jetzt für angemessen hielt, in mit Subprime-Hypotheken besicherte US-Papiere zu investieren. Warum ihre Manager dachten, sie würden sich in diesen tückischen Untiefen schon zurechtfinden, ist ein noch größeres Rätsel. Kein Rätsel aber war es für Stefan Ortseifen, den ambitionierten Vorstandschef der IKB, der darin eine Möglichkeit sah, eine mittelgroße Bank, die sich auf Kredite an mittelgroße Unternehmen spezialisiert hatte, zum Global Player zu machen. Zu diesem Zweck gründete er ein außerhalb der Bilanz geführtes Vehikel namens Rhineland Funding und brachte es an die irische Börse, die nichts dagegen hatte. Als Zweckgesellschaft musste Rhineland Funding keine Kapitalreserven für Investitionen vorhalten, sodass die IKB mit ihrer Hilfe die eigenen Wetten höher hebeln konnte. Dies war ein klassisches Finanzmanöver der 2000er-Jahre. Jetzt schlug es zurück und rächte sich.

Den größten Einzelschaden erlitt die Bank durch das Abacus-Geschäft, das später zum Thema einer Kongressanhörung und einer Untersuchung durch das US-Justizministerium werden sollte.[19] Dies bringt uns zurück zu John Paulson, der Ende 2006 entschied, im großen Stil gegen den Häusermarkt zu wetten. Paulson war Spezialist für Fusionen und Übernahmen bei Bear Stearns gewesen und gründete später einen auf Schulden von geschwächten Unternehmen spezialisierten Hedgefonds. Er war kein Immobilienexperte, was möglicherweise genau das war, was ihn in die Lage versetzte, gegen den Strom zu schwimmen. Um zu seinen Schlüssen zu kommen, brauchte er keine komplizierten Belege: Er sah schlicht, wie die Häuserpreise in seinem Viertel in Southampton im Bundesstaat New York stiegen. Einer seiner Analysten kam auf die Idee, Daten

zu den Häuserpreisen bis zurück ins Jahr 1975 zu sammeln. Als Paulson sah, dass die inflationsbereinigten Preise in den gesamten USA seit dem Jahr 2000 schneller gestiegen waren als zuvor, war das für ihn der Halleluja-Moment.

Seine Daten waren eine dünne Grundlage für dicke Wetten. Doch dicke Wetten gegen Wertpapiere mit Subprime-Bezug waren genau das, was Paulson jetzt abschloss. Er machte sich daran, sich diese Wertpapiere zu leihen und dann zu verkaufen; dabei ging er davon aus, dass er sie in nicht allzu ferner Zukunft billiger würde zurückkaufen können.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Ein Anzeichen für das Volumen dieser Wetten war, dass es Paulson kaum gelang, genügend von den toxischen Wertpapieren für seine Leerverkäufe geliehen zu bekommen. Einfacher war es, so befand er deshalb, sie selbst zu schaffen. Diese fragwürdigen Wertpapiere sollten dann an Anleger verkauft werden, damit Paulson sie sich von ihnen ausleihen und in Erwartung des kommenden Preisrückgangs selbst verkaufen konnte.

Für diesen Plan sicherte er sich jetzt die Unterstützung von Goldman Sachs. Mithilfe der Investmentbank suchte Paulson aus, auf welchen hypothekenbesicherten Wertpapieren seine maßgeschneiderten CDOs beruhen sollten. Hypotheken, die von bekannten Banken wie Wells Fargo stammten, lehnte er ab. Stattdessen nahm er lieber Hypotheken von dubiosen Gesellschaften wie der First Franklin Bank of California. Die Anzahlungen bei First-Franklin-Hypotheken betrugen im Durchschnitt magere 7 %. Bei 37 % dieser Hypotheken war keine Tilgung vorgesehen – in den ersten Jahren zahlte der Hauskäufer nur Zinsen, anschließend aber wurden hohe Abzahlungen verlangt. Und bei vielen lag die Beleihungsquote über 100 %, was bedeutet, dass der Kredit den Wert des damit finanzierten Hauses überstieg.

Dies waren, nachdem der Markt jetzt nach unten gedreht war, die Hypotheken mit dem höchsten Risiko. Also war bei den CDOs, für die sie als Sicherheit dienten, auch die Wahrscheinlichkeit für Kursrückgänge am höchsten. Es waren die perfekten Wertpapiere für die Leerverkäufe von Paulson, der ja eine weiterhin negative Entwicklung am Häusermarkt erwartete.

Für das Privileg, die so konstruierten CDOs mit dem Namen der Bank versehen zu dürfen, bezahlte Paulson an Goldman Sachs satte 15 Millionen Dollar. Konkret lieh die Bank ihnen den Namen Abacus – so hatte eines der ersten CDO-Programme geheißen, das Goldman Sachs im Jahr

2004 aufgelegt hatte, wobei schon damals die IKB zu den Abnehmern zählte. Ein Abakus ist bekanntlich ein Hilfsmittel, mit dem man Addieren und Subtrahieren lernen kann. Die IKB, so zeigte, hätte hier jede Hilfe gut gebrauchen können.

Der Möglichkeit von Interessenkonflikten scheinen sich die Deutschen bewusst gewesen zu sein. Sie ließen Goldman Sachs wissen, man werde nur dann weitere CDOs mit Hypotheken-Besicherung kaufen, wenn eine dritte Partei als Co-Manager in das Geschäft mit einsteigt. Dafür gewann Goldman ACA Management, einen CDO-Spezialisten, der die Berechnungen von Paulson überprüfen sollte. Dass die Wahl rein zufällig auf diesen Anbieter fiel, ist unwahrscheinlich: ACA Financial Guaranty Group, die Muttergesellschaft von ACA, hatte bei Standard & Poor's nur ein A-Rating, was ihre Anleihenversicherungsprodukte nicht wettbewerbsfähig machte. Mit anderen Worten: Das Unternehmen suchte verzweifelt nach Geschäftsmöglichkeiten. Und ein Geschäft war genau das, was Abacus anzubieten hatte.[20]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Januar 2007 trafen sich ACA-Analysten mit Paulson & Co. und mit Fabrice Tourre, dem zuständigen Vice President bei Goldman Sachs. Sie billigten 55 der von Paulson vorgeschlagenen 123 Hypotheken-Pools, nahmen die Gebühren und gaben ihren Segen. Nicht offensichtlich ist, ob ihnen dabei klar war, worum es eigentlich ging und dass Paulson gegen die Papiere wetten wollte. Denn ACA kaufte auf eigene Rechnung für 42 Millionen Dollar Abacus-Wertpapiere und emittierte Credit Default Swaps, mit denen fast 1 Milliarde Dollar der obersten Tranche garantiert wurden.[21]

Beim Abschluss des Geschäfts mit dem Namen Abacus 2007-AC1 im April 2007 stieg die IKB mit 150 Millionen Dollar ein. Ein Mitarbeiter von Paulson & Co. brachte es in einer internen E-Mail auf den Punkt: Banken wie die IKB hätten »weder die analytischen Werkzeuge noch den institutionellen Rahmen«, den man brauche, um mitten in diesen besonderen Pool zu springen.[22] Die Zahlungsausfälle bei Subprime-Hypotheken nahmen bereits zu, also hätte das Timing für die Käufer kaum schlechter sein können.[23] Bis 2008 war jede einzelne der für Abacus 2007-AC1 ausgewählten Anleihen heruntergestuft worden, was das Geschäft zur schlechtesten synthetischen Hypotheken-Verbriefung aller Zeiten machte – weil eine Herunterstufungsrate von mehr als 100 % nicht möglich ist, dürfte dieser Rekord sogar ewig erhalten bleiben. Innerhalb der nächsten zwei Jahre kam es bei der Hälfte der 500.000 Hypothekenkredite, die als Besi-

cherung für den Deal dienten, zu Zahlungsausfällen oder Zwangsversteigerungen. Dies zeigt, wie effizient Paulson bei der Zusammenstellung des Hypotheken-Pools war. Und die 15 Milliarden Dollar, die seine Firma damit verdiente, zeigen es noch deutlicher.

Am 30. Juli, kaum drei Monate nach dem Abschluss für Abacus 2007-AC1, war die IKB gezwungen, ihre Finanzberichte zu korrigieren. Sie hatte ihre Investitionen mit der Emission von Commercial Paper finanziert, die mit anderen Vermögenswerten besichert waren. Jetzt verlor sie den Zugang zu diesem Markt und musste von ihren Gläubigern und der deutschen Regierung gerettet werden – ein Muster, das sich später mehr als einmal wiederholen sollte. Zwei Landesbanken, die Sachsen LB und die WestLB aus Nordrhein-Westfalen, folgten ihr in den Abgrund. Eine ironische Wendung dabei: Am Ende wurde die IKB für wenige Cent pro Dollar an die Private-Equity-Firma Lone Star Funds aus den USA verkauft.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Nur zehn Tage zuvor, bei der Veröffentlichung ihrer Quartalszahlen, hatte die IKB noch behauptet, von Hypotheken-Verlusten in den USA nicht betroffen zu sein. Nachdem sich als unwahr herausgestellt hatte, drängte sich jetzt die Frage auf, ob ähnliche Probleme vielleicht auch in den Bilanzen anderer Banken lauerten. In der Finanzkrise gab es viele Fehleinschätzungen, aber nur wenige waren so schreiend falsch wie die Reaktion von Standard & Poor's auf die neuen Daten von der IKB: Als die Bank ihre früheren Angaben korrigierte, versicherte Stefan Best, leitender Analyst für europäische Banken bei der Rating-Agentur, dass es wenig Anlass gebe, sich um andere Finanzinstitute zu sorgen. »Bislang sind die Banken sehr entspannt«, sagte Best einem Reporter. »Es gibt eine ziemlich hohe Schwelle, bevor sie betroffen wären.«[24]

Jeder, der Bests Worten Glauben geschenkt hatte, wurde jäh aus seinen Träumen gerissen, als die französische Megabank BNP Paribas erklärte, dass auch sie erhebliche Verluste mit Subprime-Investitionen gemacht hatte. Kurz vor der Marktöffnung am Montag, dem 9. August, kündigte BNP die Aussetzung von drei eigenen Hedgefonds aufgrund von Problemen mit Positionen in US-Hypothekenpapieren an. Beobachter waren sehr erstaunt, als sie erfuhren, dass die drei Fonds, die eigentlich in Geldmarktinstrumente in Euro investieren sollten, in Wirklichkeit hohe Risiken bei US-Subprime trugen. BNP versuchte, die Kunden zu beruhigen,

indem man die Schuld auf außergewöhnliche Liquiditätsprobleme schob und darauf bestand, die Fonds würden sich erholen, wenn sich die Märkte normalisierten. Mehr als 90 % der Papiere in den drei Fonds hätten ein AAA- oder AA-Rating, beschwichtigte Baudouin Prot, der CEO der Bank. Allerdings fiel am Markt durchaus auf, dass Bear Stearns nur wenige Tage vor der Aussetzung seiner beiden Fonds dasselbe versichert hatte.[25]

Nicht für alle Finanzkrisen lässt sich ein genaues Anfangsdatum nennen, diese hier aber brach eindeutig am 9. August 2007 aus, dem Tag der Ankündigung von BNP Paribas. Wenn sich eine solche Bombe in der Bilanz von BNP hatte verstecken können, so wurde den anderen Banken klar, konnten sie sich überall verstecken. Also hörten sie schlagartig auf, sich gegenseitig Geld zu leihen. Der Interbankenmarkt, auf dem Banken kurzfristige Liquidität handeln, fror zunächst in Europa ein. Meist orientieren sich die dort verlangten Zinsen an den Zinsen für Kredite bei der Zentralbank, da Zentralbank- und Interbanken-Kredite unter normalen Umständen leicht austauschbar sind.[26] Doch die Umstände waren alles andere als normal. Am 9. August stiegen die Interbankensätze weit über das Ziel der EZB hinaus.

Noch gab es keine panischen Einlagekunden, die vor den europäischen Banken Schlange standen. Trotzdem bedeutete der Einbruch des Interbankenmarktes die Gefahr einer gewaltigen Krise. Zur Erinnerung: Europäische Banken waren noch stärker gehebelt als ihre Konkurrenz in den USA. Sie verfügten über weniger private Einlagen und waren stärker auf von anderen Banken geliehenes Geld angewiesen. Ihre Nöte waren unmittelbar und gravierend.

Das endlich reichte aus, um die verschlafene Europäische Zentralbank zum Handeln zu bewegen. Noch am 3. Juli hatte sie das Risiko einer Liquiditätsknappheit ignoriert und die Zinsen erhöht. Liquidität, so meinte man in Frankfurt, sei ein Problem der Amerikaner. Die Entwicklung bei BNP Paribas hatte zumindest den Vorteil, dass sie diese Illusion zerstörte. Am 9. August um 10.26 Uhr europäischer Zeit, weniger als 90 Minuten nach dem Handelsstart, verkündete die EZB, sie sei zum Eingreifen bereit. Zwei Stunden später veröffentlichte sie eine Erklärung, in der sie ihre Bereitschaft bekräftigte, nicht nur Liquidität zur Verfügung zu stellen, sondern *unbegrenzte* Mengen Liquidität.[27] Auch nach dem Crash 1929 hatte die Fed Liquidität für Banken zur Verfügung gestellt, die Geld an jetzt strauchelnde Broker und Handelsfirmen verliehen hatten. Doch eine solche unbegrenzte

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zusage hatte sie noch nie gegeben. Selbst in Frankfurt hatte man also offensichtlich das Buch von Friedman und Schwartz gelesen.

Dies war genau die Art von Krise, die Fed-Chairman Bernanke als Wirtschaftshistoriker mehrere Jahre lang studiert hatte. Als in Washington D.C. die Sonne aufging, injizierte die Fed 24 Milliarden Dollar in die US-Finanzmärkte. In einer Pressemitteilung am Tag darauf bekräftigte sie ihre Bereitschaft, so viele Dollar bereitzustellen, wie die Märkte brauchen. »Die Federal Reserve wird über Offenmarktgeschäfte die benötigten Reserven zur Verfügung stellen«, beteuerte die Zentralbank. »Wie üblich steht als Finanzierungsquelle das Diskontfenster zur Verfügung.« Am 10. August verlieh die Fed zusätzliche 38 Milliarden Dollar, koordiniert mit ähnlichen Schritten durch die EZB sowie die Zentralbanken von Japan, Kanada, Australien und Hongkong.

Dies, so könnte man argumentieren, war genau die Reaktion, die Friedman und Schwartz empfohlen hatten. Das einzige Problem dabei war, dass es jetzt nicht mehr um eine Bankenkrise der Vergangenheit ging. Zentralbanken sind dafür da, Kredite an Geschäftsbanken zu vergeben. Doch diese Krise drehte sich, anders als die in den Jahren 1930 bis 1933, nicht um Geschäftsbanken. Im Zentrum stand stattdessen, zumindest anfangs, das Schattenbankensystem aus Hedgefonds, Geldmarktfonds und Emittenten von Commercial Paper, die nicht zu den üblichen Kontrahenten der Fed zählten. Das wiederum bedeutete, dass die Interventionen der Zentralbank weniger effektiv waren als erwartet.

Als Erstes steckten sich die Hedgefonds an. Fonds, bei denen hohe Risiken in US-Hypotheken vermutet wurden, verzeichneten hohe Mittelabflüsse, oft von anderen Fonds. Kreditlinien konnten sie nicht mehr bekommen, obwohl die Fed den Banken Liquidität gegeben hätte, denn die Banken wollten schlicht kein Geld mehr verleihen. Als Reaktion darauf stießen die Fondsmanager ihre Wertpapiere aus dem Hypotheken-Bereich ab, was zu Verlusten bei anderen Fonds führte. Diese Probleme ließen sich weder mit der staatlichen Einlagensicherung noch mit Zentralbankkrediten für Geschäftsbanken lösen.

Als Nächstes war der Markt für besichertes Commercial Paper an der Reihe. Große Unternehmen, die Studien- und Autokredite vergeben und offene Forderungen durch Kreditkarten und Handelsgeschäfte haben,

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

schnüren üblicherweise Pakete daraus, um sie als Sicherheit für Kredite über 90 bis 180 Tage stellen zu können. Mit dem Verkauf der dazu aufgelegten Wertpapiere, in der Fachsprache als Asset-backed (mit Forderungen besichertes) Commercial Paper bezeichnet, können sie ihre Kosten decken, ohne warten zu müssen, bis die Außenstände bezahlt sind. Die Bedeutung dieser Papiere als Finanzierungsquelle für US-Banken und -Unternehmen lässt sich kaum überbewerten: Im August 2007 hatten sie zusammen besichertes Commercial Paper im Volumen von 1,2 Billionen Dollar im Umlauf. Zum Vergleich: Dies war mehr als der Wert aller ausstehenden US-Treasury Bills.[28]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Verdächtig dabei: Der Bestand an besichertem Commercial Paper hatte sich in den 18 Monaten zuvor verdoppelt. So rapide hatte das Angebot nur auf Kosten der Kreditqualität zunehmen können, wurde den plötzlich risikobewussten Anlegern klar. Hypotheken und darauf basierende Derivate, so stellten sie erschrocken fest, hatten bei den neueren Emissionen von besichertem Commercial Paper einen überproportional hohen Anteil. Überraschend hätte das natürlich nicht sein sollen, denn spezialisierte Hypotheken-Kreditgeber wie Countrywide Financial hatten schon länger zu ihren wichtigsten Emittenten gezählt.[29]

Mit besichertem Commercial Paper finanzierten Emittenten wie zum Beispiel die Banken illiquide Investitionen über liquide kurzfristige Schulden. Das bedeutete: Als Anleger den Stecker zogen, war das Ergebnis so etwas wie ein Bank-Run in Zeitlupe. Im Juli 2007 waren nur 5 % der Emittenten nicht in der Lage gewesen, auslaufendes Commercial Paper zu verlängern. Bis Ende August stieg dieser Anteil jetzt auf 25 %, bis Ende November auf 40 %.[30] Dieser Run auf den Markt für Commercial Paper war, wie der Run auf die Hedgefonds, ein Phänomen, für das die Existenz einer staatlichen Einlagensicherung bestenfalls irrelevant war.[31]

Die vom Kollaps des Commercial-Paper-Markts ausgelöste Liquiditätskrise erreichte bald auch den Unternehmens- und den Finanzsektor. Countrywide Financial, mittlerweile im Besitz des vergifteten Kelchs für den größten Hypothekenkreditgeber des Landes, konnte die Insolvenz nur abwenden, weil ein Bankenkonsortium eine teure Kreditlinie über 11,5 Milliarden Dollar bereitstellte. Ameriquest, einst der größte Subprime-Spezialist der USA, wurde gezwungen, den Rest seines Geschäfts abzuwickeln.

Der nächste Dominostein, der fallen sollte, war die britische Building Society Northern Rock. The Rock, wie sich das Unternehmen gern nennen ließ, um seine Solidität hervorzuheben, war ein Zusammenschluss zweier altehrwürdiger Genossenschaften aus Newcastle, der Northern Counties Permanent Building Society und der Rock Building Society, deren Wurzeln bis ins 19. Jahrhundert reichten. Eine Building Society ist das britische Äquivalent zu einer Credit Union in den USA oder einer deutschen Baugenossenschaft: ein Finanzinstitut, das seinen Mitgliedern gehört und von ihnen verwaltet wird. Der englische Name Building Society rührt daher, dass die Gesellschaften anfangs von Arbeitern im Baugewerbe gegründet wurden. Die meisten von ihnen sind auf Hypothekenkredite spezialisiert. Northern Rock war eine der größeren davon und viele Jahre lang auch eine der erfolgreicheren.

Jedoch konnte eine rasche Expansion, wie sie von den Führungskräften gewünscht war, nicht allein über Anteilszeichnungen der Mitglieder finanziert werden. Zunächst versuchte Northern Rock also, andere Baugenossenschaften zu übernehmen. Auch das konnte den Finanzierungshunger des Managements noch nicht stillen, also wurde die genossenschaftliche Struktur aufgelöst. Die Grundlage dafür hatten die Big-Bang-Finanzreformen von Margaret Thatcher gelegt. Northern Rock folgte dem Beispiel von Building Societies wie Abbey National und Halifax und wurde zu einer Bank, was die Möglichkeit schuf, Aktien an die London Stock Exchange zu bringen.

Jetzt, wo ihm keine Mitglieder mehr über die Schulter sahen, machte sich das von Adam Applegarth geführte Management-Team daran, die Bank in halsbrecherischem Tempo zu vergrößern. Applegarth stammte aus dem nordenglischen Sunderland und hatte an der Durham University studiert. Zu Northern Rock kam er direkt von der Universität. Er stieg rasch auf und wurde 2001 im Alter von 38 Jahren zum CEO ernannt. Neben seinem Ehrgeiz und seiner Begeisterung für Sport, die ihn zum guten Trinkkumpan und bei den Kollegen beliebt machte, waren seine wichtigsten Eigenschaften ein enormes Selbstbewusstsein und hohe Risikobereitschaft. Unter Applegarth bekam Northern Rock alle Wesenszüge einer modernen Hypothekenbank des 21. Jahrhunderts. Finanziert wurde ihr Geschäft nicht über Einlagen, sondern über Kredite von anderen Finanzinstituten – es war stärker auf dem Interbankenmarkt angewiesen als jedes andere britische Institut. Um den eigenen Marktanteil zu steigern,

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

verlangte Northern Rock von Hypothekenkunden weniger Eigenkapital. Beim bekanntesten Produkt, dem »Together Loan«, konnten Käufer bis zu 125 % des Wertes ihres Hauses als Kredit bekommen.[32] Die Bank eröffnete Filialen in Einkaufszentren, so wie es Countrywide in den USA getan hatte. Um im Internet Einlagenkunden zu gewinnen, bot sie hohe Zinsen. Die Hypotheken-Vergabe wurde an unabhängige Vermittler ausgelagert. Die Hälfte der Kredite wurde verbrieft und verkauft, was Geld für neue Aktivitäten ins Haus brachte. Das Vehikel dafür war eine Zweckgesellschaft mit dem solide klingenden Namen Granite, beheimatet auf der steuergünstigen Insel Jersey.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Durch all das schaffte es Northern Rock, fast zwei Jahrzehnte lang mit einer Jahresrate von 20 % zu wachsen. Doch wie wohl jedem klar sein musste, der diese rasche Expansion beobachtete, machte sie die Bank auch anfällig. Als die Probleme auf dem US-Markt begannen, war Northern Rock nicht mehr in der Lage, Kredite zu verbriefen und zu verkaufen.[33] Nach der BNP-Ankündigung am 9. August brach dann auch noch der Interbankenmarkt zusammen. Damit schlossen sich für Northern Rock gleichzeitig die zwei offensichtlichen Wege zur Kapitalaufnahme, der Verkauf von mit Hypotheken besicherten Wertpapieren und Kredite von anderen Banken.

Am 10. August setzte sich Applegarth mit Matthew Ridley zusammen, der Chairman seines Board of Directors. Ridley war ein ehemaliger Journalist und libertärer Philosoph, der zum Bestseller-Autor geworden war. In seinem erfolgreichsten Buch, *The Red Queen*, benutzte der bekannte Sohn einer alten Familie aus Northumberland eine Figur aus *Through the Looking-Glass* (dt.: *Alice hinter den Spiegeln*) von Lewis Carroll, um eine Theorie der sexuellen Reproduktion zu erklären. Solche Populärwissenschaft mag ihre Berechtigung haben, aber vielleicht nicht unbedingt in den Aufsichtsgremien von Unternehmen. Mit anderen Worten: Seine Ausbildung qualifizierte Ridley nicht dafür, auf eine Liquiditätskrise zu reagieren. Andere Ratgeber standen Applegarth nicht unbedingt zur Verfügung. Außer Ridley saßen im Board vor allem lokale Würdenträger wie Andrew Fenwick, ein Mitglied der Kaufhaus-Familie gleichen Namens. Diese Personen verliehen der Führung Glanz, doch keine von ihnen war in der Lage, den ambitionierten CEO im Zaum zu halten. Und eine Finanzierungskrise in den Griff bekommen, das konnten sie schon gar nicht.

Um sich Liquidität zu verschaffen, blieb Applegarth nichts anderes übrig als der Verkauf von Vermögenswerten zu fast jedem Preis. Doch was er für ehemals liquide Wertpapiere bekam – er musste sie zu Schleuderpreisen verscherbeln –, reichte nicht aus. An diesem Punkt hatte Applegarth keine Wahl mehr, als sich an die Bank of England zu wenden, was er von Mitte August an auch tat. Am 13. September, einem Donnerstag, bekam er nach einem Monat Lobbyarbeit endlich seine dringend benötigte »Liquiditätsunterstützungsfazilität«. Der Plan war, dies am folgenden Montag bekannt zu geben, weil so das ganze Wochenende für eine Kampagne zur Beruhigung der Öffentlichkeit geblieben wäre. Leider aber sickerte die Entscheidung schon an Donnerstagabend durch, sodass keine Zeit mehr für Vorbereitungen war. Das Timing war insofern doppelt unglücklich, als der britische Finanzminister Alistair Darling und Mervyn King, der Gouverneur der Bank of England, am Freitag für ein regelmäßiges Treffen von EU-Vertretern nach Portugal reisen sollten. Diese Reise abzusagen, hätte zur Panikstimmung beigetragen, doch wenn King und Darling abwesend waren, war nicht klar, wer zu Hause aufpassen würde.

Ebenfalls nicht hilfreich war, dass es in Großbritannien ein begrenztes System der Einlagensicherung gab, das nur die ersten 2000 Pfund auf einem Konto vollständig abdeckte. Bis zu 35.000 Pfund bestand eine Teilgarantie, darüber gar keine mehr. In dem Land hatte es seit 150 Jahren keinen Banken-Run mehr gegeben – nicht einmal während der Großen Depression, denn durch die Entscheidung, den Goldstandard aufzugeben, konnte die Bank of England die Zinsen senken und Finanzinstituten sowie Märkten Liquiditätsunterstützung geben. Vor diesem geschichtlichen Hintergrund war eine umfassendere Einlagengarantie als überflüssig erschienen.

Doch allein die Tatsache, dass etwas 150 Jahre lang nicht passiert war, bedeutete nicht, dass es unter den Umständen des Jahres 2007 nicht doch dazu kommen konnte. Anlegern wurde sofort klar, dass das Einlagensicherungssystem Großbritanniens nicht viel Sicherheit bot. Am Freitagmorgen stürmten panische Kunden die Website von Northern Rock, um Geld von dort abzuziehen, bis die Server zusammenbrachen. Die Kunden fürchteten, der Web-Ausfall sei Absicht, damit ihre Aufträge nicht ausgeführt wurden, und bildeten Schlangen vor den Filialen. Bald filmten Kamerateams das Geschehen. King und Darling waren tatsächlich nach Porto gereist, konnten die Ereignisse dadurch aber immerhin im Fernsehen verfolgen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Laufe des Tages hoben verängstigte Kunden mehr als eine Milliarde Pfund bei Northern Rock ab, 5 % aller Einlagen von Privatkunden bei der Bank. Am nächsten Morgen bildeten sich vor den Filialen in Sheffield und North London erneut Schlangen. Um für Ordnung zu sorgen, musste die Polizei gerufen werden. Der Sonntag brachte eine Zwangspause, doch am Montag gingen die Abhebungen weiter. An diesem Abend sah sich Darling, der eine Ansteckung anderer Banken fürchtete, gezwungen, eine Garantie über die Einlagen bei Northern Rock mit Steuergeldern auszusprechen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Niemand ging aus diesem Geschehen ohne Reputationsverlust hervor. Die Financial Services Authority (FSA) als oberste Aufsichtsbehörde hatten eindeutig zu wenig getan, um Northern Rock vom Umstieg auf ein riskantes Geschäftsmodell abzuhalten. Mechanisch konzentrierte sie sich darauf, ob die Bank die Basel-II-Anforderungen für die Kapitalausstattung erfüllte, und ignorierte dabei ihr halsbrecherisches Wachstumstempo und die riskante Finanzierung. Ihren Stresstests fehlte es vollkommen an der Art von Liquiditätsproblemen, die Northern Rock 2007 erleben sollte. Als die Schuld verteilt wurde, bezahlte die FSA einen hohen Preis: Erst wurde ihr jegliche echte Regulierungskompetenz entzogen, 2013 dann wurde sie abgeschafft.

Die Bank of England unter King hatte die Gefahr ebenfalls unterschätzt. Schon Mitte August hatte sich Northern Rock an die Zentralbank gewandt, wurde aber zunächst zurückgewiesen – ihre Vertreter machten klar, dass Northern Rock eine Lösung am Markt finden solle. Am 12. September, nur wenige Tage, bevor die Bank of England doch zu dem Schluss kam, dass sie außergewöhnliche Liquiditätsunterstützung leisten musste, schrieb King an das House of Commons: Er glaube weiterhin, dass das Bankensystem einschließlich Northern Rock in der Lage sei, seine Probleme selbst zu lösen. Wenn es Northern Rock nicht gelinge, sich genügend Kapital und Liquidität zu beschaffen, dann solle sich die Bank eben von einem stärkeren Konkurrenten übernehmen lassen.[34]

Dies war eine Fehleinschätzung. Dass eine andere Bank Northern Rock übernehmen würde, war vor dem Hintergrund der Undurchschaubarkeit der Bilanz nie realistisch. Diese Lektion sollten auch US-Politiker lernen, als im Jahr 2008 Lehman Brothers in seine existenzielle Krise geriet. Ein Käufer für Northern Rock hätte zumindest eine Notfall-Kreditlinie von der Bank of England verlangt, doch damit konnte King nicht dienen.[35] Nicht

weniger illusorisch war die Vorstellung, dass die Bank wieder Zugang zum Interbankenmarkt bekommen könnte. Dem Management war das klar. Nachdem die Bank of England ihm die kalte Schulter gezeigt hatte, dachte es darüber nach, über seine einzige Filiale in der Republik Irland Liquidität von der weniger strikten EZB zu beschaffen. Jedoch kamen die Manager bald zu dem Schluss, dass dies aus rechtlicher Sicht problematisch gewesen wäre.

Die Haltung der Bank of England in dieser Angelegenheit ist nicht leicht zu verstehen. Ein Teil der Erklärung könnte sein, dass es in Großbritannien unter der Ägide von King noch keinen Banken-Run gegeben hatte – wie oben erwähnt, sogar schon seit 1866 nicht mehr. Ähnlich hatte es 1931 ausgesehen: Damals hatten nicht vorhandene Erinnerungen an einen Run in jüngerer Vergangenheit dazu beigetragen, dass Montagu Norman nicht dieselbe Dringlichkeit empfand wie sein amerikanischer Amtskollege George Harrison, Notfallhilfe für Deutschland zu leisten, als die Bankenkrise von dort nach London überzuspringen drohte. Und wenn die Erinnerung an einen Banken-Run schon 1931 blass war, dann 2008 erst recht.

Ein weiterer Faktor könnte sein, dass King und andere bei der Bank of England über die Lage bei Northern Rock nicht richtig informiert waren. Als die Zentralbank im Jahr 1997 ihre Unabhängigkeit vom britischen Finanzministerium erhielt, wurden ihr viele ihrer regulatorischen Zuständigkeiten genommen. Durch die unabhängige Zentralbank sollte die Geldpolitik weniger politisch werden; dies hatte sich die neu gebildete Regierung von Tony Blair vorgenommen, die damit ihren guten Willen für die Wirtschaft demonstrieren wollte. Doch wenn die Bank of England unabhängig werden sollte, dann musste sie verkleinert werden. Also wurde die Verantwortung für Aufsicht und Regulierung auf die Financial Services Authority übertragen. Offiziell arbeitete diese Behörde mit der Bank of England und dem Finanzministerium zusammen. Doch wie in jeder Bürokratie, in der Wissen Macht bedeutet, gab es auch hier eine Diskrepanz zwischen Prinzipien und Praxis.

Als Folge davon wusste die Führung der Bank of England nicht mit Sicherheit, ob sie über vollständige und aktuelle Informationen über den Zustand der Banken verfügte. Dadurch war sie noch weniger geneigt, sich in die Probleme einzelner Finanzinstitute hineinziehen zu lassen. So oder so war das Verhindern von finanzieller Instabilität jetzt offiziell nicht mehr ihr Problem. Und eine zu bereitwillige Rettung von notleidenden

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Finanzinstituten hätte möglicherweise zu Nachlässigkeit an anderer Stelle, bei der FSA, geführt.

Dies bringt uns zum wohl wichtigsten Faktor, nämlich der Voreingenommenheit von King und seinen Kollegen mit dem Thema Moral Hazard. Dass die EZB nach der Aussetzung bei den zwei Fonds von BNP Paribas am 8. August entschieden hatte, den Märkten unbegrenzte Mengen an Liquidität zur Verfügung zu stellen, sah der Gouverneur kritisch. In seinem Brief an das Haus of Commons vom 12. September warnte er, die Bereitstellung von Liquidität gegen eine erweiterte Palette an Sicherheiten fördere exzessive Risikobereitschaft.[36] »Die Bereitstellung von viel Liquidität bestraft diejenigen Finanzinstitute, die den Tanz ausgesessen haben«, schrieb King in einer Anspielung auf die Äußerung von Chuck Prince von der Citigroup. Sie »fördert Herdenverhalten und erhöht die Intensität zukünftiger Krisen.« Was er damit sagen wollte: Liquidität sollte es nur zu Strafzinsen geben und erst dann, wenn alle anderen Optionen erschöpft waren.

Diese harte Linie gegen Moral Hazard unterschied sich deutlich von der »erst das Geld, dann die Fragen«-Politik der Fed unter Bernanke. Auch hier sollte man bedenken, dass die Bank of England anders als die Fed seit 150 Jahren keine echte Bankenpanik mehr gesehen hatte. Dadurch wurde der Befund von Friedman und Schwartz, die erste Verantwortung einer Zentralbank sei, eine Panik sei vermeiden, weil anschließend noch genügend Zeit bleibe, um sich um Moral Hazard zu kümmern, in Großbritannien nicht im gleichen Maße beherzigt.

Der Wunsch, den Adam Applegarths dieser Welt eine Lektion zu erteilen, hatte einen hohen Preis. Die Labour-Regierung, die sich alles erst unterwegs zu überlegen schien, sah sich gezwungen, eine Blanko-Garantie für Einlagen bei Northern Rock auszusprechen; dabei war nicht einmal klar, ob sie dazu überhaupt berechtigt war. Nachdem sie zuvor eine harte Position gegenüber Moral Hazard eingenommen hatte, war auch die Bank of England gezwungen, die Schleusen zu öffnen und Notliquidität zur Verfügung zu stellen. Applegarth trat im November zurück. Ridley wurde als Chairman abberufen, andere Board-Mitglieder folgten ihm. Weil sich bis Februar kein Käufer fand, wurde die Bank dann verstaatlicht. In den fünf Monaten, in denen Unsicherheit über Northern Rock herrschte, häuften sich die Verluste immer weiter. Im Jahr 2012 schließlich wurden die Überreste von The Rock für 820 Millionen Pfund an Virgin Money

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

verkauft, was einen Verlust von zwei Milliarden Pfund für die britischen Steuerzahler bedeutete. Dies war der Preis, den sie für die langsame und unkoordinierte Reaktion ihrer Regierung bezahlen mussten.

Hinzu kam: Die Tatsache, dass Großbritannien seinen ersten Banken-Run seit 150 Jahren erlebt hatte, war für Beobachter nicht eben beruhigend – weder in Bezug auf den Zustand des Finanzsystems im Land noch hinsichtlich der Kompetenz seiner Behörden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 12
Spärliche Belege

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

An diesem Punkt, in der dritten Septemberwoche 2008, deuteten alle Anzeichen darauf hin, dass die Lage außer Kontrolle zu geraten drohte. Notverkäufe durch Northern Rock und andere Banken drückten auf die Preise an den Börsen und verursachten Verluste bei Anlegern. Ein Problem, das zunächst auf Hedgefonds mit Positionen in Subprime-Wertpapieren und Baugenossenschaften mit umfangreichen Engagements am Hypothekenmarkt begrenzt gewesen war, sorgte jetzt für massive Probleme bei Anlegern jeder Art.

Zu den wichtigsten dieser Anleger zählten US-Geldmarktfonds. Wie in Kapitel 4 erklärt, gab es die zwar schon seit den 1970er-Jahren, neu aber war ihre Begeisterung für Commercial Paper. Angesichts des Wachstums von alternativen Anlagevehikeln hatten sie sich zunehmend schwer getan, Anleger zu gewinnen und zu halten. Ein offensichtlicher Weg dazu lag, wie ebenfalls in Kapitel 4 berichtet, darin, eine höhere Verzinsung anzubieten. Die versuchten die Fonds zu erreichen, indem sie die Treasury Bills in ihren Portfolios durch Commercial Paper mit höheren Renditen ersetzten.

Der älteste Geldmarktfonds, der Reserve Primary Fund, war ein Musterbeispiel dafür. Viele Jahre lang hatten seine Manager eine konservative Strategie verfolgt und ihren liquiditäts- und sicherheitsbewussten Anlegern eine Rendite leicht unterhalb der von kurzfristigen Unternehmensanleihen geboten. Dann aber mussten sie zusehen, wie ihre Kunden von anderen Anlagevehikeln mit höheren Renditen abgeworben wurden. Also reagierten sie, indem sie den Anteil von besichertem Commercial Paper im Portfolio erhöhten, erst allmählich und im Jahr 2007 dann massiv.[1]

Die Securities and Exchange Commission war sich dieser Tendenz, nach Rendite zu jagen, durchaus bewusst. Aus diesem Grund verfügte sie, dass Geldmarktfonds Commercial Paper nur mit AA- oder AAA-Rating kaufen dürfen.[2] Diese naive Vorschrift stammte aus einer alten Zeit, in

der Zahlungsausfälle bei Commercial Paper mit gutem Rating noch selten gewesen waren. Es sollte nicht das letzte Mal sein, dass die SEC der Entwicklung hinterherhinkte.

Auch die Zufuhr von Liquidität ins Bankensystem durch die Fed brachte den Fonds keine große Erleichterung. Die Verwerfungen am Markt für besichertes Commercial Paper wurden dadurch nicht gemildert, weil sich die Banken jetzt weigerten, diese plötzlich illiquide gewordenen Papiere zu kaufen oder als Sicherheit anzunehmen. Der Markt für Commercial Paper blieb also unter Druck, und so blieb auch der Druck auf die Geldmarktfonds bestehen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Den Anlegern war gesagt worden, dass ein Dollar in einem Geldmarktfonds, so wie ein Dollar auf einem Bankkonto, stets einen Dollar wert bleiben würde. Anderslautende Nachrichten – dass ein Geldmarktfonds Verluste erlitten hatte und keine 100 Cent pro Dollar auszahlen konnte – wurden deshalb nicht ernst genommen. Tatsächlich war das Problem einer möglichen Panik unter den Anlegern bei den Geldmarktfonds noch größer als für die Banken, denn anders als Bankkonten waren Depots mit Geldmarktfonds von der staatlichen Einlagensicherung nicht erfasst. Und anders als Banken hatten Geldmarktfonds kein Kapital – also keine zusätzlichen Ressourcen, mit denen sie Verluste hätten absorbieren können.

Die einzige Lösung lag unter diesen Umständen darin, den Geldmarktfonds von ihren Muttergesellschaften helfen zu lassen, ob das nun Geschäftsbanken waren oder Fondsgesellschaften. In der zweiten Jahreshälfte 2007 wurden auf diese Weise tatsächlich 43 Geldmarktfonds still und leise gerettet. Diese Aktionen füllten die Bilanzen der Fonds wieder auf, sodass Runs der Anleger einstweilen verhindert wurden. Aber sie führten auch zu der trügerischen Annahme, Runs seien grundsätzlich unwahrscheinlich. Sie nährten den falschen Glauben, selbst bei den Fonds mit den höchsten Renditen bestehe kaum Gefahr, dass es zu einem »breaking the buck« kommen würde – dass sie also ihr Versprechen brechen würden, dass ein Dollar auf einem Geldmarktkonto stets einen vollen Dollar wert sei.[3] Diese falsche Sicherheit sollte sich für Anleger – ebenso wie für die Politik – noch rächen, als ein Jahr später noch schwerere Turbulenzen auch die Banken und Fondsgesellschaften hinter den Geldmarktfonds in Gefahr brachten.

Der Run auf die Hedgefonds, der Zusammenbruch des Marktes für besichertes Commercial Paper und die Rettung der Geldmarktfonds reichten aus, um die politischen Entscheider zu überzeugen, dass sie etwas tun mussten. Am 17. August 2007, acht Tage nach der BNP-Ankündigung, senkte die Fed ihren Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt. Um Anleger zu überzeugen, dass genügend Geld zur Verfügung stand, bot sie Kredite über 30 Tage statt wie sonst nur über Nacht an. Mitte September dann senkte sie die Zinsen um weitere 50 Basispunkte (einen halben Prozentpunkt). Um den Interbankenmarkt zu schmieren, kaufte die Zentralbank 47 Milliarden Dollar an Wertpapieren von den Primary Dealers, also den großen Banken, mit denen sie regelmäßig Geschäfte macht. Am 11. Dezember senkte sie ihre Leitzinsen (Diskontsatz sowie Federal Funds Rate) noch einmal um 25 Basispunkte. Am Tag darauf gab sie, was einige Kontroversen auslöste, die Schaffung einer Term Auction Facility bekannt, über die alle Einlageninstitute statt nur der Primary Dealers Kredite bekommen konnten. Am 22. Januar 2008 wurde die Fed sogar außerhalb der regulären FOMC-Sitzungen aktiv und senkte die Federal Funds Rate um weitere 75 Basispunkte. Acht Tage später, beim nächsten turnusgemäßen Treffen, wurde die Funds Rate noch einmal um 50 Basispunkte verringert.

Dies war eine beeindruckend schnelle Antwort, und sie zeigte, dass die Fed-Offiziellen sehr gut verstanden, wie man auf Anzeichen von Schwierigkeiten am Finanzmarkt richtig reagiert. Dieses Wissen war nicht neu. Wie in Kapitel 7 erklärt, hatten schon George Harrison und seine Kollegen gewusst, wie sie auf die durch den Crash 1929 entstandene Finanznot reagieren mussten. Jetzt aber wurden eindeutig die richtigen Lehren aus dieser Geschichte gezogen. Die Reaktion der Fed unter Bernanke fiel noch energischer aus.

Zusätzlich vermieden Bernanke und Co. den Fehler, den Harrison 1931 begangen hatte, als er damit zögerte, europäischen Banken in Not zu helfen, sodass die Krise weitere Länder anstecken konnte.[4] Dass mangelnde internationale Kooperation großen Schaden anrichten kann, war ebenfalls eine Erkenntnis, die durch die Aufarbeitung der Großen Depression geläufig war.[5] Also bemühten sich die Zentralbanken um Arrangements zur Stärkung derartiger Kooperation, zum Beispiel, indem sie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich von einer Reparationsbank zu einem Treffpunkt für den regelmäßigen Austausch von Meinungen unter Geld-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

politikern machten. Das Ergebnis waren mehr Möglichkeiten für die internationale Zusammenarbeit.

Ein Beispiel dafür waren die Währungsswaps mit der Europäischen Zentralbank und der Schweizerischen Nationalbank, mit denen die Fed Europa ab dem 12. Dezember 2007 dabei half, sich dringend benötigte Dollar-Finanzierungen zu sichern. Dass sie von der Fed Dollar gegen Euro und Franken bekommen konnten, versetzte EZB und SNB in die Lage, ihren Banken Kredite in Dollar zur Verfügung zu stellen.[6] Später sollten diese Swaps unter anderem von Ron Paul, dem libertären Kongressabgeordneten und ewigen Präsidentschaftskandidaten, als Gefährdung für die Bilanz der Fed kritisiert werden. Tatsächlich aber lag das Risiko für den Fall, dass die europäischen Banken das geliehene Geld nicht zurückzahlen konnten, nicht bei der Fed, sondern bei EZB und SNB.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zusätzlich verlieh die Fed über ihr Diskontfenster Dollar direkt an europäische Geschäftsbanken – sie nahm also Schuldpapiere von ihnen auch ohne Umweg über die Zentralbanken entgegen. Am 20. August lieh sich die US-Tochter der Commerzbank auf diese Weise 350 Millionen Dollar von der Fed, die Deutsche Bank am 8. November 2,4 Milliarden. Calyon, der Firmenbankenarm der französische Crédit Agricole, bekam 2 Milliarden.

Als Töchter von ausländischen Banken mussten diese Gesellschaften für ihr US-Geschäft kein eigenes Kapital vorhalten, in dem Glauben, ihre europäischen Eigentümer würden fest hinter ihnen stehen. Mangels Reserven verließen sich Calyon und die US-Töchter von Deutscher Bank und Commerzbank auf ihre Fähigkeit, besichertes Commercial Paper zu verkaufen, wenn sie Dollar-Liquidität brauchten. Doch die Märkte dafür waren jetzt eingefroren und die ausländischen Muttergesellschaften hatten selbst nur begrenzte Dollar-Reserven. Also waren sie gezwungen, sich an die Fed zu wenden. Zwar stellten die drei ausländischen Bankentöchter Sicherheiten für ihre Fed-Kredite, doch den Abgeordneten Paul hätte das bestimmt nicht besänftigt – wenn er davon gewusst hätte, hätte er gewiss Zeter und Mordio gerufen, weil die Fed Finanzinstitute aus dem Ausland rette.[7] Dies und die Tatsache, dass Kreditaufnahme über das Diskontfenster als Zeichen der Schwäche galt, sind die Erklärung dafür, dass diese Transaktionen zunächst geheim gehalten wurden.

Die fiskalpolitische Reaktion erfolgte gemessen an dem, was in Washington sonst üblich ist, ähnlich rasch. Ernsthafte Verhandlungen darüber zwischen Kongress und Weißem Haus begannen im Januar 2008. Über die

Zusammensetzung eines Konjunkturpakets wurden sich der von den Demokraten kontrollierte Kongress und die republikanische Regierung zwar nicht einig – die Republikaner favorisierten Steuersenkungen, die Demokraten wollten höhere Ausgaben für Lebensmittelmarken und Arbeitslosenhilfe. Doch sie verständigten sich darauf, bei der Differenz halbe-halbe zu machen. Ihr Stimulierungspaket im Umfang von 150 Milliarden Dollar oder 1 % des BIP, bestehend aus 100 Milliarden an Steuersenkungen und 50 Milliarden an zusätzlichen Ausgaben, wurde nach weniger als einem Monat verabschiedet. Die Regierung erklärte sich einverstanden, nicht auf eine Steuerpolitik im Stil von Bush zu drängen – die Steuersenkungen sollten statt dauerhaft nur vorübergehend gelten. Die Demokraten stimmten ihrerseits erweiterten Abzugsmöglichkeiten für Unternehmensinvestitionen zu. Die ersten Rückzahlungsschecks wurden im April losgeschickt. Dies war ein beeindruckendes Beispiel für überparteiliche Zusammenarbeit. Leider sollten sich die Politiker später schwer tun, sich noch einmal dazu durchzuringen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Warum aber ist es trotz der ungewöhnlich raschen Reaktionen nicht gelungen, das Schlimmste zu verhindern?

Eine erste Antwort lautet, dass die politische Reaktion, so schnell sie auch kam, nicht ausreichte, wenn man den mächtigen negativen Impuls bedenkt, der noch auf die Wirtschaft wartete. Ende 2007 steckte sie bereits in der Rezession. Noch aber gab es wenig Bewusstsein dafür, wie schnell sich die Aussichten verschlechterten. Dies war der Grund dafür, dass nach den Entscheidungen von Ende 2007 und Anfang 2008 zunächst weder Fed noch Kongress weitere Initiativen mit vergleichbarer Tragweite begannen, um die sich weiter abschwächende Wirtschaft zu unterstützen.

Nehmen wir die Fed. Bei seiner Sitzung im Oktober 2007 sah das FOMC nur eine leichte Wachstumsverlangsamung und »spärliche Belege« dafür, dass die Korrektur am Häusermarkt auf den Rest der Volkswirtschaft überschwappt. Noch im Sommer 2008 erweckten die aktuell vorliegenden Daten den Eindruck, dass die Wirtschaft weiter wuchs. Mitte des Jahres wurde für die zweite Hälfte von 2008 nach wie vor eine Fortsetzung des Wachstums vorausgesagt.[8] Noch im August 2008 zeigte sich Jeffrey Lacker, Präsident der Richmond Reserve Bank, bei der FOMC-Sitzung skeptisch »über das Ausmaß der zu erwartenden Belastungen für Konsum und

Investitionsausgaben durch die Bedingungen am Kreditmarkt«.[9] Und auch bei der FOMC-Sitzung Mitte September 2008 erwarteten mehrere Mitglieder insgesamt noch immer ein immerhin »schleppendes« Wachstum in der zweiten Jahreshälfte.[10]

Selbst zu diesem späten Zeitpunkt und nach dem Fall von Lehman Brothers wurde also nur bedingt erkannt, wie sehr das Finanzsystem den Schock vom Häusermarkt verstärkte. Die weitergehenden Auswirkungen wurden immer noch kaum verstanden. Als Antwort auf das nachlassende Wirtschaftswachstum hatte die Fed ihre Zinsen von August 2007 bis Januar 2008 rasch gesenkt. Während der Bear-Stearns-Krise im März und April 2008 gab es einige weitere Zinssenkungen, doch diese waren vergleichsweise klein. Ganz ähnlich wie ihre Vorgängerin Ende 1929 kam die moderne Fed an diesem Punkt dann zu dem Schluss, ihre Arbeit sei erledigt.

Später – aber zu spät – sollte die Fed die Leitzinsen noch weiter senken, bis hinunter auf null. Sie sollte eine unkonventionelle Geldpolitik mit quantitativer Lockerung (umfangreiche Käufe von Staatsanleihen und mit Hypotheken besicherten Wertpapieren) beginnen, um mehr Unterstützung für die Wirtschaft zu leisten. Sie sollte radikale Maßnahmen ergreifen, um die Finanzmärkte wieder in Gang zu bringen. Im Rückblick erscheint klar, dass sie schneller und aggressiver hätte handeln und derartige Maßnahmen schon Anfang 2008 hätte aufbieten sollten. Doch außergewöhnliche Aktivitäten waren nur mit der Gefahr einer außergewöhnlichen Rezession zu rechtfertigen. Und dass diese Gefahr tatsächlich bestand, war zunächst kaum jemandem richtig bewusst.

Als Kenner der Großen Depression machte sich Bernanke größere Sorgen als viele seiner Kollegen, dass die sich häufenden Finanzprobleme zu einer ernsthaften Rezession führen könnten. Insbesondere viele der Präsidenten der regionalen Reserve-Banken im Offenmarktausschuss der Fed waren in dieser Hinsicht deutlich weniger besorgt.[11] Der Grund dafür war, dass sie die Entwicklung nicht durch die Brille der 1920er- und 1930er-Jahre betrachteten – eher orientierten sie sich an den Erfahrungen seit den 1970er-Jahren, in denen sie aufgewachsen waren. Die 1970er waren ein Jahrzehnt der Inflation gewesen, in dem die Fed weit von der Spur abkam, also dachte die nächste Generation von Geldpolitikern vor allem an die Bekämpfung von Inflation statt von Krisen. Selbst jetzt, als die Volkswirtschaft am Rande ihrer schwersten Krise seit 80 Jahren stand,

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

war es weiterhin die Angst vor Inflation, die ihre Erwartungen prägte und ihr Denken leitete.

Konkret gab es nach den massiven Zinssenkungen zwischen August 2007 und Januar 2008 die Sorge, die Fed würde zu lange brauchen, um die Liquidität »zurückzunehmen«, die sie den Märkten gegeben hatte; die Folge hätte ein steiler Inflationsanstieg sein können. Die Tatsache, dass die Preise für Lebensmittel und Treibstoffe stiegen, angetrieben von starker Nachfrage aus China, schien diese Ängste zum Teil zu bestätigen. Bei der FOMC-Sitzung im April 2008 warnte Charles Plosser von der Philadelphia Fed, die höheren Energie- und Rohstoffpreise könnten dazu führen, dass Produzenten angesichts ihrer gestiegenen Kosten die Preise für andere Güter anheben (dass also die sogenannte Headline-Inflation auch auf die um die volatilen Komponenten Lebensmittel und Treibstoffe bereinigte Kerninflation durchschlagen würde). Jeffrey M. Lacker von der Richmond Fed mahnte, die »anhaltend hohen Headline-Werte könnten sich in den Entscheidungen von Haushalten und Unternehmen festsetzen«. Und Thomas Hoenig von der Fed Kansas City warnte vor »signifikantem Inflationsdruck vonseiten der Güterpreise, insbesondere bei Importgütern«.[12] Bernanke hielt dagegen und sagte, was seine Kollegen beobachteten, seien lediglich Veränderungen der relativen Preise – deutlich teureren Lebensmitteln und Treibstoffen stünden weniger stark steigende Preise bei anderen Gütern und Dienstleistungen entgegen. Doch die Geldpolitik wurde im Konsens festgelegt, und die Konsensmeinung war stärker von den Erinnerungen an die inflationären 1970er-Jahre beeinflusst als von den Krisen in den 1930ern.

Die Inflationsangst führte zu einer weitgehenden Lähmung des geldpolitischen Fed-Ausschusses bis nach der Pleite von Lehman Brothers im September – und selbst dann taten sich manche seiner Mitglieder noch auffallend schwer, ihre Meinung zu ändern. Chairman Bernanke mag es besser gewusst haben, doch weiterhin wurde die Geldpolitik nicht von ihm allein beschlossen, sondern im Ausschuss, und der von Bernanke war stärker konsensorientiert als die meisten zuvor. Einige frühere Vorsitzende hätten Einwände ihrer Kollegen vielleicht herrisch abgebügelt, doch das war nicht Bernankes Stil. Im Ergebnis ergriff die Fed keine weitergehenden Maßnahmen. Da die private Kreditvergabe nachließ, war die Folge de facto eine kontraktionäre Geldpolitik und zu wenig monetäre Unterstützung für die Wirtschaft.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Ähnlich reichte ein Konjunkturpaket von 1 % des BIP nicht aus, um dem anstehenden negativen Impuls genug entgegenzusetzen. Banken, Unternehmen und Haushalte waren sämtlich dabei, fieberhaft ihre Schulden zu verringern. Der Großteil der Stimulierung bestand aus Steuerrückzahlungsschecks, und nur ungefähr jeder zweite Empfänger ging los und gab dieses Geld tatsächlich aus.[13] Ein Jahr später sollte ein Konjunkturpaket in fünffacher Höhe verabschiedet werden, das manche immer noch als zu klein bezeichneten. Im Rückblick lässt sich sagen, dass ein wenig mehr Stimulierung Anfang 2008 möglicherweise eine viel stärkere im Jahr 2009 unnötig gemacht hätte. Mehr staatliche Ausgaben im Jahr 2008, um den Rückzug von Haushalten und Unternehmen auszugleichen, hätten einen langsameren Wirtschaftsabschwung, weniger notleidende Kredite und stärkere Finanzinstitute bedeutet. Ob dies den Lauf der Ereignisse angesichts der bereits angespannten Lage deutlich verändert hätte, werden wir jedoch nie herausfinden.

Wie auch immer die Antwort auf diese Frage lauten würde: Mehr Interventionen Anfang 2008 hätten sich nur dann rechtfertigen lassen, wenn es mehr Bewusstsein dafür gegeben hätte, dass sich die Bedingungen rapide verschlechterten. Doch wie schon gesagt – an diesem Bewusstsein fehlte es. Der US-Kongress musste erst einer viel schwereren Krise gegenüberstehen, bis er im Oktober 2008 bereit war, das Troubled Assets Relief Program im Umfang von 800 Milliarden Dollar zu verabschieden oder im Jahr 2009 Obamas Konjunkturpaket im Volumen von 787 Milliarden Dollar.

Dieses Geschehen zeigt: Besseres Wissen darüber, wie die Politik auf Veränderungen der Wirtschafts- und Finanzbedingungen reagieren sollte, reicht nicht aus, wenn die Informationen über diese Veränderungen unvollständig sind. Die zu der Zeit vorliegenden Daten konnten die Entscheidungsträger nicht davon überzeugen, dass sich die wirtschaftliche Lage rapide verschlechterte. Sie mögen besser als ihre Vorgänger im Jahr 1929 verstanden haben, wie man auf eine solche Verschlechterung reagiert, doch allein das war noch keine Garantie für eine angemessene Antwort. Einer der Gründe dafür, dass die Fed 1929 nicht mehr tat, war, dass Beobachter nach dem Börsencrash glaubten, die Wirtschaft würde weiter expandieren.[14] Einer der Gründe dafür, dass die Fed in den letzten Monaten 2007 nicht mehr tat, war ebenfalls, dass Beobachter zwar eine Abschwächung sahen, aber trotzdem mit weiterem Wachstum rechneten. Nach-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

dem sie jetzt selbst eine solche Zeit durchlebt haben, dürften moderne Kritiker mehr Verständnis für die Politiker in den 1920er-Jahren aufbringen, die in den frühen Phasen ihrer Krise mit erheblicher Unsicherheit über den Zustand der Wirtschaft konfrontiert waren.

Hinzu kommt, dass jede Generation ihre eigene Geschichte schreibt und sich vor allem an ihre eigene Geschichte erinnert, wie es H. Morse Stephens, der Präsident der American Historical Association, formuliert hat.[15] Für viele Mitglieder des FOMC der Fed bestand diese einflussreiche Geschichte in der hohen Inflation etwa 30 Jahre zuvor, also während ihrer eigenen Lebenszeit, und nicht in den blasseren Erinnerungen an die Zeit der Depression. Für Kongressabgeordnete bestand die relevante Geschichte in den chronischen Haushaltsdefiziten der vorigen Jahrzehnte, nicht in der Krise der Depression, als zusätzliche Staatsausgaben Teil der Lösung statt des Problems hätten sein können.

Die Parallele zu den 1930er-Jahren ist also sehr direkt. In den 1930ern blickten Fed-Politiker zurück auf frühere Zeiten, in denen steile Zinsanstiege ein Signal für finanzielle Nöte gewesen waren. Die sinkenden Zinsen nach dem Großen Crash sahen sie deshalb als Anzeichen dafür, dass es für die Geldpolitik nichts weiter zu tun gäbe. Aufgrund ihrer historisch begründeten Voreingenommenheit interpretierten sie den Rückgang der Zinsen also falsch – sie sahen ihn als einen Beleg für ausreichend lockere Geldpolitik statt dafür, dass jegliche Nachfrage nach Krediten verschwunden war. Als Ergebnis leistete die Geldpolitik der Wirtschaft nicht genügend Unterstützung. Schon damals waren die Folgen katastrophal.

Jetzt, im Jahr 2008, sah es ganz ähnlich aus. Die Entscheider der Federal Reserve blickten zurück auf die 1970er-Jahre und verstanden den Anstieg der Headline-Inflation als Beleg dafür, dass die geldpolitische Stimulierung ausreiche und dass mehr davon nur kontraproduktiv wirken würde. Diese historisch verwurzelte Inflationsbesessenheit führte dazu, dass sie den Anstieg der Preise für Lebensmittel und Treibstoffe, der von China ausging statt von ihrer eigenen Politik, fehlinterpretierten. Als Folge davon leistete die Geldpolitik der Wirtschaft erneut nicht genügend Unterstützung. Und auch dieses Mal waren die Folgen katastrophal.

Ein letzter Grund dafür, dass es der Politik nicht gelang, das Schlimmste zu verhindern, lag darin, dass sie noch immer auf die Banken abzielte, obwohl viele der tückischsten Probleme im Schattenbankensystem steckten. Wie erwähnt weigerten sich die normalen Banken jetzt, ihren Konkurren-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ten im Schattensystem Kredite zu geben. Mehr Liquidität für die Banken, ob über das Diskontfenster oder die Term Auction Facility, änderte also nichts an der schwierigen Lage von Hypotheken-Verbriefern, Emittenten von Commercial Paper oder Geldmarktfonds.

Letztlich sollte die Fed dieses Problem angehen, indem sie verbriefte Hypotheken, besichertes Commercial Paper und ähnliche Vermögenswerte direkt aufkaufte. Aber nicht schon 2007, und nicht, bevor sich die Lage weiter verschlechtert hatte. Die Krise der 1930er-Jahre hatte sich um das Bankensystem gedreht. Beeinflusst von dieser Geschichte, kümmerte sich die Fed auch jetzt vor allem um dieses System. Die Kreditvergabe an Banken war ihr Brot-und-Butter-Geschäft. Um sich von dieser fest etablierten Praxis zu lösen, brauchte es außerordentliche Umstände – und in der zweiten Jahreshälfte 2007 war es für die politischen Entscheider schlicht noch nicht so weit. Schon bei der Einrichtung der Term Auction Facility, über die Kredite auch an andere Kontrahenten als die Primary Dealers vergeben werden konnten, war innerhalb der Fed Widerstand wegen Sorgen um Moral Hazard laut geworden. Denn noch gab es ja nur »spärliche Anzeichen« für eine Rezession. Wenn die Fed zu dieser Zeit noch unkonventionellere Maßnahmen ergriffen hätte, etwa den Kauf von Hypotheken-Wertpapieren, wäre deshalb zusätzlich mit externem Widerstand vom Abgeordneten Paul und anderen zu rechnen gewesen.

Weil eine energischere Reaktion der Politik ausblieb, ging die Industrieproduktion im Januar 2008 zurück, ebenso wie im Februar und dann im März.[16] Der Dow Jones sackte immer weiter ab und verlor insgesamt 20 %.[17] Trotzdem waren die Märkte nicht bereit, für das, was als Nächstes kommen sollte, nämlich Bear Stearns. Der Run auf dieses Institut markierte ein neues Stadium der Krise. Er betraf keinen Hedgefonds, keinen Geldmarktfonds und keinen Emittenten von besichertem Commercial Paper, sondern eine Bank mit noch nicht abgewickelten Geschäften mit 5000 anderen Finanz- und Nichtfinanz-Firmen.[18] Der Run auf Bear Stearns zeigte, dass jetzt auch die Banken mitten im Zentrum des Finanzsystems grundlegend gefährdet waren, nicht nur die Firmen im Schattensystem.

Das ausgerechnet Bear Stearns zum Ziel wurde, war kein Zufall. Die Bank war die kleinste unter den Big-Five-Investmentbanken. Durch den Ausfall zweier ihrer Hedgefonds im vorigen Sommer hatte sie bereits ne-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

gativ auf sich aufmerksam gemacht. Ihr früherer CEO und weiterhin amtierender Board-Vorsitzender Jimmy Cayne war öffentlich als stärker interessiert an Golf, Bridge und Marihuana dargestellt worden als am Schicksal seines Unternehmens.

Zudem war Bear Stearns hoch verschuldet. Die Bank hatte wenig eigenes Kapital, sodass sie vollkommen auf den guten Willen und die Geduld ihrer Kreditgeber angewiesen war. Sie hatte versucht, zusätzliches Kapital aufzunehmen, doch ohne Erfolg. Sie hatte massiv in Alt-A-Hypotheken investiert, die nur eine Stufe über Subprime liegen. Caynes Nachfolger als CEO, Alan Schwartz, war ein zum Investmentbanker gewordener ehemaliger Baseball-Profi, der sich bis ganz nach oben gearbeitet hatte. Anders als Cayne war er bekannt für seine Lockerheit und Ausgeglichenheit, doch komplexe Derivate zählten nicht zu seinen Stärken.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Als er sich auf die Schnelle über die Derivate-Positionen seiner Bank informierte, erkannte Schwartz, dass sich Bear Stearns ohne Liquiditätsspritze nicht über Wasser halten konnte. Mit dem Verkauf von Derivaten an BlackRock, PIMCO oder einen anderen starken Finanzakteur hatte die Bank bereits versucht, sich Geld zu beschaffen. Doch vor dem Hintergrund der schwelenden Krise waren diese Positionen jetzt nicht einmal mehr mit Verlust loszuschlagen. Denn das wäre auf jeden Fall irgendwie öffentlich geworden, sodass Anleger den Schluss gezogen hätten, der Verkäufer sei tödlich verwundet.

Am Montag, dem 10. März 2008, stufte Moody's die mit Hypotheken besicherten Schulden eines weiteren Bear-Stearns-Fonds zurück, was Gerüchte über den Zustand der Muttergesellschaft anheizte. Weil die Märkte jetzt gelähmt und keine Preisindikationen von Käufern mehr zu bekommen waren, ließ sich nicht sagen, ob der Wert des Portfolios von Bear Stearns ausreichen würde, um alle Verbindlichkeiten zu bedienen. Möglicherweise war die Bank noch solvent, sodass sich ihre Lage durch eine Liquiditätsspritze oder eine Übernahme durch einen stärkeren Konkurrenten mit tieferen Taschen hätte stabilisieren lassen. Ebenso war es jedoch möglich, dass der Wert der Hypotheken-Papiere so weit gefallen war, dass Bear Stearns im Grunde pleite war; in diesem Fall wäre es für die Gläubiger besser gewesen, auszusteigen, bevor es zu spät war. Niemand wusste mit Sicherheit, was stimmte.

Was folgte, war im Prinzip ein Run von anderen großen Finanzinstituten, die Bear Stearns liquide Mittel zur Verfügung gestellt hatten. Eines

nach dem anderen weigerte sich, die Sicherheiten der Bank zu akzeptieren, sodass sie gezwungen war, Außenstände in bar zu begleichen. Zu Beginn der Woche hatte sie noch 18 Milliarden Dollar an Liquidität und liquiden Wertpapieren gehabt, am Donnerstagabend waren weniger als zwei Milliarden Dollar davon übrig.

An diesem Punkt war es keine Frage mehr, ob die Bank bei der Öffnung am Freitagmorgen kein Geld mehr haben und aus dem Geschäft sein würde. Am Donnerstagabend teilte Schwartz diese schlechte Nachricht dem Präsidenten der Fed of New York, Timothy Geithner, mit. Dadurch blieben der Fed nur Stunden für das Arrangieren einer Nothilfe, um Bear Stearns bis zum Wochenende zu bringen und anschließend eine dauerhaftere Lösung finden zu können.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dass Schwartz sich entschied, Geithner zu informieren, war aufschlussreich. Die Fed war nicht die für Bear Stearns zuständige Aufsichtsbehörde – weil die Bank formal gesehen ein Wertpapierhandelshaus war, gebührte diese zweifelhafte Ehre der Securities and Exchange Commission. Die aber, eingerichtet zur Aufsicht über Broker, war völlig damit überfordert, etwas zu regulieren oder gar abzuwickeln, das in Wirklichkeit eine Bank mit einer überaus komplexen Bilanz war. Im Jahr 2007 hatten SEC-Prüfer die Geschäftszahlen von Bear Stearns widerspruchslos abgesegnet. Als der SEC-Vorsitzende Christopher Cox erfuhr, dass Schwartz um staatliche Hilfe gebeten hatte, versicherte er dem Finanzminister Henry »Hank« Paulson, das Unternehmen sei gesund und würde innerhalb von Wochen einen Käufer finden.[19]

Zwar zählte es nicht zu den Aufgaben der Fed, Investmentbanken zu regulieren oder ihnen gar Kredite zu geben, doch sie verfügte über ein mächtiges Werkzeug, nämlich die Notenpresse. Dies machte sie zur einzigen staatlichen Stelle, die über Nacht große Geldsummen bereitstellen konnte. Um acht Uhr am folgenden Morgen, eine Stunde vor der Öffnung der Märkte, hatte man eine Lösung gefunden: Die Fed verlieh 12,9 Milliarden Dollar an JPMorgan Chase, eine Bank, für die sie als Regulierer zuständig war und bei der es sich nicht zufällig um den wichtigsten Akteur auf dem Markt handelte, auf dem sich Bear Stearns seine kurzfristigen Mittel besorgte.[20] In einer sogenannten »back to back«-Transaktion sollte JPMorgan dieses Geld dann an Bear Stearns weitergeben.

Wichtig dabei: Der Kredit an JPMorgan war als »non-recourse« definiert. Bear Stearns musste dafür also Sicherheiten in Form von Wert-

papieren mit einem Nennwert von rund 14 Milliarden Dollar stellen. Doch wenn sich herausstellen würde, dass sie kaum das Papier wert waren, auf dem sie gedruckt waren, war das ein Problem der Zentralbank und nicht von JPMorgan Chase. Damit bedeutete die Transaktion ein Verlustrisiko für die Zentralbank und indirekt für den Steuerzahler, da die Fed-Gewinne regelmäßig ans Finanzministerium angeführt werden. Dieser Umstand wurde in Washington mit wenig Begeisterung zur Kenntnis genommen. Er schwächte die öffentliche Unterstützung für weitere Interventionen, weil er die Sorge weckte, dass hinter dem Vorhang noch mehr Belastungen für die Steuerzahler verborgen sein könnten. Das Finanzsystem überlebte die Bear-Stearns-Krise, das Vertrauen in die Zentralbank aber schwand.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Um das Engagement bei einer Nicht-Geschäftsbank zu rechtfertigen, berief sich das Board of Governors auf eine bis dahin kaum bekannte Regelung im Federal Reserve Act, laut der die Zentralbank unter »dringlichen und außergewöhnlichen Umständen« Geld nicht nur an Mitgliedsbanken verleihen darf, sondern auch an Privatpersonen und Unternehmen.[21] Tatsächlich handelte es sich dabei um ein weiteres Relikt der Großen Depression: Im Jahr 1932 hatte der Kongress den Federal Reserve Act um die Section 13(b) ergänzt, nachdem Unternehmen geklagt hatten, die Bankenkrise habe die Versorgung mit privaten Bankkredite unterbrochen; außerdem gab es öffentliche Kritik, dass die Fed Finanzfirmen gegenüber der Realwirtschaft bevorzuge (klingt Ihnen das vertraut?). Mit Section 13(b) durfte die Fed dann also auch Kredite an private Unternehmen vergeben, wenn die Umstände »dringlich und außergewöhnlich« und die Empfänger landwirtschaftlich, industriell oder gewerblich tätig waren.

Die Vorschrift wurde selten genutzt, blieb aber bestehen. Im Jahr 1991 wurde sie nach Lobby-Arbeit von Goldman Sachs erweitert. Laut der neuen Section 13(3) durfte die Fed von nun an in Notfällen direkte Kredite auch an Wertpapierfirmen vergeben. Und ein solcher Notfall lag jetzt eindeutig vor.

Dass JPMorgan Chase in der Transaktion als Mittelsmann auftrat, tropfte geradezu vor Ironie. Auf gewisse Weise hatte die Beteiligung von Pierpont Morgan an der Bekämpfung der Finanzkrise 1907 zur Gründung der Federal Reserve geführt, denn sie weckte die Sorge, ein privater Krisenmanager könne Rettungsaktionen zu seinem Vorteil nutzen. 1930 dann hat-

te der Morgan-Partner Thomas Lamont eine prominente Rolle gespielt, als er sich zusammen mit der New York Fed und der New York State Banking Commission um die Abwicklung der Bank of United States bemühte. Und als Sandy Weill die Fusion von Citicorp und Travelers einfädelte, die der letzte Nagel im Sarg für den Glass-Steagall Act werden sollte, war der jetzige CEO von JPMorgan Chase, Jamie Dimon, Weills rechte Hand gewesen. Nachdem er später Chef der Bank One in Chicago geworden war, hatte Dimon erfolglos versucht, Bear Stearns zu kaufen, genau die Bank also, bei deren Rettung er jetzt helfen sollte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dimon saß, wie vor ihm Owen Young, im Board der Fed of New York. Er war Harvard-Absolvent und Finanzspezialist in dritter Generation. Die Bear-Stearns-Krise war für ihn eine Gelegenheit, in Pierpont Morgans Fußstapfen aus dem Jahr 1907 zu treten. Am Morgen des 14. März, als Geithner, Bernanke und andere Politiker über den Kredit von 12,9 Milliarden Dollar nachdachten, war auch Dimon per Telefon zugeschaltet. Im Namen der Finanzbranche warnte er, die Konsequenzen einer Pleite von Bear Stearns wären katastrophal. Als das Politiker-Team am selben Vormittag eine Telefonkonferenz mit weiteren Bank-CEOs abhielt, war es Dimon und nicht Geithner, Paulson oder Bernanke, der die entscheidenden Fragen stellte.[22]

Die Herausforderung bestand darin, eine andere Bank zu finden, die in der Lage wäre, Bear Stearns zu schlucken. Dieses Vorhaben hatte Ähnlichkeit mit dem Versuch im Jahr 1930, einen Ehepartner für die Bank of United States aufzutun. Dabei wurde, für manche der Beteiligten nicht vollkommen überraschend, bald klar, dass JPMorgan Chase der einzige plausible Freier war. Die Bank war ausreichend groß und als Clearingbank für Transaktionen hatte sie auch gewisse Einblicke in die Positionen von Bear Stearns.

Doch je genauer sich Dimons Leute die Bücher von Bear Stearns ansahen, desto mehr illiquide Wertpapiere entdeckten sie – die liquiden hatte die Bank in ihrem Überlebenskampf schon verkauft. Dimon nutzte die Tatsache, dass die Regierung verzweifelt einen Käufer suchte. Er hatte die Behörden in der Hand, und das wusste er auch. Am Sonntagmorgen verkündete er, er sei nur dann bereit, den Kauf anzugehen, wenn man ihm 30 Milliarden Dollar an illiquiden Hypotheken-Wertpapieren abnehme.

Weil keine Zeit für eine Genehmigung durch den Kongress blieb, sprang erneut die Federal Reserve in die Bresche. Die Zentralbank durf-

te keine Wertpapiere von Instituten wie Bear Stearns kaufen, nicht einmal unter ungewöhnlichen und dringlichen Umständen, sondern ihnen lediglich Kredite geben. Diese Restriktion wurde mithilfe eines der finanztechnischen Vehikel umgangen, die zu der Krise beigetragen hatten: Statt die Wertpapiere direkt von Bear Stearns zu kaufen, gründete die Fed die Zweckgesellschaft Maiden Lane LLC, benannt nach der Straße, an der ihre New Yorker Zweigstelle lag, und überließ ihr diese Aufgabe. Die Fed »verlieh« Geld an die Zweckgesellschaft, die damit dann die Wertpapiere von Bear Stearns kaufte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dies war für die Zentralbank ein viel größeres und längerfristiges Engagement als der zuvor über JPMorgan Chase vergebene Kredit von 12,9 Milliarden Dollar mit nur ein paar Tagen Laufzeit. Also ließen sich Geithner und Bernanke von Paulson versprechen, dass sich sein Finanzministerium nach Kräften bemühen würde, den Schaden für die Fed zu begrenzen, falls Maiden Lane bei der Transaktion Verluste machte.[23]

Das JPMorgan-Management von Dimon an abwärts war erfreut über den Deal. Dimon konnte sich als Retter des Finanzsystems wie vor ihm Pierpont Morgan positionieren. JPMorgan Chase bekam eine Präsenz im Prime-Brokerage, also in der Finanzierung von Hedgefonds, an der es dem Institut bis dahin gefehlt hatte. Nachdem er zunächst vier Dollar pro Aktie geboten hatte, senkte Dimon den Preis auf Anraten Paulsons zwischendurch auf zwei Dollar, denn der wollte unbedingt zeigen, dass staatliche Hilfe nur zu einem hohen Preis zu haben ist. Letztlich erhöhte JPMorgan Chase das Angebot doch wieder auf zehn Dollar pro Aktie, um zu verhindern, dass einige der besten Talente von Bear Stearns, die selbst in die Bank investiert hatten, zur Konkurrenz wechselten.[24]

Am Ende bezahlte JPMorgan Chase 1,5 Milliarden Dollar für eine Bank, die noch im Januar 2007 mit 20 Milliarden Dollar bewertet gewesen war und bei der allein der Hauptsitz in 383 Madison Avenue fast 1,4 Milliarden Dollar wert war.[25] In seinem Brief an die Aktionäre im März 2009 erklärte Dimon, er erwarte von der Bear-Stearns-Übernahme einen jährlichen Gewinnbeitrag von 1 Milliarde Dollar.[26] Dies klingt nach einer ausgesprochen gesunden Rendite auf eine Investition von 1,5 Milliarden Dollar.

Viel später, im Jahr 2012, behauptete Dimon, der Kauf von Bear Stearns durch JPMorgan sei ein Dienst an der Gemeinschaft gewesen. »Wir haben der Regierung einen Gefallen getan«, erklärte er vor dem Council of Foreign Relations. »Wir wurden darum gebeten, und wir haben es un-

ter großem Risiko für uns selbst getan.«[27] Natürlich sind Risiken nichts, mit dem Banken nicht vertraut wären. Man ist deshalb geneigt, in Dimons Äußerung eine nachträgliche Rechtfertigung für die Tatsache zu sehen, dass JPMorgan Chase mit den übernommenen Vermögenswerten und den auf die Übernahme folgenden Klagen nicht etwa wie erwartet 1 Milliarde Dollar pro Jahr verdiente, sondern Verluste machte. Auch ein leichter Unterton von Reue mischte sich in Dimons spätere Äußerungen dazu, was daran gelegen haben dürfte, dass Finanzministerium und Fed ihm nicht zu Hilfe kamen, als die Staatsanwaltschaft von New York eine Zivilklage gegen JPMorgan Chase einreichte; Bear Stearns habe Anleger bei hypothekenbesicherten Wertpapieren im Jahr 2006 getäuscht, hieß es darin. Ganz im Gegenteil verklagte das US-Justizministerium die Bank später wegen falscher Angaben über die Qualität von an Fannie Mae und Freddie Mac verkauften Wertpapiere, sowohl durch eigene Einheiten als auch durch von Bear Stearns übernommene. Bei einem Vergleich zahlte die Bank letztlich 13 Milliarden Dollar dafür. »Und ja, ich ordne das in die Kategorie unfair ein«, sagte Dimon, als er zum ersten Mal Verluste in Zusammenhang mit Bear Stearns einräumte:

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Er war nicht der Einzige, der nach der Rettungsaktion noch einmal ins Grübeln kam. Die Fed wurde dafür kritisiert, ihre Kompetenzen überschritten zu haben. Sie fördere Risikobereitschaft bei anderen Finanzfirmen, die nun ebenfalls offizielle Hilfe erwarten würden, wenn etwas schief lief, wurde ihr vorgeworfen. Tatsächlich wurde der Fed-Kredit letztlich (das heißt im Jahr 2012) vollständig und mit Zinsen zurückgezahlt, nachdem die von Maiden Lane gekauften hypothekenbesicherten Wertpapiere fällig geworden oder mit Erfolg verkauft worden waren. Im Rückblick spricht dies dafür, dass Geithner, Paulson und Co. recht mit ihrer Diagnose hatten, dass es bei Bear Stearns vor allem eine Liquiditätskrise gab, sodass der Notkredit angemessen war. Trotzdem war die Zentralbank massiver Kritik ausgesetzt und fühlte sich mit ihren beispiellosen Interventionen auch selbst nicht richtig wohl. Beides sollte dazu führen, dass sie zögerte, als sie bald erneut vor einem ähnlichen Problem stand.

Die Situation hatte Ähnlichkeit zum Jahr 1933, als vergleichbare Instinkte die Oberhand gewonnen hatten. Damals war die Reconstruction Finance Corporation wegen ihrer Entscheidung kritisiert worden, Charles Dawes' Central Republic zu retten – und anschließend beschloss sie, ein Zeichen zu setzen, indem sie den Untergang von Henry Fords Union

Guardian zuließ.[28] Das Ergebnis davon war die Mutter aller Bankenkrisen. Man hätte glauben können, dass dieses historische Beispiel bei späteren Entscheidungen berücksichtigt werden würde. Doch dazu kam es im Eifer des Gefechts dann nicht.

Am 11. Juli 2008 wurde die IndyMac Bank, der Sparkassen-Arm des siebtgrößten Hypotheken-Kreditgebers der USA, unter Zwangsverwaltung durch die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) gestellt. Ein Analyst von niemand anderem als Lehman Brothers warnte, die staatlich unterstützten Immobilienunternehmen Freddie Mac und Fannie Mae könnten als Nächstes an der Reihe sein.

Dass Freddie und Fannie Verluste erlitten hatten, war nichts Neues. Trotzdem wurde die Lehman-Analyse zum Katalysator für die Ängste am Markt. Für besonderen Ärger sorgte sie beim größten Käufer von Anleihen der beiden GSEs – der chinesischen Regierung. Die Chinesen achteten noch immer stärker auf die Berichte und Studien von Investmentbanken und Rating-Agenturen als Anleger, die näher am Geschehen waren. Jetzt schränkten sie ihre Käufe ein, und die Aktien von Freddie Mac und Fannie Mae stürzten ab. Die Zweifel daran, ob sich die staatlich geförderten Unternehmen bei zukünftigen Anleiheemissionen noch würden finanzieren können, wuchsen.

Am Wochenende vom 12. bis 13. Juni trat erneut die Fed auf den Plan. Unter Berufung auf außergewöhnliche und dringliche Umstände nahm sie Freddie und Fannie in die Liste von hilfsbedürftigen Unternehmen mit Zugang zu ihrem Diskontfenster auf. Minister Paulson bat Repräsentantenhaus und Senat um die Genehmigung, den beiden Instituten Kapital zur Verfügung zu stellen. Nach zwei Wochen mit politischem Gezerre erklärten sich beide Parlamentskammern einverstanden. Im September machte die Regierung von dieser Autorisierung Gebrauch, stellte Freddie und Fannie unter staatliche Verwaltung und garantierte ihre Verbindlichkeiten. Damit waren die Hypotheken-Giganten im Prinzip verstaatlicht.

Ein Scheitern von Freddie und Fannie zuzulassen, wäre keine Option gewesen, egal, wie sehr es sich Puristen des freien Marktes gewünscht haben mögen. Mit ungefähr fünf Billionen Dollar an offenen hypothekenbesicherten Wertpapieren waren die beiden um Größenordnungen bedeutender als Bear Stearns. Nach dem Zusammenbruch des Subprime-Marktes

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

kauften oder garantierten sie mittlerweile volle zwei Drittel aller neuen Hypotheken. Man konnte kaum damit rechnen, dass der Markt für Wohnimmobilien, der bereits taumelte, mit den Folgen ihrer Schließung noch zurechtgekommen wäre.

Dies hieß allerdings nicht, dass Kongress und Kommentatoren nicht trotzdem unzufrieden gewesen wären. Paulson hätte energisch auf die gesetzliche Ermächtigung für die Rettung gedrängt, doch seine Partei schlug zurück. Republikaner im Kongress waren erzürnt darüber, dass sie ein Duo von GSEs retten sollten, das in ihren Augen das freie Funktionieren des Marktes untergrub. Der Fed war bereits die Hilfe für JPMorgan Chase bezüglich Bear Stearns vorgeworfen worden. Dies war jedoch noch nichts im Vergleich zu der Kritik, die jetzt wegen der Rettung von Freddie Mac und Fannie Mae über das Finanzministerium ausgeschüttet wurde. Mit Sicherheit hatte dieses Geschehen Auswirkungen auf die Überlegungen, die bei der Reaktion auf die nächste Krise angestellt wurden.

All dies spricht dafür, dass Finanzministerium und Fed ein Zeichen setzen wollten, als acht Wochen später die Lehman-Krise ausbrach. Ein Wahltermin stand zu dieser Zeit in nur zwei Monaten bevor (auch hier gab es also wieder die zeitliche Nähe von Krisen zu Wahlen), und sie wollten deutlich zeigen, dass auch sie genug von Rettungsaktionen hatten.

Als Folge davon wurde kaum etwas getan, um sich auf das vorzubereiten, was hinterher als unvermeidlich angesehen wurde. Es war nicht so, dass man sich der Probleme bei Lehman Brothers nicht bewusst gewesen wäre. Der Zusammenbruch von Bear Stearns hatte Fragen über die Tragfähigkeit des Investmentbanking-Modells aufgeworfen, und Lehman war einer seiner wichtigsten Vertreter. Nachdem die Probleme von Bear Stearns bekannt geworden waren, schossen auch die Kosten für Absicherungen gegen eine Lehman-Pleite in die Höhe. Absicherungen für Morgan Stanley wurden ebenfalls teurer, aber weniger deutlich, was eine klare Hierarchie der Ängste zeigte. In Paulsons Telefonprotokoll für die Zeit zwischen der Rettung von Bear Stearns im März und der Lehman-Pleite im September standen pro Monat zehn Anrufe beim Lehman-CEO Dick Fuld. Paulson betonte, dass Lehman Brothers zusätzliches Kapital aufnehmen müsse. Fuld betonte, wie schwierig das sei. Mit nicht eben unklaren Worten brachte er zum Ausdruck, dass ein strategischer Investor wie JPMorgan Chase gebraucht würde, wenn sein Unternehmen die Veröffentlichung seiner Quartalszahlen im September überleben solle.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Gleichzeitig galt just die Tatsache, dass die Lehman-Probleme weithin bekannt waren, als Grund zu der Annahme, die Bank könne untergehen, ohne das Finanzsystem mit sich zu reißen. Anleger hatten genügend Zeit, um ihre Risiken für diesen Fall abzusichern und sich auf andere Weise vorzubereiten. Das jedenfalls wurde geglaubt, insbesondere von Fed-Chef Bernanke, wie er später vor dem Finanzdienstleistungsausschuss des Repräsentantenhauses zugab. »Das Scheitern von Lehman bedeutete Risiken«, räumte er ein. »Doch die Probleme bei Lehman waren seit einiger Zeit gut bekannt gewesen, und den Anlegern war – wie zum Beispiel an den hohen Kosten für die Absicherung von Lehman-Schulden am Markt für Credit Default Swaps zu erkennen war – eindeutig bewusst, dass ein Scheitern des Unternehmens durchaus möglich war. Aus diesem Grund befanden wir, dass Anleger und Kontrahenten genügend Zeit gehabt hätten, um Vorsichtsmaßnahmen zu ergreifen.«[29]

Das Problem dabei war, dass manche Risiken für eine Absicherung schlicht zu groß sind. Dies galt für die American International Group (AIG), die enorme Volumen an Versicherungen gegen eine Lehman-Pleite verkauft hatte. Gleichzeitig waren manche Anleger so klug zu denken, dass es unter diesen Umständen das Beste sei, sich mit den Kosten einer solchen Absicherung gar nicht zu belasten. Mit anderen Worten: Es könnte eine Neigung gegeben haben zu glauben, dass auch Lehman Brothers gerettet werden würde, so wie zuvor Bear Stearns.

Doch die Probleme von Lehman reichten noch tiefer. Die Bank besaß mehr toxische Hypotheken als Bear Stearns, und sie hatte mehr Schulden, über 660 Milliarden Dollar.

Zugleich hatte Lehman ein eher noch dysfunktionaleres Management. Wenn Jimmy Caynes Schwäche Poker war, dann bestand die von Dick Fuld darin, seine Bank größer zu machen, und zwar um jeden Preis. Als Enkel eines großen Lehman-Kunden hatte Fuld im Jahr 1969 als Praktikant bei ihr begonnen. Rasch wurde er ein erfolgreicher Anleihenhändler, denn er verfügte über die Sportlichkeit, die Kampfeslust und die derbe Sprache, die in diesem Job gefragt sind. Fuld wurde Leiter der Festverzinslichen-Abteilung und 1994, als American Express sich von der Bank trennte, CEO. Ihm war stets bewusst, dass Lehman Brothers nicht so groß war wie JPMorgan Chase und nicht so angesehen wie Goldman Sachs.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Für den ultra-ehrgeizigen CEO war keine Strategie für das Korrigieren dieser unakzeptablen Situation zu ambitioniert. Und als diese Strategien nicht funktionierten, zeigte Fuld, anders als Cayne, keinerlei Neigung, seinen Posten zu räumen.

Historiker tun sich schwer damit, weltverändernde Ereignisse an einzelnen Persönlichkeiten festzumachen – auch wenn es natürlich Ausnahmen gibt, wie etwa die Tatsache, dass Friedman und Schwartz die Große Depression auf den frühen Tod von Benjamin Strong zurückführten. Ohne Frage aber ist Fulds Persönlichkeit ein Teil der Erklärung dafür, warum Lehman weiter aggressiv in den Immobilienbereich investierte, als andere Investmentbanken schon zu dem Schluss gekommen waren, dass der Tanz zu Ende ist. Sie erklärt auch, warum er sich weigerte, im Sommer 2008 ein Übernahmeangebot von der Korea Development Bank anzunehmen.[30]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Fulds Persönlichkeit erklärt auch, wenn es sich denn überhaupt erklären lässt, dass er glaubte, die Märkte würden sich beruhigen lassen, weil er einen Plan hatte, um die Risiken der Bank bei Gewerbe- und Wohnimmobilien herunterzufahren; dies gab er bei der vorzeitigen Veröffentlichung eines riesigen Verlust von 3,9 Milliarden Dollar in einer Telefonkonferenz am 10. September bekannt. Sein Plan bestand, wie sich zeigte, aus nichts weiter als dem Vorhaben, die Immobilienpositionen der Bank in ein Vehikel außerhalb der Bilanz – mit dem unglücklichen Namen SpinCo – zu verlagern. Wer SpinCo finanzieren sollte, war völlig offen, da Lehman selbst dazu nicht in der Lage war. Schnell wurde Anlegern klar, dass SpinCo nur das war, was der Name schon nahelegte: ein PR-Trick.

Entweder Pech oder schlechte Planung waren der Grund dafür, dass der Termin für Fulds Telefonkonferenz statt am Ende der Woche an einem Dienstag angekündigt wurde. Allein diese Neuigkeit reichte aus, um die Aktien von Lehman Brothers auf Talfahrt zu schicken. JPMorgan Chase, immer der Freund der Märkte, verlangte dann von Lehman weitere fünf Milliarden Dollar Sicherheit, um seine Kreditlinie aufrechtzuerhalten. Dies war die gesamte Liquidität, über die Fuld noch verfügte, auch wenn er das Sparschwein vorübergehend wieder auffüllen konnte, indem er sich Geld am Repo-Markt lieh. Allein die Tatsache, dass irgendjemand Lehman-Sicherheiten noch für ausreichend hielt, war dabei bemerkenswert. Sie ist ein starker Beleg für den immer noch herrschenden Glauben, Finanzministerium und Fed würden noch einen Ausweg finden.

Was dann folgte, war eine Wiederholung des Bear-Stearns-Wochenendes, wobei die Rolle von Jamie Dimon dieses Mal von Ken Lewis, dem CEO der Bank of America, gespielt wurde. Allerdings tat sich die Bank of America selbst bereits schwer damit, die Übernahme des angeschlagenen Hypotheken-Kreditgebers Countrywide Financial im Januar 2008 zu verdauen, die als bis dahin bedeutendste Leistung von Lewis angesehen wurde (vier Jahre später wurde sie von Tony Plath, einem Professor an der University of North Carolina, dagegen als »der schlechteste Deal in der amerikanischen Finanzgeschichte« bezeichnet, und er stand keineswegs allein mit dieser Meinung).[31] Wenn er noch mehr tun sollte, wollte Lewis lieber Merrill Lynch mit seiner donnernden Herde von 16.000 Brokern (oder »vertrauenswürdigen Finanzberatern«, wie die Bank selbst zu sagen pflegte) und drei Millionen Brokerage-Kunden übernehmen, was er am 14. September 2008 auch tat.[32] Die notleidenden Immobilien-Investitionen von Lehman Brothers waren umfangreicher als bei Bear Stearns, weil sich die Bedingungen bei Wohnimmobilien und am Hypothekenmarkt immer weiter verschlechterten. JPMorgan Chase hatte die Behörden bei dieser Rettung dazu gebracht, 30 Milliarden Dollar an Aktiva von Bear Stearns zu übernehmen. Also ließ Lewis am Freitag erkennen, dass die entsprechende Zahl für Lehman Brothers 40 Milliarden Dollar lauten würde. Am Tag darauf erhöhte er seine Schätzung auf 70 Milliarden Dollar.

Erneut brauchte die New Yorker Fed eine Haftungsfreistellung durch das Finanzministerium, wenn sie darüber nachdenken sollte, 70 Milliarden Dollar an Lehman-Aktiva – natürlich indirekt – zu kaufen. Die aber verweigerte Paulson jetzt. Der Finanzminister war wegen der früheren Rettungen unter scharfe Kritik geraten. Öffentlich hatte er Bear Stearns als Sonderfall bezeichnet und darauf bestanden, dieser sei »nichts, was wir *jemals* wiederholen wollen«.[33] Von dieser klaren Festlegung konnte er sich jetzt schlecht wieder lösen.[34]

Zusätzlich gebremst wurde Paulson von der Tatsache, dass es dem Finanzministerium an einer unbefristeten Autorisierung fehlte, Aktiva aus dem Hypothekenbereich zu kaufen – die sollte es erst im Oktober mit der Verabschiedung des Troubled Assets Relief Program bekommen. Angesichts der illiquiden Märkte war es vorerst kaum möglich, die im Frühjahr übernommenen 30 Milliarden Dollar an Aktiva von Bear Stearns zu verkaufen. Doch es gab durchaus Grund zu der Annahme, dass sie irgendwann wieder etwas wert sein würden (und wie erwähnt verdiente die

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Regierung mit dem Verkauf am Ende Geld). Die Aktiva von Lehman Brothers dagegen waren eine Abschreibung, die nur darauf wartete, realisiert zu werden. Als Finanzminister, so argumentierte Paulson später, hatte er keine Befugnis, Geld der Steuerzahler einem solchen Risiko auszusetzen.

Dies könnte der Faktor gewesen sein, der ausschlaggebend für die Entscheidung war, Lehman Brothers untergehen zu lassen. Wenn dem so war, war dies wohl der größte politische Einzelfehler des Jahres 2008. Die Aufsichtsbehörden hatten Lehman mindestens seit der Rettung von Bear Stearns im März beobachtet.[35] Sie wussten, dass sich die Hypothekenverluste bei der Bank häuften und dass sie in Gefahr war, den Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten am Markt zu verlieren.[36] Ebenso wussten sie, dass sie nicht autorisiert waren, Geld an ein insolventes Institut zu verleihen. Sie wussten aber auch, dass ein Insolvenzverfahren verheerende Folgen haben würde, weil die Verbindlichkeiten in dieser Zeit eingefroren wären. Trotzdem wurde in den sechs Monaten nach Bear Stearns nichts getan, um dem Finanzministerium die Möglichkeit zu geben, eine geordnete Abwicklung von Lehman Brothers anzugehen.

Zum Teil lag das an einem Mangel an Fantasie – dem fehlenden Willen zu glauben, dass ein Institut, das mehrere Male so groß war wie Bear Stearns, wirklich gegen die Wand fahren könnte. Zum Teil war das Problem aber auch politisch: Die öffentliche Ablehnung von Rettungsaktionen für große Finanzfirmen ließ den Kongress zögern, dem Finanzministerium zusätzliche Befugnisse zu geben, bis die einzige Alternative dazu in einem völligen Absturz der Wirtschaft bestand; so weit war es erst im Oktober. Ganz ähnlich hatte im Jahr 1932 die Reconstruction Finance Corporation nicht das Recht gehabt, insolventen Finanzinstituten Kapitalspritzen zu geben, was ihre Möglichkeiten einschränkte, gegen die sich ausbreitende Krise vorzugehen. Erst als die USA 1933 von der schwersten Finanzkrise ihrer Geschichte erwischt wurden, verabschiedete der Kongress dann den Emergency Banking Act, der diese Restriktionen lockerte. Wer wie Bernanke die Große Depression studiert hatte, dürfte sich dieses historischen Beispiels bewusst gewesen sein. Doch auch wenn dem so war, änderte sich dadurch jetzt nichts am weiteren Verlauf der Ereignisse.

Die Entscheidung (oder die Nicht-Entscheidung), Finanzministerium und Fed in die Lage zu versetzen, eine insolvente Investmentbank zu übernehmen und unter Zwang zu rekapitalisieren, konnte nur der Kongress treffen. Doch nicht zum ersten Mal wurde das dortige Geschehen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

statt von kühler wirtschaftlicher und historischer Logik von politischen Leidenschaften bestimmt. Das Finanzministerium hatte schon einmal zum Brunnen gehen und den Kongress um die Autorisierung für die Rettung von Freddie Mac und Fannie Mae bitten müssen. Jetzt zeigte sich das Parlament ausgesprochen wenig geneigt, sich mit einer weiteren Anfrage dieser Art zu beschäftigen. Und um die Angelegenheit noch weiter zu verkomplizieren, mussten die fraglichen Entscheidungen in einem Wahljahr fallen. Vor diesem Hintergrund gab es auf Seiten der Regierung im Sommer 2008 keinerlei Bereitschaft, beim Kongress um zusätzliche Befugnisse zu bitten.[37]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Als einzige Option blieb damit, ein Konsortium von Banken zusammenzustellen, das der Bank of America die notleidenden Lehman-Aktiva abnehmen sollte. Mitarbeiter und Führung der New York Fed arbeiteten in den Tagen vor dem Lehman-Wochenende mit Hochdruck an einem Plan dafür. Dabei war angesichts des toxischen Charakters der Lehman-Papiere allerdings nie klar, warum andere Banken die ihnen zugedachte Rolle hätten übernehmen sollen. Im Jahr 1998 hatte es die New Yorker Fed noch geschafft, ein Konsortium von Finanzinstituten zu einer Notfall-Liquiditätsunterstützung für den gefährdeten Hedgefonds Long-Term Capital Management zu bewegen. Dies war genau das Konsortium gewesen, bei dem Bear Stearns eine Beteiligung verweigerte. Trotzdem konnte man sich an dieser Erfahrung orientieren.

Jedoch hatte LTCM, wie Bear Stearns, zwar illiquide, aber doch werthaltige Sicherheiten gehabt. Bei Lehman Brothers sah es ganz anders aus. Eine Interpretation lautet deshalb, mit der Entscheidung für eine reine Privatsektor-Lösung hätten sich Paulson und seine Kollegen implizit damit einverstanden gezeigt, Lehman pleitegehen zu lassen; das wäre insofern vielleicht sogar korrekt gewesen, als es nicht Aufgabe der Regierung ist, eine insolvente Institution am Leben zu halten. Plausibler aber ist, dass bis zum Wochenende niemand – weder Lewis noch Paulson und sicher nicht die SEC – wusste, wie schlecht die Bilanz von Lehman Brothers wirklich aussah. Man glaubte also an die Machbarkeit der privaten Lösung, bis es zu spät war. Es war wie bei Hoovers Versuch im Jahr 1931, eine vom Privatsektor getragene Lösung für die Krise zu organisieren: Ihm war dabei nicht klar, dass viele Banken nicht nur Liquiditäts-, sondern Solvenzprobleme hatten.

Doch wenn dies die Erklärung für das Versagen ist, dann versagten in der neueren Krise jetzt die Bank selbst, ihre Aufsichtsbehörden und ihre

Kontrahenten, denn sie schafften es nicht, die Bücher von Lehman Brothers richtig zu analysieren. Ebenso lag das Versagen bei Finanzministerium, Fed und Kongress, die nichts dafür taten, um sich auf das Schlimmste vorzubereiten. Es war ein Versagen des Systems.

In einer letzten Anstrengung versuchten Paulson und seine Kollegen noch, einen Verkauf von Lehman Brothers an Barclays zu vermitteln, eine große britische Bank, die Interesse an einer Übernahme bekundet hatte. Doch die Chance, ein solches Vorhaben innerhalb eines einzigen Wochenendes über die Bühne zu bekommen, war von vornherein gering. Lehman war schon nach US-Standards ein großes Institut, und relativ zum britischen Finanzsystem gesehen natürlich erst recht. Allein das musste den Kaufinteressenten zum Nachdenken bringen. Die Geschichte von Barclays reicht zurück bis zum Goldschmied-Bankwesen des 17. Jahrhundert. Die Bank hatte nicht mehr als 300 Jahre lang überlebt, indem sie sich blind in Abenteuer stürzte. Sie und ihr Regulierer, die Financial Services Authority, brauchten also Zeit, um die Bücher von Lehman zu prüfen. Ungünstigerweise hätte Barclays, wie JPMorgan Chase im Fall von Bear Stearns, vor dem Abschluss der Transaktion durch eine Abstimmung der Aktionäre eine Garantie für Lehman-Transaktionen abgeben müssen, um die angeschlagene Bank bis dahin am Leben zu erhalten. Außerdem war sich Barclays darüber im Klaren, dass mit der Bank of America ein anderer möglicher Aufkäufer schon beschlossen hatte, sich zurückzuziehen.

Am Sonntag machte die FSA klar, dass sie keinerlei Absicht habe, dem Zusammenschluss ihren Segen zu geben. Damit war das Schicksal von Lehmen Brothers besiegelt. Dass eine Übernahme durch Barclays auch nur geprüft wurde, lässt erkennen, von welcher Verzweiflung die politischen Entscheidungsträger in den USA damals getrieben waren.[38]

Dass Finanzministerium und Fed sich um einen Käufer für Lehman Brothers bemühten, war kein Geheimnis, und das Beispiel Bear Stearns sorgte zumindest für etwas Optimismus, dass diese Bemühungen von Erfolg gekrönt sein könnten. Deshalb kam die Pleite überraschend. Die Folgen waren chaotisch. Weil die Behörden es nicht wahrhaben wollten, wurde der Insolvenzantrag von Lehman Brothers erst um 1.45 Uhr in der Nacht zum Montag gestellt. Die asiatischen Märkte waren zu dieser Zeit schon

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

geöffnet, also konnte man gleich ihre Reaktion beobachten: Die Börse in Singapur fiel um 2,9 %, Taiwan um 4,1 %, Indien um 5,4 %.[39]

Zwölf Stunden vergingen dann, bis Paulson endlich im Weißen Haus vor die Presse trat, um ihr zu versichern, dass dies nicht das Ende der Welt sei. Die Reporter waren nicht überzeugt. Mit Schulden von 613 Milliarden Dollar war die Lehman-Insolvenz die größte in der Geschichte der USA. Der Dow Jones fiel um 504 Punkte oder fast 5 % (sein größter Verlust seit dem ersten Handelstag nach dem 11. September 2001). Für den S&P-Finanzwerteindex, der mehr als 10 % im Minus schloss, war dieser Montag, der 15. September 2008, der schlechteste Tag, den es je gegeben hatte.[40]

Und wenn die Kundenkonten bei Lehman Brothers nicht sicher waren, wer konnte dann wissen, ob es nicht auch bei Goldman Sachs oder Morgan Stanley so war? Hedgefonds, Publikumsfonds, Versicherungen und Universitätsstiftungen beeilten sich, Ihr Geld von diesen einst unbezwingbaren Finanzfirmen abzuziehen. Weil niemand wusste, wer als Nächstes kommen könnte, gab es keinerlei Bereitschaft zur Kreditvergabe mehr. Die Märkte für Commercial Paper und für Interbanken-Tagesgeld waren völlig geschlossen.

Dies war nicht weniger als ein ausgewachsener Run auf das Schattenbankensystem. Die Einlagensicherung bis 100.000 Dollar war irrelevant, weil es sich bei den betroffenen Instituten nicht um Geschäftsbanken, sondern um Prime Broker handelte. Damit blieb nur Vertrauen. Und dieses Vertrauen fiel den widersprüchlichen Signalen von US-Politikern und ihren Amtskollegen im Ausland zum Opfer.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 13
Die Spirale

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dass alles noch schlimmer werden konnte, war kaum vorstellbar. Doch es wurde noch schlimmer, denn dann kam AIG.

Die AIG-Story ist eines der ungewöhnlicheren Kapitel in dieser ungewöhnlichen Geschichte. Das Unternehmen war im Jahr 1919 als American Asiatic Underwriters von Cornelius Vander Starr gegründet worden, einem in Nordkalifornien geborenen Eisverkäufer und Agenten für die US-Regierung. Starrs Kontakte nach Asien begannen mit einem Job bei der Pacific Mail Steamship Company. Ihm gefiel die Region, und mit 27 Jahren wurde er zum ersten Westler, der Versicherungen an die chinesischen Bewohner von Shanghai verkaufte (was an Clarence Hatry erinnert, der vor 1914 Versicherungen für österreichische Immigranten anbot). Konkret versicherte Starr chinesische Schiffsunternehmen gegen Verluste durch marodierende Piraten vor der heutigen indonesischen Küste. Und er stellte Feuerversicherungspolicen für Fabriken in China und auf den Philippinen aus.

Im Zweiten Weltkrieg dann nutzte Wild Bill Donovan, Leiter des US Office of Strategic Service (OSS), die Mitarbeiter von Starr, um Informationen über die Anlagen der feindlichen Macht im Fernen Osten einzuholen. Ab 1942, nach dem Kriegseintritt der USA, übernahm Starr persönlich die Kontrolle über diese Geheimoperation. Er half Donovan dabei, anhand der Unterlagen von American Asiatic zu Versicherungen für Gewerbeimmobilien lohnende Bombardierungsziele zu identifizieren. Später gründete Starr zwei Tarnfirmen, Metropolitan Motors Overseas Incorporated und eine New Yorker Ausgabe von *Shanghai Evening Post and Mercury*, deren Mitarbeiter als Agenten für den OSS arbeiteten.[1]

Nach der Besetzung von Peking und Shanghai durch kommunistische Kräfte im Jahr 1949 verlegte Starr sein Hauptquartier nach New York. Unter seinem Nachfolger, dem umtriebigen, willensstarken Maurice (»Hank«)

Greenberg, wurde die umbenannte American International Group zum größten Gewerbe- und Industrieversicherer der Welt. Sie bot Reise- und Lebensversicherungen für Privathaushalte an und verwaltete die Pensionspläne für jeden zehnten Amerikaner. Lehman Brothers hatte 600 Milliarden Dollar Schulden, die Verbindlichkeiten von AIG aber reichten in die Billionen.

Irgendjemand bei AIG war offenbar der Meinung, die Erfahrung bei Gewerbe- und Industrieversicherungen qualifiziere das Unternehmen auch für den Verkauf von Absicherungen gegen den Ausfall von CDOs. Sein Handelsarm AIG Financial Products war in den 1990er-Jahren einer der ersten Anbieter von speziellen Versicherungen für CDOs. Diese Kontrakte, bezeichnet als Credit Default Swaps oder CDS, waren bei JPMorgan erfunden worden, einer Bank, mit der AIG Financial Products rege Geschäfte machte.[2] Anders als Dr. Frankenstein scheinen die verrückten Wissenschaftler bei JPMorgan durchaus gewusst zu haben, dass ihre Kreation außer Kontrolle geraten könnte, und sie zeigten eine gewisse Zurückhaltung beim Ausstellen von CDOs und CDS. Nicht aber AIG Financial Products. Die Einheit versicherte nicht nur hoch bewertete Wertpapiere, sondern auch mit Subprime-Hypotheken besicherte CDOs. Bis Mitte 2008 hatte sie außerordentliche 500 Milliarden Dollar an Policen ausgestellt – genug, um die ganze Muttergesellschaft in Schwierigkeiten zu bringen.

Geleitet wurde AIG Financial Products von Joseph Cassano, der zuvor bei Drexel Burnham Lambert gearbeitet hatte, Pionieren im Geschäft mit sogenannten Junk Bonds, also Anleihen mit weniger guten Ratings. Die 400 Beschäftigten von Cassano verdienten im Durchschnitt mehr als eine Million Dollar pro Jahr.[3] Gehälter und Boni machten ein Drittel des Gesamtumsatzes der Einheit aus. Die dominierende Position von AIG im Markt für Gewerbe-, Industrie- und Lebensversicherungen brachte ihr ein hohes Kredit-Rating ein, sodass sie nicht gezwungen war, Sicherheiten für ihre CDO-Versicherungen vorzuhalten. Andere Finanzinstitute, die anders als AIG kein AAA-Rating hatten und deshalb mehr Sicherheiten stellen mussten, hatten bei der Bereitstellung von CDO-Versicherungen höhere Kosten. Dadurch wurde AIG Financial Products der dominierende Anbieter auf diesem Markt.

Der Wirkung nach hielt Financial Products damit eine hoch gehebelte Long-Position im US-Wohnimmobilienmarkt. Wie es sein konnte, dass sich die Muttergesellschaft und erst recht die Aufsichtsbehörden nicht

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

weiter dafür interessierten, ist erklärungsbedürftig. Zum Teil lag es daran, dass man die Credit Default Swaps dem AIG-Board als nur eine andere Art der normalen Versicherungen verkaufen konnte, die man seit Langem anbot – obwohl die fraglichen Instrumente in Wirklichkeit etwas vollkommen anderes waren. Hank Greenberg, dessen Abneigung gegenüber Risiken bisweilen als »soziopathisch« beschrieben wurde, hätte den Unterschied vielleicht verstanden, doch er war durch einen Bilanzskandal im Jahr 2005 zum Rücktritt gezwungen worden.[4] Mangels Nachfolgeplanung kam nach ihm eine Reihe kurzlebiger, nicht sehr überzeugender CEOs. Ein weiterer Teil der Erklärung könnte sein, dass AIG Financial Products ein eigenes Profit Center war, sodass die Muttergesellschaft keine große Neigung hatte, die dortigen Praktiken zu hinterfragen. Zudem war Cassano geheimniskrämerisch. Er weigerte sich selbst gegenüber seinen Vorgesetzten, Informationen über seine Versicherungsaktivitäten weiterzugeben – womit er nur aufgrund seines legendären Temperaments und der Gewinne seiner Einheit durchkam.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der Hauptsitz von AIG Financial Products befand sich in London und damit jenseits des Zugriffs des New York State Insurance Department, das den Versicherungsbereich von AIG beaufsichtigte, und des Federal Reserve System als dem vermeintlichen Hüter des amerikanischen Finanzsystems. Die Einheit verbuchte ihre Geschäfte über eine französische Bank und verkaufte Derivate-Versicherungen an europäische Banken, die sich mit Produkten aus dem Subprime-Bereich eingedeckt hatten. Die Abnehmer mussten dank der CDS-Versicherungen weniger Kapital für ihre Investitionen im Subprime-Bereich beiseitestellen, sodass sie ihre Bilanzen weiter vergrößern und neue Risiken eingehen konnten. Einer von Greenbergs Nachfolgern als CEO, Edward Liddy, bezeichnete diese Praxis in seiner Aussage vor dem House Financial Services Subcommittee on Capital Markets im Jahr 2009 elegant als »Bilanzvermietung«.[5]

Aus europäischer Sicht wirkte AIG Financial Products weniger wie eine Versicherung als wie eine hoch gehebelte Bank, was natürlich zutreffend war. Also wollten europäische Beamte die Einheit auch der Bankenaufsicht unterstellen, sagten aber leider nicht, wessen Bankenaufsicht und in welchem Land.[6] Dann kaufte AIG Financial Products die Sparkasse American General Bank und brachte sich damit selbst unter die Aufsicht (wenn man dieses Wort großzügig versteht) des Office of Thrift Supervision in den USA.

Das OTS war eine besonders glücklose Behörde, geschaffen 1989 als Reaktion auf die US-Sparkassenkrise. Sparkassen vergaben nur ganz einfache Hypothekenkredite, sodass das OTS keine besonderen Kompetenzen im Bereich von Derivaten hatte. Weil die Aufsichtsbehörde nur für die Sparkassen-Tochter von AIG verantwortlich war, beobachtete sie die Aktivitäten des Gesamtunternehmens ausschließlich unter diesem Aspekt. Besuche von Inspektoren beschränkten sich auf das bescheidene Büro von Financial Products in Connecticut. Bei der Prüfung im Jahr 2006 stellte das OTS zwar fest, dass sich die Umsätze im Kreditbereich innerhalb nur eines Jahres vervierfacht hatten, was aber zu keinerlei wesentlichen Nachfragen oder gar korrigierendem Eingreifen führte. Wenn eine einzelne Tatsache die Auswirkungen des maroden Regulierungssystems der USA symbolisieren kann, dann diese.

Als der Markt für Wohnimmobilien ins Taumeln geriet, häuften sich bei AIG Financial Products die Verluste. Aber das Problem war nicht nur der fallende Häusermarkt. Hinzu kamen Klauseln in den Versicherungskontrakten, laut denen die Muttergesellschaft zusätzliche Sicherheiten stellen musste, wenn das Rating für AIG auf ein einfaches A zurückgestuft würde. Dass es diese Regelung gab, war nicht einmal innerhalb des Unternehmens allgemein bekannt, so diskret betrieb Cassano sein Geschäft. Ans Tageslicht kam sie nach der Pleite von Lehman Brothers am Nachmittag des 15. September 2008, einem Montag, als Moody's und Standard & Poor's, wieder einmal spät dran, das Rating für AIG senkten.

Weitere alarmierende Neuigkeiten gab es am Tag darauf. Der Reserve Primary Fund, der altehrwürdigste Geldmarktfonds Amerikas, hatte rund 785 Millionen Dollar an Lehman-Papieren in seinem Portfolio, wie er im Juli noch stolz in seinem Finanzbericht verkündet hatte. Von der Lehman-Insolvenz erfuhr der 70 Jahre alte Mitgründer und Manager des Fonds, Bruce Bent Sr., jetzt durch ein Zeitungsschlagzeile, die er an einem Flughafen-Kiosk während eines Urlaubs in Italien sah, wohin er zum 50. Jahrestag ihres Kennenlernens mit seiner Frau gereist war.

Innerhalb von 24 Stunden nach der Lehman-Insolvenz hatte fast die Hälfte von Bents Kunden ihre Anteile zur Rückgabe eingereicht. Diese Forderungen konnte der Fonds nicht einfach durch den Verkauf anderer Anlagen bedienen, weil die Märkte so niedergedrückt waren. Zur Erinne-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

rung: Im Jahr 2007 waren andere geschwächte Geldmarktfonds von ihren Fondsgesellschaften oder Besitzern aus dem Investmentbanking gerettet worden.[7] Doch dem Primary Fund mit seinen 62 Milliarden Dollar Volumen fehlte es an einem Beschützer mit tiefen Taschen, und eine offensichtliche Alternative gab es nicht. Bent war alarmiert genug, um seinem Sohn Bruce Bent II den Auftrag zu geben, den New-York-Fed-Präsidenten Geithner zu kontaktieren. Weil der gerade anderweitig beschäftigt war, hinterließ ihm Bent Junior eine Nachricht.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zunächst versuchten die Bents, ohne Erfolg, 100 Millionen Dollar von den Banken zu bekommen, über die sie ihre Geschäfte abwickelten. Als Nächstes suchten sie einen Käufer für ihren strauchelnden Fonds, was ebenfalls keinen Fortschritt brachte. Die einzige verbleibende Option war damit, die Rücknahme von Anteilen einzustellen und einen verringerten Preis dafür zuzulassen.[8] Also gab der Reserve Primary Fund bekannt, man werde den Dollar brechen – der Wert pro Anteil sinke auf 97 Cent pro Dollar. Außerdem würden weitere Rücknahmeanforderungen erst in sieben Tagen bearbeitet, hieß es.

Nur Monate zuvor hatte Bent Senior seine Anteilseigner gewarnt: »Leider haben eine Reihe von Geldmarktfonds und eine Reihe von Anlegern, die solche Fonds auswählen, auf ihrer törichten Jagd nach ein paar zusätzlichen Basispunkten den Sinn eines Geldmarktfonds und die einfachen Regeln, die dafür gelten, aus den Augen verloren. Das einem Geldmarktfonds anvertraute Geld ist Ihre Reserve, von der Sie erwarten, dass sie unter allen Umständen verfügbar ist.«[9] Die anderslautenden Nachrichten kamen bei den Sparern jetzt nicht gut an und sie suchten überall eilends herauszukommen. Die größten Rückgaben verzeichneten Geldmarktfonds von Instituten wie Morgan Stanley und Goldman Sachs, die in intensiven Geschäftsbeziehungen mit Lehman Brothers gestanden hatten. Da Geldmarktfonds bis dahin die wichtigsten Käufer von besichertem Commercial Paper großer Unternehmen gewesen waren, wichen jetzt auch die letzten Anzeichen für Lebendigkeit aus diesem Markt.

Verteidiger der Fondsbranche sagten später, dies sei eine Überreaktion gewesen. Papiere von Lehman Brothers machten nur 1 % des Anlageportfolios des Reserve Primary Fund aus. Anteilseigner des Fonds bekamen letztlich mehr als 99 % ihrer Investition zurück. Doch dieselben Anteilseigner argwöhnten, dass der Primary Fund nicht der einzige Geldmarktfonds mit Lehman-Risiken sein könnte, und noch wichtiger, dass Lehman

Brothers vielleicht nicht der einzige Fall bleiben würde. Die Probleme des Primary Fund erinnerten sie daran, dass solche Fonds kein eigenes Kapital hatten und nicht versichert waren. Später stellte sich heraus, dass fast 30 andere Geldmarktfonds Verluste erlitten, die sie normalerweise ebenfalls gezwungen hätten, den Dollar zu brechen. Dies ließ sich vermeiden, indem sie wieder von ihren Muttergesellschaften gerettet wurden.[10] Doch dem Reserve Primary Fund war ein derartiger Luxus nicht vergönnt.

Geldmarktfonds waren in den frühen 1970er-Jahren als Alternative zu Bankkonten entwickelt worden, deren Zinsen durch die Regulation Q aus dem Jahr 1933 begrenzt waren.[11] Mit der Abschaffung von Regulation Q Mitte der 1980er-Jahre hatten sie dann eigentlich ihre Daseinsberechtigung verloren. Das hieß allerdings nicht, dass sie in der Versenkung verschwunden wären: Dass die Securities and Exchange Commission sie anders als Banken nicht zwang, einen Kapitalpuffer vorzuhalten, war eine heimliche Subvention, die ihnen erlaubte, länger zu existieren, als sie wirklich gebraucht wurden. Die Konsequenzen waren verheerend.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

An diesem Punkt, in der dritten September-Woche, erreichte die Krise ihre gefährlichste Phase. Runs von Privatanlegern auf Geldmarktfonds und von institutionellen Anlegern auf die Investmentbanking-Eltern zogen das Schattenbankensystem in den Abgrund. Aus Angst vor Kontrahentenrisiken weigerten sich Banken, Kredite zu vergeben. Selbst die angesehensten Unternehmen wie General Electric bekamen kein Geld mehr.

Verzweifelte Umstände führten zu verzweifelten Maßnahmen. Das Finanzministerium gab bekannt, dass es die Verbindlichkeiten von Geldmarktfonds vorübergehend garantiere. Garantien sind schön und gut, doch damit sie glaubwürdig sind, muss etwas dahinterstehen. Dazu genehmigte Paulson die Nutzung des Exchange Stabilization Fund, ein weiteres Überbleibsel der Großen Depression. Der ESF war im Jahr 1934 nach dem Abschied der USA vom Goldstandard mit dem Ziel einer Stabilisierung des US-Dollar eingerichtet worden. Jetzt wurde dieser Geldtopf von 50 Milliarden Dollar genutzt, um Anlegern in Geldmarktfonds die Sicherheit zu geben, dass das Dollar-Brechen beendet war – dass sie also Geld vom ESF bekommen würden, falls ihre Fonds nicht mehr in der Lage wären, 100 Cent pro Dollar auszuzahlen.[12]

Die Garantie war eine bedeutende Ansage, doch Tatsache war auch, dass die 50 Milliarden Dollar im Vergleich zu den 3 Billionen Dollar an ausstehenden Geldmarktfonds-Anteilen nur ein Tropfen auf den heißen Stein waren. Erneut war die Fed die einzige Institution mit hinreichend tiefen Taschen, um sich dieses Problems anzunehmen. Doch sie hatte nicht einmal unter ungewöhnlichen und dringenden Umständen das Recht, besichertes Commercial Paper direkt von Geldmarktfonds zu kaufen und ihnen im Gegenzug Liquidität zu geben. Um das Verbot zu umgehen, wurde nun ein kompliziertes Konstrukt unter dem Namen Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility geschaffen: Über die AMLF verlieh die Fed Geld an State Street und JPMorgan, zwei der Depotbanken, bei denen die Geldmarktfonds ihre Anlagen verwahrten und ihre Geschäfte verbuchten. State Street und JPMorgan kauften mit den Krediten dann Commercial Paper von den Fonds, sodass die das Geld in die Kassen bekamen, das sie brauchten, um die Anteilsrückgaben auszuzahlen. Am Ende finanzierte die Fed auf diese Weise mehr als 200 Milliarden Dollar an Käufen von Commercial Paper durch die beiden Depotbanken und eine Handvoll kleinerer Verwahrer.

Die Stabilisierung der Anteilspreise von Geldmarktfonds und die spätere Erhöhung der Einlagensicherung von 100.000 Dollar auf 250.000 Dollar durch die FDIC waren populär, weil man sich damit um die Sorgen von kleinen Sparern kümmerte. Andere Maßnahmen aber, von denen große Finanzinstitute profitierten, waren stärker umstritten. Diese Kontroversen betrafen auch die AMLF, mit der gesetzliche Grenzen für die Interventionsmöglichkeiten der Fed an den Wertpapiermärkten umgangen wurden; zudem, so zeigte sich, fuhren State Street und JPMorgan ordentliche Gewinne damit ein.[13]

Welche Folgen das hatte, ließ sich unmittelbar beobachten, als die Fed am 16. September auf den Plan trat, um AIG zu retten. Zunächst sperrte sich die Fed dagegen, einer Versicherung zu helfen, für die sie regulatorisch gar nicht zuständig war. Ungewöhnliche und dringliche Umstände mochten ihr erlauben, Geld an eine Investmentbank wie Bear Stearns zu verleihen, aber ein Kredit an eine Versicherung war zu außergewöhnlich, egal wie dringlich er ist. Dies verdeutlichten Vertreter der Fed in einem morgendlichen Telefongespräch am Samstag, dem 13. September, mit dem CEO von AIG, dem früheren Citigroup-Manager Robert Willumstad, und mit Steven Bensinger, Chief Financial Officer des Unternehmens.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Geithner von der New York Fed und Finanzminister Paulson machten Willumstad klar, dass es keine staatliche Hilfe oder Garantie für AIG geben werde. Ähnlich wie die Vertreter der Bank of England in ihrer Kommunikation mit Northern Rock drängten sie darauf, dass das Unternehmen eine Lösung mit dem Privatsektor finden solle.[14]

Dies war eine komplette Fehleinschätzung, ebenfalls wie im Fall von Northern Rock. Die zuständigen Entscheider hatten unterschätzt, wie schwierig es würde, eine Privatsektor-Lösung zu organisieren; Willumstad und sein Team wiederum unterschätzten die Kosten dafür. Zunächst versuchte AIG, sich zusätzliches Kapital durch den Verkauf einiger Versicherungseinheiten an Warren Buffetts Berkshire Hathaway und dann durch den Verkauf von Vorzugsaktien an die Private-Equity-Firma J. C. Flowers & Co. zu verschaffen. Buffett jedoch war nicht interessiert, und den Preis, den Flowers verlangte, wies AIG als zu hoch zurück. Einige Tage später investierte Buffett stattdessen fünf Milliarden Dollar in Goldman Sachs. Und das AIG-Management sollte letztlich einen noch viel höheren Preis für die Rettung bezahlen.

Als Nächstes versuchten Fed-Vertreter, Goldman Sachs, den wichtigsten Derivate-Handelspartner von AIG, und JPMorgan Chase, mittlerweile regelmäßiger Begleiter der Zentralbank aus dem Privatsektor, für das Arrangieren einer Kreditlinie zu gewinnen. Die Banken sollten AIG einen Überbrückungskredit zur Verfügung stellen, bis das Unternehmen mit dem Verkauf seiner Versicherungseinheiten genügend Geld für die Erfüllung seiner Verpflichtungen eingenommen hätte. Sie führten das Beispiel von Long-Term Capital Management ins Feld, dessen Kontrahenten gemeinsam Liquidität bereitgestellt hatten, damit der gebeutelte Fonds der Anforderung nach zusätzlichen Sicherheiten nachkommen konnte.[15] Doch das Liquiditätsproblem im Jahr 1998 hatte nur LTCM betroffen – andere Finanzinstitute verfügten damals über reichlich Barmittel. Jetzt aber war Liquidität potenziell überall knapp. Jede Bank war sehr dafür, dass andere Banken AIG Notfallhilfe leisten, solange sie selbst ihre liquiden Mittel behalten konnte. Insgesamt wäre es den Banken besser ergangen, wenn sie kollektiv gehandelt hätten. Doch kollektives Handeln in Notlagen ist schwierig, und unter Zeitdruck erst recht. Also führten die Bemühungen, ein Bankensyndikat zur Unterstützung von AIG zusammenzustellen, zu nichts.

Ein Zusammenbruch der AIG hätte jedoch auch deren große Kontrahenten ins Verderben stürzen können, einschließlich Goldman Sachs.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Fed schob deshalb alle Bedenken beiseite und berief sich, unterstützt vom Finanzministerium, erneut auf außergewöhnliche und dringliche Umstände – ungeachtet der Tatsache, dass sie derartige Pläne in den Tagen zuvor gegenüber Banken und AIG noch bestritten hatte. In Form einer Kreditlinie der Federal Reserve Bank of New York stellte sie 85 Milliarden Dollar an Kapital zur Verfügung und bekam dafür 79,9 % der Anteile an AIG.[16] Ähnlich wie bei Bear Stearns wurde der Kredit über zwei Zweckgesellschaften vergeben, Maiden Lane II und Maiden Lane III. Die Kapitalspritze kostete die AIG-Aktionäre vier Fünftel ihrer Beteiligung. Voraussetzung für sie war der sofortige Rücktritt von Willumstad.

Die Bedingungen waren also streng, aber trotzdem kam die Aktion nicht gut an.[17] Wenn Lehman Brothers scheitern durfte, so fragten Kritiker im Kongress, warum musste dann AIG gerettet werden? Für Vertreter von Finanzministerium und Fed war die Antwort klar: Die Lehman-Pleite hatte zu schweren Verwerfungen an den Finanzmärkten geführt, und die Bilanz von AIG war noch viele Male größer. Außerdem hatte das Unternehmen als Versicherung für Haushalte und Firmen auch private Kunden, sodass sein Scheitern noch schädlicher für die Stimmung im Land gewesen wäre. AIG zu helfen, war unbequem, doch die Alternative einer unkontrollierten Pleite wäre noch schlimmer gewesen.[18] Trotzdem haben sich Fed und Finanzministerium in dieser Sache nicht mit Ruhm bekleckert, nachdem sie in den Tagen zuvor behauptet hatten, sie würden das Unternehmen unter keinen Umständen retten.

Am 21. September wurde das Erstaunen noch größer. Unter Umgehung ihrer üblichen Verfahren gab die Fed bekannt, sie genehmige die Umwandlung von Goldman Sachs und Morgan Stanley, der beiden letzten noch existierenden Investmentbanken, in Bank-Holdinggesellschaften. Der neue Status versetzte die beiden in die Lage, dauerhaft Kredite bei der Zentralbank aufzunehmen. Zum Ausgleich wurden sie verpflichtet, zusätzliches Kapital aufzunehmen. Weil diese Maßnahme ohne die sonst vorgeschriebenen Prüfungen erfolgte, führte sie erneut zu Kritik, dass die Großen privilegiert behandelt würden. Und sie war ein weiteres Zeichen dafür, dass die Krise noch längst nicht im Griff war.

Mit ihrer Körpersprache machten Paulson und Bernanke klar, dass auch sie mit all dem Improvisieren ihre Probleme hatten. Das Anzapfen des

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Exchange Equalization Fund, die Gründung von Maiden Lane II und III, die Finanzierung der Käufe von besichertem Commercial Paper durch State Street und JPMorgan Chase und die Übernacht-Zulassung von Goldman Sachs und Morgan Stanley als Bank-Holdinggesellschaften – all das waren außerordentliche Schritte, die mit Duldung des Weißen Hauses, aber ohne Autorisierung durch den Kongress vorgenommen worden waren. Die Präsidentschaftswahl stand in weniger als einem Monat an, und John McCain, der Senator aus Arizona und Kandidat der Republikaner, äußerte sich kritisch über die beispiellosen Interventionen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zudem gab es die Angst, AIG könne nur die Spitze des Eisbergs gewesen sein. Wenn die Krise auch Morgan Stanley, Bank of America und Goldman Sachs erreicht hätte, wären vielleicht noch umfangreichere Eingriffe nötig geworden. Mit ihrer riesigen Bilanz und der Fähigkeit, Geld aus dem Nichts zu schaffen, war die Fed durchaus in der Lage, den Banken toxische Vermögenswerte abzunehmen. Doch Bernanke fehlte es an der politischen Deckung dafür, und Paulson an einer Autorisierung.

Am Freitag, dem 19. September, am Ende einer historischen Woche, stellten sich der übernächtigte Paulson, Bernanke und der SEC-Vorsitzende Christopher Cox im Rosengarten des Weißen Hauses zusammen mit Präsident Bush der Presse. Er werde zusätzliche Befugnisse für das Finanzministerium zur Stabilisierung des Finanzsystems beantragen, kündigte der Präsident an. Sehr vage blieb jedoch, wie die neuen Möglichkeiten genutzt werden sollten. Geplant sei, so erklärten die Politiker, der Kauf von mit Hypotheken besicherten Wertpapieren von Finanzinstituten; Details nannten sie aber nicht. Die Medien beschrieben die vorgesehenen neuen Befugnisse als »weitreichend« und »umfangreich«.

Dass der Schwerpunkt auf Wertpapierkäufen lag, zeigte Paulsons Überzeugung, dass man es mit einem Liquiditätsproblem zu tun hatte. Für ihn erlebten die USA eine Liquiditätskrise, die sich, ausgehend von Wertpapieren aus dem Hypotheken-Bereich, auf den Markt für besichertes Commercial Paper ausgeweitet hatte und jetzt auch die Banken bedrohte. Wenn das Finanzministerium diese Wertpapiere zu vernünftigen Preisen kaufen würde, so die Überlegung, dann würde die Liquidität an die Märkte zurückkehren. Die Banken wären in der Lage, einen Preis für ihre Vermögenswerte zu bestimmen. Sie wären wieder bereit, zu kaufen und zu verkaufen und, noch wichtiger, Kredite zu vergeben. Die Rohre des Finanzsystems wären wieder frei und es würde wieder funktionieren.

Andere aber hatten Zweifel daran. So war nicht klar, warum Beamte des Finanzministeriums besser wissen sollten als Marktteilnehmer, was ein fairer Preis für die toxischen Wertpapiere der Banken war. Bei zu niedrigen Angeboten würden die Banken nicht verkaufen. Bei zu hohen Preisen würden sie erhebliche unverdiente Gewinne auf Kosten der Steuerzahler machen.

Zudem gab es die Befürchtung, dass das Problem nicht nur in Liquidität bestand. Die Banken hatten mit ihren Investitionen im Subprime-Bereich hohe Verluste erlitten und mussten deshalb Kapital aufnehmen, um zum normalen Geschäftsbetrieb zurückkehren zu können. Ohne neues Kapital hatten sie keinen Puffer für Verluste mehr. Und ohne Puffer für Verluste würden sie sich weigern, Geld zu verleihen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Jedoch war eine Kapitalaufnahme an einem Finanzmarkt, der unter Stress stand, nicht so einfach möglich. Eine Alternative wäre staatliches Geld gewesen, doch Paulson war wie viele Republikaner dagegen, Steuergelder zur Verfügung zu stellen, was er schädlicherweise als Verstaatlichung der Banken bezeichnete.[19] Eine unauffälligere Möglichkeit für die Rekapitalisierung der Banken bestand darin, ihnen zu viel für ihre toxischen Papiere zu bezahlen. Diese Art des Einbringens von öffentlichem Geld brachte jedoch keine Kontrollrechte mit sich, obwohl die Regierung im Fall von AIG noch darauf bestanden hatte. Zusätzlich fehlte es einer solchen heimlichen Rekapitalisierung an Legitimität, sodass sie noch heftigere politische Reaktionen auszulösen drohte.

Ebenfalls nicht überzeugend fanden Skeptiker eine dreiseitige Vorlage, mit der das Finanzministerium die Befugnis bekommen wollte, bis zu 700 Milliarden Dollar für den Kauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren auszugeben. Was in Wirklichkeit nur eine Diskussionsgrundlage sein sollte, wurde plötzlich als Gesetzesentwurf dargestellt, in dem nichts über Schutz für Steuerzahler oder Kontrolle durch den Kongress zu lesen war. Wenn er außergewöhnliche und dringliche Umstände erklärte, musste Bernanke als Fed-Vorsitzender zumindest die Zustimmung von vier anderen Mitgliedern seines Board of Governors einholen.[20] Nach dem Vorschlag des Finanzministeriums dagegen hätte der Minister jetzt fast uneingeschränkte Macht bekommen.

Das Troubled Asset Relief Program (kurz: TARP) hatte von Anfang an mit Problemen zu kämpfen. Innerhalb von Tagen vereinten sich der Widerstand gegen weitreichende neue Befugnisse für den Finanzminister

und die Abneigung der Republikaner gegen weitere staatliche Interventionen. Am 29. September wurde das Gesetz, das dem Finanzministerium Käufe im Volumen von 700 Milliarden Dollar erlauben sollte, im Repräsentantenhaus mit 228 zu 205 Stimmen abgelehnt. Dass zwei Drittel der republikanischen Abgeordneten dagegen stimmten, war peinlich für die Regierung und insbesondere für Paulson. Der Dow Jones Index fiel als Reaktion auf diese Nachricht um 778 Punkte oder 7 %.

Doch wenn der Kongress sprechen konnte, dann konnte das auch die Öffentlichkeit. Im Jahr 1929 hatten nur 8 % aller Amerikaner börsennotierte Wertpapiere besessen. Jetzt aber besaß fast jeder Aktien, weil im Jahr 1978 die steuerbegünstigten 401(k)-Anlagemöglichkeiten zur Altersvorsorge geschaffen worden waren. Unzufriedene Depotinhaber sahen, wie ihre Rücklagen für die Rente schwanden und brachten die Telefonleitungen im Kongress zum Glühen, was schnell die Aufmerksamkeit der Parlamentarier weckte. Beim zweiten Versuch am Freitag, dem 3. Oktober 2008, wurde TARP mit 263 zu 171 Stimmen angenommen. Der Senat hatte bereits vorher zugestimmt, sodass Präsident Bush das Gesetz rasch unterschreiben und in Kraft setzen konnte.

Allerdings war der Kongress immer noch misstrauisch gegenüber unbegrenzter Macht für das Finanzministerium und gab zunächst nur die erste Hälfte der vorgesehenen Mittel frei. Damit war wieder unklar, ob das Ministerium genügend Ressourcen haben würde, um das Finanzsystem zu reparieren. Ebenso offen war, ob es überhaupt eine stimmige Strategie für die Verwendung des Geldes gab. Am Freitag der TARP-Abstimmung fiel der Dow Jones Industrial Average um mehr als 800 Punkte, bevor er seine Verluste großteils wieder wettmachte. Am Montag, dem 6. Oktober, fiel er um weitere 370 Punkte oder fast 4 %. Ein Vertrauensvotum war das nicht.

Unweigerlich fiel die Aufgabe der Umsetzung der Fed zu. Am 7. Oktober gab sie eine Erhöhung des Volumens ihrer Term Auction Facility bekannt und außerdem zusätzliche 300 Milliarden Dollar an Krediten für Banken, die zum Jahresende Liquidität benötigten. Am Tag darauf verkündete sie eine radikalere Maßnahme: die Schaffung einer Commercial Paper Funding Facility für die direkte Kreditvergabe an Unternehmen und Nichtbank-Finanzinstitute. In seinem einflussreichsten Forschungsbeitrag zur Großen Depression aus dem Jahr 1983 hatte Bernanke erklärt, wie der Zusammenbruch des Marktes für Commercial Paper, über den Unternehmen kurzfristige Kredite aufnehmen, in den 1930er-Jahren den

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Fluss von Krediten in den Unternehmenssektor gestört hatte. Die Commercial Paper Funding Facility sollte eine Wiederholung dieser Geschichte verhindern – über eine weitere Zweckgesellschaft wie Maiden Lane I, II oder III. Erneut wurden die Lehren der Depression, wie sie von Historikern interpretiert wurden, zur Grundlage für politische Entscheidungen (wobei in diesem Fall Historiker und Entscheider dieselbe Person waren). Ob das ausreichen würde, um eine weitere Depression zu verhindern, musste sich aber erst noch zeigen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 14
Fisch oder Fleisch?

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Eine Zeit lang herrschte in anderen Ländern ein geradezu gespenstischer Mangel an Finanzunfällen wie in den USA. Europäische Politiker konnten deshalb insistieren, die Post-Lehman-Krise sei wie schon die Subprime-Krise 2007 ein amerikanisches Problem, das eine amerikanische Lösung erfordere. Doch es gab durchaus Anlass, sich zu fragen, ob die Ruhe von Dauer sein würde. Ganz oben auf der Liste der Sorgen stand der heikle Zustand der europäischen Banken, die noch stärker gehebelt waren als ihre Konkurrenz in den USA.[1] Sie waren auf Dollar-Finanzierungen angewiesen, die sie von der EZB oder der Bank of England nicht bekommen konnten.[2] Manche von ihnen, etwa die IKB, hatten massiv in Subprime-Wertpapiere investiert, andere waren intensiv auf lokalen Immobilienmärkten engagiert und hatten sich mit den höher verzinsten Anleihen von südeuropäischen Staaten vollgeladen.

Fortis, ein Finanzkonglomerat mit Sitz in Belgien und Geschäftsbetrieb in Luxemburg und den Niederlanden, war ein Musterbeispiel für diese Exzesse. Es war nicht nur die größte Bank, sondern auch der größte Arbeitgeber in Belgien. Jeder zweite belgische Haushalt hatte dort ein Konto. Weltweit hatte Fortis 85.000 Mitarbeiter und stand beim Umsatz an 20. Stelle aller Unternehmen. Mit anderen Worten: ein klarer Fall von *too big to fail*.

Vorstandschef bei Fortis war seit 1990 Maurice Lippens, dessen gleichnamiger Großvater Präsident des belgischen Senats und dann Generalgouverneur des Kongo gewesen war. Wie vor ihm der belgische König Leopold II. wollte der Enkel mit ambitionierten Akquisitionen in Erinnerung bleiben. Als Erstes übernahm Fortis also MeesPierson N.V., eine 300 Jahre alte holländische Privatbank, was dem Institut eine Präsenz im Investmentbanking verschaffte. Als Nächstes kam die American Banker Insurance Group an die Reihe, die eine Vergrößerung der Präsenz auf

dem US-Markt brachte. Mit dem Kauf von Banken in Polen und die Türkei versuchte Fortis, in Schwellenländer zu expandieren. Im Jahr 2007, zur denkbar schlechtesten Zeit also, gab Lippens noch einmal viel Geld für die Übernahme des Privatkundengeschäfts von ABN AMRO aus. Als nach Aktiva gerechnet achtgrößte Bank Europas war ABN AMRO kein leicht verdaulicher Happen.[3]

Gleichzeitig beteiligte sich Fortis im großen Umfang an der Strukturierung von CDOs. Dazu kaufte das Institut mit Subprime-Hypotheken besicherte Wertpapiere und hielt sie in der Bilanz, bis die Verbriefungsgeschäfte damit abgeschlossen waren. Typisch für diese Aktivitäten war die später berüchtigte Transaktion Timberwolf II. Der Abschluss beim Vorgänger Timberwolf war im Jahr 2007 kurz vor dem Ausbruch der Subprime-Krise erfolgt, in einer Kooperation zwischen Goldman Sachs und Greywolf Capital Management, einer Finanzfirma aus dem Bundesstaat New York, die von einem Team von ehemaligen Goldman-Mitarbeitern geleitet wurde. Die beiden unglücklichen Hedgefonds von Bear Stearns hatten massiv in die Timberwolf-Verbriefung investiert, die dann innerhalb von fünf Monaten mehr als 80 % ihres Werts verlor. Unsterblich wurde dieses Geschäft später durch Senator Carl Levin aus Michigan, der Timberwolf in einer Anhörung des Senate Permanent Subcommittee on Investigations über Interessenskonflikte im Finanzsektor als »richtig beschissenen Deal« bezeichnete (wobei er damit in Wirklichkeit nur eine ungeschminkte Bemerkung eines Goldman-Managers per E-Mail zitierte).

Als Greywolf Capital Timberwolf II vorschlug, war Goldman Sachs schon zu dem Schluss gekommen, dass es zu gefährlich sei, Subprime-Wertpapiere zur Vorbereitung dieses Geschäfts zeitweilig in die eigene Bilanz zu nehmen. In Fortis aber fand Greywolf einen weniger pingeligen Partner. Mit den Wertpapieren, die Fortis zur Vorbereitung von Timberwolf II übernahm, verlor die Bank mehr als 400 Millionen Dollar – und auf den Markt schaffte es die Verbriefung nie.[4] Mehr muss man über die von europäischen Politikern bis zur Besinnungslosigkeit wiederholte Behauptung, nur US-Banken trügen die Verantwortung für die Exzesse am CDO-Markt, gar nicht sagen.

Insidern mögen diese Probleme allgemein bekannt gewesen sein, doch die Auswirkungen des Lehman-Zusammenbruchs auf den Derivatemarkt machten sie noch auffälliger. In der Woche bis zum 26. September fielen Fortis-Aktien um 35 %; der Börsenwert sank dadurch auf 12 Milliar-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

den Euro, nur knapp die Hälfte von dem, was die Bank für ihren Teil von ABN AMRO bezahlt hatte. Herman Verwilst als Interim-CEO von Fortis machte dann bei dem Versuch, die Anleger zu beruhigen, den Fehler, das »B-Wort« (für Bankrott) zu verwenden, womit er sofortige Abhebungen durch Geschäftskunden provozierte. Nach seinem schweren verbalen Schnitzer wurde Verwilst rasch entlassen, doch der Schaden war angerichtet. Über das Wochenende schalteten sich die Regierungen der drei Beneluxstaaten ein und stellen 11 Milliarden Euro an neuem Aktienkapital bereit, um Fortis liquide zu halten. Als Bedingung verlangten sie den Rücktritt von Aufsichtsratschef Lippens. Für die Regierung der Niederlande war es außerdem eine Frage des Nationalstolzes zu fordern, dass der belgische Neueinsteiger seinen Anteil an der früher einmal niederländischen ABN AMRO verkaufte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Am Montag darauf kamen dann schlechte Nachrichten aus Irland: Die Aktienkurse der sechs größten Banken des Landes fielen um ein Drittel. Einlagen waren dort bis zu 100.000 Euro garantiert, nachdem die irische Regierung die Grenze eine Woche zuvor von 20.000 Euro erhöht hatte. Der Zugang der Banken zum Interbanken-Geldmarkt ließ sich damit jedoch nicht wiederherstellen. Und die Garantie bis 100.000 Euro reichte auch nicht aus, um Geschäftskunden zu beruhigen, die weitaus höhere Einlagen hatten.[5]

Zusätzlich gab es noch mehr schlechte Nachrichten aus Brüssel, denn auch die Aktien von Dexia, einem großen französisch-belgischen Finanzkonglomerat und einem der wichtigsten Konkurrenten von Fortis, verloren ein Drittel ihres Wertes. Die Geschichte von Dexia reichte bis zurück in die 1860er-Jahre; damals wurde ihr Vorgänger Crédit Communal de Belgique gegründet, um Kredite an Kommunen zu vergeben (es schien so, als würden Finanzinstitute jetzt umso mehr Risiken aufnehmen und Aufregung zu verursachen, je älter und altehrwürdiger sie waren). Nach mehr als einem Jahrhundert Ruhe fusionierte Crédit Communal de Belgique 1996 mit seinem französischen Pendant Crédit Local de France. Das umbenannte Unternehmen übernahm dann die amerikanische Financial Security Assurance (FSA), deren Geschäft darin bestand, Bonitätsverbesserungen – nämlich Versicherungen – zu verkaufen, die bei der Vermarktung von kommunalen Anleihen helfen. Weil lokale Regierungen die Möglichkeiten zur Kreditaufnahme intensiv nutzten, wurde FSA rasch zur profitabelsten Division von Dexia.

Dexia wies alle typischen Merkmale der Finanzbranche zu dieser Zeit auf. Die Aktiva überstiegen den Wert des Kernkapitals um das 40-Fache. Nur 15 % der Verbindlichkeiten waren Kundeneinlagen, die über das Filialnetz ins Haus gekommen waren. Dexia versicherte 400 Milliarden Euro an kommunalen Anleihen und besicherten Wertpapieren in den USA und hatte einen hohen Kredit an die Depfa Bank vergeben, eine deutsche Bank mit Hauptsitz in Dublin, die US-Kommunalanleihen garantierte und in den Verträgen dazu Rückkauf-Klauseln wie die AIG einräumte. Zudem hatte Dexia ein großes Derivate-Portfolio, für das zusätzliche Sicherheiten gestellt werden mussten, als die darin enthaltenen Anlagen an Wert verloren. Die FSA-Einheit hatte für das zweite Quartal 2008 einen Nettoverlust von 331 Millionen Dollar gemeldet, und es gab Anlass zu der Annahme, dass das dritte Quartal noch schlimmer werden würde.

Am Montag nach dem Einstieg der Benelux-Regierungen bei Fortis stürzten die Aktien von Dexia ab und auch dieses Institut verlor den Zugang zum Interbankenmarkt. Am Dienstag regierten Frankreich und Belgien, indem sie Dexia als Notfallfinanzierung 6,4 Milliarden Euro zur Verfügung stellten und das Management vor die Tür setzten.

Nicht zuletzt gab es noch Island. Viele Anleger hatten die kleine Insel im Atlantik, die eher für Fisch bekannt war als für Finanzen, gar nicht auf dem Schirm gehabt. Einigermaßen bekannt war Icesave, die Auslandsmarke der isländischen Bank Landsbanki, die hohe Zinsen für Internet-Sparkonten von Kunden in Großbritannien und den Niederlanden zahlte. Ähnlich bot die Kaupthing (auf Isländisch Kaupþing) Bank als die größte des Landes über ihre Auslandstöchter und -filialen unter dem Namen Kaupthing Edge Internetkonten für europäische Kunden von Luxemburg bis zur Isle of Man an.[6] Dass die drei großen isländischen Banken eine außergewöhnliche Übernahmetour begonnen hatten, war den Anlegern bewusst. Doch so richtig klar wurde ihnen das, was in Island passierte, erst, nachdem die Sache furchtbar schief gelaufen war.

Im Vorfeld gab es eine gewisse Neigung, die Hyper-Finanzialisierung der isländischen Volkswirtschaft Besonderheiten des Charakters ihrer Bevölkerung zuzuschreiben.[7] In einer Rede im Jahr 2005 in London führte Ólafur Ragnar Grímsson, langjähriger Präsident des Landes, den Wagemut isländischer Finanziers und Entrepreneure auf ihre Abstammung

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

von den Wikingern zurück. Noch zwei Jahrzehnte zuvor war das Land eine Gesellschaft von Bauern und Fischern gewesen. Damals »war es zwingend erforderlich, den Fang an Land zu bringen und sofort zu verarbeiten, wenn die Boote in den Hafen kamen, und man musste sie wieder bereitmachen und losschicken, wenn das Wetter günstig war«, was eine strikte Arbeitsmoral begünstigte.[8] »Isländer sind risikofreudig«, fuhr Grímsson in seiner Rede fort. Ein erfolgreicher Kapitän eines Fischerboots ist selbstsicher, aggressiv und bereit, Risiken einzugehen – das sind auch die Merkmale erfolgreicher Anleihehändler.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Um aus Island ein Finanzzentrum zu machen, musste die Regierung also nur den Fischfang privatisieren, jedem Fischer eine Quote zuteilen und einen Markt schaffen, auf dem diese Quoten gehandelt werden konnten. Aggressive Isländer stellten dabei fest, dass sie offenbar von Natur aus gut für den Handel mit solchen Finanzforderungen geeignet waren. Rasch begann ein Boom im Finanzsektor. Im Jahr 2008 überstiegen die Aktiva der isländischen Banken das BIP des Landes um das Zehnfache. Damit war so gut wie garantiert, dass es früher oder später zum Schlimmsten kommen würde.

Mit ein wenig Nachdenken kommt man allerdings rasch darauf, dass diese Geschichte zu einfach ist. Die Privatisierung des Fischfangs war schon in den 1970er-Jahren erfolgt, und der Handel mit den Quoten hatte schon in den 1980ern begonnen. Trotzdem war das Verhältnis von Bankaktiva zum BIP in Island noch im Jahr 2003 kaum höher als in den USA.[9]

Erst von 2004 bis Mitte 2008 dann wuchsen die Bilanzen der drei großen isländischen Banken insgesamt um den Faktor 8. Getrieben wurde dieser Boom nicht etwa von einem besonderen Nationalcharakter, sondern von ganz konkreten politischen Entscheidungen, deren wichtigste die Privatisierung und Deregulierung der Banken war. Um seine Position bei den Verhandlungen über Fischfangrechte zu stärken, wurde Island im Jahr 1994 Mitglied des Europäischen Wirtschaftsraums. Als Teil dieser Freihandelszone musste das Land jedoch die Kontrollen über seinen Kapitalverkehr lockern. Damit war es nicht mehr möglich, auf inländischen Bankkonten niedrigere Zinsen zu zahlen, als im Ausland geboten wurden. Dies erzwang eine Deregulierung der Zinsen, die wiederum eine Dynamik für eine allgemeine Deregulierung des Bankensektors in Gang brachte.

Auch Ideologie spielte eine Rolle. In den 1990er-Jahren erlebte die kleine Insel den Aufstieg einer Generation von libertären Politikern, die sich

gegen das gemütliche, staatlich dominierte System wandten und auf eine radikale Liberalisierung setzten. Einer von ihnen war Davíð Oddsson von der konservativen Unabhängigkeitspartei, von 1991 bis 2004 Premierminister, dann bis Ende 2005 Außenminister und von 2005 bis 2009 Gouverneur der Zentralbank des Landes. Ein weiterer war Hannes Hólmsteinn Gissurarson, Politik-Professor an der Universität Island und Hayek-Kenner. Nachdem er zuvor über Fischereimanagement geschrieben hatte, veröffentlichte er im Jahr 1992 ein Buch, in dem er beschrieb, wie Island sich zu einem globalen Finanzzentrum wandeln könne. Wenn es tatsächlich eine Besonderheit des isländischen Nationalcharakters gibt, dann liegt sie darin, wie schnell sich die im Land vorherrschende Ideologie vom einen Extrem des Etatismus zum anderen Extrem des Libertarismus verschieben konnte – und nach der Krise wieder zurück.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Auf fruchtbaren Boden fielen die libertären Argumente der jungen Rebellen aufgrund der Unzufriedenheit der meisten Isländer mit den übermäßig engen Verbindungen zwischen Regierung und Wirtschaft – es häuften sich die Klagen über die allgegenwärtige Vetternwirtschaft, und die Lösung wurde darin gesehen, die Wirtschaft vom Staat zu befreien. Zentral für diese Agenda war die Privatisierung der drei staatlichen Banken Landsbanki, Íslandsbanki (2006–2008 Glitnir banki) und Búnaðarbanki, die später von der kleineren Kaupthing Bank gekauft wurde und von da an unter diesen Namen bekannt war. Leider aber reichten Privatisierung und Liberalisierung allein nicht aus, um die Rolle der Regierung zurückzudrängen, und schon gar nicht, um Island auf wundersame Weise zu einem Weltklasse-Finanzzentrum zu machen. In einem Land mit weniger als 300.000 Einwohnern war es gar nicht so einfach, die inzestuösen Verbindungen zwischen politischen Eliten und Führungskräften in der Wirtschaft, die zu der Gegenbewegung gegen die staatliche Einmischung geführt hatten, loszuwerden. Ganz im Gegenteil: Das neue Umfeld ließ sogar noch mehr Spielraum für sie entstehen.

Unabhängig davon fand der Glaube an zurückhaltende Regulierung, der schon den politischen Umgang mit dem Bankensystem in den USA und Großbritannien prägte, in Island ein bequemes Zuhause. Das Tempo der Umstellung bedeutete, dass die Eigentümer und Manager der kurz zuvor noch staatlichen Finanzinstitute keine eigenen Erfahrungen damit und keine institutionelle Erinnerung daran hatten, wie sehr Dinge schief laufen können. Gleichzeitig waren die Aufsichtsbehörden hoffnungslos

unterbesetzt, nicht unähnlich zur Securities and Exchange Commission in den USA.

Nachdem sie die Freiheit bekommen hatten, sich Geld auf ausländischen Märkten zu leihen, griffen die drei großen isländischen Banken begeistert zu. Mit ausländischem Kapital finanzierten sie eine Welle von Akquisitionen, vor allem in Skandinavien und Großbritannien. Das allein macht den Fall Islands jedoch noch nicht ungewöhnlich – auch Banken in anderen europäischen Ländern, nicht zuletzt in Deutschland, nutzten den Interbanken-Geldmarkt und gingen auf große Einkaufstour.[10] Besonders und vor allem besonders riskant wurde es für Island erst durch ein paar zusätzliche Besonderheiten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Erstens waren die Bilanzen der Banken durch die aggressive Jagd nach Einlagen aus dem Ausland aufgebläht, insbesondere durch das schnelle Kontenwachstum bei Icesave und Kaupthing Edge. Zusammen mit der Interbanken-Finanzierung ließ dies ein riesiges Bankensystem auf einer winzigen Insel entstehen. Entweder war damit der Traum von Politikern und Bankern von Island als internationalem Finanzzentrum wahr geworden oder ein Albtraum.

Zweitens lauteten mehr als 70 % der Verbindlichkeiten der drei großen Banken Kaupthing, Landsbanki und Glitnir banki auf ausländische Währungen. Nach ihrer eigenen Darstellung achteten sie auf einen vorsichtigen Umgang mit dem Risiko von Krediten in Dollar, Pfund oder Euro, indem sie Kredite an Haushalte und Unternehmen in denselben Währungen vergaben. Natürlich ignorierten sie dabei aber die Möglichkeit, dass sich der Wechselkurs der Landeswährung abschwächen konnte, sodass Unternehmen und Haushalte mit Einnahmen in Kronen nicht mehr in der Lage sein würden, ihre Fremdwährungskredite zurückzuzahlen.

Klar hätte sein müssen, dass kein Kreditbuch derart gewaltig wachsen konnte, ohne Abstriche bei der Qualität zu machen. Großzügig durften die Banken Kredite mit Wohnimmobilien als Sicherheit vergeben, deren Wert sich seit 2003 verdreifacht hatte, oder gegen Unternehmensaktien, die um den Faktor 5 gestiegen waren; in beiden Fällen war die Nachhaltigkeit des Anstiegs, vorsichtig ausgedrückt, fragwürdig. Kapitalpolster legten die Banken kaum an. Viele ihrer Kredite gingen an Insider, die damit weitere Aktien ihrer eigenen Banken kauften und weitere Akquisitionen finanzierten.

Irgendwann aber wurde die Frage gestellt, was eine kleine sturmumtoste Insel vor der Nordwestküste Europas mit einem Bankensystem will, das

achtmal so groß ist wie ihr BIP, und ob derart schnell gewachsene Bilanzen eine globale Wirtschaftsrezession überstehen könnten. Dadurch kamen die Aktien der Banken unter Druck. Deren Eigentümer reagierten darauf wie vor ihnen Clarence Hatry, Bernard Marcus und Albert Oustric: Sie kauften eigene Aktien, um sich Zeit zu verschaffen und Anzeichen für eine Insolvenz zu unterdrücken. Ab Mitte 2007 kaufte die Kaupthing Bank bei jedem Kursrücksetzer eigene Aktien, was nicht einmal auffiel. Sie lieh Scheich Hamad bin Chalifa Al Thani von Katar Geld für den Kauf eines Anteils von 5 % und gab ihm eine Garantie gegen mögliche Verluste damit. Die Glitnir banki vergab hohe Kredite an ihren Haupteigentümer, die Baugur Group, die damit ihren Bestand an Bankenaktien verdoppelte.[11] Im Jahr 2013 wurden vier Kaupthing-Führungskräfte, einschließlich des CEO und des Board-Vorsitzendem, in Zusammenhang mit der Katar-Transaktion zu fünf Jahren Gefängnis wegen Betrugs verurteilt. Die Ermittlungen zu ähnlichen Transaktionen bei Kaupthing und den anderen zwei großen Banken Islands dauern noch an. Doch unabhängig davon, ob sie legal waren oder nicht: Diese Geschäfte zeigen, wie verzweifelt die Eigentümer der Banken, die jetzt zugleich ihre Manager waren, versuchten, sich Zeit für ihren Überlebenskampf zu erkaufen.[12]

Schon im Jahr 2006 hatte eine Reihe von Investmentbanken negative Berichte über das isländische Finanzsystem veröffentlicht und dabei auf ein beunruhigendes Muster von Überkreuzbeteiligungen zwischen den Banken und ihren Großaktionären und Kunden verwiesen. 2007 brachte Barclays Capital eine Flugzeugladung voller Vermögensverwalter nach Reykjavík, die dann voller Sorgen über das stark gehebelte Finanzsystem des Landes zurückkehrten. Durch diese Erfahrung klüger geworden, begann eine von Drobny Global Advisors aus Manhattan Beach in Kalifornien organisierte Gruppe von 50 Makro-Hedgefonds, die Isländische Krone und isländische Finanzwerte leerzuverkaufen. Im April 2008, wieder einmal spät dran, stellte die Agentur Fitch die großen Banken des Landes unter Beobachtung für eine Rating-Herabstufung.

Was dann folgte, war insofern nicht vollkommen überraschend. Am 25. September 2008, als die Märkte in den USA und Europa schon in Unruhe waren, machte Glitnir banki als die kleinste der drei großen isländischen Banken den Auftakt: Sie informierte die Zentralbank des Landes,

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

dass sie am 15. Oktober fällige Zahlungen auf Kredite nicht werde leisten können. Der Name Glitnir stammt von dem mit viel Gold und Silber geschmückten Saal von Forseti, dem nordischen Gott der Gerechtigkeit, aber das half jetzt auch nichts mehr. Die Bilanz der Bank war durch fallende Preise für Vermögenswerte angeschlagen, und jetzt verlor sie den Zugang zum Interbanken-Geldmarkt. Die Bayerische Landesbank weigerte sich, Kredite über 150 Millionen Euro zu verlängern, und Glitnir banki konnte dieses Geld nirgendwo sonst auftreiben.[13] Am Wochenende dachte die Zentralbank darüber nach, der Bank einen Kredit über 600 Millionen Euro zu gewähren, kam aber zu dem Schluss, dass die Sicherheiten dafür nicht ausreichten. Damit war Glitnir im Grunde insolvent. Um einen Zusammenbruch zu verhindern, kündigte die Regierung an, über die Zentralbank rund 600 Millionen Euro an neuem Aktienkapital zuzuschießen, was der Wirkung nach eine Verstaatlichung bedeutete.[14]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Es gab dabei nur ein Problem. 600 Millionen Euro waren eine enorme Summe für eine so kleine Volkswirtschaft. Mit anderen Worten: Die Behörden wussten selbst nicht, wo sie das Geld hernehmen sollten. Hochgerechnet auf das BIP der USA, hätte die entsprechende Summe 700 Milliarden Dollar betragen, also das Gesamtvolumen des TARP-Programms. In Island sollte sie jetzt für eine einzige Bank aufgewendet werden, und nicht einmal die größte. Hinzu kam noch das Problem, dass bald Kredite an Glitnir in ausländischen Währungen fällig wurden, deren Ablösung die Devisenreserven der Zentralbank aufzufressen drohte.

Wenn es nicht schon vorher so war, hatten Anleger spätestens jetzt allen Anlass, das isländische Bankenmodell in Frage zu stellen. Am 30. September stufte Fitch die drei großen Banken des Landes herunter und nannte als Begründung ihre Abhängigkeit von Interbanken-Finanzierung, die schnelle Expansion in ausländische Märkte und die Möglichkeit einer harten Landung der isländischen Wirtschaft.[15] Einlagenkunden hatten Zweifel daran, ob der Staat ihnen würde ausreichend helfen können, und beeilten sich, ihre Konten leer zu räumen – nicht nur bei Glitnir banki, sondern auch bei Kaupthing und Landsbanki.

Nicht eben hilfreich dabei war, dass Landsbanki mit Krediten den Kauf von Aktien der jetzt bankrotten Glitnir banki durch die neuen Besitzer finanziert hatte. Ebenso wenig hilfreich war, dass der Wechselkurs der Krone nach der Nachricht über die Schwierigkeiten bei Glitnir massiv nachgab, was Zweifel an den Kreditbüchern von Kaupthing und Landsbanki

weckte. Die EZB hatte den Luxemburger Töchtern der drei Banken Kredite gegen auf Isländische Krone lautende Sicherheiten gegeben und verlangte jetzt zusätzliche Sicherheiten.[16] Der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen brachte, war dann die Anweisung der britischen Financial Services Authority an die britische Tochter von Kaupthing, liquide Mittel in Höhe von 95 % der Einlagen auf Edge-Konten in London vorzuhalten, sodass die Tochter der Muttergesellschaft bei ihrem Liquiditätsproblem nicht helfen konnte.

Innerhalb von Tagen brachen alle drei großen isländischen Banken zusammen. Schon vorher war offen gewesen, woher die Regierung das Geld zur Rekapitalisierung von Glitnir hernehmen sollte. Wie sie jetzt alle drei Banken retten sollte, deren Verbindlichkeiten zusammen achtmal so hoch waren wie das Nationaleinkommen, war noch weniger klar. Geld drucken war keine Antwort, denn das hätte nichts an der Tatsache geändert, dass der Großteil der Verbindlichkeiten auf Dollar, Euro oder Pfund lautete.

Als einzige Möglichkeit blieb, den Gläubigern Verluste aufzuzwingen. Am 6. Oktober, dem Tag vor der Insolvenz der Landsbanki, verabschiedete das isländische Parlament Althing ein Gesetz, das alle Einlagenkonten von Einwohnern Islands garantierte.[17] Die anderen Gläubiger aber wurden darin nicht erwähnt, ob institutionelle Anleger, die Anleihen der Banken gekauft hatten, oder niederländische und britische Haushalte, die Konten bei Icesave oder Kaupthing Edge hatten. Anschließend teilte die Regierung Landsbanki auf. So entstand ein neues Institut in Staatsbesitz, dessen inländische Vermögenswerte, teils gekauft mithilfe von früheren Krediten aus dem Ausland, seine Verbindlichkeiten gegenüber inländischen Einlagenkunden vollständig abdeckten. Übrig blieb die alte Landsbanki, deren Vermögenswerte nur einen Bruchteil ihrer Verbindlichkeiten ausmachten. Was das zu bedeuten hatte, war klar.

Der Kollaps der Banken war ein Schock für das Selbstbild von Island. Vor allem war er ein Schock für ihre Gläubiger, deren prominentester der Popstar Bubbi Morthens war. Im Land bekannt als der isländische Bruce Springsteen, wird Morthens als Ikone der Popmusik in Island nur noch von Björk übertroffen. Ungeachtet der Tatsache, dass eine seiner Bands den Namen »Das Kapital« trug, war Morthens dem Beispiel von David Bowie gefolgt und hatte seine zukünftigen Lizenzeinnahmen verbrieft. Sein Pech dabei war, dass die Verbriefung über Glitnir erfolgt war; anschließend hatte er dummerweise die Einnahmen in Wertpapieren der Bank

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

angelegt. Dass er es für sinnvoll hielt, einen Strom an Lizenzeinnahmen aus dem Musikgeschäft gegen eine unabgesicherte Wette auf eine hoch verschuldete Bank einzutauschen, ist ein Beleg für den in Island herrschenden Glauben, der Weg zum Reichtum führe über das Finanzwesen. Bei der Teil-Verstaatlichung von Glitnir verloren Morthens' Aktien 85 % ihres Wertes. Als klar wurde, dass die Bank pleite war, ging der Rest auch noch verloren. Morthens lud zu einer Reihe von kostenlosen Konzerten ein, in denen er die Nöte der Gläubiger der Bank besang. Es waren traurige Lieder.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Offiziell garantierte der isländische Versicherungsfonds Einlagen einschließlich solcher bei Icesave von Landsbanki und Edge von Kaupthing in Höhe von bis zu 20.877 Euro pro Kunde und Bank; dies war nach den Regeln des Europäischen Wirtschaftsraums die Voraussetzung dafür, dass die Institute auch in anderen Ländern Europas tätig sein durften.[18] Im Fall von Island war das jedoch nur ein schwacher Trost, denn das Land verfügte einfach nicht über die Ressourcen, um die Garantie tatsächlich leisten zu können. Die Einzahlungen in den Garantiefonds richteten sich nach dem Stand der Einlagen am Ende des Vorjahres, was in einer Zeit mit exponentiellem Einlagenwachstum kaum ausreichend war. Davon abgesehen hatten die Architekten des Fonds nicht damit gerechnet, dass das gesamte Finanzsystem im Land zusammenbrechen würde.

Britischen Haushalten mögen diese Feinheiten nicht bewusst gewesen sein, sehr wohl aber der Bank of England und der Financial Services Authority. Am 3. Oktober beschlagnahmte die FSA der Wirkung nach die britischen Geschäftsbereiche von Landsbanki und Kaupthing; ihr Geld wurde auf ein getrenntes Konto bei der Bank of England verlagert, und ihre isländischen Muttergesellschaften wurden aufgefordert, mehr Geld für diese Konten zu beschaffen. Am 7. Oktober informierte der isländische Finanzminister Árni M. Mathiesen seinen britischen Amtskollegen Alistair Darling darüber, dass die isländische Regierung, de facto der neue Eigentümer der Banken, derart viel Geld wohl nicht werde aufbringen können.

Mathiesens Ankündigung hätte keine Überraschung sein sollen, denn allein die fünf Milliarden Euro, die britische Haushalte auf Icesave-Konten liegen hatten, machten fast 50 % des BIP von Island aus. Den Kindern und Enkeln der Bürger von Island eine solche Last aufzubürden, »würde

Sklaverei für die Fehler von anderen Leuten bedeuten«, wie Davíð Oddsson von seinem Posten bei der Zentralbank aus beobachtete.[19] Mit den »anderen Leuten« meinte er natürlich nicht sich selbst, sondern andere isländische Banker, britische Einlagenkunden, die der Verlockung von verdächtig hohen Zinsen nicht hatten widerstehen können, und eine britische Aufsichtsbehörde, die nichts getan hatte, um sie zu bremsen.

Die Website von Icesave in Großbritannien war wegen der vielen Aufrufe bereits überlastet. Zusammen mit Landsbanki selbst wurde sie am 7. Oktober ganz geschlossen, sodass die Einlagenkunden auf sich gestellt waren. Dies wurde zum Auslöser für eines der peinlicheren Kapitel der Krise: Die britischen Behörden beriefen sich auf den UK Anti-Terrorism, Crime, and Security Act, um die britischen Vermögenswerte von Landsbanki zu beschlagnahmen, angeblich zum Schutz der Kunden. Das Antiterror-Gesetz war nach dem 11. September 2001 verabschiedet worden, um dem britischen Sicherheitsapparat die Verfolgung von Ausländern zu erleichtern, die Gewaltakte planen – eine Kompensation für Inhaber von Internet-Bankkonten war wahrscheinlich nicht das, was die Parlamentsabgeordneten damit im Sinn gehabt hatten. Unabhängig davon wurde das Gesetz von Gordon Brown jetzt genutzt, um die britische Bevölkerung zu beruhigen.

Dass Island auf dieselbe Liste kam wie Al Kaida, die Taliban, der Sudan, Nordkorea und der Iran, führte zu einem Einfrieren der Banktransaktionen zwischen Island und anderen Ländern. Die Börse wurde geschlossen. Der Devisenmarkt machte ebenfalls zu, sodass nur noch die Zentralbank blieb, um für unverzichtbare Zwecke Devisen zur Verfügung zu stellen. Wütenden Isländern kam das vor wie eine Wiederholung der »Kabeljaukriege«, also des Streits über Fischereirechte mit Großbritannien in den 1960er- und 1970er-Jahren. Rund 20 % der Bevölkerung unterschrieben eine Online-Petition, in der sie gegen das Vorgehen der britischen Regierung protestierten. Tausende von Isländern veröffentlichten im Web Selbstporträts, jeder von ihnen mit einem handgemalten Schild mit der Aufschrift »Ich bin kein Terrorist, Mr. Brown«.[20]

Im Jahr 2009, als Großbritannien den Vorsitz der G-20 übernahm, sollte Brown versuchen, sich als Dirigent für internationale Zusammenarbeit zu positionieren. Das sollte ihm eine Menge Mühe kosten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Teil III
Auf dem Weg zu besseren Zeiten

Kapitel 15
Erholung oder Reformen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Amtseinführung von Franklin Delano Roosevelt als 32. Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika fand an einem kalten und stürmischen 4. März 1933 statt. Dass sie unter außergewöhnlichen Umständen erfolgte, war an den Stellungen mit automatischen Waffen zu erkennen, die entlang des Wegs vom Weißen Haus zum Capitol Hill postiert waren. Drei Wochen zuvor war Roosevelt Ziel eines Anschlags durch einen arbeitslosen Maurer geworden, bei dem fünf Personen verletzt worden waren, eine davon, der Bürgermeister von Chicago Anton Cermak, schwer. Nach einer Fahrt auf der Jacht von Vincent Astor hatte der designierte Präsident eine Rede vor einer Versammlung in Bayfront Park in Miami gehalten. Cermak war gekommen, um sich dafür zu entschuldigen, dass er sich beim Nominierungsparteitag gegen Roosevelt ausgesprochen hatte; außerdem wollte er für Unterstützung der RFC für die Banken in Chicago werben. Der Attentäter, Giuseppe Zangara, erklärte in seinem Geständnis: »Erst töte ich Könige und Präsidenten, dann alle Kapitalisten.«[1]

Allerdings sollten die Maschinengewehrnester am Eingang von Regierungsgebäuden wohl weniger den neuen Präsidenten vor einem Angriff schützen als staatliches Eigentum vor einer Besetzung durch die arbeitslosen Massen. Die Ereignisse des Jahres 1932 hatten Anlass dazu gegeben, auch wenn es vielleicht übertrieben war, Angriffe auf Regierungsgebäude am Tag der Amtseinführung zu fürchten. Demonstranten aus der Arbeiterklasse, einige von ihnen organisiert von kommunistisch orientierten Arbeitslosenräten, verlangten staatliche Hilfsleistungen und die Aussetzung von Zwangsräumungen. Bürgermeister Cermak hatte sich bereits gezwungen gesehen, Kürzungen bei Hilfsprogrammen in seiner Stadt zurückzunehmen.[2] Im Dezember waren rund 3000 Arbeitslose nach Washington gekommen, um dort an einem Nationalen Hungermarsch entlang der Pennsylvania Avenue teilzunehmen.

In den Monaten zwischen Wahl und Amtseinführung verschlechterte sich die wirtschaftliche Lage noch weiter. Bis zum 4. März wurden Banken in 37 US-Bundesstaaten geschlossen oder durften Kundeneinlagen nur noch begrenzt auszahlen.[3] Verängstigte Haushalte wollten kein Geld mehr ausgeben, und Industrieunternehmen bekamen keines mehr geliehen, sodass die Industrieproduktion auf zwei Drittel des Durchschnitts in den Jahren 1925 bis 1929 zurückging. Die Auslastung von Güterwaggons sank um 56 %, die Autoproduktion lag bei kaum noch einem Viertel ihres Niveaus von 1929. Um 2.30 Uhr am Morgen der Amtseinführung verfügte Herbert Lehman, der Nachfolger Roosevelts als Gouverneur, die Schließung der Banken im Bundesstaat New York. Auch die New York Stock Exchange ließ ihre Türen geschlossen – nach einer Finanzpanik im Jahr 1873 und beim Ausbruch des Ersten Weltkriegs erst zum dritten Mal in ihrer Geschichte. Dies, so könnte man sagen, war für die Wall Street der erste Lehman-Moment.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Mit dieser Situation also sah sich der neue Präsident konfrontiert. Natürlich gab es die Kritik, unter anderem vorgebracht von seinem Vorgänger Hoover, er selbst habe diese schwierige Lage herbeigeführt. Denn Hoover hatte seinen designierten Nachfolger schon zuvor um Hilfe bei der Stabilisierung des Bankensystems gebeten. Dessen Weigerung zu kooperieren, kostete den scheidenden Präsidenten den letzten Rest seiner Legitimation oder zumindest seines Willens, aktiv zu werden.

Konkret war Hoover der Meinung, Roosevelts Weigerung, sich hinter den Goldstandard zu stellen, sei der Auslöser für die Vertrauenskrise gewesen. Doch die spätere Entwicklung bestätigt diese Ansicht nicht. FDR sollte noch sechs Wochen brauchen, um seine Haltung zum Goldstandard klar zu machen, das Vertrauen in die Banken aber konnte er innerhalb weniger Tage wiederherstellen. Trotzdem war Hoover überzeugt, dass diese Quelle der Unsicherheit unbedingt beseitigt werden müsse. Also versuchte er, den designierten Präsidenten auf eine Pro-Goldstandard-Position festzulegen.[4] Der aber ließ sich nicht darauf ein. Möglicherweise hatte er sich zu diesem Zeitpunkt noch gar nicht gegen die Beibehaltung des Goldstandards entschieden, aber er wollte sich alle Optionen offen halten.

Zusätzlich waren sich FDR und der Brains Trust als sein Beratergremium im Klaren darüber, dass sie die Bedingungen für mögliche Bankenschlie-

ßungen mit Hoover und seinen Beamten hätten absprechen müssen. Vor der Amtseinführung am 4. März fehlte es ihnen jedoch an Möglichkeiten, um dabei ihre eigene Haltung durchzusetzen. Allerdings ist auch eine stärker machiavellistische Motivation für ihr Zögern denkbar: Je schlechter die Lage bei der Amtseinführung, für desto mehr Probleme konnte man Hoover die Schuld geben und desto positiver würden die Initiativen des Nachfolgers aufgenommen.

In seiner Antrittsrede versuchte Roosevelt zu erklären, dass dieser Tag nicht nur den Beginn einer neuen Regierung markiere, sondern auch den eines neuen Zeitalters der Hoffnung und des Handelns. Welche Art von Handeln er meinte, war allerdings unsicher, unter anderem, weil nicht leicht zu erkennen war, wem der Präsident Gehör schenkte. Für wirtschaftliche Fragen hatte er drei unterschiedliche Beratergruppen.[5] Die erste war ein Team von Progressiven, angeführt von dem Harvard-Professor Felix Frankfurter, der fast sofort nach dessen Erscheinen auf der landesweiten Politikbühne Kontakt zu FDR aufgenommen hatte. Ihre Beziehung begann schon während des Ersten Weltkriegs, als Roosevelt Staatssekretär im Marineministerium war und Frankfurter Vorsitzender des War Labor Policies Board. Frankfurter und seine Studenten waren Anhänger einer wirtschaftlichen und politischen Philosophie, die von Louis Brandeis entwickelt worden war, einem Richter am Supreme Court der USA. Brandeis ging es darum, die konzentrierte wirtschaftliche und politische Macht der sogenannten Robber Barons (skrupellose Großunternehmer) zu brechen, ein Problem, das mit der Erfindung des Fließbands und dem Wachstum von Industrieriesen wie Ford oder General Motors an Bedeutung gewonnen hatte.[6] Brandeisianer stritten ab, dass große Unternehmen Effizienzvorteile hätten, was sie sich leisten konnten, weil sie Juristen waren und keine Ökonomen. In ihrer Nostalgie für eine idealisierte Vergangenheit mit kleinen Familienfirmen, dem urbanen Äquivalent einer Demokratie nach Jefferson, wollten sie jetzt die großen Konzerne regulieren, um die guten alten Zeiten zurückholen.

Die Brandeisianer interessierten sich mehr für Reformen als für einen Wirtschaftsaufschwung und sahen die Depression als Gelegenheit, ihre Anliegen voranzubringen. Insofern waren nicht wenige der regulatorischen Lasten, die Roosevelts New Deal der Industrie auferlegte und über die sich die Wirtschaft so lautstark beschwerte, das Produkt der emsigen Geister von Frankfurter und seinem Kreis.[7] Im Dezember 1933 veröffent-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

lichte der britische Ökonom John Maynard Keynes einen offenen Brief, in dem er die Regierung Roosevelt dafür kritisierte, zu viel Gewicht auf Reformen und zu wenig auf eine wirtschaftliche Erholung zu legen. Ob er es wusste oder nicht: Was Keynes dabei in Wirklichkeit kritisierte, war, dass die Brandeisianer und FDR auf ihn gehört hatten.[8]

Eine zweite Gruppe von Roosevelt-Beratern bestand aus Professoren der Columbia University, darunter der Institutionenökonom Rexford Tugwell, der Unternehmensrechtsspezialist Adolf Berle und der Politikwissenschaftler Raymond Moley. Als Gründungsmitglieder des Brains Trust hatten sie FDR schon während seines Wahlkampfs beraten. Im Gegensatz zum Kreis um Frankfurter nahmen sie die Entstehung von mächtigen Unternehmen als unvermeidlich hin, wollten ihnen aber eine mächtige Regierung gegenüberstellen.[9] Allgemeiner gesagt, war die Gruppe für eine stärkere Rolle des Staats bei der Koordination der Wirtschaftsaktivität. Grundlage dafür war die – unter den gegebenen Umständen vollkommen logische – Schlussfolgerung, dass der Markt allein dazu nicht unbedingt in der Lage ist.

Gemäßigtere Mitglieder des Brains Trust glaubten, der Markt sei nur vorübergehend zusammengebrochen, und wollten der Regierung deshalb höchstens eine Zeit lang eine wichtigere Rolle zugestehen. Mitglieder wie Tugwell dagegen sahen den Zusammenbruch als Symptom für grundlegendere Probleme und somit auch Gründe für eine dauerhafte Beteiligung des Staates an der Planung in der Wirtschaft. Auch diese Schlussfolgerung war angesichts der Tiefe der Depression und des Ausmaßes der Verwerfungen nicht unlogisch. In den Augen dieser Gruppe musste dringend eine Erholung der Wirtschaft in Gang gebracht werden, aber auch weit reichende Strukturreformen waren erforderlich; also sprach sie sich für eine Regulierung von Löhnen und Preisen sowie eine Verringerung der landwirtschaftlichen Anbaufläche aus. Der National Industry Recovery Act (NIRA) und der Agricultural Adjustment Act gingen zu großen Teilen auf den Einfluss dieser zweiten Beratergruppe zurück.

Die dritte Gruppe bestand aus Inflationisten, angeführt von George Warren, Agrarökonom an der Cornell University, und unterstützt von dem Gentleman-Farmer und Roosevelt-Nachbarn Henry Morgenthau. Morgenthau war Herausgeber des Magazins *American Agriculturalist* gewesen, seine Farm war auf den Anbau von Weihnachtsbäumen spezialisiert. Als sich der ursprüngliche Kandidat des Präsidenten für den Posten des Finanzmi-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

nisters, William H. Woodin, aus gesundheitlichen Gründen nach nur wenigen Monaten zurückziehen musste, wurde Morgenthau sein Nachfolger.[10] Im Jahr 1929, als er zum Gouverneur von New York gewählt wurde, hatte FDR als Beratungsgremium für Probleme der Farmer eine Agricultural Advisory Commission mit Morgenthau als Vorsitzendem und Warren als einem der Mitglieder eingerichtet. Als Spezialisten für einen Sektor, der schon in den 1920er-Jahren mit einem Überangebot zu kämpfen hatte und in dem die Preise von 1929 bis 1933 am schnellsten fielen, wollten Warren und sein Umfeld die im Landwirtschaftssektor gelernten Lektionen auf die Gesamtwirtschaft übertragen. Das Anheben von Preisen und Löhnen war für sie der Weg, um drückende Schuldenlasten zu erleichtern. Wenn dazu der Abschied vom Goldstandard erforderlich wäre, sollte es eben so sein.

Warrens agrozentrischen Ansichten wurden akademisch geadelt von James Harvey Rogers und Irving Fisher, Währungsökonomen an der Yale University. Rogers war Experte für den Goldstandard und konnte sich kompetent über dessen deflationäre Auswirkungen äußern. Fisher kam wegen seiner berüchtigten Äußerung über das »dauerhaft hohe Plateau« für die Aktienkurse vor dem Börsencrash im Jahr 1929 als offizieller Berater Roosevelts nicht in Frage, und auch sein Eintreten für Eugenik und seine Unterstützung für die Prohibition sprachen politisch gegen ihn. Doch sein Artikel über Schuldendeflation von 1933, in dem er argumentierte, fallende Löhne und Einkommen könnten die Wirtschaft zusätzlich schädigen, weil sie die Rückzahlung alter Schulden erschwerten, verlieh Warrens Argumenten für mehr Inflation intellektuelles Gewicht.[11]

Zunächst einmal stand die Lösung der Bankenkrise auf dem politischen Programm. Wie heutige progressive Ökonomen wie Paul Krugman oder Joseph Stiglitz wollten die damaligen Brandeisianer die Banken verstaatlichen.[12] Das Gleiche galt für die progressiven Senatoren Bronson Cutting aus New Mexico und Robert La Follette Jr. aus Wisconsin. Doch wie Barack Obama im Jahr 2009 zögerte auch Roosevelt. Eine ganze Reihe von Banken zu verstaatlichen und ihr Management durch Verwalter der Regierung zu ersetzen, hätte Zeit in Anspruch genommen, und die war knapp. Das Bereitstellen von staatlichem Geld wäre zudem problematisch für einen Präsidenten gewesen, der den Staatshaushalt ausgleichen wollte. Auf persönlicher Ebene verkehrte FDR mit prominenten Investoren und Finanz-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

menschen wie Vincent Astor; Thomas Lamont, der Partner bei J.P. Morgan, war einige Jahre zuvor der Mieter von Roosevelts Stadthaus in der 12th Street gewesen. Ungeachtet seiner populistischen Rhetorik, er werde »die Geldwechsler von ihren Hochsitzen im Tempel unserer Zivilisation« vertreiben, arbeitete der neue Präsident lieber mit den Bankern zusammen als gegen sie.[13]

Als Folge davon unterschied sich der Ansatz von Roosevelt zur Lösung der Bankenkrise nicht sehr von dem Hoovers. Schon am Freitagabend vor seiner Amtseinführung traf sich der scheidende Finanzminister Mills mit Professor Moley und seinem designierten Nachfolger Woodlin.[14] Da sie keine eigenen festen Vorstellungen hatten und Roosevelt einen Plan zur Banken-Rehabilitierung innerhalb weniger Tage versprochen hatte, übernahmen Moley und Woodin schlicht die Pläne ihrer Vorgänger. Der New Deal mag als Experiment berühmt geworden sein, doch in diesem Punkt gab es keine Experimente.

Am Sonntag, dem 5. März 1933, seinem ersten vollständigen Tag im Amt, berief sich Roosevelt auf den Trading with the Enemy Act, um Gold-Transaktionen auszusetzen und eine viertägige Bankenschließung zu verkünden – viele Jahre später, 2008, sollte Gordon Brown auf ähnliche Weise das britische Antiterror-Gesetz nutzen. Auch Hoover hatte schon über diese Maßnahme nachgedacht. Bei einem Treffen im Weißen Haus am 3. März hatte er FDR die Berufung auf den Trading with the Enemy Act sogar ausdrücklich empfohlen.[15]

Als Nächstes rief Roosevelt den Kongress zu einer Notsitzung ein, sodass seinem Team drei Tage blieben, um seine Pläne fertigzustellen. Repräsentantenhaus und Senat bekamen zur Beratung einen Emergency Banking Act vorgelegt – das Repräsentantenhaus eigentlich nur vorgelesen, weil es nur ein Exemplar des Entwurfs gab. Er war zwar kaum länger als das dreiseitige Memorandum aus Paulsons Finanzministerium im September 2008, wurde aber viel besser aufgenommen.[16] Das Repräsentantenhaus verabschiedete das Gesetz nach nur 40 Minuten in einer mündlichen Abstimmung ohne Änderungsanträge. Drei Stunden später stimmte auch der Senat mit einer überwältigenden Mehrheit von 73 zu 7 zu. Noch am Abend unterzeichnete der Präsident das Gesetz.

Paragraf 1 des Gesetzes war die rechtliche Grundlage für die Bankenschließung. Sie zu schaffen, war bereits Hoover vom Justizministerium empfohlen worden, das Bedenken wegen der Nutzung des Trading with the Enemy

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Act hatte.[17] Paragraf 2 gab dem Finanzminister das Recht, finanziell gesunde Institute wieder öffnen zu lassen und ungesunde unter staatliche Aufsicht zu stellen.[18] Eine ähnliche Vorschrift hatte das Bankenaufsichtsamt (Comptroller of the Currency) schon für Hoover vorbereitet. Paragraf 3 autorisierte das Finanzministerium, der Reconstruction Finance Corporation Anweisung zu geben, Finanzinstituten gegen Vorzugsaktien Kapital zur Verfügung zu stellen. Dies bedeutete das Ende der Regelung im RFC-Gesetz, laut der die Corporation illiquiden Finanzinstituten Kredite, aber kein neues Eigenkapital geben durfte, was ihre Rettungsbemühungen bei Henry Fords Guardian Group behindert hatte. Dies war Hoover schon von Franklin Fort vorgeschlagen worden, einem früheren republikanischen Mitglied des House Banking and Currency Committee. Paragraf 4 schließlich veränderte den Federal Reserve Act so, dass die Anforderungen an die Sicherheiten für Kredite an illiquide Banken gesenkt wurden. Er erlaubte der Federal Reserve, parallel zum normalen Bargeld eigens entworfene Federal Reserve Bank Notes auszugeben. Als Sicherheit dafür konnten »jegliche Schuldscheine, Schecks, Wechsel oder Bankakzepte, die nach den Regeln dieses Gesetzes erworben werden«, dienen – mit anderen Worten so ziemlich alles.

Das Gesetz war also nicht originell, aber umfassend. Ob es funktionieren würde, sollte sich schon bald zeigen.

Über das Wochenende nutzte der Präsident das erste seiner »Kamingespräche« im Radio, um seinen Plan in vereinfachter Form der Öffentlichkeit darzulegen. Am Montag öffneten die Banken in den zwölf Städten mit regionalen Federal-Reserve-Banken wieder, und die Krise war vorbei. »Anders als bei den ›Runs‹ zum Abheben von Geld vor dem Moratorium gab es gestern einen allgemeinen ›Run‹, um Geld einzuzahlen oder wieder einzuzahlen. Die Banken berichten von hohen Einzahlungen und niedrigen Abhebungen. Die Einzahlungen sollen in allen Fällen höher als die Abhebungen gewesen sein«, berichtete die *New York Times*.[19] Als am Dienstag auch Banken in anderen Städten wieder öffneten, klagten Kunden darüber, wie schwierig es sei, überhaupt hineinzukommen, weil der Ansturm so groß sei. Innerhalb von acht Tagen war der Kapitalismus gerettet worden, wie es Raymond Moley bescheiden formulierte.[20]

All das geschah noch vor irgendeiner Bank-Rekapitalisierung durch die RFC – Roosevelt hatte noch kaum genug Zeit gehabt, um Jesse Jones als

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

seinen Mann an der Spitze der Corporation zu installieren.[21] Das Vertrauen in die Banken kehrte trotzdem schnell zurück. Was sagt uns das über den Charakter der Bankenkrise von 1933? Es lässt erkennen, dass sie in großen Teilen von Panik getrieben war. Und so wie eine Panik zur selbsterfüllenden Prophezeiung werden kann, so kann sie durch eine Auszeit und ein beruhigendes »Kamingespräch« auch wieder verschwinden. Die Pause für die Banken, so schrieben die progressiven Historiker Charles Beard und George Smith, hatte dieselbe Wirkung wie »eine Ohrfeige für eine Person, die von besinnungsloser Hysterie erfasst ist«.[22]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Noch beruhigender wirkte Roosevelts Radioansprache dadurch, dass der neue Präsident noch in seinen Flitterwochen mit der Bevölkerung war. Dies spricht dafür, dass es klug von ihm war, die Kooperation mit Hoover zu verweigern. Hätte der in Misskredit geratene scheidende Präsident einen ähnlichen Plan vorgelegt, wäre man ihm nicht mit demselben Vertrauensvorschuss begegnet. Und, günstige Umstände hin oder her, nur einem noch unbelasteten Präsidenten konnte es gelingen, innerhalb von Stunden ein derart weitreichendes Gesetz durch den Kongress zu bringen.

Die umfassende Prüfung, die im Emergency Banking Act vorgesehen war und von der Historiker später sprachen, war in Wirklichkeit keineswegs so umfassend – innerhalb von zwei Wochen wäre das auch kaum möglich gewesen. Im Rückblick auf seine Zeit als Gouverneur der Fed of Philadelphia beschreibt George Norris, was passierte, als er am 10. März von Finanzminister Woodin die Anweisung erhielt, Anträge zur Wiedereröffnung von Mitgliedsbanken entgegenzunehmen: Er sei geradezu »belagert worden mit Besuchen und Anrufen von Bankern aus dem gesamten Bezirk, denen ich das Gespräch nicht verweigern konnte«. Sofort wurde ihm klar, dass es unmöglich war »in so kurzer Zeit eine sorgfältige Analyse des Zustands von 700 oder 800 Banken vorzunehmen, was die einzig richtige Grundlage für mein Urteil über Leben oder Tod für sie gewesen wäre«. Er stellte einen dreiköpfigen Ausschuss zusammen, bestehend aus dem Vorsitzenden seines Boards, dem leitenden nationalen Bankenprüfer für den Distrikt, und dem Leiter seiner Prüfungsabteilung, einem gewissen Mr. Hill, der über das folgende Wochenende die Entscheidungen treffen sollte. »Es war eine heikle und schwierige Ausgabe, so belastend und verantwortungsvoll und unter einer so gnadenlosen Zeitbegrenzung zu erledigen«, dass Hill fast einen Nervenzusammenbruch erlitten hätte.[23]

Die umfassende Prüfung mag zum Teil Schall und Rauch gewesen sein, doch die neuen Kompetenzen für das Federal Reserve System waren real und hatten sehr reale Auswirkungen. Der Banking Act erlaubte der Fed, nach Belieben Diskontgeschäfte mit Schuldscheinen, Schecks, Wechseln und Bankakzepten abzuschließen und auf diese Weise sicherzustellen, dass die Banken genügend Liquidität hatten, um den Geldbedarf ihrer Einlagenkunden zu decken. Dies war noch keine Einlagensicherung, doch die Wirkung war weitgehend identisch.[24] Das Versprechen, die Fed werde mit dem Bereitstellen von Not-Liquidität intervenieren, beruhigte die Anleger. Dadurch wurde Zeit gewonnen, um sich in den nächsten Monaten um eine systematischere Bewertung der Banken zu kümmern und dann die Rekapitalisierung anzugehen, also zusätzliche Mittel durch private Investoren und die RFC einzuschießen.

Diese Lektionen mussten im Jahr 2012 noch einmal neu gelernt werden, als Anleger in europäischen Staatsanleihen in Panik gerieten, sich dann aber vom EZB-Programm der Outright Monetary Transactions (OMT) beruhigen ließen.[25] So wie das Fed-Versprechen von Notfall-Liquidität im Jahr 1933 mussten auch die OMT gar nicht wirklich aktiviert werden – schon die Ankündigung reichte aus, um für Ruhe zu sorgen. Zumindest ließ sich damit Zeit gewinnen, um zusätzliche Stresstests vorzunehmen und die Banken zu rekapitalisieren.

Letztlich spricht die rasche Rückkehr des Vertrauens dafür, dass der Plan insgesamt – mit Zwangsverwaltung für insolvente Banken, dem Versprechen von Notfall-Liquidität und bei Bedarf einer Rekapitalisierung mit staatlichem Geld – sehr gelungen war. Seine Elemente waren schon bekannt, als Roosevelt ins Amt kam, also mussten sie nur noch umgesetzt werden. Eine Bankenkrise in den Griff zu bekommen, so lehrt diese Erfahrung, ist keine Geheimwissenschaft.

Die Sondersitzung des Kongresses zur Lösung der Bankenkrise erwies sich als so erfolgreich, dass Roosevelt das Mandat dafür rasch von einem »B« auf drei ausweitete. Als zweites B nach den Banken kam Bier. FDR schlug die Legalisierung von Bier mit 3,2 % Alkoholgehalt vor, sodass seine Flitterwochen nun auch mit anregenden Getränken gefeiert werden konnten.

Bedeutender aber war das dritte B. Hier versuchte der Präsident, seine Glaubwürdigkeit als Konservativer aufzupolieren, indem er sein Verspre-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

chen eines ausgeglichenen Haushalts erfüllte. Moderne Kritiker von FDR machen großes Aufheben um die Zunahme der Bundesausgaben in seiner ersten Amtszeit, die dazu führte, dass das US-Haushaltsdefizit mit das höchste in Friedenszeiten wurde. Die Staatsschulden stiegen unter ihm schneller als in den Hoover-Jahren. Ambitionierte öffentliche Bauprojekte vom Grand Coulee Dam bis zum La Guardia Airport wurden von Roosevelts Regierung finanziert. Manch einer geht so weit zu behaupten, diese schuldenfinanzierten Ausgaben seien entscheidend für den neuen Präsidenten gewesen, um seine Entschlossenheit zu demonstrieren, die Depression zu beenden. Indem sie herrschende politische Dogmen infrage stellten, so heißt es, hätten sie Roosevelts Absicht erkennen lassen, auch die politischen Regeln zu verändern.[26]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Hier sieht man mal wieder, wie verführerisch es ist, historische Fakten so zu deuten, dass man das sieht, was man sehen will. Roosevelt selbst verstand sich nicht als jemand, der herrschende Dogmen der Politik infrage stellte, sondern als jemand, der sie pflegte. Er glaubte an ausgeglichene Haushalte. Diesem Aspekt der herrschenden politischen Lehre war er nicht weniger fest verschrieben als Hoover.

Ziel des Präsidenten war, den Haushalt sofort, vollständig und wenn nötig auch auf Kosten seiner Anhänger auszugleichen. In seiner ersten Ansprache an den Kongress nach der Verkündung der Bankenschließung sprach er über Sparmöglichkeiten. »Drei lange Jahre über war die Regierung der USA auf dem Weg zum Bankrott«, verkündete er feierlich.[27] Defizite hätten die Unsicherheit entstehen lassen, die dann zur Bankenkrise führte. Indem sie das Vertrauen beschädigten, hätten sie die Arbeitslosigkeit weiter steigen lassen. Um seine Entschlossenheit zu untermauern, machte FDR Lewis Douglas, einen Abgeordneten aus Arizona, der im Repräsentantenhaus am lautesten einen ausgeglichenen Haushalt forderte, zu seinem Budget-Direktor. Douglas hatte mehr als einmal davor gewarnt, welche düsteren Konsequenzen es hätte, das Thema der Defizite nicht anzugehen. Seine Rhetorik hätte das Herz von Pete Peterson erwärmt, der im 21. Jahrhundert seinen eigenen Kreuzzug gegen zu hohe Staatsschulden begann:[28] Ein weiterhin unausgeglichener US-Staatshaushalt, so warnte Douglas apokalyptisch, würde »die gesamte Welt in die Finsternis stürzen«.[29]

Nach dem von Douglas entworfenen Plan sollte der Haushalt komplett durch Ausgabenkürzungen ausgeglichen werden.[30] Die Rüstungsausgaben sollten gegenüber dem vorigen Ansatz um 8 % sinken.[31] Angesichts

der japanischen Invasion in China und des Aufstiegs von Hitler zu dieser Zeit ist dies ein Beleg für die hohe Priorität, die FDR der Haushaltskonsolidierung einräumte. Löhne und Gehälter für Bundesangestellte wurden nicht nur eingefroren, sondern gesenkt, was 20 Millionen Dollar beim Militär und 105 Millionen Dollar im Zivilbereich einsparte. Den größten Einzelposten stellten Kürzungen von Militärpensionen dar, die man heute zu den Sozialausgaben rechnen würde. Realisiert werden sollten sie durch die Streichung der Unterstützung für Veteranen, die auf andere Weise als durch ihren militärischen Einsatz arbeitsunfähig geworden waren.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Angesichts der Tatsache, dass arbeitsunfähige Veteranen mit am stärksten unter der Depression litten, war dies ein bemerkenswerter Vorschlag. Wenn sie 1932 zur Wahl gegangen waren, dann hatten sie für FDR gestimmt. Hoover wäre es kaum möglich gewesen, die Leistungen für sie zu kürzen. Schließlich hatte er General Douglas MacArthur erlaubt, unterstützt von den Majoren George S. Patton und Dwight D. Eisenhower, das Camp der Bonus Army mit vielen tausend Veteranen des Ersten Weltkriegs am Anacostia River zu zerschlagen, und damit einen Sturm der Entrüstung ausgelöst.[32] Zwölf demokratische Senatoren, darunter James Couzens aus Michigan, stimmten gegen die Kürzung, doch insgesamt wurde das Gesetz mit überwältigender Mehrheit verabschiedet.

Wie Roosevelt seine Entschlossenheit zur Haushaltskonsolidierung mit seinen anderen politischen Ambitionen vereinen wollte, ist allerdings unklar. In der Presse hieß es, er hoffe darauf, bestehende Ressourcen intensiver nutzen zu können. Beispielsweise sollten militärische Rekrutierungsbüros künftig auch Arbeitslose vermitteln, und bestehende Mittelzuweisungen für Muscle Shoals, ein Wasserkraftwerk und eine Nitratfabrik im Bundesstaat Alabama, für mehr öffentliche Bauprojekte genutzt werden. Andere stellen in Frage, ob Roosevelt wirklich so fest entschlossen war, den Haushalt auszugleichen. Neben dem regulären Etat, der den Anschein der Ausgeglichenheit erwecken sollte, so behaupten sie, habe er bereits einen schuldenfinanzierten Notfallhaushalt vorbereitet.

Tatsache ist, dass Roosevelt in dieser Frage zerrissen war. Er glaubte ehrlich daran, den Staatshaushalt ausgleichen zu müssen. Doch nachdem er dies bereits einmal auf dem Rücken der Arbeitslosen getan hatte, war er nicht mehr bereit, das noch einmal zu machen, als sich die Lage der Wirtschaft ein wenig verbesserte. Also folgte eine New-Deal-Initiative auf die nächste und der Notfallhaushalt wurde immer umfangreicher.[33]

Trotzdem änderte nichts davon etwas an FDRs festem Glauben an den Grundsatz ausgeglichener Haushalte. »Die Bundesregierung muss und wird ihre Beteiligung an Hilfsleistungen aufgeben«, andernfalls muss sie Gelder für alle Elemente bereitstellen, die nicht abgeschafft werden, insistierte er in seiner Haushaltsrede 1935.[34] Diesen Aufruf wiederholte er, als sich der Kongress im Jahr 1936 gewillt zeigte, Veteranen des Ersten Weltkriegs einen Bonus zu zahlen.[35]

Wenn also Roosevelts Fiskalpolitik einen »Regimewechsel« darstellte, dann war es einer, von dessen Notwendigkeit ihn selbst erst der Beginn des Zweiten Weltkriegs überzeugte. Seine Defizite waren nicht gewollt. Wie Keynes in seinem Brief von Dezember 1933 gewarnt hatte, waren sie gar nicht hoch genug, um viel zu bewirken.[36]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wichtiger für die Verbesserung der Aussichten war die Geldpolitik. Durch das Gold-Embargo vom 4. März war über sie noch nicht entschieden worden. Es verbot den Banken, Gold in Münzen, Barren oder Zertifikaten auszuzahlen und erlaubte Exporte nur mit einer Lizenz des Finanzministers. FDR hatte keine andere Wahl, als dieses Embargo zu verhängen; wenn Hoover nicht den Willen zum Handeln verloren hätte, hätte er das selbst längst getan gehabt. Die Fed of New York hatte kein Gold mehr. Hätten Ausländer Gold exportieren wollen, hätte sie ohnehin keine Möglichkeit gehabt, es ihnen zu liefern.

Doch das Embargo wurde allgemein als vorübergehend wahrgenommen, ebenso wie die Bankenschließung, und tatsächlich hätte es auch darauf hinauslaufen können. Die USA hatten die Goldkonvertibilität schon in der Vergangenheit, unter den außergewöhnlichen Umständen des Bürgerkriegs, zeitweise eingestellt, sie anschließend aber wieder aufgenommen. Andere Länder hatten sie ebenfalls unterbrochen und nach dem Ersten Weltkrieg wiederhergestellt. Gleich nach seinem Amtsantritt versicherte Finanzminister Woodin, dass die USA den Goldstandard nicht etwa aufgegeben hätten. »Zu sagen, wir hätten den Goldstandard in irgendeiner Hinsicht stärker verlassen als den Geldstandard, ist lächerlich und irreführend«, verkündete er. »Es ist schlicht so, dass Gold für einige Tage nicht erhältlich ist.« Mit dieser Aussage war Woodin nicht einmal unaufrichtig: Als eifriger Befürworter des monetären Status quo glaubte er, was er sagte.[37]

Roosevelt brauchte sechs Wochen, um seine Optionen abzuwägen. In dieser Zeit kam er zu dem Schluss, dass ein wieder funktionierendes Bankensystem und neues Vertrauen, das durch einen ausgeglichenen Staatshaushalt hoffentlich entstehen würde, nicht ausreichten, um eine Erholung der Wirtschaft auf Dauer zu bewirken. Von März bis April hatte sich die Situation verbessert – schlechter allerdings hätte sie angesichts der katastrophalen Ausgangslage auch kaum werden können. Trotzdem waren immer noch nicht nur Banken, sondern auch Geschäfte und Fabriken geschlossen. Weil sie kein Geld in der Tasche hatten, kauften die Bürger nichts. In Akron im Bundesstaat Ohio sah es so aus: »Die Reifenwerkstätten waren geschlossen. Straßenbahnen fuhren nur halb so oft wie sonst. Kohleunternehmen machten zu. Tausende Männer, die trotz der Depression noch Arbeit hatten, wurden ›vorübergehend freigestellt‹ und nach Hause geschickt.«[38] Der April war besser als der März, aber nicht besser als der Januar vor der staatlichen Bankenschließung. Die Industrieproduktion erreichte kaum das Niveau vom Jahresanfang. Die Beschäftigung ging in den drei Monaten ab Januar sogar um weitere 2,3 % zurück.[39]

Es musste also eindeutig noch mehr passieren. Roosevelts erster Schritt bestand darin, das Verbot für Gold-Exporte unbefristet aufrechtzuerhalten. Dies öffnete die Tür für weitere Schritte mit dem Ziel steigender Preise. Senator Elmer Thomas zum Beispiel schlug vor, staatliche Käufe von Silber vorzuschreiben. Zur Erinnerung: Schon 1932 hatte sich Thomas für ein ähnliches Programm eingesetzt und so die Fed dazu gebracht, präventiv expansive Maßnahmen zu ergreifen.[40] In welche Richtung FDR jetzt gehen würde, wurde bei einem Treffen zwischen ihm und Thomas am 19. April klar. Die beiden Männer kamen zu einem Kompromiss, den Thomas dann in einen Gesetzesentwurf aufnahm, aus dem der Agricultural Adjustment Act wurde. Ein festes Ziel für Silberkäufe stand nicht darin, doch der Präsident bekam die Befugnis, die Golddeckung des Dollar um bis zu 50 % zu verringern – was das Gleiche war, wie den Preis von Gold in Dollar entsprechend zu erhöhen.

Nach dieser Nachricht schnellte der Dow Jones um 9 % in die Höhe. Noch heute zählt dieser 19. April 1933 zu den 20 Tagen mit den höchsten prozentualen Gewinnen, die es im Dow je gegeben hat. Das war es dann mit der Befürchtung, die Abkehr vom Goldstandard werde verheerend für das Vertrauen sein. »Der gesamte Finanzdistrikt reagierte begeistert auf die Aussicht auf Inflation nach Jahren mit quälender Deflation«, berichtete die *New York Times*.[41]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der zweite Schritt bestand darin, klarzumachen, dass diese Veränderung auf Dauer angelegt war – dass die Regierung also nicht vorhatte, das Ziel der Preisstabilität später wieder den Zwängen des Goldstandards unterzuordnen. Dies erreichte Roosevelt, indem er die World Monetary and Economic Conference wissen ließ, seine Priorität seien stabile Preise. Diese Konferenz begann am 10. Juni 1933 in London. Innerhalb von drei Wochen verfassten die Teilnehmer den Entwurf für eine Erklärung, die eine Rückkehr zum internationalen Goldstandard verlangte.[42] Zwar enthielt sie insofern eine Absicherung, als den Ländern zugestanden wurde, Zeit und Wechselkurs dafür selbst zu bestimmen. Trotzdem war davon auszugehen, dass die Erklärung einen gewissen Druck ausüben würde, wieder die zuvor geltenden Tauschverhältnisse einzuführen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dass sich die US-Delegation überhaupt auf irgendetwas einigen konnte, war bemerkenswert. Zusammen mit Außenminister Cordell Hull, einem eingefleischten Verfechter freien Handels, schickte Roosevelt Key Pittman nach London, einen Gefolgsmann von William Jennings Bryan. Pittman war Senator aus dem Bundesstaat Nevada, in dem Silber abgebaut wurde, und Vorsitzender des außenpolitischen Ausschusses. Im Jahr 1932 hatte er in das Wahlprogramm für die Demokratische Partei die Forderung nach einer internationalen Konferenz zu Währungsfragen eingefügt; nicht erwähnt wurde dabei, dass er darauf hoffte, die Konferenz könnte sich für Silber-Münzgeld aussprechen. Jetzt in London verschwieg Pittman das nicht mehr. Ständig redete er über Maßnahmen zur Stützung der Silberpreise. Der verärgerte Leiter der deutschen Delegation, niemand anderer als Hjalmar Schacht, winkte verzweifelt ab, als er sich die nächste Lektion von Pittman anhören sollte. Über Pittmans Aufenthalt in London gibt es auch sonst keinen Mangel an Anekdoten. Unter anderem soll er mit seinem Revolver auf Straßenlaternen geschossen haben und ein Bad in einer Spüle in der Speisekammer des Hotels Claridge's genommen haben.[43]

Ein weiteres wichtiges Mitglied der US-Delegation war Senator William Couzens, der frühere Partner von Henry Ford, dessen Einfluss es der RFC schwierig gemacht hatte, die Guardian Trust Company zu retten.[44] FDR hatte Couzens möglicherweise wegen seiner protektionistischen Haltung ausgewählt, also um seinen Außenminister zu neutralisieren. Wenn dem so war, dann wurde er nicht enttäuscht. Couzens geriet mehrmals mit Hull aneinander, weil der sich gegen Zollsenkungen aussprach und sich weigerte, sich an Hulls Weisung zu halten, dass alle öffentlichen Äußerun-

gen von US-Delegierten durch ihn freizugeben seien. Außerdem schickte FDR James Cox mit, den früheren Gouverneur von Ohio und Zeitungsverleger, dessen Ansichten zu hartem Geld wiederum die von Pittman neutralisierten. Die übrigen beiden Delegierten waren der Abgeordnete Samuel McReynolds aus Tennessee und Ralph Morrison, ein reicher Texaner. Keines der Mitglieder der sechsköpfigen Delegation hatte irgendwelche Erfahrungen mit internationalen Konferenzen.

Angesichts dieser Delegation könnte Roosevelt durchaus überrascht gewesen sein, dass es bei der Konferenz Fortschritte gab, doch dann machte er sich diese Tatsache rasch zunutze. Am 3. Juli ließ er in einer von Washington nach London übermittelten Botschaft eine Bombe platzen: Er wies die Erklärung der Konferenz zurück und sagte, die Priorität solle stattdessen auf Maßnahmen zur Stabilisierung der Kaufkraft von Geld liegen. Den Goldstandard tat er als »alten Fetisch von internationalen Bankern« ab, womit er es schaffte, Banker und ausländische Politiker gleichermaßen gegen sich aufzubringen. Die hetzerische Rhetorik war darauf angelegt, seine Prioritäten unmissverständlich klarzumachen, nicht nur den Delegierten in London, sondern auch der amerikanischen Öffentlichkeit. Manche Historiker rätseln noch heute, was damals die Anleger überzeugte, dass die US-Regierung entschlossen war, für höhere Preise zu sorgen. Die Antwort auf diese Frage lautet: Sie ließen sich überzeugen, weil Roosevelt bereit war, seine Verbündeten vor den Kopf zu stoßen, die Schuld für das Scheitern der Konferenz auf sich zu nehmen und seine Delegation im Regen stehen zu lassen.

Roosevelts überraschende Botschaft wurde kritisiert, weil sie den letzten Nagel in den Sarg der internationalen Kooperation geschlagen habe. In den Jahren 2008 und 2009 wurde sie als Beispiel für die Art von nationalistischer Politik angeführt, die Regierungen bei ihrer Antwort auf die Große Rezession unbedingt vermeiden sollten.[45] Indem sie den Kurs des Dollar drückten, verstärkten die USA die Probleme anderer Länder mit ihrer Wettbewerbsfähigkeit noch. Und indem er die Konferenz scheitern ließ, zerstörte Roosevelt die letzte Chance auf eine koordinierte Reaktion.

In Wirklichkeit wird diese angebliche »Lehre« aus der Geschichte falsch verstanden. Die Alternative zu Roosevelts monetärem Nationalismus wäre aus einem einfachen Grund nicht etwa eine koordinierte Reaktion gewesen: Die Regierungen konnten sich auf etwas Derartiges gar nicht einigen. Für die Europäer lag die Priorität eher auf stabilen Wechselkursen als

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

auf stabilen Preisen. Ihnen ging es nicht um den Kampf gegen Deflation. Als die eigentliche und drängende Gefahr sahen sie stattdessen Inflation, vor der sie als Folge ihrer Erfahrungen in den 1920er-Jahren große Angst hatten. Weil sie keine derart lange und tiefe Rezession durchgemacht hatten wie die USA, waren ihnen Liquidationen weiterhin wichtiger als eine Erholung. Nur wenn es für Spekulanten schmerzhaft genug werde, so insistierten sie, lasse sich eine weitere Runde von Exzessen und eine noch schwerere Depression vermeiden. Dies war keine Ansicht, der sich Roosevelt hätte anschließen können.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

So viel also zu einem koordinierten Vorgehen. Politiker aus unterschiedlichen Ländern waren nicht in der Lage, sich auf eine gemeinsame Diagnose für das wirtschaftliche Problem zu einigen, sodass sie unterschiedliche Gegenmaßnahmen favorisierten. Anfangs hoffte Roosevelt noch, es könne anders kommen. Noch am 19. April hatte er gesagt, eine Stabilisierung der Währungen sei wünschenswert und zu erreichen, wenn sich die Länder auf koordinierte Maßnahmen für eine Reflation einigen würden. Treffen mit anderen Spitzenpolitikern, insbesondere mit Édouard Herriot, dem früheren Premierminister und jetzigen Leiter des außenpolitischen Ausschusses der französischen Abgeordnetenkammer, überzeugten ihn dann jedoch, dass es dazu nicht kommen würde.[46] Der einzige Weg zur Reflation war also unilateral, und er führte über Roosevelts schockierende Nachricht an die Konferenz.[47]

In den Jahren 2008 und 2009 gab es mehr Spielraum für koordinierte Maßnahmen, weil die Regierungen in unterschiedlichen Ländern zur gleichen Diagnose für das Problem gekommen waren. Die Vorstellung, das Scheitern der Londoner Konferenz 1933 sei bedauerlich und Ähnliches jetzt dringend zu verhindern, war – genau wie die Lehrbuch-Interpretation des Smoot-Hawley Tariff Act – ein Beispiel dafür, wie schlechte Geschichtsschreibung zur Grundlage für gute Politik werden kann.

Roosevelts dritter Schritt war, den Preis für Gold zusammen mit dem für andere Rohstoffe nach oben zu treiben. Am 22. Oktober 1933 gab er bekannt, er autorisiere die Reconstruction Finance Corporation zum Kauf von neu gefördertem Gold. Der Zeitpunkt erklärt sich durch den Druck von Bundesstaaten aus dem Westen der USA, dafür zu sorgen, dass die Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse steigen. Unzufrieden mit dem Tempo

des Fortschritts, kündigte Senator Thomas, mal wieder der Unruhestifter, am 24. Oktober eine Konferenz von Führungskräften aus Landwirtschaft und Industrie an und drohte, einen Millionen-Menschen-Marsch auf Washington anzuführen.

Der Präsident versuchte jetzt, dieser Bewegung zuvorzukommen. Jeden Morgen beim Frühstück mit Orangensaft und Eiern entschied er in Abstimmung mit Henry Morgenthau und Jesse Jones, über die Anhebung des Goldpreises durch die RFC. An manchen Tagen waren es nur ein paar Cent, an anderen mehr. Der Sinn dahinter war, wie Jones später erklärte, dafür zu sorgen, dass Spekulanten keine festen Erwartungen bilden konnten.[48]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Ziel höherer Rohstoffpreise und die Strategie, dazu den Preis von Gold als einem bestimmten Rohstoff nach oben zu treiben, waren klar. Die Vorgehensweise aber war undurchschaubar. Niemand wusste, um wie viel der Präsident den Preis von Gold täglich steigen lassen würde. Kritiker klagten, das unberechenbare Vorgehen der Regierung verhindere Investitionen. Im November warnte der Federal Advisory Council, eine Gruppe von Bankern zur Beratung des Federal Reserve Board, die Unsicherheit drücke auf den Anleihenmarkt. Erst wenn diese Unsicherheit beendet sei, so der Rat, könne es dauerhafte Verbesserungen in der Wirtschaft geben.

In seinem Brief an den Präsidenten im Dezember schloss sich Keynes dem an. »Die jüngsten Schwankungen des Dollar«, so schrieb er, »sehen für mich eher aus wie ein betrunkener Goldstandard als wie die ideal gesteuerte Währung meiner Träume.« Roosevelts Blindekuh-Spiel mit den Währungsspekulanten führe zu Verwirrung. Den Preis von Gold auf einem höheren Niveau von zum Beispiel 35 Dollar je Unze zu stabilisieren, sei eine Möglichkeit, die Unsicherheit zu beenden. Dies könne jedoch dem Ziel des Präsidenten zuwiderlaufen, die Preise von Rohstoffen steigen zu lassen. Besser wäre es also, so schlussfolgerte Keynes, ein geldpolitisches Ziel zu veröffentlichen, zum Beispiel für das Preisniveau, und eine Vorgehensweise, um es zu erreichen. Seine bevorzugte Idee war, dass das Finanzministerium am Devisenmarkt intervenierte, um den Dollar in einer bestimmten Kursspanne zu halten, ihn aber innerhalb dieser Spanne so fallen und steigen zu lassen, wie es für stabile Preise erforderlich war.[49]

Dies war nicht die erste Empfehlung von Keynes, die ausgesprochen sinnvoll war. Roosevelts Entscheidung im Januar, den Dollar stattdessen zu einem Preis von 35 Dollar je Unze wieder fest an Gold zu binden, hätte

katastrophale Folgen haben können.[50] Sie hätte zu Gold-Abflüssen führen können, was Abwärtsdruck auf die Geldmenge ausgeübt hätte, sodass die Deflation und die von ihr ausgelösten negativen Erwartungen zurückgekehrt wären.

Stattdessen sorgten wirtschaftliche Probleme und politische Spannungen in Europa jedoch dafür, dass mehr Gold in die USA kam, statt sie zu verlassen. Der Goldblock um Frankreich herum steckte immer noch in der Deflation und Anleger suchten nach einem Ausweg. Die Sturmwolken des Zweiten Weltkriegs zogen zu dieser Zeit bereits auf, sodass europäische Anleger in den Dollar als naheliegenden sicheren Hafen umschichteten. Dadurch erhöhte sich die Versorgung mit Geld und Kredit in den USA, was dazu beitrug, das dortige Preisniveau zu stabilisieren.[51] Roosevelts Währungspolitik mag nicht ideal gewesen sein, doch zum Glück für ihn war die in Europa noch schlechter.

Möglicherweise werden Sie hier das »exorbitante Privileg« erkennen, das der Dollar als einziger wirklich sicherer Hafen unter den Währungen der Welt genießt.[52] Die Ursprünge dieses Status gehen also auf das Jahr 1934 zurück; wie sich zeigen sollte, war hier der erste in einer langen Reihe von Fällen zu beobachten, in denen Anleger als Reaktion auf unerfreuliche Ereignisse in den Dollar drängten. Durch dieses Verhalten bekamen die USA der Wirkung nach eine automatische Versicherungspolice – eine Währung, die stärker wird, wenn etwas schiefläuft. Bei der Pleite von Lehman Brothers im Jahr 2008 sollte ihnen diese Versicherung noch sehr gelegen kommen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 16
Für jeden etwas

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der New Deal umfasste weitaus mehr als nur Änderungen an der Geld- und Fiskalpolitik. Rasch erkannten FDR und sein Brains Trust, dass sie die Sondersitzungsperiode des Kongresses nutzen konnten, um noch eine Vielzahl weiterer Maßnahmen durchzudrücken, bevor das Gefühl der Dringlichkeit verschwunden wäre. Also kam das Civilian Conservation Corps, ein Liebling des umweltbewussten neuen Präsidenten, der als Gouverneur 10.000 arbeitslose New Yorker für Wiederaufforstungsprojekte beschäftigt hatte. Es kam die Tennessee Valley Authority für die Verbesserung der Befahrbarkeit von Flüssen, Projekte zum Hochwasserschutz und die Produktion billigen Stroms. Und es kam die Federal Emergency Relief Administration, die den Bundesstaaten 500 Millionen Dollar für Zahlungen an Arme und Arbeitslose zur Verfügung stellte.

Vor allem aber kamen der Agricultural Adjustment Act und der National Industrial Recovery Act, die bekanntesten Initiativen des New Deal. George Warren und Rex Tugwell mögen zu rivalisierenden Beraterfraktionen gehört haben, gemein aber war ihnen die Sorge um die Landwirtschaft, die ihrer Meinung nach unter Überproduktion und zu niedrigen Preisen litt. Die Zunahme der Produktion war eine Tatsache, wenn auch nicht nur in den USA. Erklären ließ sie sich durch die Vergrößerung der Anbauflächen in Kanada, Argentinien und Australien während und nach dem Ersten Weltkrieg. Auch die niedrigen Preise waren eine Tatsache, und der Smoot-Hawley-Zoll konnte, wie oben erklärt, wenig daran ändern.

Für FDR hatten diese Probleme Priorität. Seinen ersten erfolgreichen Wahlkampf hatte er in den ländlichen Bezirken von Dutchess County im Bundesstaat New York geführt, wo Farmer eine wichtige Wählergruppe stellten. Seine Berater, angeführt von Raymond Moley, erkannten, dass sich viele Bankenpleiten in den Gegenden ereigneten, in denen Farmer unter dem Preisverfall litten. Deshalb hielt Moley es für wichtig, sich um diese Probleme zu kümmern, um die Bankenkrise beenden zu können.

Der Plan sah eine Bundesagentur vor, die Farmer für die Einschränkung ihrer Produktion bezahlen sollte, was nicht gerade ideal war. Farmern wurden Verträge angeboten, in denen sie sich gegen eine entsprechende Kompensation verpflichteten, einen Teil ihres Landes brachliegen zu lassen. Die Zahlungen wurden finanziert über eine Steuer für Rohstoffverarbeiter, unter anderem für Müller, was den Eindruck verhindern sollte, die Farmer würden auf Kosten der Steuerzahler unterstützt.

Besser wäre es gewesen, stattdessen die Einführung neuer Techniken zu subventionieren, sodass die Farmer die Kosten hätten senken und mit der Realität des Überflusses hätten leben können. Eine weitere Behörde, die Farm Credit Association, ging ein Stück weit in diese Richtung, indem sie Farmern Kredite mit niedrigen Zinsen für Hypotheken und den Kauf von Produktionsmitteln zur Verfügung stellte. Doch die Regierung hätte hier noch weiter gehen können. Dass sie das nicht tat, ist insofern umso erstaunlicher, als Agrarminister Henry A. Wallace ein Farmer mit Universitätsabschluss in Tierzucht und Mitgründer von Hi-Bred Corn war, einem Unternehmen, das hybrides Saatgut mit hohem Ertrag entwickelte und verkaufte. Bevor Hi-Bred letztlich an die DuPont Corporation verkauft wurde, erfolgte noch eine Umbenennung in Pioneer Hi-Bred. Wallace wurde im Jahr 1940 als Nachfolger von John Nance Garner Roosevelts Kandidat für die Vizepräsidentschaft. Später amtierte er als Wirtschaftsminister, was ihn zum ersten früheren Vizepräsidenten machte, der zu einem Mitglied des Kabinetts wurde. Im Jahr 1948 dann trat Wallace als Kandidat für die Progressive Party selbst für die Präsidentschaft an, wobei er sich für ein Ende von Kaltem Krieg und Rassentrennung einsetzte.

Als Pionier bei der Kommerzialisierung von hybridem Saatgut wusste Wallace um das Potenzial von Technologien zur Kostensenkung. Trotz seiner Vorliebe für Innovationen unterstützte jedoch sogar er die Flächenstilllegungen. Subventionszahlungen von der Anschaffung neuen Saatguts oder neuer Maschinen abhängig zu machen, hätte den Farmern bei ihren akuten Problemen wenig geholfen, auch wenn es sie langfristig effizienter gemacht hätte. Aber Erleichterungen wurden dringend und schnell gebraucht, weil die Proteste zunehmend gewaltsam wurden. Dringlich waren sie auch deshalb, weil die Regierung fürchtete, der Druck der Farmer-Lobby könnte sie zu einer populistischen Geldpolitik zwingen.[1]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Argument, dass Überproduktion mit der Folge niedriger Preise ein Problem für die Landwirtschaft ist, mag valide gewesen sein, für die Industrie aber hatte es keinerlei Relevanz. In den 1920er-Jahren gab es, symbolisiert durch Elektrifizierung und Fließbänder, rasche technische Fortschritte in der Produktion, die ihre Kosten verringerten.[2] Die Gewinne waren ansehnlich. Anders als in der Landwirtschaft hatte das zunehmende Angebot nicht die Nachfrage überstiegen, bis in den 1930er-Jahren die Konsumausgaben einbrachen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Solche Beobachtungen hielten Roosevelts Ökonomen jedoch nicht davon ab, ihre Diagnose über die Wehen der Landwirtschaft auf den Rest der Volkswirtschaft zu übertragen. Wenn die Preise niedrig waren, dann war das in ihren Augen ein Beleg für Überangebot und ruinösen Wettbewerb. Und wenn das Problem in ruinösem Wettbewerb lag, dann bestand die Lösung darin, die Produktion zu begrenzen und die Preise anzuheben. Als er dem Kongress sein Gesetz zur Einrichtung der National Recovery Administration vorlegte, nannte Roosevelt als sein Ziel die »Verhinderung von unfairem Wettbewerb und verheerender Überproduktion«.[3] Abschnitt 3(a) des Gesetzes enthielt Vorschriften zu fairem Wettbewerb, nach denen Unternehmen ihre Produktion einschränken und die Preise erhöhen sollten. Durch das Gesetz wurde das Kartellrecht ausgesetzt, um rechtliche Hürden für eine engere Zusammenarbeit zu beseitigen. Für den Fall, dass Unternehmen die gewünschten Ergebnisse mit mehr Kooperation nicht erreichen würden, gab Abschnitt 4(b) dem Präsidenten das Recht zu intervenieren, um zerstörerische Lohn- und Preissenkungen zu verhindern.

Und wenn übermäßiger Wettbewerb, der zu niedrigen Preisen führte, ein Problem auf den Produktmärkten war, warum dann nicht auch am Arbeitsmarkt? In diesem Licht können die Vorschriften des NIRA zum Schutz des Organisationsrechts für Arbeiter gesehen werden. Auf jeden Fall hätte es politisch unausgewogen gewirkt, Produzenten zur Zusammenarbeit zu ermutigen, Arbeitern aber nicht zu erlauben, sich zusammenzuschließen. Wenn die Arbeitgeber sich über höhere Preise und Gewinne freuen durften, folgte daraus, dass man sie zwingen sollte, auch ihre Beschäftigten daran teilhaben zu lassen. Und um sicherzustellen, dass diese Vorteile breit verteilt waren, sollte die vorhandene Arbeit durch eine Begrenzung der Stundenzahl für jeden Einzelnen gerecht aufgeteilt werden.

Eine zwingendere Logik hinter dem NIRA lässt sich beim besten Willen nicht rekonstruieren. Sie zeigt die Tendenz von Roosevelt und seinen

Beratern wie George Warren und Henry Wallace, die Probleme der Landwirtschaft für die Volkswirtschaft insgesamt zu generalisieren. Die Inspiration dazu kam von einem Plan des Präsidenten von General Electric, Gerard Swope, aus dem Jahr 1931. Er empfahl die Aussetzung von Kartellgesetzen auf Bundesebene, damit die Unternehmen ihre Produktion verringern und höhere Preise verlangen könnten; gleichzeitig sollte es höhere Löhne und Nebenleistungen geben, damit auch die Arbeiter davon profitieren. Dies wiederum basierte auf den Ansichten von Adolf Berle, einem Gründungsmitglied des Brains Trust, der in seiner Arbeit betonte, dass die Zeit der kleinen Familienunternehmen vorbei und es jetzt Aufgabe der Regierung sei, dafür zu sorgen, dass große Konzerne für das Allgemeinwohl arbeiteten.[4]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Alternativ kann man anerkennen, dass es für das NIRA in Wirklichkeit gar keine zusammenhängende Logik gab. Möglicherweise war das Gesetz ein Versuch zu demonstrieren, dass der neue Präsident und der Kongress bereit waren, etwas zu tun, irgendetwas, um die Wirtschaft mit einem Schock aus ihrer Lähmung zu befreien. Der NIRA hatte für jeden etwas zu bieten – für Planer, die daran glaubten, dass die Industrie staatliche Weisungen brauche; für Assoziationalisten, die gemeinsames Handeln der Produzenten als die Lösung ansahen; für Progressive, die mehr Kooperation zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern wollten; für Gewerkschafter, die für das Recht von Arbeitern kämpften, sich zusammenzuschließen; für Anhänger des demokratischen Senators Hugo Black aus Alabama, der sich für die Teilung von Arbeitsplätzen einsetzte; und für Sozialreformer, die Kinderarbeit verbieten wollten. Dass FDR mehrere Beratergruppen einsetzte, um die richtigen Formulierungen zu finden, und ihre Empfehlungen dann kombinierte, spricht dafür, dass er tatsächlich vorhatte, jedem etwas zu bieten.

Eine Auftaktkampagne mit Paraden und öffentlichen Veranstaltungen im Juni 1933 brachte zwei Millionen Arbeitgeber dazu, eine vorläufige Pauschalvereinbarung mit der Bezeichnung Blanket Code zu unterschreiben. Darin sagten sie zu, einen Mindestlohn zu bezahlen und die wöchentliche Arbeitszeit auf 35 oder 40 Stunden zu begrenzen. Später folgten dann insgesamt mehr als 500 spezielle Codes, die für jede einzelne Branche Preisuntergrenzen festlegten und Arbeitnehmern kollektive Lohnverhandlun-

gen erlaubten. Mit staatlicher Genehmigung wurden die Unterzeichner vom Kartellrecht ausgenommen und erhielten das Blue-Eagle-Symbol.

Aus makroökonomischer Sicht war das Ergebnis eine Katastrophe. Es war ein klassischer Fall der Bevorzugung von Reformen gegenüber einem Aufschwung, wie Keynes es in seinem offenen Brief formuliert hatte. Das Gesetz hatte keinerlei positive Wirkung auf die Nachfrage.[5] Dafür sorgte es für höhere Kosten und drückte so auf das Angebot (was natürlich genau das Ziel gewesen war). Von Juli bis September stiegen die Stundenlöhne um 22 % und inflationsbereinigt um 19 %, was in einer Zeit mit zweistelligen Arbeitslosenquoten nicht anders zu erklären ist. Als die Kosten stiegen, ging die Produktion zurück. In der ersten Jahreshälfte 1933 war die Industrieproduktion im Gleichschritt mit dem Preisniveau gestiegen und gefallen, Nach der Verabschiedung des Blanket Code ließ die Produktion massiv nach, während die Preise weiter stiegen.[6]

Ökonomen sind sich so gut wie einig darüber, dass der NIRA schädlich für die Bemühungen um einen Aufschwung war. Nach einer Schätzung von Michael Weinstein, der zur keynesianischen Tradition zählt, hat das Gesetz die Produktion durch höhere Kosten um kumulativ 8 % verringert. Die führenden Monetaristen Friedman und Schwartz kommen zu dem Schluss, die sinkenden Gewinne hätten zu deutlich geringeren Investitionen geführt. Und laut Harold Cole und Lee Ohanian, Vertretern des neoklassischen Ansatzes der Konjunkturzyklus-Analyse, war die Arbeitslosigkeit um ein volles Viertel höher, als sie ohne NIRA gewesen wäre.[7] Wer will da noch sagen, Ökonomen könnten sich über nichts einigen?

Außer wegen seiner direkten Auswirkungen auf die Kosten wurde der NIRA dafür kritisiert, dass er zu Unsicherheit geführt habe. Die Codes waren für jede Branche unterschiedlich, ihre Durchsetzung war unsystematisch. Bis Ende 1935 registrierten Büros der Bundesstaaten mit der Aufgabe, die Einhaltung des Gesetzes zu überwachen, mehr als 30.000 »Beschwerden wegen Geschäftspraktiken«, von denen sie nur einen Bruchteil verfolgten. Zum Teil beruhte diese Kritik schlicht darauf, dass die Wirtschaft wegen der Einmischungen der Regierung zurückschlug. Zusätzlich dramatisiert wurden die Probleme möglicherweise von der Presse, die den NIRA-Code für die Zeitungsbranche ablehnte.[8] In den Klagen von Unternehmen über Unsicherheit und Bürokratie mag ein Körnchen Wahrheit gesteckt haben, doch man sollte ihre Bedeutung nicht überbewerten. Eine Analyse der Schwankungsbreite von Aktienkursen durch William Ander-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

son spricht dafür, dass der NIRA die Risiken für Unternehmen insgesamt nicht verringerte, aber auch nicht signifikant erhöhte.[9]

Die größte Unsicherheit entstand durch die Frage, ob der Supreme Court den NIRA für verfassungswidrig erklären würde, weil er Kompetenzen, die laut der Verfassung beim Kongress lagen, an die Exekutive übertrug. Die Gelegenheit dazu ergab sich im Jahr 1935 durch eine Klage der Schechter Poultry Corporation, ein Unternehmen aus Brooklyn, dem der Blue Eagle entzogen wurde, weil es kranke Hühnchen über die Grenzen von Bundesstaaten hinweg verkauft hatte. Aus offensichtlichen Gründen wurde die Entscheidung später als »sick chicken case« bezeichnet. Nach dem Urteil der obersten Richter verstieß der NIRA tatsächlich gegen die in der Verfassung vorgesehene Gewaltenteilung. Zudem habe der Kongress, indem er Codes auf Schechter anwendete, seine verfassungsmäßigen Kompetenzen überschritten, denn die Schechter-Brüder hatten Hühnchen in anderen Bundesstaaten lediglich gekauft; was sie in New York schlachteten, blieb auch in New York.

Vom Supreme Court in die Schranken gewiesen, ließ FDR 400 Fälle von angeblichen Verstößen gegen die Codes fallen und gönnte sich einen Wochenendausflug auf der Präsidentenjacht. »Das Schnattern der heiligen Gänse hat Rom vor den Barbaren gerettet, und das Gackern von Schechters Hennen hat die USA vor dem New Deal gerettet«, kommentierte die *Chicago Tribune*.[10]

Als Nächstes erklärte der Supreme Court den Railway Pensions Act, der ein Pensionsprogramm für 1,5 Millionen Eisenbahner eingeführt hatte, für ungültig, weil er übermäßige Belastungen für große Bahngesellschaften bedeute.[11] Und er kippte die Agricultural Adjustment Administration, weil sie von Rohstoffverarbeitern eine unfaire Steuer erhebe.

Roosevelt reagierte auf diese Rückschläge, indem er die beanstandeten Teile des NIRA durch sorgfältiger ausgearbeitete Maßnahmen ersetzte. Das National Labor Board wurde vom National Labor Relations Board abgelöst. An die Stelle der Regeln zu Mindestlöhnen und Kinderarbeit im NIRA traten klarer definierte nach dem Fair Labor Standards Act. Ein zweiter Agricultural Adjustment Act behob die Fehler seines Vorgängers, indem die Zahlungen an Farmer aus dem allgemeinen Haushalt statt mit einer Steuer auf Lebensmittelverarbeitung finanziert wurden.

Zusätzlich drängte FDR entschlossener auf Initiativen, die öffentliche Unterstützung für den New Deal versprachen, etwa bei Pensionen (Social Secu-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

rity) und Sozialleistungen (die Works Progress Administration, die es schon vorher gab, aber jetzt vergrößert wurde) auf Bundesebene. Und er versuchte, den Supreme Court mit ihm nahestehenden Richtern zu besetzen. Diese Taktik war zwar politisch schädlich für den Präsidenten, doch tatsächlich gelang es ihm damit, die Opposition des Gerichts gegen staatliche Interventionen zu zügeln. Konkret gingen die Richter als Reaktion auf diesen Druck zu einer großzügigeren Interpretation des Commerce Clause in der US-Verfassung über, der die Rechte des Kongresses in Handelsfragen regelt.[12]

Die Auswirkungen sind unübersehbar. Die rechtlichen Regelungen und Grundsätze für das National Labor Board hatten großen Einfluss auf den späteren National Labor Relations Act. Ob zum Guten oder zum Schlechten, prägte auch der erste Agricultural Adjustment Act die Vorschriften des zweiten. Einige New-Deal-Initiativen wie das Civilian Conservation Corps und die Works Progress Administration waren temporär, andere wie Pensionen, Sozialleistungen, Arbeitslosenversicherung, Mindestlohn, Gesetze gegen Kinderarbeit und das Recht der Arbeiter auf Zusammenschluss wurden feste Bestandteile der amerikanischen Rechtslandschaft.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Diese Beobachtung wirft unweigerlich die Frage auf, warum die progressive Antwort auf die Große Rezession soviel bescheidener ausfiel als der frühere New Deal. Die Sozialprogramme nach 2008 beschränkten sich hauptsächlich auf eine Reform des Gesundheitswesens, und selbst dafür musste ein harter Kampf geführt werden. Statt bestehende Programme auszubauen, forderte die Republikanische Partei Kürzungen, beispielsweise bei der Ausgabe von Lebensmittelmarken. Es wurde nichts unternommen, was auch nur entfernt der Erweiterung der sozialen Absicherung nach der Großen Depression geähnelt hätte.

Bei der Finanzregulierung ist der Kontrast nicht weniger augenfällig. Der Glass-Steagall Act von Juni 1933 zwang nicht nur die Geschäftsbanken, ihre Wertpapiertöchter zu verkaufen, er führte auch eine Einlagensicherung und die Federal Deposit Insurance Corporation ein, eine staatliche Stelle mit dem Recht, insolvente Banken abzuwickeln.[13] Der Glass-Steagall Act stellte eine weitreichende Reform dar, deutlich weiter reichend als die Bankenreformen im Jahr 2010.

Gibt es eine Erklärung für diese Unterschiede? Daran, dass die Lobbys von Banken und Unternehmen in den 1930er-Jahren weniger gut organi-

siert gewesen wären, kann es nicht gelegen haben. Die Bankenverbände in der Bundesstaaten kämpften energisch sowohl gegen liberalere Gesetze zu Filialeröffnungen, die mehr Konkurrenz bedeutet hätten, als auch gegen belastende Regulierungsvorschriften wie die Einlagensicherung. Die Missouri Bankers Association schickte Delegationen nach Washington, um den Gesetzgebern die Breite ihres Widerstands vor Augen zu führen. Die American Bankers Association kämpfte entschlossen gegen die Einlagensicherung. Der Verbandspräsident Francis Sisson prangerte sie als »ungesund, unwissenschaftlich, ungerecht und gefährlich« an, weil sie gewissenhafte Banken dazu zwinge, für die Fehler ihrer skrupellosen Konkurrenten zu bezahlen. Um FDR in letzter Minute zu einem Veto gegen Glass-Steagall zu bewegen, überschwemmte sein Verband Washington mit Telegrammen.[14]

Ebenso wenig scheinen es die Banken in den 1930er-Jahren mit mehr öffentlicher Ablehnung zu tun gehabt zu haben. Natürlich gab es 1933 die sensationellen Anhörungen des Committee on Banking and Currency im Senat, geleitet von Ferdinand Pecora, dem unbestechlichen, Zigarre kauenden früheren Staatsanwalt von New York.[15] In Finanzfragen aber war Pecora ein Anfänger. Er war besser darin, Fehlverhalten von einzelnen Bankern aufzudecken als strukturelle Fehler im ganzen Finanzsystem. Weil er sich wegen seines begrenzten Wissens über die Funktionsweise der Wall Street sehr auf ein paar faule Äpfel konzentrierte, brachten die Anhörungen weniger Argumente für systemweite Reformen als für Strafen gegen einzelne Missetäter. Jedenfalls kann man nicht behaupten, dass der Zorn, den Pecora entfachte, deutlich größer gewesen wäre als derjenige, der den »Titanen« der Wall Street entgegenschlug, als sie 2010 vor der Financial Crisis Inquiry Commission aussagen mussten.

Vor der Verabschiedung des Glass-Steagall Act hatte Pecora mit der National City tatsächlich nur eine einzige Geschäftsbank unter die Lupe genommen. Das Zentrum der zehntägigen Anhörung bildete ihr Chairman Charles Mitchell. Sie war spannend, konzentrierte sich aber eher auf die fragwürdigen Taten dieser Einzelperson als auf systemische Probleme. Mitchell war wegen seines ewigen Optimismus' auch als »Sunshine Charlie« bekannt; vor dem Senat erschien er mit einer Bräune im Stil von Angelo Mozilo von Countrywide Financial Corporation, die er sich bei einem Urlaub auf den Bahamas zugelegt hatte. Wie Mozilo hatte Mitchell als Verkäufer angefangen, in diesem Fall von Liberty Bonds. Die glatte Art, die seinesgleichen aus-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

zeichnete, war nichts, mit dem er vor dem Ausschuss hätte reüssieren können. Dennoch: die sensationellste Enthüllung war, dass er 18.000 Aktien von National City an seine Frau verkauft und dann zurückgekauft hatte, um weniger Steuern zahlen zu müssen. Mitchell wurde gezwungen, den Posten als Chairman zu räumen, was ihn zum ersten Opfer der New-Deal-Finanzreformen machte. Aber das war es auch schon mit Befragungen von Geschäftsbanken durch Pecora, bevor Glass-Steagall kam.

Am 23. Mai wandte sich Pecora den Investmentbanken zu, konkret J. P. Morgan & Co. Hier war die schockierende Erkenntnis, dass die Bank prominenten Insidern bevorzugten Zugang zu Neuemissionen an der Börse gewährt hatte, darunter William Woodin, dem frisch ernannten Finanzminister, Charles Dawes, bekannt von RFC und Dawes Bank, sowie Owen D. Young. Auch diese Informationen mögen unschön gewesen sein, hatten aber nichts mit so substanziellen Themen wie der Trennung von Investment- und Geschäftsbanking, der Sinnhaftigkeit von Filialbanken oder der Notwendigkeit einer Einlagensicherung zu tun. Und sie waren sicher nicht peinlicher als die Tatsache, dass Goldman Sachs John Paulson dabei geholfen hatte, ein Portfolio an toxischen Papieren zusammenzustellen, damit er Short-Positionen auf den Wohnimmobilienmarkt eingehen konnte, oder dass Countrywide Financial »Freunden von Angelo« Vorzugskonditionen für Hypotheken eingeräumt hatte, darunter Franklin Raines, dem CEO von Fannie Mae, und Christopher Dodd, einem Mitglied des Bankenausschusses im Senats.[16]

Auf gewisse Weise klopften die Reformer unter Roosevelt schlicht an offene Türen. Am 7. März, also deutlich vor der Verabschiedung des Glass-Steagall Act, gab National City die Liquidierung der eigenen Wertpapiertochter bekannt. Am nächsten Tag verkündete die Chase National Bank, sie werde das Gleiche tun. Dies war ein Sieg für ihren Board-Vorsitzenden Winthrop Aldrich über den früheren Präsidenten Albert Wiggin, der Jimmy Caynes Leidenschaft für Poker teilte und Chase National zu dem Finanzkonglomerat gemacht hatte, das es inzwischen war.[17] Wiggin hatte seinen Posten im Dezember 1932 aufgegeben, kurz bevor durch die Pecora-Kommission bekannt wurde, dass er mit dem Verkauf seiner eigenen Chase-Aktien begonnen hatte, während er sie mit dem Geld der Bank noch stützte. Die Securities and Exchange Commission führte später eine Regel ein, die Leerverkäufe durch Insider verbot und als »Anti-Wiggin-Paragraf« bekannt wurde.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Entscheidend aber ist hier, dass die Banken nur zu gern bereit waren, ihr Wertpapiergeschäft aufzugeben, weil der Markt für Neuemissionen ohnehin weggebrochen war. Der Einbruch war so umfassend, dass die Banken keinerlei Hoffnung für eine Wiederbelebung sahen. Damit war die Trennung von Investment- und Geschäftsbanken durch den Glass-Steagall Act nur eine Bestätigung für einen Übergang, der ohnehin bereits begonnen hatte.[18] Auch ab dem Jahr 2008 gab es erhebliche Verwerfungen am Markt für Verbriefungen, doch ein Zusammenbruch wie in den 1930ern konnte durch die umfangreichen Interventionen von Federal Reserve und anderen abgewendet werden. Dadurch konnten die Banken mit einer späteren Erholung ihres Emissions- und Handelsgeschäfts rechnen. Und tatsächlich waren viele der Aktivitäten, die den Verbriefungsmarkt vor 2008 berüchtigt gemacht hatten, innerhalb von fünf Jahren zurückgekehrt. Die großen Banken versuchten nicht nur, an all ihren bisherigen Tätigkeiten festzuhalten, manche von ihnen wollten sogar noch neue beginnen. All das führte dazu, dass sich die Branche gegen jegliche Bemühungen wehrte, Praktiken wie den proprietären Handel einzuschränken.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Als weitere Erklärung für die Reformerfolge in den 1930er-Jahren wird manchmal angeführt, Kongressabgeordnete seien schon vorher zu einer gemeinsamen Haltung gegenüber dem Problem gekommen. Senator Glass hatte seit Jahren auf großzügigere Regeln zur Eröffnung von Bankfilialen und eine zentralisierte Aufsicht über das Banken- und Finanzsystem gedrängt. Mehr als 100 Gesetzentwürfe für die Einführung einer Einlagensicherung auf Bundesebene waren in den 50 Jahren zuvor in den Kongress eingebracht worden. Einer davon, vorgelegt im April 1932 und mitverfasst vom Abgeordneten Henry Steagall, bekam eine Mehrheit im Repräsentantenhaus, aber noch nicht im Senat. Jedoch war Steagall gegen zentralisierte Aufsicht und mehr Möglichkeiten für Filialbanken, während Glass gegen eine Einlagensicherung war. Ihre Anhänger waren ähnlich gespalten.

Auch im Gesetzgebungsprozess kann die Erklärung nicht liegen. Bei anderen Themen fügte sich der Kongress Roosevelt und »behandelte ihn eher wie einen Premierminister als wie einen traditionellen amerikanischen Präsidenten«.[19] Die von der Regierung zum Kapitol geschickten Entwürfe für den Emergency Banking Act im März und den National Industrial Recovery Act im April wurden so gut wie unverändert verabschiedet. Die genauen Regeln zur Bankenreform aber waren in beiden Kammern des Parlaments umstritten. Roosevelt selbst sah die Einlagensicherung skep-

tisch. Als ehemaliger Gouverneur war er sich der gemischten Historie früherer Einlagensicherungssysteme auf Ebene der Bundesstaaten bewusst. Auf dem offiziellen Foto zur Unterzeichnung des Banking Act, mit dem die FDIC geschaffen wurde, sieht der Präsident nicht besonders glücklich aus. Auch Finanzminister Woodin, als Produzent von Güterwaggons nur in zweiter Linie ein Finanzmensch, sah wenig Anlass, den Banken eine Sonderbehandlung zukommen zu lassen. Und was für die Exekutive galt, galt auch für das Federal Reserve System: Führende Vertreter der Federal Reserve sprachen sich ebenfalls gegen eine Einlagensicherung aus.[20]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Letztlich kann die Erklärung für derart weitreichende Reformen also nur in der Heftigkeit der Krise liegen. Sie zwang das Finanzsystem und die Volkswirtschaft in die Knie. Sie nahm den Banken jedes Interesse daran, im Wertpapiergeschäft aktiv zu bleiben. Sie brachte eine Welle der Unterstützung für Reformen wie die Einlagensicherung, die ausreichte, um den Widerstand der betroffenen Interessengruppen zu brechen. Durch die Krise gerieten die gesamten Ersparnisse von Millionen von Amerikanern in Gefahr. Deren Beunruhigung löste starke Unterstützung für eine Einlagensicherung und für weitreichende Finanzreformen allgemein aus.[21] Sie brachte den Reformern nicht nur Legitimität, sondern auch Stimmen ein.

Was für Finanzreformen galt, galt zudem auch im allgemeineren Sinn. Die Schwere der Depression und die von ihr ausgelösten Härten und Nöte waren die fundamentalen Faktoren, die dem Drängen auf Sozialreformen ihre Dynamik verliehen.

Nach 2008 dagegen schaffte es die Politik, das Schlimmste zu verhindern, nahm damit aber den Reformern den Wind aus den Segeln. Weniger als 1000 Banken gingen pleite, während es in den 1930er-Jahren mehr als 9000 gewesen waren. Vom Hoch im Jahr 1929 bis zu seinem Tiefpunkt 1933 fiel der Dow Jones Industrial Average um fast 90 %; der S&P 500 dagegen verlor in den 17 Monaten ab Oktober 2007 mit 56 % deutlich weniger. Das war natürlich immer noch ein alarmierender Kursverfall, im Vergleich mit den 1930ern aber verblasst er.

Ähnlich dauerte es 2008 und 2009 nur Monate statt drei Jahre, um zu einer geld- und fiskalpolitischen Reaktion zu kommen. Im Jahr 2009 erreichte die Arbeitslosenquote einen beunruhigenden Höchstwert von 10 %, doch das war deutlich weniger als die katastrophalen 25 % von 1933.

Auch in der neueren Krise gab es Entbehrung und Nöte, und Hunger und Obdachlosigkeit waren weit verbreitet. Aber das Ausmaß des Elends wurde nie so groß wie in den 1930ern mit ihren Armenvierteln und Dürren.

Nach 2008 mag kein »business as usual« mehr möglich gewesen sein, eine fast normale Geschäftstätigkeit aber sehr wohl. Just der Erfolg, den die Politiker des 21. Jahrhunderts dabei hatten, nach der Krise eine weitere Große Depression zu verhindern, bedeutete, dass die Unterstützung für radikale Reformen begrenzt blieb. Genau andersherum als FDR räumte Präsident Obama der wirtschaftlichen Erholung Priorität gegenüber Reformen ein. Das mag er nicht bewusst getan haben, doch seine Politik lief darauf hinaus.

Bei der Regulierung für den Wertpapiermarkt sah es nur insofern unterschiedlich aus, als die Reformer in den 1930er-Jahren hier mit einem komplett weißen Blatt begannen. Vor dem Securities Act von 1933 gab es in den USA keinerlei bundesweite Vorschriften von Bedeutung für den Kapitalmarkt. Der Schutz von Anlegern vor betrügerischen Praktiken wurde den Bundesstaaten überlassen. Kansas hatte schon im Jahr 1911 das erste »Blue Sky«-Gesetz verabschiedet, das eine Registrierung von Wertpapier-Brokern vorschrieb; es war eine Reaktion auf reisende Finanzvermarkter, die arglosen Anlegern Aktien von geheimnisvollen Minenunternehmen verkauften.[22] Als Antwort auf übertriebene Versprechungen und dann auf die Finanzexzesse in Zusammenhang mit dem Grundstücksboom in Florida folgten später andere Bundesstaaten mit eigenen Gesetzen dieser Art.

Diese Gesetze waren dazu gedacht, Mindeststandards für Finanzvermarkter durchzusetzen, doch sie ließen sich leicht umgehen, indem man von außerhalb des jeweiligen Bundesstaats per Post verkaufte. Viele Bundesstaaten waren ohnehin kaum in der Lage, ihre Gesetze auch durchzusetzen. Nur acht von ihnen stellten genügend Mittel für eine in Vollzeit arbeitende Wertpapier-Aufsichtsbehörde bereit, und selbst wo es so etwas gab, mangelte es an der Fähigkeit, Betrug zu entdecken und zu verfolgen. Dies war zum Beispiel der Fall bei den Bemühungen der Staatsanwaltschaft von New York, den im Jahr 1921 verabschiedeten Martin Act zur Bekämpfung von Finanzbetrügereien durchzusetzen.[23]

Zu ihrer Verteidigung verwiesen die Akteure am Wertpapiermarkt auf entschlossene Selbstregulierung. Die New York Stock Exchange behaupte-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

te, von neuen Emittenten höhere Transparenzstandards zu verlangen als jeder der Bundesstaaten mit eigenen Anlegerschutzgesetzen – und mit Sicherheit als New York. Der Notierungsausschuss der Börse verlangte von Emittenten Informationen über Bilanz, Gewinne und Corporate Governance. Inhaltlich aber boten diese Angaben weniger, als es den Anschein hatte. Weil es noch keine allgemein anerkannten Rechnungslegungsvorschriften gab, konnten sich die Unternehmen selbst aussuchen, über was sie informierten und in welcher Form. Eine Untersuchung von 580 an der New York Stock Exchange notierten Unternehmen im Jahr 1929 kam zu dem Ergebnis, dass nicht einmal jedes zweite seinen Bruttoumsatz angab.[24] Und wer selbst diese Vorgaben zu streng fand, konnte sich immer noch an der Curb Exchange (der späteren American Stock Exchange) registrieren, die noch weniger Offenlegungen verlangte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Ebenso wenig konnte die Selbstregulierung Insiderhandel und Marktmanipulation verhindern. Ganz im Gegenteil: Mitglieder des Notierungsausschusses an der New York Stock Exchange gehörten zu den Organisatoren der berüchtigten Pools, mit denen Aktienkurse in den 1920er-Jahren nach oben oder unten getrieben wurden. Derlei Praktiken alarmierten die Brandeisianer, denn die Essay-Sammlung *Other People's Money* ihres Vordenkers aus dem Jahr 1914 hatte sich darauf konzentriert, wie aus Geld Macht wird. Neben dem Problem hatte Brandeis darin auch gleich eine Lösung beschrieben, nämlich Transparenz. »Als geeignetes Mittel gegen gesellschaftliche und industrielle Fehlentwicklungen«, so schrieb er in einer Passage, die Präsident Roosevelt gern zitierte, »bietet sich Öffentlichkeit an. Von Sonnenlicht sagt man, es sei das beste aller Desinfektionsmittel. Und elektrisches Licht ist der effizienteste Polizist.«[25]

Brandeis' Anhänger, in der Person von Felix Frankfurter und dessen Gefolgsleuten, erkannten jetzt die Gelegenheit, diese Prinzipien in die Tat umzusetzen. Der Securities Act aus dem Jahr 1933, der Neuemissionen regelte, und der Securities Exchange Act von 1934, der den Handel auf dem Sekundärmarkt regulierte, machten von Brandeis' Desinfektionsmittel großzügigen Gebrauch.

Die Frage dabei war, wie weit man die Rolle des öffentlichen Sektors treiben sollte: Reichte es aus, exakte Informationen zu verlangen, oder musste es auch Regulierungsbehörden mit der Befugnis geben, diese Informa-

tionen auszuwerten und darauf zu reagieren? Der Gesetzentwurf, den die Regierung an den Kongress schickte, sah jedenfalls die Einrichtung einer Kommission auf Bundesebene vor, die Neuemissionen prüfen und gegebenenfalls auch verbieten durfte.[26]

Für den mächtigen Abgeordneten Sam Rayburn, Vorsitzender des Commerce Committee und zukünftiger Sprecher des Repräsentantenhauses, ging das zu weit. Frankfurters Leute wurden zurückgepfiffen und mussten das Gesetz überarbeiten. Nach der neuen Fassung sollten Informationen über Gewinne, Verluste und die Vergütung für die Unternehmensführung nicht von der Regierung überprüft werden, sondern von unabhängigen Wirtschaftsprüfern auf der Grundlage von standardisierten Verfahren. Die Profession der Buchprüfer sollte dadurch zu einem der wenigen Profiteure der Großen Depression werden.

Allerdings gab es noch andere Praktiken wie etwa die Pools der 1920er-Jahre, bei denen ausführlichere Informationen über Börsengänge so gut wie keinen Schutz boten. Deshalb verbot das Gesetz von 1934 auch Marktmanipulationen und sah die Einrichtung der SEC als einer Behörde zu ihrer Bekämpfung vor. Abschnitt 10(c) des Securities Exchange Act autorisierte die SEC, missbräuchliche Praktiken wie Insiderhandel und Betrug zu verfolgen, die von anderen Regeln nicht erfasst waren.

Dies war die Vorlage, die als Leitlinie für die Regulierung des US-Wertpapiermarktes im Großteil des 20. Jahrhunderts diente. Sie behielt das Prinzip des »caveat emptor« (also dass Käufer sich selbst schützen müssen) bei, erkannte aber an, dass es Fälle gibt, in denen das für den Einzelnen nicht möglich ist. Wenn diese Lücken nicht geschlossen worden wären, hätte dies künftige Generationen davon abgehalten, sich am Aktienmarkt zu engagieren, so wie es schon bei der 1930er-Generation gewesen war. Regeln wurden also nicht nur zum Schutz der Anleger gebraucht, sondern auch, um Wertpapiermarkt und Wirtschaft eine Chance zum Wachsen zu geben. Selbstregulierung wurde nicht mehr als ausreichende Basis dafür angesehen. Gebraucht wurde stattdessen eine SEC mit genügend personellen und finanziellen Ressourcen, um Marktmanipulation und Betrug unmöglich zu machen.

Mehr als 50 Jahre lang leistete dieses Modell den USA gute Dienste. Doch als die Erinnerungen an die 1930er verblassten, kehrte das bereits begrabene Vertrauen in die Selbstregulierung von den Toten zurück. Und selbst unter denjenigen, die bereit waren einzuräumen, dass der Markt

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

versagen kann, gab es Skepsis über die Fähigkeit der unterbezahlten und überlasteten Beamten, solche Fälle zu erkennen.

Letztlich wurde diese Skepsis zur selbsterfüllenden Prophezeiung. Die Finanzierung für die SEC hielt kaum mit der Inflation Schritt und stieg weitaus weniger stark als das Volumen der Börsengänge in den 1990er-Jahren. Nach dem 11. September 2001 entstand der Eindruck, mit der nationalen Sicherheit gebe es einen anderen Bereich, der dringend mehr Ressourcen benötige. Zusammen mit der allgemeinen Regulierungsskepsis der Bush-Regierung führte dies dazu, dass die SEC ausgehungert wurde. So wie es dem Staatsanwalt von New York in den 1920er-Jahren an Ressourcen gefehlt hatte, um das Börsengesetz des Bundesstaates durchzusetzen, so fehlte es jetzt auch der SEC an Ressourcen für eine angemessene Kontrolle der Finanzmärkte. Das Ergebnis war Charles Ponzi unter einem anderen Namen. Er lautete Bernie Madoff.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Ein weiterer Bereich, in dem die Reaktion in den 1930er-Jahren weiter ging als in der jüngeren Vergangenheit, war die Entlastung von Hypothekenschulden. In diesem Fall kann man allerdings nicht argumentieren, der Grund dafür sei, dass die Krise damals gravierender gewesen wäre. Der Einbruch bei Häuserpreisen und Bautätigkeit nach 2006 war kein bisschen weniger heftig als in den 1930ern, was erkennen lässt, wie sehr die vorherige Expansion vom Immobilienmarkt getrieben war. In beiden Fällen fielen die Verkaufspreise von der Spitze bis zum Tiefpunkt um ein Drittel. Die Baubeginne außerhalb der Landwirtschaft gingen auf dem Höhepunkt der Depression auf nur ein Zehntel des Werts aus den 1920er-Jahren zurück, von 2005 bis 2010 betrug der Rückgang nur knapp 25 %.[27]

Aber wenn die Erklärung für die konsequentere Reaktion in den 1930er-Jahren nicht in einem stärkeren Verfall der Häuserpreise zu finden ist, wo dann? Die Antwort liegt in der Struktur der Immobilienfinanzierung. Zur Erinnerung: Kreditgeber verlangten damals Anzahlungen von bis zu 50 % des Kaufpreises. Als Folge davon gab es nur wenige Hauseigentümer, deren Hypothekenschulden den Wert ihrer Häuser überstiegen, selbst nachdem die Preise um ein Drittel gefallen waren. Dadurch waren hohe Abschreibungen auf den Nennwert ihrer Kredite, die hohe Verluste für die Banken oder hohe Kosten für die Steuerzahler bedeutet hätten, nicht erforderlich. Überbrückungsmaßnahmen, die den Fluss der Häuserfinan-

zierungen in Gang hielten und Hilfe bei den Zinszahlungen brachten, konnten somit viel dazu beitragen, die Krise in den Griff zu bekommen.

Anfangs wählte Hoover bei diesem Problem einen für ihn charakteristischen freiwilligen Ansatz. Er ernannte Expertenausschüsse für den Häusermarkt und berief im Dezember 1931 eine Konferenz über Wohnimmobilienbau und -eigentum ein. Doch er griff auch einen alten Vorschlag des Senatsausschusses für Wiederaufbau und Produktion (des sogenannten Calder-Ausschusses, geleitet von dem New Yorker Senator William M. Calder) auf, der vorsah, der Wohnraumknappheit nach dem Ersten Weltkrieg mit einem Federal Home Loan Bank System zu begegnen. Calder war der Sohn eines Bauunternehmers. Er hatte eine Ausbildung als Zimmermann und war zuvor Baukommissar für den Bezirk Brooklyn gewesen, Wohnbau war also sein Thema.[28] Mit seinem Konzept für das Home Loan Bank System wollte er Liquidität und Regulierung für die US-Bausparkassen sicherstellen, so wie das damals neue Federal Reserve System Liquidität und Regulierung für die Geschäftsbanken brachte, die mit ihnen konkurrierten. Diesen Vorschlag wollte Hoover jetzt aus der Versenkung holen. Die Teilnehmer der Konferenz im Dezember unterstützten ihn dabei und 1932 verabschiedete der Kongress den Federal Home Loan Act.

Jedoch vergaben die Federal Home Loan Banks Kredite nur an Bausparkassen (was nicht überraschend war, denn die United States Building & Loan League hatte bei der Formulierung des Gesetzentwurfs geholfen); die Probleme anderer Immobilienkreditgeber wurden von ihnen ignoriert. Zudem unternahmen sie nichts, um Kreditnehmer bei ihren Zinszahlungen zu entlasten. Umfassendere und wirksamere Maßnahmen ließen bis nach dem Regierungswechsel auf sich warten.

Ergriffen wurden sie dann in Form der Home Owner's Loan Corporation (HOLC), eines weiteren Produkts der ersten 100 Tage von Roosevelt. Die HOLC verlängerte ausgelaufene Hypotheken und senkte die Zinslast für Kreditnehmer, ließ den Nennwert von Krediten aber unangetastet. Ihre Hypotheken hatten einen Zinssatz von 5 % gegenüber 6 bis 8 % bei konventionellen Krediten und die Laufzeit betrug bis dahin beispiellose 15 Jahre.[29]

Der Trick dabei war, Hypotheken auf die Corporation zu übertragen, ohne die Bilanzen der Banken zu beschädigen oder den Staatshaushalt zu belasten. Die HOLC übernahm Hypotheken im Tausch gegen staatliche garantierte Anleihen. Diese Anleihen zahlten nur 1 bis 3,5 % Zinsen, doch

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

sie waren frei von Ausfallrisiken. Rasch entstand ein liquider Sekundärmarkt, auf dem Banken HOLC-Anleihen gegen Bargeld verkaufen konnten. Wichtig dabei war, dass sie HOLC-Angebote auch ablehnen konnten: Es bedeutete, dass die Hypothekenkreditgeber von dem Programm profitierten.

Die Differenz zwischen den Einnahmen der HOLC und ihren Zinszahlungen für die Anleihen bot ihr eine Gewinnmarge, mit der sie ihre Arbeit finanzieren konnte. Weiter verringert wurde das Risiko für die Corporation, indem sie ihre Kredite auf 80 % des Immobilienwertes begrenzte.[30] Dadurch hatten die Kreditnehmer selbst noch etwas zu verlieren, und weitere Preisrückgänge hätten sehr ausgeprägt sein müssen, um weit verbreitete Zahlungsausfälle auszulösen. Der Grenzwert von 80 % reichte gerade eben aus, damit ein Kreditnehmer, der eine Anzahlung von 50 % geleistet und dessen Immobilie dann ein Drittel ihres Wertes verloren hatte, in seinem Haus bleiben konnte.[31]

Im Lauf ihres Bestehens kaufte die HOLC mehr als eine Million Hypotheken. Im Jahr 1936 stand sie hinter den Krediten für jedes zehnte vom Besitzer bewohnte Haus außerhalb der Landwirtschaft und hinter vollen 20 % des gesamten Hypothekenvolumens am Häusermarkt.[32] Indem sie den Banken toxische Hypotheken in ihren Bilanzen abnahm, trug sie zur Lösung der Bankenkrise bei. Gleichzeitig stützte sie auch den Häusermarkt. Wie Charles Courtemanche und Kenneth Snowden herausgefunden haben, zeichneten sich Ende der 1930er-Jahre Gemeinden mit HOLC-Büros, wo die Aktivitäten der Corporation am intensivsten waren, durch höhere Häuserpreise und einen höheren Anteil von Immobilienbesitzern aus. Laut Price Fishback und seinen Co-Autoren förderte die HOLC auch die Bauaktivität, weil sie dafür sorgte, dass es seltener zu Zahlungsausfällen und Zwangsversteigerungen kam. Vor allem in kleineren Städten, in denen Probleme weniger lokaler Banken erhebliche Auswirkungen auf den Bausektor und den Rest der Wirtschaft haben konnten, bedeuteten ihre Kredite demnach, dass mehr Häuser zur Verfügung standen.[33]

All dies wurde zu mäßigen Kosten erreicht, weil die Anzahlungen der Hauskäufer hoch gewesen waren, sodass es keine Herabschreibungen des Nennwerts ihrer Kredite geben musste. Dadurch wiederum war es nur begrenzt erforderlich, den Banken Verluste durch reduzierte Nennwerte

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

abzuverlangen, und die Regierung machte weniger Verlust, als wenn die HOLC für Kredite mehr bezahlt hätte.[34]

Trotzdem musste immer noch irgendjemand die Verluste durch die gesunkenen Häuserpreise tragen. Wie sich zeigte, waren dies die Eigentümer selbst. Die HOLC begrenzte zwar den Abwärtsdruck auf die Preise, weil ihre Arbeit die Zahl der Zahlungsausfälle verringerte. Ansonsten aber tat sie nichts dagegen.[35] Doch indem sie den Fluss von Hypothekenkrediten in Gang hielt und niedrigere Zinsen verlangte, sorgte sie dafür, dass Familien in ihren Eigenheimen bleiben konnten, was eine bedeutende Quelle von Not weniger gravierend machte.

Die Ironie dabei: Die HOLC und andere Wohnimmobilien-Reformen im Rahmen des New Deal – etwa die im Jahr 1934 zur Versicherung von langfristigen Hypotheken geschaffene Federal Housing Administration – veränderten den Markt so, dass dadurch das Feld für die Krise in den Jahren 2008 und 2009 bereitet wurde. Hypotheken waren jetzt landesweit garantiert, was für Finanzinstitute ein Anreiz war, sich mit geringeren Anzahlungen zufrieden zu geben. Die von der HOLC etablierte Norm von 20 % blieb selbst nach der Auflösung der Corporation als Standard erhalten. Außerdem trugen politische Maßnahmen aus der Depressionszeit dazu bei, dass landesweite Standards für Immobilienbewertung und Bauarbeiten entwickelt wurden, was dazu führte, dass mehr Geld in Regionen mit boomenden Häusermärkten floss. Am stärksten umstritten war die Gründung von Fannie Mae im Jahr 1938, die für mehr Kreditvergabe sorgen sollte, indem man lokalen Banken von der Federal Housing Administration versicherte Eigenheim-Hypotheken abkaufte.

Zu argumentieren, diese Änderungen aus den 1930er-Jahren seien für Häuserboom und -krise nach der Jahrhundertwende verantwortlich gewesen, wäre nicht richtig. Doch tatsächlich hätten Immobilienboom und Subprime-Krise ohne sie ganz anders ausgesehen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 17
Takahashis Rache

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Große Depression war eine Krise nicht nur für die USA, sondern für die ganze Welt – die schwerste globale Wirtschaftskrise in der Geschichte. Und für die meisten betroffenen Länder war sie die schwerste Krise seit dem Ersten Weltkrieg.

Man könnte glauben, dass der Schock durch eine Krise dieses Ausmaßes Regierungen und Zentralbanken rasch zum Handeln bewegt hätte. Doch die Entscheidungsträger zögerten, zu außergewöhnlichen Maßnahmen zu greifen, wie sie während des Kriegs zum Einsatz gekommen waren. Ausgeglichene Haushalte blieben auf der Tagesordnung, oder jedenfalls der Wunsch danach, denn tatsächlich erreicht wurden sie nur selten. Die Reaktion unterschied sich sehr von der im Jahr 1914, als strenge Lehren bald dem Kampf um das nationale Überleben weichen mussten.

Ähnlich war der Goldstandard zwar zusammengebrochen, doch die Zentralbanken und ihre politischen Herren taten sich schwer damit, von ihren neuen Freiheiten Gebrauch zu machen. Stattdessen wollten sie sie so schnell wie möglich wieder loswerden, indem sie ihre Landeswährungen an etwas anderes banden – wenn nicht mehr an Gold, dann eben an das britische Pfund oder den Dollar. Die Instinkte, die dafür sorgten, dass FDR schon im Januar 1934 den Dollar zum Preis von 35 Dollar pro Unze wieder an Gold band und dass er alles dafür tat, das Wachstum der Staatsausgaben im Zaum zu halten, waren keineswegs nur typisch für ihn oder die Amerikaner.

Natürlich wurden die Details des Vorgehens durch die besonderen Erfahrungen jedes Landes bestimmt. Doch es lassen sich bei der politischen Reaktion (oder ihrem Ausbleiben) auch gemeinsame Elemente finden, die so gut wie überall eine Rolle spielten. So gab es allerorten den Glauben an die Analogie zwischen dem Budget eines normalen Privathaushalts und dem der Regierung. Demnach sollten sich Regierungen damit begnügen,

das auszugeben, was sie einnahmen – alles andere würde nur ins Unglück führen. Die Keynes'schen Theorien über antizyklische Fiskalpolitik waren damals noch nicht entwickelt (ob das gut war oder schlecht, darüber gibt es unterschiedliche Ansichten). Wirtschaftshistoriker verweisen gern auf zeitgenössische Ökonomen wie Bertil Ohlin in Schweden oder Paul Reynaud in Frankreich, denen die Argumente für defizitfinanzierte Staatsausgaben in einer Rezession intuitiv klar waren. Doch selbst wenn es eine beliebte Beschäftigung sein mag, in früheren Schriften vorkeynesianische Linien zu entdecken, kann man kaum behaupten, dass solche Argumente große Wirkung gezeigt hätten. Wichtiger waren die Zwänge der Wiederbewaffnung, die dazu führten, dass Regierungen ihre Ausgaben erhöhten und Defizite in Kauf nahmen, weil sie das wie im Ersten Weltkrieg als eine Frage des nationalen Überlebens ansahen. Der Großteil dieser mit Schulden finanzierten Investitionen ins Militär wurde jedoch erst später vorgenommen, in der zweiten Hälfte der 1930er-Jahre, als die Krise schon in die Jahre gekommen war.

Zusätzlich wurden Haushaltsdefizite und Kreditschaffung durch Zentralbanken mit Inflation in Verbindung gebracht, wie es sie erst während des Ersten Weltkriegs und dann in den 1920er-Jahren gegeben hatte.[1] In Ländern wie Deutschland war die Bevölkerung davon traumatisiert. Die Erinnerung daran war noch so präsent, dass die Politik alles unterließ, was auch nur danach aussah, eine Wiederholung dieser Erfahrung zu provozieren – egal, wie gering die Gefahr dafür war, und egal, wie radikal sich die Umstände inzwischen verändert hatten. Noch bemerkenswerter ist: Inflationsängste, wie sie in Deutschland durch reale Geschehnisse entstanden waren, prägten und hemmten auch die Politik in anderen Ländern. So war es beispielsweise in Großbritannien, wo das Inflationsphänomen nur aus zweiter Hand bekannt war.

Verbunden mit diesen Ängsten war eine fast universelle Weigerung, den Wechselkurs als Anker für die Geldpolitik aufzugeben. Viele Jahre lang war der Wechselkurs zum Gold die Grundlage für die Entscheidungen der Zentralbanken gewesen. Die einzige Ausnahme in Friedenszeiten war die erste Hälfte der 1920er-Jahre, und in dieser war es zu katastrophaler Inflation und Finanzinstabilität gekommen. Der Goldstandard hatte nicht richtig funktioniert, doch es gab noch keine kohärente Alternative für die Festlegung der Geldpolitik. Erst viel später, Ende der 1990er-Jahre, entwickelten Zentralbanken das Rahmenkonzept der »flexiblen Inflationszie-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

le«.[2] Als die Krise 2007/08 zuschlug, waren sie bereit, ihre Währungen schwanken zu lassen, wenn das eine Folge von geldpolitischen Maßnahmen zur Stabilisierung von Preisen und Produktion war. In den 1930ern aber fehlte es an einer solchen schlüssigen Alternative zum traditionell an Wechselkursen orientierten Vorgehen, sodass die Zentralbanken nicht darauf verzichten wollten. Dies wiederum schränkte ihre Fähigkeit ein, nicht nur die Preise, sondern auch die Wirtschaft und ihr Finanzsystem zu stabilisieren.

Durch diese Zögerlichkeit wurde die Depression stärker und hielt länger an. Das wiederum trug viel dazu bei, die herrschenden Wirtschafts- und Finanzarrangements in Misskredit zu bringen. In manchen Fällen wie etwa den USA führte dies zu Versuchen, das Marktsystem zu reparieren und zu rehabilitieren. Es führte zu regulatorischen Reformen für die Stabilisierung der Finanzmärkte, zu institutionellen Reformen für die Stärkung der geldpolitischen Praxis und zu sozialpolitischen Reformen für den Schutz von Personen, die sich selbst nicht schützen konnten. In anderen Fällen wie etwa in Deutschland brachten die Auswirkungen der Depression und das Versagen der Politik bei ihrer Bekämpfung weniger konstruktive Ergebnisse. Das Marktsystem wurde zugunsten von staatlicher Lenkung aufgegeben. Dieses Vorgehen zur Reparatur der kaputten Marktwirtschaft, so sollte sich zeigen, war jedoch die deutlich schlechtere Alternative.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Eine Ausnahme von der Regel gab es dennoch, und sie zeigte, was möglich ist, wenn eine Regierung eine konzertierte Aktion organisiert. Die Rede ist von Japan. Das Land hatte schon ein schwieriges Jahrzehnt hinter sich – zwischen 1919 und 1929 war seine Wirtschaft pro Jahr um weniger als 1 % gewachsen, weil sie unter Banken-Runs und Finanzpaniken zu leiden hatte. Die Pleite der Masuda Bill Broker Bank mit Sitz in Osaka im April 1920 führte zu Runs im ganzen Land. Im Februar 1922 folgte die Pleite der Ishii Corporation, ein Holzunternehmen, das mit Rohstoffen spekulierte. In Osaka, Kyoto und der Präfektur Kochi kam es daraufhin zu Runs auf Banken, von denen man glaubte, sie hätten Verbindungen zu Ishii und untereinander. Das gewaltige Kantō-Erdbeben am 1. September 1923 brachte finanziell so große Schäden wie physisch – es zerstörte die Büros von 80 % aller Banken in Tokio, was zu Angst vor neuen Banken-Runs und zu

einem Moratorium auf Schuldenzahlungen führte. Die Regierung forderte die Bank of Japan auf, Commercial Paper und andere Schuldenpapiere aus den betroffenen Gebieten zu diskontieren. Sie verabschiedete eine Notverordnung, in der sie versprach, die Zentralbank bei Verlusten zu entschädigen – ähnlich wie das US-Finanzministerium im Jahr 2008 der Fed anbot, alle Verluste zu tragen, die durch die Rettung von Bear Stearns entstehen würden.[3] Eine weitere Runde mit Banken-Runs folgte 1927, als bei einer Debatte über die zugesagte Kompensation im japanischen Parlament Finanzprobleme bei Suzuki & Co., einem großen Handelshaus in Kobe und bei seinem Finanzpartner Bank of Taiwan bekannt wurden.[4]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Diese Litanei an Schwierigkeiten und der Bedarf an Zentralbankinterventionen bei all diesen Gelegenheiten verzögerte Japans Rückkehr zum Gold.[5] Die kam schließlich im Januar 1930 und wurde zu einem Beispiel für ungeheuer schlechtes Timing. Die Konsequenzen hatten Ähnlichkeit mit denen in Großbritannien, doch sie waren schlimmer als dort. Wie in Großbritannien waren die Preise während des Kriegs drastisch gestiegen. In Japan gelang es jedoch nicht, sie in den 1920er-Jahren so schnell wie bei den Briten wieder herunterzubringen. Stattdessen war die Bank of Japan gezwungen, als lebenserhaltende Maßnahme für die Banken Kredite zur Verfügung zu stellen, sodass sie den Vorkriegswechselkurs gegenüber Pfund und Gold nicht wiederherstellen konnte.

Im Jahr 1930 dann hatten sich die Bedingungen endlich wieder so weit normalisiert, dass man zu den Sterling-Kursen von vor dem Krieg zurückkehren konnte, doch damit war der Yen deutlich überbewertet. Die Folge waren Handelsdefizite und Goldverluste. Und als Großbritannien den Goldstandard im September 1931 aufgab, entstand dadurch die Erwartung, dass Japan diesem Beispiel würde folgen müssen.

Die Minseitō-Partei führte ihren Wahlkampf 1928 mit dem Versprechen, verschwenderische Staatsausgaben zu senken und den Goldstandard wieder einzuführen. Premierminister war ab 1929 Osachi Hamaguchi. Zu seinem Finanzminister machte er Junnosuke Inoue, denn der glaubte wie er selbst an die Lehre vom Goldstandard, und Hamaguchi hoffte, er werde diese Politik mit Erfolg umsetzen. Nachdem dies dem sparsamen, rechtschaffenen Minister tatsächlich gelungen war, hatte Hamaguchi viel in den geldpolitischen Status quo investiert. Nach der Abkehr Großbritanniens vom Gold bekräftigte er rasch, dass der Standard in Japan verteidigt würde. Die Bank of Japan hob im Oktober und dann noch einmal im No-

vember ihren Diskontsatz an, um die Wünsche des Finanzministers umzusetzen.[6]

Die Fed hatte auf Reservenverluste, die von der Abkehr Großbritanniens vom Goldstandard ausgelöst worden waren, ähnlich reagiert.[7] Doch während die Goldanbindung der USA hielt, war das bei der japanischen nicht der Fall. Das Land hatte in der jüngeren Vergangenheit mehr Finanzinstabilität erlebt. Aus Angst über den Zustand des Bankensystems und aufgrund von Zweifeln an der Fähigkeit der Zentralbank, den Finanzmärkten weiterhin Liquidität zu entziehen, verkauften National City Bank, die Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC), Sumitomo, Mitsui und Mitsubishi Yen gegen Dollar. Die Goldabflüsse hielten unvermindert an.[8] Die von der Minseitō-Partei geführte Regierung konnte sich nicht auf Gegenmaßnahmen verständigen und sah sich am 12. Dezember zum Rücktritt gezwungen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Damit ging die Macht auf die oppositionelle Seiyūkai-Partei und ihren Finanzminister Korekiyo Takahashi über. Den schon etwas älteren Takahashi hätte kaum jemand für einen Revolutionär gehalten. Auf die Welt kam er als unehelicher Sohn eines Landschaftsmalers am Hof in Edo im Jahr 1854, also ein Jahr nach der Landung der Schwarzen Schiffe von Commodore Perry in Japan, und wurde dann bald von einem einfachen Samurai adoptiert. Als junger Mann arbeitete er als kleiner Beamter, erst im Bildungsministerium, dann im Ministerium für Landwirtschaft und Handel, bevor er zur Bank of Japan wechselte. Dort half er dabei, die Auslandskredite auszuhandeln, mit denen sein Land den Krieg gegen Russland finanzierte, und wurde 1905 dafür geadelt. 1913 wurde er, noch nicht einmal 40 Jahre alt, zum ersten Mal Finanzminister – die Berufung auf diesen Posten im Jahr 1931 war bereits seine fünfte Amtszeit. Ein Neuling in Finanzfragen war er also offensichtlich nicht.

Ein weiterer Vorteil für Takahashi bestand darin, dass Japan 1931 schon gut ein Jahrzehnt lang eine Geldpolitik ohne Goldstandard betrieben hatte – Geldpolitik ohne diesen vertrauten Rahmen war ihm und der japanischen Bevölkerung also durchaus vertraut. Nachdem die Entscheidung zur Rückkehr zum Goldstandard im Jahr 1930 von seinem Vorgänger getroffen worden war, einem Mitglied der jetzigen Oppositionspartei, konnte Takahashi sie ohne Gesichtsverlust rückgängig machen.[9] Außerdem gab es eine gewisse Rivalität zwischen Inoue und Takahashi. Inoue war

nicht nur ein Freund des Goldstandards, sondern auch von Sparpolitik, und Takahashi war mehr als bereit, die Gegenposition einzunehmen.

Die Entscheidung, Großbritanniens Abkehr vom Gold zu folgen, hatte Ähnlichkeit mit der Reaktion in einer Reihe von anderen Ländern, wie wir unten sehen werden. Einzigartig aber war der Einsatz von Takahashi, mit konzertierten Maßnahmen die Wirtschaft in Schwung zu bringen. Sofort nach dem Verbot von Goldexporten machte er sich daran, den Wechselkurs des Yen zu drücken, um Deflationserwartungen verschwinden zu lassen und Japans Wettbewerbsfähigkeit im Export zu stärken. Im März 1932 schlug er vor, die Bank of Japan solle alle neu emittierten Staatsanleihen direkt aufkaufen, um die Geldmenge zu erhöhen. Eigentlich war das mehr als ein Vorschlag, denn die Zentralbank war nicht unabhängig, sondern stand unter der Aufsicht des Finanzministeriums; nach Artikel 16 des japanischen Zentralbankgesetzes hatte der Minister das Recht, die Bank zu Transaktionen mit Staatsanleihen aufzufordern. Innerhalb der Bank gab es ohnehin wenig Widerstand dagegen. Takahashi bekam sogar intellektuelle und politische Unterstützung von ihrem stellvertretenden Gouverneur Eigo Fukai, der wie er des Englischen mächtig war und mit dem ihn eine Freundschaft verband.[10] Andere Mitglieder der Zentralbank-Hierarchie waren skeptischer, doch nachdem sich die Bank of Japan bis dahin nicht eben mit Ruhm bekleckert hatte, taten sie sich schwer, Einwände zu erheben.[11]

Im Juni dann legte Takahashi einen Ergänzungshaushalt vor, der neue Ausgaben für Hilfen für die Landbevölkerung und für die Militäraktivitäten in der Mandschurei vorsah; dort hatten rebellierende Offiziere, die zum Schutz der japanischen Kolonien eingesetzt waren, einen Terroranschlag inszeniert, den sie chinesischen Banditen anlasteten, um ein Durchgreifen zu rechtfertigen. Takahashi selbst war eigentlich gegen die militärische Intervention in der Mandschurei, doch auch damit konnte er seine Strategie für die Wirtschaft vorantreiben.[12]

All das, so schlug Takahashi jetzt vor, sollte über neue Anleihen finanziert werden. Noch vorhandene Hemmnisse für den Kauf dieser Anleihen durch die Bank of Japan wurden entfernt. Statt 120 Millionen Yen durfte die Zentralbank nunmehr 1 Milliarde Yen an ungedecktem Geld in Umlauf bringen, mit einem zweiten Gesetz wurde der Kapitalabfluss ins Ausland eingeschränkt. Was Takahashi sich davon erwartete, war an seinen Taten und Aussagen klar zu erkennen: Die Bank of Japan sollte ihren Teil dafür

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

tun, das Haushaltsdefizit zu finanzieren. Regierung und Zentralbank sollten Hand in Hand arbeiten, um Deflation und Depression im Land aktiv ein Ende zu bereiten.

Schon damals gab es also eine aggressiv reflationäre Geldpolitik, die durch fiskalische Expansion glaubwürdig gemacht wurde. Mit anderen Worten: Es war genau die Art von Politik, von der fälschlich behauptet wird, unter FDR habe es sie auch in den USA gegeben.[13] Doch in Japan war die Erhöhung der Staatsausgaben, anders als in den USA, real.

Damit findet sich zumindest hier ein Fall, in dem ökonomische Analysen eine Rolle gespielt haben könnten. Takahashi kannte die westliche Wirtschaftsliteratur aus erster Hand. Schon im Alter von elf Jahren sprach er fließend Englisch, als in er den Vertragshafen Yokohama geschickt wurde, um bei amerikanischen Missionaren zu lernen (verantwortlich dafür war ein progressiver Samurai, dem klar war, dass Japan, um überleben zu können, Militärtechnologie insbesondere aus den USA und Großbritannien würde importieren müssen, und dass die nächste Generation dafür Sprachkenntnisse benötigte).[14] Takahashi kannte das Buch *Tract on Monetary Reform* aus dem Jahr 1923, in dem Keynes den Unterschied zwischen stabilen Wechselkursen und stabilen Preisen herausstellte und dazu riet, letzteren Priorität zu geben. Und als eifriger Leser der Londoner *Times* war er auch bei den darauffolgenden intellektuellen Entwicklungen auf dem Laufenden.[15]

Die Ergebnisse seiner Initiative waren dramatisch. Die Zinsen für kurzfristige Kredite fielen von 15 % auf 1 %. Die Geldmenge stabilisierte sich im Jahr 1932, bevor sie 1933 steil anstieg. Im Jahr ab Dezember 1931 wertete der Yen gegenüber dem Pfund um 40 % und gegenüber dem Dollar um 60 % ab. Die Großhandelspreise stiegen 1932 um 7 % und 1933 um 12 %, die Industrieproduktion nahm noch schneller zu. Das reale BIP wuchs 1932 um 7 %, 1933 waren es 8 %.[16]

Für die Wirtschaft war dies ein glücklicher Ausgang, allerdings nicht für Takahashi selbst. Als im Jahr 1935 wieder Vollbeschäftigung in Japan herrschte, verringerte er die Rüstungsausgaben – was zu einem Attentat durch unzufriedene Offiziere führte, bei dem er ums Leben kam.

Die japanische Erfahrung zeigt, wie wirksam geldpolitische Expansion im Konzert mit fiskalischer Stimulierung sein kann. Ähnliche Beispiele al-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

lerdings lassen sich kaum finden. Schon eher typisch war die Reaktion der Bank of England. Wie in Kapitel 10 erörtert, hatte die Zentralbank bei ihren Entscheidungen keine freie Hand: Während der Abwesenheit von Montagu Norman war sie vom Run auf das Pfund gezwungen gewesen, die Goldkonvertibilität auszusetzen. Trotzdem war alles andere als klar, was als Nächstes kommen würde. In der ersten Woche mit freiem Wechselkurs verlor das Pfund ein Viertel seines Werts und fiel auf 3,40 Dollar. Nach einer kurzen Erholung ging es bis Anfang Dezember dann weiter abwärts bis auf 3,23 Dollar.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

An diesem Punkt begann Norman sich Sorgen zu machen, jeder weitere Rückgang werde das Vertrauen auf fatale Weise unterminieren. Außerdem musste er auf die Bedenken anderer Gouverneure und Board-Mitglieder eingehen, die in seiner Abwesenheit Entscheidungsbefugnisse bekommen hatten. Seit er im Jahr 1920 ihr Gouverneur geworden war, hatte Norman die Bank of England zu einer Art persönlichem Fürstentum gemacht. Durch seine Verhinderung im Sommer und seine Abwesenheit zu einer für sein Land finanziell extrem kritischen Zeit aber veränderten sich die internen Entscheidungsprozesse. Ausschüsse wurden eingerichtet und Berater hinzugezogen. Nach seiner Rückkehr gab es die Sitzungen und Berater weiterhin. Entscheidungen wurden jetzt kollektiv getroffen, als Antwort auf kollektive Hoffnungen und Ängste.

Konkret gab es die allgemeine Sorge, es könne zu Panikverkäufen bei der britischen Währung kommen, sodass Großbritannien die Art von Inflation erleben würde, wie sie Frankreich und Deutschland in den 1920er-Jahren erfasst hatte. Dass man zu einer Zeit mit 22 % Arbeitslosigkeit Inflation fürchtete, obwohl die eigentliche und präsente Gefahr viel eher Deflation war, lässt sich nur vor dem Hintergrund der kollektiven Einstellung verstehen, die auf den jüngsten Erfahrungen auf dem europäischen Kontinent basierte.

In der Sorge, das Pfund könne vor dem Absturz stehen, beließen Norman und seine Kollegen den Diskontsatz der Bank of England den Rest des Jahres 1931 über und bis ins Jahr 1932 hinein bei 6 %. Die Angst vor einem Pfund-Kollaps war natürlich weit hergeholt. Die Währung hatte immer noch treue Anhänger unter den Banken und Regierungen des Commonwealth und des britischen Empire sowie in anderen Ländern, die intensive Handelsbeziehungen zu Großbritannien pflegten. Aber keine Motivation war zu dieser Zeit stärker als die Angst vor dem Unbekannten, nachdem

der Goldstandard mehr als ein Jahrhundert lang Mittelpunkt der Geldpolitik gewesen und nun verschwunden war.

Norman machte, wie zu erwarten, keinen Hehl aus seinem Wunsch, zum Goldstandard zurückzukehren, wenn auch zu einem niedrigeren Kurs als vorher. Selbst Keynes als ein berühmter Kritiker der Entscheidung Winston Churchills im Jahr 1925, den Goldstandard wieder einzuführen, ermutigte jetzt die Regierung, ein internationales Abkommen mit wiederhergestellter Goldkonvertibilität und festen Wechselkursen zu schließen; allerdings riet er zugunsten von Preisstabilität zu einem höheren Goldpreis und niedrigeren Deckungsquoten. Doch eine Einigung über eine neue Anbindung ans Gold erwies sich als schwierig.[17]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Diese Zusammenhänge machen leichter verständlich, warum die Neuorientierung der Politik so zögerlich verlief – es wurde Zeit gebraucht, um alte Ängste schwinden zu lassen. Erst am 18. Februar 1932, fast fünf Monate nach der Aussetzung der Goldkonvertibilität, senkte die Bank of England endlich die Zinsen, von 6 auf 5 %. Als weder der Wechselkurs einbrach noch die Inflation explodierte, folgten im März Zinssenkungen auf 4 und 3,5 % und im Juli noch einmal auf 2 %. Dies markierte den Beginn der britischen Politik des »billigen Geldes«, zehn lange Monate nach dem Ende des alten Währungsregimes.

Tatsächlich kamen die wichtigen geldpolitischen Innovationen wie in Japan auch in Großbritannien nicht von der stets konservativen Zentralbank, sondern aus dem Finanzministerium. Zu dessen Leiter war nach der Wahl im Oktober 1931, die Labour klar verloren hatte, Neville Chamberlain berufen worden, Sohn von Joseph Chamberlain (der zu seiner Zeit der wichtigste protektionistische Politiker im Land gewesen war). Später sollte der Name Chamberlain zum Synonym für die Appeasement-Politik werden. Als Premier und geopolitischer Stratege mag er eine Katastrophe gewesen sein, doch als Finanzminister war Chamberlain, gemessen an den Standards der damaligen Zeit, außergewöhnlich effektiv.

Als Finanzminister effektiv zu sein, bedeutete damals, den Staatshaushalt auszugleichen, und mit Unterstützung der konservativen Mehrheit machte sich Chamberlain energisch an diese Aufgabe.[18] Sein Biograf William Rock hat den zu dieser Zeit herrschenden Ethos gut zusammengefasst: »Es gab keine Gnade bei Steuern – das hätte nur dazu geführt, dass die Bemühungen, die allmählich zu einer Rückkehr des Vertrauens in der Bevölkerung führten, vorzeitig gelockert worden wären. Drastische

Sparmaßnahmen waren erforderlich, um die normalen Ausgaben und Einnahmen ins Gleichgewicht zu bringen, also sollte es drastische Sparmaßnahmen geben.«[19] Diese Einstellung erinnert sehr an die Politik der von David Cameron geführten konservativ-liberalen Regierung ab dem Jahr 2010.

Ähnlich bedeutend war Chamberlains Entscheidung, im Finanzministerium einen Exchange Equalisation Account (EEA) einzurichten. Offizieller Zweck dieses Fonds war, durch Interventionen am Devisenmarkt die Schwankungen des Pfundes zu glätten. In der Praxis allerdings lief das vor allem auf Käufe von Devisen hinaus, um eine Aufwertung des Pfundes zu verhindern. Susan Howson, inoffizielle Historikerin des EEA, hat es so ausgedrückt: »Es ist klar, dass die Behörden Schwankungen am Wechselkurs des Pfundes verringern wollten, insbesondere Schwankungen nach oben.«[20]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Mithilfe des EEA sorgte Chamberlain dafür, dass das Pfund auf einem wettbewerbsfähigen Niveau blieb und im Inland genügend Kredite zur Verfügung standen. Zwar sprach er sich mit der Bank of England ab, doch die letzte Entscheidung über das Vorgehen traf der Minister selbst, ein weiteres Beispiel dafür, wie im Stil von Takahashi ein Regierungsmitglied seiner zögerlichen Zentralbank das Heft aus der Hand nahm. Ähnliches war, wie schon erwähnt, im Oktober 1933 zu beobachten, als FDR am Goldmarkt intervenierte, um die Preise nach oben und den Dollar nach unten zu treiben.

Wie in den USA, aber anders als in Japan, wurde die monetäre Expansion in Großbritannien jedoch nicht von umfangreichen Haushaltsdefiziten begleitet, und es gab keinen Druck auf die Zentralbank, die zu ihrer Finanzierung nötigen Staatsanleihen zu kaufen. Zudem bedeutete ein Diskontsatz von 2 %, wie er jetzt in Großbritannien galt, gemessen an den Standards von Mervyn King oder Ben Bernanke keineswegs wirklich billiges Geld. Die Versorgung mit Geld und Kredit nahm nur so weit zu, wie es durch den Zufluss von ausländischem Geld ermöglicht wurde, das der EEA im Tausch gegen Pfund aufkaufte. Doch darauf war nicht immer Verlass: Im Dezember 1932 kam viel Geld ins Land, weil am Markt Angst vor einer möglichen Dollar-Abwertung durch den neu gewählten US-Präsidenten herrschte. Zu anderen Zeiten aber konnte der Zufluss auch gering sein oder zu einem Abfluss werden. Die breit definierte Geldmenge in Großbritannien nahm im Jahr 1932 um 10 % zu, doch im Jahr darauf stag-

nierte sie.[21] Versuche, das Pfund zu drücken oder die Geldmenge aggressiver zu erhöhen, gab es nicht. Nachdem FDR sein Goldkaufprogramm beendet hatte, erreichte der Pfund-Wechselkurs zum Dollar wieder annähernd das Niveau von vor 1931 und stabilisierte sich dort.

Verglichen mit Japan, mag das bescheiden gewesen sein, doch die Politik war besser als nichts. Ein höherer Preis für Gold in der inländischen Währung bedeutete ein höheres Preisniveau. Im Sommer 1932 endete der Rückgang der Großhandelspreise, passend zur Neuausrichtung der Politik. Die Industrieproduktion erreichte ihren Tiefpunkt im dritten Quartal, im vierten begann sie wieder zu steigen. Die anschließende Erholung war getrieben von zinsabhängigen Ausgaben insbesondere für Neubauten und Autos sowie ab 1934 auch für Industrieinvestitionen. Dass die Zinsen gesenkt und weiter sinkende Preise verhindert wurden, bedeutete zugleich, dass es billiger wurde, die hohen Schulden aus dem Ersten Weltkrieg zu bedienen. Also konnte Großbritannien seine Schuldenlast tragbar machen, ohne noch gravierendere Einschnitte bei den Staatsausgaben vornehmen zu müssen.[22] Es gab keinen kraftvollen Aufschwung nach japanischem Vorbild, doch immerhin eine gewisse Erholung.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Mitglieder von Commonwealth und Empire sowie andere Länder, die intensiven Handel mit Großbritannien betrieben, wussten nicht recht, wie sie sich verhalten sollten. Nachdem ihr Partner den Goldstandard aufgegeben hatte, bot ein Festhalten daran für sie eindeutig nicht mehr so viele Vorteile wie zuvor. Es gab einen Anreiz, eine Abwertung der eigenen Währung parallel zum Pfund zuzulassen, um den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit auf dem britischen Markt zu begrenzen. Doch statt wie Takahashi entschlossen zu handeln, folgten sie Chamberlain und banden ihre Währungen wieder an das Pfund – meist nicht zu deutlich niedrigeren Kursen als vor 1931. So entschieden letztlich der britische Finanzminister und die Techniker, die seine Politik bei der Bank of England umsetzten, über das Preisniveau in anderen Ländern des Sterling-Raums.

Wie sehr die Politik auch anschließend auf Wechselkurse fixiert blieb, ist augenfällig.[23] Als ein Land, das eine schlüssige Alternative in Form eines Inflationsziels entwickelte, wird regelmäßig Schweden angeführt. Die Riksbank als die Zentralbank des Landes, so heißt es, legte ein explizites Ziel für das Preisniveau fest und richtete ihre Geldpolitik daran aus. In-

spiriert wurde dieses Vorgehen von Ökonomen wie Gustav Cassel und Eli Heckscher, die dem Goldstandard skeptisch gegenüberstanden. Das Land hatte eine lange wirtschaftswissenschaftliche Tradition, begonnen von dem herausragenden Ökonomen Knut Wicksell, die einem stabilen Preisniveau als dem richtigen Ziel der Zentralbankpolitik Priorität einräumte.[24] Und ganz wichtig: Schweden hatte den Vorteil, dass es keine disruptive Inflation wie in Deutschland oder Frankreich hatte durchmachen müssen, sodass seine Politiker über Alternativen nachdenken konnten.

Tatsächlich wurde über die Frage, ob eine Stabilisierung des Preisniveaus wünschenswert sei, in Schweden viel diskutiert. Der Bankenausschuss des schwedischen Parlaments, der die Zentralbank überwachte, richtet einen Ausschuss ein, der Alternativen formulieren sollte. Er warnte vor einer übereilten Rückkehr zum Goldstandard und drängte darauf, sowohl Deflation als auch Inflation zu verhindern. Analysten der Riksbank konstruierten einen neuen Index der Verbraucherpreise, um die Zentralbank in die Lage zu versetzen, sie genauer im Auge zu behalten.

Doch neuer Verbraucherpreisindex hin oder her: Der Vorstand der Riksbank konzentrierte sich weiterhin auf die Stabilität des Wechselkurses, der immer noch als verlässlichster Indikator für inflationäre oder deflationäre Tendenzen angesehen wurde. Als die Krone im Frühjahr 1933 Anzeichen für eine übertriebene Aufwertung zeigte, wurde sie auf einem Niveau an das Pfund gebunden, das bis zum Ausbruch des Zweiten Weltkriegs unverändert bleiben sollte. Nach ihrer steilen Abwertung während der Kreuger-Krise 1932 war die Währung jetzt wieder konkurrenzfähig bewertet,[25] was jedoch eher eine unbeabsichtigte Folge der Krise als eine bewusste geldpolitische Strategie war. So viel also zu Inflationszielen als Alternative zu einer wechselkurszentrierten Geldpolitik.[26]

Die Entwicklung in Lateinamerika war erneut ähnlich. Wichtigster Handelspartner vieler zentral- und südamerikanischer Länder war nicht Großbritannien, sondern die USA, also banden sie ihre Währungen an den Dollar.[27] Weil ihre Regierungen hohe Kredite im Ausland aufgenommen hatten, verschoben sie Anpassungen bei den Währungen, bis etwas mit den Schulden geschehen war – ansonsten hätte eine Abwertung die Bedienung von Auslandsschulden in Dollar unmöglich gemacht. Um die Importe zu begrenzen, wurden Devisenverkehrskontrollen eingeführt. Ein lateinamerikanisches Land nach dem anderen stellte dann den Schuldendienst ein, und eine Abwertung der Währung konnte folgen. Zwar war es

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

nicht eben die ideale Lösung, die Kreditgeber durch die Einstellung von Zinszahlungen zu verärgern, doch der Fluss von Auslandskrediten war ohnehin schon versiegt. Also gab es Schlimmeres als das Ende der Notierung der eigenen Staatsanleihen in New York oder London. Und angesichts des allgemeinen Einbruchs im Außenhandel erschien auch die Aussicht auf handelspolitische Vergeltungsmaßnahmen nicht allzu beängstigend.[28]

Nachdem die Verbindung zu Gold gekappt worden war, stützte Lateinamerika seine Währungen und Zahlungsbilanzen jetzt durch Zölle auf importierte Produktionsgüter. Bis zu dieser Zeit hatte es dort noch keine weitreichende Industrialisierung gegeben.[29] Jetzt begann sich das zu ändern, denn Währungsabwertung und Schutz durch Zölle führten dazu, dass Haushalte und Unternehmen statt importierter Produktionsgüter Waren aus dem Inland kauften.[30] Gleichzeitig gab es aber auch weniger hilfreiche staatliche Interventionen, etwa die des Kaffeestabilisierungsrats in Brasilien, der in einem gescheiterten Versuch, den Weltmarktpreis zu stützen, 14 Millionen Säcke Kaffee kaufte, nur um sie zu verbrennen und die Überreste ins Meer zu kippen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Doch selbst das reichte nicht einmal entfernt an das Ausmaß der Interventionen in Deutschland und den Ländern Mittel- und Osteuropas heran. Deutschland, Österreich und Ungarn als Opfer der Hyperinflation der 1920er-Jahre waren extrem widerwillig, sich mit irgendetwas zu beschäftigen, das als monetäre Manipulation verstanden werden konnte. Selbst nach der Finanzkrise 1931 hielten sie wenn schon nicht an der Realität, dann doch am Schein des Goldstandards fest. Statt ihre Währungen schwanken zu lassen, nutzten sie Kapitalverkehrskontrollen, um die Kapitalflucht zu begrenzen. Den Auftakt dazu machte Ungarn, als es im Juli 1931 von der Bankenkrise bei seinem alten Reichspartner Österreich angesteckt wurde. Innerhalb von Monaten schlossen sich Tschechoslowakei, Bulgarien, Rumänien und Jugoslawien an.

Ein Vorteil von Devisenbeschränkungen bestand für autoritäre Regierungen darin, dass sie einen zusätzlichen Hebel für die Steuerung der Wirtschaft bekamen. Indem sie die Verwendung von Devisen kontrollierten, konnten sie über Herkunft und Zusammensetzung von Importen bestimmen. Insofern waren Devisenverkehrskontrollen ein Schritt in Richtung Marktsozialismus und letztlich zentraler Planung. Sie waren ein

Instrument der Außenpolitik, das von Regierungen, wie insbesondere der deutschen genutzt wurde, um Konzessionen zu verlangen und bilaterale Verträge mit Handelspartnern auszuhandeln, die sie wirtschaftlich in der Hand hatten.

In Deutschland wurden diese destruktiven Tendenzen, wie auch in anderen Zusammenhängen, zum Extrem getrieben. Hitler selbst wusste nicht sehr viel über Fragen der Wirtschaft. Nachdem er im Januar 1933 vom Präsidenten Paul von Hindenburg zum Kanzler ernannt worden war, wandte er sich für Orientierung und Beratung an Hjalmar Schacht, den Magier, der vermeintlich die Stabilisierung im Jahr 1924 herbeigezaubert hatte. Schacht, so machthungrig wie immer, umwarb den kommenden Kanzler nicht eben diskret und ermutigte den widerwilligen Hindenburg, ihn nach dem Erfolg der Nazis bei der Wahl 1932 zum Kanzler zu machen. Zu Hitlers ersten Amtshandlungen zählte deshalb, Schacht wieder zum Präsidenten der Reichsbank zu ernennen, wo er Hans Luther ersetzte.

Machhungrig oder nicht, mehr als sechs Monate lang machte Schacht praktisch keinen Gebrauch von seinen geldpolitischen Möglichkeiten, um die Wirtschaft zu reflationieren. Die Erinnerungen an die Hyperinflation waren noch allgegenwärtig, also ließ er zu, dass die Geldmenge den Rest des Jahres 1933 über weiter zurückging.[31]

Ohne monetäre Reflation waren zur Stabilisierung der Wirtschaft jedoch weniger elegante Methoden erforderlich. Streiks wurden verboten und Gewerkschaftsführer verhaftet, weil die Nazis die Beschäftigung stärken wollten, indem sie die Löhne niedrig hielten. Die Preise wurden kontrolliert, und zu ihrer Überwachung wurde ein Preiskommissar eingesetzt. Die Nazis richteten Marktverbände ein, die das alleinige Recht hatten, landwirtschaftliche Erzeugnisse zu kaufen – zunächst um die Preise zu stützen und dann, als sich die Wirtschaft erholte, um sie niedrig zu halten. Sie schlossen langfristige Abnahmeverträge mit Industriegruppen zu festen Preisen, wobei sie mit der Verstaatlichung drohten, um sich günstige Bedingungen zu sichern. Von dort aus war es bis zur Schaffung der Reichswerke Hermann Göring und anderer staatseigener Unternehmen nur noch ein kleiner Schritt.

Schacht erkannte, wo die eigentliche Macht lag, und wechselte im Jahr 1934 ins Wirtschaftsministerium, blieb aber gleichzeitig Präsident der Zentralbank. Im Ministerium erfreute er sich einer Machtfülle, von der Zentralbanker nur träumen können. Im September verkündete er seinen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

»Neuen Plan« für die Kontrolle aller Käufe und Verkäufe von Devisen zu einem vom jeweiligen Land abhängigen Wechselkurs für Handelsgeschäfte. Von da an gab es eine rapide Verschiebung bei der Zusammensetzung der Importe weg von Konsumgütern hin zu Materialien für die Wiederbewaffnung. Ab diesem Punkt hatte Schacht die volle Kontrolle über die internationalen Transaktionen Deutschlands.

Die Methoden mögen unschön gewesen sein, doch die Ziele der Regierung wurden damit erreicht. Die Produktion stieg von 1933 bis 1935 um 25 %, sodass sie ihren Höhepunkt von 1928 übertraf. All das geschah im Namen der Wiederbewaffnung – der Aufschwung kam zufällig dazu, aber das spielte keine Rolle. Angeführt wurde das Wachstum von Investitionen in den militärisch-industriellen Komplex (Stahl, Chemie, Flugzeuge und Autos). »Hitler hatte ein Mittel gegen Arbeitslosigkeit gefunden, bevor Keynes damit fertig war, es zu erklären«, schrieb dazu die Cambridge-Ökonomin Joan Robinson.[32]

Das war übertrieben. Das Haushaltsdefizit des Deutschen Reiches stieg von fast null im Jahr 1932 auf 3 % des BIP im Jahr 1934, und auf diesem Stand blieb es bis 1937. Gemessen an den Standards der damaligen Zeit war das eine erhebliche Stimulierung, doch sie reichte nicht aus, um in einer Wirtschaft mit einer Arbeitslosenquote von 20 %, deren Produktion um mehr als 25 % unter ihr Potenzial gefallen war, Vollbeschäftigung zu erreichen.[33] Die Verbindung von Haushaltsdefiziten und Inflation war selbst für Hitler noch zu eng, als dass er sich an eine aggressive fiskalische Expansion herangewagt hätte.

Zudem war es nicht so, dass das, was an neuen Stellen entstand, die Konsumausgaben angeschoben hätte. Die Löhne waren kontrolliert. Die Verfügbarkeit von Konsumprodukten war begrenzt. Bauern war es verboten, Kredite aufzunehmen, um Modernisierungen zu finanzieren und sich Betriebskapital zu verschaffen. Um der deutschen Bevölkerung die Prioritäten klarzumachen, entwickelte das Propagandaministerium im Jahr 1935 den bekannten Slogan »Kanonen statt Butter«. Hitler konnte zwar auf die Wiederherstellung der Vollbeschäftigung verweisen. Der Hauptgrund dafür war aber nicht etwa die keynesianische Konjunkturstimulierung gewesen, von der Joan Robinson voller Bewunderung schrieb, sondern die Einführung der Wehrpflicht im Jahr 1935, die Umstellung von freiwilligen Arbeitseinsätzen auf den Reichsarbeitsdienst, den Männer im Alter von 18 bis 25 Jahren sechs Monate lang leisten mussten, und

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

die Nazi-Propagandakampagne gegen die Teilnahme von Frauen am Arbeitsmarkt.

Die Nazis waren eine spezifisch deutsche Aberration. Doch auch in anderen Ländern, die mit tiefen Rezessionen zu kämpfen hatten und deren traditionelle Parteien sich kaum fähig zeigten, damit umzugehen, gab es systemfeindliche Parteien. Anders als in Deutschland war das Ergebnis kein politischer Extremismus, doch auch hier erwies sich die Deflation als förderlich für interventionistische Maßnahmen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dies galt vor allem für Länder wie Frankreich, Belgien, die Niederlande, die Schweiz und Italien, in denen am Goldstandard festgehalten wurde und Deflation und Depression am gravierendsten waren. Um die Ausgaben für knappe Güter zu drücken, setzten ihre Regierungen Zölle und Importquoten ein. Die Niederlande, seit dem 17. Jahrhundert treue Anhänger freien Handels, hoben die Importzölle um 25 % an und führten Quoten und Lizenzgebühren für Importe und Exporte ein.[34] Frankreich hatte in den 1920er-Jahren unter der Führung seines visionär paneuropäischen Außenministers Aristide Briand Handelsabkommen mit seinen Nachbarn ausgehandelt; jetzt gab es auch hier Quoten, für jedes Produkt und jedes Land getrennt. Belgien als eine offene Volkswirtschaft, die aus Angst vor Vergeltung nur ungern ausländische Güter belastete, verdoppelte seine Zölle zwischen 1928 und 1935; gleichzeitig vereinbarte die Regierung aus Selbstschutz bilaterale Verträge mit dem mächtigen Nachbarn Frankreich. Italien wollte die starke Lira verteidigen, auf die sich Mussolini 1927 festgelegt hatte, und beschloss die absolut gesehen stärksten Zollerhöhungen mit Ausnahme von Deutschland. Als Hebel für bilaterale Verträge mit seinen Handelspartnern nach deutschem Vorbild nutzte das Land umfassende Devisenkontrollen.[35]

Zu diesen disruptiven Interventionen griffen die Regierungen, weil bestehende Institutionen und Maßnahmen nicht zu gesellschaftlich akzeptablen Ergebnissen geführt hatten. Wenn freier Handel nicht die gewünschten Güter ins Land brachte, folgte daraus, dass der Handel gesteuert werden musste. Wenn Auslandskredite mit Instabilität einhergingen, dann mussten sie kontrolliert werden. Tatsächlich wurde die Große Depression weder durch Probleme im Handel noch durch Auslandskredite derart groß, sondern durch schlechte Geld- und Fiskalpolitik, die auf schlechten geld- und

fiskalpolitischen Lehren basierte. Wo dieses Vorgehen zu tief verwurzelt war, um etwas daran zu ändern, reagierten Regierungen, die damit nichts mehr ausrichten konnten, mit der einzigen ihnen bekannten Alternative: indem sie Handels- und Kapitalströme kontrollierten.

Diese Behandlung hatte, wie Chemotherapie bei Krebspatienten, unangenehme Nebenwirkungen. Die Zölle wurden nicht überall gleich stark erhöht. Stattdessen gab es den großzügigsten Schutz für die am wenigsten effizienten Sektoren Landwirtschaft und Industrie, die am dringendsten höhere Einnahmen benötigten und am stärksten gefährdet waren, Umsätze an ausländische Konkurrenten zu verlieren. Natürlich waren dies zugleich die Sektoren, die am intensivsten Lobby-Arbeit für Hilfen leisteten, die sie dann meistens auch bekamen. Von Protektionismus unterstützte Sektoren gewöhnten sich an staatliche Hilfe und wurden immer geschickter darin, mehr davon zu erstreiten. Dieselben Sektoren, die in den 1930er-Jahren von Interventionen profitierten, etwa die Landwirtschaft, wurden auch nach dem Zweiten Weltkrieg wieder am großzügigsten geschützt.[36]

Die Folgen für die internationalen Beziehungen waren noch schlimmer. Deutschland nutzte die Handelspolitik als Hebel, um die Abhängigkeit der osteuropäischen Nachbarn von seiner Wirtschaft noch zu verstärken.[37] Und es waren auch Konflikte in der Handelspolitik, die Versuche der Alliierten behinderten, eine einheitliche Front gegen das Reich zu bilden.

Nach der Krise 2008/09 wurden die Zentralbanken dafür kritisiert, dass sie ihre Zinsen auf null senkten und ihre Bilanzen größer werden ließen, um ihre Volkswirtschaften zu reflationieren; diese Maßnahmen verzerrten die Finanzbedingungen, brächten die Gefahr explodierender Inflation und hätten noch andere negative Nebenwirkungen, hieß es. Eine genaue Beschäftigung mit den 1930er-Jahren spricht allerdings dafür, dass ein anderes Vorgehen – wenn also die Zentralbanken untätig geblieben wären – noch deutlich schädlichere Folgen gehabt hätte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 18
Das nächste Abtauchen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dass die Erholung nach einer Finanzkrise länger dauert als nach einer normalen Rezession, ist eine Binsenweisheit. Doch wenn sie stimmt, dann war die Entwicklung in den USA ab 1933 eine Ausnahme davon: Von der ersten Jahreshälfte 1933 bis zur ersten Jahreshälfte 1937 verdoppelte sich die Industrieproduktion, und das reale BIP stieg um 50 %.[1] Die Ausgangsbasis dafür war zwar niedrig, doch ein Aufschwung in diesem Tempo ist damit nicht weniger beeindruckend.

Anschließend allerdings begann die Produktion wieder zu sinken. Ein zweites Abtauchen in die Rezession (ein so genannter Double-Dip) war natürlich das Letzte, was die USA gebraucht hätten. Im Jahr 1937 lag die Wirtschaftsleistung immer noch deutlich unter dem Niveau der späten 1920er-Jahre und die Arbeitslosenquote bei 14 %.[2] Wenn man nicht aus irgendwelchen Gründen glaubte, dass der Schaden durch die Depression das Produktionspotenzial der amerikanischen Wirtschaft verringert hatte, zum Beispiel weil Arbeitslose ihre Beschäftigungsfähigkeit verloren hatten, gab es für den Aufschwung also noch einigen Spielraum.

Damit es zu einer weiteren Rezession kam, brauchte es deshalb den konzertierten Einsatz aller Beteiligten von FDR an abwärts. Der Präsident hatte erneut eine Obsession für einen ausgeglichenen Staatshaushalt entwickelt. Hohe Defizite, so fand er, waren ein Zeichen dafür, dass die Wirtschaft weiter kränkelte. Ein ausgeglichener Haushalt dagegen würde zeigen, dass die Notlage vorüber ist. Ihn zu erreichen, würde deshalb eine willkommene Stärkung für das Vertrauen bedeuten.

Nicht zum letzten Mal in der Geschichte der Wirtschaftspolitik spielte auch politische Opportunität eine Rolle. Nachdem er seinen Wahlkampf 1932 mit dem Versprechen eines ausgeglichenen Haushalts geführt hatte, fixierte sich Roosevelt mit dem Nahen der nächsten Wahl im Jahr 1936 auf diese Idee. Dabei fürchtete der Präsident nicht so sehr die Kritik

der republikanischen Rechten. Eher machte er sich Sorgen wegen einer Herausforderung von links, und zwar in der Person des Radiopriesters Father Charles Coughlin, der ihn angriff, weil er bei den Reichen nicht hart genug durchgegriffen habe und gegenüber den Bankern zu milde gewesen sei. Coughlin hatte FDR bei der Wahl 1932 zwar unterstützt, doch jetzt wandte er sich gegen ihn, weil er den New Deal zu wenig ambitioniert fand – er bedeute »zwei Jahre Kapitulation, zwei Jahre Kampf der kindlichen, kümmerlichen Hirne von Idealisten gegen die männliche Boshaftigkeit von Wirtschaft und Finanzwelt und zwei Jahre wirtschaftliches Versagen«.[3] Coughlins eigenes Programm war ein Mischmasch aus konservativen und radikalen Ideen, von der Verschlankung von Regierung und Steuersystems bis zur Verstaatlichung von wichtigen Industrien. Der Radioprediger mag kein ernsthafter Kandidat gewesen sein, doch seine neue Union Party hatte trotzdem das Potenzial, Wählerstimmen zu holen.[4]

Ein Ausgleich des Staatshaushalts und populistische Steuerpolitik mussten also offenbar kein Widerspruch sein. Diese politische Strategie führte dazu, dass Roosevelt auf höhere Steuern für Personen mit Einkommen von mehr als 100.000 Dollar drängte, denen der von Demokraten kontrollierte Kongress auch zustimmte. Auch eine neue Steuer auf nicht ausgeschüttete Unternehmensgewinne wurde eingeführt, denn die waren, so der Präsident, von Reichen genutzt worden, um Einnahmen zu verstecken.

Die höheren Steuern waren nicht hilfreich, doch sie sind auch nicht die gesamte Erklärung für die Rezession, die im Jahr 1937 begann. Die höheren Einkommenssteuern betrafen nur einen Bruchteil des einen Prozents mit den höchsten Einkommen. Die Steuer auf nicht ausgeschüttete Gewinne hätte zu sinkenden Investitionen führen können, weil sie ein Anreiz für Unternehmen war, lieber Dividenden auszuschütten als angesammelte Gewinne für Investitionsprojekte zu nutzen. Die genaueste Untersuchung der Steuer, vorgenommen von Charles Calomiris, kommt jedoch zu dem Ergebnis, dass Unternehmen mit attraktiven Investitionsmöglichkeiten kaum eine Tendenz zeigten, darauf zu verzichten. Während der Großen Depression waren viele Projekte, die hohe Renditen versprachen, aufgeschoben worden. Jetzt waren die Unternehmen bereit, sie mit ihren Rücklagen zu finanzieren, Steuern auf nicht ausgeschüttete Gewinne hin oder her. Die Tatsache, dass Investitionen in der zweiten Jahres-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

hälfte 1936 die am stärksten wachsende BIP-Komponente waren, macht es schwierig, die Rezession allein der neuen Gewinnsteuer anzulasten.[5]

Wichtiger war mit Sicherheit die Wende zu einer restriktiven Geldpolitik. Die Preise für Rohmaterial und Primärprodukte hatten mit der wirtschaftlichen Erholung wieder zu steigen begonnen. Die Fed erinnerte sich noch an die Erfahrung der 1920er-Jahre und warnte rasch, höhere Preise könnten auf die Finanzmärkte überschwappen und eine neue Spekulationswelle entstehen lassen. Fast wie auf Kommando begann der Dow Jones Index im Juli tatsächlich zu steigen.

Marriner Eccles, ein Geschäftsmann und Banker aus Utah, der kurz zuvor ins Federal Reserve Board berufen worden war, machte sich darüber weniger Sorgen als viele seiner Kollegen. Von Rexford Tugwell, den er bei einer früheren Reise an die Ostküste kennengelernt hatte, war er Roosevelt vorgestellt worden und dann am Entwurf für den Banking Act von 1935 beteiligt.[6] Durch das Gesetz wurde die Entscheidungsgewalt über den Diskontsatz und Offenmarktgeschäfte ein für allemal von den regionalen Reserve-Banken auf das Board of Governors übertragen, außerdem bekam das Board das Recht, die Mindestreserveanforderungen für Mitgliedsbanken festzulegen.[7] Die Entscheidung über den Diskontsatz der Fed zu zentralisieren, sollte eine Wiederholung der katastrophalen Erfahrung aus den 1920er-Jahren verhindern, als die einzelnen Reserve-Banken ihre Geldpolitik nicht miteinander abstimmten. Und die Autorität zur Festlegung der Höhe der Mindestreserven gab dem Board ein zusätzliches Instrument, über das es Einfluss auf die Kreditvergabe der Banken nehmen konnte.

Die Übertragung regionaler Macht nach Washington war ein Gräuel für Senator Carter Glass, der an der Ausarbeitung des ursprünglichen Gesetzes mit eher dezentralem Charakter für die Zentralbank beteiligt gewesen war. FDR aber kam mehr Zentralisierung nicht unbedingt ungelegen und allgemeiner hatte auch das Versagen der Zentralbank bei der Bekämpfung von Depression und Bankenkrise die Unterstützung für das dezentrale Konzept von Glass schwinden lassen. Glass und seine Verbündeten, unter ihnen der Banker Owen Young, kritisierten die Reform, weil sie Entscheidungen über Geldpolitik einer »politischen Kontrolle« unterwerfe. Doch politische Kontrolle galt nicht mehr als offensichtlich falsch, da sich

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

inzwischen ja die Inkompetenz unpolitischer Entscheidungsfindung klar gezeigt hatte.

Der Banking Act kam problemlos durch den Kongress. Rasch zog FDR die logische Schlussfolgerung daraus und mache Eccles, seinen persönlichen Währungsreformer, zum Leiter der umstrukturierten Fed.[8] Eccles konnte von sich behaupten, keine Verbindung zur Wall Street zu haben, was nützlich für ihn war. Seine direkte Art und sein Hintergrund als Enkel eines blinden Planwagen-Pioniers wirkten ebenfalls zu seinen Gunsten. Dass er eine Kette von 28 Familienbanken in drei Bundesstaaten geleitet und im Grunde das Modell der Kettenbanken erfunden hatte, das in anderen Zusammenhängen so viele Probleme verursachte, wurde geflissentlich ignoriert – ebenso die Tatsache, dass sein Bauunternehmen massiv in das öffentliche Bauprojekt involviert war, das später als der Hoover Dam bekannt wurde. Manchmal heißt es, Eccles sei das Vorbild für die Figur des George Bailey in dem Film *Ist das Leben nicht schön?* gewesen. In seiner Autobiografie beschreibt er, wie er während eines Runs auf die Bank auf den Schalter der First National Bank in Ogden stieg, um ängstlichen Einlagenkunden zu versichern, dass noch genügend Bargeld vorhanden sei.[9]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Als er seinen neuen Posten angetreten hatte, stellte Eccles jedoch zu seiner Verärgerung fest, dass er gar nicht so viel bewirken konnte. Der jetzt höhere Preis für Gold in Dollar bedeutete, zusammen mit der unruhigen Lage in Europa, dass ausländisches Geld in die USA strömte, wo es sich bei den Banken anhäufte. Im Geld schwimmend, waren die Banken nicht mehr auf die Fed angewiesen. Als Folge davon hatten Veränderungen des Diskontsatzes keine Auswirkungen auf ihr Verhalten mehr, obwohl der doch das Instrument sein sollte, mit dem die Fed die Feinabstimmung der Finanzbedingungen vornahm.

Im August 1936 entschied die Fed unter Eccles, die Reserveanforderungen von 13 % auf 19,5 % zu erhöhen, im März 1937 folgte eine weitere Erhöhung auf 22,5 % und dann im Mai auf 26 %. Diese Maßnahmen sollten die Wirksamkeit der konventionellen Werkzeuge der Zentralbank wiederherstellen – die Fed wollte die Kontrolle über die Finanzbedingungen zurückgewinnen.[10] Milton Friedman und Anna Schwartz argumentieren allerdings, die höheren Reserveanforderungen seien das stumpfe Werkzeug gewesen, das die Rezession 1937/38 ausgelöst habe.[11] Wie sie schreiben, erreichte die Kreditvergabe der Banken ihren Höhepunkt in der ersten Jah-

reshälfte 1937, was mit der zweiten Reservenerhöhung zusammenfiel und dem Sinken der Industrieproduktion unmittelbar vorausging. Also müsse die Erhöhung der Reserve auch die Ursache gewesen sein.

Die moderne Forschung hat für dieses Argument nicht mehr viel übrig. Thomas Cargill und Thomas Mayer haben die Reaktion der Fed-Mitgliedsbanken mit der von anderen verglichen, die nicht zum Federal Reserve System gehörten und somit nicht den Reservevorschriften unterlagen. Jegliche Unterschiede bei der Kreditvergabe, so das Ergebnis der Forscher, waren zu gering, als dass sie eine bedeutende Rolle für die Rezession 1937/38 hätten spielen können.[12] Charles Calomiris, Joseph Mason und David Wheelock, die sich nur mit den Fed-Mitgliedsbanken beschäftigten, kommen ebenfalls zu dem Ergebnis, dass die höheren Reserveanforderungen kaum Auswirkungen auf ihr Verhalten hatten.[13] Diese Schlussfolgerungen passen auch zu den Ansichten von Eccles selbst. Der war der Meinung, dass die Reservenerhöhung wenig Bedeutung für den aktuellen Zustand der Wirtschaft hatte, sondern nur die zukünftige Wirksamkeit der geldpolitischen Instrumente der Fed sicherstellen sollte.[14] Wenn der Rezession ein Rückgang der Kreditvergabe vorangegangen ist, musste der also andere Ursachen gehabt haben.

Zu den Politikern, die vor allem das Inflationsgespenst fürchteten, gehörte Finanzminister Morgenthau. Der hatte keine formale Ausbildung in Ökonomie und wenig Erfahrung in der Wirtschaft, wie seine öffentlichen Auftritte und Beiträge im Kabinett erkennen ließen. Seinen Ministerposten verdankte er persönlichen Beziehungen zu FDR, seinem Nachbarn in Dutchess County, und dem frühzeitigen Tod seines Vorgängers William Woodin. Doch das konnte ihn nicht aufhalten. Inflation war als Problem für ihn leicht genug zu verstehen. Durch die Politik von Benjamin Strong zwischen 1924 und 1928 hatte ein überhöhtes Kreditvolumen im Banken- und Finanzsystem entstehen können, was letztlich zur Destabilisierung führte. So jedenfalls die historische Erinnerung von Morgenthau und seinem Umfeld.

Und wenn zu viel Geld und Kredit eine Bedrohung waren, dann hatte das Finanzministerium genug in der Hand, um etwas dagegen zu tun. Ab Dezember 1936 bemühte sich Morgenthaus Ministerium darum, die scheinbare Inflationsgefahr zu bannen, indem es die Auswirkungen von Goldzuflüssen auf die Kreditmärkte neutralisierte. Jede Unze Gold, die aus dem Ausland in die USA kam, konnte immer noch für 35 Dollar an das Finanzministerium verkauft werden, was im Prinzip bedeutete, dass

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Geld- und Kreditmenge um diesen Betrag zunahmen und die Inflation schürten. Um dieser Gefahr zu begegnen, verkaufte das Ministerium jetzt in derselben Höhe Anleihen aus seinem Portfolio, um das zusätzliche Geld wieder aus dem Kreislauf zu entfernen.[15]

Mehrere Faktoren belegen die Bedeutung dieser Geschäfte für die Rezession 1937/38. Erstens sind die neun Monate von ihrem Beginn bis zum Abschwung ungefähr die Zeit, die es normalerweise dauert, bis ein monetärer Schock die Realwirtschaft erreicht. Zweitens verringerten die Transaktionen des Ministeriums die Geldmenge um ungefähr 10 %, was ein hoher Wert ist.[16] Und zuletzt: Anders als bei der Erhöhung der Reserveanforderungen lässt sich anhand des Agierens des Ministeriums auch der Zeitpunkt der späteren Erholung erklären. Nachdem erkennbar wurde, dass eine Rezession begonnen hatte, hörte es im Februar 1938 damit auf, die Auswirkungen von Goldzuflüssen auf die Wirtschaft zu neutralisieren; ab April machte es frühere Operationen dieser Art sogar rückgängig.[17] Wie zu erwarten, war das ein massiver positiver Schock für Geldmenge und Kreditvergabe der Banken.

Im Juni 1938 erreichte die Wirtschaftsaktivität ihren Tiefpunkt, danach begann sie sich zu erholen. Der Abschwung nach 1929 hatte fast vier Jahre lang angehalten, dieses Mal dauerte er nur ein Jahr. Der Unterschied zeigt, wie schnell die monetären Bedingungen im zweiten Fall gelockert wurden. Eine überzeugendere Demonstration für die Kraft der Geldpolitik könnte man sich kaum ausdenken.

Diese historische Erfahrung wurde von vielen Beobachtern, die sich ab 2009 Sorgen machten, die Fed könne ihre lockere geldpolitische Haltung zu früh wieder aufgeben, als mahnendes Beispiel angeführt.[18] Eine Wirtschaft, die sich gerade erst von einer Finanzkrise zu erholen beginnt, benötige möglicherweise längere geldpolitische Unterstützung, mahnten sie unter Berufung auf diese Zeit. Tatsächlich hatte sie gezeigt, was passieren kann, wenn die Geldpolitik restriktiv wird, obwohl die Produktion noch volle 15 % unter ihrem Potenzial liegt. Dies war einer der Gründe dafür, dass die Fed unter Bernanke fast sechs Jahre lang eine relativ akkommodative Geldpolitik beibehielt.

Eine weitere beliebte Erklärung für die Wirtschaftsschwäche 1937 und 1938 waren die Vorbehalte des Präsidenten gegenüber der Wirtschaft. Sie

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

wurden im Präsidentschaftswahlkampf 1936 von Alf Landon immer wieder thematisiert, dem Gouverneur von Kansas, der damals als Kandidat der Republikaner gegen Roosevelt antrat. FDR wiederum machte aus der Tatsache, dass er selbst von der Wirtschaft abgelehnt wurde, ein großes Thema und verunglimpfte seine Gegner als »wirtschaftliche Royalisten«.[19]

Nach der Krise 2008/09 zog eine Studie des Wirtschaftshistorikers Robert Higgs erhebliche Aufmerksamkeit auf sich; für das zweite Abgleiten in die Rezession 1937/38 seien Einmischungen der Regierung in die Wirtschaft und Unsicherheit im Bereich der Regulierung verantwortlich gewesen, hieß es darin.[20] Social Security Act, National Labor Relations Act und Banking Act wurden gegen den Willen der Wirtschaft verabschiedet. Schnelle Veränderungen bei Kartellgesetzen, Arbeitsrecht, Wertpapiergesetzen und Steuergesetzen – denn schnelle Veränderungen waren das Kennzeichen des New Deal – versetzten die Eigentümer von Unternehmen in Unruhe. Vom American Institute of Public Opinion befragte Geschäftsleute behaupteten, Unsicherheit und die Feindseligkeit des Präsidenten gegenüber der Wirtschaft hätten einen Aufschwung verhindert.[21]

Higgs' wichtigster Beleg für seine Unsicherheitshypothese ist die Tatsache, dass der Anteil der Bauwirtschaft an den privaten Investitionen in den Jahren 1935 und 1936 niedriger war als in der zweiten Hälfte der 1920er-Jahre. Bautätigkeit ist die Art von Investitionen, die von Unsicherheit am ehesten gebremst wird, weil solche Projekte längere Zeit in Anspruch nehmen. Allerdings ging es dabei in den 1920er-Jahren zu großen Teilen um Wohn- und Gewerbeimmobilien, wie in Kapitel 1 erklärt – und dass der Bau von Häusern und Büros ein Jahrzehnt zuvor als Vergleichsmaßstab für Investitionen in Industrieanlagen und -maschinen in den 1930ern geeignet sein sollte, lässt sich kaum nachvollziehen. Das wichtigste Relikt des früheren Immobilienbooms war jetzt ein Überhang an nicht genutzten Gewerbeobjekten. Ganze Etagen des Empire State Building, das die meisten Immobilienprofis passenderweise als »Empty State Building« verspotteten, standen die gesamten 1930er-Jahre über leer. Hinzu kamen noch das Überangebot an Wohnimmobilien und die Hypothekenkrise, die von der HOLC nur teilweise gelöst wurden.

Higgs' zweiter Beleg ist der Unterschied zwischen den Zinsen für kurz- und langfristige Unternehmensanleihen. Die kurzfristigen Zinsen begannen ab 1934 zu steigen, doch die langfristigen stiegen noch schneller. Higgs führt diesen überproportionalen Anstieg der Langfristzinsen auf

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Unsicherheit über die wirtschaftliche Zukunft zurück: »Das Vertrauen der Anleger in ihre Chancen, langfristige Zinszahlungen und Nennwert-Rückzahlungen zu bekommen, wie sie von den sichersten Unternehmen des Landes versprochen wurden, brach zwischen Anfang 1934 und Anfang 1936 ein«, schreibt er.[22] Ängstliche Anleihenbesitzer reagierten auf die Unsicherheit, indem sie höhere Zinsaufschläge für langlaufende Schulden dieser Unternehmen verlangten.

Doch die Erklärung für diese Entwicklung ist einfach: Roosevelt hatte den Preis für Gold nach oben getrieben, sodass Anleger statt Deflation jetzt Inflation erwarteten. Als die Wirtschaft vor einer Erholung stand, gingen die Anleger davon aus, dass sich mit ihr auch die Kreditnachfrage erholen würde, und mehr Kreditnachfrage würde höhere Zinsen bedeuten. Somit sorgte die Erwartung zukünftig höherer Zinsen dafür, dass die langfristigen Zinsen schon ab 1934 stiegen. Tatsächlich ist dies die übliche Art und Weise, wie sich Zinsen bei einem Aufschwung entwickeln.[23] Ebenfalls kommt es häufig vor, dass sich der Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen verringert, wenn eine Rezession im Anzug ist – genau das passierte auch 1937.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wenn man unbedingt eine angebotsseitige Erklärung für die Rezession 1937/38 finden möchte, muss man den Blick auf den Arbeitsmarkt richten. Als Teil ihres Kampfs gegen die Deflation hatte die Regierung versucht, für höhere Löhne und Preise zu sorgen. Wie schon erklärt, hatte sie damit bei den Löhnen mehr Erfolg als bei den Preisen, was die Arbeitskosten steigen ließ und Neueinstellungen unattraktiv machte – ausgerechnet in einer Zeit mit einer Arbeitslosigkeit von 25 %. Der National Labor Relations Act, unterzeichnet 1935, führte zudem dazu, dass sich mehr Arbeiter Gewerkschaften anschlossen, weil er eine Diskriminierung von Gewerkschaftsmitgliedern untersagte und von den Arbeitgebern verlangte, mit ihren Vertretern kollektive Gehaltsverhandlungen zu führen. Derart gestärkt, verdoppelte sich die Zahl der Gewerkschaftsmitglieder innerhalb von zwei Jahren.[24]

Rasch versuchten die jetzt organisierten Arbeitnehmer herauszufinden, wie weit sie es mit ihren neuen Rechten treiben konnten. Ein naheliegendes Ziel dafür waren die drei großen Automobilhersteller mit ihren komplizierten Lieferketten. Indem sie mit einem isolierten Streik die

Produktion beim einzigen Lieferanten für eine bestimmte Komponente unterbrachen, konnten die Arbeiter ein ganzes Unternehmen lahmlegen. Anfang 1936 gab es bei den Firestone and Goodyear Tire and Rubber Companies in Akron im Bundesstaat Ohio die ersten Sitzstreiks. Nach dem klaren Wahlsieg von Roosevelt breiteten sie sich auf den Karosseriebauer Fisher Body No. 1 von General Motors im Bundesstaat Michigan aus, wo einer von nur zwei Sätzen der Formen untergebracht war, die für die Produktion von Karosserien für die GM-Autos des Modelljahrs 1937 gebraucht wurden (die Fabrik war ein Ableger der Fisher Body Corporation, die in der Geschichte über Carl Fisher und Immobilien in Florida in Kapitel 1 erwähnt ist). Die Wochenproduktion bei GM fiel von mehr als 50.000 Einheiten im Dezember 1936 auf nur noch 1500 zwei Monate später, sodass das Unternehmen keine andere Wahl hatte, als sich rasch mit der Gewerkschaft United Auto Workers zu einigen. Innerhalb von Wochen war Chrysler an der Reihe. Nur Henry Ford, ein eingeschworener Gewerkschaftsfeind, hielt bis 1941 durch, doch selbst seine Ford Motor Company musste großzügige Lohnerhöhungen zusagen, um die Gewerkschaften draußen zu halten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die durchschnittlichen Stundenlöhne in der Autoindustrie stiegen von Oktober 1936 bis Juli 1937 um mehr als 20 %. Erst einmal ließen die Hersteller ihre Verkaufspreise trotzdem unverändert, aber jeder wusste, dass höhere Kosten beim Start des neuen Modelljahrgangs in der zweiten Jahreshälfte 1937 auch höhere Preise bedeuten würden; zu erkennen war das bereits an der Werbung der Autohersteller. Verbraucher, die über den Kauf eines neuen Autos nachdachten, hatten also einen Anreiz, vor den Preiserhöhungen zuzugreifen. Wie Joshua Hausman gezeigt hat, lagen die Verkäufe in der ersten Jahreshälfte 1937 deutlich über den Erwartungen, um dann in der zweiten Hälfte rapide abzunehmen. Dieser zeitliche Verlauf entsprach fast exakt dem der Rezession insgesamt.[25]

Die Frage ist, ob tatsächlich die Regierung Roosevelt für diesen Ausbruch der Kampfbereitschaft unter den Arbeitern verantwortlich war. FDR selbst konnte sich für den Labor Relations Act nicht wirklich begeistern – der eigentliche Vorkämpfer dafür war der New Yorker Senator Robert Wagner, der sich schon vorher jahrelang für Arbeitnehmerrechte eingesetzt hatte. Jedenfalls spielte hier nicht nur das neue Gesetz eine Rolle: Dass Arbeiter bei GM und anderen Autoherstellern mehr Geld verlangten, als sich die Nachfrage nach ihren Produkten erholte, war nicht überraschend. Denn

immerhin hatten sie seit dem Beginn der Großen Depression Lohnkürzungen um bis zu 50 % hinnehmen müssen.

Wie der von 1929 hatte auch dieser Abschwung zugleich negative Auswirkungen auf das Ausland. Die internationalen Handels- und Finanzbeziehungen waren seit den 1920er-Jahren zwar weniger eng geworden, doch die US-Wirtschaft war immer noch zu wichtig, als dass es hätte anders kommen können. Ihre Importe fertiger und halb fertiger Güter stürzten mit dem zweiten Abrutschen in die Rezession ab. Im Aufschwung waren die Preise für Rohmaterialien gestiegen, was den lateinamerikanischen Exporteuren, die lange unter Druck gestanden hatten, geholfen hatte. Jetzt wechselten sie wieder die Richtung, nicht nur in den USA, sondern weltweit.

Trotzdem war der Abschwung im Rest der Welt verglichen mit 1929 bis 1931 kurz und milde. Als die Exporte in die USA nachließen, waren Zentralbanken und Regierungen nicht mehr gezwungen, die Zinsen zu erhöhen, um eine Abschwächung ihrer Wechselkurse zu verhindern. Sie konnten jetzt ungehindert die Zinsen senken, um als Ersatz für die verloren gegangenen Verkäufe in die USA höhere Ausgaben im Inland anzuschieben.

An diesen Punkt zu gelangen, war allerdings nicht einfach gewesen. Bis weit ins Jahr 1936 hinein hielt ein harter Kern von europäischen Ländern unsinnigerweise am alten Goldstandard fest. In Frankreich, Belgien, Italien und Polen scheute man sich, die Tür für die Art von Nahkämpfen mit Interessengruppen zu öffnen, die in den 1920er-Jahren zu Defiziten und Inflation geführt hatten. Es herrschte die Angst, angelsächsische Spekulanten würden Wechselkurse und Währungen destabilisieren, wie sie es angeblich schon ein Jahrzehnt zuvor getan hatten. Für die Niederlande und die Schweiz war das Festhalten am Goldstandard wichtig, um die Position von Amsterdam und Zürich als Finanzzentren zu festigen. Und für Polen war eine geldpolitische Orientierung an Frankreich eine Möglichkeit, finanzielle Verteidigungslinien gegen Deutschland aufzubauen.

Erst die politische Abkehr von ständigem Sparen nahm diesem Rumpf-Goldblock dann seine Grundlage. Frankreich, wir erinnern uns, hatte den Großteil der 1920er-Jahre über Haushaltsdefizite in Kauf genommen. Als die Defizite dann 1931 durch das Wegbrechen der Steuereinnahmen zu-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

rückkehrten, brachten sie die Gefahr von erneuter Inflation und Krisen mit sich – das jedenfalls behauptete die Regierung. Ein Ausgleich des Staatshaushalts wurde somit als unverzichtbar dafür angesehen, das Vertrauen zu retten, Investitionen zu fördern und das Wachstum wiederzubeleben. Manche französische Regierungen, etwa die rechtsgerichtete Koalition unter Pierre Laval, machten sich fast vergnügt an diese Sparpolitik, andere wie die linke Koalition unter Édouard Herriot gingen mit mehr Widerwillen zur Sache. Herriot war nicht nur als Opfer des Skandals bei der Banque de France im Jahr 1925 bekannt, sondern auch für seine Großherzigkeit, was eine Rolle für seine Ernennung zum Premierminister im Jahr 1932 gespielt haben dürfte. Doch selbst er ließ sich von der scheinbar bevorstehenden Invasion der Anleihen-Milizen einschüchtern.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Über eine Abkehr vom Goldstandard nachzudenken, galt zunächst nicht als Alternative. Kundige französische Beobachter waren sich zwar darüber im Klaren, dass billiges Geld zur Stabilisierung der Wirtschaft in Großbritannien und den USA beigetragen hatte. Jedoch warnten sie, ein auf diese Weise herbeigeführter Aufschwung könne nur vorübergehend und keineswegs nachhaltig sein. Noch waren sie betäubt von den Schmerzen der Depression, doch bald würden Spekulanten mit ihren skrupellosen Aktivitäten weitermachen, die ihren Höhepunkt im Crash von 1929 gefunden hatten.

Einer der wenigen, die infrage stellten, dass der Weg zur Prosperität tatsächlich über Austerität führte, war Paul Reynaud, ein an der Sorbonne ausgebildeter Rechtsanwalt und Amateur-Statistiker; Anfang der 1930er-Jahre war er Finanzminister und Abgeordneter für den Pariser Wahlbezirk, in dem die Banque de France ihren Sitz hatte. Dass Reynaud aus dem Mitte-Rechts-Lager kam, machte seine Abkehr vom Glauben ans Gold umso überzeugender. Ihm war besser klar als seinen Parlamentskollegen, dass die einzig möglichen Alternativen in Deflation und Abwertung lagen – eine andere Möglichkeit, den Kreis quadratisch zu machen, gab es nicht. Dies steht in direktem Gegensatz zu den Mitgliedern der Sozialistischen Partei, deren hoffnungslos unrealistischer Slogan »Weder Deflation noch Abwertung« lautete.

Als rechts stehender Politiker bevorzugte Reynaud Deflation. Im Jahr 1934 attackierte er die konservative Regierung der Nationalen Einheit von Gaston Doumergue und ebenso die von den Radikalen angeführte Regierung von Edouard Daladier dafür, dass sie keine drakonischen Budgetkürzungen vornahmen, um Löhne und Kosten zu drücken.[26] Allerdings brachten seine immer pointierteren Angriffe kein Ergebnis. Ungeachtet

ihrer sehr unterschiedlichen politischen Ausrichtung weigerten sich mehrere französische Regierungen hintereinander, entschiedener auf Deflation zu setzen, vor allem wenn dies Konflikte mit Geschäftsinhabern, Beamten und Bauern bedeutet hätte. Reynaud kam dadurch zu dem Schluss, dass es in der Praxis unmöglich sei, Frankreichs Wettbewerbsfähigkeit durch Deflation wiederherzustellen.

Einzigartig an Reynaud war nicht, dass er die Probleme der Deflation erkannte, sondern dass er in der Lage war, die Folgen davon zu verstehen. Wenn sich eine Deflation nicht erreichen ließ, dann war eine Abwertung – also das Aufgeben des Goldstandards – die zwingende Alternative. Reynaud war kein überzeugter Anhänger von Abwertungen, doch er war willens, wie Keynes gesagt hätte, seine Meinung ändern, wenn sich die Fakten änderten. Wie nur wenige andere vermochte er zu unterscheiden zwischen einer Abwertung in den 1920er-Jahren, als die Nachfrage das Angebot überstieg und somit Inflation die Folge war, und der aktuellen Situation, in der das Problem in zu geringer Nachfrage bestand.

Doch Reynauds rebellischer Stil – ähnlich unkonventionelle Standpunkte vertrat er bei diplomatischen und militärischen Fragen – machte ihn bei seinen Kollegen nicht allzu beliebt. Das Gleiche galt für seine Persönlichkeit. Reynaud war immer die intelligenteste Person im Raum, und das wusste er. Je mehr seine Parlamentskollegen sich wehrten, desto schärfer, sarkastischer und wirkungsloser wurden seine Interventionen.[27]

Diese Zusammenfassung könnte man fast als Karikatur der Parallelen zwischen den in den 1930er-Jahren in Frankreich vorherrschenden Ansichten und den politischen Dogmen der Eurozone im 21. Jahrhundert abtun. Aber tatsächlich ist die französische Haltung zu dieser Zeit damit vollkommen korrekt wiedergegeben. Die Verteidigung des Goldstandards wurde als moralischer Imperativ angesehen. Jean Tannery, im Jahr 1935 neu berufener Gouverneur der Banque de France, nannte sie »nicht nur eine nationale Notwendigkeit«, sondern »eine Pflicht von viel größerer Bedeutung«. Die Wahl sei »zwischen Sicherheit und Illusion, Sparsamkeit und Spekulation, produktiver Arbeit und kurzfristigen Gewinnen« zu treffen.[28] Seine moralisierenden Worte von damals haben große Ähnlichkeit mit dem, was nach dem Jahr 2009 im Zusammenhang mit der Festlegung auf Sparpolitik in Europa zu hören war.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Warum sich der blinde Glaube an den Goldstandard in Frankreich so viel länger halten konnte als in Großbritannien oder den USA, ist nicht vollkommen klar. Anfangs konnten sich die französischen Politiker auf etwas berufen, das wie eine Immunität Frankreichs gegen die Depression aussah. Die Stabilisierung des Franc kam erst spät, und die lange Zeit der Turbulenzen, die ihr vorausging, hatten einen Rückstau an Investitionsprojekten hinterlassen, deren Umsetzung das Wachstum dann eine Zeit lang beflügelte. Der unterbewertete Franc verschaffte der französischen Industrie Vorteile und half dem Land dabei, eine Kriegskasse mit Goldreserven anzulegen. Dadurch hatte die Banque of France Spielraum für Fehler. Als sich die Abflüsse von Gold nach 1933 beschleunigten, war sie nicht gezwungen, die Zinsen zu erhöhen, sondern konnte die Verluste einfach hinnehmen.[29]

Und selbst als auch Frankreich die Last der Depression zu spüren begann, blieb der Anstieg der Arbeitslosigkeit begrenzt. Das Land war stärker landwirtschaftlich geprägt als Großbritannien oder Deutschland. Arbeiter, die vor Kurzem in die Städte gezogen waren, hielten Verbindung zum Land und kehrten in ihre Dörfer zurück, als es weniger Stellen in der Produktion gab. Das Ergebnis war eher Subsistenzwirtschaft als Prosperität, doch Subsistenz war immer noch besser als nichts.[30] Dieses De-facto-Sicherheitsnetz sorgte dafür, dass die politische Reaktion milde ausfiel. Das Ergebnis war nicht unähnlich zu dem in Japan in den 1990er-Jahren, als das Wachstum dort einbrach und es zu einer Deflationskrise kam: Durch Frühverrentung, Jobsharing und politischen Druck auf große Arbeitgeber blieb der Anstieg der Arbeitslosigkeit ebenfalls im Rahmen und auch die politische Reaktion fiel überraschend zurückhaltend aus.

Nur so kann man verstehen, warum die französische Bevölkerung die Politik von Pierre Laval, der 1935 eine zweite Amtszeit als Premierminister antrat, so lange tolerierte, wie sie es tat. Als jüngstes Kind eines Café-Besitzers und Fleischers in einem Dorf in der Auvergne kam Laval aus bescheidenen Verhältnissen, doch er war ein geschickter politischer Strippenzieher und für seine Zeit ein wohlhabender Mann. Begonnen hatte er seine politische Karriere als Sozialist und machte sich einen Namen als Verteidiger von Streikenden, Gewerkschaftern und linken Agitatoren. 1911 wurde er gebeten, als Kandidat der Sozialisten für den Wahlkreis Neuilly-Boulogne in Paris anzutreten. In die Abgeordnetenkammer gewählt wurde er aber erst beim zweiten Versuch im Jahr 1914. In den 1920er-Jah-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ren hatte er mal ein politisches Amt, mal nicht, und währenddessen machte er ein Vermögen, indem er in die zwei Provinzzeitungen *Le Moniteur du Puy-de-Dôme* und *Lyon Républicain* sowie in das ganz neue Radio-Lyon investierte. Die Käufe finanzierte er mit der Hilfe von Banken und eines Anlagefonds, der offenbar die Synergien zwischen Medien und Politik zu schätzen wusste.

Mit zunehmendem Wohlstand bewegte sich Laval zuerst in die Mitte und dann nach rechts. Nachdem die Regierung von André Tardieu im Jahr 1931 nach dem Oustric-Bankenskandal auseinandergebrochen war, wurde Laval gebeten, eine neue Mitte-Rechts-Regierung anzuführen. Dies war die Regierung, die während der Credit-Anstalt-Krise einen Notkredit an Österreich blockierte und dann mit der Regierung Hoover in Streit über die Reparationszahlungen geriet. Lavals Bilanz war also nicht überwältigend positiv, und bei einer Vertrauensabstimmung im Februar 1932 wurde seine Regierung gestürzt. Für das Jahr 1931 wählte ihn das *Time*-Magazin zum »Man of the Year«, was aber eher an seinem Image als entwaffnender Mann des Volkes lag, das er bei seiner USA-Reise gepflegt hatte, als an irgendwelchen konkreten Erfolgen.

Der erwähnenswerteste Aspekt von Lavals Jahr als Regierungschef ist, dass er dadurch Gelegenheit zu einem Vier-Augen-Gespräch mit Heinrich Brüning bekam. Seine Reise nach Berlin im September 1931 war der erste offizielle Besuch eines französischen Staatsmanns von vergleichbarer Stellung in der deutschen Hauptstadt seit einem halben Jahrhundert. Das wichtigste Ergebnis davon scheint gewesen zu sein, dass Laval Brünings Ansatz für die Wirtschaftssteuerung zu schätzen lernte.

Bis Anfang 1935 war die Depression in Frankreich in vollem Gang. Anleger hatten zunehmend Angst, dass der Franc dem Beispiel von Pfund, Dollar und, näher an der Heimat, des belgischen Franc folgen würde. Allein im Mai 1935 verlor die Banque de France mehr als 10 % ihrer Goldreserven. Die konservative Regierung von Pierre-Etienne Flandin wurde daraufhin abgelöst, weil sie es nicht schaffte, das Vertrauen wiederherzustellen, und im Juni war wieder Laval an der Reihe.

Jetzt verlangte er die Vollmacht, ähnlich wie Brüning Dekrete erlassen zu können, um die Gehälter und Renten von Beamten und Veteranen senken zu können. Immerhin versuchte er zumindest, dieser Politik ein freundlicheres Gesicht zu geben, was er sich von FDR abgeschaut hatte: Er erklärte sie bei einem Kamingespräch.[31] Um von seinem Image als ein-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

facher Mann vom Land zu profitieren, benutzte er direkte Worte und einfache Formulierungen, um seine schlichte Botschaft zu übermitteln: Wie ein normaler Haushalt müsse auch der französische Staat in schwierigen Zeiten den Gürtel enger schnallen und ein ausgeglichener Staatshaushalt erfordere schmerzhafte Opfer für alle. Mit Lavals Dekreten wurden die Ausgaben des Zentralstaats und der lokalen Regierungen um 10 % gekürzt, die Löhne und Gehälter für öffentlich Beschäftigte sanken im selben Umfang. Diese Opfer waren schmerzhaft, doch laut Laval gab es keine Alternative. »Man muss kein Experte oder Finanzmensch sein, um zu verstehen, dass man bald bankrott ist, wenn man mehr ausgeben möchte, als man hat«, erklärte er, ganz der Mann des Volkes. »Was für Einzelpersonen gilt, gilt auch für die nationale Gemeinschaft«, verkündete er in klassischer vor-keynesianischer Manier.[32]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die erwartbare Folge waren Proteste der Linken, die überzeugt waren, das Lavals Betonung von Ausgabenkürzungen die Reichen begünstige. Kommunisten und Sozialisten gaben ein gemeinsames Manifest heraus, in dem sie Lavals »Dekrete des Unglücks« niedermachten. In Marinearsenalen in Brest und Toulon kam es zu Auseinandersetzungen zwischen Arbeitern und der örtlichen Polizei – eine Erinnerung an die Invergordon-Meuterei, bei der am 15. und 16. September 1931 Seeleute der Atlantic Fleet der Royal Navy wegen drohender Soldkürzungen sich weigerten, den Dienst anzutreten. Konservative Beunruhigung über die Agitation von links führte zu zunehmender Unterstützung für eine proto-faschistische Veteranen-Organisation namens *Croix de Feu* (»Kreuz des Feuers«).

Als Antwort darauf verdoppelte Laval, wie vor ihm Brüning in Deutschland, seinen Einsatz mit einer zweiten Runde von Dekreten, erlassen im August 1935. Neben weiteren Kürzungen enthielten sie ein symbolisches Programm für öffentliche Bauprojekte, das die öffentliche Stimmung besänftigen sollte. Dies war erneut eine nicht beabsichtigte Hommage an FDR, der zusammen mit dem Ausgleich des Haushalts Maßnahmen verkündet hatte, die den Anstieg der Lebenshaltungskosten begrenzen und dem Wunsch nach einer Stimulierung der Wirtschaft gerecht werden sollten.

Dass das Parlament den Rest des Sommers über Sitzungspause machte, gab der Regierung die Chance, bis in den Herbst hinein zu überleben. Ein dritter Satz von Sparmaßnahmen folgte am 31. Oktober, dem Tag, an dem die Vollmachten für Laval ausliefen. Das Einzige, was ihn im Amt hielt, war die Weigerung der moderat linken Radikalen Partei, Sozialisten und

Kommunisten zu unterstützen, denn mit ihnen wäre in ihren Augen eine Entwertung des Franc unausweichlich geworden.

Anfang 1936 aber hatte selbst die französische Bevölkerung genug. Radikale, Sozialisten und Kommunisten bildeten für die Parlamentswahlen eine Front Populaire.[33] Das Ergebnis war zunehmende Unterstützung für sie, jedoch auch für weit rechts stehende Parteien. Die Linke gewann eine knappe Mehrheit, und so stellten Radikale und Sozialisten, unterstützt von den Kommunisten, eine von Léon Blum angeführte neue Regierung.

Blum war die Antithese zu Laval – in dieser Zeit neigten Wähler dazu, gescheiterte politische Anführer durch ihr Gegenteil in Bezug auf Persönlichkeit und politische Ausrichtung zu ersetzen. Als Sohn einer wohlhabenden Familie geboren in Paris statt in der Provinz, besuchte Blum die angesehene École Normale Supérieure, während Laval nur ein Jahr lang in Lyon studiert hatte. Anders als Laval, der nach rechts driftete, blieb Blum sein ganzes Leben lang Sozialist. Laval sollte später mit den Nazis kollaborieren und wurde dann als Verräter verurteilt und exekutiert. Blum dagegen weigerte sich, Marshall Pétain volle Machtbefugnisse einzuräumen, wurde festgenommen und in Buchenwald und Dachau interniert.

Im Wahlkampf 1936 versprach Blum ein Ende der Kürzungen staatlicher Ausgaben, umfangreiche öffentliche Bauprojekte und eine radikale Reform der Banque de France.[34] Doch selbst für ihn wäre eine Abwertung zu weit gegangen. Wie FDR im Jahr 1932 bestand Blum jetzt darauf, die Wirtschaft durch höhere Einkommen und die Förderung von Konsum zu stabilisieren, keineswegs aber den Franc abzuwerten. Es werde »keinen geldpolitischen Staatsstreich« geben, versicherte er einer besorgten Abgeordnetenkammer.[35]

Nicht klar war allerdings, wie der neue Premier die Quadratur des Kreises schaffen wollte. Nicht wenige Beobachter argwöhnten wie zuvor bei Roosevelt, Blum habe schon vor der Wahl eine Abwertung beschlossen. Wahrscheinlicher aber ist, dass Blum, ebenfalls wie Roosevelt, einfach nicht sicher war, wie er vorgehen sollte. Als seine neue Regierung wegen dessen Assoziation mit Deflation Jean Tannery als Gouverneur der Banque de France abberief, folgte auf ihn nicht etwa Pierre Quesnay, ein stellvertretender Direktor, der bekannt dafür war, dass er für eine Abwertung eintrat. Stattdessen fiel die Wahl auf Émile Labeyrie, von dem man nicht wusste, wie er über dieses Thema dachte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Nach Jahren mit sinkenden Einkommen warteten die französischen Arbeiter der Autoindustrie, wie ihre US-Kollegen im Jahr 1936, nicht lange damit, die im ihnen Wahlkampf versprochenen höheren Löhne und besseren Arbeitsbedingungen durchzusetzen. Die ersten Sitzstreiks begannen, als Arbeiter bei Berliet, einem Hersteller von Autos, Lastwagen und Bussen, sich am 1. Mai, dem Tag der Arbeit, frei nahmen und daraufhin gefeuert wurden. Die Streiks breiteten sich nach Le Havre aus, wo Metallarbeiter aus der Luftfahrtbranche am 11. Mai die Arbeit ruhen ließen. Danach folgten die Metallfabriken von Paris, Renault und der Rest der Wirtschaft. Die Streikenden schafften es, nicht nur Fabriken, sondern auch Bars und Bäckereien lahmzulegen – eigentlich sogar fast die gesamte Volkswirtschaft, abgesehen von essenziellen Polizei- und Verwaltungsdiensten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Vor dieser Situation stand die neue Regierung, als sie im Juni ihr Amt antrat. Ihre Antwort waren die Matignon-Verträge, benannt nach dem Hotel Matignon als der Residenz des Premierministers. Die Vereinbarung wurde zwischen den Gewerkschaften und dem Arbeitgeberverband ausgehandelt und nicht, wie in den USA, per Gesetz vorgegeben; die Regierung trat nur als Vermittler auf, doch dass die Inspiration vom New Deal kam, war offensichtlich. Die Matignon-Verträge erkannten das Streikrecht an, brachten eine 15-prozentige Lohnerhöhung im Privatsektor, zwei Wochen Urlaubsanspruch im Jahr und die 40-Stunden-Woche.

Ihre Hauptwirkung war allerdings, dass – wie beim NIRA – die Produktionskosten stiegen. Ab Juni begann die Industrieproduktion zu sinken, und sofort nahm die Arbeitslosigkeit zu. Deutlich höhere Kosten und Preise drückten die Exporte, was im August zu Goldverlusten führte.

Blum wollte nicht abwerten, doch er wusste nicht, was er sonst tun sollte. Sein Finanzminister Vincent Auriol, finanzpolitischer Sprecher der Sozialisten, war keine große Hilfe, denn er hatte keine konstruktiven Alternativen anzubieten. Auriols Strategie, um eine Reflation mit dem Goldstandard zu vereinen, bestand darin, die sofortige Rückkehr des Vertrauens vorauszusagen und gleichzeitig Währungsspekulanten mit Kapitalverkehrskontrollen zu drohen. Dies waren nicht unbedingt Maßnahmen, die miteinander vereinbar gewesen wären – oder tatsächlich zu mehr Vertrauen geführt hätten.

Nachdem eine weitere Deflation durch die Wahl ausgeschlossen war, blieben als einzige Alternativen jetzt Abwertung und Devisenkontrollen.

Zentralbankchef Labeyrie und andere taten es Auriol gleich: Sie gaben den Spekulanten die Schuld und drängten auf Kontrollen. Am Ende aber entschied Blum, statt den Nazis den Amerikanern zu folgen – damit setzte sich Bündnispolitik ebenso durch wie sozialistische Ansichten über die Wirtschaft.[36] Am 25. September gab Frankreich den Goldstandard auf. Um sein Gesicht zu wahren, versuchte Auriol, diesen Schritt als »geldpolitische Anpassung« statt als Abwertung darzustellen.

Jedoch gab es am wahren Charakter dieser Anpassung keinerlei Zweifel. Der Franc fiel als Reaktion auf die Nachricht um 25 %. Rasch wurde ein Wechselkursstabilisierungsfonds ähnlich dem des britischen Finanzministeriums eingerichtet, um den frei schwankenden Franc zu steuern und ihn in einer Spanne zwischen 25 und 35 % unter seinem Kurs zu Zeiten des Goldstandards zu halten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Am Samstag nach der Bekanntgabe der französischen Abwertung dauerte es nur ein paar Stunden, bis die Schweizerische Nationalbank von Anforderungen zum Tausch von Franken in Gold überwältigt wurde und der Bundesrat die neue Realität anerkennen musste. »Schweiz in Reue«, titelte die *New York Times*. Bei Anlegern allerdings war Reue nicht die dominierende Emotion. Schweizer Staatsanleihen stiegen am ersten Handelstag nach dem Wochenende um 7 %, Anleihen der Schweizer Eisenbahn um 10 %.

Als Nächstes verlagerte sich der Druck auf Amsterdam – nach wenigen Stunden warf auch die niederländische Regierung das Handtuch. Zu diesem Zeitpunkt gab es nur noch ein Land, das zu einem unveränderten Tauschkurs am Goldstandard festhielt: Albanien, das weiterhin hohe Kredite von seinem politischen Schutzherrn in Rom erhielt.[37] Für diese finanzielle Unterstützung sollte das albanische Volk noch einen hohen Preis bezahlen: Das Land wurde besetzt und 1939 zu einer politischen Union mit Italien gezwungen.

Für die Länder, die jetzt ihre geldpolitische Autonomie wiedergewannen (oder genauer: denen diese Autonomie aufgezwungen worden war), stellte sich die Frage, wie ihre Bevölkerungen reagieren würden. In Holland, wo Arbeiter und Arbeitgeber sauber nach religiösen und wirtschaftlichen Linien organisiert waren, war es einfach, die Sozialpartner zusammenzubringen und eine Vereinbarung auszuhandeln, die Lohnzurückhaltung

im Tausch gegen Investitionen vorsah. Mit der Abwertung stiegen jetzt die Preise, doch die Kosten stiegen nicht mit. Das Ergebnis war eine steile Zunahme der Profitabilität; die Aktienkurse legten im Jahr darauf um fast 60 % zu. Die Industrieproduktion erhöhte sich in den ersten fünf Monaten 1937 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 37 %. Statt das Vertrauen zu untergraben und Kapitalabflüsse auszulösen, wie die Befürworter von »Strenge« gewarnt hatten, führte die Abwertung zur Heimkehr von geflohenem Kapital, sodass die Industrie besseren Zugriff auf finanzielle Ressourcen bekam und Investitionen erleichtert wurden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

In der Schweiz sah es ähnlich aus. Die Abwertung des Schweizer Franken führte zu einer massiven Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit im Export. Die höhere Profitabilität von exportorientierten Unternehmen ließ Aktienkurse und Investitionen steigen. Die Einlagen bei Schweizer Banken nahmen nach der Abwertung ebenfalls zu, ganz anders als jene erwartet hatten, die argumentiert hatten, eine Abkehr vom Goldstandard würde den Status der Schweiz als sicherer Hafen und Finanzzentrum zerstören.

In beiden Ländern sorgte die Abwertung der Währung dafür, dass der Druck zu einer internen Abwertung verschwand. Sie verringerte die Notwendigkeit, Löhne und Kosten zu senken, Unternehmen für Unternehmen und Branche für Branche. Die Exportpreise konnten auf einen Schlag erhöht werden. Die Niederlande und die Schweiz waren beides kleine Länder mit einer Tradition gesellschaftlicher Solidarität, die genutzt werden konnte, um das Drängen auf höhere Löhne und Staatsausgaben zu begrenzen. Dadurch ließ sich verhindern, dass die Kosten den höheren Preisen folgten.

Bei Frankreich dagegen handelte es sich um ein großes Land, das nach fünf Jahren Deflation polarisiert war. Diejenigen, die am stärksten gelitten hatten, nämlich die Angehörigen der Arbeiterklasse, verlangten jetzt eine Wiedergutmachung, was Lohnzurückhaltung unmöglich machte. Nachdem die haushaltspolitische Disziplin der Vorjahre diskreditiert worden war, konnte gleichzeitig auch nicht viel getan werden, um das Wachstum der Staatsausgaben zu begrenzen.

Zudem konnten die Regierungen der Schweiz und der Niederlande die Abwertung Ereignissen anlasten, die außerhalb ihrer Kontrolle lagen – sie konnten Paris die Schuld dafür geben. In Frankreich dagegen ließ die Abwertung die Widersprüche in der Politik der eigenen Regierung offen-

bar werden. Blums früheres Beharren darauf, dass der Franc nicht abgewertet würde, sorgte nicht eben dafür, dass die Medizin dann weniger bitter schmeckte oder dass seine Versprechen glaubwürdiger geworden wären. Die richtige Zeit für eine Abwertung wäre im Juni gewesen, nach dem Vorbild von Takahashi direkt nach dem Amtsantritt. Denn dann hätte man die Schuld für Goldverluste und unzureichende Wettbewerbsfähigkeit auf die Vorgängerregierung schieben können.

Stattdessen hatte Blum gezögert mit dem Ergebnis, dass die Abwertung, als sie schließlich kam, wenig zur Revitalisierung der französischen Wirtschaft beitrug. Anfangs kehrte zwar ein Teil des Finanzkapitals, das den Sommer über geflohen war, zurück und stützte die Pariser Börse. Doch die Abwertung des Franc war geringer als die des Pfundes 1931 oder des Dollars im Jahr 1933. Großbritannien und die USA konnten damit drohen, ihre Währungen noch weiter zu drücken, wenn die Franzosen zu aggressiv wären; dadurch war die Regierung Blum gezwungen, ein Abkommen zu schließen, das die Franc-Abwertung begrenzte. Zusammen mit den steigenden Kosten bedeutete dies, dass die Wettbewerbsfähigkeit Frankreichs kaum verbessert werden konnte.

Im November 1935 begann erneut Kapital aus dem Land abzufließen und die Industrieproduktion entwickelte sich wieder rückläufig. Blum, der zuvor Lavals Einsatz von Dekreten scharf kritisiert hatte, verlangte dieses Recht jetzt für sich selbst. Als der Senat dieses Ansinnen ablehnte, trat er zurück. Für Frankreich war die Abwertung eine verpasste Gelegenheit.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 19
Das Schlimmste verhindern

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

In einem Interview mit dem *Daily Telegraph* im Jahr 2011 fasste Mervyn King, Gouverneur der Bank of England, prägnant zusammen, was durch die Reaktion auf die Krise erreicht worden war: »Wir haben eine Große Depression verhindert«, gab er unverblümt zu Protokoll. Die Leser mögen geneigt gewesen sein, diese Aussage als selbstherrliche Übertreibung eines führenden Zentralbankers abzutun, doch sie war durchaus mit den Fakten vereinbar. Vom Höhepunkt 1929 bis zum Tiefpunkt 1932 war das weltweite BIP seinerzeit um katastrophale 15 % gesunken. Von 2008 bis 2009 dagegen betrug der globale Rückgang nicht einmal 1 %, und schon 2010 stellte sich wieder Wachstum ein.[1] Selbst in den am schwersten betroffenen Industrienationen verringerte sich das BIP im Jahr 2009 nur um 3,5 %, und schon im Jahr darauf nahm es wieder zu. Nicht alles war gut und schön, doch zumindest gab es tatsächlich keine Große Depression.

Ohne Frage war dies zu großen Teilen ein Verdienst der Politik – aber natürlich nicht ausschließlich. Veränderungen der Wirtschaftsstruktur in den Jahrzehnten seit den 1930ern trugen ebenfalls dazu bei, den Abschwung zu mäßigen, denn der relativ schwankungsanfällige Industriesektor verlor in den westlichen Ländern an Bedeutung, während der stabilere Dienstleistungssektor mehr Gewicht bekam. Die Zunahme der staatlichen Aktivität verbesserte die Effektivität von automatischen fiskalischen Stabilisatoren, die hauptsächlich über sinkende Steuerlasten bei geringeren Einkommen wirken. In den 1930er-Jahren hatte es nichts Derartiges gegeben, denn Steuern machten damals einen viel geringeren Anteil des BIP aus, und Regierungen taten, was sie konnten, um keine Defizite entstehen zu lassen. Die Institutionalisierung des Welthandelssystems, die ihren Höhepunkt in der Schaffung der Welthandelsorganisation mit verbindlichen Streitschlichtungsmechanismen fand, war eine Abschreckung gegen Handelsbeschränkungen nach dem Prinzip »Beggar Thy Neighbor«.[2] Koope-

ration zwischen den Zentralbanken wurde gefördert durch regelmäßige Treffen bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. Solidarität unter den Regierungen ließ sich durch Treffen von Regierungschefs und Ministern im Rahmen der G-20 herbeiführen.

Diese institutionellen Entwicklungen waren selbst eine Folge der Lehren aus den 1930er-Jahren. Die gewachsene Bedeutung des Staates zeigte die nach der Großen Depression offenbar unvermeidliche Überzeugung, dass der Markt, wenn er sich selbst überlassen bleibt, instabil ist. Sie zeigte die Schlussfolgerung, dass Menschen, wenn sie sich nicht selbst vor den Wechselfällen eines instabilen Marktes schützen können, von der Regierung geschützt werden müssen, wenn der Kapitalismus überleben soll. New-Deal-Programme, die staatliche Beschäftigung, Arbeitslosenversicherung und Rentenansprüche brachten, müssen vor diesem Hintergrund verstanden werden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Ähnlich beruhte auch der Glaube an die Bedeutung von fiskalischen Stabilisatoren auf den Theorien, die John Maynard Keynes als Antwort auf die Depression entwickelt hatte. Wie diese Theorien zeigten, ist Fiskalpolitik in einer Depression mit Zinsen nahe an 0 % besonders wirkungsvoll. Regierungen können nichts Schlimmeres tun, so schlussfolgerten Ökonomen auf der Grundlage dieser Erfahrung, als bei einer schwachen Wirtschaft die Steuern zu erhöhen und die Staatsausgaben zu senken. Zentralbanken wurden umorganisiert, um eine Wiederholung der geldpolitischen Fehler aus den 1930er-Jahren zu verhindern. In den USA wurde, wie beschrieben, die Entscheidungsgewalt beim Federal Reserve Board zentralisiert, um zu verhindern, dass die regionalen Banken des Reserve-Systems gegeneinander arbeiten. Auch die Bemühungen um eine Stärkung der Institutionen für internationale wirtschaftliche Zusammenarbeit entstanden aus der Überzeugung heraus, dass sie in den 1930er-Jahren auf katastrophale Weise versagt hatten.

Diese Institutionen überlebten die Zeit bis zur nächsten Krise zum größten Teil unbeschadet. Von den historischen Lehren, die zu ihrer Schaffung geführt hatten, kann man das allerdings nicht behaupten. Anfangs reagierten die Zentralbanken entschlossener als 1929 und nutzten ihre erweiterten Kompetenzen. Auch die Regierungen senkten Steuern und erhöhten die Staatsausgaben, um den Rückgang der privaten Nachfrage auszugleichen. Im April 2009, beim G20-Gipfel in London, der den Höhepunkt der internationalen Kooperation darstellte, einigten sie sich darauf, ihre

Fiskalpolitik zu koordinieren und auf »Beggar Thy Neighbor«-Politik zu verzichten. Der US-Kongress verlängerte den Bezug von Leistungen für Arbeitslose auf 99 Wochen. Weil er erkannte, dass die Krise die am stärksten verletzlichen Menschen am stärksten traf, senkte er zudem die Voraussetzungen für den Bezug von Lebensmittelmarken und erhöhte staatliche Hilfsleistungen.

Im Detail fiel die Reaktion in den einzelnen Ländern unterschiedlich aus, doch qualitativ gesehen war sie überall gleich. Angesichts der Geschwindigkeit, mit der sich die Krise ausbreitete, gab es keine Alternative dazu, sich auf die nach der Großen Depression entstandenen Institutionen und Instinkte zu verlassen. Und angesichts der Schwierigkeit, die beispiellose Entwicklung zu verstehen, gab es auch kaum Widerstand dagegen, zu geld- und fiskalpolitischer Stimulierung, Finanzhilfen und einer Stärkung von sozialen Sicherungsnetzen zu greifen. Denn dies galt seit der Großen Depression als angemessene Antwort auf eine Krise, die nicht weniger gravierend war als die in den 1930ern.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Nach der ersten Welle von Maßnahmen jedoch begann sich die Diskussion und mit ihr die politische Reaktion zu verändern. Konservative Kritiker hatten die Ausweitung des Staatswesens schon lange mit Sorge betrachtet und vor exzessiven Haushaltsdefiziten gewarnt. Jetzt fingen sie an, gegen die Defizite und staatlichen Programme zu kämpfen, die für die Stimulierungsmaßnahmen gebraucht wurden. Statt auf hohe Beschäftigung oder starkes Wirtschaftswachstum legten sie die Priorität auf die Schuldentragfähigkeit. Beim Treffen der Finanzminister und Zentralbankchefs der G-7 im Februar 2010 in Iqaluit hoch im Norden von Kanada wurde unter dem Nordlicht der Ruf nach Sparpolitik zur neuen Parole. Statt Stimulierung stand jetzt Haushaltskonsolidierung im Fokus, obwohl sich die Volkswirtschaften noch längst nicht vollständig von der Krise erholt hatten.

In Europa wurden im Namen der Haushaltskonsolidierung Leistungen im Gesundheitswesen und die Altersrenten gekürzt. Der Präsidentschaftswahlkampf 2012 in den USA war weniger von der Misere der Arbeitslosen geprägt als von den »47 %« der Bevölkerung, die nach den Worten des Republikaner-Kandidaten Mitt Romney »abhängig von der Regierung« seien. Romney mag nicht den Sieg errungen haben, seine Rhetorik und Argumente aber sehr wohl. So schien es jedenfalls, als der Kongress den Zugang zu Lebensmittelmarken wieder einschränkte und der Bundesstaat

North Carolina auf die Verlängerung der Arbeitslosenunterstützung Kürzungen bei solchen Hilfen folgen ließ.

Ähnlich warnten die Gegner von geldpolitischem Aktivismus, die aggressive Vergrößerung der Bilanzen von Zentralbanken führe zu Inflation, und die Käufe von hypothekenbesicherten Wertpapieren durch die Federal Reserve und von Staatsanleihen durch die EZB würden die erforderliche Konsolidierung von privaten und öffentlichen Finanzen nur verzögern. Indem sie die Zinsen niedrig hielten, würden die Zentralbanken den Druck auf Haushalte und Regierungen verringern, den Gürtel enger zu schnallen. Im *Wall Street Journal* und anderen Organen fuhren die Kritiker lautstarke Angriffe gegen die lockere Geldpolitik. Das klassische Beispiel dafür war der offene Brief an Fed-Chef Bernanke im *Journal* vom 15. November 2010, unterschrieben von 23 Ökonomen, Anlegern und Politikstrategen, dessen wichtigster Satz wie folgt lautete: »Wir sind der Meinung, dass das umfangreiche Kaufprogramm der Federal Reserve (die sogenannte »quantitative Lockerung«) überdacht und aufgegeben werden sollte. Wir denken nicht, dass ein solches Programm unter den aktuellen Umständen notwendig oder ratsam ist. Die geplanten Käufe von Vermögenswerten bergen die Gefahr von Währungsentwertung und Inflation, und wir glauben nicht, dass sich damit das Fed-Ziel einer Förderung der Beschäftigung erreichen lässt.«[3] In Europa mag man andere Formulierungen verwendet haben, doch die Stimmung war dieselbe.

Die Sorge, die Zentralbanken könnten eine Entwertung des Geldes herbeiführen, war natürlich eine sehr alte. In Europa hatte sie tiefe Wurzeln in der Erfahrung der 1920er-Jahre. Jetzt wurde diese Voreingenommenheit noch verstärkt durch die Angst, die Geldpolitik greife in das Funktionieren der Märkte ein und verringere, indem sie die Wirtschaft künstlich stützt, den Druck zu Strukturreformen.

Zunehmend beeinflussten diese Argumente die Politik, obwohl die Gefahren, die sie heraufbeschworen, größtenteils illusionär waren. Die Inflation blieb moderat, solange die Erholung nicht beendet war, noch reichlich Leerlauf herrschte und die Zinsen nahe an null lagen. Die Annahme, dass Strukturreformen schneller vorankommen würden, wenn die Zentralbanken die Schrauben anziehen, war nicht mehr als das: eine Annahme.

Doch ob illusorisch oder nicht: Die Kritik führte dazu, dass die Zentralbanker über mögliche negative Folgen ihrer Politik ins Grübeln kamen. Mitglieder des Federal Open Market Committee mussten erklären, wie

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

die Fed aus ihren Lockerungsmaßnahmen wieder auszusteigen gedachte. Zwar war der tatsächliche Ausstieg eine Frage für die Zukunft, doch allein die Diskussion darüber drückte auf die Stimmung. EZB-Präsident Mario Draghi sah sich gezwungen, sein Versprechen, zur Verteidigung des Euro »alles zu tun, was nötig ist«, einzuschränken: Bedingung für die Staatsanleihenkäufe der EZB sei, dass es strukturelle und haushaltspolitische Reformen gibt.[4] Damit verlor sein Versprechen, alles Nötige zu tun, an Wirkung. Der Druck auf die Zentralbanken wurde dadurch noch verstärkt, dass die Argumente der Kritiker offizielles Gehör fanden, ob bei Ron Paul mit seinem »Audit the Fed«-Gesetz im US-Repräsentantenhaus oder beim deutschen Bundesverfassungsgericht, das bereit war, die Vereinbarkeit der Outright Monetary Transactions der EZB mit dem Grundgesetz zu überprüfen. All dies ist Teil der Erklärung dafür, warum die Zentralbanken zögerten, mehr zu tun, obwohl die Erholung nach der Rezession noch immer auf schwachen Beinen stand.

Für eine kurze Zeit in den Jahren 2008 bis 2009 bestimmte also die Parallele zur Großen Depression das Denken der politischen Entscheider, und die Priorität lag darauf, die Wirtschaft mit allen Mitteln zu stabilisieren. Dann aber verschob sich der Fokus, und es ging vor allem darum, zu ausgeglichenen Haushalten zu kommen. Die Zentralbanken konzentrierten sich darauf, einen Ausbruch der Inflation zu verhindern, wie eingebildet der auch immer war. Diese Verschiebung ereignete sich ungeachtet der Tatsache, dass die Erholung weiterhin enttäuschend verlief. Statt die Fehler der 1930er-Jahre zu vermeiden, schienen die Politik fast schon darauf aus, sie gezielt zu wiederholen.

Der Wahlsieg von Barack Obama am 4. November 2008 war deutlich. Sein Gegner, Senator John McCain aus Arizona, hatte von der Krise nicht profitieren können, denn er stand für die Fortsetzung der Politik des inzwischen diskreditierten George W. Bush. Sein Verständnis für komplexe Finanzangelegenheiten war wenig ausgeprägt. Bei einem vielen beachteten Treffen im Weißen Haus am 25. September, einberufen auf Verlangen des McCain-Lagers, zeigte Obama, dass er sich mit der Krise auskannte. Der demokratische Kandidat wartete mit einer überlegten Analyse auf, während der republikanische Gegner erst eisern schweigend dasaß und dann nur vage Plattitüden über den Schutz des Steuerzahlers zu bieten hatte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Was für die Teilnehmer dieses Treffens offensichtlich war, war auch für die Öffentlichkeit unübersehbar: Obama zeigte weitaus besser das entspannte Auftreten eines fähigen Krisenmanagers. Er war besser in der Lage, sich einen Reim auf die Krise zu machen und für staatliche Maßnahmen zu ihrer Bekämpfung zu argumentieren. Am 4. November gewann er 365 Wahlmänner-Stimmen gegenüber nur 173 für McCain. Sein Sieg im Jahr 2008 war zwar nicht so beeindruckend wie der von FDR im Jahr 1932, der damals 472 Stimmen bei 59 für Hoover bekommen hatte. Doch erneut gewannen die Demokraten die Kontrolle über beide Kammern des US-Kongresses.[5]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Zeit zwischen Wahl und Amtseinführung war inzwischen kürzer als 1932. Tatsächlich waren die wirtschaftlichen Schwierigkeiten, die damals durch den vier Monate langen Übergang von Hoover zu Roosevelt entstanden waren, mit ausschlaggebend für seine Verkürzung gewesen, auch wenn die Bemühungen um eine entsprechende Verfassungsänderung schon vorher begonnen hatten. Doch obwohl die Amtseinführung dann von März auf Januar vorverlegt wurde, dauerte es nach der Wahl immer noch zehn Wochen, bis der neue Präsident mit dem Regieren beginnen konnte. In der Zwischenzeit musste das Finanzsystem irgendwie über Wasser gehalten werden.

Einen großen Teil dieser schwierigen Aufgabe übernahm, wie zu anderen Gelegenheiten, die Federal Reserve. Am 25. November 2008 reagierte sie auf Anzeichen für Not am Verbriefungsmarkt mit der Ankündigung, sie werden bis zu 100 Milliarden Dollar an direkten Verbindlichkeiten von Fannie Mae, Freddie Mac und der Federal Home Loan Banks kaufen sowie 500 Milliarden an hypothekenbesicherten Wertpapieren, um die Märkte für Hypotheken und Wohnimmobilien wieder in Gang zu bringen. Der Kauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren war allerdings nichts, mit dem die Fed-Mitarbeiter Erfahrung gehabt hätten. Aus diesem Grund wurde zugleich bekannt gegeben, dass die Zentralbank für diese Aufgabe private Fondsmanager beschäftigen würde. So begann die erste Runde von dem, was als quantitative Lockerung bekannt wurde.

In einem zweiten beispiellosen Schritt kündigte die Fed die Einrichtung der Term Asset-Backed Securities Loan Facility an, kurz TALF, über die Hedgefonds und andere private Investoren Kredite für den Kauf von verbrieften Verbraucherkrediten aufnehmen konnten. Die Kreditvergabe an Konsumenten war prohibitiv riskant geworden und obendrein wa-

ren solche Kredite unmöglich zu finanzieren. Üblicherweise schnürten die Banken Pakete daraus und verkauften sie an Hedgefonds, die sich einen Großteil des für den Kauf benötigten Geldes liehen. Jetzt aber war der Geldmarkt eingefroren, und die Banken verweigerten Kredite. Wer konnte schon wissen, ob die Art von Problemen, die den Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere in die Knie gezwungen hatte, nicht auch den Markt für Verbraucherkredite mit sich reißen würden?

Die Folgen wären erschreckend gewesen. Wenn Verbraucher ihre Käufe nicht mehr finanzieren konnten, konnten sie auch nichts mehr ausgeben. Weniger Ausgaben bedeuteten höhere Arbeitslosigkeit, mehr Pleiten und mehr Probleme für das Finanzsystem.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Diesen Teufelskreis wollte die Fed jetzt durchbrechen. Bernanke und Kollegen verkündeten ihre Bereitschaft, Hedgefonds und anderen Käufern von verbrieften Verbraucherkrediten bis zu 180 Milliarden Dollar zu leihen. Dieses Angebot allerdings hätte nicht ausgereicht, wenn Anleger aufgrund von Sorgen um die Rückzahlung der auf diese Weise finanzierten Verbraucherkredite damit zögerten, es anzunehmen. Also versprach die Fed, ihre Kredite zu erlassen, falls es in großer Zahl zu privaten Pleiten käme. Das Finanzministerium steuerte seinerseits 20 Milliarden Dollar aus dem TARP-Programm bei, um die Zentralbank teilweise vor Verlusten zu schützen.[6]

Dies war eine intelligente Methode, um das knappe Kapital des Ministeriums zu hebeln – sie zeigte, wie gut Finanzminister Paulson in seinen Jahren bei Goldman Sachs das Handwerk der Finanztechnik gelernt hatte. Der damit einhergehende Nachteil des Plans lag, wie bei allen derartigen Finanztricks, in seiner Komplexität. Die Frage war, welche Wertpapiere dafür qualifiziert sein sollten und wie sich sicherstellen ließ, dass die Hedgefonds nicht von allen Risiken befreit würden. Eine Lösung für das zweite Problem fand sich darin, dass von Hedgefonds und anderen Kreditnehmern im Rahmen der neuen Fed-Fazilität verlangt wurde, zusätzliche Sicherheiten für ihre Kredite zu stellen. Die anderen Schwierigkeiten wurden letztlich von den Juristen der Regierung geklärt. »Letztlich« bedeutete in diesem Fall jedoch, dass bis dahin vier Monate vergingen – so lange dauerte es, das Finanzierungsprogramm für Verbraucherkredite konkret zum Laufen zu bringen.

Nichts erklärt besser, warum die Interventionen der Fed am Kreditmarkt so umstritten waren. Direkte Kredite an Hedgefonds zeigten nach

der Lehman-Pleite die verspätete Einsicht, welche Bedeutung das System der Schattenbanken hatte. Besser spät als nie. Die Garantie für diese Kredite jedoch schürte Angst vor Moral Hazard und führte zu der Klage, die Fed betreibe die nächste heimliche Rettungsaktion, dieses Mal für Hedgefonds und die Banken, mit denen sie im Geschäft standen. Zudem waren die 20 Milliarden Dollar vom Finanzministerium keine Garantie dafür, dass die Fed völlig ohne Verluste davonkommen würde, und der Steuerzahler war damit ganz gewiss nicht aus dem Schneider. Komplexe Manöver wie die, mit denen die Fed dem Ministerium half, seine TARP-Mittel zu hebeln, waren meilenweit entfernt von konventioneller Geldpolitik. Außergewöhnliche Zeiten erfordern außergewöhnliche Maßnahmen, doch wenn sie sich einer einfachen Erklärung entziehen, provozieren außergewöhnliche Maßnahmen auch Kritik.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Motivation für diese unkonventionellen Maßnahmen waren natürlich Verwerfungen am Finanzmarkt. Und in der Realität war die Fed nun einmal die einzige Institution mit einer grenzenlos erweiterbaren Bilanz und schneller Reaktionsfähigkeit.

Eine zusätzliche Motivation lag darin, dass die konventionelle Geldpolitik an ihre Grenzen stieß, sodass die Fed zu einem unkonventionellen Vorgehen gezwungen war. Der FOMC hatte sein Ziel für die Federal Funds Rate am 8. Oktober 2008 bereits auf 1,5 % und dann am 29. Oktober auf 1 % gesenkt. Er flutete die Finanzmärkte mit Liquidität. Am 16. Dezember senkte der Ausschuss das Ziel für den Leitzins weiter auf zwischen 0 und 0,25 % – er war also schon so niedrig, wie er nur werden konnte. Im Grunde legte sich die Fed darauf fest, den Finanzmärkten so viel Kredit zur Verfügung zu stellen, wie sie verlangten, und zwar kostenlos.

Dieses Vorgehen war in der Geschichte des Federal Reserve System ohne Beispiel. Bis dahin war die Fed Funds Rate nur einmal, nach dem 11. September 2001, bis auf 1 % gesenkt worden; niedriger war sie noch nie gewesen. Selbst während der Großen Depression lag der Diskontsatz, das Äquivalent zur Fed Funds Rate in den 1930er-Jahren, nie unter 1,5 %, und selbst dieses Niveau wurde, im Jahr 1931, nur im Fed-Bezirk New York erreicht.[7] Schon damals zögerten die anderen Reserve-Banken, besorgt um ihre Goldreserven, mitzuziehen. Doch die moderne Politik, unbegrenzten Zugriff zu Krediten der Federal Reserven zu gewähren, ging noch viel wei-

ter. Sie ließ erkennen, dass die Entscheidungsträger durch die Erfahrung der 1930er-Jahre klüger geworden und jetzt bereit waren, ihre gesamten geldpolitischen Möglichkeiten einzusetzen, um das Finanzsystem zu stabilisieren und die Wirtschaft vor einem Abrutschen in die Deflation zu bewahren.

Bernanke war daran gelegen, dass die Entscheidung nicht nur als seine Politik oder die der New York Fed wahrgenommen würde, wie es in den 1930ern der Fall gewesen war, sondern als die Politik des gesamten Fed-Systems. Dies sollte verhindern, dass die Möglichkeiten der Fed zur Vertrauensbildung durch interne Uneinigkeit geschwächt würden, wie sie in der Depression Zweifel an der Entschlossenheit der Zentralbank geweckt hatte. Im Vorfeld der FOMC-Entscheidung am 16. Dezember bemühte sich der Fed-Chef deshalb darum, einen Konsens zu finden. Tatsächlich schaffte er es, Einigkeit über die Zinssenkung auf null herzustellen.

Diese Einigkeit erlaubte es der Fed, mit einer Stimme zu sprechen und die Märkte mit ihrer Entschlossenheit, das Schlimmste zu verhindern, zu beeindrucken. Dies war wichtig, um die unmittelbare Gefahr eines Finanzkollapses einzudämmen. Zugleich allerdings hielt die Politik nach dem Konsensprinzip die Fed davon ab, aggressiver auf die anhaltende Deflationsgefahr und dann auf das enttäuschende Tempo der wirtschaftlichen Erholung zu reagieren. Die Präsidenten von mehreren Reserve-Banken hatten Vorbehalte gegen umfangreichere Wertpapierkäufe, Zusagen ohne festgelegtes Ende und numerische Ziele für die Geldpolitik, die sämtlich zu einer schnelleren Erholung hätten beitragen können. Diese Vorbehalte gründeten in der Sorge, die Fed sei später möglicherweise nicht in der Lage, die eingesetzte Stimulierung schnell genug wieder »zurückzunehmen«, sodass es zu Inflation und Finanzexzessen kommen würde. Wie im Sommer 2008 hätte ein weniger konsensorientierter Fed-Vorsitzender diese Vorbehalte kurzerhand zurückweisen können. Bernanke aber tat das nicht.

Diese Initiativen – Kredite in unbegrenzter Höhe für Banken, die Finanzierung der Käufe von Commercial Paper über die TALF und der Kauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren von Freddie Mac und Fannie Mae – zeigten sämtlich, dass man in offiziellen Kreisen der Meinung war, es gehe nur um ein Liquiditätsproblem. Das Vertrauen war verschwunden. Zweifel führten dazu, dass zusätzliche Sicherheiten verlangt wurden, was Kreditnehmer

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

zu Notverkäufen von Vermögenswerten zwang, die ihrerseits das Stellen von mehr Sicherheiten erforderlich machten. Aus dieser Diagnose folgte ein Rezept für die Heilung: Wenn staatliche Stellen mit Wertpapierkäufen in die Bresche springen und den Märkten auf diese Weise eine Liquiditätsspritze geben würden, würden sich die Bedingungen normalisieren.

Dass das Problem in mangelnder Liquidität lag, war insbesondere die Diagnose von Paulson. Zur Erinnerung: Schon beim TARP-Programm, wie es sein Ministerium dem Kongress Ende September vorgeschlagen hatte, hatte der Schwerpunkt auf dem Kauf von Vermögenswerten gelegen.[8] Die Vorstellung, dass es vor allem ein Liquiditätsproblem war, fand Anklang bei einem Finanzminister, der das Innenleben der Finanzmärkte durch seine Erfahrung bei Goldman Sachs gut kennengelernt hatte. Diese Diagnose und die Maßnahmen, die sich daraus ergaben, waren politisch insofern günstig, als das Ministerium dabei bestreiten konnte, einzelne Finanzinstitute zu retten – und wenn das TARP-Programm nach der AIG-Rettung auch nur die geringste Chance haben sollte, vom Kongress gebilligt zu werden, war es unverzichtbar, das plausibel bestreiten zu können. Zudem ließ sich sogar argumentieren, dass die Käufe von Fed und Finanzministerium zu Notverkaufspreisen erfolgen würden, sodass sie am Ende vielleicht sogar einen Gewinn damit machen würden.

Es gab allerdings zwei Probleme. Erstens würde es Wochen oder sogar Monate dauern, bis die notwendigen Mechanismen für Wertpapierkäufe eingerichtet wären. Die Papiere, um die es ging, waren komplex und sehr unterschiedlich, was natürlich Teil der Erklärung dafür war, warum Anleger mit ihnen überhaupt in Schwierigkeiten geraten waren. Um sie zu kaufen, musste das Ministerium private Fondsmanager beauftragen, die diesen Markt kannten und zum Teil für genau die Finanzinstitute arbeiteten, die ursprünglich an der Auflegung dieser Papiere beteiligt gewesen waren. Es mussten Vergütungssysteme und Mechanismen zur Überwachung der Fondsmanager entwickelt werden. All das würde Zeit kosten. Und Zeit war das Einzige, das noch knapper war als Liquidität.

Zweitens wurde widerwillig – zumindest im Fall von Paulson – erkannt, dass es um mehr ging als nur Liquidität. Banken, die umfangreiche Wetten mit Engagements im Immobilienbereich eingegangen waren, hatten hohe Verluste erlitten. Jetzt fehlte es ihnen an Kapital als Puffer für weitere Verluste, sodass sie nicht in der Lage waren, Kredite aufzunehmen, und nicht bereit, Kredite zu vergeben. Ihnen durch den Kauf von Wertpapie-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ren zu Preisen, die in etwa dem Marktniveau entsprechen sollten, zusätzliche Liquidität zu verschaffen, würde an diesem Problem wenig ändern. Als Kenner der Großen Depression wusste Bernanke, wie FDR die Bankenschließung genutzt hatte, um der Öffentlichkeit zu versichern, dass jede Bank, die anschließend wieder öffnen durfte, angemessen kapitalisiert war. Schon im September, vor der endgültigen Verabschiedung des TARP-Programms, legte der Fed-Vorsitzende dem Finanzminister nahe, dass auch Kapitalspritzen erforderlich sein könnten, um das Vertrauen wiederherzustellen und die Kreditvergabe der Banken wieder in Gang zu bringen.[9]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Nach der Verabschiedung des TARP-Programms dauerte es noch zehn Tage, bis Paulson und seine Kollegen diese Fakten zur Kenntnis nahmen und zustimmten, 250 Milliarden Dollar des TARP-Geldes zur Rekapitalisierung von Banken zu verwenden. Am Montag, dem 13. Oktober und Columbus-Feiertag, hielten Paulson, Bernanke, New-York-Fed-Präsident Geithner und Sheila Bair, die Vorsitzende der FDIC, ihr inzwischen legendäres Treffen mit den CEOs von neun großen Banken ab. Die Offiziellen machten klar, wie wichtig es sei, dass alle zusammengerufenen Banken staatliches Kapital akzeptieren. Wenn sich eine von ihnen verweigerte, würden unterstützte Institute als besonders schwach gelten und somit dasselbe Problem entstehen, das die RFC ab Mitte 1932 geplagt hatte. Auf Seiten der CEOs gab es mehr als nur leichten Widerstand dagegen und mehr als nur ein wenig Getue, wie man Medienberichten über das Treffen entnehmen kann.[10] Geithner und Paulson machten den CEOs klar, dass wer sich jetzt weigerte, später nicht mehr mit Hilfe rechnen konnte.

Die Bedingungen waren keine schwere Belastung. Von den Banken wurde verlangt, für das staatliche Geld eine Dividende von 5 % zu zahlen, deutlich weniger, als sie bei einer Kapitalaufnahme am Markt hätten aufbringen müssen – natürlich vorausgesetzt, dass sie am Markt überhaupt etwas bekommen hätten. Goldman Sachs, die Bank mit der stärksten Position, hatte kurz zuvor privat fünf Milliarden Dollar von Warren Buffetts Berkshire Hathaway bekommen, musste sich dieses Privileg aber einiges kosten lassen. Buffett wurde eine Dividende von 10 % auf seine Anteile versprochen, doppelt so viel, wie die Regierung forderte.[11] Zudem erhielt die Regierung für ihr neues Kapital keine Stimmrechte. Das Finanzministerium wollte nur Vorzugsaktien ohne Stimmrechte, sodass es kaum Möglichkeiten bekam, in Zukunft beim laufenden Betrieb der Banken mitzureden.[12]

Diese Regelungen waren genau das, was diese Verwendung des TARP-Geldes so umstritten machte. Billiges Kapital roch nach einer Subvention. Vorzugsaktien ohne Stimmrechte machten den Steuerzahler zum stummen Partner, während die Banken weiter den Ton angaben. Und die Regierung würde dadurch keine Möglichkeit haben, mit öffentlichem Geld unterstützte Banken zu zwingen, es für verzweifelt benötigte Kredite an Unternehmen und Haushalte zu verwenden.

Letztendlich sorgte der veränderte Einsatz der Mittel aus dem TARP-Programm auch nicht dafür, dass sich der Ruf des Finanzministeriums in Bezug auf eine konsistente Politik verbessert hätte. Stattdessen verstärkte er den Eindruck, dass Paulson die richtige Antwort immer noch nicht gefunden hatte. Laut David Swensen, dem Manager des Stiftungsfonds der Yale University, agierte die Politik »mit einem außergewöhnlich hohen Grad an Inkonsistenz. Man muss schon fast absichtlich versuchen, möglichst unzusammenhängend und widersprüchlich vorzugehen, um bei einer so riesigen Bandbreite an Methoden zu enden, wie sie zur Bekämpfung dieser Probleme vorgebracht wurde.«[13]

Solcher Argwohn war nicht vollkommen fehl am Platz. Anders als Clintons Finanzminister Robert Rubin, der in seiner Amtszeit ebenfalls mit Krisen zu tun hatte, fehlte es Paulson an einer übergreifenden Sichtweise, die seine Entscheidungen hätte leiten können. In seinen Memoiren beschreibt Rubin seine persönliche Einschätzung der Marktdynamik und wie sie dazu führte, dass er sich für etwas entschied, das zumindest den Anschein eines systematischen Ansatzes erweckte. Rubin hielt stets einen gewissen Abstand, während Paulson auf neue Ereignisse emotional reagierte und von einer Lösung zur nächsten schwankte. Fast scheint sich der Titel seiner Memoiren, *On the Brink* (deutscher Titel: *Am Abgrund*), auf seinen Geisteszustand zu dieser Zeit zu beziehen.

Zufälligerweise dauerte es nur einige Tage, bis es zu Ereignissen kam, die beide Männer zusammenbringen sollten. Und dieses Aufeinandertreffen hatte Folgen nicht nur für den Ruf von Paulson, sondern auch für den von Rubin.

Paulson beharrte weiterhin darauf, dass das Umlenken von 250 Milliarden Dollar aus dem TARP-Topf für die Bankenrekapitalisierung eine einmalige Aktion und der Rest weiter für Wertpapierkäufe vorgesehen sei. Das

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

hatte er versprochen, als er die Zustimmung des Kongresses für TARP brauchte, was es schwierig machte, jetzt die Richtung zu wechseln.[14]

Letztlich dauerte es weniger als einen Monat, bis sich der Finanzminister vollständig von dem Plan verabschiedete, toxische Wertpapiere aufzukaufen. Die Marktbedingungen verschlechterten sich zunehmend, sodass keine Zeit für eine komplexe Kaufoperation blieb. Kapitalspritzen versprachen mehr Wirkung.

Nicht nur blieb keine Zeit für komplexe Finanztechnik. Mittlerweile hatte das Problem nach den Wertpapiermärkten auch die Banken selbst erreicht, das schlagende Herz des Finanzsystems. Die Kapitallücken bei den Banken waren real. Trotzdem tat sich die Presse schwer, den Sinn dieses nächsten Politikwechsels zu erkennen. Die Berichte über Paulsons Pressekonferenz am 12. November, in der er die neue Strategie ankündigte, waren wenig verständnisvoll. Dass das Ministerium schon wieder den Kurs änderte, war auch für die Märkte beunruhigend, die als Reaktion darauf um 5 % nachgaben.

Dass die Behörden sich jetzt auf die Rekapitalisierung von Banken konzentrierten, wurde als Anzeichen dafür verstanden, dass die Regulierer etwas wussten, was anderen bis dahin noch nicht bekannt war. Schnell kamen Anleger zu dem Schluss, dass die Citigroup als die größte noch existierende US-Bank das schwächste Glied in der Kette darstellte. Ihre Sorgen beruhten auf dem Wissen darüber, dass Citi alle schlechten Merkmale des Bankgeschäfts im 21. Jahrhundert in sich vereinte. Aufgrund eines begrenzten Einlagenvolumens war sie auf Interbanken-Finanzierung angewiesen. Nachdem sie schon in den 1920er-Jahren ein Pionier im multinationalen Bankgeschäft gewesen war, stammte ein Großteil dieser Finanzierung jetzt von schreckhaften Anlegern aus dem Ausland. Die Bank hatte umfangreiche Engagements im Verbraucherkreditgeschäft, bei fragwürdigen Gewerbeimmobilien und in CDOs auf Subprime-Hypotheken. Seit dem zweiten Quartal 2007 hatte sie keinen Gewinn mehr gemacht, trotzdem zahlte das Management weiter Dividenden, um Anleger davon zu überzeugen, dass die Realität ganz anders aussah.

Aus keimender Angst wurde am 19. November Panik. Die Citigroup meldete, sie sei gezwungen, ein strukturiertes Investmentvehikel abzuwickeln, das massiv in Subprime-CDOs investiert hatte. Die Aktie fiel um 23 %, was den vorläufigen Höhepunkt von mehreren Monaten mit erheblichen Kursverlusten bedeutete.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Doch selbst in diesem angeschlagenen Zustand verfügte die Citigroup noch über mehr als drei Billionen Dollar an Vermögenswerten einschließlich derjenigen, die in ihren Zweckgesellschaften versteckt waren. Wenn irgendeine US-Bank zu groß zum Scheitern war (oder mit Absicht dafür gesorgt hatte, es zu werden), dann diese hier. An diese Tatsache erinnerte Rubin, jetzt in seiner Rolle als Vorsitzender des Exekutivausschusses des Citigroup-Boards, Paulson in einer Reihe von charakteristisch »entspannten« Telefongesprächen.[15]

Die juristischen Kleinigkeiten, die Bernanke, Geithner und Paulson in Zusammenhang mit ihrer Entscheidung, Lehman Brothers scheitern zu lassen, angeführt hatten, wurden unter diesen düsteren Umständen außer Acht gelassen. FDIC-Chefin Sheila Bair war interessanterweise die Einzige, die sich gegen eine Rettung der Citigroup aussprach. Besorgt um den Versicherungsfonds ihrer Institution im Volumen von 35 Milliarden Dollar, schlug sie vor, die Citibank als die versicherte nationale Banktochter der Gruppe unter Zwangsverwaltung zu stellen. Bernanke, Geithner und Paulson argumentierten unisono, es sei nicht einfach, die Bank aus der großen Finanzgruppe herauszulösen, zu der sie gehörte. Citigroup war nicht nur größer als Lehman, sondern auch internationaler. Probleme von der Art, wie sie entstanden, als die britische Aufsichtsbehörde bei der Lehman-Pleite die Konten der Bank sperrte, drohten weitaus größere Verwerfungen auszulösen. Aus all diesen Gründen bestanden Vertreter von Fed und Finanzministerium darauf, dass es zu der am Wochenende des 22. und 23. November zusammengeschusterten Rettung keine Alternative gab.

So wie der Plan letztlich strukturiert wurde, gab die Regierung eine Eigenkapitalspritze von 20 Milliarden Dollar, für die sie auch in diesem Fall Vorzugsaktien bekam. Bernanke schlug Stammaktien vor, doch Paulson zögerte. Hätte sie Stammaktien bekommen, hätte die Regierung »einen großen Teil der Bank besessen«, wie es Paulson später formulierte, und das hätte zu nicht willkommenen Schlagzeilen über eine Verstaatlichung geführt.[16] Tatsächlich gehörte dem Staat am Ende doch fast die Hälfte der Bank, da ihre Marktkapitalisierung nach der Ankündigung der Rettung auf kaum mehr als 20 Milliarden Dollar fiel. Der einzige Unterschied war auch hier, dass das Eigentum nicht mit Stimmrechten verbunden war.

Zusätzlich einigte man sich darauf, die Verluste, die die Citigroup mit den 300 Milliarden Dollar an toxischen Wertpapieren eingefahren hatte,

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

aufzuteilen. Die ersten 29 Milliarden Dollar Verlust sollte Citi selbst tragen, vom Rest wollte die Regierung 90 % auf sich nehmen – in der Reihenfolge TARP, FDIC und dann Fed. Dies war eine weitere Methode, um die begrenzten Mittel des Finanzministeriums zu hebeln.[17] Eine Versicherung gegen Verluste aus Investitionen im Hypothekenbereich war allerdings ein weniger transparenter Weg als das Bereitstellen von mehr Kapital oder der direkte Kauf dieser Papiere. Das Konstrukt war dazu gedacht, Vorwürfe abwehren zu können, die Regierung stelle schon wieder ein riesiges Rettungspaket zur Verfügung.[18]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bei Beobachtern, die sich daran erinnerten, dass die Citigroup bei der Abschaffung des Glass-Steagall Act an vorderster Front gestanden hatte, hinterließ diese Rettung einen bitteren Nachgeschmack. Citi wurde jetzt von Rubin beraten, der früher zudem ein Kollege von Paulson bei Goldman Sachs gewesen war. Federführend beaufsichtigt wurde die Bank von der New York Fed, und deren Präsident Timothy Geithner war in Rubins späteren Zeiten in der Clinton-Regierung dessen Protegé gewesen und vom neugewählten Präsidenten Obama gerade erst zum designierten Finanzminister gemacht worden. Die Verschwörungstheorien, die auf dieser Grundlage entstanden, waren übertrieben. Doch die Verdachtsmomente machten die Rettung der Bank und später ihrer Konkurrenten nicht unbedingt leichter.[19]

Tatsache war, dass der Kongress mit Rettungsaktionen ohne strenge Bedingungen wie einem Austausch der Führungsspitze und Stimmrechten für die Steuerzahler nicht einverstanden war. Dieser Widerstand wurde mithilfe der beschriebenen finanztechnischen Tricks umgangen, was jedoch dazu führte, dass kaum jemand mehr an mögliche noch entschlossenere Schritte zur Rekapitalisierung des Bankensystems glaubte. Doch das Beispiel war gesetzt. Dasselbe Modell kam im Januar erneut zum Einsatz, als die Regierung die Bank of America retten musste.

Präsident Bush hatte gehofft, diese Aufgabe der neuen Regierung überlassen zu können. Der Kongress hatte noch nicht über die Freigabe der zweiten Hälfte der TARP-Gelder abgestimmt. Bush wollte nur ungern darum bitten, weil er fürchtete, dass sein letzter bedeutender Amtsakt dann ein Veto gegen ein Gesetz des Kongresses sein könnte, das die Auszahlung verbietet. Ein eindeutiges Zeichen der Ablehnung durch den Kongress wäre nicht nur peinlich gewesen, sondern hätte auch die Finanzmärkte weiter verunsichert. Dabei gab es zu dieser Zeit bereits Anzeichen, dass die

Bank of America bald einen Verlust von zwei Milliarden Dollar für sich selbst und von 22 Milliarden Dollar bei der neu übernommenen Investmentbanking-Division Merrill Lynch bekannt geben würde, was eine weitere Panik auszulösen drohte. Bush erwies sich in den letzten Tagen seiner Amtszeit als handlungsbereiter als Hoover. Am 12. Januar 2009 forderte er die zweite Tranche des TARP-Geldes an, und der Kongress stimmte widerwillig zu. Drei Tage später gab es eine Einigung, nach der die Bank of America über TARP 20 Milliarden Dollar neues Kapital bekommen sollte; Verluste durch die 118 Milliarden Dollar an Hypotheken-Papieren sollten nach der Citigroup-Formel im Verhältnis 90:10 zwischen Regierung und Bank aufgeteilt werden, wobei die Bank die ersten zehn Milliarden Dollar Verlust allein tragen sollte.

Als diese staatliche Unterstützung vereinbart war, konnte die Bank of America am nächsten Morgen ihre Quartalsergebnisse veröffentlichen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 20
Gestresst und stimuliert

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der neu gewählte Präsident und sein Team sahen all dem beunruhigt zu. Lawrence Summers, der designierte Vorsitzende von Obamas Nationalem Wirtschaftsrat, und Christina Romer, ausgewählt für den Vorsitz des Council of Economic Advisors, lehnten weitere heimliche Rettungen aus Gründen von Fairness und Moral Hazard ab.[1] Lieber wollten sie eine Möglichkeit finden, die Institute, die als *too big to fail* angesehen wurden, unter staatliche Kontrolle zu bringen, zu rekapitalisieren und dann wieder öffnen zu lassen – eine Verstaatlichung mit Zerschlagung und anschließender rascher Reprivatisierung. Andere Akademiker, die weiter von den Schalthebeln der Macht entfernt waren, sprachen sich noch deutlicher für Verstaatlichungen aus.[2] Für sie hatte das Vorgehen Schwedens bei der Reparatur seines Bankensystems in den 1990er-Jahren großen Reiz: Die Behörden beschlagnahmten die angeschlagenen Finanzinstitute und übertrugen ihre toxischen Vermögenswerte an eine staatlich betriebene »Bad Bank«, die sie dann im Lauf der Zeit verkaufte. Die restrukturierten Banken konnten rekapitalisiert und wiedereröffnet werden, nachdem die Aktionäre alles und die Manager ihre Posten verloren hatten.

Die politischen Berater von Obama aber, von Stabschef Rahm Emanuel an abwärts, fürchteten einen Schock, wenn die Regierung noch einmal zum Kongress gehen und um viel Geld für die Rekapitalisierung von Banken bitten würde. Eine Verstaatlichung von Banken, selbst eine nur vorübergehende, war großen Teilen der amerikanischen Bevölkerung ein Gräuel, von der Bankenlobby ganz zu schweigen. Akademiker, die sich dafür aussprachen, waren anders als der designierte Finanzminister Timothy Geithner nicht an der letzten Runde der Bankenrettungen beteiligt gewesen, sodass sie eine idealisierte Vorstellung von einer reibungslosen Verstaatlichung und Reprivatisierung entwickeln konnten. Berater des Weißen Hauses spielten mit der Idee, den schwedischen Ansatz bei einer

einzelnen Bank auszuprobieren, wobei der offensichtliche Kandidat dafür die immer noch angeschlagene Citibank war. Doch die logistischen Herausforderungen waren beängstigend.

Geithner wiederum war gegen jegliche Interventionen, die eine Störung des normalen Geschäftsbetrieb bedeutet und die Aussichten auf eine Erholung der Wirtschaft verschlechtert hätten. Seine Angst war, dass die Verstaatlichung einer Bank die Erwartung schaffen würde, dass andere folgen; Anleger würden dann ihre Aktien verkaufen, sodass eine selbsterfüllende Prophezeiung daraus werden würde. Er bezweifelte, dass so etwas wie eine vorübergehende Verstaatlichung überhaupt möglich war. Ein solcher Schritt würde die Märkte demoralisieren, was einen Verkauf der verstaatlichten Institute unmöglich machen würde, fürchtete er. Zumindest in dieser Hinsicht lag er richtig, wie Länder wie Großbritannien, die tatsächlich den Weg der Verstaatlichung gingen, später feststellen sollten.

Ohne Verstaatlichung war es jedoch erforderlich, eine andere Lösung zu finden, und so etwas ist in den ersten Tagen einer neuen Regierung leichter gesagt als getan, wie unter anderem schon Raymond Moley und William Woodin hatten erfahren müssen. Unter Paulson mag das Finanzministerium chaotisch gewesen sein, unter Geithner war es unterbesetzt. Die Auswahl von Kandidaten für Führungspositionen war mühselig, und ihre Bestätigung durch den Kongress keineswegs gesichert. Schon unter Paulson war das Ministerium nur dünn mit Ökonomen und Finanzspezialisten besetzt gewesen, unter Geithner wurde seine Ausstattung noch schlechter.

Das Ergebnis erinnerte daran, wie die Regierung Roosevelt mangels eigener Ideen den Plan zur Bankenrehabilitierung von ihrem Vorgänger übernommen hatte. Geithners Plan bestand – Trommelwirbel – darin, ausreichend gehebelte TARP-Mittel zu nutzen, um den Banken toxische Kredite und Papiere abzukaufen. Im Wesentlichen war dies eine Ausweitung der TALF, die zunächst nur auf Verbraucherkredite abzielte, auf hypothekenbesicherte Wertpapiere, Immobilienkredite und CDOs. Dies war der Kern des Public-Private Investment Programme (kurz: PPIP), das am 23. März 2009 vorgestellt wurde und für das 22 Milliarden Dollar an TARP-Geld verwendet werden sollten.

Auch bei anderen Aspekten gab es Kontinuität. Der Kauf von Wertpapieren erforderte Partnerschaften mit privaten Fondsmanagern, so wie schon zuvor beim Kaufprogramm von Paulson.[3] Es musste eine Möglichkeit ge-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

funden werden, dafür zu sorgen, dass die Fondsmanager eigenes Geld im Feuer haben, so wie die Hedgefonds als die Partner der Regierung bei der TALF. Mit anderen Worten: Wenn die Manager Wertpapiere für die Regierung kauften, sollten sie dieselben Papiere zum selben Preis auch für sich selbst erwerben; auf diese Weise wollte man sicherstellen, dass sie nicht sorglos zu viel dafür bezahlen. Neben dem Einsatz des TARP-Geldes für den direkten Kauf von Wertpapieren war vorgesehen, dass Finanzministerium, FDIC und Fed bei jedem Pool gekaufter Wertpapiere 85 % des von Anlegern gebotenen Preises garantieren – ganz ähnlich wie zuvor, als sie Garantien für 90 % der alten Vermögenswerte von Citigroup und Bank of America übernommen hatten.[4]

Das PPIP stieß auf viel Ablehnung, und zwar aus denselben Gründen, aus denen auch die früheren Interventionen kritisiert worden waren. Es war schwierig zu verstehen. Es arbeitete mit Hypotheken-Verbriefung und Hebelung, also genau den Arten von Finanztricks, die zur Entstehung der Krise geführt hatten. Es brachte eine weitere unbefristete Garantie mit sich, die ein Verlustrisiko für die Steuerzahler bedeutete. Es erweckte erneut den Eindruck, dass zu viel für toxische Vermögenswerte bezahlt würde, da die Banken nicht gewillt sein würden, mit Verlusten zu verkaufen.

Das gravierendste Problem aber war dasselbe, das schon Paulsons ursprünglichen Plan für Wertpapierkäufe aus der Spur gebracht hatte: der Zeitaufwand für die Vorbereitung. Schon die Fed hatte volle vier Monate gebracht, um die TALF zum Laufen zu bringen, und dem Ministerium fehlte es obendrein an erfahrenen Fachkräften. Letztlich begann das PPIP im September 2009. Statt wie geplant 1 Billion Dollar an notleidenden Krediten und Papieren aus den Bilanzen der Banken zu holen, wurden durch das Programm insgesamt nur 40 Milliarden Dollar eliminiert – kaum mehr als ein Tropfen auf den heißen Stein.

Während Verstaatlichungen vom Tisch und PPIP in der Warteschleife waren, blieb dem Finanzministerium als einzige Option nur noch der Stresstest. Geithner stellte diese Idee auf einer schlecht aufgenommenen Pressekonferenz am 10. Februar 2009 vor, bei der sich die Aufmerksamkeit auf das Programm zum Kauf von Vermögenswerten konzentrierte. Jetzt aber wurden die Stresstests zum neuen Herzstück der Strategie. Spezialisten von Fed und FDIC sollten, zusammen mit dem Finanzministerium,

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Szenarien für die Wertentwicklung von Hypothekenkrediten, Kreditkartenschulden, Autokrediten und anderen Vermögenswerten der Banken erarbeiten. 19 große Banken sollten dann, zusammen mit ihren Aufsichtsbehörden, ihre Verluste in einem Szenario ermitteln, das als »ungünstig« bezeichnet wurde, wobei »ungünstig« eine Stufe besser war als der »worst case«. Würden die Reserven einer Bank nicht ausreichen, um die in dem Szenario entstehenden Löcher zu stopfen, müsste sie zusätzliches Kapital aufnehmen. Hätte sie Schwierigkeiten, dieses Kapital von privaten Anlegern zu bekommen, müsste sie es vom Staat nehmen. Wenn nur bedürftige Institute öffentliche Gelder erhielten, würde die Belastung für den Steuerzahler begrenzt bleiben. Und wenn jede Bank angemessen kapitalisiert wäre, würden die Anleger ihr Vertrauen wiedergewinnen. Dann hätten die Banken, neu ausgestattet mit genügend Ressourcen und Polstern gegen Verluste, die Kreditvergabe wieder aufnehmen und so ihren Beitrag zur Förderung eines Aufschwungs leisten können.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Vonseiten der Anleger, der informierten Öffentlichkeit und selbst des Weißen Hauses wurde der Plan mit Skepsis aufgenommen. Den Aufsichtsbehörden fehlte es an Erfahrungen mit der Bewertung von komplexen Wertpapieren, sodass sie sich auf das Urteil der Banken und ihre internen Modelle verlassen mussten. Fielen die Szenarien zu optimistisch aus und wäre die Menge an neuem Kapital zu gering, bestand die Gefahr, dass die Märkte den Prozess als bloße Show abtun würden. Wenn die Szenarien andererseits zu düster wären und der errechnete Kapitalbedarf zu hoch, hätten die Banken möglicherweise Schwierigkeiten, es zu bekommen, was sie in die Hand der Regierung getrieben hätte – und dies war wieder das Verstaatlichungsszenario, das Anleger wie Politiker so sehr scheuten. So oder so hätte das Vertrauen eher weiter gelitten. Weil nicht vorgesehen war, dass die Banken ihre Vermögenswerte zu den aktuellen Marktpreisen bewerten, konnten sie stattdessen ihre modellbasierten Schätzungen so frisieren, dass die gewünschten Ergebnisse herauskamen. Oder sie passten einfach ihre Annahmen über das zukünftige Gewinnwachstum an.

Wenig überraschend wurde letztlich eine Gesamtsumme von 75 Milliarden Dollar an Kapitalbedarf bei den Banken gewählt – tatsächlich gewählt, denn dies war ungefähr der Mittelwert der niedrigsten Schätzung von 35 Milliarden Dollar und der höchsten von 125 Milliarden Dollar.[5] Das war nicht so wenig, dass man es als Geschenk hätte abtun können, aber auch nicht so viel, dass eine Beschaffung am Kapitalmarkt unmöglich gewesen

wäre. Es war weniger als die 125 Milliarden Dollar, zu deren Annahme die Regierung die neun großen Banken ein paar Monate zuvor gezwungen hatte. Und für alle Fälle war es auch weniger, als dem Finanzministerium noch an TARP-Mitteln verblieben war.

Als die Ergebnisse veröffentlicht wurden, machten die Aktien der Banken einen Satz nach oben.[6] Im Rückblick ist klar, dass dies den Anfang vom Ende der Krise markierte – die Gründe dafür aber sind bis heute nicht richtig geklärt. Wie vor ihm Paulson hatte Geithner vermutet, dass die Banken nicht etwa insolvent waren, sondern mit neuen Gewinnen und der Unterstützung von Anlegern mit der Zeit wieder gesunden konnten. Nicht wenige andere angebliche Experten hatten dagegen behauptet, die Banken seien sehr wohl insolvent und könnten nur mit einer massiven Zufuhr staatlicher Gelder stabilisiert werden. Diese Experten täuschten sich, und Geithner hatte recht. Die Banken mögen sich anschließend nicht sofort wieder Hals über Kopf in die Kreditvergabe gestützt haben – eher tauchten sie nur vorsichtig ihre Zehen ins Wasser. Doch sie konnten sich stabilisieren, zusätzliches Kapital aufnehmen und sich wieder an ihr eigentliches Geschäft machen.

Voraussetzung dafür war ein gewisses Vertrauen bei den Anlegern. Als hilfreich dafür erwies sich, dass die Stresstests, anders als die Rettungsaktionen für Bear Stearns, Citigroup und Bank of America, nicht schnell über das Wochenende zusammengeflickt worden waren. Sie waren gerade eben glaubwürdig genug, um für Vertrauen zu sorgen. Der Anschein reichte in diesem Fall als Ersatz für die Realität aus. So ist eben das Bankgeschäft – Vertrauen liegt hier im Auge des Betrachters.

Ähnlich hatte auch die Regierung Roosevelt im Jahr 1933 auf den schönen Schein gesetzt, als sie die Bankenschließung verkündete. Feierlich erklärte sie, dass sie nur solventen Banken erlauben würde, wieder zu öffnen. In Wirklichkeit war es trotz aller Beteuerungen kaum möglich, innerhalb der vorgesehenen zwei Wochen eine sorgfältige Überprüfung jedes einzelnen Finanzinstituts vorzunehmen. Trotzdem ließ die Regierung die überwältigende Mehrheit der Banken ihr Geschäft wieder aufnehmen und begnügte sich im Grunde damit, zu versichern, dass sie angemessen kapitalisiert seien.

Die Stresstests wurden jetzt mit vergleichbarer Feierlichkeit vorgenommen und führten zu vergleichbaren Ergebnissen. Angesichts ihrer positiven Wirkung muss man die Bankenschließung 1933 und das anschließen-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

de Geschehen vielleicht in einem etwas anderen Licht sehen: Man muss anerkennen, dass sie, ebenso wie die Stresstests, mehr waren als bloße Effekthascherei.

Eine weniger freundliche Interpretation ist, dass das durch die Tests erteilte Gütesiegel für eine angemessene Kapitalausstattung in Wirklichkeit eine kolossale staatliche Garantie bedeutete. Den 19 größten Banken wurde besondere Aufmerksamkeit zuteil. Das Finanzministerium behauptete, dass sie solvent seien. Neun von ihnen, beginnend mit Goldman Sachs und JP Morgan, benötigten keinerlei zusätzliches Kapital. Citigroup, Bank of America und acht ihrer weniger makellosen Konkurrenten sollten ausreichend kapitalisiert sein, wenn sie es schafften, zusätzliche 75 Milliarden Dollar Kapital aufzunehmen, beteuerte jedenfalls die Regierung. Wenn sie trotzdem Schwierigkeiten bekämen, konnte man argumentieren, dass dies an Ereignissen lag, an denen sie nicht selbst die Schuld trugen, sodass die Behörden, die ihnen Robustheit bescheinigt hatten, sie schon retten würden.

Auch in dieser Hinsicht ähnelte das Vorgehen dem von 1933. Damals autorisierte wie erwähnt der Emergency Banking Act die Federal Reserve, für Diskontgeschäfte nach ihrem Belieben Schuldscheine, Schecks, Wechsel und Bankakzepte anzunehmen; dadurch konnte sie den Banken die Liquidität geben, die sie brauchten, um die Forderungen ihrer Einlagenkunden zu erfüllen. Und ebenfalls wie 1933 führte die politische Reaktion zu einer Stabilisierung des Bankensystems, öffnete dabei aber die Tür zu Moral Hazard in massivem Ausmaß.

Oder vielleicht war es auch so: Wie 1933 waren weniger die direkt auf das Bankensystem gerichteten Maßnahmen für den glücklichen Ausgang verantwortlich, sondern eher andere politische Entscheidungen.

Die umstrittensten Maßnahmen der Regierung Obama waren das Konjunkturpaket im Volumen von 787 Milliarden Dollar und drei Runden quantitativer Lockerung durch die Federal Reserve. Die Stimulierung führte zu endlosen Kontroversen, die bis heute andauern. Für diejenigen, deren Ansichten von der Erfahrung der 1930er-Jahre geprägt waren, war der Fall ganz einfach: Die Regierungen von Hoover und Roosevelt hatten zu wenig dafür getan, den Rückgang bei den privaten Ausgaben auszugleichen. Der New Deal schmückte sich zwar mit prominenten öffentlichen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Investitionsprojekten vom Grand Coulee Dam bis zur Triborough Bridge, doch die Erhöhung der Staatsausgaben reichte nicht aus, um eine echte Verbesserung bei der zweistelligen Arbeitslosenquote zu bringen. All das war in einem Umfeld mit Zinsen nahe an 0 % doppelt ungeschickt, denn es bestand kaum Gefahr, dass höhere staatliche Investitionen private Ausgaben in gleicher Höhe verdrängen würden. Die Forschungsarbeit von Christina Romer als der Vorsitzenden von Obamas Council of Economic Advisors legte den Schluss nahe, dass die Fiskalpolitik damals nur einen begrenzten Beitrag zur Erholung leistete, weil die Initiativen dieser Zeit angesichts des Ausmaßes der Probleme schlicht zu klein waren.[7]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dies war der Fehler, dessen Wiederholung bei Obamas Konjunkturpaket vermieden werden sollte. Ein Gesetz mit 1100 Seiten innerhalb von wenig mehr als drei Wochen vom ersten Entwurf bis zur endgültigen Verabschiedung zu bringen, war eine bemerkenswerte Leistung. Selbst gemessen an den ersten 100 Tagen von FDR, die sich Obama wie seitdem auch jeder andere neu gewählte Präsident genau angesehen hatte (und Obama war wissbegieriger als andere), wurde hier schnell gehandelt. David Obey, Vorsitzender des House Appropriation Committee, bejubelte das Gesetz als »größte Veränderung in der Innenpolitik seit den 1930er-Jahren«. Die *Washington Post* als der De-facto-Schiedsrichter für das Geschehen im politischen Washington kam zu dem Schluss, das Konjunkturpaket markiere »den Beginn einer neuen ideologischen Ära, in der die Bundesregierung im Zentrum der wirtschaftlichen Erholung steht«.[8]

Angesichts der hochfliegenden Erwartungen war die darauffolgende Enttäuschung fast unvermeidlich. Vor Obamas Amtsantritt berechnete Romer zusammen mit Jared Bernstein, der bald zum Wirtschaftsberater des Vizepräsidenten Joe Biden werden sollte, mit einem einfachen Modell, wie viel staatliche Stimulierung gebraucht würde, um den Rückgang der privaten Ausgaben auszugleichen. Dazu mussten sie zunächst die Höhe dieses Rückgangs und damit der zu füllenden Lücke abschätzen. Anschließend teilten Romer und Bernstein dieses Ergebnis durch eine Lehrbuch-Schätzung für den sogenannten fiskalischen Multiplikator.[9] Was hätte einfacher sein können als das?

So einiges, wie sich herausstellte. Für den Anfang ging die Wirtschaftsleistung bereits schneller zurück, als irgendjemandem klar war; dadurch wurde unvermeidlich, dass die Arbeitslosigkeit stärker zunehmen würde als erwartet und dass das Team Romer-Bernstein als zu optimistisch er-

scheinen würde. Angesichts des außergewöhnlichen Charakters der Krise – Unternehmen konnten keine Kredite bekommen, sodass sie die Produktion einschränkten und in beispiellosem Tempo ihre Lagerbestände abbauten – ist nicht weiter überraschend, dass Umfragen der Regierung nicht vollständig erfassen konnten, wie schnell die Produktion abnahm. Doch als sich die Arbeitslosigkeit dann nicht wie versprochen bei 8 % stabilisierte, konnten Kritiker diese Tatsache trotzdem nutzen, um die Wirksamkeit der Stimulierung in Frage zu stellen. Und damit lieferten sie Munition für die Befürworter eines frühen Umschwenkens auf Sparpolitik.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zudem lag das Volumen des Konjunkturpakets, das letztlich verabschiedet wurde, unter dem, was nach den Berechnungen von Romer und Bernstein nötig gewesen wäre. Laut ihrem Modell waren zur Schließung der Produktionslücke 1,2 bis 1,8 Billionen Dollar erforderlich, abhängig vom Ausmaß der noch kommenden Kontraktion und der Politik der Federal Reserve. Zahlen von über 1 Billion Dollar reichten jedoch aus, um selbst den Demokraten im Kongress Bauchschmerzen zu bereiten; die Republikaner hatten ihrem politischen Gegner ohnehin schon das Etikett der »Besteuern und Ausgeben«-Partei angehängt. Sie machten die Gesetzesinitiative schlecht, indem sie an die instinktive Ablehnung eines zu mächtigen Staats durch die amerikanische Bevölkerung appellierten. »Bei diesem Gesetz soll es angeblich um Jobs, Jobs, Jobs gehen, und daraus ist kaum mehr geworden als Ausgeben, Ausgeben, Ausgeben«, formulierte es John Boehmer, der Fraktionsvorsitzende der Republikaner im Repräsentantenhaus.

Es mochte erst kurz zuvor eine Wahl gegeben haben, doch das bedeutete auch, dass die Zwischenwahlen nur noch zwei Jahre entfernt waren. Um die Demokraten im Kongress bei der Stange zu halten, durfte das Haushaltsdefizit deshalb nicht zu sehr ansteigen. 1 Billion Dollar waren in diesem Zusammenhang eine Art Stolperdraht – die maßgeblichen Politiker waren sich darüber einig, dass das Konjunkturpaket unter dieser Marge bleiben musste. Also wurden Argumente vorgebracht, warum auch 800 Milliarden Dollar ausreichen würden. Eine noch stärkere Stimulierung würde die Märkte in Panik versetzen. Die Zunahme der Arbeitslosigkeit sei eine ausgemachte Sache – man könne sie ohnehin nicht verhindern. Ob irgendjemand diesen Rechtfertigungen wirklich Glauben schenkte, ist unklar. Dies war ein Fall von ökonomischer Logik, die politischen Zielen untergeordnet wurde.

Einige Strategen im Weißen Haus nahmen an, dass der Kongress ihr Problem lösen würde. Nachdem Repräsentantenhaus und Senat ihre Sonderwünsche hinzugefügt hätten, so glaubten sie, würde das endgültige Volumen im Gesetz ohnehin höher ausfallen, als von der Regierung vorgeschlagen. Dabei hatten sie jedoch nicht mit dem Aufkommen der Tea Party gerechnet, der losen Populisten-Koalition, die sich für eine Verkleinerung der Regierungsmacht um jeden Preis einsetzte, und auch nicht mit der Weigerung der Republikaner im Repräsentantenhaus, zu kooperieren. Ebenso wenig hatten sie damit gerechnet, wie gering der Wille für derartige Aktionen aufgrund der Krise und der bisherigen Rettungsmaßnahmen war.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wenn die Regierung und ihr Präsident von den Vorzügen einer stärkeren Stimulierung überzeugt gewesen wären, hätten sie dafür kämpfen müssen. Obama hätte das politische Kapital in die Waagschale werfen können, über das er nach seinem kurz zuvor errungenen Wahlsieg verfügte. Er hätte an republikanische Senatoren aus umkämpften Bundesstaaten wie Maine oder Pennsylvania appellieren können. Er hätte sich über den Kongress hinwegsetzen und direkt an die Bevölkerung wenden können. Doch Obamas Instinkt sagte ihm, es sei besser abzuwägen, statt für sein Programm zu kämpfen. Er wollte Kompromisse, keine Konfrontation. Die Wirtschaftsberater, die ihm bei der Argumentation für eine stärkere Stimulierung hätten helfen können, sprachen nicht mit einer Stimme. Und die politischen Berater waren sich einig, dass es bessere Verwendung für das politische Kapital des Präsidenten gab als ein aggressives Eintreten für mehr Stimulierung.

Zuletzt gab es noch den Konflikt zwischen startbereiten Projekten, die sofortige Auswirkungen auf die Wirtschaft versprachen, und der längerfristigen Agenda zur Erneuerung der Infrastruktur der USA, zur Erhöhung ihrer Energieeffizienz und für Investitionen in ihre Bevölkerung. Um die Krise in den Griff zu bekommen, war es dringend erforderlich, sich auf Maßnahmen zu konzentrieren, die rasch beginnen konnten. Ohne sofortige Ausgabenerhöhung wäre nichts passiert, um den Teufelskreis aus Entschuldung des Privatsektors und der Notlage des Finanzsektors zu durchbrechen. Die Stimulierung zeitlich nach vorn zu verlagern, war zugleich eine Möglichkeit zu signalisieren, dass es sich bei ihr um eine außergewöhnliche Maßnahme handelte, zu der die Regierung von den außergewöhnlichen Umständen getrieben worden war, und dass sie

zurückgefahren würde, sobald die Krise vorüberging. Diese Argumente führten dazu, dass tatsächlich mehr als die Hälfte des gesamten Stimulierungsvolumens in den Jahren 2009 und 2010 ausgegeben wurde.

Dass der Schwerpunkt auf kurzfristigen Maßnahmen lag, bedeutete jedoch zugleich, dass die strukturellen Probleme der USA nicht angegangen wurden. Geithner beschreibt, wie Obama zwischen Wahl und Amtsantritt auf ein inspirierendes Projekt wie ein intelligentes Stromnetz hoffte, das ihm dann aber von seinen Beratern ausgeredet wurde.[10] Also sollte die Regierung Obama kein Projekt wie Roosevelts Grand Coulee Dam haben, auf das sie verweisen konnte, um sich anhaltende Unterstützung für ihr Vorgehen zu sichern – neun Milliarden Dollar für eine Hochgeschwindigkeits-Bahnstrecke waren ein schwacher Ersatz dafür. Dass die Stimulierung kein sichtbares Vermächtnis hinterließ, gab den Skeptikern die Möglichkeit, ihre Wirksamkeit zu bestreiten und ihr schnelles Ende zu fordern.

Statt einer kurzen Rezession mit anschließender kräftiger Erholung erlebten die USA einen längeren Zeitraum mit erhöhter Arbeitslosigkeit. Die langsame Erholung bedeutete, dass die Wirtschaft durchaus von Infrastrukturprojekten profitiert hätte, deren Umsetzung einige Jahre in Anspruch genommen hätte. Dass zusätzliche Staatsausgaben erforderlich waren, wäre eine Gelegenheit gewesen, einen umfassenden Plan für Investitionen nicht nur in Infrastruktur, sondern auch in Grundlagenforschung und Bildung zu entwickeln, um das Land besser für die Herausforderungen des 21. Jahrhunderts zu rüsten.

Das soll allerdings nicht heißen, dass es sinnvoll gewesen wäre, einen größeren Teil des Konjunkturpakets von 787 Milliarden Dollar statt für Transfers an die Regierungen von Bundesstaaten und Kommunen für langfristige Infrastrukturprojekte in späteren Jahren auszugeben. Niedrigere Transfers an die Bundesstaaten im Jahr 2009 hätten mehr Arbeitslosigkeit und Finanznot bedeutet, was ein hoher Preis für die Modernisierung der Infrastruktur gewesen wäre. Die Quadratur des Kreises wäre gelungen, wenn es mehr Mittel für Infrastrukturprojekte gegeben hätte, ohne dass dies auf Kosten der Transfers an die Bundesstaaten gegangen wäre. Mit einem noch größeren Konjunkturpaket wäre die Regierung in der Lage gewesen, auch nicht sofort startbereite Projekte anzugehen, ohne die kurzfristige Stimulierung einzuschränken, doch das ließ sich politisch nicht durchsetzen. Außerdem war die Politik aufgrund der Krise

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

vollauf damit beschäftigt, einen Kollaps des Finanzsystems zu verhindern – eine denkbar ungünstige Zeit, um über einen nationalen Entwicklungsplan nachzudenken.

Wie das Konjunkturpaket zu bewerten ist, darüber herrscht noch immer Uneinigkeit. Manche seiner Gegner verweisen darauf, dass die Arbeitslosigkeit trotzdem bis auf 10,1 % stieg, zwei volle Prozentpunkte höher, als anfangs versprochen wurde. Anhänger wie Mervyn King dagegen betonen, es sei eine weitere Große Depression verhindert worden. Doch beides greift zu kurz. Denn die Frage muss als ein Problem der kontrafaktischen Geschichte gestellt werden: Wie viel höher wäre die Arbeitslosigkeit ohne Stimulierung gewesen? Hätte es ohne die staatliche Intervention einen Einbruch wie in der Großen Depression gegeben?

Jeder ernsthafte Versuch, diese Fragen zu beantworten, erfordert ein Modell für die Volkswirtschaft, mit dem man hypothetische Berechnungen mit und ohne Stimulierung vornehmen kann. Unterschiedliche Modelle bringen dabei natürlich unterschiedliche Ergebnisse. Keynesianische Modelle mit hohem fiskalischen Multiplikator zeigen starke positive Effekte. Klassische Vollbeschäftigungsmodelle dagegen, bei denen die Zinsen mit den Staatsausgaben steigen, sodass ein entsprechendes Volumen an privaten Ausgaben verdrängt wird, lassen keine positiven Wirkungen erkennen. In einer Welt der mehr oder weniger willkürlich gewählten Modelle kann man zu fast beliebigen Ergebnissen kommen.

Vollkommen willkürlich aber ist die Welt der Modellierung, ebenso wie die Welt selbst, nicht. Modelle beruhen auf Annahmen, deren Validität sich anhand von realen Fakten überprüfen lässt. So sagen die klassischen Modelle voraus, um ein nicht ganz zufälliges Beispiel zu wählen, dass das Konjunkturpaket die Zinsen nach oben hätte treiben müssen; bei keynesianischen Modellen dagegen ist das nicht der Fall. Die Tatsache, dass die Zinsen niedrig blieben, spricht also eher für die zweite Klasse von Modellen.

Für Zwecke der Politikanalyse benutzen staatliche Stellen wie das Congressional Budget Office in den USA üblicherweise mehrere Modelle. Dabei achten sie allerdings darauf, nicht unbedingt solche Modelle einzusetzen, deren Aussagen sich absolut nicht mit beobachteten Fakten vereinen lassen. Auf der Grundlage einer Reihe von datenkonsistenten Modellen kam das CBO zu der Schätzung, dass das reale BIP im zweiten Quartal

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

2010 mit Stimulierung um 1,7 bis 4,5 % höher war als ohne und dass die Wirkung anschließend nachließ.[11] Der tatsächliche Rückgang des BIP zwischen 2007 und 2009 betrug 3,4 %. Der Mittelwert zwischen der hohen und der niedrigen Schätzung des CBO würde also bedeuten, dass der Abschwung ohne Konjunkturpaket doppelt so stark ausgefallen wäre. Und die Zahl der Vollzeitstellen in den USA war nach dieser Schätzung durch die Stimulierung um 2,0 bis 4,8 Millionen höher.[12]

Eine weitere Basis, anhand derer sich das Vorgehen der USA bewerten lässt, ist die Erfahrung anderer Länder, in denen es eine andere Politik und Wirtschaftsentwicklung gab. Wenn die Rezession in ansonsten ähnlichen Ländern, die weniger Geld für die Konjunkturstimulierung ausgaben, tiefer und länger war, dann lässt sich anhand dieser Unterschiede die Wirkung des Konjunkturpakets in den USA beurteilen. Solche kontrafaktischen Betrachtungen werden bei internationalen Organisationen wie dem IWF vorgenommen. Die entsprechenden Arbeiten von IWF-Chefvolkswirt Olivier Blanchard sprechen dafür, dass die fiskalischen Multiplikatoren größer als 1 sind (die Mitte der von ihm geschätzten Spanne beträgt 1,3). Dies würde, wenn man alle anderen Faktoren gedanklich gleich lässt, bedeuten: 400 Milliarden Dollar an Stimulierungsausgaben im Kalenderjahr 2010 haben dafür gesorgt, dass das BIP der USA um 520 Milliarden Dollar höher ausfiel; bei einer Volkswirtschaft mit einem Volumen von insgesamt 13 Billionen Dollar entspricht dies 4 %.[13] Damit liegt dieses Ergebnis innerhalb der Bandbreite, die aus der Modellierung des CBO hervorgeht.

Eine ähnliche Strategie besteht darin, die Veränderung bei Produktion und Beschäftigung in unterschiedlichen US-Bundesstaaten und -Bezirken zu vergleichen, die unterschiedlich viel Geld von der Bundesregierung erhielten. Diesen Ansatz wählten James Feyrer und Bruce Sacerdote vom Dartmouth College. Nach ihren Berechnungen hatten Hilfen für Personen mit niedrigem Einkommen sowie Infrastrukturinvestitionen klar positive Auswirkungen, ebenso wie die Stimulierung insgesamt – der Effekt ist geringer, als von CBO und IWF berechnet, aber immer noch erheblich. Ein Team von Ökonomen der University of California in Berkeley, der Stanford University und des MIT arbeitete bei einer ähnlichen Analyse mit der Tatsache, dass Stimulierungszuzahlungen der staatlichen Krankenhilfe Medicaid in verschiedenen Bundesstaaten sehr unterschiedlich hoch waren (pro Kopf gerechnet, bekam Washington D.C. fast fünf-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

mal so hohe Transfers wie Utah). Dabei kamen sie zu dem Schluss, dass 100.000 Dollar an zusätzlichen Beihilfen die Beschäftigung um 3,5 Arbeitsjahre und zusätzliche 100.000 Dollar an staatlichen Leistungen die Gesamtausgaben um volle 200.000 Dollar erhöhten.[14] Damit ergäbe sich also eine noch stärkere Wirkung als nach den anderen Ansätzen.

Zuletzt bietet auch die historische Erfahrung eine Grundlage für kontrafaktische Überlegungen. 80 Jahre Wirtschaftsforschung mögen keine volle Einigkeit über die Effektivität der New-Deal-Politik gebracht haben. Doch immerhin gibt es einen groben Konsens darüber, was funktioniert hat und was nicht, welche Maßnahmen wichtig waren und welche weniger, und was darüber hinaus noch hätte versucht werden sollen. Demnach hat die Fiskalpolitik funktioniert, wo sie eingesetzt wurde, und nicht funktioniert, wo man darauf verzichtete. Dies spricht für die Wirksamkeit von politischen Maßnahmen, die wie der Veteranen-Bonus aus dem Jahr 1936 mehr Geld in die Taschen der Verbraucher bringen; außerdem zeigt es, dass es sinnvoll ist, außergewöhnlich niedrige Zinsen zu nutzen, um Infrastrukturprojekte zu finanzieren. Besonders wirksam, so ist zu erkennen, sind staatliche Ausgaben, ob für Wiederbewaffnung oder andere Zwecke, wenn die Zinsen nahe an 0 % liegen. All das bedeutet, dass Obamas Konjunkturpaket geholfen hat. Es hätte allerdings noch mehr helfen können, wenn sich die Politik mehr vorgenommen hätte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 21
Unkonventionelle Maßnahmen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Noch umstrittener war, wenn das überhaupt möglich ist, die Politik der Federal Reserve. Die Zentralbank wurde gleichzeitig dafür kritisiert, zu viel und zu wenig zu tun. Mitglieder des »zu viel«-Lagers warnten, das Beharren auf niedrigen Zinsen müsse eine Explosion bei der Inflation zur Folge haben. Als diese Inflation ausblieb, kritisierte dieses Lager stattdessen die Interventionen der Fed am Kreditmarkt, weil sie damit die notwendige Konsolidierung der Staatsfinanzen behindere. Die Zentralbank, so warnten sie, bereite damit nur das Feld für weitere Finanzexzesse von der Art, wie sie zu der Krise geführt hatten.

Mitglieder des »zu wenig«-Lagers wiederum klagten, die Fed habe sich von ihrer Verantwortung für Vollbeschäftigung zurückgezogen. Vollauf beschäftigt mit den Bedingungen am Kreditmarkt und eingeschüchtert von kampfeslustigen Kritikern, habe die Zentralbank gezögert, unkonventionelle Maßnahmen einzusetzen. Als sie es dann doch wagte, gab es strikte Grenzen dafür, was getan werden konnte, was die Wirksamkeit der Interventionen begrenzte. Die Fed habe zugelassen, dass die Inflation unter ihr normales Niveau fiel und dass die Nominaleinkommen stagnierten.

Zur Erinnerung: Nach der Pleite von Lehman Brothers begann die Fed damit, hohe Mengen an Kredit in die Volkswirtschaft zu pumpen. Sie senkte die Federal Funds Rate immer weiter und gab am 16. Dezember 2008 als neues Ziel dafür 0 bis 0,25 % vor. Doch schon damals gab es wenig Anzeichen dafür, dass die niedrigen Zinsen die gewünschte Wirkung zeigten. Angesichts der gestiegenen Risikoaversion zögerten Haushalte und Unternehmen erkennbar damit, sich Geld zu leihen und es auszugeben.

Die Frage war, was als Nächstes getan werden konnte. Dazu gab es drei Optionen (erstmals erwogen bei der geldpolitischen Sitzung der Fed am

15. und 16. Dezember 2008). Die erste war, Aussagen über die künftige Geldpolitik zu treffen, mit dem Ziel, die Erwartungen und somit auch die Ausgabenbereitschaft zu beeinflussen – wenn die Fed mit Absichtserklärungen die Erwartung höherer Inflation erzeugen konnte, dann würden Haushalte und Unternehmen wegen der erwarteten höheren Preise eher geneigt sein, Geld auszugeben.[1] Im Jahr 1933 hatte schon FDR versucht, die Erwartungen in Bezug auf künftige Preise und Politik zu beeinflussen, indem er lautstark »die alten Fetische der sogenannten internationalen Banker« ablehnte. Möglicherweise konnte sich die Fed jetzt weniger provokant, aber ebenso wirksam äußern.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Herausforderung für die Fed-Führung bestand dabei darin, mit ihren Aussagen über die künftige Geldpolitik glaubwürdig zu bleiben. Wenn die Inflation über ein politisch problemloses Niveau von zum Beispiel 2 % gestiegen wäre, hätte es Druck auf den Offenmarktausschuss gegeben, ungeachtet der vorherigen Ankündigungen, die Geldpolitik zu straffen. Anleihenbesitzer und andere Anleger in festverzinslichen Papieren hätten dann ihre Unzufriedenheit kundgetan. Die Fed wäre unter politischen Druck geraten.

Zudem war Geldpolitikern über Generationen hinweg eingebläut worden, dass es nicht möglich ist, halb schwanger zu sein. Wenn man zuließ, dass die Inflation über ihre gewohnten Niveaus hinaus stieg, so fürchteten sie, würde die Zentralbank komplett die Kontrolle verlieren. Die Glaubwürdigkeit ihres Einsatzes für Preisstabilität hätte Schaden genommen und damit auch ihre Fähigkeit, ihre Ziele zu erreichen. Die Entscheider waren maßgeblich von den 1970er-Jahren beeinflusst – entweder von der eigenen Erinnerung daran oder von den Geschichten über diese Zeit. In beiden Fällen prägte dies die Geldpolitik und schränkte sie ein.

Aus all diesen Gründen war klar, dass es nicht einfach sein würde, die Inflation wieder über 2 % zu bekommen und dort zu halten. Dahingehende Aussagen drohten mit dem Mandat der Zentralbank zu niedriger und stabiler Inflation zu kollidieren. Dass es in diesem Fall verantwortungsbewusst gewesen wäre, unverantwortlich zu handeln und einen vorübergehenden Anstieg der Inflation zuzulassen, wirft ein Schlaglicht auf die Widersprüchlichkeiten der Krise. Doch derart verwinkelte Argumente kamen bei den Zentralbankern mit ihrer eher direkten Art nicht gut an.

Der Offenmarktausschuss suchte nach Formulierungen, die gleichzeitig akzeptabel und effektiv sein sollten, wobei das Problem darin bestand,

dass akzeptabel nicht effektiv bedeutete und effektiv nicht akzeptabel. Ab Dezember 2008 sprach die Fed davon, dass die Bedingungen »für einige Zeit außergewöhnlich niedrige Niveaus bei der Federal Funds Rate« rechtfertigen würden. »Für einige Zeit« war eine schwächere Aussage als »bis die Arbeitslosigkeit auf 6,5 % gesunken ist« oder »bis das Wachstum stabil über 3 % liegt«. Deutlichere Aussagen hätten bedeutet zuzugeben, dass der Ausschuss andere Faktoren ebenso wichtig findet wie Inflation. Unter den Umständen einer außergewöhnlichen Krise wäre das durchaus angemessen gewesen – es wäre eine verantwortungsvoll unverantwortliche Geldpolitik gewesen. Doch für die geldpolitischen Entscheider war ein solcher Widerspruch zu viel des Guten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dieses Dilemma führte zur Prüfung einer ähnlichen Option, nämlich der Einführung eines expliziten Inflationsziels. Die Fed konnte ein Ziel von zum Beispiel 3 % nennen und ihre Bereitschaft erklären, alle Maßnahmen zu ergreifen, die zu seiner Erreichung nötig sind. In seinen früheren Zeiten als Wissenschaftler war Bernanke ein Anhänger von solchen Inflationszielen gewesen.[2] Ein formales Ziel, so hatte er argumentiert, sei leicht zu kommunizieren, und die dafür eingesetzten Maßnahmen seien leicht zu rechtfertigen und zu erklären. Dementsprechend würde es unwahrscheinlicher sein, dass aggressive Schritte zur Unterstützung einer schwachen Wirtschaft dahingehend fehlinterpretiert würden, dass die Fed ihren Einsatz für Preisstabilität aufgegeben hat. Die Wirksamkeit der Geldpolitik würde erhöht.

Damit ein Inflationsziel glaubwürdig ist, muss man jedoch unter allen Umständen daran festhalten. Es muss ein Leuchtturm für die Geldpolitik sein, egal ob es der Wirtschaft gerade gut geht oder schlecht. Kurzfristig hätte es jetzt hoch angesetzt werden müssen, um der Wirtschaft einen spürbaren Impuls zu geben. Anschließend hätte natürlich Druck entstehen können, es zu senken. Und wäre allgemein bekannt, dass das Ziel nicht in Stein gemeißelt ist, wären unweigerlich Zweifel aufgekommen, ob die Fed tatsächlich entschlossen ist, es zu erreichen.[3]

Außerdem zweifelten Skeptiker daran, ob die Fed im schwachen Wirtschaftsumfeld überhaupt in der Lage gewesen wäre, die Inflation auf 3 % zu treiben. Ein formales Inflationsziel, so warnten sie, würde gegen das oberste Gebot verstoßen: Geldpolitiker sollten niemals ein Ziel für eine Variable vorgeben, die sie nicht selbst kontrollieren können. Deutlich später, im Jahr 2012, ging die Fed tatsächlich zumindest den halben Weg zu

einem Inflationsziel, indem sie eine »Stellungnahme zu längerfristigen Zielen und geldpolitischer Strategie« veröffentlichte; 2 % seien der Wert für die Inflation, der am besten mit ihrem Mandat übereinstimme, hieß es darin. Ein Jahr später legte sich die Fed darauf fest, die Zinsen niedrig zu halten, bis die Arbeitslosigkeit auf 6,5 % gefallen sei.

Dies war endlich die Art von numerischer Richtschnur, die im Jahr 2009 von denjenigen gefordert worden war, in deren Augen die Fed zu ängstlich war. Damals aber, in den Geburtswehen der Krise, gab es keinen Konsens für solche klaren Festlegungen.[4] In den Jahrzehnten zuvor hatte sich ein institutioneller Apparat für die Geldpolitik entwickelt, in dessen Zentrum das Mandat stand, für niedrige Inflation zu sorgen, und dieser Apparat bestimmte nach wie vor Ausrichtung und Grenzen der Geldpolitik. Wenn die Präsidenten der regionalen Reserve-Banken im Offenmarktausschuss und möglicherweise auch der Vorsitzende Bernanke zurück in die Geschichte schauten, blickten sie meist auf die 1970er-Jahre, als hohe Inflation die Glaubwürdigkeit der Zentralbank beschädigt hatte. Angesichts der hochgradig unkonventionellen Umstände wären hochgradig unkonventionelle Maßnahmen mit expliziten numerischen Zielen durchaus angemessen gewesen. Doch die Zeit war noch nicht reif dafür.

Die dritte und letzte Option war das Aufkaufen von Vermögenswerten am Markt. Sie bot der Fed eine Möglichkeit, ihre Entschlossenheit zu signalisieren, Deflation zu verhindern und Einfluss auf die Erwartungen am Markt zu nehmen. Die Käufe ließen sich nutzen, um Kredite auf bestimmten Märkten wie dem für Eigenheim-Hypotheken besser verfügbar zu machen. Die Senkung der Federal Funds Rate auf null hatte unmittelbare Auswirkungen auf die kurzfristigen Zinsen, zu denen sich die Banken gegenseitig Geld leihen, auf die Zinsen für Hypotheken und Unternehmensanleihen aber wirkte sie nur indirekt. Durch den Kauf von besicherten Wertpapieren konnte die Fed versuchen, auch hier direkten Einfluss zu nehmen.

QE1, die erste Runde der quantitativen Lockerung, begann im November 2008: Die Fed kündigte an, sie werde 600 Milliarden Dollar an Krediten und Wertpapieren von Fannie Mae, Freddie Mac und den Federal Home Loan Banks kaufen; außerdem richtete sie die TALF ein, um Verbraucherkredite im Volumen von 180 Milliarden Dollar zu kaufen. Im

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

März 2009 erhöhte sie die Obergrenze für den Kauf von Hypotheken-Wertpapieren und kündigte den Kauf von 300 Milliarden Dollar an längerfristigen US-Staatsanleihen an. Anlegern war jedoch schnell klar, dass die Botschaft dahinter nicht eindeutig war: Um den Markt zu überzeugen, dass sie alles Nötige tun werde, hätte sich die Fed auf eine Fortsetzung ihrer Käufe festlegen müssen, bis die Gefahr der Deflation gebannt wäre. Doch das Volumen von QE1 war begrenzt. Indem sie die Bilanz der Zentralbank im Auge behielten, konnten Anleger also feststellen, wann das Kaufprogramm enden würde. Konkret war zu erkennen, dass das Ende in der zweiten Jahreshälfte 2009 erreicht sein würde.

Trotzdem zögerten Bernanke und seine FOMC-Kollegen, unbefristete Zusagen zu machen. Sie wollten dringend jedem in Hörweite versichern, dass die Lage zwar schlecht war, dass aber für die USA keine Gefahr eines Einbruchs wie in Japan bestand und dass die Fed nicht etwa aus Verzweiflung zu einer unbegrenzten Lockerung getrieben worden war. Ihre Interventionen, so stellten sie es dar, waren selektiv und chirurgisch. Sie sollten dazu dienen, die verstopften Arterien des Finanzsystems wieder zu öffnen und den freien Fluss von Krediten wiederherzustellen. Bernanke betonte, die Fed betreibe »Kreditlockerung« mit dem Ziel, bestimmte Kreditmärkte wieder in Gang zu bringen, nicht etwa eine quantitative Lockerung in der Art von Japan.

Leider bedeutete diese Haarspalterei, dass die Wirkung der Politik begrenzt blieb. Den Großteil der Jahre 2009 und 2010 über blieben die Inflationserwartungen gefährlich nahe an null. Das Stellenwachstum im Privatsektor verharrte unter 100.000 Jobs pro Monat, weniger als die Hälfte von dem, was nötig gewesen wäre, um die Arbeitslosenquote zu verringern. Dann wurden die USA zusätzlich von der Schuldenkrise in Europa getroffen, was Angst vor einer Double-Dip-Rezession weckte. Innerhalb und außerhalb der Fed machte man sich Sorgen, dass das Wachstum der US-Wirtschaft gefährlich nachlassen könnte. All dies waren Argumente dafür, mehr zu tun. Im Jahr 2008 wurde das Denken der FOMC-Mitglieder noch vom Thema Inflation beherrscht. 2010 aber drehten sich die Diskussionen in dem Ausschuss zunehmend um die Gefahr einer Deflation im japanischen Stil. Erkennen ließ sich das unter anderem daran, dass James Bullard, der Präsident der Fed of St. Louis, der zuvor zu den größten Inflationswarnern gehört hatte, in das Lager derjenigen wechselte, die eine Deflation befürchteten.[5]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dies war eine beeindruckende Demonstration für die Fähigkeit eines Zentralbankers, seine alte intellektuelle Haut abzustreifen. Dass er erkannte, dass sich die Umstände verändert hatten, zeigte eine bewundernswerte Flexibilität – zumindest gemessen an den Standards der 1930er-Jahre, als bis zu einer ähnlich radikalen Neuausrichtung der Geldpolitik fast vier Jahre vergingen und die Regierung der Zentralbank erst die geldpolitische Kontrolle hatte abnehmen müssen. Ohne Frage hing dieser Fortschritt mit den historischen Erfahrungen aus den 1930er-Jahren zusammen, wie sie unter anderem von Friedman und Schwartz dargestellt wurden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bis Ende 2010 blieb die Fed trotzdem dabei, pro Monat nur 30 Milliarden Dollar an Staatsanleihen zu kaufen – gerade genug, um eine Verkleinerung ihrer Bilanz durch das Auslaufen zuvor gekaufter Papiere zu verhindern.[6] Diese Weigerung, mehr zu tun, war eine Folge des Trommelfeuers der externen Kritik an der Zentralbank. Unaufhörlich prasselten Mahnungen auf sie herein, sie bereite das Feld für eine explosive Zunahme der Inflation. Am ungeschminktesten wurden diese Warnungen zwar von Talkshow-Moderatoren im Radio geäußert, die damit vor allem mehr Zuhörer gewinnen wollten. Doch Mitglieder des Federal Reserve Board und Präsidenten der regionalen Reserve-Banken taten sich schwer, sie einfach zu ignorieren. Man fühlt sich an das Verhalten der Bank of England in den Monaten nach der Abkehr Großbritanniens vom Goldstandard im Jahr 1931 erinnert: Sie traute sich nicht, die Zinsen zu senken, bevor unübersehbar war, dass keine Inflation im Weimar-Stil bevorstand.

Andere Kritiker stellten die Wirksamkeit der Wertpapierkäufe durch die Zentralbank infrage und sagten, diese würden die Unsicherheit eher erhöhen als verringern. Die Fed, so mahnten sie, würde mit ihrem Bestand an langfristigen Papieren Verluste erleiden, wenn die Zinsen wieder stiegen. Sie warnten vor Preisblasen. Weil die quantitative Lockerung einen Anreiz für Unternehmen und Verbraucher bedeutete, Ausgaben vorzuziehen, machten sie sich Sorgen, dass dadurch nur künftige Ausgaben verringert würden, sodass endloser Bedarf für weitere quantitative Lockerung entstehen würde, um die Wirtschaft am Laufen zu halten. Weiter klagten sie, die Fed nehme Druck vom Kongress und vom Präsidenten, die immer noch unterkapitalisierten Banken entschlossener zu rekapitalisieren. Die Fed solle anerkennen, dass die Wirtschaft von einem Überangebot an neuen Häusern, von der Notwendigkeit, Ressourcen vom Bausektor auf andere Aktivitäten zu verlagern, und von der hohen Verschuldung gebremst wer-

de – sämtlich Probleme, die sich allein mit geldpolitischen Maßnahmen nicht lösen lassen.

Tatsächlich, so hieß es, habe die erste Runde der quantitativen Lockerung nur die unvermeidlichen Anpassungen am Markt für Wohnimmobilien verzögert, weil sie vor allem auf Wertpapiere aus dem Hypotheken-Bereich abgezielt habe. Solche strukturellen Probleme hätten eine Reaktion des Kongresses erfordert – die Initiativen der Federal Reserve würden die Probleme nur überdecken und den Handlungsdruck auf die Politik verringern. Weiter beschwerten sich die Kritiker, die Fed habe ihr Mandat als verantwortungsbewusster Hüter der amerikanischen Währung überschritten. Wenn die Zentralbank damit nicht von selbst aufhöre, müsse der Gesetzgeber einschreiten, forderten sie.

Derartige Kritik kann gerechtfertigt gewesen sein oder nicht. Die Nachteile der Fed-Maßnahmen können die Vorteile überwogen haben oder nicht. Doch egal, wie man darüber denkt: Ohne Zweifel führten diese Anwürfe dazu, dass das FOMC sich scheute, mehr zu tun.

Angesichts dieser politischen Zusammenhänge war die Entscheidung der Fed, eine zweite Runde der quantitativen Lockerung zu beginnen, nicht völlig überraschend. Sie fiel am 3. November 2010, einen Tag nach den Zwischenwahlen zum Kongress. QE2 bedeutete den Kauf von 600 Milliarden Dollar an US-Staatsanleihen über acht Monate. Das neue Kaufvolumen war ungefähr zweieinhalbmal so hoch wie das der ersten Lockerungsrunde. Die Märkte reagierten darauf wie schon auf QE1, also positiv. Anfang 2011 stiegen die Inflationserwartungen von 1,4 %, beunruhigend nahe an deflationärem Terrain, auf gesündere 3 %.

Die Republikaner, die soeben die Mehrheit im Repräsentantenhaus zurückerobert hatten, attackierten QE2, weil damit das Feld für rapide zunehmende Inflation in den USA bereitet werde. Das Drücken der Zinsen für Staatsanleihen machte es der Regierung leichter, Kredite aufzunehmen, was nach Darstellung der republikanischen Kritiker Druck vom Weißen Haus und vom Kongress nahm, sich um die Schulden- und Defizitprobleme des Landes zu kümmern. Die lockere Geldpolitik, so hieß es weiter, heize Exzesse an den Finanzmärkten an – wenn nicht jetzt gleich, dann sicher später. Auf diese Weise werde die Tür für eine noch verheerendere Krise geöffnet.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Finanzminister in Europa, Asien und Lateinamerika wiederum prangerten QE2 an, weil es den Kurs des Dollars drücke. Sie stellten diese Politik als Versuch dar, die Probleme der USA auf Kosten anderer Länder zu lösen. Der brasilianische Finanzminister Guido Mantega warf der US-Zentralbank vor, einen Währungskrieg zu führen.[7] In Deutschland kritisierte Finanzminister Wolfgang Schäuble, die Fed übe »durch Gelddrucken künstlichen Druck auf den Dollar-Wechselkurs aus«. Die Motivation solcher Kritiker aus dem Ausland war unterschiedlich. Die Europäer machten sich Sorgen, dass die Stärke ihres Euro gegenüber dem Dollar die Wettbewerbsprobleme der geschwächten Peripherie der Eurozone noch verschlimmern werde. Auch in Lateinamerika führte die Stärke der lokalen Währungen zum Dollar zu Problemen bei der Wettbewerbsfähigkeit. Niedrige Zinsen in den USA lösten Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer mit ihren höheren Renditen aus, was Blasen an den Finanzmärkten und exzessive Kreditvergabe der Banken begünstigte. Im Detail waren die Auswirkungen unterschiedlich, doch all diese Länder hatten gemeinsam, dass ihnen die US-Geldpolitik nicht gefiel.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wie die spätere Entwicklung zeigen sollte, war die Kritik fehl am Platz. Entgegen der Voraussagen der Kritiker in den USA blieb die Inflation weiter unter 2 %, nicht nur während der Laufzeit des Lockerungsprogramms, sondern noch mehrere Jahre danach. Das Problem der amerikanischen Volkswirtschaft waren nicht Haushaltsdefizite und strukturelle Ungleichgewichte *oder* unzureichende Nachfrage, sondern eine Kombination aus beidem. Etwas gegen die Nachfrageschwäche zu tun, lag für die Fed absolut im Bereich des Möglichen, und es gab keine Belege dafür, dass sie dadurch den Druck auf die Politik verringerte, die anderen Probleme anzugehen. QE2 hielt die US-Politiker nicht davon ab, sich um das Haushaltsdefizit zu kümmern, und auch nicht davon, die Steuern für Wohlhabende zu erhöhen und im Jahr 2013 das »Sequester« zu verhängen, um die Zunahme der nicht zwingenden Staatsausgaben zu begrenzen. Und auch die Angst, Anreize für Haushalte und Unternehmen, Ausgaben auf heute vorzuziehen, könnten darauf hinauslaufen, dass in Zukunft weniger ausgegeben würde, sodass die Zentralbank auf ewig ein Gefangener ihrer eigenen Politik bleiben würde, beruhte auf einem Fehlschluss: der Annahme, dass es ein festes Volumen an Ausgaben gibt, die nur zeitlich umverteilt werden können.

Ausländische Politiker wiederum vergaßen, die Frage zu stellen, ob es besser für sie gewesen wäre, wenn die US-Zentralbank nichts getan hät-

te. Tatsächlich wäre es verheerend für den Rest der Welt gewesen, wenn die Fed zugelassen hätte, dass die USA zurück in die Rezession rutschen. Trotzdem machten es die kritischen Kommentare aus dem Ausland, ob fehlgeleitet oder nicht, der Fed nicht leichter, auf Kurs zu bleiben oder ihr Wertpapierkaufprogramm weiter auszubauen. Sie bedeuteten kein günstiges Umfeld für den Auftritt von Präsident Obama auf dem G-20-Gipfel in Seoul im November 2010. Obama hatte gehofft, sich dort als Verteidiger von internationaler Wirtschafts- und Finanzkooperation positionieren zu können. Stattdessen sorgte die »Schocknachricht« der Fed mit der Ankündigung von QE2 dafür, dass der Gipfel in Seoul Ähnlichkeit mit der Londoner Konferenz 1933 bekam.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Weil die Fed zögerte, noch mehr zu tun, wirkte ihre Politik nur als ein vorübergehendes Beruhigungsmittel. Nachdem die Inflationserwartungen Anfang 2011 auf 3 % gestiegen waren, nahmen sie wieder ab, bis sie erneut bei kaum 1 % verharrten, als QE2 im Frühsommer 2011 endete. Wie schon bei QE1 bedeutete die Weigerung der Fed, eine Festlegung mit offenem Ende zu treffen, auch bei der zweiten Runde, dass ihre Politik nur einen kurzen »Zuckerrausch« bewirkte.

Aller guten Dinge waren also, hoffentlich, drei. Im September 2011 verkündete die Fed den Plan, mit Erlösen aus dem Verkauf von bestehenden Positionen in kürzer laufenden US-Staatsanleihen Treasurys mit zehn Jahren Laufzeit zu kaufen. Das Programm war darauf ausgerichtet, die Zinsen für zehnjährige Treasurys und Hypotheken zu drücken, um den Wohnimmobilienmarkt und Investitionen allgemein in Schwung zu bringen. Es sah aber keine weitere Vergrößerung der Bilanz der Fed vor. Stattdessen ging es darum, die Zusammensetzung ihres Portfolios so zu verändern, dass mehr langfristige Papiere darin enthalten waren, um die langfristigen Zinsen relativ zu den kurzfristigen zu drücken. Wenn man so will, sollte das Programm also die Zinsstruktur verdrehen.

Um das zu verdeutlichen, bekam die neue Initiative den Namen »Operation Twist«. Der Vorteil bei dieser Bezeichnung war, dass sie nicht QE3 lautete und dadurch nicht als »mehr desselben« angegriffen werden konnte. Sie hatte sogar ein historisches Vorbild, das denselben Namen getragen hatte: Schon 1961 war versucht worden, die langfristigen Zinsen zu drücken, um Investitionen zu fördern und gleichzeitig die kurzfristigen Zinsen hochzuhalten, um die Zahlungsbilanz der USA zu schonen. Im Jahr 2011 stand die Fed unter ständiger Kritik für ihre beispiellosen In-

terventionen, sodass ihr ein Modell aus der Vergangenheit eine gewisse politische Deckung verschaffte. Eine weitere Vergrößerung der Bilanz der Zentralbank zu vermeiden, war darüber hinaus eine Möglichkeit, diejenigen FOMC-Mitglieder zum Mitziehen zu bewegen, die sich Sorgen über die Auswirkungen von Wertpapierkäufen auf die Inflation machten.

Der anfängliche Plan bestand darin, von Oktober 2011 bis Juni 2012 langlaufende Treasurys im Volumen von 400 Milliarden Dollar aufzukaufen. Weil die Beschäftigung im Sommer 2012 noch immer nur langsam zunahm, verlängerte die Fed das Programm dann bis Ende des Jahres; dabei gab es eine Gegenstimme, abgegeben von Jeffrey Lacker, dem Präsidenten der Fed of Richmond. Als die Wirtschaft im September weiterhin schwächelte, beschloss die Fed zusätzlich direkte Käufe von Hypotheken-Wertpapieren im Volumen von 40 Milliarden Dollar, was dann selbstverständlich doch als QE3 bezeichnet wurde. Ende 2012 dann stand die Arbeitslosenquote noch immer bei 7,7 %, und die Fed kündigte an, sie werde weiterhin Staatsanleihen im bisherigen Volumen von 45 Milliarden Dollar pro Monat kaufen; weil sie inzwischen kaum noch kurzlaufende Papiere hatte, sollte es aber keine Verkäufe in gleicher Höhe mehr geben. Auch die Käufe von hypothekenbesicherten Wertpapieren sollten fortgesetzt werden. Lacker stimmte erneut dagegen.

Dies war jetzt eine deutliche Abkehr von der bisherigen Politik. Zum ersten Mal gab die Fed eine unbefristete Zusicherung, die Zinsen niedrig zu halten und ihre Wertpapierkäufe fortzusetzen, bis die Wirtschaft wieder gesund sei. Die akkommodative Politik sollte so lange beibehalten werden, wie die Arbeitslosenquote über 6,5 % blieb und die Inflation unter 2,5 %. Diese Festlegung war dazu gedacht, die Erwartungen zu beeinflussen, und das tat sie auch. Die Inflationserwartungen, die lange nahe an null gelegen hatten und in der zweiten Jahreshälfte sogar alarmierend in den negativen Bereich gefallen waren, stiegen jetzt wieder in Richtung 1 %.

Das Problem dabei war jedoch, dass sie nicht höher stiegen. Sie näherten sich also nicht dem Ziel der Zentralbank von 2 %. Dass dieses Ziel weiterhin verfehlt wurde, dürfte daran liegen, dass die Fed statt einer weiteren Erhöhung nur die Fortsetzung ihrer Wertpapierkäufe im bisherigen Tempo versprochen hatte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Problem bei der Bewertung von fiskalischer Stimulierung ist, wie oben erwähnt, dass unterschiedliche Modelle zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Im Fall der quantitativen Lockerung ist dieses Problem noch gravierender, denn dafür gibt es im Grunde nicht einmal Modelle. In den makroökonomischen Modellen, die von den Zentralbanken genutzt werden, ist der Finanzsektor kaum berücksichtigt. Schließlich war just die mangelnde Fähigkeit dieser Modelle, die Auswirkungen von veränderten Finanzbedingungen auf die Realwirtschaft darzustellen, einer der Gründe dafür gewesen, dass die finanziellen Ungleichgewichte in den Jahren bis 2008 unentdeckt blieben.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Bewertung von geldpolitischen Maßnahmen erfolgt also notwendigerweise – wie diese Maßnahmen selbst – auf der Grundlage von Bauchgefühl. Als naheliegender Ausgangspunkt für solche Analysen bietet sich in diesem Fall die Veränderung der Zinsen an. Die Rendite von zehnjährigen US-Treasurys sank von 3,35 % vor der ersten Runde der quantitativen Lockerung auf knapp über 2 % Ende 2008. Die Frage ist, wie viel davon auf Geldpolitik beruhte und nicht auf Wirtschaftsschwäche, Deflationsangst und Flucht in die Sicherheit, die sämtlich auch ohne künstliche Eingriffe Abwärtsdruck auf die Renditen ausübten. Wichtig wäre zudem zu wissen, ob die Wirkung von Dauer war – Anfang 2009 begannen die Treasury-Renditen wieder zu steigen, sodass manche Kritiker sagten, das Programm habe nur kurz Wirkung gezeigt. Ebenfalls wichtig zu wissen wäre, wie die Auswirkungen auf die Zinsen von stärker risikobehafteten Papieren aussahen, die für private Investitionsentscheidungen relevanter sind. Und letztlich geht es natürlich immer um die Auswirkungen auf Beschäftigung und Wirtschaftswachstum.

Wer Antworten auf diese Fragen geben will, hat keine Wahl, als sie aus unterschiedlichen Quellen zusammenzusetzen – ähnlich wie ein Kind, das einen Turm aus Legosteinen baut. Um die Auswirkungen der Fed-Käufe von zehnjährigen Treasurys und hypothekenbesicherten Wertpapieren abzuschätzen, vergleichen Politik-Analysten die Rendite dieser Wertpapiere vor und nach der Ankündigung dieser Maßnahmen. Als Nächstes untersuchen sie die Reaktion der Zinsen von Unternehmensanleihen auf die Veränderungen bei den Treasury-Renditen. Und um zuletzt die Auswirkungen auf Produktion und Beschäftigung zu ermitteln, geben sie die veränderten Renditen der Unternehmensanleihen in ein umfassendes Modell für die ganze Volkswirtschaft ein.

Als Erstes muss man sich also die Zinsen für zehnjährige US-Treasurys in der Zeit um die geldpolitischen Ankündigungen herum ansehen. Bei einem kurzen Betrachtungszeitraum – nur einen Tag vor und nach der Ankündigung zum Beispiel – ist plausibel, dass sich die beobachtete Zinsveränderung allein durch die Ankündigung statt durch Störfaktoren an anderen Tagen erklären lässt. Joseph Gagnon und drei Kollegen von der Federal Reserve haben diesen Ansatz zur Bewertung der ersten Runde der quantitativen Lockerung genutzt – sie verglichen die Zinsen direkt vor und nach ihrer Ankündigung.[8] Demnach ging die Rendite von zehnjährigen Treasurys um etwas mehr als 100 Basispunkte zurück.[9] Um einen Effekt in derselben Größenordnung zu erzielen, hätte die Fed ansonsten die Federal Funds Rate um volle 200 Basispunkte senken müssen – was natürlich nur dann möglich gewesen wäre, wenn sie nicht ohnehin schon bei Null gelegen hätte.

Zudem fielen die Renditen für zehnjährige Treasurys noch stärker als die für zweijährige. Dies spricht dafür, dass die Ankündigung hauptsächlich deshalb wirkte, weil sie erwarten ließ, dass die Fed Wertpapiere mit langer Laufzeit vom Markt nehmen würde; die Anleger scheinen skeptisch gewesen zu sein, dass sich der Offenmarktausschuss mit der Ankündigung seines Wertpapier-Kaufprogramms darauf festlegte, auch die Leitzinsen längere Zeit über niedrig zu halten. Denn wenn sie das geglaubt hätten, hätte die Ankündigung auf kürzerfristige Zinsen ähnlich stark wirken müssen. Dies passt zu der Ansicht, dass QE1 nur begrenzte Auswirkungen auf die Erwartungen für die zukünftige Fed-Politik hatte, weil der Umfang des Programms begrenzt war.

In einer späteren Studie konnten Arvind Krishnamurthy und Anna Vissing-Jorgensen neben QE1 auch QE2 analysieren.[10] Sie untersuchten die Zinsen nicht nur für US-Staatsanleihen, sondern auch für hypothekenbesicherte Wertpapiere und Unternehmensanleihen, die große Bedeutung für Immobilienkredite und Investitionen von Unternehmen haben. Außerdem verglichen sie die Stunden und Minuten unmittelbar vor und nach der jeweiligen Ankündigung. Die Beschränkung auf diesen kürzeren Zeitraum macht noch unwahrscheinlicher, dass die beobachteten Zinsveränderungen durch andere Faktoren verzerrt sind.[11]

Wie Krishnamurthy und Vissing-Jorgensen feststellten, ließen QE1 und QE2 die Zinsen für zehnjährige Treasurys und auch für andere relativ sichere Papiere fallen. Noch wichtiger: QE1, in dessen Verlauf die Fed mehr

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

als eine Billion Dollar an Schuldpapieren mit Hypotheken-Bezug kaufte, drückte zugleich die Renditen von riskanten hypothekenbesicherten Wertpapieren und in geringem Ausmaß auch die von Unternehmensanleihen.[12] QE2 dagegen, das sich auf Käufe von Staatsanleihen beschränkte, hatte auf hypothekenbesicherte Wertpapiere kaum Auswirkungen, und auf Unternehmensanleihen gar keine. Dies könnte erklären, warum sich die Fed bei QE3 wieder auf hypothekenbesicherte Papiere konzentrierte – und warum sich der Wohnimmobilienmarkt im Jahr 2013 erholte.

Als die Fed sichere Papiere kaufte, konnte sie damit also vor allem deren Zinsen drücken. Als sie riskante Papiere kaufte, was sie nur sporadisch tat, weil das politisch umstritten war, konnte sie dadurch vor allem die Renditen für riskante Papiere nach unten treiben. In beiden Fällen hatte sie wenig Erfolg damit, mit ihren Käufen zu signalisieren, dass sie die Leitzinsen längere Zeit über niedrig halten würde, oder für steigende Inflationserwartungen zu sorgen. Allerdings haben Krishnamurthy und Vissing-Jorgensen einige Belege für Veränderungen bei den Preisen für inflationsindexierte US-Staatsanleihen (Treasury Inflation Protected Securities – TIPS) gefunden, was für einen leicht positiven Effekt bei den Inflationserwartungen spricht. Auch sehen sie Anzeichen dafür, dass die QE-Ankündigungen leicht negativ auf die kurzfristigen Treasury-Zinsen wirkten, was dafür spräche, dass Anleger sie als Signal für eine längere Zeit mit niedrigen Leitzinsen verstanden. Offenbar konnte die Fed Anleger umso mehr davon überzeugen, dass sie ihren Kurs fortzusetzen bereit war, je öfter sie ihre Lockerungspolitik wiederholte. Dennoch unterschritten die Inflationserwartungen weiterhin das Fed-Ziel von 2 %. Im Rückblick ist klar, dass umfangreichere Käufe und mutigere Aussagen besser gewesen wären. Angesichts des politischen Drucks sollte es dazu jedoch nicht kommen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zuletzt kann man auch ein Modell der Volkswirtschaft verwenden, um damit eine Wiederholung der Geschichte ohne die Käufe der Fed zu simulieren. Janet Yellen, damals Fed-Vizepräsidentin, berichtete Anfang 2011 von einer solchen Analyse mithilfe des internen Wirtschaftsmodells der Fed.[13] Demnach wäre die Arbeitslosigkeit ohne QE1 und QE2 um 1 bis 1,5 Prozentpunkte höher gewesen und die Zahl der Stellen im Privatsektor um ungefähr zwei Millionen niedriger.

Die Verbindungen zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft gehören wie erwähnt nicht zu den Stärken dieser Art von Modellen. Aber die

genannten Schätzungen sind die besten, die wir haben. Wenn man sie zusammen mit den Analysen zu den Auswirkungen der fiskalischen Stimulierung betrachtet, sieht es so aus, als wäre der Rückgang der Arbeitslosenquote von 10 % im Oktober 2009 auf 7,5 % Anfang 2013 hauptsächlich auf das Eingreifen der Politik zurückzuführen. Wie Mervyn King behauptet hatte, hat sie also tatsächlich eine weitere Große Depression verhindert. Sie hat verhindert, dass die Arbeitslosigkeit dauerhaft 10 % überstieg.

Gleichzeitig hätte die Politik jedoch noch mehr tun können. Dass sie darauf verzichtete, erklärt zu großen Teilen, warum der Aufschwung anschließend weiterhin enttäuschend blieb.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Teil IV
Ein nächstes Mal verhindern

Kapitel 22
Wall Street und Main Street

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wie schon bei Roosevelt bestand auch die Reaktion der Obama-Regierung auf die Krise in weitaus mehr als nur dem Einsatz von fiskal- und geldpolitischen Werkzeugen: Hinzu kam eine beeindruckende Reihe von Initiativen, die auf einzelne Sektoren abzielten, von Wohnimmobilien und Autos bis zu Finanzdienstleistungen.[1]

Konkret waren die Versuche der Regierung Obama, in Not geratenen Hausbesitzern Hilfe bei der Bedienung ihrer Hypotheken zu leisten, jedoch ein schwacher Abklatsch von dem, was in den 1930er-Jahren mit der Home Owner's Loan Association erreicht wurde. Veränderungen bei Finanzierungen für Wohnimmobilien hatten es in der Zwischenzeit schwieriger gemacht, Hypotheken zu restrukturieren, ohne entweder dem Bankensystem oder den Steuerzahlern hohe Verluste aufzubürden, was weder politisch noch wirtschaftlich infrage kam. Der Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act von 2010 war nicht einmal annähernd so ambitioniert wie der Glass-Steagall Act von 1934. Indem sie ihre geld- und fiskalpolitischen Werkzeuge mit mehr Erfolg einsetzten, konnten die politischen Entscheidungsträger in der jüngsten Krise das Schlimmste verhindern. Doch indem sie es verhinderten, ließen sie zu, dass sich die Interessengruppen, die zuvor vom Finanzsystem profitiert hatten, neu organisieren konnten. Dadurch sorgten sie letztlich dafür, dass der Druck zu wirklich grundlegenden Reformen schwand.

Auf dem Höhepunkt im Jahr 2005 hatte der Wohnbau 6 % des BIP in den USA ausgemacht; anschließend fiel sein Anteil auf 2 %. Natürlich geht die Bauaktivität in Rezessionen immer rapide zurück. Beunruhigend aber war, dass der schwache Wohnbau jetzt anhaltend als Belastung wirkte, obwohl sich der Rest der Wirtschaft zu erholen begann.

Um die ausbleibende Erholung am Bau zu erklären, verwiesen Beobachter auf den enormen Boom vor 2006 und die außergewöhnliche Schwere der Rezession, die den Pool an potenziellen Hauskäufern austrocknen ließ. Probleme im Bankensystem und an den Verbriefungsmärkten machten es schwierig, den Bau von neuen Eigenheimen und Apartmenthäusern zu finanzieren. Hypotheken-Kreditgeber, die zuvor mit laxen Standards gearbeitet hatten, neigten jetzt zum gegenteiligen Extrem. Aufsichtsbehörden verschärften ihre Überwachung der Praktiken bei der Kreditvergabe.

Vor allem aber waren bis Anfang 2009 volle vier Millionen der insgesamt 60 Millionen amerikanischen Hausbesitzer mit Hypotheken mit ihren Zahlungen in Rückstand geraten, sodass ihnen eine Zwangsversteigerung drohte. Man musste schon ein ziemlich optimistisches Gemüt haben, um angesichts dieses über dem Markt hängenden riesigen Schattenbestands in ein neu zu bauendes Eigenheim zu investieren. Weitere 10 bis 15 Millionen Haushalte waren mit Hypothekenschulden belastet, die jetzt den Wert ihrer Häuser überstiegen. Noch waren sie nicht in Zahlungsrückstand, aber es bestand stets das Risiko, dass sie die Zahlungen einstellen würden, sodass ihre Häuser ebenfalls auf die Liste der Immobilien im Besitz von Banken gekommen wären. Zu den Belastungen für den Bausektor kamen noch die Verluste der Banken hinzu. Obendrein verloren manche Wohnviertel allgemein an Attraktivität, weil sie voller leer stehender und ungepflegter Häuser waren. Und vor allem gab es die Entwurzelung und das Leid von Familien, die ihr Zuhause verloren.

In den 1930er-Jahren hatte die Home Owner's Loan Corporation dabei geholfen, diese Probleme abzumildern.[2] Dieses Mal aber gab es keine HOLC. Stattdessen antwortete die Regierung Obama mit einer Reihe von begrenzten Initiativen, die nicht einmal ihre eigenen bescheidenen Erwartungen erfüllten. Das Home Affordable Modification Program (HAMP) sollte finanzielle Anreize für Banken und Hypothekenverwalter bieten, die Zinsen für die vier Millionen Hausbesitzer zu senken, die ihre monatlichen Raten nicht mehr zahlen konnten. Wer als Anbieter die Bedingungen für das Programm erfüllte, bekam eine Vorabprovision von 1000 Dollar und weitere bescheidene Zahlungen, wenn der Kreditnehmer keine Raten schuldig blieb. Doch bis Ende 2013 waren darüber nur 1,3 Millionen Hypotheken angepasst worden, und die Regierung hatte nicht einmal ein Viertel des TARP-Geldes ausgegeben, das für diesen Zweck vorgesehen war.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das parallele Home Affordable Refinance Program (HARP) war darauf ausgelegt, weiteren fünf Millionen Hausbesitzern, denen nicht unmittelbar eine Zwangsversteigerung drohte, eine Refinanzierung zu ermöglichen. Um dafür infrage zu kommen, mussten die Hypotheken zuvor von Freddie Mac oder Fannie Mae gekauft worden sein, was insofern kein großes Hindernis darstellte, als die beiden Gesellschaften inzwischen ohnehin die Mehrzahl der Eigenheimkredite in den USA besaßen oder garantierten. Weniger praktisch aber war, dass Ed DeMarco, der Fannie und Freddie als unabhängiger Verwalter sanieren sollte, sich weigerte, dabei mitzumachen. Bis Mitte 2011 konnte mit dem Programm dadurch nicht einmal einer Million Hausbesitzer geholfen werden, und bis Ende 2013, volle sechs Jahre nach Beginn der Krise, hatten weniger als drei Millionen Gebrauch davon gemacht. Darüber hinaus gab es Initiativen für Kredite für arbeitslose Hausbesitzer und Transfers an die Bundesstaaten, mit denen sie eigene Programme gegen Zwangsversteigerungen finanzieren sollten. Doch davon konnte nur weniger als jeder dreißigste Betroffene profitieren, während es in den 1930er-Jahren jeder zehnte gewesen war.

Die Politik hatte sowohl mit moralischen als auch mit finanziellen Zwickmühlen zu kämpfen. Ein enges Programm, das nur auf Hausbesitzer mit Zahlungsrückständen abzielte, hätte diejenigen belohnt, die ihre Zahlungen eingestellt hatten – mit den Steuergeldern von denjenigen, die ebenfalls in Schwierigkeiten waren, aber trotzdem weiter ihre Schulden bedienten. Auf der anderen Seite wäre ein Programm für all jene 20 Millionen Hausbesitzer, deren Hypothekenlast den Wert ihrer Häuser überstieg, schnell so teuer geworden, dass es politisch verheerend gewirkt hätte.

Alternativ hätte das Zwangsversteigerungsproblem durch Gesetzesänderungen angegangen werden können. Richter hätten das Recht bekommen können, in privaten Insolvenzverfahren auch Hypotheken zu restrukturieren, so wie sie schon andere Schulden restrukturieren durften.[3] Als Senator hatte Obama Gesetzesinitiativen in dieser Richtung begonnen, und als Präsidentschaftskandidat unterstützte er sie. Für Obama als Präsidenten aber hätten sie Verluste für die Banken bedeutet, die lieber weitermachen und so tun wollten, als ob nichts wäre – sie hofften, ihre Problemkredite würden schon zurückgezahlt werden, wenn sich der Immobilienmarkt irgendwann erholte. Manche Kredite würden vielleicht heruntergeschrieben werden müssen, doch die Banken wollten diese Verluste lieber erst später realisieren, wenn sich ihr Zustand gebessert hätte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Und trotz der Rettungen hatten die Banken immer noch eine mächtige Lobby. Lokale Banken kämpften gegen Gesetze, die Insolvenzrichtern erlaubt hätten, sich in ihre Hypotheken-Portfolios einzumischen, so wie sie in den 1930er-Jahren gegen eine Einlagensicherung gekämpft hatten.[4] Dies weckte Zweifel daran, ob ein Gesetz zur Autorisierung von Richtern zur Restrukturierung von Hypotheken die nötige Drei-Fünftel-Mehrheit im Senat bekommen hätte. So oder so hätte eine Politik, die hohe Verluste für die Kreditgeber bedeutet hätte, die Strategie des Finanzministeriums zur Sanierung des Finanzsystems untergraben, die darauf basierte, dass die Banken mit neuen Gewinnen allmählich wieder gesunden sollten. Minister Geithner wandte sich gegen jegliche Eingriffe, die Verluste für die Banken mit sich gebracht hätten. Dem Senat wurde unter der Hand mitgeteilt, dass eine Insolvenzreform für das Finanzministerium keine Priorität habe, und Gesetzesinitiativen in dieser Richtung starben einen schnellen Tod.

Manche Beobachter sagen, der Unterschied zu den 1930er-Jahren habe im damaligen entschlossenen Handeln zur Lösung der Bankenkrise gelegen. Indem er die Bankenschließung ausrief, unterkapitalisierte Institute dauerhaft schloss und nur ausreichend kapitalisierte Institute wieder öffnen ließ, so heißt es, habe FDR das Bankensystem ausreichend gestärkt, sodass es Verluste durch eine ambitionierte Initiative zur Hypotheken-Restrukturierung verkraften konnte.[5] Dies ist, wie bereits erklärt, nicht korrekt. Das Wichtigste, was FDR tat, war, dem System Zeit für eine Abkühlung zu verschaffen, beruhigende Worte zu äußern und der Fed über den Emergency Banking Act die Möglichkeit zu geben, als Kreditgeber der letzten Instanz aufzutreten. Damals wie in der neueren Krise waren die Banken zu schwach, als dass die Regierung sie hätte zwingen können, hohe Verluste auf sich zu nehmen. Zur Erinnerung: Die Home Owner's Loan Corporation kaufte nur solche Hypotheken, die von den Finanzinstituten bereitwillig abgegeben wurden.

Tatsächlich konnte die HOLC jedem zehnten Hausbesitzer helfen, ohne dass enorme Kosten für den Staatshaushalt entstanden und ohne dass Banken und anderen Hypotheken-Kreditgebern hohe Verluste aufgebürdet wurden, weil sich die Hilfen auf Zinserleichterungen beschränkten. Dies war tatsächlich alles, was viele Hausbesitzer brauchten, denn angesichts von Anzahlungen in Höhe von 50 % waren trotz des steilen Preisrückgangs bei Häusern nur wenige von ihnen überschuldet. 2009

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

dagegen war das bei weitaus mehr Hausbesitzern der Fall, weil ihre Anzahlungen weitaus niedriger gewesen waren. Das machte eine Lösung für die Zwangsversteigerungskrise sehr viel schwieriger.[6]

Zuletzt wurden Restrukturierungen auch durch die höhere Komplexität der modernen Hypothekenfinanzierung erschwert. Anleger, die eine Hypothek gekauft hatten, konnten bis zu 40 % Verlust machen, wenn das damit finanzierte Haus zwangsversteigert wurde – so hoch waren die Kosten dafür, die Bewohner zu räumen, die Immobilie aufzuhübschen und auf den Markt zu bringen. Also hatten sie einen Anreiz, zumindest einer gewissen Nennwert-Reduzierung zuzustimmen, damit Kreditnehmer in ihrem Haus bleiben konnten. Jedoch hatten es die Besitzer der Häuser nicht direkt mit den Hypotheken-Anlegern zu tun, sondern mit Verwaltungsgesellschaften mit der Aufgabe, die monatlichen Zahlungen einzusammeln, wenn sie geleistet wurden, und eine Zwangsversteigerung einzuleiten, wenn sie ausblieben. Ihnen fehlte es an Kompetenz für eine Restrukturierung von Hypotheken, wie spätere Fälle mit verlorenen Papieren und reihenweise Kommunikationsfehlern bewiesen. Und die Aussicht auf eine HAMP-Zahlung von 1000 Dollar war für sie kein besonderer Anreiz, diese Kompetenz zu entwickeln.

Im Prinzip war dies ein Problem, das der öffentliche Sektor hätte lösen können. In den 1930er-Jahren beschäftigte die Regierung 20.000 Spezialisten für die Verwaltung der HOLC und die Aufsicht über Hypotheken-Restrukturierungen. Im jüngeren Fall hätte man angesichts der höheren Komplexität von Hypotheken-Finanzierung noch mehr Fachkräfte gebraucht. Jetzt aber gab es verbreitetes Misstrauen gegenüber einem mächtigen Staat und damit auch Widerstand dagegen, etwas Ähnliches noch einmal zu tun.

Die Große Depression und die Bankenkrise führten zur Verabschiedung des Glass-Steagall Act, zur Einrichtung der Securities and Exchange Commission und der Federal Deposit Insurance Corporation sowie zu Maßnahmen zur Stärkung der Befugnisse der Fed, als Kreditgeber der letzten Instanz zu agieren. Durch diese Reformen wurden nicht alle Spuren des früheren Banken- und Finanzsystems getilgt, denn die USA hatten immer noch eine große Zahl von Banken; nur dass ihnen jetzt eine große Zahl von Regulatoren gegenüberstand. Der Schatten der Geschichte war

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

zu lang, als dass es anders hätte sein können. Doch mit der Schaffung der Einlagensicherung, der Etablierung eines echten Kreditgebers der letzten Instanz und der strikteren Regulierung von Banken und Wertpapiermärkten zogen die politischen Entscheider die richtigen Konsequenzen. Indem sie das Vertrauen ins Banken- und Finanzsystem stärkten und die Möglichkeiten zum Eingehen von Risiken begrenzten, läuteten sie etwas ein, das sich dann als beispielloses halbes Jahrhundert der Finanzstabilität erweisen sollte.

Dieses Mal aber waren die Finanzreformen weniger weitreichend. Die wichtigste Erklärung dafür war, wie oben angedeutet, ausgerechnet der Erfolg der Politik bei ihren Bemühungen, das Schlimmste zu verhindern. Dank der Lehren aus den 1930er-Jahren wurde eine wirtschaftliche Misere im Ausmaß der Großen Depression abgewendet. Durch die Depression waren frühere Finanzarrangements in Misskredit geraten – die Implosion war so vollständig, dass man mit radikalen Reformen kein großes Risiko mehr einging. Die späteren Rettungen von Bear Stearns, AIG, Citigroup und Bank of America sowie die Pleite von Lehman Brothers waren ohne Frage ein Schock. Doch dieser Schock verblasst im Vergleich zu der Katastrophe des Jahres 1933, als das Banken- und Finanzsystem geschlossen war, die Grundlage für den Währungsstandard ausgesetzt wurde und die wirtschaftliche Aktivität zum Stillstand kam. In einer derart verheerenden Lage konnten Reformgegner kaum noch argumentieren, dass einschneidende und grundlegende Reformen etwas schlechter machen würden.[7]

Der zweite Faktor, der grundlegenderen Reformen im Stil der 1930er-Jahre im Weg stand, waren Größe und Komplexität des modernen Finanzsystems. Aufgrund der Komplexität von Megabanken wie Citigroup, Bank of America und Wells Fargo war eine Aufspaltung leichter gesagt als getan, egal wie sehr ihre Befürworter das Gegenteil versicherten. Nicht nur waren diese großen Banken noch im Geschäft, sie waren, durch die von den Behörden organisierten Zwangsheiraten, sogar noch größer geworden. Und es gab eine größere Bandbreite an Finanzinstituten und Instrumenten, die vom regulatorischen Netz erfasst werden mussten, darunter Hedgefonds, Versicherungen und Geldmarktfonds. Weil die Zahnräder des Finanzsystems ineinandergriffen, hätten radikale Reformen der Regeln für den einen Bereich unbeabsichtigte Auswirkungen auf andere haben können. Wenn man zum Beispiel Geldmarktfonds verpflichtet hätte, kostspieliges Kapital vorzuhalten, hätten sie ihre Renditen verringern

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

müssen. Anleger hätten sie dann gemieden, was die Fonds gezwungen hätte, ihre Käufe von Commercial Paper einzuschränken. Reformen bei den Regeln für Geldmarktfonds hätten also negative Auswirkungen auf den Markt für Commercial Paper haben und den Betrieb des Finanzsystems als Ganzes beeinträchtigt.

Ähnlich machte auch die Existenz einer großen Vielfalt an Derivativen die Bemühungen komplizierter, den Handel mit ihnen verpflichtend auf Clearinghäuser und Börsen zu verlagern. Bei leicht zu standardisierenden Wertpapieren wäre das durchaus möglich gewesen, bei anderen aber nicht. Nicht klar war dabei, ob einen solchen Schritt eher diejenigen Derivate überleben würden, die vor allem von Farmern zur Absicherung von Risiken verwendet wurden, oder eher diejenigen, mit denen hauptsächlich Spekulanten agierten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zudem werden Derivate nicht nur in den USA, sondern international gehandelt. In der Welt der 1930er-Jahre mit ihren Kapitalverkehrskontrollen war es nationalen Behörden noch möglich gewesen, unilateral vorzugehen. Wenn jetzt aber andere Länder bei der Straffung der Regulierung nicht mitzogen, hätten Transaktionen und die dahinterstehenden Institutionen einfach ins Ausland abwandern können, so wie AIG Financial Products schon vor der Krise weggezogen war. Auch die 6,2 Milliarden Dollar Handelsverlust, den das Chief Investment Office von JPMorgan im Jahr 2012 verursachte, wurden im Ausland gemacht. Bruno Iksil, der dafür unmittelbar verantwortliche Händler bei JPMorgan, sei nicht deshalb als »London Whale« bezeichnet worden, weil er in Philadelphia gearbeitet habe, schreibt dazu der frühere Senator Ted Kaufman, ehemaliger Stabschef von Joe Biden und kein Freund der Finanzdienstleistungsbranche.[8]

Gleichzeitig war auch der Regulierungsapparat komplexer geworden. In den USA gab es nicht weniger als sieben unterschiedliche Bankenregulatoren, jeder mit eigenem Zuständigkeitsbereich. Lobbyarbeit durch Aufseher wie Beaufsichtigte machte es schier unmöglich, radikale Reformen wie die Schaffung einer konsolidierten Bankenregulierung durchzusetzen. Zudem gab es mit dem Basler Abkommen jetzt internationale Standards für Kapital und Liquidität, die auch die USA beachten mussten. Verglichen mit 1933 gab es schlicht mehr unverrückbare Gegebenheiten. Inkrementelle Reformen waren noch möglich, doch radikale wurden von allen Seiten ausgebremst.

Im Jahr 1933 hatte es mit Carter Glass und Henry Steagall zwei angesehene Kongressführer gegeben, jetzt aber gab es mit dem Abgeordneten Barney Frank und dem Senator Christopher Dodd zwei nicht weniger effektive Führungspolitiker. Frank, Vorsitzender des Finanzdienstleistungsausschusses im Repräsentantenhaus, hatte – selbst gemessen an Standards des Kongresses – ein überdimensioniertes Ego. Er neigte zu starken Aussagen und schlechten Witzen, war sich seines Rufs als schnellster Denker im Parlament bewusst und schreckte auch nicht davor zurück, seine Kontrahenten niederzumachen. Aber er war in der Lage, komplexe technische Themen zu verstehen, und hatte die Gabe, umstrittene Gesetze durch den Ausschuss zu bringen. Dodd, Vorsitzender des Bankenausschusses im Senat, hatte im Jahr 2008 mit verheerendem Ergebnis versucht, zum Präsidentschaftskandidat für die Demokraten zu werden, und als »Freund von Angelo« Hypothekenkredite für seine Häuser in Washington und im Bundesstaat Connecticut von Countrywide Financial erhalten. Aber er war entschlossen, einen parteiübergreifenden Kompromiss zu erzielen, und als »Lame duck«-Senator, der schon bekannt gegeben hatte, im Januar 2010 nicht zur Wiederwahl anzutreten, sah er in einer erfolgreichen Finanzreform seine Chance, ein politisches Vermächtnis zu hinterlassen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Ergebnis war der Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act von 2010, der das System stärken statt stürzen sollte. In seinem Zentrum standen Maßnahmen zur Verschärfung der Kapital- und Liquiditätsvorschriften, zur Einrichtung einer Regulierungsstelle mit Verantwortung für systemische Stabilität und zum Schutz von Verbrauchern. Durch das Gesetz wurden Kapitalanforderungen auf der Ebene der Bank-Holdinggesellschaften statt nur der Geschäftsbankentöchter angewendet, um Tricksereien durch die Holdings zu begrenzen. Für Banken mit Finanzderivaten im Bestand wurden höhere Kapitalanforderungen vorgeschrieben. Das Volumen des vorzuhaltenden Kapitals wurde allgemein erhöht.

Nach einer längeren Kommentierungsfrist veröffentlichten die Regulierungsbehörden Regeln zur Umsetzung dieser Vorgaben. Banken wurde vorgeschrieben, Eigenkapital in Höhe von 7 % ihrer risikogewichteten Aktiva vorzuhalten.[9] Um die Möglichkeiten von international aktiven Banken einzuschränken, Risikogewichtungen zu manipulieren und Aktiva aus ihren Bilanzen zu verlagern, wurde für sie eine ungewichtete Leverage Ratio (Verschuldungsquote) von 5 % definiert, die Positionen außerhalb der

Bilanz mit umfasst (bei den acht größten Bankengruppen ist sie mit 6 % sogar noch strenger). Große Banken wurden davon in Kenntnis gesetzt, dass für sie abhängig von ihrer systemischen Bedeutung Aufschläge auf die Kapitalanforderungen gelten, die später noch spezifiziert würden.[10]

Das mögen Schritte in die richtige Richtung gewesen sein, doch es bedeutete immer noch weniger Kapital und mehr Hebelung, als viele für vernünftig hielten. Bei der Verschärfung der Kapitalanforderungen waren Fed, FDIC und Währungskommissariat jedoch durch den Widerstand der lokalen Banken eingeschränkt, die warnten, deutlich höhere Anforderungen könnten sie aus dem Geschäft drängen. Bei den Kapital- und Liquiditätsvorschriften für die größten Banken wiederum ließen sich die Aufseher von Warnungen beeinflussen, strengere Anforderungen würden die Chancen von US-Banken im internationalen Wettbewerb verringern. All diese Fragen waren enorm komplex, was es der Öffentlichkeit schwierig machte, den Lobbyisten etwas entgegenzusetzen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Auch die Einrichtung einer Aufsichtsbehörde, die nicht nur für die Gesundheit einzelner Finanzinstitute, sondern für die Stabilität des Gesamtsystems zuständig sein sollte, war leichter gesagt als getan. Zwar bot sich offensichtlich an, diese Aufgabe der Fed zuzuweisen, doch die war nicht eben die beliebteste staatliche Stelle. Das Thema kam im März 2009 auf, gerade als öffentlich wurde, dass die vor Kurzem gerettete AIG Financial Products 73 wichtigen Mitarbeitern Halteboni von bis zu 6,4 Millionen Dollar zahlte. Das Geld für die Rettung hatte die Fed zur Verfügung gestellt. Sie wusste von den Bonuszahlungen, hatte aber keine Möglichkeit, sie zu verhindern – behauptete sie jedenfalls. Später kam noch heraus, dass man AIG erlaubt hatte, mit dem Rettungsgeld auch Verbindlichkeiten gegenüber Goldman Sachs zu 100 Cent je Dollar zu begleichen. Dieser Tatsache war sich die Fed nicht nur bewusst: Sie hatte sogar die Anwälte von AIG aufgefordert, die internen SEC-Memos, mit denen diese Zahlungen autorisiert wurden, nicht öffentlich zu machen.

Vor diesem Hintergrund war es politisch undenkbar, der Fed zusätzliche Befugnisse zu verleihen, egal wie sinnvoll das gewesen wäre. Die neue Macht beim Finanzministerium anzusiedeln, wäre allerdings auch nicht populärer gewesen. Ermutigt von Sheila Bair, entschied sich Frank als Weg des geringsten Widerstands für einen Ausschuss. Der Financial Stability Oversight Council, wie er genannt wurde, bestand aus der Fed und acht weiteren Regulierern, den Vorsitz bekam der Finanzminister.[11]

Ausschüsse arbeiten langsam und tun sich oft schwer, entschiedene Maßnahmen zu ergreifen. Der Oversight Council brauchte zwei Jahre, um mit AIG und General Electric Capital zwei Finanzunternehmen, die keine Banken waren, als systemisch wichtig zu erklären und der systemweiten Aufsicht zu unterstellen.[12] In dieser Hinsicht war es ungeschickt, sich statt für einen einzelnen Regulierer für Systemstabilität für einen Ausschuss zu entscheiden. Dieses Ergebnis zeigt erneut, wie Zufälle – hier der Zeitpunkt der Bonuszahlungen bei AIG – langfristig bedeutende Folgen haben können.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Chris Dodd erkannte rasch, dass die Idee einer Kommission für die Sicherheit von Finanzprodukten für Verbraucher politischen Gewinn versprach, und stellte sich hinter sie. Ähnlich sahen auch Frank und das Weiße Haus sie als Möglichkeit, zumindest symbolisch etwas für die Konsumenten zu tun. Die Einrichtung des Consumer Financial Protection Bureau wurde vorangetrieben von Elizabeth Warren, einer unermüdlichen Rechtsprofessorin von der Harvard University, die aus Oklahoma stammte und auf persönliches Insolvenzrecht spezialisiert war. Warrens Einsatz war so wirkungsvoll, dass deregulierungsfreudige Republikaner ihre Berufung zur Leiterin der neuen Behörde verhinderten. Die weitere Entwicklung barg eine gewisse Ironie, denn Warren beschloss nach ihrer Ablehnung, im Jahr 2012 als progressive Demokratin für den Senat anzutreten, in den sie dann auch gewählt wurde.

Das neue Büro bekam die Aufgabe, Schluss zu machen mit rücksichtslosen und missbräuchlichen Praktiken wie undurchdringlichen Hypotheken-Dokumentationen oder Vorabgebühren für Schuldenerleichterungsangebote, aus denen dann nie etwas wurde. Wieder leisteten die lokalen Banken Widerstand, und zwar mit der Begründung, sie hätten derartige Praktiken nie genutzt, und die Einmischung der Verbraucherschutzbehörde würde ihnen das Leben schwerer machen. Doch die Unterstützung war zu breit, als dass sich diese Pläne hätten verhindern lassen. Schon bald klagte die Finanzdienstleistungslobby darüber, dass das Büro in seinen Prüfungsteams Strafrechtler einsetze und die Aushändigung sämtlicher internen Compliance-Dokumente verlange, auch wenn die vom Anwaltsgeheimnis geschützt seien – zweifellos ein Zeichen, dass die neue Behörde schnell aktiv geworden war.

Das zweite große Thema auf der Agenda war die Regulierung von Derivaten. Zur Rettung von AIG war die Regierung durch deren 446 Milliar-

den Dollar an bilateralen Credit Default Swaps gezwungen gewesen, bei denen Zahlungsausfälle zum Zusammenbruch von Gegenparteien hätten führen können. Reformer schlugen jetzt vor, Transaktionen in solchen Instrumenten auf die Börsen zu verlagern, wo sie gegeneinander saldiert und elektronisch abgerechnet werden könnten, was das Volumen der offenen Positionen begrenzt hätte. Ein prominenter Anhänger dieser Idee war Gary Gensler, derselbe Gary Gensler, der einst der jüngste Banker war, der je zum Partner bei Goldman Sachs ernannt wurde, und der in seiner Zeit als Finanzstaatssekretär in der Regierung Clinton den Commodity Futures Trading Act zur Deregulierung des Handels mit Credit Default Swaps betreut hatte. Doch die Krise hatte seine Augen geöffnet, und als Vorsitzender von Obamas Commodity Futures Trading Commission setzte er sich jetzt dafür ein, den Handel mit Derivaten an elektronische Börsen zu bringen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der Handel an Börsen hätte jedoch niedrigere Gebühreneinnahmen für die Banken bedeutet. Er hätte erfordert, Derivate zu standardisieren, und somit das Geschäft mit ihren maßgeschneiderten Varianten beendet. Der nicht unbedingt befriedigende Kompromiss bestand letztlich darin, die Abwicklung von Derivate-Transaktionen nicht auf Börsen, sondern auf Clearinghäuser zu verlagern. Von den Finanzinstituten selbst organisierte Clearinghäuser waren vor der Schaffung der Federal Reserve die wichtigste Methode gewesen, um Zahlungen zwischen Banken abzurechnen und Zahlungsausfälle abzuwickeln. Nach diesem Modell konnte man jetzt alle Institute, die über ein Clearinghaus Derivate kaufen oder verkaufen wollen, zum Einzahlen einer Sicherheitsleistung verpflichten. Diese Sicherheiten konnten dann dazu dienen, andere Gegenparteien auszuzahlen, wenn eine von ihnen ihre Verpflichtungen nicht erfüllen konnte.

Das Problem dabei war, dass Clearinghäuser Risiken nicht nur verteilen, sondern auch konzentrieren: Wenn mehrere Mitglieder gleichzeitig scheitern, kann auch das Clearinghaus selbst zahlungsunfähig werden, sodass es gerettet werden muss. In ihrer derzeitigen Form könnte diese Reform also darauf hinauslaufen, dass nur noch mehr Institutionen entstehen, die zu groß zum Scheitern sind. Ob das ein Schritt nach vorne ist, wird sich erst noch zeigen müssen.

Die übrigen Änderungen konzentrierten sich auf die Schließung der regulatorischen Lücken, die durch die Krise zutage getreten waren. Durch den

Dodd-Frank Act entstand ein Federal Insurance Office im Finanzministerium, das die Versicherungsbranche beobachten und zukünftige Fälle wie AIG möglichst verhindern sollte. Ebenso wurde zur Überwachung der Ratingagenturen ein Office of Credit Ratings innerhalb der SEC geschaffen.[13] Von der Federal Reserve verlangte das Gesetz, jährliche Stresstests bei Bank-Holdinggesellschaften mit Gesamtaktiva von mindestens 50 Milliarden Dollar vorzunehmen.[14] Der Wirkungskreis der Regulierung wurde vergrößert, indem Hedgefonds verpflichtet wurden, sich bei der SEC zu registrieren, und eine Ausnahmeregelung für Anlageberater mit weniger als 15 Kunden aufgehoben wurde.[15] All das waren sinnvolle Maßnahmen, doch von einer Revolution waren sie weit entfernt.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Außerdem wäre noch zu erwähnen, was in Dodd-Frank alles nicht enthalten war. Das Problem »zu groß zum Scheitern« wurde nicht gelöst, weder durch eine Aufspaltung von Banken noch durch ein Verbot von riskanten Investitionen nach der Art des Glass-Steagall Act.[16] Stattdessen ließ man zu, dass die sechs größten Banken – JPMorgan, Goldman Sachs, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo und Morgan Stanley – bis Ende 2013 gegenüber 2008 und 2009 als dem Höhepunkt der Krise noch einmal um 37 % größer wurden. Mit dem Dodd-Frank Act wurde die FDIC zwar zu geordneten Abwicklungen autorisiert, bekam also das Recht, den Aktionären und Anleihebesitzern von gescheiterten Instituten Verluste aufzuzwingen. Doch allein die formale Befugnis dazu bedeutet nicht, dass eine Behörde davon auch Gebrauch macht, vor allem nicht, wenn es dadurch zu Marktstörungen und einer Ansteckung von anderen Finanzinstituten kommen könnte. Die Tatsache, dass es große, grenzüberschreitend tätige Finanzinstitute gibt, bedeutet, dass für eine geordnete Abwicklung eine enge Zusammenarbeit von Gerichten und Aufsichtsbehörden in mehreren Ländern erforderlich ist, um ein ungeordnetes Jagen nach den verbleibenden Werten zu verhindern, wie es nach der Pleite von Lehman Brother zu beobachten war. Einfach einer US-Behörde die Befugnis zu geordneten Abwicklungen zu geben, ändert nichts an dieser Problematik.

Eine ähnliche Vorschrift im Dodd-Frank Act verlangt von mehr als 100 großen Finanzinstituten, ihren Regulierern »Testamente« vorzulegen, in denen sie beschreiben, wie ihr Geschäft im Fall eines Scheitern abgewickelt werden kann. In den ersten dieser Dokumente, eingereicht im Jahr 2012, beschrieben die Banken hoffnungsfroh, wie ihre unterschiedlichen Divisionen reibungslos an Konkurrenten verkauft werden könnten. Aller-

dings sagten die Pläne nichts darüber aus, wer diese Aktivitäten in einer Krise von einer zusammengebrochenen Megabank kaufen würde. Damit gaben sie angesichts der Unsicherheit über die Folgen wenig Anlass zu der Hoffnung, dass die Regulierer gewillt sein würden, eine große Bank tatsächlich sterben zu lassen. Politiker sprachen viel über das Problem *too big to fail* und versprachen wortreich, es zu beenden, doch die Realität sah anders aus.

Die Alternative dazu wäre »zu sicher zum Scheitern« gewesen. Banken, die Einlagen annehmen, hätten in »Narrow Banks« umgewandelt werden können, denen nur sichere und liquide Investitionen erlaubt sind. Man hätte eine strenge Version des Glass-Steagall Act, wie von Warren gefordert, wieder einführen können. Doch erneut wäre eine so radikale Reform zu viel verlangt gewesen. Stattdessen gab sich die Regierung Obama mit dem zufrieden, was später nach seinem Fürsprecher, dem früheren Fed-Vorsitzenden Paul Volcker, als Volcker-Regel bekannt wurde: Nur der Handel auf eigene Rechnung statt im Kundenauftrag oder zur Absicherung von Risiken wurde den Banken verboten. Für die Regierung war das eine Möglichkeit, den Anschein zu erwecken, sie greife hart durch. Im Januar 2010 hatte es einen Überraschungssieg von Scott Brown bei der Sonderwahl für den Nachfolger des verstorbenen Senator Edward Kennedy gegeben, der ihn zum ersten Republikaner seit vier Jahrzehnten machte, der den Bundesstaat als Senator vertrat. Für den Präsidenten war das Anlass genug, um eine stärker populistische, bankenfeindliche Position einzunehmen.[17] Die Volcker-Regel war ein Mittel zu diesem Zweck.

Zweifelhaft war jedoch, genau wie bei den geordneten Abwicklungen und den Banken-Testamenten, die Wirksamkeit der Regel. Um die Einwände der Finanzdienstleistungsbranche zu berücksichtigen und die erforderliche sechzehnte Senatsstimme – von keinem anderen als dem neuen Senator Brown – zu gewinnen, wurde sie verwässert.[18] Eigenhandel wurde nicht vollständig verboten, sondern Banken durften immer noch bis zu 3 % ihre Eigenkapitals in solche Geschäfte investieren. Ohnehin war unklar, wie man die Linie zwischen zulässiger Absicherung und Marktpflege auf der einen und spekulativem Handel auf eigene Rechnung auf der anderen Seite ziehen sollte. Die 6,2 Milliarden Dollar Verlust, die JPMorgan durch die Wetten seines Londoner Wals verlor, zeigten, wie uneindeutig solche Unterscheidungen ausfallen können: JPMorgan bezeichnete die Geschäfte als »legitime Operationen zur Portfolio-Absicherung«, die nicht gegen die

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Volcker-Regel verstoßen hätten. Ein Inspektor des Währungskommissariats als der blamierten Aufsichtsbehörde dagegen tat sie als »›zusammengesetzte Absicherung‹ der Sorte Pseudo-Voodoo-Zauberei« ab.[19]

Die Erfahrung der 1930er-Jahre spricht dafür, dass radikale Reformen nur nach einer außergewöhnlichen Krise möglich sind. Ohne eine solche Krise geht das Geschäft bald wieder weiter wie gewohnt, und radikale Reformen, die das verhindern würden, haben keine Chance. Bei einer außergewöhnlichen Krise dagegen kommt der normale Geschäftsablauf von selbst eine Zeit lang zum Stillstand. Das Problem nach 2009 war, wenn man das als Problem bezeichnen möchte, dass es der Politik so gerade eben gelungen war, eine Krise wie in den 1930er-Jahren zu verhindern. Es gab also immer noch normales Geschäft zu erledigen. Von radikalen Reformen, die gewohnte Praktiken im Bankwesen gestört hätten, konnte man folglich behaupten, sie würden die Erholung gefährden, die langsam in Gang kam. Damit blieb nur die Stärkung des bestehenden Systems statt seiner Abschaffung. Und der inkrementelle Charakter des Reformprozesses, der nur langsam vorankam, während die Regulatoren neue Regeln zur Umsetzung der Dodd-Frank-Vorgaben vorschlugen, gab Interessengruppen wie insbesondere der Banken-Lobby die Möglichkeit, sich neu zu formieren und gegen einschneidendere Reformen mobil zu machen.

Radikale Reformen wie in den 1930er-Jahren mögen grundsätzlich richtig gewesen sein, erwiesen sich aber als in der Praxis nicht möglich.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 23
Normalisierung in einer unnormalen Wirtschaft

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Jahr 1936 begann sich Franklin D. Roosevelt Sorgen zu machen, weil das Haushaltsdefizit der USA auf bis dahin beispiellose 4,3 Milliarden Dollar angeschwollen war. Auf Drängen seiner Regierung stimmte der Kongress höheren Steuern für Haushalte mit Einkommen über 100.000 Dollar und für Unternehmen mit nicht ausgeschütteten Gewinnen zu. Im Jahr 2011 begann sich Barack Obama Sorgen zu machen, weil das Haushaltsdefizit der USA das dritte Jahr in Folge über 1,2 Billionen Dollar lag. Als Reaktion darauf handelte Obama Anfang 2013 eine Einigung mit dem Kongress aus, die höhere Steuern für das eine Prozent der Amerikaner mit Einkommen von mehr als 400.000 Dollar vorsah. Bei der Einigung ließ man zudem frühere Senkungen der Lohnsteuern auslaufen, sodass der von Arbeitern bezahlte Steuersatz von 4,2 auf 6,2 % hochschnellte und das Nettogehalt für eine US-Familie mit 50.000 Dollar Jahreseinkommen um 1000 Dollar abnahm. Zusammen mit diesen Schritten kam das »Sequester«, mit dem der Rüstungsetat und die nicht zwingenden Ausgaben außerhalb dieses Bereichs um pauschal 8,5 % verringert wurden.[1]

Roosevelts Steuererhöhungen waren nicht der einzige und nicht einmal der wichtigste Grund für die Verlangsamung der Wirtschaft, die dann in den letzten Monaten des Jahres 1937 in einer Rezession mündete. Wichtiger war, wie in Kapitel 18 dargestellt, dass es den Geldpolitikern nicht gelang, diesem kontraktionären Effekt etwas entgegenzusetzen. Ebenso wenig waren die haushaltspolitischen Maßnahmen der Regierung Obama und des Kongresses, zu denen noch ein Rückgang der Ausgaben durch das Ende der Stimulierung von 2009 bis 2011 hinzukam, die vollständige Erklärung dafür, dass die Erholung nach der Großen Rezession enttäuschend verlief: Ebenfalls wichtig war das Versäumnis der Fed, mehr zu tun, um diesen negativen Impuls auszugleichen; stattdessen begann sie sogar, über eine Straffung ihrer Geldpolitik zu sprechen.

In beiden Fällen aber lag ein wichtiger Grund für den enttäuschenden Zustand der US-Wirtschaft in dem Wunsch, normale fiskal- und geldpolitische Bedingungen wiederherzustellen, bevor sich die Wirtschaft normalisiert hatte. Als in Europa der Zweite Weltkrieg ausbrach, lag die Arbeitslosenquote in den USA noch immer über 17 %; ohne das zweite Abrutschen in die Rezession 1937 und 1938 wäre sie 5 Prozentpunkte niedriger gewesen.[2] 2013 war die US-Arbeitslosigkeit mit 7,4 % deutlich geringer, was sich durch die politischen Initiativen 2009 bis 2011 erklärte. Trotzdem aber blieb die Erholung in fast jeder Hinsicht enttäuschend. Das Wachstum lag zwischen 2011 und 2013 bei durchschnittlich kaum 2 %, nur halb so viel wie bei sonst typischen Expansionsphasen nach dem Zweiten Weltkrieg. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit beruhte weniger auf besseren Bedingungen am Arbeitsmarkt als auf einer sinkenden Beschäftigungsquote, weil sich entmutigte Werktätige von der Arbeitssuche verabschiedeten.

Es gibt gute Gründe dafür, dass eine Erholung nach einem von einer Finanzkrise ausgelösten Einbruch langsamer verläuft als normalerweise.[3] Finanzkrisen folgen auf Zeiträume, in denen Haushalte in ihrer Euphorie hohe Schulden auf sich nehmen. Beim späteren Prozess des Schuldenabbaus sehen dieselben Haushalte dann der Realität ins Auge und versuchen, diese Schulden abzuarbeiten. Dies hält auch während der Erholung an, was die Konsumausgaben begrenzt. Gleichzeitig begrenzen die Banken, die noch dabei sind, ihr Kapital wieder aufzubauen und ihre Bilanzen zu reparieren, ihre Kreditvergabe.

Dies bedeutet jedoch nicht, dass der enttäuschende Aufschwung nach der Finanzkrise 2008/09 unvermeidlich gewesen wäre. Wenn der Privatsektor mit Schuldenabbau beschäftigt ist und deshalb weniger ausgibt, kann der öffentliche Sektor mehr ausgeben. Wenn Geschäftsbanken weniger Kredite vergeben, kann die Zentralbank mehr Geld verleihen. Dies können die staatlichen Stellen so lange tun, bis der Privatsektor wieder in Gang kommt. Dass im Nachklang einer Krise ungenutzte Ressourcen vorhanden sind, bedeutet, dass es für die Volkswirtschaft Spielraum gibt, sogar noch kräftiger wieder anzuspringen als nach einer ganz normalen Rezession.

Illustrieren lässt sich diese Überlegung mit dem von Roosevelt herbeigeführten Aufschwung: Von 1933 bis 1937 nahm das reale BIP der USA mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 8 % zu, obwohl die Finan-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

zen der Haushalte und das Finanzsystem schwer angeschlagen waren. Das soll nicht heißen, dass die USA auch ab 2009 ein so beeindruckendes Wirtschaftswachstum hätten erreichen können. Zu mehr wären sie jedoch gewiss in der Lage gewesen.

FDR wusste, dass zusätzliche Staatsausgaben gebraucht wurden, um die weggefallenen privaten zu ersetzen. Im Jahr 1936 drückte er es sehr direkt so aus: »Niemand schafft leichtfertig eine Belastung für das Einkommen einer Nation. Aber dieser enger werdende Teufelskreis unseres sinkenden Nationaleinkommens musste einfach durchbrochen werden. [...] Nachdem alles andere gescheitert war, haben wir die letztendliche Verantwortung der Regierung akzeptiert und Geld ausgegeben, als niemand sonst mehr Geld zum Ausgeben hatte.«[4]

Gleichzeitig trennte sich Roosevelt jedoch nie vollständig von seiner Wertschätzung einer soliden Fiskalpolitik oder seinem Glauben an die Analogie zwischen privatem und staatlichem Haushalt. Das Verhältnis von Schulden der Bundesregierung zum BIP der USA betrug 1936 nur 40 %, weniger als halb so viel wie 2010 mit 90 %, doch der Staat war damals auch kleiner und seine Steuereinnahmen, mit denen er Schulden bedienen konnte, waren geringer. Nichts gegen die Probleme zu tun, hätte in den Augen von Roosevelt und seinen Beratern das Vertrauen gefährdet.

Außerdem gab es Argumente für Steuererhöhungen aus Gründen der Gerechtigkeit.[5] Die Reichen hatten in der Depression nicht so schwer leiden müssen wie normale Bürger. Vor diesem Hintergrund war es nur gerecht, so fanden Roosevelt und seine Demokraten-Kollegen, wenn die Wohlhabenden jetzt ihren Anteil zur Finanzierung des New-Deal-Programms trügen, die dieses Unrecht beheben sollten.

Und nicht zuletzt gab es politische Überlegungen. Roosevelt hatte seinen Wahlkampf 1932 mit dem Versprechen eines ausgeglichenen Haushalts geführt. Weil die nächste Wahl nahte, fürchtete er, wenn er dieses Versprechen nicht halten würde, könnte das von seinen politischen Gegnern gegen ihn verwendet werden.[6]

Barack Obama hatte beim Antritt seiner Präsidentschaft dieselben drei Motivationen. Das moralische Argument lautete, dass die obersten ein Prozent ihren Anteil am Nationaleinkommen in den 15 Jahren bis zur Großen Rezession deutlich gesteigert hatten. Reiche mochten in der Krise Kapital-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

verluste erlitten haben, doch in der Erholung 2009 bis 2011 stiegen ihre Einkommen wieder schneller als der Durchschnitt. In den zwei Jahrzehnten bis 2011 erhöhten sich die Realeinkommen des oberen ein Prozent um mehr als 57 %, während es beim untersten Prozent weniger als 6 % waren. Der Wirkung nach vereinte das oberste Prozent fast zwei Drittel der gesamten Einkommenszuwächse auf sich.[7] Also war es nur fair und gerecht, wenn diese Bürger einen entsprechenden Anteil an den Steuerlasten tragen.

Ebenfalls gab es unter Obamas Beratern das Gefühl, dass der Staatshaushalt zur politischen Belastung werden könnte. Die Zugewinne der Tea Party bei den Zwischenwahlen bestätigten diese Befürchtung. In den Augen von Obamas Stabschef Rahm Emanuel und seines leitenden Politikberaters David Axelrod musste der Präsident zeigen, dass er sich um das Defizit kümmerte. Ihre Position spielte Obamas eigener fiskalpolitischen Zurückhaltung und seinem Glauben, die Regierung sei aufgebläht und ineffizient, in die Hände.[8] Sie verstärkte seine Neigung, Ausgabenkürzungen zu akzeptieren, wenn die Republikaner im Gegenzug Steuererhöhungen zustimmen. Leider aber rechnete der Präsident nicht mit der Bereitschaft der Republikaner, sein Angebot anzunehmen, sich aber gleichzeitig zu weigern, irgendetwas dafür zurückzugeben – und auch nicht mit ihrer Bereitschaft, die Wirtschaft von einer Klippe stürzen zu lassen, wenn es hart auf hart kam.

Zuletzt gab es die wirtschaftlichen Argumente. Hohe Defizite mit der Folge nicht mehr tragbarer Schulden hätten die Geschäftsstimmung eintrüben können. Nach der Projektion des unparteiischen Congressional Budget Office von Juni 2010 hätte sich das US-Defizit ab 2014 als Folge von deutlich steigenden Sozialleistungen erhöht, sodass der Anteil der öffentlichen Schulden am BIP stark zugenommen hätte. Also musste etwas getan werden, um die in nicht mehr allzu ferner Zukunft drohenden Gefahren abzuwehren. So argumentierten jedenfalls die Concorde-Koalition, das Committee for a Responsible Federal Budget und die *Fiscal Times*, alle gegründet von Peter G. Peterson, Handelsminister unter Richard Nixon, ehemaliger Chef von Lehman Brothers und Mitgründer der Private-Equity-Gruppe Blackstone. Eine dauerhafte Lösung für diese Probleme erforderte überparteiliche Unterstützung. Und um die Zustimmung der Republikaner für einen mittelfristigen Plan zu bekommen, so argumentierten die politischen Berater des Präsidenten, musste man auch die Bedenken der Opposition bezüglich des unmittelbaren Defizits berücksichtigen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Verantwortung der Regierung abzugeben, »Geld auszugeben, wenn sonst niemand mehr Geld zum Ausgeben hat«, barg die Gefahr, den Aufschwung abzuwürgen und die Wirtschaft zurück in die Rezession zu stürzen. Hier gab es jedoch die Hoffnung, mit Reformen bei Gesundheit und Sozialleistungen eine Quadratur des Kreises zu schaffen. Weniger Staatsausgaben und geringere Defizite zum Beispiel im Jahr 2014 würden ab diesem Zeitpunkt weniger neue Staatsschulden und niedrigere Zinsen bedeuten. Abwärtsdruck auf die zukünftigen Zinsen wiederum würde auch Abwärtsdruck auf die aktuellen Zinsen auslösen, weil Anleger stets nach vorne blicken – in der Erwartung höherer Kurse für Treasury-Anleihen würden sie schon heute zu kaufen beginnen und so die aktuellen Zinsen sinken lassen. Jegliche negativen Auswirkungen aktueller Ausgabenkürzungen auf den Aufschwung würden also teilweise durch die positiven Auswirkungen ausgeglichen, die sich aus niedrigeren Ausgaben in der Zukunft, erreicht durch geringere Zinslasten, ergeben.

Dieser Mechanismus war bei der Erholung nach der Rezession 1991 und 1992 ein entscheidender Faktor gewesen: Die Bekehrung von Präsident Clinton zur Haushaltskonsolidierung unter der Anleitung von Robert Rubin als dem Leiter des National Economic Council hatte genau einen solchen von niedrigen Zinsen getragenen Aufschwung ausgelöst. Haushaltskonsolidierung, die auf die Zinsen drückte, trug dazu bei, Investitionen und Wachstum zu fördern. Die Ehemaligen der Regierung Clinton, die jetzt das Weiße Haus unter Obama bevölkerten, blickten voller Nostalgie auf diese Zeiten zurück.

Klar sollte jedoch gewesen sein, dass ihre Logik eine Schwäche hatte: Die Zinsen waren bereits so weit gefallen, wie sie nur konnten. Die Rezession nach der Krise 2008/09 unterschied sich grundlegend von der Rezession, von der sich die USA im Jahr 1993 erholten. Die Wirtschaft war jetzt in eine Liquiditätsfalle geraten. Die Zinsen konnten mit Versprechen über in Zukunft niedrigere Defizite nicht weiter gedrückt werden. Selbst zusammen mit einer glaubwürdigen Verpflichtung auf eine zukünftige Verringerung des Haushaltsdefizits konnte eine Verringerung des Defizits den Aufschwung jetzt nur behindern.[9]

Im Rückblick scheint dieser Haken an der Sache geradezu schreiend offensichtlich. Die Frage ist nur, warum er nicht schon damals erkannt wurde.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Schon Anfang 2009 – noch während also über den Zuschnitt des Konjunkturpakets zur Bekämpfung der Großen Rezession diskutiert wurde – drängten einflussreiche Stimmen innerhalb der Regierung den neuen Präsidenten dazu, seine Entschlossenheit zur Senkung des staatlichen Defizits zu signalisieren. Schon in der Übergangszeit setzte sich der designierte Finanzminister Geithner dafür ein, das Defizit auf 3 % des BIP zu verringern; 3 % waren der magische Grenzwert für fiskalische Besonnenheit, den die Europäer in ihrer Weisheit im Maastrichter Vertrag über die Einführung der Wirtschafts- und Währungsunion verewigt hatten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bald wurde Geithner von der Problemen der Banken und ihren Stresstests abgelenkt, sodass die Rolle des obersten Haushaltskonsolidierers Peter Orszag zufiel, dem an der Princeton University und an der London School of Economics ausgebildeten Ökonomen, der mit Rubin als Berater schon im Weißen Haus unter Bill Clinton gearbeitet hatte. In einem Fachaufsatz aus dem Jahr 2004 hatten Orszag, Rubin und der Ökonom Allen Sinai argumentiert, dass die negativen Auswirkungen von Haushaltsdefiziten und demnach auch die Vorteile von zukünftiger Konsolidierung hauptsächlich auf ihrem Einfluss auf die Stimmung beruhen. Mit anderen Worten: Selbst in einem Umfeld mit Zinsen nahe an 0 %, in dem das Versprechen zukünftiger Ausgabensenkungen die Zinsen nicht mehr weiter drücken konnte, sollte es wie in den Clinton-Jahren trotzdem positive Auswirkungen auf die Unternehmensinvestitionen geben können, weil Anleger sich dadurch optimistischer und sicherer fühlten. Diesen Aufsatz verfassten Orszag, Rubin und Sinai, bevor es tatsächlich zu einem Umfeld mit Zinsen nahe null kam, doch was sie sagen wollten, ist klar. »Laut der konventionellen Ansicht«, so schrieben sie,

> »führen anhaltende Haushaltsdefizite zu einer Verringerung der nationalen Ersparnisse, was die inländischen Investitionen verringert und die Kreditaufnahme aus dem Ausland erhöht. Zinsen spielen eine entscheidende Rolle dafür, wie sich die Wirtschaft anpasst. Die Verringerung der nationalen Ersparnisse führt zu einem Anstieg der inländischen Zinsen, was die Investitionen dämpft und Kapital aus dem Ausland anzieht. [...] Die negativen Auswirkungen von dauerhaften Haushaltsdefiziten könnten jedoch durchaus größer sein und plötzlicher auftreten, als traditionelle Analysen erwarten lassen. Erhebliche Defizite, die weit in die Zukunft fortgeschrieben werden, können zu grundlegenden Verschiebungen der Markterwartungen und damit

zusammenhängend zu einem Vertrauensverlust im In- wie im Ausland führen. Die ungünstigen dynamischen Effekte, die darauf folgen können, werden bei der konventionellen Analyse von Haushaltsdefiziten weitgehend, wenn nicht sogar vollständig, außer Acht gelassen.«[10]

Von seinem Posten im White House Office of Management and Budget aus argumentierte Orszag jetzt, dass genau ein solcher Vertrauenseffekt gebraucht werde, um mehr Investitionen anzuschieben. Die richtige Methode dafür sollte eine Art Anzahlung für die Haushaltskonsolidierung sein, bei der jedes Ministerium gebeten wird, sein laufendes Budget um 100 Millionen Dollar zu kürzen.

Dieser Glauben an schwer zu greifende Vertrauenseffekte hätte Henry Morgenthau gut gefallen, wurde aber nicht von allen Wirtschaftsberatern von Präsident Obama geteilt. Im besonderen Maß galt das für Lawrence Summers, den Leiter des National Economic Council, und für Christina Romer, Vorsitzende des Council of Economic Advisors. Investitionen und Wachstum hängen nicht nur vom Vertrauen in die Zukunft ab, sondern auch von den aktuellen Bedingungen, betonte Summers. Und Romer warnte vor verfrühter Haushaltskonsolidierung nach dem Muster der Maßnahmen, die zum Mitauslöser für die Rezession 1937 und 1938 wurden.[11]

Doch Orszags unparteiische, leidenschaftslose Analyse im Stil von Rubin gefiel Obama, der ihm im Mai 2009 den Auftrag gab, ein Memo zu den mittelfristigen Optionen in der Haushaltspolitik zu erarbeiten. Keine dieser Optionen wurde sofort umgesetzt, doch der Kampf des OMB-Direktors für mittelfristige Konsolidierung war ein Hindernis für ein zweites Konjunkturpaket, als im Verlauf des Jahres deutlich wurde, dass die Arbeitslosigkeit schneller zunahm als erwartet. Zugleich wurde Orszags Betonung von mittelfristiger Konsolidierung mit zur Grundlage für die verhängnisvollen Verhandlungen zwischen Weißem Haus und den Kongressführern über eine Verringerung des Defizits im Jahr 2011.

Auch Emanuel und Axelrod waren im Frühjahr 2009 besorgt, dass die Defizite zur politischen Belastung werden könnten. Im Herbst nahmen ihre Sorgen weiter zu, als die Demokraten die Kontrolle über die Parlamente in den Bundesstaaten New Jersey und Virginia verloren. Offenbar kam die republikanische Rhetorik gegen einen mächtigen Staat bei den unabhängigen Wählern gut an. Es kam zu einer Gegenbewegung gegen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

die Antikrisenmaßnahmen der Regierung einschließlich des Konjunkturpakets, genährt von der Beobachtung, dass die Finanzbranche ungeschoren davonkam. Die Banken waren gerettet worden, die Boni wurden weitergezahlt, und es gab kaum Beispiele für ein juristisches Vorgehen gegen die Missetäter.

Hinzu kam die Tatsache, dass das Konjunkturpaket nicht so gut wirkte wie versprochen. Die Arbeitslosenquote stieg über den von Romer und Jared Bernstein prognostizierten Höchstwert von 8 %. Der Hauptgrund dafür mag zwar gewesen sein, dass die Wirtschaft schneller schrumpfte, als irgendjemand im Jahr 2008 erkannt hätte, also nicht etwa, dass die Stimulierung selbst nicht richtig wirkte. Doch diese Unterscheidung war für Nicht-Ökonomen schwierig zu verstehen und für Ökonomen schwierig zu erklären. Als die Arbeitslosigkeit sogar über den Wert stieg, den Obamas Berater ohne Stimulierung vorhergesagt hatten, konnten die Kritiker behaupten, die defizitfinanzierten Ausgaben seien nicht nur wirkungslos, sondern kontraproduktiv. Dieses Argument mag ökonomisch gesehen falsch gewesen sein, politisch aber entfaltete es große Wirkung.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zusätzlich gab es 2010 bereits Anzeichen für Verbesserungen in der Wirtschaft. Die Arbeitslosigkeit war mit mehr als 9 % zwar noch hoch, doch immerhin wuchs das BIP wieder. Im ersten Quartal des Jahres nahm es um 3,9 % zu, was für die Expansionsphase im Konjunkturzyklus nicht untypisch ist und den Anschein erweckte, es sei ein gefahrloser Umstieg auf Haushaltskonsolidierung möglich. In Europa hatte man weniger als in den USA dafür getan, die Probleme des Bankensektors zu lösen, und die neue griechische Regierung von George Papandreou hatte soeben verkündet, dass die fiskalische und finanzielle Situation im Land noch schlimmer war, als bis dahin zugegeben. Hier verschlechterten sich die Bedingungen zu dieser Zeit noch weiter.[12] Doch die Tatsache, dass sich Griechenlands strukturelle und politische Probleme in einem riesigen, zuvor versteckten Haushaltsloch manifestierten, stärkte nur die Vermutung, dass die eigentliche und drängende Gefahr in staatlicher Ausgabenfreude liege. Als Politiker aus Europa und den USA Anfang 2010 zu ihrem Gipfeltreffen in Iqalut zusammenkamen, stimmten ihre Interessen bezüglich Haushaltskonsolidierung überein.

Es lässt sich auch nicht von der Hand weisen, dass Präsident Obamas Unerfahrenheit als Taktiker den Umstieg auf Sparpolitik beschleunigt hat.[13] Obama ging davon aus, dass er und die Führung des Repräsentan-

tenhauses eine Einigung finden würden, in der er für sein Angebot moderater Etatkürzungen die Zustimmung der Republikaner zu moderaten Steuererhöhungen bekäme. Auf dieser Basis hätten die beiden Seiten dann einen Plan für die mittelfristige Fiskalpolitik entwerfen können. Bei diesem Ansatz hatte er jedoch nicht mit dem Aufkommen der Tea Party und oder mit dem republikanischen Politiker John Boehner gerechnet, der sich verpflichtet fühlte, etwas für seine Partei zu tun. Im Winter und Anfang des Frühjahrs 2011 wurde über immer neue Resolutionen zur Aufrechterhaltung der Arbeitsfähigkeit der US-Regierung verhandelt. Dabei lehnte Boehner nicht nur jegliche Steuererhöhungen ab, sondern brachte Forderungen nach immer höheren Ausgabenkürzungen an den Verhandlungstisch und drohte, die Regierung lahmzulegen, wenn sie ihnen nicht zustimmte. Auf diese Weise ließ das Weiße Haus zu, dass die Republikaner im Repräsentantenhaus die Diskussion so prägen konnten, dass es darin nur noch um die Höhe der Ausgabenkürzungen ging.

Eine Art Höhepunkt dieser Entwicklung war der Budgetvorschlag, der im April 2011 von Paul Ryan eingereicht wurde, damals Vorsitzender des Haushaltsausschusses im Repräsentantenhaus. Als früherer Redenschreiber für den Abgeordneten Jack Kemp wollte Ryan sich jetzt selbst einen Namen als wichtigster Haushaltsspezialist der Kammer machen. Sein Vorschlag mit dem Titel »Der Weg zur Prosperität« sah zusätzliche 6,2 Billionen Dollar an Ausgabenkürzungen über zehn Jahre vor. Wie genau diese Kürzungen aussehen sollten, ließ er weitgehend offen. Wenn etwas klar war, dann dass das Bundesbudget vor allem durch die Verschiebung von Medicare-Ausgaben auf Bürger und Bundesstaaten geschont werden sollte, was politisch aussichtslos war. Doch das änderte nichts daran, dass Ryan mit seinem Haushaltsentwurf den politischen Wettstreit darum beherrschte, wer die höchsten Kürzungen verlangt.

Dies war die Ausgangslage für die Verhandlungen über die Schuldenobergrenze im Sommer 2011, also über das maximale Volumen an Staatsanleihen, die das Finanzministerium emittieren darf. In der Praxis bedeutete eine Erhöhung der Schuldenobergrenze lediglich, dem Finanzministerium zu erlauben, Rechnungen zu bezahlen, die bei der Regierung schon eingegangen waren. Doch für die Unterhändler der Republikaner bot sie eine weitere Möglichkeit, Druck auszuüben. Ohne Anhebung des Limits

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

hätte die Regierung einen Teil ihrer Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllen können. Das Finanzministerium hätte entscheiden müssen, wer bezahlt wird und wer nicht. Beispielsweise hätte es beschließen können, die Inhaber von US-Staatsanleihen gegenüber staatlichen Auftragnehmern zu bevorzugen. Doch auch das hätte das Vertrauen der Anleihenbesitzer wohl kaum gestärkt. Wenn Argumente über die Bedeutung von Vertrauen à la Orszag tatsächlich eine Rolle spielen, dann in diesem Zusammenhang.

Mitglieder der Tea Party wiederum waren nur zu gern bereit, eine technische Zahlungsunfähigkeit der USA zu erzwingen. Nicht zu bezahlen, war eine garantiert wirksame Methode, um die Staatsausgaben zu senken, und für die Tea Party war dies das Einzige, worauf es ankam; auch dadurch bekam die Republikaner-Führung zusätzliche Verhandlungsmacht. Ihre Position lautete, dass jedem Dollar Anhebung der Schuldengrenze ein Dollar an zukünftigen Ausgabenkürzungen gegenüberstehen müsse.

Um es kurz zu machen: Am Ende hat das Weiße Haus kapituliert. Das tat es in Form einer Einigung, erarbeitet von den Führungen von Repräsentantenhaus und Senat, die Ausgaben über einen Zeitraum von zehn Jahren um insgesamt 1,2 Billionen Dollar zu verringern.[14] Ebenfalls vereinbart wurde die Einrichtung eines »Superausschusses« aus zwölf Mitgliedern des Kongresses, formal bezeichnet als Joint Select Committee on Deficit Reduction, der weitere 1,2 Billionen Dollar an Kürzungen zur Genehmigung durch Repräsentantenhaus und Senat vorlegen sollte. Für den Fall, dass der Superausschuss bis Ende November keine Einigung fand, sollten ab 2013 pauschale Kürzungen einsetzen, von denen nur Sozialleistungen und Gehälter für das Militär ausgenommen waren.

Die Idee dahinter war, die Kürzungen so schmerzhaft und ineffizient zu gestalten, dass der Ausschuss gar keine andere Wahl hatte, als sich zu einigen. Wie sich zeigte, konnte er diesem vermeintlich unwiderstehlichen Druck jedoch sehr wohl widerstehen. Die Drohung, russisches Roulette mit der amerikanischen Volkswirtschaft zu spielen, war unwirksam, wenn man bedenkt, dass es bei den Republikanern einen populistischen Flügel gab, der nur zu gern bereit war, auf eine leere Trommel zu hoffen. Die Besetzung der Superausschusses reichte vom Abgeordneten Chris Van Hollen aus Maryland, einem engen Verbündeten von Nancy Pelosi, der Mehrheitsführerin im Repräsentantenhaus, und eingeschworenem Unterstützer von Sozialprogrammen, bis zu Senator Pat Toomey aus Pennsyl-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

vania, einem früheren Händler von Währungsswaps bei Morgan, Grenfell & Co., Sprecher der Tea Party und strikter Gegner einer höheren Schuldengrenze. Vor diesem Hintergrund ist nicht unbedingt überraschend, dass das Gremium keine Einigung finden konnte. Also trat ab 1. März 2013 das Sequester in Kraft: eine pauschale Kürzung von nicht zwingenden Ausgaben für zivile Zwecke sowie beim Militär um jeweils 8,5 %.

Das soll nicht heißen, dass das Weiße Haus, wie das Haus Bourbon, nichts gelernt hätte. Ende 2012, als die unter Bush eingeführten Steuererleichterungen vor dem Auslaufen standen, zog es eine rote Linie: unter keinen Umständen wollte man einer Verlängerung für das oberste Prozent der Einkommensbezieher zustimmen. Gleichzeitig aber hörte die Regierung auf den Ruf nach allgemein höheren Einkommenssteuern, der von Personen kam, die sich Sorgen um die längerfristige Solvenz der Sozialversicherungssystems machten.

Das strukturelle Haushaltsdefizit der USA (aus dem die Auswirkungen des Konjunkturzyklus herausgerechnet sind) verringerte sich im Jahr 2012 um 1,75 % des BIP, weil die Konjunkturstimulierung zu Ende ging; 2013 waren es, als Folge von Steuererhöhungen und Sequester, noch einmal 2,5 % des BIP. Der Internationale Währungsfonds, sonst nicht unbedingt ein Fan von hohen Staatsausgaben, kritisierte das Tempo der Defizitverringerung als übertrieben und warnte, dass es die USA im Jahr 2013 zwischen 1,33 und 1,75 % Wachstum kosten könne.[15] Der Aufschwung nach der Finanzkrise verlief weiterhin enttäuschend, dies aber nicht etwa deshalb, weil eine Enttäuschung unvermeidlich gewesen wäre. Zu diesem Schluss kann man jedenfalls dann kommen, wenn man nicht der Meinung ist, dass eine unvermeidliche Folge von Finanzkrisen dysfunktionale politische Verhandlungen und Entscheidungen sind.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Normalerweise hätte man an diesem Punkt vermutet, dass die Fed, die sich der zunehmend dämpfenden Ausrichtung der Fiskalpolitik bewusst war, etwas unternehmen würde, um diesen Effekt auszugleichen oder abzumildern. Dem Federal Reserve Board war dieses Problem ohne Frage bekannt, denn in seinem »Report on Monetary Policy«, der dem Kongress im Juli 2013 vorgelegt worden war, hatte es selbst darauf hingewiesen.[16]

Doch die Umstände des Jahres 2013 waren nicht normal. Die Federal Funds Rate war bereits auf 0 bis 0,25 % gesenkt worden und damit so nie-

drig, wie sie nur sein konnte. Das FOMC gab seine Absicht zu erkennen, die Zinsen so niedrig zu lassen, bis die Arbeitslosenquote wieder unter 6,5 % und die für in ein bis zwei Jahren erwartete Inflation mindestens einen halben Prozentpunkt über dem Zielwert von 2 % liegen würden. Auch sein umfangreiches Kaufprogramm setzte der Offenmarktausschuss fort; er kaufte hypothekenbesicherte Wertpapiere im Volumen von 40 Milliarden Dollar und lang laufende Treasurys für 45 Milliarden Dollar pro Monat. Zusätzlich investierte er auch die Rückzahlungen für fällig werdende Hypotheken-Papiere und Staatsanleihen wieder am Markt. Er signalisierte, diese Politik fortzusetzen, bis sich die Aussichten am Arbeitsmarkt verbessern. Die Fed tat also schon eine Menge. Tatsächlich wurde sie von konservativen Kreisen dafür kritisiert, zu viel zu tun.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Trotzdem hätte die Zentralbank noch mehr tun können. Sie hätte ihre Käufe von hypothekenbesicherten Wertpapieren und Treasurys erhöhen können. Sie hätte das Toleranzband um ihr Inflationsziel von 2 % herum über den halben Prozentpunkt hinaus verbreitern können. Sie hätte das Inflationsziel selbst anheben können. Das zu tun, wäre eine Abkehr von geldpolitischen Konventionen gewesen, doch ein unkonventionelles Vorgehen wäre angesichts von hartnäckig hoher Arbeitslosigkeit, anhaltend enttäuschendem Wachstum und deutlichem Kontraktionsdruck auf die Wirtschaft durch die Haushaltskonsolidierung durchaus vertretbar gewesen. Umfangreichere Wertpapierkäufe oder ein Inflationsziel von 3 % wären nicht so radikal gewesen wie Roosevelts Entscheidung, den Goldstandard aufzugeben und in großem Umfang Gold aufzukaufen. Seine Abkehr vom Goldstandard und die Aufforderung an die Bürger, ihr Gold gegen die Papierwährung einzutauschen, war eine revolutionäre Veränderung in der Praxis der Geldpolitik. Zusätzliche Wertpapierkäufe und selbst ein höheres Inflationsziel wären im Vergleich dazu kaum der Rede wert gewesen.

Ein Teil der Erklärung für die unterschiedlichen Ergebnisse liegt in Unterschieden beim Prozess der Entscheidungsfindung. Im Jahr 1933 konnte ein Mann allein darüber entscheiden, den Goldstandard auszusetzen, nämlich der Präsident – seine Partei kontrollierte damals beide Kammern des Kongresses und war bereit, seine Exekutivanweisungen mitzutragen. Also konnte FDR entschlossen handeln. Ab Oktober konnte er mithilfe der Reconstruction Finance Corporation so viel Gold kaufen, wie er wollte, und musste sich dabei nur mit seinen vertrauten Beratern Henry Mor-

genthau und Jesse Jones absprechen. Morgenthau wiederum konnte die Geldmenge über das Gold-Sterilisierungsprogramm des Finanzministeriums so steuern, wie er es für richtig hielt. Nur wenige im Kongress beschwerten sich darüber, dass die Exekutive Befugnisse an sich gerissen hatte, die eigentlich bei der Federal Reserve angesiedelt waren. Ganz im Gegenteil: Einflussreiche Stimmen von Elmer Thomas abwärts drängten den Präsidenten dazu, alles Nötige zu tun, um eine noch stärker expansionäre Politik zu verfolgen. Die katastrophalen Fehlgriffe der Fed hatten ihren Ruf nicht eben verbessert und die öffentliche und politische Unterstützung für ihre Unabhängigkeit in der Geldpolitik nicht eben gestärkt. Im Jahr 2013 dann mahnten einflussreiche Stimmen, mit ihren unkonventionellen Maßnahmen – beispielsweise den Käufen von hypothekenbesicherten Wertpapieren zur Stützung des Wohnimmobilienmarktes – überschreite die Fed ihr Mandat zur Erhaltung der Preisstabilität. Vor dem Hintergrund dieser Beobachtung stellten die Kritiker die Unabhängigkeit der Fed in Frage. Das Geschehen 80 Jahre zuvor ist eine Erinnerung daran, dass eine Zentralbank ihre Unabhängigkeit auch dann aufs Spiel setzt, wenn sie ihr – explizites oder implizites – Mandat außer Acht lässt, sich für einen hohen Beschäftigungsstand einzusetzen.

Im Jahr 2013 wurde die Geldpolitik, anders als 1933, in einem Ausschuss bestimmt, konkret in einem Ausschuss aus sieben Federal-Reserve-Gouverneuren und fünf Präsidenten von Reserve-Banken. Langsame Entscheidungen liegen bei Ausschüssen in der Natur der Sache und für das Federal Open Market Committee gilt das in ganz besonderem Maß. Seine Mitglieder dürfen abweichende Meinungen haben, doch sie sind sich darüber im Klaren, dass zu viele Gegenstimmen Fragen über die Stimmigkeit der Geldpolitik aufwerfen. All das läuft darauf hinaus, dass im FOMC stets Kompromisse angestrebt werden. Das mag gut sein oder schlecht, aber jedenfalls werden Veränderungen der US-Geldpolitik deshalb eher inkrementell vorgenommen, nicht radikal.

Im Sommer 2013 gingen diese inkrementellen Veränderungen in Richtung einer weniger statt stärker akkommodativen Geldpolitik. Vor dem Gemeinsamen Wirtschaftsausschuss des Kongress im Mai und bei der Pressekonferenz nach einer FOMC-Sitzung im Juni signalisierte der Fed-Chef, dass die Zentralbank ihre Wertpapierkäufe zurückfahren und bis Mitte 2014 möglicherweise komplett einstellen werde, obwohl noch kein offener Inflationsdruck und anhaltend schwaches Wachstum zu beobach-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ten waren. Noch blieben die Käufe auf dem alten Niveau, doch schon die kontraktiven Auswirkungen der angekündigten restriktiveren Geldpolitik machten sich sofort bemerkbar.[17] Die Rendite für zehnjährige Treasurys sprang in den zwei Monaten darauf von 2,3 % auf 2,9 %, die Zinsen für über 30 Jahre laufende Hypotheken stiegen von 4 auf 4,5 %, und die Erholung am Häusermarkt verlangsamte sich.

Auslöser für diese Veränderung der geldpolitischen Ausrichtung waren mehrere Faktoren. Beobachter machten sich Sorgen, die niedrigen Renditen auf US-Treasurys würden Anleger dazu bringen, höhere Risiken einzugehen. Sie machten sich Sorgen, die Käufe von hypothekenbesicherten Wertpapieren würden eine neue Runde von Exzessen am Wohnimmobilienmarkt schüren. Solche Warnungen kamen nicht nur von den ewigen Kritikern der Zentralbank, sondern auch von Präsidenten regionaler Reserve-Banken, die zwar ihre Finger am Puls der lokalen Häuser- und Bankenmärkte hatten, sich manchmal aber teils weniger für die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Gesamtwirtschaft interessierten. In einer Rede im Mai 2013 bei der Federal Reserve Bank of Chicago äußerte sich jedoch selbst Bernanke in dieser Richtung. Die Zentralbank achte »sehr genau auf Beispiele für das ›Jagen nach Rendite‹ (bei dem Anleger für höhere Renditen riskantere Investitionen eingehen) und andere Formen der übertriebenen Risikobereitschaft«.[18]

Zudem herrschte unter den FOMC-Mitgliedern Uneinigkeit über die Wirksamkeit der geldpolitischen Stimulierung. Jeffrey Lacker, Präsident der Richmond Reserve, argumentierte, ein weiterer Rückgang um 50 Basispunkte bei den Renditen von US-Staatsanleihen und Hypothekenzinsen würde wenig zu schnellerem Wachstum in einer Volkswirtschaft beitragen, die von einer alternden Bevölkerung und umständlicher Regulierung belastet werde. Im Mai 2013 sagte er, das Wachstum sei zwar zurückgekehrt, scheine »aber zu großen Teilen durch strukturelle Faktoren, die sich mit Geldpolitik nicht ausgleichen lassen, begrenzt zu sein. In dieser Lage sieht das Ergebnis einer Abwägung zwischen Nutzen und Kosten weiterer geldpolitischer Stimulierung nicht vielversprechend aus.« Richard Fisher, als Präsident der Dallas Fed kein stimmberechtigtes Mitglied den FOMC, machte seinen Mangel an offiziellem Einfluss mit einem Überfluss an Metaphorik wett. Ohne glaubwürdige mittelfristige Planung für den Staatshaushalt könne gar kein Vertrauen entstehen und bis dahin könne die »Fed bestenfalls mit einem Seil schieben und schlimms-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

tenfalls Brennholz für Spekulation und schließlich einen massiven Inflationsbrand an Bord aufschichten«.[19] Solche Diagnosen waren dubios, doch die lautstarken Abweichler machten es der Zentralbank schwieriger, ihren Kurs beizubehalten.

Vor allem aber tat die Fed deshalb nicht mehr, weil es ihr zusammen mit anderen politischen Stellen gelungen war, eine weitere Große Depression abzuwenden. Mitglieder des Offenmarktausschusses konnten sich damit trösten, dass es dem Markt für Wohnimmobilien ja schon besser ging. Sie konnten darauf verweisen, dass es keinen Einbruch der Wirtschaftsaktivität wie von 1929 bis 1933 gegeben hatte. Dadurch konnten sie den Kritikern von Zentralbank-Aktivismus Gehör schenken und ihrem Wunsch nach einer konventionelleren Geldpolitik folgen, auch wenn die Lage der Wirtschaft noch längst nicht wieder konventionell war. In den Jahren 2008 und 2009 konnte die Politik in den USA das Schlimmste verhindern, wie ihre Repräsentanten stolz betonten. Doch genau dieser Erfolg sorgte jetzt ironischerweise dafür, dass die Politik eine weniger positive Richtung nahm.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 24
Alles möglichst schwierig machen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Schon die Innenpolitik bedeutete Gegenwind für den Aufschwung in den USA, und auch die Ereignisse im Ausland, nämlich in Europa, waren mit Sicherheit keine Hilfe. Die Eurokrise brach im Jahr 2010 offen aus, also noch bevor die Fiskal- und Geldpolitik in den USA in eine sparsamere Richtung wechselte. Die Konsequenzen waren zuerst und vor allem für die Mitglieder der Europäischen Union katastrophal. Doch sie belasteten auch die Wirtschaftsentwicklung in anderen Ländern, darunter den USA, die selbst noch mit den Nachwirkungen der schwersten Rezession seit 80 Jahren zu kämpfen hatten.

Die Europäer hatten lange daran gearbeitet, alles so schwierig wie möglich zu machen. Sie vernachlässigten Probleme bei ihren Banken. Sie vernachlässigten die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit in den südeuropäischen Ländern. Sie vernachlässigten die chronischen Haushaltsprobleme in Griechenland, das sie in ihrer unergründlichen Weisheit im Jahr 2002 mit in die Eurozone aufgenommen hatten.

Und mit der Einführung des Euro hatten sie sich selbst aller Möglichkeiten für die Lösung dieser Probleme enthoben. Es waren keine nationalen Währungen mehr abzuwerten, denn solche Währungen gab es nicht mehr. Es war nicht möglich, die Abwertungsoption zurückzubekommen, denn es existierten keine Regeln für einen Ausstieg aus der Eurozone. Es gab keine Bankenunion, die ihre Währungsunion flankiert hätte. Ohne einheitliche Bankenüberwachung und ohne Mechanismus zur Abwicklung von strauchelnden Banken gab es keine Möglichkeit, nationale Regulierungsbehörden zu zwingen, insolvente Finanzinstitute zu rekapitalisieren oder zu liquidieren. Es gab keine Verfahren für die Restrukturierung der Schulden von Regierungen in finanziellen Nöten, also kein Insolvenzrecht für Staaten. Es gab keinen Mechanismus für Nothilfen an Regierungen und keinen Konsens über die dafür nötigen politischen Bedingungen.

Es gab nicht einmal Einigkeit darüber, dass die Europäische Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz fungieren und so viel Kredite zur Verfügung stellen sollte, wie gebraucht wurde, um das Finanzsystem zu stabilisieren.

Letzteres hielt die EZB allerdings nicht davon ab, aktiv zu der Krise beizutragen. Den heraufziehenden Sturm ignorierend, erhöhte sie ihren Leitzins im Juli 2008 um 25 Basispunkte auf 4,25 %. Diese Entscheidung war außergewöhnlich destruktiv. Die USA waren seit Ende 2007 in der Rezession, und die Annahme, dass Europa von deren Auswirkungen verschont bleiben würde, war nicht nachvollziehbar. Bei IKB und BNP Paribas waren schon die Probleme durch ihre Spekulationen am Subprime-Markt in den USA erkennbar geworden.[1] Die Immobilienpreise in Irland und Spanien hatten schon ihren Höhepunkt erreicht. Dass Banken in diesen Ländern Probleme bekommen würden, war absehbar, wenn auch vielleicht nicht für die EZB. Das Wachstum von Geld- und Kreditvolumen ließ erkennbar nach. Die Wachstumsrate bei der Geldmenge M3 erreichte Anfang 2008 ihren Höhepunkt, um dann stetig zu sinken, was einen Rückgang bei der Kreditvergabe von Banken an den Privatsektor und beim Wirtschaftswachstum erwarten ließ.

Dies war eindeutig nicht die richtige Zeit für eine Straffung der Geldpolitik. Trotzdem gibt es keine Zweifel darüber, warum sich die EZB trotzdem dafür entschied. Die Gesamtinflation lag damals bei mehr als 3 %, beunruhigend weit oberhalb des Werts von 2 %, den die EZB-Offiziellen als vertretbare Grenze ansahen. Ihr Fehler dabei war, sich auf die Gesamtinflation zu konzentrieren. In der ersten Jahreshälfte 2008 nahm sie aufgrund von steilen Anstiegen bei den Preisen für Rohstoffe und Energie zu, die auf starker Nachfrage aus China und anderen energiehungrigen Schwellenländern beruhten. Doch Rohstoff- und Energiepreise sind volatil. Sie können ebenso schnell fallen, wie sie gestiegen sind, und genau dazu kam es jetzt durch die Verlangsamung der Weltwirtschaft. Letztlich überstieg die monatliche Kerninflation – also der um die vorübergehenden Auswirkungen der schwankenden Rohstoff- und Energiepreise bereinigte Wert – in den Jahren 2007 und 2008 nicht ein einziges Mal die EZB-Grenze von 2 %.

Anders als die Fed beobachtete die EZB schon immer die Gesamtinflation. Im Jahr 2005 betonte ihr Präsident Jean-Claude Trichet, wie wichtig es sei, vor allem mit dieser Kennzahl zu arbeiten. In den USA mit

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ihren flexiblen, dezentralisierten Arbeitsmärkten könnten beispielsweise die Benzinpreise steigen oder fallen, ohne dass dies großen Einfluss auf die Lohnverhandlungen habe. In Europa aber, so erklärte Trichet, würden höhere Preise für Lebensmittel und Energie rasch zu höheren Abschlüssen bei den jährlichen Tarifrunden mit den starken, zentralen Gewerkschaften führen. Dies mache die Gesamtinflation zur relevantesten Kennzahl für die Prognose von zukünftigem Preisdruck. »Kennzahlen für die ›Kerninflation‹ haben sich, zumindest für die Vergangenheit, als nachlaufend erwiesen statt als Frühindikator für die Entwicklung der Gesamtinflation«, formulierte es Trichet. »Es würde nicht angemessen erscheinen, Energie aus dem Preisindex auszuschließen und gleichzeitig andere Posten darin zu behalten.«[2]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im Jahr 2005 mag dieses Argument noch plausibel gewesen sein, 2008 aber sah es anders aus. Das Wachstum ließ nach. Die Arbeitslosigkeit war im Steigen begriffen. Unter diesen Umständen war die Vorstellung, es könne eine Explosion der Lohnforderungen geben, schlicht unrealistisch.

Wenn die Unterscheidung zwischen Gesamt- und Kerninflation für die geldpolitischen Entscheider zu subtil war, dann deshalb, weil sie zu subtil für die Bevölkerung war. Die Öffentlichkeit assoziierte den Euro mit höheren Preisen für wesentliche Güter wie Brot oder Kaffee. Bäckern und Cafés wurde vorgeworfen, die Preise bei der endgültigen Umstellung von Franc oder Lira im Jahr 2002 großzügig aufgerundet zu haben. Der Euro, so lautete die Schlussfolgerung, war eine inflationsgefährdete Währung. Genau zu der Zeit, als er seine schicksalhafte Verteidigung der Gesamtinflation vorbrachte, wurde Trichet von *Paris Match* mit der Aussage belästigt, die Europäer müssten »den Euro als Faktor für Inflation verstehen, nachdem sie gesehen haben, wie der Preis für Brot von 5 französischen Franc auf 1,20 Euro oder für ein Rubbellos von 10 Franc auf 2 Euro gestiegen ist«.[3] Trichet bestand zwar darauf, dass diese Beobachtung übertrieben sei, räumte aber ein, »dass die Vorstellung, der Euro sei inflationsgefährdet, weiter im kollektiven Bewusstsein verwurzelt ist, weil bei seiner Einführung sehr wenige Preise überproportional gestiegen sind«. Angesichts dieses Bewusstseins waren die sehr wenigen Preise zu sensibel, als dass man sie hätte ignorieren können.

In Deutschland mit seiner tiefen Abneigung gegen Inflation wurde die Unterscheidung zwischen Gesamt- und Kerninflation kurzerhand abgetan. Als aus Frankreich stammender erster Präsident der EZB sollte Tri-

chet, bis dahin ein Karriere-Finanzdiplomat, keinen Zweifel daran lassen, dass er geldpolitisches so teutonisch streng ist wie jeder Deutsche – er war dazu sogar so entschlossen, dass er Deutschunterricht nahm. Bedeutender aber war, dass er sich aufgrund dieser Entschlossenheit für das Konzept der Gesamtinflation entschied und dem Ziel Priorität gab, sie unter 2 % zu halten, welche Probleme auch immer im Bankensystem oder in der Volkswirtschaft entstehen mochten.

Nach Lehman Brothers veränderte sich diese Haltung. Selbst die EZB fühlte sich, ungeachtet ihrer grundsätzlichen Abneigung gegen geldpolitischen Aktivismus, zum Handeln genötigt. Dass die Gesamtinflation durch die Krise unter Druck geriet und jetzt in Richtung des Ziels von 2 % fiel, war mit Sicherheit hilfreich. Der EZB-Rat senkte den Leitzins im Oktober, November und Dezember 2008 auf 3,75 %, dann 3,25 % und schließlich auf 2,5 %. Er erweiterte die Liste der Vermögenswerte, die als Sicherheiten für Kreditgeschäfte mit der Zentralbank akzeptiert wurden. Er signalisierte seine Bereitschaft, so viel Liquidität bereitzustellen, wie die Finanzinstitute benötigen.[4] Natürlich lagen die Zinsen in Europa damit, anders als in den USA, immer noch deutlich über 0 %. Die Initiativen der EZB waren bescheidender als die erste Runde der quantitativen Lockerung, mit der die Fed im November begonnen hatte. Doch sie waren immer noch besser als nichts.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Trotzdem ließ sich der durch die vorherige Politik angerichtete Schaden nicht so einfach reparieren. Exakt beziffern können Ökonomen den zeitlichen Verzug zwischen dem Wachstum von Geldmenge und Produktion nicht, doch kaum jemand stellt infrage, dass es mehrere Monate dauert, bis die vollen Auswirkungen eines monetären Impulses zu spüren sind.[5] In der zweiten Jahreshälfte 2008 drehte das BIP in der Eurozone also nur leicht in den negativen Bereich. Dann aber ging es rapide zurück, mit einer Jahresrate von 2,2 % in der ersten Jahreshälfte 2009, was die Auswirkungen der ein Jahr zuvor gestrafften Geldpolitik erkennen ließ. Die europäische Rezession war jetzt in Gang, und sie verschärfte die Probleme für Banken, Immobilienentwickler und Regierungen, zuallererst in Europa selbst, aber auch in anderen Ländern wie den USA.

Weil die EZB nicht schneller handelte, blieb das Problem einer Stabilisierung der Produktion den Regierungen überlassen. Wenn die Zentral-

banken nicht mehr tun wollten, dann mussten es eben die Regierungen für sie tun, wobei »es« in diesem Fall Konjunkturpakete nach amerikanischem Vorbild bedeutete. Doch eine Stimulierung in nur einem Land war ebenso wenig möglich wie Sozialismus in nur einem Land. Die wirtschaftlichen Effekte von Steuersenkungen würden auf andere Länder übergreifen, weil entlastete Bürger Geld auch für Importe aus dem Ausland ausgeben würden. Wenn ein Land mit einem Konjunkturpaket voranginge, würde es die gesamten Kosten in Form von höheren Schulden und Zinszahlungen tragen, jedoch nur einen Teil der Vorteile behalten können. Dies war überall problematisch, vor allem aber in Europa, wo viele Volkswirtschaften klein und als Folge der europäischen Integration stark voneinander abhängig sind.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Bewusstsein für dieses Problem fiel Anfang 2009 mit der britischen Übernahme des G-20-Vorsitzes zusammen, und dessen Premierminister Gordon beschloss, eine konzertierte fiskalpolitische Reaktion ins Zentrum des Londoner Gipfeltreffens der Gruppe zu stellen. Brown hatte es zu politischem Erfolg gebracht, indem er seinen Mangel an Charisma mit analytischem Scharfsinn ausglich, den ihm nicht einmal seine Kritiker absprachen. Er hatte Geschichte studiert und dieses Fach an der Edinburgh University gelehrt. Er wusste um die zum Scheitern verurteilte Londoner Wirtschaftskonferenz 1933 und wollte sein politisches Vermächtnis festigen – oder vielleicht eher reparieren, wenn man an die Nutzung des Antiterrorgesetzes gegen Island im Jahr 2008 und das Fiasko mit Northern Rock zurückdenkt.

Ob wegen seiner Geschichtskenntnisse oder aus anderen Gründen: Brown war der einzige Staatschef, der eindeutig das Gesamtbild der Krise und die Notwendigkeit einer international konzertierten Reaktion darauf erkannte. So gesehen war seine G20-Präsidentschaft Anfang 2009 ein ebenso glücklicher Umstand wie die Tatsache, dass auch an der Spitze bedeutender Zentralbanken historisch bewanderte Akademiker wie Bernanke standen. Im Vorfeld des Londoner Gipfels im April 2009 hielt Brown Reden in Europa, den USA und Lateinamerika. Bei einem Abendessen in der Downing Street erinnerte er die G20-Spitzen an das Scheitern der Konferenz 1933 und daran, »wie dieses Scheitern ein Vorzeichen für all die anderen schrecklichen Ereignisse dieses Jahrzehnts und des darauf folgenden war«.[6] Vermutlich waren diese Bemerkungen darauf angelegt, Widerstand gegen eine Stimulierung der Wirtschaft vonseiten der deutschen Kanzlerin Angela Merkel zu überwinden.

Die Konferenz 1933 war im Geologischen Museum abgehalten worden, in dem, wie es hieß, nichts passieren konnte, was die Fossilien stören würde. Dieses Mal traf man sich im ExCel Center in den Docklands, einem Teil der Stadt, der im Zuge der Ausbreitung des Londoner Finanzbezirks in Richtung Osten eine Zeit lang floriert hatte. Doch damit war es jetzt vorbei – in einem Zeichen der Zeit war das ExCel Center soeben von der Abu Dhabi National Exhibitions Company übernommen worden. Die Staats- und Regierungschefs, die an diesem wenig glücksverheißenden Ort zusammenkamen, taten sich schwer, eine Einigung zu finden. Nicholas Sarkozy fand es wie Merkel wichtiger, die Finanzbranche wieder stärker zu regulieren und bei Offshore-Steueroasen durchzugreifen, als konkrete Schritte zur Stabilisierung der Wirtschaft zu ergreifen. Doch weder die USA noch China waren geneigt, sich von den Europäern, die selbst ihre Finanzprobleme hatten, Lektionen über regulatorische Reformen anzuhören.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Am Ende schafften es die Politiker zumindest, wenigstens den Anschein einer gemeinsamen Front zu erwecken. Sie einigten sich darauf, dem IWF zusätzliche Mittel zur Verfügung zu stellen, sodass er höhere Kredite an bedürftige Länder vergeben konnte (wie sich mit der Zeit zeigte, sollte es sich bei diesen Ländern um europäische handeln). Die Kontroverse um die von den Franzosen geforderte Veröffentlichung einer Liste von Steueroasen wurde umgangen, indem man das Thema aus dem G20-Kommuniqué strich. Stattdessen wurde diese Aufgabe der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung übertragen, deren Hauptquartier sich praktischerweise in Paris befand.

Am bedeutendsten war, dass die Staats- und Regierungschefs ihre bestehenden Zusagen für Konjunkturpakete zusammenfassten und noch etwas drauflegten. Sie versprachen Unterstützung für den IWF und die Weltbank, sodass sich ein schlagzeilenträchtiges Gesamtvolumen von einer Billion Dollar ergab. Brown bezeichnete dies später als den »Eine-Billion-Dollar-Plan« und behauptete, dies sei der entscheidende Schritt gewesen, um den Fall der Weltwirtschaft zu stoppen.[7] Ein Jahr nach dem Treffen schlossen sich Colin Bradford und Johannes Linn dieser Einschätzung an und bezeichneten die Veranstaltung in London als »erfolgreichstes Gipfeltreffen in der Geschichte«.[8]

Ob auch zukünftige Historiker mit mehr Abstand zu einer so positiven Bewertung kommen werden, ist fraglich. Die fiskalische Stimulierung im Jahr 2009 war wahllos: Länder mit geringen Schuldenlasten

beschlossen ebenso höhere Staatsausgaben wie Staaten mit wenig fiskalpolitischem Spielraum, die dafür später einen hohen Preis bezahlen sollten. Konjunkturpakete kamen aus Ländern mit eigenen Währungen wie Großbritannien, deren Zentralbanken den Markt für Staatsanleihen stützen und so für anhaltend niedrige Zinsen sorgen konnten, aber auch aus Ländern, die keine eigene Währung und Zentralbank hatten, sodass sie auf die Gnade der EZB angewiesen waren. Die stärkste Stimulierung im Verhältnis zum BIP leistete sich mit Spanien ein Land, dem erhebliche Probleme bei Banken und Immobilienmärkten ins Haus standen. Es sollte nicht lange dauern, bis Anleger Spaniens Fähigkeit in Frage stellten, seine Schulden zu bedienen, sodass Madrid seine fiskalischen Ambitionen schon bald bereute. Griechenland verzichtete zwar auf ein neues Konjunkturpaket, verzeichnete durch geringere Steuereinnahmen und bereits geplante höhere staatliche Ausgaben aber trotzdem eine Zunahme seines Haushaltsdefizits um noch einmal 5 % des BIP. In Portugal war die Lage ähnlich.[9] Klüger wäre gewesen, wenn Länder mit mehr Haushaltsspielraum wie zum Beispiel Deutschland mehr getan hätten und andere mit Schuldenproblemen weniger. Dass eine solche Differenzierung erforderlich gewesen wäre, erscheint im Rückblick geradezu offensichtlich.

Bei der deutschen Bevölkerung aber stieß die Vorstellung, dass höhere Ausgaben einen Ausweg aus der Krise bringen würden, auf wenig Gegenliebe. Dies bedeutete, dass Merkel kein beliebig großes Konjunkturpaket durch den Bundestag bringen konnte. Auf der anderen Seite waren die südeuropäischen Regierungen durchaus bereit, mehr Geld auszugeben, und es gab bei ihnen schon vorher ambitionierte Programme für öffentliche Investitionen. Manche Länder, wie etwa Spanien, verleugneten das Ausmaß ihrer Banken- und Finanzprobleme sowie die Belastungen, die sie für ihre Staatsfinanzen bedeuteten. An wirksameren Koordinierungsmechanismen auf der Ebene der G20 oder der Europäischen Union fehlte es jedoch, und so bestand der Weg des geringsten Widerstands darin, sich die Neigung zur Verleugnung zunutze zu machen. Letztlich machte man also von den Schwächen Europas Gebrauch statt von seinen Stärken.

Das Ergebnis ähnelte deshalb stärker dem der Weltwirtschaftskonferenz 1933, als die Politik zugeben wollte. Damals hatte Frankreich darauf beharren können, keine Mitschuld am Zusammenbruch des internationalen Währungs- und Finanzsystems zu tragen und deshalb auch nicht zu Opfern für seine Wiederbelebung verpflichtet zu sein. Ähnlich konnte

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

jetzt Deutschland insistieren, nicht für die Krise 2008 und 2009 verantwortlich zu sein, sodass es keine höheren Schulden machen müsse, um etwas dagegen zu tun. Das Ergebnis war weniger Kooperation, als es den Anschein hatte. Wer wie Premierminister Brown tatsächlich das Gesamtbild sah, schaffte es nicht, es in den richtigen Grautönen darzustellen.

Natürlich verleugneten nicht nur die Politiker die Realität – Anleger waren ähnlich wahllos darin, dem Treiben der Regierungen einfach zuzusehen. In jedem Land der Eurozone mit Ausnahme von Irland und Griechenland blieben die Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen im September niedriger als vor dem Ausbruch der globalen Kreditkrise, und selbst in Irland und Griechenland überstiegen sie das Niveau von Anfang 2008 volle eineinhalb Jahre später nur unwesentlich. Vor der Einführung des Euro hatten Analysten freudig argumentiert, die disziplinierende Wirkung des Marktes in Form von höheren Anleiherenditen werde eine leichtsinnige Fiskalpolitik in den Ländern der Währungsunion verhindern.[10] Jetzt aber, als Schulden und Defizite zum ersten Mal zu einem gravierenden Problem wurden, fiel derartige Disziplin vor allem durch ihre Abwesenheit auf. Den südeuropäischen Regierungen wurde ermöglicht, ohne Rücksicht auf Verluste weiterzumachen.

Insbesondere nahmen die Märkte weiterhin die Fiktion hin, dass Staatsschuldenprobleme in einer Währungsunion unmöglich seien. Die Einführung von hartem Geld, mit der man südeuropäischen Regierungen den Zugriff auf die Gelddruckmaschinen entzogen hatte, hatte irgendwie nicht nur die Gefahr von Währungsabwertungen gebannt, sondern auch die von staatlicher Zahlungsunfähigkeit – das jedenfalls schienen viele Anleger zu glauben. Keineswegs war es so, dass Deutschland oder eine größere Gruppe von Ländern der Eurozone vorgehabt hätte, die Verantwortung für die Schulden schwächerer Mitglieder zu übernehmen. Doch im Rückblick ist augenfällig, wie sehr Anleger mit fehlendem Bewusstsein für die Krise gesegnet waren, die sie bald umzingeln sollte.

Griechenland war dann der Weckruf. Dass das Land Haushaltsprobleme hatte, war nichts Neues. Noch im März 2009 hatte der Rat der Europäischen Union es wegen seiner Etat-Überschreitungen zurechtgewiesen. Im Jahr 2008 hatte das griechische Defizit über den zulässigen 3 % vom BIP gelegen, und das Defizitziel für 2009 lautete auf 3,7 %, was einen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Verstoß gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt als den fiskalischen Überwachungsmechanismus der EU darstellte. Damit lief Griechenland Gefahr, zum Gegenstand eines offiziellen Defizitverfahrens und somit einer erniedrigenden Kontrolle durch die Europäische Kommission unterstellt zu werden.

Selbst dass das griechische Defizit 3,7 % betrug, war natürlich pure Fantasie. Die Statistikbehörde der griechischen Regierung, kurz ELSTAT, hatte schon seit Langem ihre Zahlen manipuliert. Bereits im Jahr 2004 äußerte die europäische Statistikagentur Eurostat Zweifel an der Qualität der Daten aus Griechenland, und von da an wurde die Situation nur noch schlimmer. 2009 war ein Wahljahr, sodass die Parlamentarier vollen Gebrauch von den durch den Euro gesunkenen Zinsen machten und ihre Wähler in einem wilden Kampf um Stimmen mit Gefälligkeiten überschütteten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Wahl im Oktober war ein Erfolg für die Panhellenische Sozialistische Bewegung (PASOK), durch den die Regierung von George Papandreou an die Macht kam. Papandreou war der Spross einer griechischen Familie, die mit dem Kennedy-Clan in der amerikanischen Politik vergleichbar ist. Sein Großvater väterlicherseits war selbst insgesamt dreimal Premierminister gewesen. Sein Vater Andreas Papandreou hatte PASOK nach der Wiedereinführung der Demokratie in Griechenland im Jahr 1974 gegründet. Man hätte also glauben können, dass das Land jetzt in sicheren Händen war.

Jedoch war Papandreou für die Führung des Landes in diesen schwierigen Zeiten eine ungeschickte Wahl. Geboren war er nicht in Griechenland, sondern in St. Paul im US-Bundesstaat Minnesota, weil sein Vater dort als Ökonomie-Professor an der Universität arbeitete. Kindheit und Jugend verbrachte er im kalifornischen Berkeley, wo der Vater Dekan der Wirtschaftsfakultät wurde. Sein Sohn sprach Englisch wie ein Muttersprachler, aber Griechisch wie ein Ausländer, was auf die Männer in den Tavernen keinen guten Eindruck machte. Ebenfalls nicht hilfreich war, dass Papandreou nach Abschlüssen als Master und Bachelor vom Amherst College und an der London School of Economics sowie einer Beschäftigung als Wirtschaftsforscher eine sterile Ausstrahlung hatte, die weniger an einen Kennedy als beispielsweise Jimmy Carter erinnerte (wobei Papandreou seine Abschlüsse in Soziologe gemacht hatte, nicht in Kerntechnik). Bei seinem Umgang mit dem öffentlichen Dienst ging Papandreou einen nicht traditionellen Weg. Er setzte auf Diskriminierung

zum Ausgleich früheren Unrechts wie in den USA und auf einen eher ungriechischen – manche würden auch sagen nicht zu PASOK passenden – Glauben daran, Korruption und Finanzexzessen den Garaus zu machen. Seine wichtigsten Stärken als Politiker waren eine angenehme Art und ein entspannter Charakter. Entschlossenheit und die Fähigkeit, harte Entscheidungen zu treffen, zählten jedoch nicht zu seinen Vorzügen.

Im September 2009, kurz vor den Wahlen im Oktober, bekamen Papandreou und sein wichtigster Rivale, der amtierende Premierminister Kostas Karamanlis, jeweils Besuch von George Provopoulos, dem Gouverneur der Bank von Griechenland. Laut den auf Barmittelströmen beruhenden Haushaltsdaten der Zentralbank belaufe sich das wahre Etatdefizit des Landes auf 1 % des BIP pro Monat, also annualisiert mehr als 12 %, warnte er. Sofort nach der Wahl dann gab es ein Treffen von Provopoulos mit Papandreou und seinem neu ernannten Finanzminister, dem an der London School of Economics ausgebildeten Ökonomen George Papakonstantinou. Nach den Daten der Bank, die auf Bewegungen auf den Konten der Regierung beruhen, habe das Defizit in den ersten neun Monaten des Jahres bereits 10 % erreicht, erklärte er. Die Schlussfolgerung daraus war, dass die Etatlücke im gesamten Kalenderjahr den erschreckenden Wert von 13 % erreichen konnte. Am Tag darauf traf sich Provopoulos erneut mit Papakonstantinou, um die Dringlichkeit der Lage zu betonen. Für den beispiellosen Ausgabenboom vor der Wahl mochte die Vorgängerregierung verantwortlich gewesen sein. Doch es war jetzt nicht so, dass die neue Regierung nicht gewarnt wurde.

Wäre er entschlossener gewesen, hätte Papandreou das Problem bei seinem Amtsantritt als Premierminister im Oktober einräumen können. Er hätte die Schuld daran der alten konservativen Regierung von Karamanlis geben und sich selbst als den neuen Besen positionieren können. Doch es gab Widerstand dagegen, reinen Tisch zu machen, und in der Tradition früherer griechischer Regierungen die Neigung, die Realität zu verleugnen. PASOK hatte Wahlversprechen abgegeben und stand jetzt unter Druck, sie zu halten. Es hätte schon einen ungewöhnlich willensstarken und entschlossenen Premierminister gebraucht, um den Wählern zu erzählen, dass die Einführung der im Wahlkampf versprochenen Wohltaten angesichts veränderter Umstände jetzt nicht mehr in ihrem Interesse sei. Doch diese Art von Politiker war Papandreou nicht. Hinsichtlich Persönlichkeit und Intellekt hatte er Ähnlichkeit mit Édouard Herriot, der bei

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

seinem Amtsantritt im Jahr 1924 mit einer ähnlichen fiskalischen Täuschung konfrontiert gewesen war, initiiert von der Vorgängerregierung Frankreichs. Wie vor ihm Herriot zögerte auch Papandreou, sich von diesem Vorgehen zu lösen – und wie sich zeigte, sollte das verheerende Folgen haben.

Die von der PASOK bewirkten Haushaltsanpassungen kamen somit durchgängig zu spät und gingen nicht weit genug. Jede Woche gab es eine neue Bekanntmachung von ELSTAT, die sich tiefer in die Bücher von staatlichen Krankenhäusern und dergleichen eingrub und feststellte, dass das Defizit noch größer war als befürchtet. Anfang Oktober räumte die Behörde zunächst ein, dass das Defizit tatsächlich 7,8 % des BIP betrage, also mehr als doppelt so viel, wie zuvor angekündigt. Dann folgen weitere Aufwärtskorrekturen auf 9,8 %, 11 % und schließlich 12,7 % und damit fast genau auf den Wert, den die Zentralbank mit ihrer auf Kontobewegungen basierenden Rechnung schon Monate zuvor ermittelt hatte. Auf jede neue Meldung der Statistiker folgte eine Erklärung von Papandreou, wie die Regierung darauf zu reagieren gedenke. Doch keine dieser Antworten reichte aus, um das eigentliche Problem anzugehen, geschweige denn in den Griff zu bekommen.

Die Anleger zogen ihre eigenen Schlüsse. Wenn sie die neuen ELSTAT-Schätzungen für das laufende Defizit zu den früheren Angaben über den staatlichen Schuldenstand hinzurechneten, war offensichtlich, dass die griechischen Schulden in Wirklichkeit schon 110 % des BIP überstiegen. Ganz plötzlich war das zuvor Undenkbare – dass ein Land der Eurozone zahlungsunfähig werden könnte – denkbar geworden.[11] Anfang Dezember senkte Fitch das Rating für Anleihen der griechischen Regierung auf BBB+. Dass sie zuvor ein AAA-Rating gehabt hatten und dass die Herabstufung erst im Dezember kam, sagt viel darüber aus, wie genau die vermeintlichen Experten aus dem Privatsektor die Entwicklung im Auge behielten.

In der Folge sprangen die Renditen für zehnjährige Anleihen aus Griechenland von 4,99 auf 5,3 %. Papandreou und sein Kabinett bestanden darauf, dass die Lage unter Kontrolle sei. »Wir werden das Defizit verringern, wir werden die Schulden kontrollieren, und wir werden keine Rettung benötigen«, insistierte Finanzminister Papakonstantinou. »Wir sind nicht Island«, behauptete er im ersten einer Reihe von wenig gelungenen Vergleichen zwischen Ländern, die bald zu einem Charakteristikum dieser Krise werden sollten.[12]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Am Heiligabend verabschiedete das griechische Parlament einen sogenannten Sparhaushalt. Als Konzession an starke Gewerkschaften mit Verbindungen zu PASOK waren darin keine Kürzungen der Gehälter im öffentlichen Sektor vorgesehen. Mit dem neuen Haushalt sollte das Defizit lediglich auf 9,4 % des BIP gesenkt werden. Dies war immer noch dreimal so viel, wie die EU und mit ihr die plötzlich aufmerksam gewordenen Anleger für vernünftig hielten. Und wie genau Papakonstantinou die Differenz finanzieren wollte, war unklar.

An diesem Punkt wurde mit Verspätung die Europäische Kommission aktiv. Kurz nach Neujahr veröffentlichte sie einen Bericht über Haushaltsdefizit und Schuldenstatistiken in Griechenland, in dem sie sich schockiert darüber zeigte, dass es falsche Meldungen gegeben habe. Griechenland werde einen Brückenkredit benötigen, räumte die Kommission ein, da selbst die Finanzierung des Defizits in der von der Regierung im Dezember angegebenen Höhe schwierig sei. Damit stellte sich die Frage, von wem dieses Geld kommen sollte. Würden Länder mit tiefen Taschen wie Deutschland aushelfen? Oder sollte man die Griechen zwingen, in dem Bett, das sie gemacht hatten, auch zu schlafen und Verluste bei ihren Kreditgebern zu verursachen? Die Frage, wer Griechenland und später auch andere Länder retten würde, sollte bald zunehmend zersetzende Wirkung auf die europäische Politik bekommen. Der schlechte Geruch hielt über mehrere Jahre an.

Das Zögern der Kreditgeber ließ – nicht vollkommen unbegründete – Zweifel an den Reformabsichten der griechischen Regierung erkennen. Neue Kredite würden notwendigerweise mit Auflagen verbunden sein. »Keine Garantien ohne Kontrolle«, drückte es Merkel charmant aus.[13] Weniger klar aber war, wer dafür verantwortlich sein sollte, die Bedingungen zu definieren und die Kontrolle auszuüben. Die Europäische Kommission, in die jedes Land ein Mitglied entsandt hatte, stand nicht über der Politik. Auch von den Regierungen der Gläubigerländer konnte man kaum erwarten, diese heikle politische Funktion zu übernehmen. Deutschland hatte Griechenland während des Zweiten Weltkriegs besetzt, und die Durchsetzung von politischen Vorgaben durch Berlin wäre jetzt unweigerlich als die nächste deutsche Invasion empfunden worden. Anfang 2010 waren in Athen noch keine Poster mit Merkel in SS-Uniform zu sehen, doch die sollten nicht mehr lange auf sich warten lassen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Und so schluckten die Europäer ihren Stolz herunter und riefen den IWF. Der Fonds hatte Erfahrung mit dem Aushandeln von Kreditbedingungen. Sein Mann in Athen, Poul Thomsen, hatte Ähnliches schon einmal anderswo in der Region erledigt.[14] Der IWF hatte mit Dominique Strauss-Kahn einen ambitionierten geschäftsführenden Direktor, der sich auf eine Kandidatur zur französischen Präsidentschaft vorbereitete und dem daran gelegen war, mit Hilfe für seine Miteuropäer auf sich aufmerksam zu machen. Und nicht zuletzt waren die Kassen der Organisation gerade erst von den G20 aufgefüllt worden, was den budgetbewussten Europäer sehr entgegen kam.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Im März wurde also beschlossen, die Verhandlungen über die Bedingungen für einen Griechenland-Kredit an den IWF auszulagern. Zumindest hatte es diesen Anschein. Die Realität sah anders aus, denn die Europäer zögerten nicht, Bedingungen zu widersprechen, die ihnen nicht gefielen, und Strauss-Kahn hörte ihnen bereitwillig zu. Der IWF wollte ein Drittel des Rettungspakets finanzieren. Die übrigen zwei Drittel sollten von einem neu eingerichteten EU-Rettungsfonds kommen, der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (später umbenannt in European Stability Mechanism, kurz ESM). Die Mitgliedsstaaten sollten Beiträge für diesen Fonds entsprechend ihrer Größe und Stärke leisten, was bedeutete, dass der Löwenanteil von Deutschland kommen würde. Die Einhaltung der Vorgaben der Vereinbarung durch Griechenland sollte vom IWF, der Europäischen Kommission und der Europäischen Zentralbank überwacht werden, der sogenannten Troika.

Deren erste Mission begann am 21. April 2010 in Athen. Die Renditen für zehnjährige griechische Anleihen stiegen weiter an, weil Anleger jetzt offen anzweifelten, dass die Regierung ihre Schulden bedienen konnte. Am 9. Mai wurden Anleihen im Volumen von 9 Milliarden Euro fällig, und es gab Zweifel, ob Athen es schaffen würde, als Ersatz dafür neue Anleihen am Markt unterzubringen. Bei einem Scheitern der Emission wäre der Regierung das Geld ausgegangen, denn als anständiges Mitglied des Europäischen Systems der Zentralbanken konnte die Bank von Griechenland nicht einfach neues drucken. Also hätte die Regierung möglicherweise den Schuldendienst einstellen müssen. Der Markt für ihre Anleihen wäre zusammengebrochen. Die ganze Sache, so drückte es Papakonstantinou elegant aus, »könnte uns um die Ohren fliegen«.[15]

Wäre es so gekommen, wären die Auswirkungen nicht auf Griechenland beschränkt geblieben. Irgendjemand hatte dem Land das ganze Geld schließlich auch geliehen. Insbesondere deutsche Banken, allen voran die geschwächte Commerzbank, hielten zusammen rund 17 Billionen Euro an griechischen Anleihen.[16] Das Gesamtengagement des deutschen Privatsektors einschließlich Pensionsfonds, Versicherungen und sparsamer Bürger, die nach höheren Zinsen suchten, belief sich auf nicht weniger als 25 Milliarden Euro, was einen erheblichen Anteil an den griechischen Gesamtschulden ausmachte.[17] Auf dem Spiel stand also nicht nur die Solvenz der griechischen Regierung, sondern auch die Stabilität des deutschen Finanzsystems.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Am 9. Mai, dem Fälligkeitstag für neun Milliarden Euro an griechischen Staatsanleihen, fanden zugleich Landtagswahlen in Deutschland statt. Kanzlerin Merkel wusste, wer sie bezahlt, und brauchte nur wenige Tage, um Unterstützung für ein Hilfspaket für Griechenland zu versprechen, wobei sie wie immer einschränkte, dass dazu die »angemessenen Bedingungen erfüllt« sein müssten. Diese Bedingungen gingen über bloße Fiskalpolitik hinaus und sollten »Arbeitsmarktreformen, Produktmarktreformen, Finanzsektorreformen und den Bereich Statistik« umfassen, wie im Bericht der Troika festgehalten wurde. Die Eurogruppe der Finanzminister packte mit an und half dabei, ein gemeinsames Finanzierungspaket von Euroraum und IWF in Höhe von 110 Milliarden Euro zusammenzustellen, von dem eine erste Rate von 20 Milliarden Euro im Mai ausgezahlt werden sollte.

Dies war außergewöhnlich schnelles Handeln, ausgelöst durch eine Mischung aus Eigeninteresse und Panik. Gelöst wurde dadurch absolut nichts. Die Vereinbarung mit der griechischen Regierung im Mai 2010 konzentrierte sich darauf, vor der Wahl vorgenommene Ausgabenerhöhungen wieder rückgängig zu machen, sagte aber nichts zu den lange gepflegten sonstigen Exzessen des griechischen Staates. Zusätzliche Ausgabenkürzungen betrafen vor allem staatliche Investitionen, sodass eher ökonomische Muskeln beschnitten wurden als Fett. Ansprüche gegenüber dem Staat und alte Pfründe sollten im Übermaß durch Steuererhöhungen finanziert werden, was das Leben für griechische Unternehmen noch schwerer machte, die ohnehin schon mit einbrechender Nachfrage zu kämpfen hatten.

In Bezug auf Strukturreformen wiederum konzentrierte sich das Programm von Mai auf die Verabschiedung von Maßnahmen statt auf ihre

Umsetzung. Seit Mitte der 1990er-Jahre hatte das griechische Parlament nicht weniger als fünf Gesetze beschlossen, die das Rauchen in Tavernen und Cafés verboten, doch die Griechen rauchten an solchen Orten immer noch. Bei Maßnahmen für Strukturreformen sah es ganz ähnlich aus. Indem sie sich auf die Verabschiedung von Gesetzen konzentrierte statt auf ihre Durchsetzung, trug die Troika dazu bei, dass die schlechtesten Instinkte der Griechen zur Geltung kamen. Die Regierung mag bei der Antwort auf die Krise keine sehr überzeugende Leistung gezeigt haben, doch sie hatte auch keine sehr überzeugende Hilfe dabei.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zudem ließ die Troika bei ihrer Prognose zu den Auswirkungen des Anpassungsprogramms den fiskalischen Multiplikator außer Acht. Also blieb es den Griechen überlassen, Europäische Kommission und IWF daran zu erinnern, dass die Auswirkungen von weniger Staatsausgaben auf die inländischen Produzenten ungewöhnlich groß sein würden, weil es sich hier um eine relativ geschlossene Volkswirtschaft mit sehr geringen Importen und Exporten handelte. Anfang 2012 veröffentlichte Zentralbankchef Provopoulos einen Artikel in der *Financial Times*, in dem er diesen Punkt betonte.[18] Dieselbe Schlussfolgerung ergab sich aus der Tatsache, dass das Land keine eigene Zentralbank mehr hatte, die ihre Zinsen senken konnte, um die Auswirkungen der staatlichen Ausgabenkürzungen auf die Gesamtnachfrage auszugleichen. Ab 2011 warnten griechische Behörden die Troika immer wieder vor diesem Effekt. Doch die ausländischen Organe waren sich ihrer Sache vollkommen sicher und schenkten diesen Warnungen keine Beachtung.

Als Folge davon unterschätzte die Troika, wie hart Griechenland von den Ausgabensenkungen, dem Verlust des Vertrauens bei den Anlegern und der Verschlechterung des externen Umfeldes getroffen werden würde. Nach den Prognosen des IWF sollte die griechische Wirtschaft im Jahr 2010 um 4 % schrumpfen und 2011 noch einmal 2,6 %, um sich dann zu stabilisieren und 2012 wieder zu wachsen. Der tatsächliche Rückgang betrug dann 4,9 % in 2010, weitere 6,4 % in 2012 und 4,2 % in 2013. Insgesamt ging die griechische Wirtschaftsleistung dreimal so stark zurück, wie die Troika vorausgesagt hatte, und erreichte damit, wenn man so sagen kann, fast das Niveau der USA in der Großen Depression. Die Arbeitslosenquote stieg auf gesellschaftlich verheerende 27 % und übertraf damit sogar das, was die USA in den 1930er-Jahren hatten ertragen müssen.

Anzeichen dafür, dass die bittere Medizin der Troika nicht einmal wirkte, machten es entsprechend schwieriger, in Athen Unterstützung für weitere Dosen davon zu organisieren. Dadurch wurde das Vertrauen der Anleger noch weiter geschwächt, was wiederum die Krise verschärfte. Im Troika-Bericht war von Umsetzungsrisiken die Rede. »Die politischen Maßnahmen zur Unterstützung des Arrangements sind sehr ambitioniert, und die damit zusammenhängenden Kosten sind erheblich«, hieß es darin leidenschaftslos.[19] Die Troika hatte ja noch keine Ahnung.

Diese Katastrophe war nicht zum Lachen. Lächerlich aber war die Prognose der Troika, dass das Verhältnis der griechischen Schulden zum BIP in der Spitze 150 % erreichen und dann wieder abnehmen würde. In diesem Szenario war kein Platz für eine Unterschreitung der Wachstumsziele, für weniger als erhofft steigende Einnahmen oder für Verzögerungen bei der Rentenreform. In seiner standardisierten Schuldentragfähigkeitsanalyse hatte der IWF das Ausmaß der griechischen Schuldenprobleme nicht erkannt. Bei der letzten Überprüfung vor der Krise bemängelte er halbherzige Reformen und unzureichende politische Anpassungen, prognostizierte aber einen BIP-Rückgang von nur 1-2 % im Jahr 2009 aufgrund der globalen Finanzkrise und dann ab 2010 wieder eine Erholung.[20]

Tatsächlich schienen die Prognosen der Troika für das Wachstum der griechischen Wirtschaft inzwischen fast weniger eine Variable als ein Ergebnis ihrer Schuldentragfähigkeitsanalyse zu sein. Nach seinen eigenen Regeln durfte der IWF große Kredite nur dann vergeben, wenn er zu dem Schluss kam, dass die Schulden dieses Landes »mittelfristig« tragfähig sind.[21] Die Prognosen zum griechischen Wachstum waren genau so hoch, wie es erforderlich war, um zu einer Schuldenspitze bei 150 % des BIP in den Jahren 2012 und 2013 zu kommen, so wie es die Politiker versprachen. Die Alternative wären ein Schuldenerlass für Athen und Verluste für die Anleihenbesitzer gewesen. Man hätte reinen Tisch machen und Griechenland einen Neustart ermöglichen können.

Dazu aber war niemand bereit. Eine Schuldenrestrukturierung hätte kompliziert und disruptiv sein können. Wegen der unsicheren Auswirkungen hatte der IWF schon seit Langem gezögert, bei Krisenländern eine Restrukturierung zu empfehlen. Die Europäer waren sogar noch zögerlicher, weil keine Unsicherheit darüber herrschte, was ein Schuldenschnitt für die deutschen und französischen Banken bedeuten würde, die griechische Staatsanleihen in den Büchern hatten. Eine besonders unerbittliche

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Restrukturierungsgegnerin war die französische Finanzministerin Christine Lagarde.[22] Sie war sich darüber im Klaren, dass französische Banken fast so viele griechische Staatsanleihen angehäuft hatten wie ihre deutschen Konkurrenten.

Und es ging nicht nur um private Banken aus Deutschland und Frankreich: Auch die EZB selbst besaß mehr als 25 Milliarden Euro an griechischen Staatsanleihen, gekauft von französischen und anderen Geschäftsbanken, die sie loswerden wollten, als das Programm für Griechenland bekannt gegeben wurde. Dies machte auch Trichet zu einem standhaften Gegner jeglichen Schuldenschnitts. In Stellungnahme nach Stellungnahme behaupteten europäische Offizielle, eine Restrukturierung sei eine rote Linie, die nicht überschritten werden dürfe. An dem Freitag, an dem das griechische Programm vorgestellt wurde, musste der österreichische Finanzminister Josef Pröll vortreten, um dieses Mantra noch einmal zu wiederholen. Auf die Frage, ob die griechischen Schulden restrukturiert werden sollten, antwortete er: »Höchstwahrscheinlich nicht. Wir stellen 100 Milliarden Euro an Krediten zur Verfügung. Griechenland muss sich durchkämpfen.«[23]

Im Jahr 2012 endlich wurden privat gehaltene griechische Staatsanleihen doch um 75 % heruntergeschrieben, nachdem klar geworden war, dass die vorherigen Berechnungen zur Schuldentragfähigkeit bloße Fantasie gewesen waren. 2013 räumte der IWF in einer melancholischen Nachbetrachtung des Griechenland-Programms ein, »eine vorherige Schuldenrestrukturierung wäre für Griechenland besser gewesen, war aber für die Euro-Partner nicht akzeptabel.«[24] Hinterher weiß man es natürlich immer besser.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 25
Männer in Schwarz

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Auf diese Weise also schaffte es die Troika, aus der Griechenland-Krise eine existenzielle Krise für den Euro und die Europäische Union zu machen. Diese Sichtweise bedeutet, einem einzelnen Fehler große Bedeutung zuzumessen – aber Ehre, wem Ehre gebührt. Den Griechen zusätzlich zu ihren Schulden bei privaten Gläubigern noch Schulden bei der Troika aufzuladen, erlegte dem Land eine erdrückende Last auf. Gleichzeitig gab es Widerstand gegen die verlangten schwierigen Bedingungen, der weiter zunahm, als klar wurde, dass das Programm keine schnelle Rückkehr zum Wachstum bringen würde. Als die Unterstützung für die Reformen schwand, hätte die Troika den Stecker ziehen können. Damit war nicht mehr undenkbar, dass Griechenland den Euro aufgeben und wieder eigenes Geld zu drucken beginnen würde. Die Vorstellung, der Euro sei irreversibel, fiel dieser Reihe von Fehltritten zum Opfer. Es sollte Jahre dauern, den angerichteten Schaden zu reparieren.

Ein zweites Opfer war die Glaubwürdigkeit eines Europas, dessen Pläne zur Krisenbewältigung sich als unglaubwürdig erwiesen hatten. Anleger hatten gesehen, wie sich Europäische Kommission und EZB, mit Duldung des IWF, auf eine unplausible Ansammlung von Maßnahmen festgelegt hatten, und zweifelten jetzt an der Kompetenz dieser Institutionen. Es dauerte nicht lange, bis auch die allgemeine Öffentlichkeit das Vertrauen in die Technokraten in Brüssel und Frankfurt verlor.

Dass die Gläubiger von Griechenland ungeschoren davon kommen sollten (denn dies war die Folge des Verzichts auf eine Schuldenrestrukturierung), war zudem ein Affront gegen die Steuerzahler, die bereits für teure Bankenrettungen zur Kasse gebeten worden und deshalb in dieser Hinsicht empfindlich waren. Und wenn Wähler beleidigt sind, müssen sich Politiker natürlich passend entrüstet zeigen. Bei einem bilateralen Treffen im französischen Seebad Deauville im Oktober 2010 vereinbarten Kanzlerin Merkel und Präsident Sarkozy, dass bei künftigen Fällen statt der Steuerzahler die

Anleger an den Kosten beteiligt werden. In Zukunft sollte eine in der Krise steckende Regierung den Besitzern ihrer Anleihen ein Angebot machen, das sie nur annehmen oder ablehnen können. Als Bedingung für staatliche Hilfen sollte von ihnen verlangt werden, ihre Anleihen gegen neue einzutauschen, die vielleicht nur die Hälfte wert sind. Weil hinter der restrukturierenden Regierung das volle Gewicht der Europäischen Union stehen würde, hätten die Gläubiger keine andere Wahl, als zuzustimmen.

Die Stellungnahme von Merkel und Sarkozy war eine Reaktion auf den politischen Protest, der durch die Tatsache ausgelöst wurde, dass im Programm für Griechenland keinerlei Belastungen für den Privatsektor vorgesehen waren.[1] Doch die uneingeschränkte Aussage, dass es jetzt eine Restrukturierung geben würde, wann immer ein Land in Schwierigkeiten gerät, ließ bei Anlegern die Alarmglocken schrillen. Die Renditen für irische, spanische und portugiesische Staatsanleihen schossen in die Höhe. Als Folge von Merkels und Sarkozys Strandspaziergang wurden die Zweifel in Bezug auf europäische Staatsschulden verallgemeinert. Ein strauchelndes Land nach dem anderen verlor den Zugang zu den Finanzmärkten. EZB-Präsident Trichet raste vor Wut. Bei einem Treffen mit Finanzministern und anderen hohen Politikern aus der EU soll er »Sie werden den Euro zerstören« geschrien haben (auf Französisch – so viel also zu seinen viel gepriesenen Deutschstunden), als die Nachricht über die französisch-deutsche Vereinbarung eintraf.

Hätte die europäische Politik absichtlich eine Fiskal- und Finanzkrise herbeiführen wollen, sie hätte kaum geschickter vorgehen können. Alarmiert ruderten Merkel und Sarkozy nach ihrer Festlegung von Deauville zurück. Schulden seinen unantastbar, erklärten sie, und würden nun doch nicht restrukturiert. Doch der Schaden war schon angerichtet. Das Tabu der Restrukturierung war gebrochen.

Die Realität war natürlich, dass eine gewisse Schuldenrestrukturierung unvermeidlich war, Zurückrudern hin oder her. Nicht jede Schuldenlast ist noch tragbar, wie Griechenland bald zur Genüge demonstrieren sollte. Ob dem so ist oder nicht, musste von Fall zu Fall entschieden werden. Restrukturierungen auszuschließen, war ebenso wenig sinnvoll, wie sie automatisch einzuschließen. Indem sie jetzt versuchten, das Tabu wiederherzustellen, bestätigten Europas Führungspolitiker nur ihre eigene Unberechenbarkeit und den Verlust ihres Kontakts zur Realität.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Diese Fehltritte hatten eine Reihe von weiteren Folgen, und keine davon war schön. Erstens leitete Europa sogar noch vor den USA eine scharfe Wende von Konjunkturpaketen zu Austeritätspolitik ein – noch bevor 2012 die Obama-Stimulierung endete und 2013 das Sequester begann. Wenn Schulden nicht restrukturiert werden sollten, dann mussten sie zurückgezahlt werden. Und zurückgezahlt werden konnten sie nur durch eine Kombination von Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen. Wenn man seine Besonderheiten ignorierte, und genau das taten die Politiker, war das Beispiel Griechenland genau richtig, um diese Idee durchzuexerzieren. Das Land gönnte seinen Beamten vierzehn Monatsgehälter (nicht nur das Weihnachtsgeld, sondern ein weiteres Monatsgehalt extra), also gab Athen schlicht zu viel aus. Griechische Ärzte konnten ihr zu versteuerndes Einkommen auf nur 1000 Euro im Monat drücken, also schaffte die Regierung es nicht, Steuerbetrug zu verhindern oder sich glaubwürdig um die Finanzierung von öffentlichen Programmen zu bemühen. Einige Steuererhöhungen und Kürzungen bei staatlichen Ausgaben waren eindeutig erforderlich. Ob jedoch Sparsamkeit in dem Ausmaß, wie es die Troika verschrieb, angemessen war, ist eine ganz andere Frage.

Bei anderen Ländern mit Haushaltsdefiziten ging man jetzt davon aus, dass sie dieselbe Medizin benötigten, insbesondere nachdem sie durch die Deauville-Äußerungen den Zugang zum Markt verloren hatten. Dass ihre Probleme absolut nicht dieselben waren wie in Griechenland, spielte kaum eine Rolle. Dass ihre Haushaltsdefizite größtenteils erst durch die Krise entstanden waren, machte keinen Unterschied; Spanien und Irland zum Beispiel hatten bis 2008 noch Überschüsse verzeichnet. Doch wenn die Regierungen kein Geld mehr vom Markt bekamen und wenn die EZB als einzige Institution, die noch Geld bekommen konnte, keines verleihen wollte, hatten sie keine andere Wahl, als zu sparen. Das Griechenland-Motiv wurde zur Grundlage für den Glauben, dass alle südeuropäischen Regierungen verschwenderisch seien. Es spielte der deutschen Haltung in die Hände, dass es unabhängig von den Umständen immer richtig ist, den Gürtel enger zu schnallen. Keynesianisches Denken konnte in Deutschland nie richtig Fuß fassen – weder auf theoretischer Ebene noch in Form von intuitiven Erkenntnissen wie bei FDR, dass die Regierung »Geld ausgeben muss, wenn niemand sonst mehr Geld zum Ausgeben hat«. Die einzige echte Erfahrung, die das Land mit so etwas wie keynesianischer Politik hatte, stand in Zusammenhang mit Wiederbewaffnung, Hitler und Schlimmerem.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Und wenn die deutschen Steuerzahler Eines verstanden, dann dass die Alternative zu Budgetkürzungen in weiteren Notfinanzierungen bestand, zu denen sie selbst den größten Teil würden beisteuern müssen.

So also kam es zu dem allgemeinen Umstieg auf Sparpolitik, getrieben von einer Kombination aus politischen Eigeninteressen und tief verwurzelter Ideologie. Das Volumen von Steuererhöhungen und Ausgabensenkungen in der Eurozone machte im Jahr 2011 insgesamt fast 1,5 % des BIP aus und in 2012 noch einmal 2 %. Olli Rehn, EU-Kommissar für Wirtschafts- und Währungsfragen, erklärte ähnlich wie Orszag hoffnungsfroh, Ausgabenkürzungen würden das »Vertrauen wiederherstellen« und die Investitionen stärken. Doch eine Zunahme der Investitionen blieb aus.[2]

Andere sprachen sehnsüchtig darüber, wie die durch die verringerten Ausgaben im Inland frei gewordenen Kapazitäten stattdessen für Exporte genutzt werden könnten. Dabei wurde allerdings übersehen, dass die Ausgabenkürzungen die gesamte Eurozone betrafen. Selbst Deutschland war im Austeritätsmodus, sodass es keinen Abnehmer für mehr Exporte aus Spanien oder Italien gab. Ebenfalls nicht gerechnet wurde mit dem lethargischen Wachstum in der Welt der Industrienationen nach der Finanzkrise. Und auch die Stärke des Euro, ausgelöst durch die Weigerung der EZB, ihre Zinsen zu senken und ihre Bilanz so aggressiv auszuweiten wie die Fed, wurde bei dieser Überlegung ignoriert.

Nach Analysen des oben erwähnten IWF-Ökonomen Olivier Blanchard kosteten die staatlichen Ausgabenkürzungen die Eurozone im Jahr 2011 volle 2 Prozentpunkte Wachstum und 2012 noch einmal 3 Prozentpunkte.[3] Der Wachstumsrückgang von 2,0 % im Jahr 2010 auf 1,5 % in 2011 und -0,6 % in 2012 war also vollständig selbst herbeigeführt, konkret in Brüssel als dem Sitz der Kommission und in den europäischen Hauptstädten. In den Jahren 1937 und 1938 hatte Europa, anders als die USA, ein zweites Ableiten in die Rezession noch weitgehend verhindern können. Nach drei Jahren mit rapidem Rückgang von 1929 bis 1932 begann sich die Industrieproduktion, wie oben dargelegt, zu erholen und lag im Jahr 1935 nur noch 10 % unter ihrem vorherigen Höchststand. Dieses Mal dauerte die anfängliche Schwäche nur ein Jahr, und im Jahr 2010 gab es einen steilen Aufschwung. Mit dem Umstieg auf Sparen jedoch begann die Industrieproduktion wieder nachzugeben. 2013 lag sie um *mehr* als 10 % unter dem Höchststand von 2008. Mit anderen Worten: Europa erging es jetzt noch schlechter als in der Großen Depression.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Es war von einer gewissen Ironie, dass der IWF, normalerweise nicht eben ein Anhänger von defizitfinanzierten Staatsausgaben, europäischen Ländern empfahl, ihre Haushaltskonsolidierung langsamer anzugehen. Ironisch war ebenfalls, dass mit den Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen nicht einmal das unmittelbare Ziel einer verbesserten Schuldentragfähigkeit erreicht wurde: Weil die Wirtschaft der Eurozone immer weiter schrumpfte, stieg das Verhältnis von Schulden zum BIP an und erreichte im zweiten Quartal 2013 einen Stand von durchschnittlich 93,4 %. Wenn das Ziel darin lag, die Haushalte wieder solvent zu machen, dann konnte es auf diese Weise gewiss nicht erreicht werden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Eine zweite Folge war der Verlust an europäischer Solidarität und Schaden an der Europäischen Union. Mehr als 50 Jahre lang hatte die EU als Mechanismus zur Vertrauensbildung funktioniert. Sie bot einen Rahmen, in dem europäische Länder friedlich zusammenarbeiten konnten und in dem Deutschland seine wirtschaftlichen Muskeln spielen lassen konnte, ohne seine Nachbarn einzuschüchtern. Sie bot eine Möglichkeit für Menschen aus verschiedenen Ländern, trotz ihrer jeweils eigenen nationalen Traditionen eine gemeinsame europäische Identität zu kultivieren. Die Gemeinschaftswährung Euro war als krönender Abschluss für diesen Prozess gedacht gewesen.

Doch als Folge des Umgangs mit der Eurokrise ab Anfang 2009 sollte es anders kommen. Statt mehr Solidarität zu fördern, sorgte das Krisenmanagement durch Kommission und EZB für eine mentale Spaltung zwischen Nord- und Südeuropa. Das deutsche Boulevardblatt *Bild* schrieb, die »stolzen, betrügenden und verschwenderischen Griechen« hätten es darauf abgesehen, die verantwortungsbewussten deutschen Steuerzahler auszubeuten, und sollten aus der Eurozone geworfen werden. Die griechische Presse antwortete mit einer Fotomontage der Siegessäule in Berlin, gehüllt in ein riesiges Hakenkreuz, und exhumierte das eigentlich schon beerdigte Thema, dass Deutschland nach dem Zweiten Weltkrieg keine Reparationszahlungen geleistet habe.

Traditionell hatte die Antwort auf solche Krisen bis dahin stets »mehr Europa« gelautet. Wenn eine gemeinsame Währung und ein einheitlicher Finanzmarkt eine einheitliche Bankenaufsicht auf Ebene der EU erforderlich machten, dann wurde eben eine geschaffen. Wenn Schuldenprobleme die Notwendigkeit einer Fiskalunion erkennen ließen und wenn eine Fiskalunion ihrerseits eine politische Union erforderte, dann bestand die

Antwort ebenfalls darin, in Richtung von Fiskal- und politischer Union zu gehen. So war es schubweise seit mehr als 50 Jahren vorangegangen.

Jetzt aber mangelte es an Vertrauen in die Institutionen und Personen, die den Kurs absteckten. In einer Umfrage im Frühjahr 2013, in Auftrag gegeben von niemand anderem als der Europäischen Kommission selbst, zeigte sich, dass volle 60 % der Befragten der EU nicht trauten, ein doppelt so hoher Anteil wie 2007.[4] Diese Veränderung zeigte eine rapide Zunahme der Zahl der Bürger mit einem negativen Bild von der EU, verbunden mit Zukunftsangst und großer Skepsis in Bezug auf die Nützlichkeit der Gemeinschaftswährung. Die Argumente dafür, die Währungsunion mit Bankenunion, Fiskalunion und politischer Union zu ergänzen, waren überzeugend. Doch aufgrund des katastrophalen Umgangs mit der Krise war dieses Ziel immer schwieriger zu erreichen.

Auf der anderen Seite versprach ein Rückschritt – zurück zu nationalen Währungen – nichts als Chaos. Hätte zum Beispiel Griechenland den Euro aufgegeben, hätte das sofort ähnliche Befürchtungen in Bezug auf andere Länder ausgelöst, sodass Anleger aus ihnen geflohen wären. Bei einem Run der Einlagenkunden auf ihre Banken wären die Regierungen gezwungen gewesen, mit Kontensperrungen und Kapitalverkehrskontrollen zu reagieren. Ob der einheitliche Finanzmarkt und letztlich auch die EU selbst solche Ereignisse überleben würden, war ungewiss. Ein Schritt zurück war also keine Lösung. Europa, so schien es, steckte fest.

Die europäische Krise war zuallererst eine Bankenkrise. Die Banken waren übermäßig verschuldet, unterkapitalisiert und in übertriebenem Maß am Immobilienmarkt engagiert. Ihre Probleme hatten schon seit Jahren vor sich hin geköchelt. Jetzt aber schaffte es die Politik mit einiger Genialität, aus der Bankenkrise eine Finanzkrise, eine Wachstumskrise und eine politische Krise zu machen.

Das Musterbeispiel dafür ist Irland. Griechenland hatte Probleme mit Wettbewerbsfähigkeit und Defiziten, Irland aber war zunächst genau das Gegenteil davon. Nachdem seine Wirtschaft zwei Jahrzehnte lang schnell gewachsen war, hatte das Land sein Image als kranker Mann Europas abgeschüttelt und konnte jetzt mit der besten Wirtschaftsentwicklung des Kontinents aufwarten. Qualifizierte Arbeitnehmer, ein effizientes Geschäftsumfeld und ein unternehmensfreundliches Steuersystem waren

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Magneten für Investitionen aus dem Ausland. Seit 2003 hatte der irländische Staatshaushalt Überschüsse ausgewiesen. Im Jahr 2006, kurz vor der Krise, erreichte der Überschuss beeindruckende 3 % des BIP. Die Staatsverschuldung ging von bereits bescheidenen 34 % des BIP im Jahr 2000 auf nur noch 25 % in 2007 zurück.

Die Ausnahme in diesem allgemein positiven Bild waren die Banken. Er war zwar nicht ganz so massiv wie in Island, doch auch Irland hatte einen außergewöhnlichen Banken- und Finanzboom erlebt (»Was ist der Unterschied zwischen Island und Irland?«, wurde später gefragt, und die Antwort lautete »ein Buchstabe und sechs Monate«). Ab der Jahrhundertwende wuchsen die Aktiva des irischen Bankensektors um durchschnittlich 25 % pro Jahr, fünfmal so schnell wie die Gesamtwirtschaft und doppelt so schnell wie im europäischen Durchschnitt. Das Volumen der inländischen Kredite an den Privatsektor außerhalb der Finanzbranche erhöhte sich von 80 % des BIP Ende 2002 auf fast 180 % im September 2008. Irische Banken finanzierten sich im Ausland, indem sie Einlagen von renditehungrigen deutschen Haushalten und hohe Kredite von ausländischen Banken und Anleihenanlegern einwarben. Von 2002 bis 2008 verdreifachten sich die Auslandskredite im irischen Bankensystem. Kurz vor der Krise waren die Kredite fast doppelt so hoch wie die Einlagen, was zeigte, wie sehr sich die Institute auf die Interbankenfinanzierung verließen. Das so eingenommene Geld verliehen sie an Immobilienentwickler und Hauskäufer weiter. Im Jahr 2001 hatten Hypotheken- und Immobilienkredite noch etwas mehr als ein Drittel aller Bankkredite in Irland ausgemacht, 2005 waren es fast 60 %.

Trotzdem reichten die massive Kreditvergabe der Banken an Immobilienentwickler und der dadurch ausgelöste Bauboom – 2006/07 machten Hoch- und Tiefbau volle 9 % des irischen BIP aus, eineinhalbmal so viel wie in den USA – nicht aus, um den Anstieg der Häuserpreise zu bremsen, die sich in den zehn Jahren bis 2005 vervierfachten.[5] Bei den verlangten Anzahlungen waren die irischen Banken bescheiden: Ein volles Drittel aller von erstmaligen Hauskäufern abgeschlossenen Hypotheken hatte eine Beleihungsquote von 100 %. Zuvorkommend boten die Banken Hypotheken ohne laufende Tilgung an, um den stark beanspruchten Käufern dabei zu helfen, ihre monatlichen Zahlungen leisten zu können.

Alles aber konnten sie sich nicht leisten. Die Häuserpreise konnten nicht unendlich lange um 15 % pro Jahr und damit dreimal so schnell wie die

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Einkommen weitersteigen.[6] Es scheint ein gewisses Bewusstsein dafür gegeben zu haben, dass sich der Anstieg irgendwann verlangsamen und vielleicht sogar den Rückwärtsgang einlegen würde. Doch wie in den USA, wo die politischen Entscheider bekanntlich vorausgesagt hatten, die Auswirkungen der Subprime-Krise würden begrenzt bleiben, erahnte auch in Irland niemand die wahren Folgen. In einer mit perfektem Timing im August 2006 veröffentlichten Einschätzung des Finanzsektors kam ein Team des IWF zu dem Schluss, dass »das Finanzsystem gut dafür positioniert zu sein scheint, die Auswirkungen eines Rückgangs der Häuserpreise oder des allgemeineren Wachstums zu absorbieren.«[7] So etwas kann man gar nicht erfinden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Etwas umstritten ist, wie sehr die Tatsache, dass die Exzesse so konsequent ignoriert wurden, auf Naivität zurückzuführen ist. Für den Fall des IWF scheint das plausibel, weniger aber für die Banken und Immobilienentwickler, die Geschäfte mit sich selbst machten. Bankmanager wurden ermuntert, sich Geld bei ihrer eigenen Bank zu leihen, sodass nicht wenige von ihnen »erhebliche Immobilien- und Grundstücksportfolios« erwerben konnten.[8] Banken wie Anglo Irish, die am Ende die meisten Steuergelder verschlingen sollte, »bedienten eine relativ begrenzte Zahl von Kunden, viele davon im Sektor Immobilienentwicklung«.[9] Freunde aus dem Immobiliensektor bekamen von Bankmanagern sofortige Kreditzusagen, die erst im Nachhinein von den Kreditausschüssen formal abgesegnet wurden. Protokolle von den Sitzungen des Ausschusses wurden bei Anglo Irish erst in den späten Phasen des Booms überhaupt angefertigt. Viele Kredite waren nicht mit Cashflows oder Objekten besichert, sondern nur mit einfachen persönlichen Garantien.[10] Wenn es um die Beschreibung der Unternehmensstrategie ging, wurden diese Praktiken als »Relationship Banking« bezeichnet. Der Anglo-CEO und spätere -Chairman Seán FitzPatrick beobachtete stolz: Wenn »man mit der Anglo Irish Bank zu tun hat, hat man nicht mit der Bank zu tun, sondern mit einer Person, [...] dem endgültigen Entscheidungsträger«.[11] Im Rückblick wissen wir, dass das nicht unbedingt ein Vorteil sein muss.

Die zweite große Gruppe von Kreditnehmern bei Anglo Irish stellte das Management der Bank selbst. Wie später herauskam, hatte sich FitzPatrick mehr als 150 Millionen Euro von seinem Arbeitgeber geliehen, davon allein 121 Millionen Euro im Jahr 2007. Als Besicherung dafür dienten seine Aktien, abgewickelt aber wurden die Kredite über die

Irish Nationwide Building Society, ein angeblich unabhängiges Institut, um sie vor dem Wirtschaftsprüfer Ernst & Young und vor den Lesern des Geschäftsberichts von Anglo Irish zu verbergen.[12] In seiner Weisheit scheint FitzPatrick einen Großteil der Kredite in zusätzliche Aktien seiner Bank investiert zu haben. 2010, nach ihrem Zusammenbruch, erklärte er sich für insolvent; später wurde er in Zusammenhang mit einem Verfahren wegen »finanzieller Unregelmäßigkeiten bei einem Finanzinstitut« festgenommen. Darüber hinaus verlieh Anglo Irish viel Geld an den wohlhabenden irischen Geschäftsmann Sean Quinn, der damit ebenfalls Aktien der Bank kaufte. Als die Papiere nach der Rettung von Bear Stearns zu fallen begannen, sah das Volumen dieser Kredite plötzlich beängstigend hoch aus, und Quinn musste zusätzliche Sicherheiten stellen.[13]

Man kann nicht anders, als sich zu fragen, wo während all dem die Aufsichtsbehörden und ihre politischen Herren waren. Die Antwort ist nicht schwer zu finden: Neben den vertrauten Beziehungen zwischen Banken und Immobilienentwicklern gab es auch enge Kontakte zu Politikern, was sich in einer so kleinen Volkswirtschaft wie Irland vielleicht gar nicht vermeiden lässt. Kurz vor dem Ausbruch der Krise spielte FitzPatrick eine achtstündige Partie Golf mit dem irischen Taoiseach (Regierungschef) Brian Cowen, gefolgt von einem spontanen Abendessen im Hotel des Golfclubs. David Drumm, der Nachfolger von FitzPatrick als Anglo-CEO, wurde wiederholt über die Strategie der Regierung für seine Bank informiert, als die Krise ausbrach. Die engen Verbindungen zwischen Bankern, Entwicklern und Politikern waren eine auffällige Abweichung vom irischen Normalfall mit effizienter Regulierung und sauberem Management.

Dass die Turbulenzen nach der Pleite von Lehman Brothers Fragen über die Zahlungsfähigkeit von Anglo Irish und anderen irischen Banken mit ähnlichen Geschäftsmodellen aufwarfen, ist nicht weiter überraschend. Ebenfalls keine Überraschung ist, dass dieser Umstand einen steilen Rückgang bei den Aktienkursen von Banken und Angst unter ihren Einlagenkunden auslöste. Bemerkenswert jedoch ist, mit welchem Eifer die irische Führung, unterstützt von Brüssel und Frankfurt, aus dieser einfachen Bankenkrise eine nationale Katastrophe machte.

Entscheidend für das Desaster war die Bankgarantie. Wie weiter oben erwähnt, hatte Irland seine Einlagensicherung schon zuvor auf Beträge

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

von bis zu 100.000 Euro angehoben. Eine noch weiter reichende Garantie zur Beruhigung von großen Einlagenkunden wäre nicht völlig beispiellos gewesen – zu dieser Zeit stand in den USA die Anhebung der Einlagensicherungsgrenze auf 250.000 Dollar bevor. Niemand aber rechnete damit, dass Cowen eine Blanko-Garantie für sämtliche Verbindlichkeiten der Banken aussprechen würde, nicht nur für ihre Einlagen, sondern auch für ihre hohen Schulden bei Anleihebesitzern und anderen Gläubigern.

Wie genau es bei der mysteriösen Nachtsitzung von Cowen am 29. September 2008 zu dieser Entscheidung kam, ist umstritten.[14] Bei einer normalen Bankenpleite, falls es so etwas überhaupt gibt, werden die kleinen Einlagenkunden geschützt. Andere Gläubiger verlieren ihr Geld, und falls die Bank noch einen Restwert hat, werden ihre Forderungen in Eigenkapital des überlebenden Instituts umgewandelt. Dieses Modell nutzten die EU-Behörden etwas ungeschickt bei der Abwicklung der in Schwierigkeiten geratenen zypriotischen Laiki Bank im Jahr 2013. Im Fall von Irland aber blieben auch die Anleihebesitzer verschont, bei denen es sich in vielen Fällen um raffinierte institutionelle Anleger aus dem Ausland handelte, die genau wussten, welche Risiken sie eingegangen waren. Ihr Geld bekamen sie vom irischen Steuerzahler, dem die Regierung die Rechnung überließ.

Weil die Verbindlichkeiten des irischen Bankensystems ein Vielfaches des Nationaleinkommens betrugen, wäre diese Rechnung selbst bei einer geringen Kreditausfallquote riesig geworden. Die Politiker behaupteten später, sie seien von Anglo-Führungskräften in die Irre geführt worden, die ihre Außenstände bei Gläubigern zu niedrig angegeben hätten. Doch sie hätten es besser wissen müssen. Statt der anfangs beantragten 7 Milliarden Euro an vorübergehenden Hilfen brauchte Anglo Irish letztlich mehr als 30 Milliarden Euro, und zurückgezahlt wurde nichts davon. Die Auszahlung der Gläubiger aller sechs irischen Privatkundenbanken kostete die Steuerzahler letztlich 64 Milliarden Euro, ungefähr 14.000 Euro für jeden Mann, jede Frau und jedes Kind im Land. Ob die irischen Bürger bereit waren, eine solch schwere Last zu tragen, um die Gläubiger der Banken schadlos zu halten, war unsicher. Und diese Unsicherheit warf einen langen und schädlichen Schatten auf die irische Volkswirtschaft.

Die ersten Zahlungen auf die kolossale Rechnung mussten im Jahr 2009 geleistet werden, doch 2010 explodierten sie, und das irische Haushaltsdefizit schnellte auf mehr als 30 % des BIP in die Höhe (ja, Sie haben richtig

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

gelesen).[15] Die Staatsschulden, die drei Jahre zuvor noch bewundernswert niedrig gewesen waren, stiegen jetzt auf 100 % des Nationaleinkommens. Als Preis für die fortgesetzte Bereitstellung von Liquidität verlangte die EZB von der irischen Regierung, die Banken sofort zu rekapitalisieren. Eine rasche Rekapitalisierung hat ihre Vorteile, allerdings nicht dann, wenn sie die Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit für ihren Heimatstaat in sich birgt. Und das Problem waren nicht nur diese Kosten: Als erstes europäisches Land geriet Irland, geschwächt durch das Ende des Immobilienbooms und die absehbaren Sparmaßnahmen der Regierung, in eine Rezession, was dazu führte, dass obendrein der Nenner für die Berechnung des Verhältnisses von Schulden zum BIP kleiner wurde.[16] Im Jahr 2009 nahm die Wirtschaftsleistung um alarmierende 9,8 % ab und 2010 noch einmal um 3,2 % – nominal gerechnet, was relevant für die Zahlungsfähigkeit eines Landes ist, das Schulden mit einem bestimmten Nominalvolumen zu bedienen hat.

So wurde aus der anfänglichen Bankenkrise eine Haushaltskrise, weil Anleger an der Fähigkeit des irischen Staates zweifelten, seine Schulden zu bedienen, und eine Restrukturierung ihrer Anleihen befürchteten. Nach der Deauville-Erklärung schossen die Renditen in ganz Südeuropa in die Höhe, aber nirgendwo so dramatisch wie in Irland (zu dieser Zeit wurde das Land zu einer Art Ehrenmitglied Südeuropas). Bis Anfang November 2010 nahm die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen irischen und deutschen Staatsanleihen auf 6,65 % zu.

Das waren keine Zinsen, die sich der irische Staat leisten konnte. Also wurde auch dieses Land in die Arme der Troika getrieben. Der Verlust seiner fiskalischen Souveränität – denn darauf lief das Akzeptieren der haushaltspolitischen Forderungen von IWF, Europäischer Kommission und EZB letztlich hinaus – war verheerend für ein Land, das erst 1922 nach einem langen blutigen Kampf seine Unabhängigkeit gewonnen hatte. Enda Kenny, Chef der mitte-rechts stehenden Oppositionspartei Fine Gael, warf der Regierung Cowen vor, die Republik zu einem fiskalischen Protektorat zu machen. »Dies ist eine Demokratie, und Menschen sind auf der Straße für sie gestorben«, wetterte er, »wir lassen nicht zu, dass sie durch Inkompetenz abgeschafft wird.«

Natürlich war das nur Schall und Rauch, der weiter nichts bedeuten hatte. Weder Cowen noch Kenny konnten Geld einfach herbeizaubern. Irland

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

brauchte verzweifelt eine Finanzierung, und die Troika war die einzige Quelle dafür. Doch weder der IWF noch die Europäische Union wollten ohne Zusicherungen etwas verleihen. Wie zu erwarten, kamen die in der Form des mittlerweile standardisierten Programms, lediglich angereichert mit ein wenig stärkerer Betonung einer Verkleinerung des Bankensystems. Nach einer Vereinbarung vom Dezember 2010 sollte Irland 67,5 Milliarden Euro erhalten. Ein Großteil davon sollte in die Rekapitalisierung der Banken und eine Überarbeitung ihrer Finanzierungsstruktur sowie zur National Asset Management Agency (NAMA) fließen, einer Bad Bank, die für den Aufkauf von problematischen Immobilienentwicklungskrediten und deren Verkauf zu jedem erzielbaren Preis geschaffen worden war.[17]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wichtig dabei war, dass nicht versucht wurde, die Gläubiger der Banken an den Kosten zu beteiligen. Als das Programm 2010 finalisiert wurde, war gerade die im September 2008 ausgesprochene Blanko-Garantie über zwei Jahre ausgelaufen, Es wäre also möglich gewesen, jetzt den Wert von vorrangigen Anleihen herunterzuschreiben, um die Kosten für die Sanierung der Bankenbilanzen zu verringern. Doch EU-Vertreter machten sich Sorgen über die Stabilität von Banken in anderen Ländern. Die irische Garantie zu widerrufen, hätte Fragen über die Sicherheit ihrer Anleihen aufgeworfen und die Gläubiger beunruhigt. Dadurch war die Troika wenig geneigt, diesen Punkt zu verhandeln. Die Regierung Cowen hatte dieses Bett gemacht und musste jetzt auch darin schlafen.

Nach der Wahl im Februar 2011 kam eine von Kenny geführte Koalition aus Fine Gael und Labour an die Macht, und man hätte glauben können, sie hätte andere Optionen gehabt. Fast sofort kontaktierte der neue Finanzminister Michael Noonan die Troika mit dem Vorschlag, die Verbindlichkeiten gegenüber den Besitzern von vorrangigen Anleihen von Anglo Irish und der Irish Nationwide Building Society herunterzuschreiben (Irish Nationwide, der Partner von FitzPatrick, war ein fast ebenso enthusiastischer Kreditgeber für Immobilienprojekte gewesen und hatte ebenso katastrophale Verluste verzeichnet). Doch auch die EZB war ein vollwertiges Mitglied der Troika, und ihr Präsident Jean-Claude Trichet bestand darauf, dass jeder Versuch, Besitzern von Bankanleihen Verluste beizubringen, das Vertrauen und die Finanzierungsmöglichkeiten von Banken beschädigen würde – nicht nur in Irland, sondern in der gesamten Eurozone. Außerdem war es so, dass Schulden der Banken gegenüber ihren Anleihebesitzern durch Schulden des irischen Staa-

tes bei der Troika ersetzt worden waren. Und wenn private Gläubiger mit ihren Ansprüchen nicht mehr hoch genug stehen würden, um Verlusten zu entgehen, wer konnte dann sagen, ob dasselbe nicht auch den öffentlichen Kreditgebern passieren würde? Mit anderen Worten: Jede Veränderung an dem Programm, mit der man zugegeben hätte, dass die Blanko-Bankengarantie eine schlechte Idee gewesen war, hätte letztlich zulasten der Kasse der Europäischen Union gehen können.[18] Angesichts der Abhängigkeit von Irland von der Troika-Finanzierung gab die neue Regierung rasch nach.[19]

Weil ein so großer Teil des Troika-Rettungsgeldes für die Sanierung der Banken und die Auszahlung ihrer Gläubiger verwendet wurde, hatte die irische Regierung keine andere Wahl, als andere Ausgaben zu senken. Die Hoffnung war, diese Kürzungen begrenzen zu können, weil sich die Wirtschaft stabilisieren und erholen würde. Die Täuschung, der man in Dublin, Brüssel, Frankfurt und Washington gleichermaßen erlag, bestand darin, dass es ab 2011 wieder Wachstum geben würde. »Nach zwei Jahren mit starken Rückgängen der Produktion«, so hieß es in der Vereinbarung zwischen Europäischer Kommission und IWF, »wird von der irischen Wirtschaft erwartet, dass sie sich in diesem Jahr weitgehend stabilisiert und in der Zeit von 2011 bis 2014 expandiert.« Die Troika führte diese Logik noch weiter aus: »Im Zuge des Abbaus von durch die Boomjahre entstandenen Ungleichgewichten im Inland wird die Erholung zumindest anfangs vor allem exportgetrieben sein. Wir prognostizieren ein mit der Zeit zunehmendes BIP-Wachstum, weil der Exporterfolg auf Investitionen und Konsum durchschlägt, das Verbrauchervertrauen zurückkehrt und sich die Bedingungen am Arbeitsmarkt verbessern.«

Was dabei offensichtlich nicht durchdrang, war die Tatsache, dass es angesichts der allgemeinen Wende zur Austerität niemanden mehr gab, an dem man exportieren konnte. Ebenfalls übersehen wurde, dass als Folge der Patzer in der europäischen Politik auch die Risikoaufschläge für andere Krisenländer explodierten; sie standen kurz davor, ebenfalls den Zugang zum Markt zu verlieren, sodass auch sie in den sanften Griff der Troika geraten wären.[20]

Tatsächlich sollte es nicht etwa nur drei Monate dauern, sondern fast drei Jahre, bis die erhoffte Erholung einsetzte. In der Zwischenzeit stieg die Arbeitslosenquote bis auf 15,1 %. Die irische Bevölkerung reagierte wie schon in der Großen Hungersnot: Sie wanderte aus. Von 2008 bis Mitte 2013 verließen fast 400.000 Personen die Republik und gingen entwe-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

der in andere englischsprachige Länder oder, wenn sie erst vor Kurzem gekommen waren, zurück in ihre Heimat. Viele der Emigranten zählten zu den Besten und Klügsten im Land. Dieser Schaden sollte sich nicht so leicht wieder beheben lassen.[21]

Jedes unglückliche Land in Europa war, wie in der Einleitung erwähnt, auf seine eigene Weise unglücklich. Portugal zum Beispiel hatte weder so hohe Staatsschulden wie Griechenland noch ein Wohnimmobilien- und Bankenproblem wie Irland. Doch seine Regierungen, zuerst die Sozialdemokraten unter José Manuel Barroso (der nach seinem Abschied mit der Berufung zum Präsidenten der Europäischen Kommission belohnt wurde) und dann die Sozialisten unter José Sócrates, hatten wenig getan, um das Land auf die Herausforderungen des 21. Jahrhunderts vorzubereiten. Was man noch am ehesten als moderne Produktion bezeichnen konnte, in den Branchen Kleidung und Schuhe, war schon längst dem Druck aus China zum Opfer gefallen. Manche portugiesischen Unternehmen liehen sich Geld für eine Expansion, doch die meisten waren kleine, wenig produktive Dienstleistungsfirmen, die nichts zur Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit beitrugen. Von 2000 bis 2008 hatte das Pro-Kopf-BIP in Portugal kumulativ nur um traurige 5 % zugenommen. Mit der Rezession im Jahr 2010 fiel es dann wieder auf das Niveau von vor zehn Jahren zurück.

Statt in Kompetenzen und Ausbildung zu investieren, nutzte Lissabon die durch den Euro gesunkenen Zinskosten, um Autobahnen und Kreisverkehre zu bauen, die in der Rezession beeindruckend wenig befahren waren. Um ihre Versprechen über eine Erhöhung der staatlichen Rente für Ruheständler halten zu können, erhöhte die Regierung die Steuern. Die höheren Steuern, insbesondere auf Arbeit, verhinderten zwar eine Explosion der öffentlichen Schulden, doch zugleich machten sie eine Modernisierung für portugiesische Unternehmen noch schwieriger.

Also war Portugal schlecht aufgestellt, als die Krise ausbrach. Die strategische Reaktion der Regierung lief darauf hinaus, zu versuchen, unter dem Radar zu bleiben. Man hoffte, weil das Land klein war und es dort keine so auffälligen Probleme wie in Griechenland oder Irland gab, würden die Märkte seine Schwächen übersehen. Doch weil die Anleger jetzt in höchster Alarmbereitschaft waren, trog diese Hoffnung. Die Regierung verlor den Zugang zu den Finanzmärkten und war im Frühjahr 2011 gezwungen,

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

mit der Troika ein Programm über 78 Milliarden Euro auszuhandeln. Es folgten Ausgabenkürzungen, Steuererhöhungen, das Einfrieren der Gehälter im öffentlichen Dienst und eine tiefe Rezession. Die Arbeitslosenquote stieg auf 18 %, unter jungen Menschen war sie sogar doppelt so hoch.

Spanien wiederum war nicht Portugal, wie Politiker des Landes jedem, der es hören wollte, mit großem Eifer versicherten. Seine großen Banken, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) und Grupo Santander, bezogen einen großen Teil ihrer Einnahmen aus profitablen Geschäften in Lateinamerika. Die Verschuldung der nationalen Regierung betrug nur 36 % des BIP.[22] Das Land konnte mit einer Reihe von international konkurrenzfähigen Unternehmen aufwarten, von Telefonica (Kommunikation) über Gamesa (Windräder) bis zu Inditex, Besitzer der Modekette Zara und Betreiber von Geschäften in mehr als 100 Ländern. Im Jahrzehnt nach der Einführung des Euro hatte Spanien kaum Export-Marktanteile verloren, weil insbesondere seine großen Unternehmen ihre Produktivität erhöhten.[23] Ein großer Inlandsmarkt bedeutete, dass das Land bereits Heimat für multinationale Unternehmen wie Ford oder Volkswagen war, die ihre Produktion jetzt stärker auf Exporte ausrichten konnten.

Doch so sehr sie es auch versuchten, die spanischen Politiker konnten Anleger nicht von einem Einbruch am Immobilienmarkt ablenken, der einen Zusammenbruch des Bankensystems zur Folge zu haben drohte. Um unmittelbarsten gefährdet waren die Cajas, halböffentliche Sparkassen, die aggressiv Kredite an Hauskäufer und Immobilienunternehmen vergeben hatten. Noch in den 1960er-Jahren hatten die Cajas kaum 10 % der spanischen Finanzaktiva ausgemacht. Dann aber bekamen sie durch Deregulierung, zusammen mit der Annahme, die Behörden würden sie im Zweifelsfall schon stützen, die Möglichkeit, ihre Bilanzen zu vergrößern. Inzwischen standen sie für fast 50 % des spanischen Finanzsystems.

Aus der Erfahrung mit Irland wussten Anleger, dass die Behörden nicht einfach zusehen können, wenn Sparkassen, die einen so großen Teil des Finanzsystems ausmachen, in notleidenden Krediten ertrinken. Ebenso gut aber wussten sie, dass eine Rettung der Finanzinstitute den spanischen Staat in die Pleite treiben konnte. Wie es bei Bankenkrisen üblich ist, gab es tiefe Unsicherheit über das Ausmaß der Verluste, mit denen es die Banken zu tun hatten. Und solange diese Unsicherheit anhielt, solange warf sie einen Schatten auf die Solvenz des spanischen Staates und darüber hinaus auf die Zukunft des Euro.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Anfangs versuchte die Regierung von José Luis Rodríguez Zapatero, das Problem mit einer Reihe von halbherzigen Maßnahmen zu lösen. Zur Rekapitalisierung von Banken schuf sie den Fondo de Reestructuracíon Ordenada Bancaria, zögerte aber aus Angst vor Schaden an den Staatsfinanzen, davon Gebrauch zu machen. Als die Bankenkrise 2012 ihren Höhepunkt erreichte, hatte der FROB erst 14 Milliarden Euro von den 99 Milliarden, über die er theoretisch verfügen durfte, eingesetzt.

Als Nächstes versuchte die Regierung, die Cajas zu stärken, indem sie eine Reihe von Fusionen vermittelte, in der Hoffnung, dass der Abbau von Überkapazitäten und Personal ihre Finanzposition verbessern würde. Dadurch aber änderte sich nichts an den notleidenden Immobilienkrediten, die ihre Bücher vergifteten, außer dass sie jetzt bei einer kleineren Zahl von Banken konzentriert waren. Die wichtigste Fusion war die zwischen dem Schwergewicht Caja Madrid und sechs kleineren Sparkassen. Das Nachfolgeinstitut namens Bankia wurde zum größten Einzelbesitzer von Immobilien-Aktiva und ließ sich im Juli 2011 an der spanischen Börse notieren. Nur zehn Monate später aber war die Regierung gezwungen, die Bank zu verstaatlichen und ihr 23,5 Milliarden Euro an Eigenkapital zuzuführen, weil sie in notleidenden Krediten ertrank. Die öffentlichen Finanzen wurden dadurch noch weiter belastet.[24] Die Zinsen für zehnjährige Anleihen der spanischen Regierung sprangen bei dieser Nachricht auf 7 %, ein Niveau, das eindeutig nicht durchhaltbar war.

Und so begann ein komplizierter Balztanz zwischen der spanischen Regierung und ihren Partnern in der Eurozone. Die Banken benötigten Hilfe, doch der Regierung fehlte es erkennbar an den Mitteln, um sie bereitstellen. Mit einem Troika-Kredit zur Finanzierung der Bankenrettung durch den Staat aber wäre aus der Bankenkrise nur eine Staatsschuldenkrise geworden, so wie zuvor in Irland. Im Prinzip konnte der European Stability Mechanism als der EU-Rettungsfonds Kredite auch direkt an Banken vergeben, anders als der IWF, der nach seinen Statuten Geld nur an Staaten verleihen darf. Doch wenn der ESM direkt eingegriffen hätte, wäre die spanische Regierung aus dem Schneider gewesen, und am Ende wären vielleicht die ESM-Anteilseigner, allen voran die deutsche Regierung, auf der Rechnung sitzen geblieben. Hinzu kam der Wunsch der neuen Mitte-Rechts-Regierung von Mariano Rajoy, im Amt seit Ende 2011, der Erniedrigung durch ein Programm von EU und IWF zu entgehen. Im Wahlkampf hatte er immer wieder betont, dass Spanien nur wenige der Probleme von

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Griechenland, Irland oder Portugal habe. Deshalb war er jetzt verständlicherweise bemüht, Besuche der »Männer in Schwarz« zu vermeiden.

Der auf dieser Grundlage erzielte Kompromiss war mit Absicht uneindeutig. Am 9. Juni 2012 erklärten sich die Finanzminister der Eurogruppe dazu bereit, 100 Milliarden Euro zur Rekapitalisierung der spanischen Banken zur Verfügung zu stellen. Der Kredit sollte nicht an die Regierung fließen, sondern an den FROB; trotzdem sollte die Regierung aber »verantwortlich« sein, falls der FROB nicht zurückzahlen könne, wie es im Kreditvertrag hieß. Damit stand jetzt Geld zur Verfügung, das hoffentlich ausreichen würde, um den unmittelbaren Kapitalbedarf der Banken zu decken. Gleichzeitig blieb hinreichend unklar, ob der Schuldner dafür der spanische Staat oder der FROB war, sodass man weiter hoffen konnte, der Staatshaushalt würde auch dann verschont bleiben, wenn die Mittel komplett aufgebraucht würden. Das Geld sollte vollständig vom ESM kommen, also nicht wie bei den Vereinbarungen mit Griechenland, Irland und Portugal zu einem Drittel vom IWF. Rajoy hatte es tatsächlich geschafft, um ein peinliches IWF-Programm herumzukommen. Der Fonds war nur insofern beteiligt, als er die Aufgabe bekam, bei der Überwachung der Reformen im Bankensektor mitzuwirken. Die Kommission wiederum sollte im Rahmen ihrer für alle Mitgliedsstaaten geltenden regulären Verfahren darauf achten, dass die spanische Regierung ihre Zusagen einhält. Männer in Schwarz würden also nicht nach Spanien kommen, mit Männern in Grau aber war zu rechnen.

Ungeachtet der Unklarheiten brachte der ESM-Kredit zumindest Sicherheit darüber, dass 100 Milliarden Euro zur Rekapitalisierung der Banken zur Verfügung standen. Die nächste Aufgabe war, die Märkte davon zu überzeugen, dass dies ausreichen würde. Dazu nahm sich Rajoy ein Beispiel an Timothy Geithner und unterzog die wichtigsten Finanzinstitute im Land eigenen Stresstests. Die Regierung delegierte sie an externe Experten der Finanzberatungsfirma Oliver Wyman. Nicht unbedingt beruhigend daran war, dass dieselben Berater Anglo Irish in ihrem Bericht »State of the Financial Industry 2007« zur besten Bank der Welt gekürt hatten. Hier verließ sich Rajoy wohl darauf, dass die Märkte nur ein kurzes Gedächtnis haben. Jedenfalls war dieses Vorgehen immer noch besser, als wenn die Regierung die Tests selbst vorgenommen hätte.
Trotzdem hatten die Berater dasselbe Goldilocks-Problem wie die US-Stresstester im Jahr 2009: Die ermittelte Kapitallücke sollte nicht so klein sein, dass man sie als unrealistisch hätte abtun können, aber auch nicht so er-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

schreckend groß, dass sie zu mehr Angst um die Solvenz des Bankensystems und des Staates geführt hätte. Zum Glück gab es eine Restgröße mit der Bezeichnung »Überschusskapitalpuffer« – im Wesentlichen eine Annahme darüber, welchen Teil ihrer Vermögenswerte eine Bank würde verkaufen können. Die ließ sich anpassen, um das Ergebnis der Tests zu beeinflussen.[25] Im September 2012 wurde eine geschätzte Kapitallücke von knapp unter 60 Milliarden Euro veröffentlicht, was in der Mitte zwischen den deutlich niedrigeren Werten, die der spanische Regulierer zuvor genannt hatte, und den mit dem ESM-Kredit maximal verfügbaren 100 Millionen Euro lag. Die Präzision war nur gespielt, doch das Ergebnis passte einigermaßen zu den Fakten. Die Partner von Spanien in der EU waren beruhigt, dass sie kein Geld an ein Schwarzes Loch verliehen, und die Märkte, dass die Kreditlinie von 100 Milliarden Euro ausreichen würde.

Hier gibt es eine offensichtliche Parallele zum Geschehen in den USA in den Jahren 1933 und 2009. In allen drei Fällen zeigte sich, dass die Grenze zwischen Illiquidität und Insolvenz für ein Bankensystem wie auch für einen Staat schwierig zu definieren ist. Eine durch Panik entstandene Liquiditätskrise kann ein Bankensystem mit ernsten, aber noch handhabbaren Problemen in die Insolvenz zwingen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Informationen über den Zustand der Banken lückenhaft sind, sodass die Panik sich selbst verstärken kann. Auf der anderen Seite kann sich eine Panik noch verhindern lassen, indem man zusätzliche – nicht unbedingt perfekte – Informationen über die Lage der Banken bereitstellt und einen glaubwürdigen Kreditgeber der letzten Instanz aufbietet. Auf diese Weise lässt sich ein wahnsinniger Wettlauf zum Ausgang verhindern, der die Banken noch stärker schädigen würde.

Im Jahr 1933 bestand die Formel dafür aus der Bankenschließung und dem Emergency Banking Act. Im Jahr 2009 gelang es, mit der Kombination aus Stresstests und der Bereitschaft der Fed, als Kreditgeber der letzten Instanz zu agieren, einen Schlussstrich unter die akute Phase der Finanzkrise in den USA ziehen. Und im Jahr 2012 ließ der Stresstest-Bericht von Oliver Wyman zusammen mit den 100 Millionen Euro vom ESM auf ähnliche Weise das Gespenst einer ausgewachsenen Bankenkrise verschwinden.[26] Das hieß jedoch nicht, dass damit auch die Rezession in Spanien oder gar in ganz Europa beendet gewesen wäre. Doch es verschaffte den politischen Entscheidern Zeit, in der sie über ihre nächsten Schritte nachdenken konnten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 26
Euro oder nicht

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

In Großbritannien gab es, wie in den USA, Irland und Spanien, einen phänomenalen Boom bei Wohnimmobilien, aus dem dann eine Krise wurde.[1] Das Land hatte einen übergroßen Finanzsektor, der für volle 10 % der Bruttowertschöpfung und für mehr als ein Viertel aller Unternehmenssteuerzahlungen stand, jetzt aber zum Rückzug gezwungen war. Für eine Volkswirtschaft mit diesen Merkmalen war eine Rezession unvermeidlich.

Nicht aber eine Rezession von diesem Ausmaß und dieser Dauer. In Großbritannien dauerte es bis 2014, bis das BIP wieder das Niveau von 2008 erreichte, was langsamer war als in jedem anderen Industrieland der G7 mit Ausnahme von Italien.[2] Diese Besonderheit der britischen Rezession war ein Ergebnis der Politik. Vom Jahr 2010 an hatte die britische Haushaltspolitik eine stark kontraktionäre Wirkung. Bei den Wahlen im Mai 2010 wurde die Labour-Regierung von Gordon Brown abgewählt und durch eine von David Cameron geführte konservativ-liberale Koalition ersetzt. Die neue Regierung war darauf aus, das Haushaltsdefizit mit allen Mitteln zu senken. Zu diesem Zweck legte Camerons Finanzminister George Osborne 2010 seine eigene Version eines Nothaushalts vor, der frühe Ausgabenkürzungen und eine Erhöhung der Mehrwertsteuer vorsah.

Dies entsprach einer Haushaltskonsolidierung, die mit mehr als 5 % des BIP von 2009 bis 2012 drastischer war als in jeder anderen großen Industrienation. Die Folgen waren unmittelbar und gravierend. Zunächst hatte die britische Wirtschaft Ende 2009 aufgehört zu schrumpfen, und in der ersten Jahreshälfte 2010 gab es wieder 0,5 % Wachstum und im dritten Quartal 1 %. Von da an aber machten sich die Auswirkungen von Osbornes Haushalt bemerkbar. Im vierten Quartal 2010 sank die Wirtschaftsleistung um 0,2 %. 2011 dann ging es auf niedrigem Niveau auf und ab mit etwas Wachstum im ersten und dritten Quartal und BIP-Rückgängen im zweiten und vierten. Nach einer Schätzung des Office of Bud-

get Responsibility, einem unabhängigen und überparteilichen Beratungsgremium, fiel das Wirtschaftswachstum im Fiskaljahr 2010/11 als Folge der Sparpolitik um mehr als 1 % niedriger aus, als es ansonsten gewesen wäre. 2011/12 wurde das Wachstum demnach noch einmal um 0,7 % gedrückt und 2012/13 um 0,2 %, weil die Auswirkungen der früheren Sparmaßnahmen zu schwinden begannen.[3]

Die Reaktion der Koalition bestand darin, sich nicht von ihrem Kurs abbringen zu lassen. Dies führte zu der ungewöhnlichen Situation, dass der IWF empfahl, staatliche Ausgaben auf Bereiche zu verlagern, die mehr für eine kurzfristige Stärkung der Nachfrage tun würden. Außerdem empfahl der Fonds der Regierung angesichts fehlender Anzeichen für eine Erholung, das Tempo ihrer Haushaltsstraffung zu verringern.[4]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Wende zur Sparpolitik war auch insofern außergewöhnlich, als Großbritannien nicht so eingeschränkt war wie andere Länder in Europa. Die Schulden mögen zu hoch gewesen sein, um sich entspannt zurückzulehnen, doch beim Amtsantritt der Koalition im Jahr 2010 lagen sie immer noch unter 70 % des BIP. Großbritannien war nicht Griechenland, um eine beliebte Formulierung zu benutzen. Die Kosten für Kredite und Kapitalspritzen für Royal Bank of Scotland, Lloyds, Northern Rock und Bradford & Bingley, die zusammen etwa 8 % des BIP ausmachten, waren schon verbucht.[5] Mit anderen Worten: Großbritannien war auch nicht Irland.

Am wichtigsten aber ist, das Großbritannien kein Mitglied der Eurozone war. Es hatte eine Zentralbank mit dem Recht, Geld zu drucken und den Markt für Anleihen der Regierung zu stützen. Dadurch hatte das Land mehr fiskalischen Spielraum als Länder der Eurozone mit vergleichbarem Schuldenstand. Die Haushaltskonsolidierung hätte nach hinten verschoben werden können. Sie hätte warten können, bis die Wirtschaft stark genug gewesen wäre, um sie zu verkraften.

All das bedeutet, dass die Obsession der Koalition für Sparpolitik kaum zu verstehen ist. Camerons Finanzminister Osborne hatte, wie Blairs Finanzminister Brown, Geschichte studiert, in diesem Fall in Oxford. Dies hielt ihn jedoch nicht davon ab, die Geschichte der 1930er-Jahre zu missachten und sich die »Treasury-Meinung« zur Fiskalpolitik zu eigen zu machen. Im Jahr 1929 war das britische Finanzministerium der Meinung gewesen, dass »jede Erhöhung der staatlichen Ausgaben notwendigerweise private Ausgaben in gleicher Höhe verdrängt und somit per Saldo keine

Auswirkungen auf die Wirtschaftsaktivität hat«, wie es der damalige britische Schatzkanzler Winston Churchill formulierte; diese Analyse wurde als Gegenargument zu einer Erhöhung des Defizits vorgebracht.[6] Minister Osborne und andere im Finanzministerium wollten jetzt zwar nicht so weit gehen zu sagen, die Haushaltskonsolidierung werde wahrscheinlich überhaupt keinen Nettoeffekt auf das Wirtschaftswachstum haben. Was sie jedoch sagten, war, dass die Wirkungen wohl nicht groß sein würden. Weiter argumentierten sie, die Konsolidierung nicht fortzusetzen, werde negative Folgen haben. Wenn das Defizit nicht verringert würde, würde Großbritannien eine Vertrauenskrise riskieren, wie sie in Griechenland, Irland und Spanien schon ausgebrochen war und auf Investitionen und Wachstum drückte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dabei verwechselte man natürlich die Situation eines Landes wie Großbritannien mit einem Verhältnis von Schulden zu BIP von 70 % mit einem Land wie Griechenland, in dem dieses Verhältnis eher bei 170 % lag. Man verwechselte die Situation einer Reihe von Ländern der Eurozone, in denen es keine Zentralbank mehr gab, die den Markt für Staatsanleihen hätte unterstützen können, mit der eines Landes, das noch eine eigene Zentralbank hatte. Nachdem sich Großbritannien so klug gezeigt hatte, der fehlerbehafteten europäischen Währungsunion fernzubleiben, machte es sich jetzt die fehlerbehaftete Logik zu eigen, es müsse sich verhalten, als wäre es doch ein Mitglied der Eurozone.

Cameron und Osborne, sollte man hier erwähnen, waren fest überzeugt von der konservativen Doktrin eines begrenzten Staats. Und wann gab es eine bessere Gelegenheit, den Staat zu begrenzen, als in einer vermeintlichen Krise der fiskalpolitischen Nachhaltigkeit, bei der ohne frühes Gegensteuern das Verhältnis von Schulden zum BIP über die rote Linie von 90 % zu steigen drohte?[7] Im Oktober 2010 veröffentlichte die Regierung im Rahmen ihrer Bemühungen um Haushaltskonsolidierung eine Liste von 192 öffentlichen Stellen, die abgeschafft oder künftig nicht mehr finanziert werden sollten. Die Auswahl reichte von der Infrastructure Planning Commission über die Health Protection Agency, die Ärzte und Bürger über neue und entstehende Gesundheitsgefahren informierte und beriet, bis zur British Educational Communications and Technology Agency, die den Einsatz von Informationstechnologie in der Bildung fördern und koordinieren sollte. Viele dieser Behörden, so dürfte klar sein, hatten damit zu tun, Ressourcen für Infrastruktur, Bildung und Forschung zu mobili-

sieren.[8] Der konservativen Ansicht nach war es jedoch besser, dieses Mobilisieren dem Markt zu überlassen und den Staat aus dem Weg zu räumen. Andere Behörden, die jetzt abgeschafft wurden, waren wie der UK Film Council und der Farm Animal Welfare Council Symbole für staatliche Ambitionen, mit denen die konservativ geführte Koalition jetzt Schluss machen wollte. Wenn eine kurze Rezession – denn mit mehr rechnete die Regierung nicht – der Preis dafür war, dieser Verschwendung und diesen invasiven Behörden ein Ende zu bereiten, dann war das diesen Preis wert. Jeremy Warner vom konservativ ausgerichteten *Daily Telegraph* drückte es so aus: »Letztlich ist man entweder Befürworter eines großen Staates oder eines kleinen. Was Befürworter eines großen Staates an Sparpolitik hassen, ist, dass ihr Hauptzweck darin liegt, das Volumen der Staatsausgaben zu verringern. [...] Letztlich ist es so, dass man die Größe des Staates nur während einer Wirtschaftskrise ernsthaft beschneiden kann. Das mag prozyklisch sein, aber in guten Zeiten hat nie irgendjemand Lust darauf; es lässt sich also nur in schlechten Zeiten machen.«[9]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zuletzt kann man nicht abstreiten, dass auch politische Zweckdienlichkeit eine gewisse Rolle spielte. Wie Obamas Konjunkturpaket hatte auch der Nothaushalt der Labour-Regierung nicht alles gehalten, was er versprochen hatte. Als die Konservativen und die Liberalen gegen die gescheiterte Labour-Politik Wahlkampf machten, kämpften sie also gegen defizitfinanzierte Staatsausgaben. Wie in den USA fanden ihre Argumente Anklang bei der wählenden Bevölkerung, die instinktiv die Analogie zwischen privaten und staatlichen Haushalten übernahm und ein Ventil für ihre Verärgerung über die Krise und die dadurch erforderlich gewordenen staatlich finanzierten Rettungen für Finanzinstitute suchte. Mit der Haushaltskonsolidierung fortzufahren, gab der Koalition die Möglichkeit, Labour als die Partei der Defizite hinzustellen. Die gespaltene US-Regierung brauchte mehrere Jahre, um sich auf Steuererhöhungen für das oberste Prozent und das Sequester zu einigen. Im britischen System dagegen, in dem die Regierung stets auch eine Parlamentsmehrheit hat, war der Umstieg auf Austerität unmittelbar und gravierend.

Schon Großbritannien betrieb mit einer Größenordnung von 5 % des BIP eine drastische Haushaltskonsolidierung, doch das war nichts im Vergleich zu dem, was von Griechenland verlangt wurde. Die Troika-Pro-

gramme sahen Ausgabenkürzungen von vollen 11 % des BIP innerhalb von drei Jahren vor. Dies war mehr, als die griechische Gesellschaft und wohl auch jede andere auf Dauer hätte ertragen können, sodass mit einem leichten Verfehlen der geplanten Zahlen zu rechnen war. Drastische Ausgabenkürzungen machte eine tiefe Rezession unvermeidlich, ungeachtet hoffnungsfroher Geschichten über expansive Haushaltskonsolidierung. Wie oben erwähnt, wurde die Rezession in Griechenland weitaus schwerer, als von der Troika prognostiziert. Und je mehr die griechische Wirtschaft schrumpfte, desto stärker lagen die Steuereinnahmen unter den Prognosen und desto höher stieg das Verhältnis von Schulden zu BIP.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der IWF unter Dominique Strauss-Kahn war sehr darum bemüht, die Europäer in ihren Plänen zu unterstützen. Im Mai 2011 aber verlor er seinen Posten – er wurde durch Vorwürfe zum Rücktritt gezwungen, ein Zimmermädchen im Sofitel New York Hotel sexuell angegriffen zu haben.[10] Für den IWF galt die Regel, dass er nur dann Geld verleihen darf, wenn er erwartet, es zurückzubekommen. Zulässig war ein »außergewöhnlicher Zugriff« eines Landes – also ein Kredit mit mehr als dem sechsfachen Volumen seiner Quotenzeichnung bei dem Fonds – nur, wenn der Fonds die Schulden als tragfähig beurteilte. Schon im Mai 2010 hatten sich die normalerweise fügsamen Mitarbeiter der Institution nicht mehr in der Lage gesehen zu bestätigen, dass die griechischen Staatsschulden »mit hoher Wahrscheinlichkeit tragfähig« seien; dies zwang die Geschäftsführung des IWF, eine Ausnahme mit der Begründung zu genehmigen, der Verzicht auf eine Kreditvergabe an Griechenland würde verheerende Ansteckungseffekte für andere Länder bedeuten. Doch je länger die griechische Krise vor sich hin schwelte, desto schwieriger wurde es für den IWF, dem Land weiter Geld zu leihen. Sonderregeln für europäische Länder schürten den Zorn von Direktoren aus Lateinamerika, die bei ihren eigenen Schuldenkrisen keine derartigen Privilegien genossen hatten. Gleichzeitig war die Vorstellung, Griechenland können 2012 wieder an die Märkte zurückkehren und Anleihen an private Anleger verkaufen, nichts als ein frommer Wunsch.

Irgendetwas musste passieren. Eine Möglichkeit wäre gewesen, dass die anderen EU-Partner Griechenland mit Geld überschütten. Doch eine Rettung für Griechenland war an diesem Punkt schon politisch toxisch geworden, nicht nur in Deutschland, sondern auch in den Niederlanden, Finnland und anderen nordeuropäischen Staaten. Durch einen Aus-

schlussprozess kamen die Politiker dazu, das Undenkbare zu denken: Die Schulden würden restrukturiert werden müssen.

Eineinhalb Jahre lang hatten die europäischen Führungen, abgesehen von dem Strandspaziergang in Deauville, bestritten, dass eine Schuldenrestrukturierung machbar wäre. Die Aussicht auf eine Restrukturierung mit erheblichen Verlusten für die Anleihebesitzer würde Chaos auf den Finanzmärkten auslösen, warnten sie. Institutionelle Anleger würden pleitegehen. Sie würden die Anleihen von anderen geschwächten Ländern der Eurozone abstoßen. Griechenland würde jahrelang in Gerichtsverfahren verstrickt sein. Jürgen Stark als der Vertreter Deutschlands im EZB-Rat mahnte, eine Restrukturierung griechischer Schulden wäre eine »Katastrophe«. Sein Ratskollege Lorenzo Bini Smaghi, ehemals Generaldirektor im italienischen Finanzministerium, warnte die griechische Regierung, eine Restrukturierung sei »politischer Selbstmord« und jeder Schritt in diese Richtung würde »ganz Europa gefährden«.[11]

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Realität war natürlich genau das Gegenteil dieser Behauptungen. Wie sich zeigen sollte, war es für Griechenland durchaus möglich, seine Schulden mit einem Minimum an Unsicherheit und einem Maximum an Beteiligung der Anleger zu restrukturieren und so eine erhebliche Entlastung zu bekommen. Man konnte Geld für die Rekapitalisierung der griechischen Banken zurücklegen und Banken in anderen Ländern konnten sich auf das Unvermeidliche vorbereiten. Mit Unterstützung von den Institutionen der Europäischen Union konnten andere Länder vor den Folgen geschützt werden. Allerdings wäre eine Kursänderung ein schwerer Schlag für die Glaubwürdigkeit von europäischen Amtsträgern wie Stark oder Bini Smaghi gewesen, die eine Restrukturierung zuvor als Katastrophe bezeichnet hatten. Es sollte jedoch nicht mehr lange dauern, bis sie keine Amtsträger mehr waren.

Erst einmal aber gab es ein weiteres Jahr Gerede und Verzögerungen. Der deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble schlug zunächst vor, dass IWF und EZB einen »freiwilligen« Schuldentausch organisieren, bei dem Anleger Anleihen mit längerer Laufzeit bekommen, aber keine Zugeständnisse beim Nennwert machen sollten. Welchen Vorteil dies für die griechische Regierung gehabt hätte, wurde nie klar. Als Nächstes kam ein Vorschlag von einem Komitee französischer Banken, der ebenfalls keine Nennwertreduzierung vorsah. Das Institute of International Finance, ein Verband von großen institutionellen Anlegern, regte an, die ausste-

henden Anleihen gegen vier neue mit unterschiedlichen Laufzeiten und Zinscoupons zu tauschen. Die neuen Anleihen sollten Griechenland bei seinem unmittelbaren Finanzierungsproblem helfen, indem sie die laufenden Zahlungslasten drückten. Doch dieser Plan erforderte minimale Zugeständnisse der Anleger und hätte zudem den perversen Effekt gehabt, dass die Gesamtschulden Griechenlands noch gestiegen wären.[12]

Dass die Banken einen Deal bevorzugten, bei dem ihre Rendite maximiert wurde, ist nicht überraschend. Griechenland mit seinen wirtschaftlichen und finanziellen Problemen war damit jedoch nicht geholfen. Dies war ein klares Führungsversagen von IWF und EU, die zuließen, dass die Banken den Ton angaben, und von Griechenland verlangten, danach zu tanzen. Wenn die Politik bewusst versucht hätte, die Märkte zu verschrecken, hätte sie kaum geschickter vorgehen können.

Nach drei weiteren Monaten Zaudern sahen die europäischen Regierungen endlich ein, dass die Lage umso schlimmer werden würde, je länger sie warteten. Bei ihrem Gipfeltreffen am 26. Oktober 2011 sprachen sie endlich eine »Einladung« an alle Parteien aus, eine Umschuldung zu erarbeiten, um den Wert der griechischen Schulden bei privaten Anlegern um 50 % zu verringern. Nach noch einmal vier Monaten mit Diskussionen machte die griechische Regierung den Anlegern tatsächlich ein Angebot. Wie sich zeigte, war es eines, das sie nicht ablehnen konnten – als der Deal im April 2012 abgeschlossen wurde, waren mehr als 97 % der privaten Anleger dabei. Der Nennwert ihrer Anleihen wurde um mehr als die Hälfte verringert, und die neuen Anleihen zahlten weniger Zinsen als ihre Vorgänger. Mehr als 100 Milliarden Euro an griechischen Schulden lösten sich in Luft auf.

Das also war die geordnete Restrukturierung, die europäische Politiker bis dahin als Hirngespinst abgetan hatten. Es war die erste größere Umschuldung in Europa seit dem Zweiten Weltkrieg und die größte, die es je gegeben hatte.

Was hatte sie möglich gemacht?

Zunächst einmal wurden 60 % der griechischen Staatsanleihen von Banken und anderen Anlegern gehalten, denen ihre Regierungen Daumenschrauben anlegen konnten. Diese Regierungen sahen eine erfolgreiche Restrukturierung, nachdem sie jetzt angegangen worden war, als im öffent-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

lichen Interesse liegend an und ließen kaum verhohlene Hinweise darüber fallen, welche negativen Folgen es haben könne, nicht mitzuziehen.

Zweitens war hilfreich, dass für 86 % der griechischen Staatsanleihen griechisches Recht galt, sodass ihre Bedingungen durch einen einfachen Beschluss der griechischen Parlaments geändert werden konnten (der Rest war nach britischem Recht emittiert worden, womit bei ihnen die Zuständigkeit bei den britischen Gerichten lag). Das Parlament nutzte diese Möglichkeit, indem es ein Gesetz verabschiedete, das eine Restrukturierung der Anleihen nach griechischem Recht zuließ, wenn eine qualifizierte Mehrheit der Anleihebesitzer zustimmte.[13] Selbst für potenzielle Verweigerer war damit jetzt das Mehrheitsvotum bindend, und wie sie schnell feststellten, hatten sie keine rechtliche Handhabe dagegen. Positiver aus Sicht der Anleihebesitzer: Die neuen Papiere wurden nach britischem Recht begeben, sodass sie Absicherungen enthielten, die bei den alten nach griechischem Recht gefehlt hatten.

Das war endlich ein Fortschritt. Leider dauerte es fast zweieinhalb Jahre, bis es dazu kam, und in der Zwischenzeit hatte die griechische Bevölkerung unter einer erdrückenden Last zu leiden und die Glaubwürdigkeit aller Beteiligten war beschädigt. Außerdem war nicht einmal klar, ob die Schuldenerleichterung für Griechenland überhaupt ausreichen würde. Die 42 Milliarden Euro an griechischen Anleihen, die bei der EZB lagen, und die weiteren 13 Milliarden Euro Anleihen bei nationalen Zentralbanken wurden bei der Restrukturierung nicht berücksichtigt. Und noch immer betrug die Staatsverschuldung niederschmetternde 150 % des BIP.

In Athen wurde nicht gefeiert. Die Rezession vertiefte sich noch weiter. Zunehmend stellte sich die Frage, wann es die nächste Restrukturierung geben würde, dieses Mal für die griechischen Schulden beim öffentlichen Sektor.

Die EZB lehnte jegliche Schuldenrestrukturierung die ganze Zeit über beharrlich ab. Gegen diese Idee wandten sich, wie beschrieben, Mitglieder ihres Rates vom Präsidenten Jean-Claude Trichet an abwärts. Ihnen war bewusst, dass die EZB große Positionen von Anleihen südeuropäischer Staaten hielt. Wenn sie zulassen würden, dass die Logik einer Restrukturierung zum Tragen kam, würde auch die Bilanz der Zentralbank etwas abbekommen. Und sie machten sich Sorgen, dass die EZB mit weiteren

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Anleihekäufen intervenieren müsste, um Regierungen und Banken in anderen Ländern vor den Folgen eines solchen Schritts zu schützen.

Sorgen vor allem um die eigene Gewinn- und Verlustrechnung sind nicht unbedingt das, was man von einer Institution erwarten würde, die mit der Aufgabe betraut ist, die Stabilität der Finanzmärkte und der Volkswirtschaft sicherzustellen. Die EZB-Offiziellen waren mit Sicherheit sensibel für die Tatsache, dass vor allem deutsche Politiker nicht begeistert sein würden, wenn die EZB Verluste mit ihrem Portfolio machte. Doch es hätte in ihrer Verantwortung gelegen, der Diskussion den richtigen Rahmen zu geben und die Aufmerksamkeit auf die übergeordneten Pflichten der Zentralbank zu lenken. Dazu kam es erst, nachdem die Präsidentschaft der EZB am 1. November 2011 von Trichet auf den früheren italienischen Finanzminister und Goldman-Sachs-Ökonomen Mario Draghi übergegangen war. Es zeigte sich vor allem im Sommer 2012, als Draghi versprach, er werde alles tun, was nötig sei, um die Eurozone zu erhalten und zu verteidigen. Besser spät als nie.

Auch auf andere Weise verstärkte die EZB die Misere in der Eurozone noch. Im Jahr 2010 kam sie zu dem falschen Schluss, dass die Erholung begonnen habe, und begann damit, ihre unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auslaufen zu lassen.[14] Sie blieb fixiert auf die Gesamtinflation und erhöhte im Frühjahr und Sommer 2011 als Reaktion auf eine vorübergehende Spitze bei Rohstoff- und Energiepreisen die Zinsen. Weil die deutsche Wirtschaft noch wuchs, liegt die Vermutung nahe, dass die EZB bei diesen Entscheidungen eher an deutsche Sorgen dachte als an die der gesamten Eurozone. Die Zinsen in dieser Phase zu erhöhen, zog die Schrauben bei finanziell geschwächten Banken und Unternehmen weiter an und machte auch den Regierungen das Leben schwerer. Die Zinsen für spanische und italienische Staatsanleihen schossen in die Höhe und läuteten so die nächste und noch schwerere Phase der Krise ein.

Vertreter der EZB zögerten deshalb damit, mehr zur Unterstützung des Wachstums zu tun, weil sie fürchteten, dadurch den Reformdruck auf die südeuropäischen Regierungen zu verringern. Niedrigere Zinsen und umfangreichere Wertpapierkäufe als Wachstumshilfe für europäische Volkswirtschaften hätten eine Haushaltskonsolidierung weniger dringlich gemacht. Sie hätten den Druck gemindert, politisch schwierige Reformen umzusetzen.

Das Muster, das sich dadurch ergab, war vorhersehbar. Wann auch immer die Lage ernsthaft schwierig wurde, tat die EZB gerade eben genug,

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

um das Schlimmste zu verhindern. Sie aktivierte ihr Securities Market Program (SMP), über das sie Anleihen von südeuropäischen Ländern kaufte, die mit stark steigenden Finanzierungskosten konfrontiert waren; den Banken half sie damit dabei, diese Papiere loszuwerden.[15] Sie lockerte die Bedingungen für ihre Longer-Term Refinancing Operations (LRTOs), über die sie den Banken Liquidität zur Verfügung stellte.[16] Doch sobald der Patient stabilisiert war, fuhr die Zentralbank die Versorgung mit Medikamenten zurück. Das SMP wurde ausgesetzt.[17] Die LTRO-Bedingungen wurden wieder gestrafft. Wie zu erwarten, verschlechterte sich darauf die wirtschaftliche Situation, sodass Ängste um das Überleben des Euro aufkamen. Die EZB reagierte darauf, indem sie das SMP reaktivierte und die Bedingungen für ihre LTROs wieder lockerer gestaltete.

Das Ergebnis war eine Stop-and-go-Politik, erst unter Trichet und dann unter Draghi, die nicht genügend Unterstützung für die europäische Wirtschaft bot. Die Geldmenge M3 nahm 2010 um katastrophal geringe 0,6 % zu und im Jahr 2011 auch nur um 1,5 %. Für eine Volkswirtschaft mit einem Wachstumspotenzial von 1-2 % und eine Zentralbank mit einem Inflationsziel von 2 % wäre ein M3-Wachstum um mindestens 4 % angemessener gewesen. Ende 2011, nach den zwei »proaktiven« Zinserhöhungen der EZB, ging die Kreditvergabe der Banken an den Privatsektor wieder zurück, um dann das Jahr 2012 über stetig weiter zu fallen.[18] Die Inkonsistenz der Zentralbank, die wiederholt den Geldhahn aufdrehte, um einen Tod durch Dehydration zu verhindern, ihn dann aber wieder schloss, damit der Patient schneller versucht, aus eigener Kraft zur Oase zu kommen, hat die Schwierigkeiten der europäischen Wirtschaft deutlich vergrößert.

Die unvermeidliche Schlussfolgerung daraus lautet, dass die EZB, wie die Fed in den 1920er-Jahren, ihre Mission falsch verstand. Die Hauptverantwortung der Fed war damals nicht gewesen, Großbritannien zurück in den Goldstandard zu helfen oder Luft aus der Wall-Street-Blase abzulassen; stattdessen sollte sich ihre Bereitstellung von Geld und Kredit nach den Bedürfnissen der US-Wirtschaft richten. Auch die Hauptverantwortung der EZB war jetzt nicht, Druck für Haushalts- und Strukturreformen zu schaffen: Mit ihrer Geldpolitik sollte sie für eine ausreichende M3-Wachstumsrate sorgen und auch sonst Unterstützung für Finanzstabilität und Wachstum leisten. Die Fed hatte ihre Lektionen durch die Große Depression auf dem harten Weg lernen müssen. Die EZB wiederum war 2012, als sich die Folgen ihrer Fehler zuspitzten, erst 13 Jahre alt, also

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

im gleichen Alter wie die Fed, als 1926 die Immobilienblase in Florida platzte. Eine Entschuldigung kann das allerdings nicht sein.

Bis zum Sommer 2012 wurde die Lage immer düsterer. Europa war wieder in der Rezession. Erneut waren europäische Staatsanleihen von den Ratingagenturen heruntergestuft worden. Die Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen aus Spanien und Italien lagen um 500 Basispunkte über denen für deutsche Papiere gleicher Laufzeit. Die Einlagenkunden flohen aus südeuropäischen Banken. Die Regierungen der Niederlande und Finnlands begannen einen Aufstand gegen weitere Finanzhilfen für andere Länder. Die Absichten der neuen griechischen Regierung, die sich nach den Parlamentswahlen im Mai und Juni bildete, waren unklar. Intensiv wurde über die Möglichkeit diskutiert, dass Griechenland den Euro aufgeben könnte.[19] Dies, so wurde befürchtet, würde die Tür zu einem allgemeinen Zusammenbruch der Eurozone öffnen. Wenn das Ziel der EZB-Oberen darin gelegen hatte, die südeuropäischen Länder unter Druck zu halten, dann hatten sie zumindest damit Erfolg.

Indem sie das Überleben der Eurozone infrage stellten, gingen sie jedoch zu weit. Diese Erkenntnis führte zu der berühmten Aussage von Draghi auf einer Anlegerkonferenz am 26. Juli 2012 in London: Die EZB sei »bereit, zu tun, was auch immer erforderlich ist, um den Euro zu erhalten. Und glauben Sie mir, es wird ausreichen.«[20]

Auf Draghis Ansage folgte der Beschluss des EZB-Rats, das Programm der Outright Monetary Transactions einzuführen. OMT, wie es bald genannt wurde, war ein Mechanismus für den Kauf von Staatsanleihen aus europäischen Ländern, die in Schwierigkeiten steckten. Es hatte Ähnlichkeit mit dem Vorgänger Securities Market Programme, wobei es aber zwei Ausnahmen gab. Erstens waren keine Obergrenze und kein Enddatum für die Käufe vorgesehen. Zweitens kaufte die EZB Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt nur, wenn die Regierung des betroffenen Landes ein Anpassungsprogramm mit dem European Stability Mechanism (ESM) vereinbarte. Über dieses Programm konnte die EZB so viel Unterstützung geben, wie Regierungen und Banken benötigen würden. Sie konnte tatsächlich tun, was auch immer erforderlich war.[21]

Durch die Krise bekamen die USA einige harte Lektionen über ihre unzureichende Finanzregulierung erteilt, auch wenn es leichter gesagt als

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

getan war, auf der Grundlage dieser Erkenntnisse aktiv zu werden. Ähnlich lernte auch Europa schmerzhafte Lektionen über die Schwächen seiner Währungsunion. Die Haushaltsdisziplin war unzureichend. Bei der Überwachung durch die Europäische Kommission wurden andere Entwicklungen mit Bedeutung für die Stabilität der Union konsequent ignoriert, etwa die Kapitalströme, die eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit im Süden erst möglich gemacht hatten. In Europa fehlte es an einer einheitlichen Aufsichtsbehörde, die in der Lage gewesen wäre, den Banken als den Kanälen für die grenzüberschreitenden Geldflüsse Zügel anzulegen. Es gab keinen Mechanismus für den Transfer von Haushaltsmitteln von Regionen mit geringer Arbeitslosigkeit zu solchen mit hoher. Europa lernte, welche Schwierigkeiten eine Währungsunion ohne Banken- und Fiskalunion bereitet, und musste einen hohen Preis dafür bezahlen.

In den USA war es enorm kompliziert, eine Einigung zwischen Exekutive und Legislative für Reformen zu finden. Dies war jedoch nichts im Vergleich zu den Schwierigkeiten, Einigkeit unter den 17 Regierungen des Euroraums zu erzielen oder sogar unter 27 Regierungen, wenn es um Reformen nicht nur für die Währungsunion, sondern die gesamte Europäische Union ging. Immer stand in irgendeinem Mitgliedsstaat eine Wahl bevor, sodass der Reformprozess in politischen Reibereien steckenblieb. Das deutsche Bundesverfassungsgericht äußerte dazu noch Bedenken bezüglich der Maßnahmen der EZB, was nicht gerade dazu beitrug, die Verwirrung aufzulösen.[22] Weitreichende Reformen hätten möglicherweise Veränderungen an den europäischen Verträgen erfordert. Dies wiederum barg die Gefahr, die Büchse der Pandora mit den grundlegendsten Regeln und Vereinbarungen für Europa zu öffnen. Einige Regierungen waren verpflichtet, Änderungen an den Europa-Verträgen durch Volksabstimmungen bestätigen zu lassen, und deren Ergebnis war nicht absehbar. Und wenn die europäischen Führungen inzwischen eines gelernt hatten, dann dass die Märkte auf Unsicherheit nicht erfreut reagieren.

Zudem wurde die Situation zumeist so dargestellt, dass die Verteilungsaspekte besonderes Gewicht bekamen: Bescheidene Deutsche wurden gegen verschwenderische Griechen gestellt und ganz allgemein sparsame Nordeuropäer gegen ausgabenfreudige Südländer. Dadurch traten die widerstreitenden Interessen der an den Reformbemühungen beteiligten Parteien offen zutage. Nichts davon machte Fortschritte einfacher.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Also kamen die Reformen nur schleppend voran. Anfangs konzentrierten sich die Bemühungen darauf, die Überwachung der Haushaltspolitik zu verbessern, um die deutsche Bevölkerung zu beruhigen. Das Ergebnis waren sechs neue EU-Richtlinien und -Verordnungen, die zusammen als »Sixpack« bezeichnet wurden, vielleicht, um den bierliebenden Deutschen eine Freude zu machen.[23] Die Neuerungen sollten den Stabilitäts- und Wachstumspakt stärken, der die Regierungen verpflichtete, ein Haushaltsdefizit von nicht mehr als 3 % des BIP und einen Schuldenstand von höchstens 60 % des BIP anzustreben oder zumindest Fortschritte in Richtung dieses Ziels zu machen. Das Sixpack brachte eine konkrete Definition dessen, was als »bedeutende Abweichung« von solchen Fortschritten zu verstehen ist. Es ermöglichte Verfahren mit Sanktionen und Strafen für Länder, die nicht genug taten, um das Verhältnis von Schulden zu BIP auf 60 % zu verringern, also nicht mehr nur für Länder mit Haushaltsdefiziten über 3 %. Es verlangte von den Mitgliedsstaaten, auf ein strukturelles Defizit, bei dem zyklische Effekte herausgerechnet sind, von nicht mehr als 0,5 % ihres BIP abzuzielen.[24]

Diese neuen Regeln sollten glaubwürdiger und besser durchsetzbar sein, indem sie eine qualifizierte Mehrheit der EU-Mitgliedsstaaten verlangten, um Sanktionen gegen eines der Länder zu verhindern; zuvor war stattdessen eine qualifizierte Mehrheit für die Verhängung von Sanktionen erforderlich gewesen.[25] Die neuen Regeln mussten von den Mitgliedsstaaten in nationales Recht umgesetzt werden – jeder von ihnen hatte ein entsprechendes Gesetz oder eine Verfassungsänderung dazu zu verabschieden. Die Einhaltung sollte von einer unabhängigen Regierungsstelle ähnlich dem US Congressional Budget Office überwacht werden. Der Europäische Gerichtshof wiederum bekam das Recht, Sanktionen oder Geldstrafen gegen Länder zu verhängen, die ihrer Pflicht zur Umsetzung der neuen EU-Regeln in nationales Recht oder zur Einrichtung der unabhängigen Kontrollstelle nicht nachkommen. Mehr als zehn Jahre lang hatten die europäischen Staaten großen Eifer dabei gezeigt, den Stabilitäts- und Wachstumsakt zu ignorieren – die Regierungen hatten also ohne großen Erfolg versucht, sich selbst die Hände zu binden. Ob die neue Regelsammlung zur Selbstbeschränkung besser funktionieren würde, sollte sich erst noch zeigen.

Das zweite Thema auf der Reformagenda war die Bankenunion. Grundsätzlich bedeutete dies die Schaffung einer einheitlichen Aufsichtsbe-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

hörde mit Verantwortung für das Geschäft von Banken in der gesamten Eurozone oder Europäischen Union, sodass nicht nur die inländischen, sondern auch die grenzüberschreitenden Aktivitäten angemessen berücksichtigt werden. Es bedeutete eine einheitliche Einlagensicherung, um nationale Eingriffe in sie nach dem Prinzip »Beggar Thy Neighbor« wie durch Irland im Jahr 2008 auszuschließen. Und es bedeutete einen Mechanismus für die Abwicklung insolventer Banken, unterstützt von einem gemeinsamen Fonds ähnlich dem, der in den USA von der FDIC verwaltet wird.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Auch das war wieder leichter gesagt als getan. Die nationalen Aufsichtsbehörden sträubten sich dagegen, ihre alten Rechte aufzugeben. Keine EU-Institution war in der Lage, mehr als 6000 auf 17 Länder verteilte Banken zu überwachen, und es war nicht klar, wie schnell sich diese Kompetenz aufbauen ließ. Es gab keine Einigkeit darüber, wo die einheitliche Aufsicht angesiedelt werden sollte – innerhalb der EZB hätte die Gefahr bestanden, dass regulatorische Informationen an den Kreditgeber der letzten Instanz gelangen könnten; mit einer eigenständigen Behörde hätten sich solche Konflikte mit dem Zentralbankmandat für Preisstabilität minimieren lassen. Aus Deutschland kam Widerstand gegen eine gemeinsame Einlagensicherung und einen einheitlichen Abwicklungsmechanismus, weil man fürchtete, dass am Ende deutsche Banken und Steuerzahler die Rechnung für Probleme übernehmen müssten, die Banken in anderen Ländern angerichtet haben. Ob solche Ängste realistisch waren, ist fraglich, denn die deutschen Banken waren nicht weniger hoch gehebelt und schlecht geführt als alle anderen. Doch die vorherrschende Darstellung, dass sparsame Deutsche gezwungen seien, unbedachten Griechen und Spaniern aus der Patsche zu helfen, prägte weiterhin die Wahrnehmung und behinderte Reformbemühungen.

Das Ergebnis war nach einem Jahr Verzögerung eine Einigung darauf, die einheitliche Bankenaufsicht bei der EZB anzusiedeln, dazu aber eine »Chinesische Mauer« zwischen ihren geldpolitischen und ihren aufsichtsrechtlichen Funktionen zu errichten; für die beiden unterschiedlichen Aktivitäten sollten auch getrennte Kontrollgremien zuständig sein. 130 große Banken, die intensiv grenzüberschreitend tätig sind, sollten durch die EZB beaufsichtigt werden, der Rest weiterhin durch die jeweiligen nationalen Behörden »unter der Kontrolle« der EZB, was auch immer das heißen sollte. Nach sechs weiteren Monaten mit Verhandlungen

folgte dann eine Einigung über die Struktur für einen gemeinsamen Abwicklungsmechanismus, der aber zunächst von den Einzelstaaten finanziert werden sollte, nicht von der Eurozone insgesamt. Demzufolge wurde mit der Einigung nichts erreicht, um den Teufelskreis aus Banken- und Schuldenkrisen zu durchbrechen.[26]

Die härteste Nuss aber waren Finanztransfers zwischen boomenden und geschwächten Regionen. In Frankreich war mit François Hollande Mitte 2012 ein Sozialist zum Präsidenten gewählt worden, und die Wähler hatten dabei sehr deutlich gemacht, dass sie mit dem Krisenmanagement durch seinen Vorgänger Nicolas Sarkozy nicht zufrieden waren. Jetzt legte Hollande einen Vorschlag für die gemeinsame Finanzierung eines europaweiten Fonds zur Arbeitslosenversicherung vor, doch der kam in Berlin ausgesprochen schlecht an. Das Gleiche galt für Pläne für Eurobonds, hinter denen die Länder der Eurozone gemeinsam stehen sollten. Für Deutschland und für andere Länder, die sich als nordeuropäisch verstanden, ging so etwas einen Schritt zu weit.

Und so blieb das Vorhaben, das geldpolitische Gebäude für Europa fertigzustellen, so etwas wie ein Renovierungsprojekt, das nie ein Ende fand.

Sowohl in Europa als auch in den USA reichten die politischen Initiativen, mit denen auf die Krise reagiert wurde, gerade eben aus, um den Zusammenbruch von Währungsarrangements und Finanzsystemen zu verhindern. Sie reichten gerade aus, um einen Einbruch der Wirtschaft wie in der Großen Depression zu vermeiden, auch wenn sich das in Athen oder in Stockton in Kalifornien anders angefühlt haben mag. Doch die Schlussfolgerung bleibt richtig: Die Zentralbanken waren bereit zu tun, was erforderlich war, um es mit Mario Draghi zu sagen. Und auch die Regierungen waren bereit, mittels Fiskalpolitik die Nachfrage zu stabilisieren, um eine so massive Kontraktion wie in der Großen Depression abzuwenden. Denn auch ihre Ansichten über das richtige Vorgehen waren durch die Erfahrungen der 1930er-Jahre beeinflusst.

Leider führte genau dieser Erfolg dazu, dass bald Zweifel aufkamen. Dass ein Teil der von den Zentralbanken und Ministerien bereitgestellten Hilfen bei den Banken und anderen Finanzinstituten landen würde, war unvermeidlich, denn Kredite sind der Lebenssaft des Marktsystems. Doch die Öffentlichkeit war darüber verärgert, und so entstand eine Pro-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

testbewegung gegen die Zentralbanken und Behörden, die den in die Krise verwickelten Instituten zu Hilfe gekommen waren. Zudem hatten Politiker, wie sie es nun einmal gerne tun, übertriebene Versprechungen gemacht. Als dann eine schwere Rezession begann, wenn auch nicht so schwer wie in der Großen Depression, wurden ihre Initiativen als gescheitert abgetan. Riesige Haushaltsdefizite und die beispiellose Vergrößerung der Zentralbankbilanzen führten zu Inflationsangst und waren von Politikern schwierig zu verteidigen. Subtile Argumente über den Unterschied zwischen privaten und staatlichen Haushalten oder über die positive Wirkung von geldpolitischer Expansion in einer Liquiditätsfalle waren der an kurze Statements gewöhnten Öffentlichkeit kaum nahezubringen.

So kam es, dass Defizite und Zentralbank-Aktivismus in der ersten Runde von Wahlen nach der Krise zu einer politischen Belastung wurden. Amtsinhaber, die ihre Posten behalten wollten, wussten, woher der Wind weht, und stellten sich hinter die Sparpolitik. Die Zentralbanken begannen zu fürchten, wenn sie mehr tun würden, könnten sie den Zorn von Kritikern auf sich ziehen und ihre Unabhängigkeit verlieren, also begrenzten sie ihre Interventionen. Die anfängliche Reaktion mochte einen Einbruch im Ausmaß der Großen Depression verhindert haben. Jetzt aber verhinderte die Wende zu sparsamer Haushaltspolitik und geldpolitischer Zurückhaltung, dass der anschließende Aufschwung so kraftvoll verlief wie in den 1930ern.

Dasselbe gilt für die Finanzreformen. Die Bemühungen um strengere Regulierung waren weniger weitreichend als nach der Großen Depression. Ohne Frage hatte das geltende System der Regulierung katastrophal versagt, sodass Rufe nach einschneidenden Änderungen laut wurden. Jedoch wurden die wirtschaftlichen Folgen dieses Versagens dieses Mal besser begrenzt, und an den Finanzmärkten sah es genau so aus: Von seinem Höchststand im September 1929 bis zum Tief im Juni hatte der US-Aktienindex von Standard & Poor's seinerzeit mehr als 85 % verloren, in den 17 Monaten nach der Spitze am 9. Oktober 2009 betrug der Verlust dagegen »nur« 57 %, gefolgt von einer schnelleren Erholung.[27] Als Folge davon erschienen grundlegende Reformen weniger dringlich. Die Architekten des geltenden Systems mögen aus der Krise nicht völlig ohne Rufschaden hervorgegangen sein, doch sie fielen auch nicht so grundlegend in Ungnade wie in den 1930er-Jahren. Also konnten sie auch wieder zu den Architekten der Reformen nach der Krise werden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

All das hatten die USA und Europa gemeinsam. Was in Europa noch hinzukam, war eine unvollendete Währungsunion, die sich unmöglich auflösen und ebenso unmöglich zu Ende bringen ließ. Als es sich in den 1930er-Jahren als unmöglich erwies, eine internationale Einigung über reflationäre Maßnahmen zu finden, handelten die Länder stattdessen unilateral – im Alleingang gaben sie den Goldstandard auf und kümmerten sich um eine Reflation. Der Unilateralismus hatte seine Kosten. Internationaler Handel und Umgangsformen nahmen Schaden. Doch er schuf zumindest genügend politischen Spielraum, um niedergedrückten Volkswirtschaften zu einer Erholung zu verhelfen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Beeinflusst von dieser Erfahrung, kamen Experten schnell zu dem Schluss, dass Griechenland und vielleicht noch weitere europäische Krisenländer aus der Eurozone ausscheiden würden. Doch der Euro erwies sich als widerstandsfähiger als der Goldstandard. Eine nationale Währung wieder einzuführen, die gar nicht mehr existierte, war schwieriger, als eine bestehende Währungseinheit abzuwerten. Die Mitglieder der Europäischen Union hatten mehr in den Euro investiert, als es die Regierungen in den 1930er-Jahren beim Goldstandard getan hatten. Neben der Währungsunion besaßen sie einen Binnenmarkt und politische Arrangements, deren Realisierung 50 Jahre in Anspruch genommen hatte. Ein Euro-Ausstieg, selbst von zunächst nur einem einzigen Land, barg die Gefahr, die Eurozone zu zerstören und dann auch die anderen Errungenschaften wieder zu verlieren.

Die Griechen waren nachvollziehbarerweise erzürnt über die demütigenden Inspektionen der Troika und die endlose Rezession, zu der sie jetzt verdammt waren. Die Deutschen wiederum waren wütend, weil man von ihnen verlangte, ihre »verschwenderischen« Nachbarn zu retten, und weil sie für diesen Einsatz dann auch noch als brutale Zahlmeister dargestellt wurden. Als es hart auf hart kam, waren beide Seiten jedoch bereit, gerade genug zu tun, um die Eurozone zusammenzuhalten. Deutschland und seine Partner in der Europäischen Union stellten Notkredite zur Verfügung, nicht nur einmal, sondern wiederholt. Griechenland musste schwer schlucken und akzeptierte tiefe Einschnitte bei der Bezahlung im öffentlichen Sektor und bei Sozialprogrammen, und das nicht nur einmal. In keinem dieser Fälle wandten sich die Wähler in so großer Zahl antieuropäischen Parteien zu wie in den 1930er-Jahren. Die Griechen waren nicht daran interessiert, als die Aussätzigen in die Geschichte einzugehen, die den Euro

und die Europäische Union zerstört hatten. Die Deutschen, die von den EU-Arrangements stark profitierten, sahen am Ende ein, dass sie Opfer bringen mussten, um sie zu erhalten.

In dieser Hinsicht bot die Geschichte der 1930er-Jahre also keine zuverlässige Orientierung darüber, was politisch geschehen würde. Die frühere Krise führte zum Zusammenbruch des Goldstandards, die neuere aber hat keinen Zusammenbruch der Eurozone ausgelöst. Jedenfalls noch nicht.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Fazit

Die Vergangenheit ist eine reichhaltige Quelle für Analogien, die Einfluss auf Wahrnehmungen und politische Entscheidungen haben. Besonders wirksam sind diese Analogien in Krisen, wenn keine Zeit zum Nachdenken bleibt. Ungewöhnlich mächtig sind sie auch dann, wenn sogenannte Experten sich nicht auf einen Rahmen für sorgfältige analytische Überlegungen einigen können. Das meiste Gewicht haben sie, wenn es große Ähnlichkeiten zwischen aktuellen Ereignissen und früheren Zeiten gibt. Und sie wirken dann am stärksten, wenn ein Geschehen in der Geschichte von prägender Bedeutung für ein Land oder eine Gesellschaft war.

Als US-Präsident Harry S. Truman über eine Intervention in Korea entscheiden musste, war dieses historische Ereignis für ihn das Münchner Abkommen. Für die Politiker, die in den Jahren 2008 und 2009 mit der schwersten Finanzkrise seit 80 Jahren konfrontiert waren, war dieses Ereignis die Große Depression. Weil das Geschehen von 2008 bis 2009 so große Ähnlichkeit mit den 1930er-Jahren hatte, hatte die Vergangenheit – oder besser: die Lehren aus der Vergangenheit, wie sie von Ökonomen und Historikern formuliert wurden – großen Einfluss auf seine Wahrnehmung und die Reaktion darauf.

Diese Lehren lauteten: Die Politik sollte auf beginnende Finanzkrisen rasch und kraftvoll reagieren. Sie sollte Finanzmärkten Liquidität zur Verfügung zu stellen, um zu verhindern, dass sich die Probleme weiter ausbreiten. Sie sollte zwischen insolventen und lediglich illiquiden Banken unterscheiden – letztere sollten Notfallliquidität bekommen, erstere aber geschlossen oder rekapitalisiert werden, um das Vertrauen wiederherzustellen und das Finanzsystem wieder zum Laufen zu bringen.

Doch selbst wenn man mit solchen Differenzierungen verhindern kann, dass sich Finanzprobleme vertiefen, lässt sich damit nicht der bereits angerichtete Schaden rückgängig machen. Die Störungen auf den Finanzmärkten bedeuten, dass sich eine schwere Rezession ohne weitere Interventionen nicht mehr verhindern lässt, denn wenn eine erhöhte Risikoaversion

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

zu Zurückhaltung bei Kreditaufnahme und -vergabe führt, kommt die Wirtschaft von selbst nicht wieder in Gang. Unter solchen Umständen ist es erforderlich, die staatlichen Ausgaben zu erhöhen, um den Rückgang der privaten auszugleichen. Diese Notfallmaßnahmen sollten energisch sein, aber nur vorübergehend. Sie sollten zurückgefahren werden, wenn sich die privaten Ausgaben erholen, um zu verhindern, dass die Schulden außer Kontrolle geraten.

Gleichzeitig sollte man den arbeitslosen Opfern der Krise mit längerer Arbeitslosenunterstützung, mehr Ausgabe von Lebensmittelmarken und erweitertem Zugang zu sozialen Dienstleistungen helfen. Diese weniger glücklichen Mitglieder der Gesellschaft zu unterstützen, ist insofern fair und gerecht, als ihr Leid durch die Fehlfunktion eines Systems entsteht, das überproportional zum Vorteil von anderen Personen arbeitet. Zugleich wird solche Hilfe benötigt, um sicherzustellen, dass eine breite Zustimmung zu den etablierten wirtschaftlichen und politischen Prozessen erhalten bleibt.

Nicht zuletzt sollten die Schwächen bei Geld-, Fiskal- und Sozialpolitik behoben werden, durch die eine Krise überhaupt erst möglich wurde. Dazu müssen umfassende Reformen vorgenommen werden, bevor das Gefühl der Dringlichkeit wieder geschwunden ist.

Das also waren die Lehren, die Wirtschafts- und Geschichtsgelehrte aus der Großen Depression gezogen hatten. In einem Buch, das als eines der wichtigsten Werke der Wirtschaftsgeschichte im 20. Jahrhundert gelobt wurde, sprachen sich Milton Friedman und Anna Schwartz für entschiedenes Handeln von Zentralbanken zur Verhinderung von Bankenkrisen, Deflation und Depression aus. John Maynard Keynes erklärte in einem der einflussreichsten Bücher der gesamten Wirtschaftswissenschaften, wie höhere Staatsausgaben in der wirtschaftlichen Depression als Gegengewicht dienen können. Karl Polanyi argumentierte in einem mit viel Applaus aufgenommenen Buch für gesellschaftliche und regulatorische Reformen.[1] Die Personen, die in den Jahren 2007 und 2008 bedeutende politische Entscheidungen zu treffen hatten, kannten all diese Autoren nicht aus erster Hand. Aber sie kannten ihre Argumente, denn diese Schlussfolgerungen wurden über die Generationen weitergegeben und so zur Standarddarstellung der Geschichte.

Politische Entscheider in den USA und anderen Ländern ließen sich bei ihren Aktivitäten von dieser Darstellung leiten und tatsächlich reagier-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ten sie rasch und energisch. Die Zentralbanken senkten die Zinsen und überfluteten die Finanzmärkte mit Liquidität. Regierungen schnürten Konjunkturpakete mit nach vorn gezogenen Ausgaben. Die Bemühungen um die Rekapitalisierung von Banken waren zögerlicher, doch sie reichten aus. Ein Zusammenbruch von Währungs- und Finanzsystem wurde verhindert. Die Unterstützung für Demokratie und Marktwirtschaft blieb erhalten. Zumindest war dies keine Große Depression.

Paradoxerweise aber lief es nicht besser. Die Arbeitslosigkeit in den Industrienationen erreichte immer noch zweistellige Werte. Sie war nicht so hoch wie in der Großen Depression, aber höher als in normalen Rezessionen und höher als von denjenigen erwartet, die gelernt hatten, die Wirtschaftswissenschaft sei inzwischen in der Lage, einen Einbruch wie in der Depression zu verhindern. Auch die Finanzverwerfungen waren akuter, als diejenigen erwartet hatten, die gelernt hatten, dass Zentralbanken und Aufsichtsbehörden inzwischen wüssten, wie man eine Krise im Stil der 1930er-Jahre verhindert. Die Erholung wurde von langsamem Wachstum, hoher Arbeitslosigkeit und einer sinkenden Beschäftigungsquote gebremst. Sie blieb länger schleppend, als sich nur dadurch erklären ließ, dass Unternehmen und Haushalte übermäßige Schulden abarbeiten und Banken ihre beschädigten Bilanzen reparieren mussten.

Man könnte argumentieren, dass hohe Arbeitslosigkeit und tiefe Rezessionen eine unvermeidliche Folge von Finanzkrisen sind, ob die Politik richtig darauf reagiert oder nicht. Doch selbst wenn diese Beobachtung korrekt wäre, würde sie das Problem nur eine Stufe nach hinten verlagern: Das Paradox läge dann darin, dass wir die jüngste Krise nicht vorhergesehen und uns schon gar nicht darauf vorbereitet haben.

Ironischerweise liegen die Wurzeln für dieses Versagen ebenfalls in der progressiven Deutung der Großen Depression. Dass man in den 1920er-Jahren die Risiken für die Stabilität nicht erkannte und in den 1930ern dann falsch auf die Folgen davon reagierte, dafür waren nach dieser Darstellung absolut vermeidbare Fehler in der kollektiven Entscheidungsfindung verantwortlich. Dies wiederum führte zu dem Glauben, solche Fehler ließen sich korrigieren, und das sei in der Zwischenzeit auch geschehen: Die Politiker von heute hätten von den Fehlern ihrer Vorgänger gelernt. Ein wissenschaftlich fundiertes Zentralbankwesen mit einem strengen Modell der Inflationsziele verringere die Schwankungen in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten und verhindere schwere Ungleich-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

gewichte. Fortschritte bei Aufsicht und Regulierung hätten Grenzen für Finanzexzesse gesetzt. Durch Einlagensicherungen sei Banken-Runs und Finanzpaniken ein Ende bereitet worden. Eine Krise wie in den 1930er-Jahren, so ging aus all dem hervor, war in der Neuzeit gar nicht mehr möglich.

Wie wir inzwischen wissen, war dieser Glaube ein schrecklicher Fehler. Die wirtschaftliche und finanzielle Instabilität der 1920er- und 1930er-Jahre mag stark mit Inflation und Deflation zusammengehangen haben, und man könnte tatsächlich behaupten, diese Probleme seien durch Inflationsziele als einer Art moderner Version der Geldmengenregel von Friedman und Schwartz gelöst worden. Doch das bedeutet nicht, dass auch andere Risiken für die Stabilität verschwunden wären. Ganz im Gegenteil: Die lange Zeit der wirtschaftlichen Stabilität in der »Great Moderation« ermutigte Anleger, höhere Risiken einzugehen. Nachdem seit der letzten ähnlich schweren Krise in den Industrienationen bereits 80 Jahre vergangen waren, konnten die Märkte die Konsequenzen ihres Handelns ignorieren. Mit der Zeit schwand das Bewusstsein dafür, dass Finanzmärkte instabil sind. Deren Teilnehmer denken sich ständig Innovationen aus, manchmal um ihren Kunden bessere Dienste leisten zu können, manchmal aber auch nur, um Regeln zu umgehen, die als Reaktion auf frühere Probleme eingeführt wurden. Die regulatorischen Bluthunde sind nicht in der Lage, beim Tempo der wohlgenährten Windhunde aus dem Privatsektor mitzuhalten. Das Ergebnis ist eine wachsende Lücke zwischen der tatsächlichen Regulierung und dem, was im Rückblick optimal erscheinen würde. All das spricht dafür, dass die Risiken umso größer werden, ja länger die Stabilität anhält. Doch solange die Party noch im Gang ist, wird das ignoriert.

Zusätzlich spielt eine lange Periode der Stabilität – ob sie auf guter Politik basiert oder auf bloßem Glück – denjenigen in die Hände, die eine weniger strenge Regulierung fordern. Damit trug die regulatorische Antwort auf die Große Depression, die ein gut kontrolliertes Finanzsystem und lange Stabilität brachte, schon den Keim ihrer eigenen Zerstörung in sich. Banker konnten argumentieren, sie hätten inzwischen gelernt, besser mit Risiken umzugehen, sodass Liquiditätsvorschriften für Finanzinstitute gelockert und Beschränkungen für den Verkauf von Finanzprodukten aufgehoben werden könnten. So kam es, dass die harte Hand, die man in den 1930er-Jahren gegenüber den Finanzmärkten gezeigt hatte, einer zurückhaltenden Regulierung weichen musste. Als weitere wichti-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

ge Lehre aus der Großen Depression hätten Wirtschafts- und Geschichtsgelehrte feststellen sollen, dass Finanzmärkte stets instabil sind und dass zu wenig Regulierung somit gefährlich ist. Tatsächlich wurde auch diese Ansicht vertreten, doch sie spielte nur am Rand der ökonomischen Forschung eine Rolle.

Die Frage, warum sie es nie in den Mainstream geschafft hat, verdient eine nähere Betrachtung. Offensichtlich erinnerte man sich lange genug daran, wie Politiker auf eine Krise richtig reagieren sollten. Warum aber ging dann das Wissen darüber verloren, was diese Krise ausgelöst hatte?

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Antwort liegt zum Teil darin, dass Historiker schon immer besser darin waren, die verhängnisvollen Entscheidungen zu beschreiben, die aus der Rezession 1929 die Große Depression machten, als darin, die Ursachen für die Rezession selbst zu verstehen. Die Erklärungen zu den Auslösern der Krise waren der am wenigsten systematische und befriedigende Teil ihrer historischen Erörterungen. Die Lektionen darüber, was Krisen auslösen kann und wie sie sich vermeiden lassen, waren deshalb weniger wirkungsvoll, weil die Geschichtsforschung dazu weniger Material zu bieten hatte, das zudem weniger effektiv analysiert wurde.

Hinzu kommt: Spätestens seit der jüngsten Erfahrung wissen wir, dass die Ursachen von Krisen komplex sind, sodass sie sich nicht so einfach erkennen und verhindern lassen. Natürlich gab es reichlich fehlerhafte Rahmenkonzepte und irregeleitete Politik, doch bei der Großen Depression war noch mehr im Spiel. Heute ist uns bewusst, dass politische Entscheider in den 1920er- und 1930er-Jahren auf der Grundlage von lückenhaften Informationen über den Zustand der Wirtschaft handeln mussten – ebenso wie die Federal Reserve Ende 2007 nicht wusste, wie schnell sich die Lage verschlechterte, und wie die Ökonomen von Präsident Obama nicht wussten, wie schnell die Wirtschaft im Jahr 2009 schrumpfte. Das Problem bestand also nicht nur darin, dass die Politik nicht wusste, wie sie auf bestimmte Bedingungen reagieren sollte: Zum Teil kannte sie diese Bedingungen gar nicht. Eine Krise ist eine Zeit, in der sich die Ereignisse überschlagen und die Informationen besonders unvollständig sind. Nachdem wir 2008 und 2009 selbst einen solchen Moment durchlebt haben, können wir jetzt besser verstehen, wie sich ein ähnlicher Moment im Jahr 1929 angefühlt haben muss.

Dies ist nur ein Beispiel dafür, wie die Große Rezession unseren Blick auf die Große Depression verändern wird. Wir kennen jetzt besser die Nei-

gung, sich für einen längeren Zeitraum der Stabilität selbst zu loben, diese Stabilität in die Zukunft zu extrapolieren und unachtsam zu werden. Wir kennen besser die Neigung, nachträgliche Rechtfertigungen für hohe, nicht nachhaltige Kreditströme zu finden. Wir kennen besser die Neigung, die Kunst der Wirtschaftspolitik auf eine einfache Regel zu reduzieren – ob auf ein Inflationsziel von 2 % für die Zentralbank, wie es in der modernen Geldpolitik empfohlen wird, oder wie früher auf die Real Bills Doctrine, laut der nur so viel Kredit geschaffen werden durfte, wie für die legitimen Bedürfnisse der Wirtschaft erforderlich war. Wir kennen besser den Ärger, den Rettungsaktionen für reiche Banker hervorrufen, und wissen, wie dieser öffentliche Zorn eine längere Unterstützung für geschwächte Banken erschwert. Wir wissen heute besser, dass die Betrachtung der Zukunft durch die Brille der Vergangenheit nicht nur erhellend, sondern auch verzerrend sein kann – wir verstehen, warum die Europäer ab 2010 auf die Gefahr von Inflation wie in den 1920er-Jahren fixiert blieben, obwohl die wahre und unmittelbare Gefahr in Deflation lag, und warum die US-Politik nach 1929 auf exzessive Risikobereitschaft fixiert blieb, obwohl die Wirtschaft in Wirklichkeit von zu wenig Risikobereitschaft ausgebremst wurde. Wir verstehen besser die Zögerlichkeit von Zentralbankern, die aus Angst vor Kritik seitens der Politik nicht mehr tun, um einen Aufschwung zu unterstützen. Und wir verstehen besser die Instinkte, die Regierungen dazu gebracht haben, mitten in der Krise verfrüht ihre Ausgaben zu senken.

Und schließlich wissen wir heute besser, dass wirtschaftliche Analysen und Empfehlungen alleine nicht ausreichen: Politische Maßnahmen müssen auch umgesetzt werden, und dem können tief sitzende politische Ideologien und Agenden entgegenstehen. Auch in der Beschäftigung mit der Großen Depression wurde dies schon erkannt. Doch die jüngsten Ereignisse werden dieses Thema stärker in den Vordergrund rücken.

Laut der progressiven Darstellung hatten Fortschritte bei Risikomanagement und Regulierung nach der Großen Depression die Gefahr einer Finanzkrise im Stil der 1930er-Jahre gebannt – doch diese Einschätzung basierte auf einem eingeschränkten, historisch geprägten Blick auf diese Risiken. Auslöser für die Krise der 1930er-Jahre waren nach der verbreiteten Meinung Runs auf die Banken und deren Folgen, gegen die Regierungen und Zentralbanken nicht genug taten. Doch diese Fokussierung auf die Banken führte dazu, dass politische Entscheider im 21. Jahrhundert

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

die zunehmende Bedeutung der Nichtbanken-Finanzsektors aus Hedgefonds, Geldmarktfonds und Zweckgesellschaften übersahen. Sie führte dazu, dass die Bedeutung von Derivaten und anderen Finanzgeschäften außerhalb des klassischen Bankensektors übersehen wurde. Diese Nachlässigkeit war vor allem in den USA folgenreich, wo Nichtbanken Anfang des 21. Jahrhunderts schon zwei Drittel aller Kredite an den Nichtfinanz-Privatsektor vergaben. Doch sie war nicht nur dort anzutreffen.

Die Verschiebung hatte bedeutende, wenn auch zunächst unterschätzte Folgen. Die US-weite Einlagensicherung trug nichts dazu bei, das Vertrauen in Geldmarktfonds zu erhöhen, deren Anteilseigner jetzt ebenso sehr zu Runs neigten wie in den 1930ern normale Einlagenkunden. Kapitalvorschriften für Banken trugen nichts dazu bei, exzessive Risikobereitschaft zu verhindern oder einen Puffer gegen Verluste zu bilden, wenn die riskanten Vermögenswerte von den Offshore-Armen von Versicherungen wie AIG Financial Products gehalten wurden. Doch im Zentrum der Krise der 1930er-Jahre hatten Banken gestanden, und der anhaltende Einfluss der historischen Lehren daraus sorgte dafür, dass Politiker geflissentlich übersahen, dass sich der Mittelpunkt der Risiken verschoben hatte.

In Europa, wo der Nichtbanken-Finanzsektor nur 30 % der Kredite an Haushalte und Unternehmen stellte, sah es anders aus. Hier ging es weiterhin um die Banken. Das europäische Finanzsystem basierte schon lange stärker auf Banken als das in den USA. Als die Erinnerungen an die Bankenkrisen der 1930er-Jahre schwanden und deregulierungsfreundliche Kräfte an Einfluss gewannen, profitierten die Banken in Europa also besonders stark. In der Credit-Anstalt-Krise hatte das Scheitern einer Bank, die für die Hälfte der Kreditvergabe an die österreichische Wirtschaft verantwortlich war, zum Zusammenbruch des mitteleuropäischen Finanzsystems geführt, was als mahnendes Beispiel hätte dienen können. Doch nicht alle europäischen Länder hatten eine solche Geschichte. Zusätzlich wurde die Bankenpolitik ohnehin nicht auf europäischer Ebene gestaltet. Und selbst in Ländern, die derartige Erfahrungen gemacht hatten, gingen die Erinnerungen daran unter und wurden von Argumenten über die Effizienzvorteile von Megabanken und Fortschritte im wissenschaftlichen Risikomanagement übertönt.

Zudem gab es in Ländern wie etwa Großbritannien, denen in den 1930er-Jahren eine Bankenkrise erspart geblieben war, weniger Bewusstsein dafür, dass die Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz bereitstehen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

muss. In ihnen hatte es seit 150 Jahren keinen Banken-Run mehr gegeben, sodass sie nur eine begrenzte Einlagensicherung vorsahen. Die Folge davon war dann der erste Banken-Run seit 150 Jahren.

Das größte Einzelversagen beim Ziehen der richtigen Lehren aus der Geschichte lag mit Sicherheit in der Entscheidung zur Einführung des Euro. Nichts hatten die 1920er- und 1930er-Jahre besser gezeigt als die Gefahren des Versuchs, eine Ansammlung verschiedener Länder an eine einheitliche Geldpolitik zu binden. Die Erfahrungen mit dem Goldstandard zwischen den Kriegen hatten klar die Tendenz erkennen lassen, dass hohe Mengen an Kapital von Ländern mit niedrigen Zinsen in solche mit hohen fließen; ebenso gut erkennbar wurden dann die destabilisierenden Effekte, die auftreten, wenn diese Ströme enden. Sie zeigten außerdem das wirtschaftliche Leid und die politischen Unruhen, die entstehen können, wenn die einzig verfügbare Antwort Sparpolitik lautet. Angesichts dieser Geschichte hätten europäische Politiker länger nachdenken sollen, bevor sie mit dem Euro voranschritten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dieses Versagen ist eine Erinnerung daran, dass es meist nicht nur eine historische Darstellung gibt, sondern mehrere. Geschichte ist umstritten. Nach der einen Darstellung wurde die Große Depression letztlich durch die festen Wechselkurse nach dem Goldstandard in den 1920er-Jahren verursacht, eine andere behauptet, erst die schwankenden Wechselkurse der 1930er-Jahre hätten zu der zerstörerischen »Beggar Thy Neighbor«-Politik geführt.[2] Diese zweite Interpretation passte gut zu jüngeren Erfahrungen in Europa, wo erst 1992/93 heftige Schwankungen der Wechselkurse Sand ins Getriebe der europäischen Integration gestreut hatten. Heute würden viele diese Deutung der 1930er-Jahre als fragwürdig ansehen. Vor einigen Jahren aber führte sie zu der zweifelhaften Entscheidung, den Euro einzuführen, mit unzweifelhaft verheerenden Folgen.

Letztlich taten die Europäer gerade genug, um den Zusammenbruch ihres Währungssystems zu verhindern. Wie die Amerikaner taten sie gerade genug, um eine weitere Große Depression abzuwenden. Doch genau dieser Erfolg schwächte die Anreize dafür, mehr zu tun. Das Geld- und Finanzsystem war nicht so vollständig zusammengebrochen wie in den 1930ern, und die wirtschaftlichen Auswirkungen waren weniger düster, also gab es auch weniger Dringlichkeit für radikale Reformen. Interessen aus dem Finanzbereich, dem Schäden im Ausmaß der 1930er-Jahre erspart geblieben waren, konnten sich besser mobilisieren, um radikale

Reformen zu bekämpfen. Gläubigerländer konnten sich besser gegen Vorschläge für eine Zusammenlegung der Schulden aller Partner der Währungsunion und ein Voranschreiten bei der Bankenunion organisieren. Ähnlich waren auch die Reformen in der Sozialpolitik weniger weitreichend, weil die sozialen Nöte weniger intensiv waren.

Zudem gab der vermeintliche politische Erfolg Regierungen und Zentralbanken die Möglichkeit, dem Ruf nach einer Rückkehr zur politischen Normalität zu folgen, sobald die akute Notlage vorbei war. Leider aber verhinderte dann just die Normalisierung der Politik die Rückkehr zu normalen Bedingungen. Unter normalen Bedingungen hätte die Vergrößerung der Zentralbank-Bilanzen Inflation auslösen müssen. Die höheren Haushaltsdefizite der amerikanischen und der britischen Regierung hätten die Zinsen in die Höhe schießen lassen müssen. Dass diese Folgen ausblieben, hätte klarmachen müssen, dass die wirtschaftlichen Bedingungen von Normalität noch weit entfernt waren. Doch es machte die Forderungen, die Regierungen sollten ihre Haushalte lieber früher als später ausgleichen, kein bisschen leiser.

Als die Regierungen ihre Ausgaben zurückfuhren, waren die Zentralbanker besorgt über die anhaltende Schwäche der Wirtschaft und fühlten sich genötigt, mehr zu tun. Doch nicht gewählte Technokraten mit engen Mandaten sind die eine Sache, und nicht gewählte Technokraten mit weitreichenden Befugnissen eine ganz andere. Sogar die Zentralbanker selbst fühlten sich mit ihren beispiellosen Interventionen nicht richtig wohl. Ihre Maßnahmen waren unkonventionell, und wenn Zentralbanker normalerweise eines sind, dann konventionell. Inflationsaversion als die am weitesten verbreitete Konvention überhaupt bedeutete, dass ein höheres Inflationsziel, um die Kosten für Kredite in dieser außergewöhnlichen Wirtschaftsflaute zu verringern, gar nicht erst in Frage kam. Erinnerungen an die 1970er-Jahre, als die Inflation außer Kontrolle geraten war, waren vielen der Zentralbanker im Offenmarktausschuss der Fed präsenter als die Deflation in den 1930ern. Diese jüngeren Erinnerungen sorgten dafür, dass sie mit unkonventionellen Maßnahmen selbst dann noch zögerten, als Deflation zur unmittelbaren Gefahr wurde.

Zudem wurde die Kritik seitens der Politik dann umso lauter, je länger diese unkonventionellen Maßnahmen anhielten. Den um ihre Unabhängigkeit besorgten Zentralbankern war deshalb umso dringender daran gelegen, zu einer konventionellen Politik zurückkehren. Die Weigerung der

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zentralbanker im 21. Jahrhundert, mehr zu tun, ließ eine weitere Lehre aus der Großen Depression klar werden: Zentralbanken laufen auch dann Gefahr, Unabhängigkeit und Kompetenzen zu verlieren, wenn sie zu wenig tun, um das Wirtschaftswachstum zu unterstützen. Bis dahin aber war diese Beobachtung nicht Teil der konventionellen Darstellung gewesen.

Außerdem gab es die Sorge, niedrige Zinsen würden Anleger dazu bringen, sich in riskanteren Anlagen zu engagieren. Nach dieser Ansicht bereitete die lockere Geldpolitik nach der Krise nur das Feld für die nächste Blase und den nächsten Crash. Dies war natürlich dieselbe Angst, die schon in den 1930er-Jahren die Behörden davon abgehalten hatte, energischer zu reagieren. Beim Blick durch die historische Brille wurde jetzt jedoch übersehen, dass das Problem schon damals in Deflation gelegen hatte, nicht in Inflation. Es hatte zu wenig Risikobereitschaft gegeben, nicht zu viel. Fünf Jahre nach Lehman Brothers war relativ leicht zu erkennen, dass man sich hier von einem Zerrspiegel hatte täuschen lassen.

Die Angst vor Moral Hazard war berechtigt, wenn auch für manche Politiker stärker als für andere. Manche von ihnen sorgten sich tatsächlich, was die Folgen sein würden, wenn die Erwartung entstünde, dass im Zweifelsfall sowieso jeder gerettet wird. Doch diese Sorge war zugleich politisch. Rettungen waren politisch umstritten. Die Kritik daran führte zu dem Wunsch, eine Bank zu finden, an der man ein Exempel statuieren konnte, ob 2008 mit Lehman Brothers oder 1933 mit Union Guardian Trust.

Die europäische Version des Moral-Hazard-Arguments lautete, zu viel Unterstützung der Zentralbank für Staatsanleihen und sogar für Wirtschaftswachstum würde den Reformdruck auf die Regierungen mindern. Politiker und ihre Wähler müssten den Schmerz spüren, um zu verstehen, wie dringlich Strukturreformen und Haushaltskonsolidierung sind. Dies war ein Problem von Moral Hazard, aber auch eines von Moralismus. Aus der Sicht von Frankfurt und Berlin wurde die Eurokrise von nutzlosen Südeuropäern verursacht, und die Subprime-Krise, die Europa so anfällig machte, von sorglosen Amerikanern. Die Missetäter mussten leiden, damit sie sich bessern. Die Instinkte hinter der Liquidierungspolitik von Andrew Mellon in den 1920er-Jahren lassen sich leicht kritisieren, und tatsächlich haben sie viel Kritik von Historikern auf sich gezogen. Doch unsere eigene Erfahrung in der jüngeren Vergangenheit spricht dafür, dass solche Instinkte bei Menschen universell sind. Sie lassen sich nicht so einfach unterdrücken.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die Neigung, die Krise auf moralisierende Weise zu betrachten, machte eine Zusammenarbeit zu ihrer Bekämpfung nicht einfacher. Die historische Darstellung, laut der Regierungen und Zentralbanken in den 1930er-Jahren gegeneinander gearbeitet und so alles noch schlimmer gemacht hätten, war 2008/09 zunächst die Inspiration dafür, Geld- und Fiskalpolitik zu koordinieren und auf protektionistische Maßnahmen zu verzichten. Doch sobald die Notlage vorüber war, wurde Kooperation schwieriger. Bald wurde man ihrer müde und begann stattdessen mit Schuldzuweisungen. Finanzminister Schäuble kritisierte die Fed dafür, den Dollar zu drücken, und schmähte ihre Politik als »ahnungslos«. Der US-Präsident machte kaum verhüllt abfällige Bemerkungen über die Europäer, weil die nicht schneller handelten, um ihre Banken zu sanieren. In diesem Licht ist leichter zu verstehen, warum Regierungen und Zentralbanken im Jahr 1931 nicht in der Lage gewesen waren, eine kooperative Antwort auf die europäische Finanzkrise und dann 1933 auf die globale Wirtschaftskrise zu finden.

Dieses Mal war das Fingerzeigen nirgendwo schlimmer als in Europa. Hier lautete die nordeuropäische Sicht, fleißige Deutsche würden gegen verschwenderische Griechen stehen, während Südeuropäer von unglücklichen Griechen und mitleidlosen Deutschen sprachen. Keine dieser Betrachtungsweisen machte es leicht, dem Ausland Hilfe zu leisten oder sie zu akzeptieren. Sie war nicht hilfreich dafür, sich auf eine Vergemeinschaftung von Schulden oder einen Schuldenerlass zu einigen. Eine ausgewogene Analyse hätte erkennen lassen, dass es für jeden skrupellosen Kreditnehmer einen skrupellosen Kreditgeber gibt. Sie hätte anerkannt, dass es für ein einzelnes Land einfacher ist, mit Exporten einen Weg aus seinen Schwierigkeiten zu finden, als für alle südeuropäischen Länder gleichzeitig. Mit Unterstützung einer akkommodativen Geldpolitik und eines schwachen Euro war es für Deutschland Anfang der 2000er-Jahren leichter, ein Exportwunder herbeizuzaubern, als jetzt unter den gegenteiligen Bedingungen für den Süden. Ähnlich hatte sich Frankreich in den 1920er-Jahren dank einer unterbewerteten Währung eines Exportbooms erfreut, während es ein niedergedrücktes Europa in den 1930er-Jahren nicht schaffte, kollektiv den Weg aus der Flaute zu finden. Doch so, wie die Krise jetzt dargestellt wurde, gingen solche Überlegungen an der französischen und, noch wichtiger, an der deutschen Regierung vorbei.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bei einer ausgewogenen Analyse hätte man auch eingesehen, dass kein Land bereit ist, einen in Schwierigkeiten befindlichen Nachbarn zu retten, ohne Bedingungen und Mechanismen zu verlangen, die eine Rückzahlung sicherstellen. Doch der moralisierende Blick auf die Krise, in dem die »Tugendhaften« gegen die »Prinzipienlosen« gestellt wurden, war einer solchen ausgewogenen Betrachtung nicht förderlich. Er machte die Kreditgeber nicht geneigt, vernünftige Bedingungen vorzuschlagen, und die Kreditnehmer nicht geneigt, sie zu akzeptieren. Erfolgreiche Länder konnten der Schlussfolgerung nicht widerstehen, dass ihr Erfolg auf ihrer eigenen Tugend beruhte und dass andere Länder, um Erfolg zu haben, ähnliche Tugenden entwickeln müssten. In weniger erfolgreichen Ländern entstand die Vorstellung, ihre erfolgreicheren Nachbarn würden sich an ihre Misere ergötzen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Abschließend wurde der Anreiz, eingehend über die Ursachen nachzudenken, durch die Tatsache geschwächt, dass die Politik gerade eben genug getan hatte, um eine weitere Große Depression zu verhindern. Nachdem ein Finanzkollaps abgewendet war, konnte man weiter argumentieren, das Banken- und Finanzsystem der USA und die Währungsunion in Europa seien die schlechtesten Alternativen mit Ausnahme aller anderen (um es mit einem alten Spruch von Winston Churchill über Demokratie zu sagen). Als Folge davon entstanden kaum Diskussionen über die Vergütungspraktiken für Führungskräfte im Finanzsektor und anderswo sowie ihre Bedeutung für die Finanzstabilität. Nach der Krise gab es die kurzlebige Occupy-Bewegung, die Zweifel an den Vorteilen der Finanzialisierung äußerte und vor zunehmender Ungleichheit warnte. Eine längere Diskussion über die Ursachen für diese Probleme und ihre Folgen kam jedoch nicht in Gang.[3] Eine der Gründe für die Ungleichheit war, dass es die Gesellschaft nicht schaffte, der Mehrheit ihrer Mitglieder genügend Bildung und Schulung zukommen zu lassen, um in einer Welt des globalen Wettbewerbs zu bestehen. Außerdem beruhte sie auf technischen Entwicklungen, die es einfacher machten, Arbeiter durch Roboter zu ersetzen. Doch es gab wenig Bereitschaft dazu, diese Probleme anzugehen oder anzuerkennen, dass die enttäuschende Erholung nach der Krise nicht mit einer Verlangsamung durch Entschuldung zu erklären war, sondern auch durch lange Zeiträume mit zu niedrigen Investitionen in Infrastruktur, Grundlagenforschung und Bildung.

Diese Probleme anzugehen, hätte keine schnelle und vorübergehende Stimulierung erfordert, sondern langfristige nationale und internationale Strategien für Investitionen in Infrastruktur, Bildung und Forschung. Es hätte die Bereitstellung der nötigen Ressourcen gebraucht. Es hätte erfordert, intensiv darüber nachzudenken, wie sich erreichen lässt, dass die so mobilisierten Ressourcen produktiv eingesetzt werden. Es hätte bedeutet zu überlegen, welche Art von Finanzsektor am besten dafür geeignet ist, das Wachstum der Realwirtschaft zu unterstützen, und welche Regulierung dafür gebraucht wird.

In vielen Fällen hätte eine Beschäftigung mit diesen Problemen nicht weniger Staat erfordert, sondern mehr. Darin hatte die Antwort auf die Große Depression gelegen. Jetzt aber sah es anders aus. Ironisch daran war, dass die politischen Entscheider, indem sie die Art von Depression verhinderten, die letztlich zum New Deal führte, einem neuerlichen scharfen Nachdenken über die Rolle des Staates selbst entgegenwirkten.

Zuletzt bedeutete die Tatsache, dass die Politik eine weitere Große Depression verhindern konnte, dass anschließend nicht genug getan wurde, um die Finanzwelt sicherer zu machen. Zwar gelten für Banken jetzt moderat strengere Kapital- und Liquiditätsvorschriften, doch das entscheidende Wort ist hier *moderat*. Große Banken müssen Testamente vorlegen, und der Dodd-Frank Act in den USA sieht ein Verfahren für die geordnete Abwicklung von großen Finanzinstituten vor. Doch ob diese Testamente und Abwicklungsverfahren wirklich zum Einsatz kommen werden, ist angesichts der Angst davor, die Märkte zu »erschrecken«, fraglich. Gegen das Problem des *too big to fail* wurde wenig Bedeutendes unternommen. Dass eine weitere Große Depression verhindert wurde, schwächte die Argumente für radikalere Veränderungen und gab den Banken die Möglichkeit, sich neu zu formieren.

Dass das Schlimmste verhindert wurde, versetzte auch Geldmarktfonds und Versicherungen in die Lage, ihre Lobbyisten zu mobilisieren. Versicherungsunternehmen mit Ausnahme von Prudential Financial und der inzwischen berüchtigten AIG wehrten sich mit Erfolg dagegen, vom Financial Stability Oversight Council als systemisch wichtig eingestuft zu werden. Die Kreditratingagenturen konnten, abgesehen von symbolischen Aktionen der Legislative, durchgreifende Regulierung und Reformen vermeiden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Ähnlich gibt es jetzt zwar die Volcker-Regel, die den Eigenhandel der Geschäftsbanken begrenzt, doch die ist voller Ausnahmen – schließlich ist den Banken eine Krise wie in den 1930ern erspart geblieben, sodass sie nicht geneigt waren, ihr Wertpapiergeschäft aufzugeben. Transaktionen mit Derivaten wurden in Clearinghäuser verlagert, doch dadurch wurden die Risiken statt eliminiert nur konzentriert. Die Europäer, die eine eigene Große Depression verhindern konnten, tun sich weiterhin schwer, die politischen Hürden auf dem Weg zu einer echten Bankenunion zu überwinden. Sie tun sich schwer, sich auf Bedingungen zu einigen, unter denen ihr Rettungsfonds Kredite vergeben und ihre Zentralbank die Finanzmärkte unterstützen darf. Die Krise hat ein Gefühl der Dringlichkeit geschaffen, aber nicht genügend Dringlichkeit, um diese Probleme zu überwinden.

Das bedeutet: Ausgerechnet die Tatsache, dass die Politik den Schaden durch die schwerste Finanzkrise seit 80 Jahren begrenzen konnte, bedeutet, dass wir die nächste derartige Krise wahrscheinlich in weniger als 80 Jahren erleben werden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dramatis Personae – Die Besetzung

Konrad Adenauer: Kanzler der Bundesrepublik Deutschland 1949 bis 1963; spielte eine wichtige Rolle bei der europäischen Integration nach dem Zweiten Weltkrieg.

Nelson W. Aldrich: US-Senator (Republikaner, Rhode Island) 1881 bis 1911, war Vorsitzender der National Monetary Commission (1909–1912) und half beim Entwurf eines Plans, der großen Einfluss auf den Federal Reserve Act hatte.

Winthrop Aldrich: Banker und Musiker, Sohn von Nelson W. Aldrich, Chairman der Chase National Bank 1930 bis 1953.

Phil Angelides: Immobilienentwickler, Finanzminister von Kalifornien 1999 bis 2007 und Vorsitzender der Financial Crisis Inquiry Commission (2009–2010).

James Anthony: Banker, dessen Kette Manley-Anthony in den 1920er-Jahren an der Grundstücksspekulation in Florida beteiligt war. Half bei der Finanzierung von George Merricks Projekt Coral Gables.

Adam Applegarth: Chairman der britischen Bausparkasse und Bank Northern Rock 2001 bis 2007. Nach der Krise und der Verstaatlichung der Bank verlor er seinen Posten.

Albert Aupetit: Generalsekretär der Banque de France während der Inflation der 1920er-Jahre. Er hatte damit zu tun, dass die Zentralbank gegen die für sie geltende Höchstgrenze für die Emission von Banknoten verstieß.

Vincent Auriol: Französischer Politiker, finanzpolitischer Sprecher der Sozialisten in den 1920er- und 1930er-Jahren. Vertreter Frankreichs bei der internationalen Währungs- und Finanzkonferenz in Bretton Woods 1944.

David Axelrod: Kolumnist der *Chicago Tribune*, politischer Berater von Präsident Barack Obama 2009 bis 2011.

Roger Babson: Finanztheoretiker und Anhänger von Sir Isaac Newton. Bekannt für seine Warnungen vor einem Aktiencrash Ende der 1920er-Jahre.

Sheila Bair: Vorsitzende der US Federal Deposit Insurance Corporation 2005 bis 2011. Bekannt für ihren Einsatz für regulatorische Reformen gegen das Problem *too big to fail*.

Arthur Ballantine: Amerikanischer Jurist und Beamter. Staatssekretär im Finanzministerium der Regierung Hoover von 1931 bis 1933.

José Manuel Barroso: Portugiesischer Politiker (Sozialdemokrat). Premierminister in Portugal 2002 bis 2004, Präsident der Europäischen Kommission 2004 bis 2014.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bruce Bent: Mitgründer des ersten Geldmarktfonds Reserve Fund im Jahr 1971; 2008 musste sein Fonds, jetzt bekannt als Primary Reserve Fund, den Rücknahmepreis für Anteile unter 100 Cent je Dollar Nennwert senken (den Dollar brechen).

Adolf Berle: Professor für Unternehmensrecht an der Columbia University und Gründungsmitglied von Roosevelts Brains Trust. Betonte, die Regierung müsse der Marktmacht der Großunternehmen etwas entgegensetzen.

Ben S. Bernanke: Ökonom, Professor an den Universitäten Stanford und Princeton und Kenner der Geschichte der Großen Depression. Mitglied (2002–2005) und Vorsitzender (2006–2014) des Federal Reserve Board.

Jared Bernstein: Mitglied des Übergangsteams von Obama und Biden, Berater von Vizepräsident Joe Biden 2009 bis 2011.

Gerald Lee Bevan: Finanzier und Schriftsteller. Geschäftliche Verbindungen mit Clarence Hatry in den 1920er-Jahren. Wegen Bilanzfälschung verurteilt und inhaftiert.

Lorenzo Bini Smaghi: Ökonom mit Abschlüssen von der Katholischen Universität Löwen und der University of Chicago. 2005 bis 2011 Mitglied des EZB-Direktoriums.

Hugo Black: US-Senator (Demokrat, Alabama) 1927 bis 1937 und Unterstützer des New Deal. Bekannt für sein Eintreten für das Teilen von Arbeitsplätzen und einen nationalen Mindestlohn. Wurde 1937 an den Supreme Court der USA berufen, dem er bis 1971 angehörte.

Tony Blair: Britischer Politiker (Labour Party). Premierminister 1997 bis 2007. Sorgte für die Unabhängigkeit der Bank of England und schuf die Financial Services Authority.

Léon Blum: Französischer Politiker, Absolvent der École Normale Supérieure, der Sozialistischen Partei nahestehend und ab 1929 Mitglied der Abgeordnetenkammer. Premierminister zur Zeit der Franc-Abwertung 1936.

John Boehner: Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Republikaner, Ohio), ab 1991. Sprecher der Mehrheitsfraktion 2006 bis 2007 und der Minderheitsfraktion 2007 bis 2011. Ab 2011 Sprecher des Repräsentantenhauses.

Brooksley Born: Amerikanischer Jurist und Beamter. Vorsitzender der Commodity Futures Trading Commission 1996 bis 1999. Wurde durch seinen Kampf mit Vertretern der Regierung Clinton über die Regulierung von Derivate-Transaktionen bekannt.

Louis Brandeis: Richter am Supreme Court der USA 1916 bis 1939. Progressiv, Gegner von Monopolen und Einflussnahme durch Unternehmen. Seine Anhänger waren stark in der Regierung Roosevelt ab 1933 vertreten.

Willy Brandt: Deutscher Politiker. Vorsitzender der SPD, Bundeskanzler 1969 bis 1974 und Verfechter der europäischen Integration.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Aristide Briand: Zwischen 1909 und 1929 elfmal französischer Premierminister. Bemühte sich ohne Erfolg, eine Einigung mit Deutschland über die Reparationszahlungen herbeizuführen.

Joseph A. Broderick: Amerikanischer Banker und Bankenprüfer. Bei der Pleite der Bank of United States im Jahr 1930 Chef der Bankenaufsicht des Bundesstaats New York. Mitglied des Board of Governors des Federal Reserve System 1936 bis 1937.

Gordon Brown: Britischer Politiker. Finanzminister in der Blair-Regierung 1997 bis 2007. Premierminister 2007 bis 2010. Organisierte den Londoner G20-Gipfel im Jahr 2009.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Harry Brown: Mitgründer des ersten Geldmarktfonds Reserve Fund im Jahr 1971; 2008 musste sein Fonds, jetzt bekannt als Primary Reserve Fund, den Rücknahmepreis für Anteile unter 100 Cent je Dollar Nennwert senken (den Dollar brechen).

Scott Brown: Wurde 2010 nach dem Tod von Edward Kennedy als erster Republikaner seit 1972 zum Vertreter des Bundesstaats Massachusetts im US-Senat gewählt.

Heinrich Brüning: Politiker der (konservativen) Zentrumspartei, Abgeordneter im Deutschen Reichstag ab 1924. Kanzler der vom Präsidenten eingesetzten Regierung, die ab 1930 mit Verordnungen eine strikte Sparpolitik verfolgte.

William Jennings Bryan: Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Demokrat, Nebraska) 1891 bis 1895. Gegner des Goldstandards. Präsidentschaftskandidat der Demokraten 1896 und 1900. US-Außenminister 1913 bis 1915, Immobilien-Promoter in Florida.

Warren Buffett: Amerikanischer Geschäftsmann und Investor. Wichtigster Aktionär der Holdinggesellschaft Berkshire Hathaway, die auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008 strategisch fünf Milliarden Dollar in Goldman Sachs investierte.

Karl Buresch: Österreichischer Politiker (Christlichsoziale Partei); Bundeskanzler von Österreich 1931 bis 1932.

George H. W. Bush: 41. Präsident der USA 1989 bis 1993.

George W. Bush: 43. Präsident der USA 2001 bis 2009.

William Calder: US-Senator (Republikaner, New York) 1917 bis 1923. Chef des Calder Committee, das die Wohnungsnot nach dem Ersten Weltkrieg untersuchte.

Rogers Caldwell: Geschäftsmann und Banker aus Tennessee, dessen Unternehmen und Banken im Zentrum der Finanzkrise 1930 standen.

David Cameron: Britischer Politiker (Konservative Partei). Premierminister Großbritanniens 2010 bis 2016.

Joseph Cassano: Finanzvorstand und Chef von AIG Financial Products, deren Positionen in Credit Default Swaps im Jahr 2008 zur Pleite des Versicherungsriesen führten.

Gustav Cassel: Schwedischer Ökonom und Professor an der Universität Stockholm 1903 bis 1936, der sich für eine Geldpolitik mit dem Ziel eines stabilen Preisniveaus einsetzte.

James Cayne: CEO von Bear Stearns 1993 bis 2008. Als im Jahr 2007 die beiden Subprime-Hedgefonds der Bank zusammenbrachen, nahm er gerade an einem Bridge-Turnier in Nashville teil.

Anton Cermak: Amerikanischer Politiker (Demokraten). 44. Bürgermeister von Chicago 1931 bis 1933. Wurde bei einem Attentat auf den neu gewählten Präsidenten Roosevelt am 15. Februar 1933 schwer verletzt.

Neville Chamberlain: Britischer Politiker (Konservative Partei). Finanzminister 1923 bis 1924 und 1931 bis 1937, Premierminister 1937 bis 1940. Als Finanzminister wurde er für geschicktes Finanzmanagement bekannt, als Premierminister für seine Appeasement-Politik.

Roy Chapin: Pionier der Autoindustrie (Mitgründer der Hudson Motor Car Company). Handelsminister in den letzten Monaten der Regierung Hoover 1932 bis 1933.

Walter Chrysler: Manager aus der Autoindustrie, der sich in den 1920er-Jahren an den Anlagepools von Billy Durant beteiligte.

Winston Churchill: Britischer Politiker (Konservative Partei). Schatzkanzler 1924 bis 1929. Traf im Jahr 1925 die Entscheidung, zum Vorkriegskurs zum Goldstandard zurückzukehren.

William »Bill« Clinton: 42. Präsident der USA 1993 bis 2001.

William Cornstock: Amerikanischer Politiker (Demokraten). 33. Gouverneur von Michigan (1933–1935), der 1933 die Bankenschließung anordnete.

Calvin Coolidge: 30. Präsident der USA 1923 bis 1929.

Charles Coughlin: Katholischer Priester, Radio-Prediger, zunächst Unterstützer, später Gegner von Roosevelt.

James Couzens: US-Senator (Republikaner, Michigan) 1922 bis 1936. Geschäftspartner und später Konkurrent des Automanagers Henry Ford.

Brian Cowen: Irischer Politiker (Fianna Fáil Party). Taoiseach (Regierungschef) zur Zeit der Finanzkrise 2008 bis 2011.

Christopher Cox: 28. Chairman der Securities and Exchange Commission (SEC), 2005 bis 2008.

James Cox: Amerikanischer Zeitungsverleger und Politiker (Demokraten). 46. und 48. Gouverneur von Ohio 1913 bis 1915 und 1917 bis 1921. Mitglied der US-Delegation bei der Weltwirtschaftskonferenz 1933.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Daniel Crissinger: Amerikanischer Jurist und Banker. Comptroller of the Currency 1921 bis 1923 und Vorsitzender des Federal Reserve Board 1923 bis 1927.

Bronson Cutting: US-Senator (Republikaner, New Mexico) 1927 bis 1928 und 1929 bis 1935. Setzte sich 1933 für die Verstaatlichung von Banken ein und forderte eine strenge Regulierung des Teilreserven-Bankensystems.

Édouard Daladier: Französischer Politiker. Mitglied der Radikalen Partei (liberale Mitte). Dreimal französischer Premierminister, unter anderem in der großen Depression (Januar–Oktober 1933 und dann während der Stavisky-Affäre Januar–Februar 1934).

Alistair Darling: Britischer Politiker (Labour Party). Finanzminister unter Gordon Brown 2007 bis 2010.

Raoul Dautry: Französischer Geschäftsmann, Ingenieur und Politiker. Generaldirektor der staatlichen französischen Eisenbahn. Mitglied des Beraterstabs von Pierre Laval, als dieser 1935 wieder an die Macht kam.

Charles Dawes: Geschäftsmann, Banker und Musiker aus Chicago. Leitete 1924 die Verhandlungen der USA über die deutschen Reparationszahlungen, wofür er 1925 den Friedensnobelpreis bekam. Vizepräsident der USA 1925 bis 1929. Leiter der Reconstruction Finance Corporation 1932. Im gleichen Jahr involviert in die Rettung von Central Republic Trust (»Dawes-Bank«).

Jean-Luc Dehaene: Belgischer Politiker (Christlich Soziale Partei). Als Sohn belgischer Eltern 1940 geboren im französischen Montpellier, wohin seine Familie vor der deutschen Armee geflohen war. Verfechter der europäischen Integration. Bereitete als Premierminister Belgiens von 1992 bis 1999 das Land auf die Einführung des Euro vor.

Edward DeMarco: Amerikanischer Ökonom und Beamter. Staatlicher Verwalter von Fannie Mae und Freddie Mac 2009 bis 2014. In dieser Funktion widersetzte er sich politischen Initiativen, den Nennwert von Hypothekenschulden zu verringern.

François de Wendel: Französischer Industrieller. Ratsmitglied der Banque de France. 1925 drohte er wegen der Manipulation an der Bilanz der Zentralbank mit seinem Rücktritt.

Jamie Dimon: Amerikanischer Banker. Abschlüsse an den Universitäten Tufts und Harvard, Chairman, Präsident und CEO von JPMorgan Chase seit Mitte der 2000er-Jahre. Wichtiger Akteur bei der Rettung von Bear Stearns im Jahr 2008.

Christopher Dodd: US-Senator (Demokraten, Connecticut) 1981 bis 2011. Vorsitzender des Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee in der Zeit der Finanzreformen nach der Krise. Bekam von Countrywide Financial Hypotheken für seinen persönlichen Immobilienbesitz.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

William Donaldson: 27. Chairman der Securities and Exchange Commission (SEC) 2003 bis 2005. In seiner Amtszeit wurde der Handel mit Derivaten kaum reguliert.

William Donovan: Jurist und Geheimdienstler. Arbeitete als Leiter des US Office of Strategic Services im Zweiten Weltkrieg mit Cornelius Vander Starr von AIG zusammen.

Lewis Douglas: Amerikanischer Politiker. Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Demokraten, Arizona) 1927 bis 1933. Leiter des Bureau of the Budget in der Regierung Roosevelt. Setzte sich in dieser Funktion für den Goldstandard und verantwortungsvolle Haushaltspolitik ein.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Gaston Doumergue: Französischer Politiker. Mitglied der Radikalen Partei (liberal-zentristisch). Premierminister 1913 bis 1914 und 1934; seine konservative Einheitsregierung konnte nichts gegen die Große Depression ausrichten.

Mario Draghi: Italienischer Ökonom und Politiker. Arbeitete bei Goldman Sachs und im italienischen Finanzministerium. Gouverneur der italienischen Zentralbank ab 2006, Präsident der EZB seit 2011.

David Drumm: CEO der Anglo-Irish Bank zur Zeit ihrer Rettung, im Dezember 2008 zurückgetreten; die Bank meldete im Jahr 2010 Insolvenz an.

Billy Durant: Pionier der Autoindustrie. Präsident von General Motors 1916 bis 1920. Aktienspekulant und Organisator von Anlagepools in den 1920er-Jahren.

Marriner Eccles: Geschäftsmann und Banker, 1935 am Entwurf des Banking Act beteiligt. Vorsitzender des Federal Reserve Board 1934 bis 1948.

Dwight D. Eisenhower: Soldat unter General Douglas MacArthur, als die US-Armee 1932 die Demonstration der Bonus Army aus arbeitslosen Veteranen am Anacostia River auflöste. 34. Präsident der USA von 1953 bis 1961.

Rahm Emanuel: Amerikanischer Politiker (Demokraten). Politischer Berater und Stabschef im Weißen Haus unter Präsident Barack Obama 2009 und 2010. Bürgermeister von Chicago ab 2011.

Otto Ender: Österreichischer Politiker (Christlichsoziale Partei), Bundeskanzler zur Zeit der Credit-Anstalt-Krise 1930 bis 1931.

Eugene Fama: Ökonom, Nobelpreisträger (2013) und Professor an der University of Chicago. Vater der Effizienzhypothese für die Finanzmärkte.

Andrew Fenwick: Nachkomme der gleichnamigen britischen Kaufhaus-Familie. Im Jahr 2008 nicht-geschäftsführendes Board-Mitglied bei Northern Rock.

Joschka Fischer: Deutscher Politiker (Grüne), der in der Studentenbewegung der 1960er-Jahre aktiv war. Vizekanzler und Außenminister 1998 bis 2005. Befürworter der europäischen Integration und Kritiker des Krisenmanagements von Bundeskanzlerin Angela Merkel.

Irving Fisher: Ökonom, Professor an der Yale University und inoffizieller Berater Roosevelts. Bekannt für seine Theorie der Schuldendeflation und für seine Aussage im Jahr 1929, der Aktienmarkt habe »ein dauerhaft hohes Niveau« erreicht.

Richard Fisher: Amerikanischer Finanzier. Präsident der Fed of Dallas ab 2005, bekannt für seine klar geäußerte antiinflationäre Haltung.

Seán FitzPatrick: Irischer Banker und Geschäftsmann, von 1996 bis 2008 CEO und später Chairman der Anglo-Irish Bank. Trat Ende 2008 wegen Vorwürfen in Zusammenhang mit Krediten an seine privaten Konten zurück.

Henry Flagler: Amerikanischer Industrieller, Immobilienentwickler und Gründer der Standard Oil Company. Erbaute die Florida East Coast Railway und ließ Anfang des 20. Jahrhunderts die Städte Miami und Palm Beach entstehen.

Pierre-Étienne Flandin: Konservativer französischer Politiker (Demokratisch-Republikanische Allianz). Premierminister (1934–1935) einer Regierung, die der Großen Depression nichts entgegenzusetzen hatte.

Edsel Ford: Sohn von Henry Ford. Präsident der Ford Motor Co. 1919 bis 1943. Direktor und Hauptinvestor bei der Bankengruppe Union Guardian, die 1933 pleite ging, weil ihr Hilfe von der Reconstruction Finance Corporation verweigert wurde.

Henry Ford: Pionier der Autoindustrie mit Beteiligungen an Finanzinstituten im Raum Detroit, die 1933 insolvent wurden.

Barney Frank: Lautstarkes Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Demokraten, Massachusetts) 1981 bis 2013. Einer der Namensgeber für den Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act von 2010.

Felix Frankfurter: Schüler des Supreme-Court-Richters Louis Brandeis. Liberal-progressiver Professor an der Harvard Law School, dessen Studenten später Roosevelts New Deal ausarbeiteten. Richter am Supreme Court 1939 bis 1962.

Milton Friedman: Ökonom, Professor an der University of Chicago und Nobelpreisträger (1976). Bekannt für seine Geldmengenregel und das zusammen mit Anna Schwartz verfasste Buch *A Monetary History of the United States.*

A. P. Frierson: Banker und Präsident der Knoxville Clearing House Association zur Zeit der Bankenkrise 1930.

Eigo Fukai: Japanischer Geschäftsmann und Banker. Unterstützte Korekiyo Takahashi bei den Verhandlungen über die Kriegsanleihen für Japan 1904 und 1905. Stellvertretender Gouverneur (1928–1935) und Gouverneur (1935–1937) der Bank of Japan. Vertreter Japans bei der Weltwirtschaftskonferenz 1933.

Richard Fuld: Amerikanischer Geschäftsmann und Banker, von 1994 bis zur Pleite im Jahr 2008 CEO und später Chairman von Lehman Brothers.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Timothy Geithner: Karrierebeamter, im Finanzministerium der Clinton-Regierung zuletzt Staatssekretär für internationale Angelegenheiten, wo er mit Robert Rubin und Lawrence Summers zusammenarbeitete. Von 2003 bis 2009 Präsident der Fed of New York, von 2009 bis 2013 US-Finanzminister.

Gary Gensler: Amerikanischer Banker und Beamter. Partner bei Goldman Sachs. Staatssekretär im Finanzministerium der Regierung Clinton 1999 bis 2001. Elfter Chairman der US Commodity Futures Trading Commission 2009 bis 2014.

John Gialdini: Partner von Clarence Hatry, verwickelt in die betrügerischen Aktivitäten bei Hatrys Versuch, 1929 United Steel Companies zu kaufen. Wurde in Italien verhaftet und verurteilt.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Claude-Joseph Gignoux: Französischer Ökonom und Verleger. Mitglied von Pierre Lavals Beraterstab bei dessen Rückkehr an die Macht im Jahr 1935.

S. Parker Gilbert: Amerikanischer Jurist, Banker und Politiker. Wurde 1924 Nachfolger von Owen Young als Generalagent für Reparationsfragen. Nach der Abschaffung dieser Position Partner bei J. P. Morgan.

Hannes Hólmsteinn Gissurarson: Politikwissenschaftler, Professor an der Universität Island und Mitglied der Mont Pelerin Society. Spezialist für Fischereiwesen, der sich dafür einsetzte, Island zu einem Finanzzentrum zu machen.

Carter Glass: Finanzminister unter Woodrow Wilson 1918 bis 1920. US-Senator (Demokraten, Virginia) 1920 bis 1946. Chairman des Appropriations Committee 1933 bis 1946 und zweiter Namensgeber des Glass-Steagall Act zur Liberalisierung des Goldstandards (1932) und des Glass-Steagall Act zur Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken (1933).

Phil Gramm: Amerikanischer Ökonom und Politiker. US-Senator (Republikaner, Texas) 1982 bis 2002. Als Chairman des Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs wirkte er am Gramm-Leach-Bliley-Act von 1999 mit, der die letzten Reste des Glass-Steagall Act beseitigte.

Hank Greenberg: Chef der American International Group von 1962 bis 2005, zurückgetreten aufgrund von später zurückgezogenen Vorwürfen über betrügerische Geschäftspraktiken. Verklagte später wegen der Bedingungen bei der Rettung von AIG im Jahr 2008 und des Umgangs mit den Aktionären die US-Regierung.

Alan Greenspan: Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System 1987 bis 2005.

Ragnar Grímsson: Isländischer Politiker (Volksallianz). 1996–2016 Präsident von Island.

Riccardo Gualino: Italienischer Industrieller und Finanzier. Machte sein Vermögen nach dem Ersten Weltkrieg in der Viskoseindustrie. Stand in Verbindung mit dem französischen Banker Albert Oustric, dessen Unternehmen 1930 kollabierten.

Geir Haarde: Isländischer Politiker (Unabhängigkeitspartei), Premierminister 2006 bis 2009. Wurde wegen grober Amtsfehler verurteilt, weil er während der Krise 2008 keine Kabinettssitzung einberief.

Peter Haig-Thomas: Partner der englischen Finanzspekulanten Gerald Lee Bevin und Clarence Hatry. Ruderte 1902 für Cambridge und wurde später Rudertrainer in Cambridge und Oxford.

Mohammed Bin Khalifa Bin Hamad Al Thani: Sechster Sohn des früheren Emirs von Katar. Kapitän des Reiterteams seines Landes. Involviert in umstrittene private Aktiengeschäfte mit der isländischen Kaupthing Bank im Jahr 2008.

Osachi Hamaguchi: Japanischer Politiker (Minseitō-Partei). Von 1929 bis 1931 Premierminister der Regierung, unter der Japan zum Goldstandard zurückkehrte und eine orthodoxe Wirtschaftspolitik betrieb.

George Harrison: Zweiter Gouverneur der Fed of New York 1928 bis 1941, Nachfolger von Benjamin Strong.

Clarence Hatry: Britischer Geschäftsmann und Investor, dessen Investitionen 1929 kollabierten.

Rudolf Havenstein: Deutscher Jurist. Präsident der Reichsbank in der Hyperinflation 1922 bis 1923.

Willis Hawley: Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Republikaner, Oregon) 1907 bis 1933. Mitverfasser des Smoot-Hawley-Zollgesetzes in den Jahren 1929 und 1930.

Ralph Hawtrey: Britischer Ökonom, Konjunkturtheoretiker. Hatte von 1904 bis 1945 verschiedene Posten im Finanzministerium inne.

Eli Heckscher: Schwedischer Ökonom und Wirtschaftshistoriker. Professor an der Stockholm School of Economics 1909 bis 1945. Bekannt für seine Beiträge zur Theorie des internationalen Handels.

Édouard Herriot: Französischer Politiker. Mitglied der Radikalen Partei, die zum sogenannten Cartel des Gauches gehörte. Dreimal Premierminister: 1924 bis 1925, 1926 und 1932 bis 1933.

Paul von Hindenburg: Deutscher Soldat und Politiker. Reichspräsident 1925 bis 1934, ernannte 1933 Hitler zum Reichskanzler.

Adolf Hitler: Deutscher Reichskanzler 1933 bis 1945.

Herbert Hoover: 31. Präsident der USA 1929 bis 1933.

Harry Hopkins: Unter Gouverneur Franklin D. Roosevelt Direktor der New York State Temporary Emergency Relief Administration. Gehörte zu den Architekten des New Deal und leitete unter anderem die Works Progress Administration. Roosevelts persönlicher Gesandter bei Churchill und Stalin im Zweiten Weltkrieg.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Henry Hollis Horton: Amerikanischer Politiker (Demokraten). Gouverneur von Tennessee 1927 bis 1933. Verwickelt in den Skandal um den Zusammenbruch von Caldwell & Co. und die Pleite der Bank of Tennessee 1930. Trat 1932 nicht zur Wiederwahl an.

Cordell Hull: US-Politiker und Beamter (Demokraten). Staatssekretär der Regierung Roosevelt 1933 bis 1944. Befürworter von Freihandel und Goldstandard. Leiter der US-Delegation bei der Weltwirtschaftskonferenz 1933.

Bruno Iksil: Wurde wegen seiner Positionen als Händler im Londoner Büro von JPMorgan Chase, die Verluste von zwei Milliarden Dollar verursachten, im Jahr 2012 als »London Whale« bekannt.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Junnosuke Inoue: Japanischer Geschäftsmann und Banker. War von 1919 bis 1923 und 1927 bis 1928 Gouverneur der japanischen Zentralbank und wurde im Jahr 1932 bei den Attentaten der Blutliga ermordet.

Samuel Insull: In Großbritannien geborener Geschäftsmann, begann als persönlicher Assistent von Thomas Edison und kontrollierte später die Stromversorgung in der Region Chicago. Die Insolvenz seiner Unternehmen führte 1932 zum Zusammenbruch von Central Republic Trust (der »Dawes-Bank«).

Tsuyoshi Inukai: Japanischer Politiker (Seiyūkai-Partei), Premierminister 1931 von 1932. Machte Korekiyo Takahashi zum Finanzminister und wurde beim Attentat am 15. Mai 1932 von jungen Marineoffizieren, den Resten der Blutliga, ermordet.

Jesse Jones: Sohn eines Tabakfarmers aus Tennessee, der vom Verwalter eines Holzlagers zum Eigentümer eines Banken-, Zeitungs- und Immobilienentwicklungsimperiums aufstieg. Im Jahr 1932 zum Board-Mitglied und 1933 zum Chairman der Reconstruction Finance Corporation berufen, enger Vertrauter und Berater von Roosevelt.

Kostas Karamanlis: Griechischer Politiker (Nea Dimokratia). Premierminister 2004 bis 2009. In seiner Amtszeit entstanden die hohen Haushaltsdefizite, die zum Auslöser der Griechenlandkrise wurden.

Ted Kaufman: Als Nachfolger des zum Vizepräsident ernannten Joe Biden US-Senator (Demokraten, Delaware) 2009 bis 2010. Kritiker von *too big to fail* und Finanzmarktmanipulation. Trat 2010 nicht mehr für den Senat an.

Enda Kenny: Irischer Politiker (Fine Gael Party). Taoiseach (Regierungschef) ab dem Jahr 2011.

John Maynard Keynes: Britischer Ökonom. Gewann Einfluss durch sein Eintreten für Staatsausgaben in einer Wirtschaftsflaute.

Mervyn King: Britischer Ökonom. Chefökonom, Board-Mitglied, stellvertretender Gouverneur und Gouverneur (2003–2013) der Bank of England.

Helmut Kohl: Deutscher Politiker (CDU). Sechster deutscher Bundeskanzler 1982 bis 1998. Befürworter der europäischen Integration und des Euro als Ausgleich zur deutschen Wiedervereinigung.

Donald Kohn: Ökonom. Langjähriges Mitglied des Federal Reserve Board. Ab 2002 Mitglied des Board of Governors, 2006 bis 2010 stellvertretender Vorsitzender.

David Komansky: CEO von Merrill Lynch 1996 bis 2002. Betrieb in den 1990er-Jahren Lobbyarbeit zur Abschaffung des Glass-Steagall-Act.

Ivar Kreuger: Schwedischer Wirtschaftsmagnat, der als Gegenleistung für Kredite an die Regierung Streichholzmonopole erhielt. Der Kollaps seines Imperiums im Jahr 1931 bedrohte die Stabilität des schwedischen Bankensystems. 1932 unter mysteriösen Umständen gestorben.

Paul Krugman: Ökonom. Nobelpreisträger (2008), zur Zeit der Finanzkrise Professor an der Princeton University. Sprach sich im Jahr 2009 für die Verstaatlichung von Banken aus.

Robert La Follette, Jr.: US-Senator (Republikaner, Wisconsin) 1925 bis 1947. Sprach sich 1933 für die Verstaatlichung von Banken aus. Unterstützte die New-Deal-Gesetze.

Jeffrey Lacker: Ökonom. Präsident der Federal Reserve Bank of Richmond ab 2004. Bekannt für seine antiinflationäre Haltung.

Christine Lagarde: Französische Kartellanwältin, Unternehmensberaterin und Politikerin. Finanzministerin in der Regierung von Nicolas Sarkozy 2007 bis 2011. Als Nachfolgerin von Dominique Strauss-Kahns seit 2011 Direktorin des Internationalen Währungsfonds.

Thomas Lamont: Amerikanischer Banker. Ab 1911 Partner bei J. P. Morgan & Co. Mitglied der amerikanischen Delegation zur Pariser Friedenskonferenz 1919. Hatte als Berater der Präsidenten Wilson, Hoover und Roosevelt Einfluss auf die Finanzdiplomatie der 1920er- und 1930er-Jahre.

Alf Landon: Amerikanischer Politiker (Republikaner). 26. Gouverneur von Kansas 1933 bis 1937. Republikanischer Präsidentschaftskandidat 1936, verlor bei der Wahl gegen Roosevelt.

Pierre Laval: Französischer Politiker (unabhängig) und Zeitungseigentümer. Viermal Premierminister (1931–1932, 1935–1936, 1940 und 1942–1944). Nach dem Zweiten Weltkrieg als Kollaborateur verurteilt und hingerichtet.

Luke Lea: Amerikanischer Politiker und Zeitungsverleger. US-Senator (Demokraten, Tennessee) 1911 bis 1917. Gründer und Herausgeber des *Nashville Tennessean*. Verurteilt wegen seiner Rolle beim Zusammenbruch von Caldwell & Co. und der damit verbundenen Banken 1930.

Herbert Lehman: Amerikanischer Banker und Politiker (Demokraten). Partner bei Lehman Brothers 1908 bis 1929. 45. Gouverneur des Bundesstaats New York 1933 bis 1942. In dieser Position ordnete er 1933 die Schließung der Banken an.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Carl Levin: US-Senator (Demokraten, Michigan) ab 1979. Co-Vorsitzender des Levin-Coburn Subcommittee des US-Senats, das die Finanzkrise 2008/09 untersuchte.

Ken Lewis: CEO, Präsident und Chairman der Bank of America 2001 bis 2009. In seiner Amtszeit kaufte die Bank Countrywide Financial und Merrill Lynch und benötigte staatliche Nothilfe.

Edward Liddy: CEO von Allstate Insurance 1994 bis 1999 und Präsident bis 2005. Mitglied des Boards von Goldman Sachs. Chairman und CEO von AIG 2008/09.

Maurice Lippens: Verwaltungsratschef des belgischen Finanzkonglomerats Fortis 1990 bis 2008. In seiner Amtszeit nahm die Bank aggressiv Akquisitionen vor und investierte in Subprime-Papiere.

David Lloyd George: Britischer Politiker (Liberale). Premierminister 1918 bis 1922. Vertrat Großbritannien bei den Friedensverhandlungen in Versailles 1919. Hielt die französischen Reparationsforderungen für übertrieben, wurde aber von Keynes auch für seine anti-deutsche Haltung kritisiert.

David Loeb: Immobilienentwickler und Versicherungsexperte. Mitgründer von Countrywide Financial, wo er von 1969 bis 2000 Präsident und CEO war.

Huey Long: Amerikanischer Politiker. 40. Gouverneur von Louisiana 1928 bis 1932 und US-Senator (Demokraten, Louisiana) von 1932 bis zu seiner Ermordung im Jahr 1935. Populistischer Hitzkopf, der die Banken kritisierte, sich für Umverteilung einsetzte und drohte, im Wahlkampf 1936 gegen Roosevelt anzutreten.

Hans Luther: Deutscher Politiker. Reichsminister für Ernährung und Landwirtschaft 1922 bis 1925. Von 1925/26 kurz Reichskanzler. Präsident der Reichsbank 1930 bis 1933. Sein Vorgänger und Nachfolger war Hjalmar Schacht.

Douglas MacArthur: Amerikanischer Soldat. Ging bei der Auflösung der Demonstrationen der Bonus Army aus Veteranen des Ersten Weltkriegs am Anacostia River 1932 über seine Befehle hinaus.

Ramsay MacDonald: Britischer Politiker (Labour Party). Premierminister der ersten Labour-Regierung (1929), der zweiten Labour-Regierung (1929–1931) und der Nationalen Regierung (1931–1935). Seine zweite Regierung kam nicht gegen die Depression an und verlor bei der Parlamentswahl 1931 die meisten ihrer Sitze an die Konservativen.

Bernard Madoff: Amerikanischer Geschäftsmann und Finanzier, der im Boom vor der Großen Rezession Anleger betrog. Wurde im Dezember 2008 verhaftet, bekannte sich im März 2009 in elf Betrugsfällen für schuldig und wurde zu 150 Jahren Haft verurteilt.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wesley Manley: Betrieb die Bankers Trust Company of Atlanta und die Bankenkette Anthony Manley mit mehr als 60 Banken in Florida und Georgia. War am Immobilienboom in Florida in den 1920er-Jahren beteiligt und half bei der Finanzierung von George Merricks Projekt Coral Gables.

Guido Mantega: Brasilianischer Ökonom und Politiker (Arbeiterpartei). Ab 2006 Finanzminister. Beschwerte sich ab 2011 über die Auswirkungen der quantitativen Lockerung und der Nullzinspolitik der Fed auf sein Land.

Bernard Marcus: Sohn von Joseph Marcus. Wurde 1928 Präsident der Bank of United States, was ihn für kurze Zeit zum jüngsten Bankpräsidenten des Landes machte.

Joseph Marcus: Amerikanischer Geschäftsmann und Banker. Kam mit 17 Jahren in die USA und arbeitete in der Textilbranche. Gründete 1906 die Public Bank und 1913 die Bank of United States.

John Wellborn Martin: Amerikanischer Politiker (Demokraten). Bürgermeister von Jacksonville 1917 bis 1923 und Gouverneur von Florida 1925 bis 1929. Dynamischer Immobilienentwickler und -promoter.

Árni Mathiesen: Isländischer Politiker (Unabhängigkeitspartei) mit Ausbildung in Veterinärmedizin und Fischpathologie. Fischereiminister 1999 bis 2005 und Premierminister 2005 bis 2009 während der Finanzkrise.

George May: Britischer Geschäftsmann. Angestellter der Prudential Assurance Company, 1931 Ruhestand. Vorsitzender des Committee on National Expenditure, das 1931 auf die Notwendigkeit von Sparmaßnahmen im Haushalt hinwies.

John McCain: US-Senator (Republikaner, Arizona) seit 1987. Unterlag als Präsidentschaftskandidat der Republikaner bei der Wahl 2008 Barack Obama.

James McDougal: Gründungsgouverneur der Federal Reserve Bank of Chicago bis 1934, vorher Banker und Bankenprüfer. Hatte mit der New Yorker Fed Auseinandersetzungen über Zins- und Goldpolitik.

William McKinley: 25. Präsident der USA, 1897 bis 1901.

Andrew Mellon: Banker, Geschäftsmann und Industrieller, in den frühen 1920er-Jahren einer der reichsten Menschen in den USA. Zwischen 1921 und 1932 Finanzminister unter den Präsidenten Harding, Coolidge und Hoover. Bekannt für Sparpolitik und seine Philosophie des Liquidationismus.

Angela Merkel: Deutsche Politikerin (CDU). Bundeskanzlerin seit 2005 und auf dem Höhepunkt der Eurokrise.

George Merrick: Sohn eines kongregationalistischen Priesters und Plantagenbesitzers. Immobilien-Promoter in Florida in den 1920er-Jahren. Entwickler von Coral Gables.

Robert Merton: Ökonom. Professor am MIT und an der Harvard University. Nobelpreisträger (1997) und Pionier bei der Bewertung von Optionen und anderen Derivaten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Eugene Meyer: Amerikanischer Geschäftsmann und Finanzier. Leiter der War Finance Corporation im Ersten Weltkrieg, Vorsitzender des Federal Reserve Board und Leiter der Reconstruction Finance Corporation 1930 bis 1933. Später kaufte er die *Washington Post* und wurde erster Präsident der Weltbank.

Adolph Miller: Ökonom. Professor in Cornell, Chicago und Berkeley. Gründungsmitglied des Federal Reserve Board, dem er bis 1936 angehörte.

Charles Miller: Amerikanischer Anwalt und Banker. Präsident der Reconstruction Finance Corporation 1932, als der Kredit der RFC an Central Republic vergeben wurde.

Ogden Mills: Amerikanischer Finanzier und Politiker. Staatssekretär im Finanzministerium der Regierungen Coolidge und Hoover 1927 bis 1932 und Finanzminister unter Hoover 1932/33. Vehementer Kritiker des New Deal.

Charles Mitchell: Amerikanischer Banker. Präsident und später Chairman der National City Bank von 1921 bis zu seinem Rücktritt 1933, als er mit Vorwürfen wegen Steuerhinterziehung konfrontiert war.

Addison Mizner: Society-Architekt, der in den 1920er-Jahren Pionier für den mediterranen und spanischen Neokolonialstil war. Sein Projekt in Boca Raton in Florida ging im Jahr 1926 pleite.

Raymond Moley: Akademiker, Rechtsprofessor an der Columbia University, Berater von Roosevelt. Behauptete, er sei der geistige Vater von vielen Ideen des New Deal.

Émile Moreau: Gouverneur der Banque de France 1926 bis 1930. Wurde kritisiert, weil seine Politik Goldzuflüsse absorbiere und der Weltwirtschaft der Zwischenkriegszeit deflationäre Tendenzen gebe.

Clément Moret: Französischer Ökonom. Stellvertretender Gouverneur (1929–1930) und Gouverneur der Banque de France (1930–1935), der eine orthodoxe Goldstandard-Geldpolitik betrieb.

Jack Morgan: Amerikanischer Banker. Sohn von John Pierpont Morgan. Leitete nach dem Tod seines Vaters im Jahr 1913 J. P. Morgan & Co.

John Pierpont Morgan: Amerikanischer Finanzier und Industrieller, ab 1895 mit der Firma J. P. Morgan & Co. Spielte eine wichtige Rolle beim Arrangieren der Banker-Koalition zur Beendigung der Finanzkrise 1907.

Henry Morgenthau: Amerikanischer Anwalt und Geschäftsmann. Freund und Nachbar Roosevelts im Hudson Valley. 52. Finanzminister 1934 bis 1945.

Bubbi Morthens: Isländischer Pop-Sänger, der in der Krise 2008 hohe Verluste mit seinen Anlagen bei der Glitnir banki erlitt.

Angelo Mozilo: Amerikanischer Banker und Geschäftsmann. Stieg aus bescheidenen Verhältnissen zum Chef des wichtigen US-Hypothekenkreditgebers Countrywide Financial auf. Trat im Jahr 2008 wegen Verlusten mit Subprime-Geschäften zurück. Wurde von der SEC wegen Insiderhandels angeklagt und schloss 2010 einen Vergleich, bei dem er 67,5 Millionen Dollar zahlte.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Benito Mussolini: Italienischer Journalist, Politiker und Premierminister 1922 bis 1943.

Michael Noonan: Irischer Politiker (Fine Gael Party). Versuchte als Finanzminister ab dem Jahr 2011, die staatlichen Garantien für die Verbindlichkeiten der Banken neu zu verhandeln.

Montagu Norman: Britischer Banker. Gouverneur der Bank of England 1920 bis 1944.

George Norris: Gouverneur der Fed of Philadelphia 1920 bis 1936, vorher Board-Mitglied bei der Bank und Kommissar des Federal Farm Loan Board.

Barack Obama: 44. Präsident der USA von 2009 bis 2017.

David Obey: Amerikanischer Politiker. Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Demokraten, Wisconsin) 1969 bis 2011. Vorsitzender des House Appropriations Committee zur Zeit der Verabschiedung des Konjunkturpakets von Präsident Obama.

Davið Oddsson: Isländischer Politiker (Unabhängigkeitspartei) und Mitglied einer Gruppe libertärer Denker, die in den frühen 1990er-Jahren ins Amt kamen. Langjähriger Premierminister von 1991 bis 2004. Gouverneur der isländischen Zentralbank 2005 bis 2009.

Bertil Ohlin: Schwedischer Ökonom. Professor an der Stockholm School of Economics 1929 bis 1965. Bekannt für seine Debatten mit Keynes über die deutschen Reparationszahlungen, seine Beiträge zur Theorie des internationalen Handels und sein Eintreten für staatliche Ausgaben in der Depression.

Peter Orszag: Ökonom in der Clinton-Regierung (1995–1998) und Leiter des Office of Management and Budget von Präsident Obama (2009/10), wo er sich für Haushaltskonsolidierung aussprach. Verließ dann die Regierung und ging zur Citigroup.

Stefan Ortseifen: Vorstandsvorsitzender der IKB (Deutsche Industriekreditbank) 2004 bis 2007. Wurde im Juli 2007 wegen Subprime-Verlusten der Bank entlassen, 2009 angeklagt und 2010 wegen Marktmanipulation schuldig gesprochen – als erster Deutscher, der wegen Vorwürfen mit Subprime-Bezug bestraft wurde.

George Osborne: Britischer Politiker (Konservative Partei). Universitätsabschluss in Neuerer Geschichte in Oxford. Schatzkanzler in der Koalitionsregierung von David Cameron von 2010 bis 2016.

Albert Oustric: Französischer Geschäftsmann und Finanzier. Machte sein Vermögen mit Aktienemissionen, Fusionen und Übernahmen in den 1920er-Jahren. Die Pleite seiner Banque Adam führte zum Sturz der französischen Regierung und zu seiner Verurteilung wegen Betrug und Veruntreuung.

George Papakonstantinou: Griechischer Ökonom mit Abschlüssen von der New York University und der London School of Economics, Finanzminister in der Regierung von George Papandreou 2009 bis 2011.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

George Papandreou: Griechischer Politiker (Panhellenische Sozialistische Bewegung, PASOK). Erbte als Premierminister von 2009 bis 2011 die griechische Schuldenkrise.

George Patton: Soldat unter General Douglas MacArthur, als US-Truppen 1932 die Bonus Army aus arbeitslosen Veteranen des Ersten Weltkriegs am Anacostia River auflösten. Im Zweiten Weltkrieg Kommandant der 3. und der 7. US-Armee.

Ron Paul: Amerikanischer Politiker. Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Republikaner, Texas) 1997 bis 2013. Libertärer Redner, Autor und Kritiker des Federal Reserve System.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Henry Paulet: Britischer Landbesitzer, Soldat und Sportler, 16. Marquess von Winchester; war 1929 in den Hatry-Skandal verwickelt. Erklärte sich 1930 für insolvent und verbrachte den Rest seines Lebens in Monte Carlo.

Henry Paulson: Amerikanischer Finanzier und Politiker. 1999 bis 2006 CEO von Goldman Sachs, wo er 1974 begonnen hatte. Unter George W. Bush von 2006 bis 2009 Finanzminister der USA.

John Paulson: Spezialist für Fusionen und Übernahmen bei Bear Stearns. Gründete dann einen auf notleidende Kredite spezialisierten Hedgefonds und wettete ab 2006 massiv gegen den US-Immobilienmarkt.

Ferdinand Pecora: Amerikanischer Rechtsanwalt und Jurist. Stellvertretender Distriktanwalt für New York 1922 bis 1929. Chefberater des US Senate Committee on Banking and Currency, das 1933 die Praktiken an der Wall Street untersuchte.

Peter Peterson: Handelsminister unter Präsident Richard Nixon 1972/73. Chairman und CEO von Lehman Brothers 1973 bis 1984 und Mitgründer der Private-Equity-Gruppe Blackstone. Setzt sich für einen ausgeglichenen Staatshaushalt ein.

Harvey Pitt: 26. Chairman der Securities and Exchange Commission (SEC) der USA, 2001 bis 2003. In seiner Amtszeit ereignete sich der Enron-Derivateskandal.

Key Pittman: US-Senator (Demokraten, Nevada) 1913 bis 1940. Als Vorsitzender des Committee on Foreign Relations Mitglied der US-Delegation bei der Weltwirtschaftskonferenz 1933.

Raymond Poincaré: Französischer Politiker (Demokratisch-Republikanische Allianz). Dreimal Premierminister – 1912/13, 1922 bis 1924 und 1926 bis 1929. Zu seinen Erfolgen gehörte die Stabilisierung des Franc im Jahr 1926.

Karl Polanyi: Ökonom und Wirtschaftshistoriker aus Ungarn, der in Großbritannien und den USA lehrte. In seinem Buch *The Great Transformation* (1944) argumentierte er für einen gesteuerten Kapitalismus mit sozialen und kulturellen Werten.

Charles Ponzi: Italienisch-amerikanischer Finanzier und Immobilien-Promoter in Florida. Wurde in den 1920er-Jahren mit seinen Pyramidensystemen bekannt, die den Namen »Ponzi Schemes« bekamen.

William Potter: Präsident der Guaranty Trust Company of New York. Versuchte nach dem Großen Crash von 1929, öffentliche und finanzielle Unterstützung für den Aktienmarkt zu organisieren.

Charles Prince: CEO (ab 2003) und Chairman (ab 2006) der Citigroup als Nachfolger von Sanford Weill. Trat im November 2007 wegen der Subprime-Verluste der Bank zurück.

Romano Prodi: Italienischer Ökonom und Politiker. Premierminister 1996 bis 1998 und 2006 bis 2008. Präsident der Europäischen Kommission 1999 bis 2004.

Josef Pröll: Österreichischer Politiker (ÖVP). Vizekanzler und Finanzminister 2008 bis 2011.

Seward Prosser: Präsident und Chairman der Bankers Trust Company of New York. Versuchte nach dem Großen Crash von 1929, die Stimmung zu heben und finanzielle Unterstützung für den Aktienmarkt zu organisieren.

Baudouin Prot: Französischer Banker. CEO von BNP Paribas ab 2003, also auch 2009, als die Verluste der beiden mit Subprime-Produkten überladenen Hedgefonds bekannt gegeben wurden.

Georgios Provopoulos: Griechischer Ökonom. Professor an der Universität Athen. Gouverneur der griechischen Notenbank 2008 bis 2014.

Franklin Delano Raines: Amerikanischer Banker und Finanzier. Arbeitete unter Nixon und Carter im Weißen Haus, 1980 bis 1991 Partner der Investmentfirma Lazard Frères. Leiter des US Office of Management and Budget 1996 bis 1998. Ab 1999 CEO von Fannie Mae bis zum Rücktritt wegen des Vorwurfs von Bilanzunregelmäßigkeiten 2004.

Mariano Rajoy: Spanischer Politiker (Volkspartei). Premierminister seit Ende 2011 (zwischen dem 20.12.2015 und dem 29.10.2016 nur geschäftsführend).

Basil Ramsey: Präsident der in die Bankenkrise 1930 verwickelten Banken Holston-Union National und Holston Trust Company aus Knoxville. Wurde angeklagt, staatliche Autobahngelder für die Begleichung von Schulden verwendet zu haben.

Sam Rayburn: Amerikanischer Politiker. Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Demokraten, Texas) 1913 bis 1961, dreimal sein Sprecher (1940–1947, 1949–1953 und 1955–1961).

Ronald Reagan: 40. Präsident der USA, 1981 bis 1989.

John Reed: Chairman und CEO von Citigroup zur Zeit der Fusion mit Travelers Group im Jahr 1998.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Olli Rehn: Finnischer Politiker (Zentrumspartei). Europäischer Kommissar für Wirtschaft und Währung 2010 bis 2014.

Paul Reynaud: Französischer Jurist, Statistiker und Finanzminister. Sprach sich als Mitglied der Abgeordnetenkammer 1934 für Währungsabwertung und Reflation aus.

David Ricardo: Britischer Ökonom (1772–1823). Finanzspekulant, Wirtschaftstheoretiker und Parlamentsabgeordneter.

Matthew Ridley: Journalist, libertärer Philosoph und populärer Wissenschaftsautor; Vorsitzender des Board von Northern Rock im Jahr 2008.

Charles Rist: Französischer Ökonom, Professor für Wirtschaftswissenschaften und Recht in Montpellier und Paris. Bekannt für seine Arbeiten über Gold und Deflation. Stellvertretender Gouverneur der Banque de France ab 1926, Teilnehmer am Treffen der Zentralbanker in Long Island 1927.

Georges Robineau: Jurist, Journalist und Bankenprüfer. Seit seiner Kindheit ein Freund von Raymond Poincaré. Gouverneur der Banque de France 1920 bis 1926.

James Harvey Rogers: Ökonom, Professor an der Yale University und Währungsberater von FDR. Kritiker des Goldstandards und Anhänger von kontrollierter Inflation.

Will Rogers: Amerikanischer Humorist und Sozialkommentator. War in den 1920er-Jahren landesweit auf Vortragstour, zum großen Teil per Flugzeug.

Christina Romer: Ökonomin, Professorin an der University of California in Berkeley. Kennerin der Großen Depression. Vorsitzende von Präsident Barack Obamas Council of Economic Advisors 2009/10.

Mitt Romney: Amerikanischer Geschäftsmann und Politiker (Republikaner). Verlor als republikanischer Präsidentschaftskandidat im Jahr 2012 gegen Barack Obama.

Franklin Delano Roosevelt: 32. Präsident der USA, 1933 bis 1945.

Nouriel Roubini: Ökonom und Professor an der New York University. Warnte vor der Subprime-Krise und der Großen Rezession vor einem möglichen Dollar-Crash.

Robert Rubin: Partner bei Goldman Sachs. Direktor des National Economic Council (1993–1995) und Finanzminister (1995–1999) in der Regierung Clinton. Wechselte 1999 zur Citigroup.

Jacques Rueff: Französischer Ökonom und stellvertretender Gouverneur der Banque de France. Anhänger des freien Marktes und Mitglied der Mont Pelerin Society, trat für Goldstandard und europäische Integration ein.

Paul Ryan: Amerikanischer Politiker. Absolvent in Wirtschafts- und Politikwissenschaften der Miami University of Ohio. Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Republikaner, Wisconsin) ab 1999. Mitglied des Haushaltsausschusses ab 2007, seit 2011 Vorsitzender.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Frederic Sackett: Amerikanischer Anwalt und Geschäftsmann. US-Senator (Republikaner, Kentucky) 1925 bis 1930, amerikanischer Botschafter in Deutschland 1930 bis 1933.

Paul Samuelson: Ökonom, Professor am MIT, Nobelpreisträger (1970), Wirtschafts- und Finanztheoretiker.

Nicolas Sarkozy: Französischer Politiker. Vorsitzender der Union für eine Volksbewegung (Union pour un mouvement populaire, UMP). Französischer Staatspräsident 2007 bis 2012.

Robert Schmidt: Deutscher Politiker (SPD), Journalist und Klavierfabrikant, Wirtschaftsminister 1921/22.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Eric Schneiderman: Amerikanischer Anwalt und Beamter. Verklagte ab 2011 als 65. Generalstaatsanwalt von New York JPMorgan Chase wegen Betrugs beim Verkauf von Wertpapieren durch die 2008 gekaufte Tochter Bear Stearns.

Gerhard Schröder: Deutscher Politiker (SPD). Siebter deutscher Bundeskanzler, 1998 bis 2005. Bekannt für seine Arbeitsmarktreformen.

Alan Schwartz: Letzter Chairman und CEO von Bear Stearns. Hatte seit 1976 für die Bank gearbeitet.

Anna Schwartz: Ökonomin. Schrieb mit Milton Friedman das Buch *A Monetary History of the United States,* das den modernen Blick auf die Große Depression prägte.

Robert Shiller: Ökonom, Professor an der Yale University, Nobelpreisträger (2013) und Historiker für Immobilien- und Finanzmärkte. Wies schon vor 2007 auf eine mögliche Spekulationsblase am US-Häusermarkt hin.

Allen Sinai: Ökonom bei Data Resources 1971 bis 1983, Lehman Brothers 1983 bis 1996 und Decision Economics (von ihm selbst gegründet) ab 1996.

Saul Singer: Russisch-amerikanischer Textilarbeiter; Präsident der Cloak, Suit and Skirt Manufacturer's Protective Association. Unternehmer und Immobilienentwickler. Executive Vice President der Bank of United States, die in der Bankenkrise 1930 scheiterte.

Alfred P. Sloan: Elektrotechniker und Manager, der von 1923 bis zu seinem Ruhestand 1956 als Chairman General Motors leitete.

Reed Smoot: US-Senator (Republikaner, Utah) 1903 bis 1933. Mitverfasser des Smoot-Hawley Tariff Act von 1930.

Gene Sperling: Anwalt, Funktionär der Demokratischen Partei und Politiker. Leiter des National Economic Council unter Präsident Bill Clinton 1996 bis 2001 und Präsident Barack Obama 2011 bis 2014. War an der Aushandlung des Gramm-Leach-Bliley Act beteiligt, mit dem 1999 der Glass-Steagall Act abgeschafft wurde.

Eliot Spitzer: Anwalt und politischer Kommentator. Nutzte als Generalstaatsanwalt von New York 1999 bis 2006 den Martin Act von 1921, um Ermittlungen in der Finanzbranche vorzunehmen.

Jürgen Stark: Deutscher Ökonom. Mitglied des EZB-Direktoriums von 2006 bis 2011. Trat aus Unzufriedenheit mit dem Krisenmanagement durch die EZB zurück.

Cornelius Vander Starr: Gründer von American Asiatic Underwriters, des Unternehmens, aus dem später AIG wurde.

Henry Steagall: Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Demokraten, Alabama) 1915 bis 1943. Chairman des House Banking Committee und Mitverfasser der beiden Glass-Steagall Acts, mit denen die Anforderungen an Sicherheiten im Goldstandard gelockert (1932) und die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken vorgeschrieben (1933) wurden.

Joseph Stiglitz: Ökonom, Professor an der Columbia University und Nobelpreisträger (2001). Sprach sich im Jahr 2009 für die Verstaatlichung von Banken aus.

Henry Stimson: Amerikanischer Anwalt und Politiker. Außenminister in der Hoover-Regierung 1929 bis 1933. Kriegsminister im Ersten und Zweiten Weltkrieg.

Hugo Stinnes: Deutscher Geschäftsmann und Industrieller mit Interessen im Rheinland und in Westfalen. Zeitungsverleger und Politiker. 1920 in den Reichstag gewählt, wo er als Stimme der deutschen Industrie auftrat.

Dominique Strauss-Kahn: Französischer Ökonom, Anwalt und Politiker (Sozialistische Partei). Wirtschaftsprofessor und Wirtschafts- und Finanzminister in der Regierung von Lionel Jospin (1997–1999). Direktor des Internationalen Währungsfonds von 2007 bis zu seinem Rücktritt wegen des Vorwurfs sexueller Übergriffe im Jahr 2011.

Benjamin Strong: Vice President der Bankers Trust Company of New York in der Finanzkrise 1907. Arbeitete am Aldrich-Plan zur Einrichtung des Federal Reserve System mit. Gründungsgouverneur der Federal Reserve Bank of New York bis zu seinem Tod im Jahr 1928.

Lawrence Summers: Ökonom. Professor und Präsident der Harvard University. Stellvertretender Finanzminister (1995–1999) und Finanzminister (1999–2001) in der Regierung Clinton. Leiter des National Economic Council in der Regierung Obama (2009/10).

David Swenson: Ökonom. Absolvent der Yale University und Verwalter des Stiftungsfonds der Universität. Pionier bei alternativen Anlagestrategien.

Korekiyo Takahashi: Japanischer Politiker. Handelte die Kredite aus, mit denen 1904 und 1905 der Krieg gegen Russland finanziert wurde. Fünfmal Finanzminister, auch 1931, als er nach Japans Abkehr vom Goldstandard für eine aggressiv expansive Geldpolitik eintrat.

Jean-Claude Tannery: Gouverneur der Banque de France 1935/36. Wegen seiner Verbindung zu deflationärer Politik wurde er abberufen, als 1936 Léon Blum an die Macht kam.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

André Tardieu: Französischer Zeitungsverleger und Politiker (Mitte-Rechts – Demokratisch-Republikanische Allianz). Dreimal Premierminister (1929/30, 1930 und 1932). Seine Regierung stürzte 1930 über den Oustric-Bankenskandal.

Frederick Winslow Taylor: Amerikanischer Ingenieur; Pionier bei wissenschaftlichem Management im späten 19. und im frühen 20. Jahrhundert.

John Taylor: Ökonom. Professor an der Stanford University, Mitglied in der Regierung von George W. Bush 2001 bis 2005. Bekannt für seine Taylor-Regel für die Festlegung von Zentralbankzinsen.

Margaret Thatcher: Britische Politikerin (Konservative Partei). Als Premierministerin 1979 bis 1990 berühmt für ihre Marktfreundlichkeit und ihre Politik der Finanzderegulierung.

Elmer Thomas: US-Senator (Demokraten, Oklahoma) 1927 bis 1951. Setzte sich während der Großen Depression für Silbermünzen und Reflationierung ein. Sein Änderungsantrag zu dem Gesetzesentwurf, aus dem der Agricultural Adjustment Act von 1933 wurde, erlaubte dem Präsidenten, den Goldgehalt des Dollars um bis zu 50 % zu verringern.

Patrick Toomey: Amerikanischer Politiker. Devisenhändler für Chemical Bank und Morgan, Grenfell & Co. Mitglied des US-Repräsentantenhauses (Republikaner, Pennsylvania) 1999 bis 2005 und des US-Senats (ab 2011). Mitglied des aus zwölf Personen bestehenden »Superkomitees« zur Defizitreduktion, das 2011 zusammengestellt wurde.

Fabrice Tourre: Händler bei Goldman Sachs, der mit dem Abacus-Geschäft zu tun hatte. 2010 von der SEC wegen Wertpapierbetrug angeklagt.

Melvyn Traylor: Präsident der First National Trust and Savings Bank of Chicago zur Zeit der Krise bei Central Republic Trust 1932. Im Jahr 1930 Mitglied der US-Delegation bei der Konferenz, die zur Gründung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich führte.

Jean-Claude Trichet: Französischer Finanzexperte. Gouverneur der Banque de France (1993–2003) und Präsident der Europäischen Zentralbank (2003–2011).

Harry Truman: 33. Präsident der USA, 1945 bis 1953.

Rexford Tugwell: Agrarökonom. Professor an der Columbia University und Gründungsmitglied von Roosevelts Brains Trust. Befürworter von wirtschaftlicher Planung. Beteiligt an New-Deal-Initiativen wie der Agricultural Adjustment Administration.

Arthur Vandenberg: US-Senator (Republikaner, Michigan) 1928 bis 1951. Strikter Gegner des New Deal.

Frank Vanderlip: Amerikanischer Banker und Politiker. Half als stellvertretender Finanzminister 1897 bis 1901 beim Aushandeln eines Kredits von 200 Millionen Dollar der National City Bank an die US-Regierung. 1909 bis 1919 Vize-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

präsident und dann Präsident der Citibank-Vorgängerin National City Bank. War beteiligt am Entwurf des Aldrich-Plans für das Federal Reserve System.

Chris Van Hollen: Seit 2003 im US-Repräsentantenhaus (Demokraten, Maryland). Seit 2010 Mitglied des Haushaltsausschusses. Mitglied des 2011 eingesetzten 12-Personen-»Superkomitees« zur Defizitreduktion.

Herman Verwilst: Belgischer Ökonom, Banker und Politiker. Wurde 2008 Interim-CEO des belgischen Finanzkonglomerats Fortis.

Gerard Vissering: Niederländischer Banker. 1912 bis 1931 Chef der niederländischen Zentralbank Nederlandsche Bank. Ihm wurde die Schuld an Verlusten der Zentralbank durch die Pfund-Abwertung gegeben, was zu seinem Rücktritt führte.

Paul Volcker: Chairman des Federal Reserve Board 1979 bis 1987. Wehrte sich gegen die Abschwächung des Glass-Steagall Act. Sein Vorschlag, den Eigenhandel der Banken einzuschränken, wurde nach der Finanzkrise 2008/09 von Präsident Obama aufgenommen.

Robert Wagner: US-Senator (Demokraten, New York) 1927 bis 1949. Unterstützte den New Deal und setzte sich für die Rechte von Arbeitnehmern ein.

Henry A. Wallace: Farmer, Entwickler von Hybridsamen und Roosevelts erster Landwirtschaftsminister (1933–1940). Später Vizepräsident (1941–1945) und Handelsminister (1945/46), trat 1948 als Kandidat der Progressiven Partei für die Präsidentschaftswahl an.

James Warburg: Amerikanischer Banker. Sohn von Paul Warburg. Finanzberater Roosevelts. Mitglied der US-Delegation bei der Weltwirtschaftskonferenz 1933. Wurde zu einem entschiedenen Kritiker des New Deal.

Paul Warburg: Deutsch-amerikanischer Finanzier. Beteiligt am Entwurf des Aldrich-Plans zur Vorbereitung des Federal Reserve Act. Mitglied und später Vizegouverneur des Federal Reserve Board 1914 bis 1918.

Elisabeth Warren: Rechtsprofessorin an der Harvard University und Kämpferin für Verbraucherrechte. US-Senatorin (Demokraten, Massachusetts) seit 2013.

George Warren: Agrarökonom, Professor an der Cornell University und Berater von Roosevelt als Gouverneur des Bundesstaats New York. Sprach sich zum Amtsantritt der Roosevelt-Regierung für eine Erhöhung der Rohstoffpreise durch einen höheren Goldpreis aus.

Sanford Weill: Amerikanischer Banker und Finanzier. CEO von Travelers Group und später von Citicorp von 1995 bis 2003. Bereitete die Fusion von Citigroup und Travelers Insurance Group mit vor. Kämpfte unermüdlich für die Beseitigung der letzten Reste des Glass-Steagall Act.

Knut Wicksell: Schwedischer Ökonom. Professor für Recht und Wirtschaftswissenschaften an der Universität Lund 1889 bis 1926 und Berater der schwedischen Regierung. Preisstabilität war für ihn wichtiger als stabile Wechselkurse.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Albert Wiggin: Amerikanischer Banker. Präsident der Chase National Bank ab 1911, ab 1918 ihr Chairman. Machte nach Erkenntnissen der Pecora-Kommission im Jahr 1929 Leerverkauf-Geschäfte mit Aktien seiner Bank.

Robert Willumstad: Citigroup-Führungskraft. Arbeitete bei der Fusion zwischen Citigroup und Travelers 1998 mit Sanford Weill zusammen. Chairman (ab 2006) und CEO (ab Juni 2008) von American International Group. Sein Rücktritt war eine Bedingung für die Rettung von AIG.

M. L. Wilson: Agrarökonom. Professor am Montana State College, 1937 bis 1940 Staatssekretär im Landwirtschaftsministerium. Bekannt für seinen Plan, die landwirtschaftliche Produktion in den 1920er-Jahren einzuschränken.

Woodrow Wilson: 28. Präsident der USA, 1913 bis 1921.

William Woodin: Geschäftsmann, Industrieller, Musiker und Münzensammler. Board-Mitglied der Fed of New York von 1927 bis 1932. Stand der Republikanischen Partei nahe, unterstützte aber 1932 den Wahlkampf von Roosevelt und wurde 1933 Finanzminister.

Janet Yellen: Amerikanische Ökonomin. Professorin an der University of California in Berkeley. Stellvertretende Vorsitzende (2010–2014) und Vorsitzende (seit 2014) des Federal Reserve Board.

Owen D. Young: Amerikanischer Anwalt und Geschäftsmann. Chairman der General Electric Corp., beteiligt an den Dawes- und Young-Plänen zur Restrukturierung der deutschen Reparationszahlungen 1924 und 1929. Board-Mitglied und später Chairman der Fed of New York 1923 bis 1940.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Danksagung

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Meine erste Vorlesung über die Große Depression an der University of California in Berkeley habe ich am 19. Oktober 1987 gehalten. Das war, falls Sie alt genug sind, um sich daran zu erinnern, vor der Zeit des World Wide Web. Es war mein erstes Semester an der Universität, also verbrachte ich den Vormittag mit dem Feinschliff an meiner Vorlesung oder besser gesagt an den Overhead-Folien, die vor allem vom Großen Crash 1929 handelten. »Nette Vorlesung. Haben Sie gehört, dass der Dow Jones heute um 508 Punkte gefallen ist?«, fragte mich anschließend Jan deVries, mein neuer Kollege und Co-Dozent. Im Jahr 1987 entsprach dies einem Rückgang von 23 %, was den höchsten Tagesverlust in der Geschichte der Börse bedeutete – ein Rekord, der bis heute ungebrochen ist (wobei man etwas zögert, das aufzuschreiben). Der 28. Oktober 1929, eines der Themen meiner Vorlesung, liegt mit einem Verlust von 13 % seitdem abgeschlagen auf dem zweiten Platz.

Was dann folgte, war eine rasche und großzügige Bereitstellung von Liquidität durch die Federal Reserve. Ihrem neuen Chairman Alan Greenspan gelang es damit, eine schwere Rezession und sogar jeglichen Abschwung in der Wirtschaft zu verhindern. Dies schien eine zentrale These meiner Vorlesung zu bestätigen: Dank der Lehren, die Menschen wie Greenspan aus der früheren Episode gezogen hatten, könne jetzt nichts mehr passieren, was der Großen Depression auch nur entfernt ähneln würde. Auch andere Veränderungen der Wirtschaft im Verlauf des 20. Jahrhunderts sollten Derartiges jetzt verhindern – die Umstellung von relativ schwankungsanfälliger Produktion auf einen stabileren Dienstleistungssektor, die Ausweitung der Staatstätigkeit mit ihren automatischen Stabilisatoren und natürlich Fortschritte im Finanzmanagement.

Die Große Rezession 2008/09 war dann eine überfällige Erinnerung daran, dass diese gängige Meinung, die Generationen von Studenten beigebracht worden war, richtig und falsch zugleich ist. Richtig ist sie insofern, als die Zentralbanker aus der Geschichte tatsächlich gelernt hatten, wie auf finanzielle Notlagen zu reagieren ist, sodass sie nach dem Aktiencrash 1987 eine Rezession verhindern konnten. Falsch aber ist sie, weil die anderen Ver-

änderungen in der Wirtschaft keineswegs die Gefahr von Ereignissen wie der Großen Depression gebannt hatten, zu deren Ursachen mehr als nur das Auf und Ab am Aktienmarkt gehörte. Übersehen wurde, wie Finanzmärkte und andere Institutionen auf Änderungen in der Finanzregulierung reagiert hatten. Vernachlässigt wurde, dass sich Anleger an die lange Zeit der wirtschaftlichen Stabilität gewöhnt hatten, für die unter anderem der erwähnte Alan Greenspan gesorgt hatte. Nicht beachtet wurde die Möglichkeit, dass die Politik ungeachtet der Notzufuhr von Liquidität für die Finanzmärkte andere Entscheidungen treffen konnte, die das Risiko für eine Wirtschafts- und Finanzkatastrophe erhöhten. Und am wichtigsten: Die Lehrmeinung ignorierte das Primat der Politik, also die Tatsache, dass wichtige Entscheidungen meist auf der Grundlage von politischen Überlegungen statt ökonomischer Logik fallen – diese Lehre aus der Großen Depression wird man sich jetzt ohne Zweifel besser merken. Die Erfahrung aus der Zeit bis zur jüngsten Krise hatte die kollektive Überzeugung entstehen lassen, die Große Depression könne jetzt als Vergangenheit angesehen werden. Die aktuelle Erfahrung aber erinnert daran, dass diese Geschichte noch sehr lebendig ist.

Außerdem ist sie eine Geschichte, über die ich inzwischen, ob das nun gut ist oder schlecht, seit vielen Jahren schreibe. Das vorliegende Werk unterscheidet sich insofern von seinem Vorgänger aus dem Jahr 1992, als es sich auf die USA und Europa gleichermaßen konzentriert, also die beiden Volkswirtschaften, die in der Großen Depression und erst recht in der jüngsten Krise am stärksten betroffen waren; das frühere Buch dagegen hatte sich vor allem mit Europa beschäftigt. Ein weiterer Unterschied ist, dass ich in diesem Buch neben Institutionen auch Personen als die Träger von Ideen und die Gestalter der Politik hervorhebe. Der deutlichste Unterschied aber liegt darin, dass ich die Parallelen und wo angemessen auch die Unterschiede betone, die zwischen 1929–1933 und 2008–2009 zu erkennen sind. Und ich erkläre, wie die aus der Großen Depression gezogenen Lehren die Wahrnehmung und die Reaktion bei der Großen Rezession beeinflusst haben und wie die Erfahrung der Großen Rezession unseren Blick auf die Große Depression verändern wird.

Ein solches Buch zu produzieren, ist eine Gemeinschaftsarbeit, wie jeder Autor weiß, und ich bin allen Personen zutiefst dankbar, die zu diesem beigetragen haben. Bei meinen Überlegungen habe ich viel meinen Kollegen in Berkeley zu verdanken, mit denen ich viele Jahre lang die Graduierten-Vorlesung in Wirtschaftsgeschichte gehalten habe: Jan deVries, Christina Romer

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

und Brad DeLong. Ebenso viel verdanke ich Kollegen, mit denen ich über Aspekte der Großen Depression geschrieben habe: Olivier Accominotti, Muge Adalet, Miguel Almuna, Michael Bordo, Alec Cairncross, Marc Flandreau, Richard Grossman, Tim Hatton, Doug Irwin, Kris Mitchener, Kevin O'Rourke, Richard Portes, Gisela Rua, Jeffrey Sachs, Peter Temin und Charles Wyplosz. Manche dieser Kooperationen liegen schon mehr als 35 Jahre zurück, andere sind so neu, dass ihre Ergebnisse noch gar nicht veröffentlicht wurden. Einige dieser Autoren haben sich inzwischen Besserem und Größeren zugewandt, andere sind wie ich bei der Großen Depression steckengeblieben. Jeder einzelne von ihnen aber hat großen Einfluss auf mein Denken gehabt.

Für Kommentare zu Teilen des Manuskripts und Hilfe mit Quellen möchte ich Alan Blinder, Paul Blustein, Sigrun Davíðsdóttir, Sebastian Edwards, Price Fishback, Mariko Hatase, Hilmar Hilmarsson, Philip Lane, Ashoka Mody, Kenneth Mouré, Kevin O'Rourke, Jonathan Portes, Richard Portes, Jonathan Rose, Kenneth Snowden, Shinji Takagi und Eugene White danken. Wenn die Große Depression und die Krise 2008/09 einen positiven Aspekt hatten, dann diesen: Sie haben diesen engagierten Kreis von Forschern entstehen lassen, der sich mit den beiden Zeiträumen und den Fragen, die sie aufwerfen, beschäftigt. In Berkeley hat Erik Johnson unverzichtbare Hilfe geleistet, indem er Namen, Daten, Fakten und Zahlen überprüfte und, am wichtigsten, meine Interpretationen davon infrage stellte; alle trotzdem noch zu findenden Probleme sind selbstverständlich meine, nicht etwa seine oder die von irgendjemand anderem. Mein Verlag hat mir einen herausragenden Redakteur versprochen, den er mit Thomas Finnegan tatsächlich gefunden hat. Ebenfalls in Berkeley hat die unbezahlbare Cheryl Applewood zusätzlich beim Redigieren geholfen und gleichzeitig dafür gesorgt, dass mein Büro noch lief und ich selbst geistig mehr oder weniger intakt geblieben bin.

Stark profitiert habe ich von inhaltlichen und stilistischen Hinweisen meines unerreichten Lektors bei Oxford University Press, Dave McBride, und meines nicht weniger unerreichten Agenten, Andrew Wylie. Dies war nicht das erste Mal, dass wir drei zusammengearbeitet haben, und es wird hoffentlich nicht das letzte Mal gewesen sein.

Auch dieses Buch ist Michelle gewidmet.

Berkeley
April 2014

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Anmerkungen

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Einführung

1 Das Abkommen wurde ausgehandelt vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, bestehend aus Vertretern von Zentralbanken und Finanzaufsichtsbehörden wichtiger Länder, dessen Sekretariat seinen Sitz bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich im schweizerischen Basel hat. Das erste Abkommen, »Basel I«, stammt aus dem Jahr 1988, »Basel II« folgte 2004.

2 Eine Zweckgesellschaft wird zum Erreichen eines bestimmten Ziels gegründet und danach wieder aufgelöst. Sie ist dennoch ein eigenständiges Rechtssubjekt.

3 Diese Befürchtung wurde noch verstärkt durch die Terminologie, die den Eindruck erweckt, es gehe hier um Ethik oder Moral. Wie Dembe und Boden (2002) jedoch erklären, wählten die Mathematiker aus dem 18. Jahrhundert, die zur Entstehung dieses Ausdrucks beitrugen, »moral« (auf deutsch: moralisch), um klarzumachen, dass es dabei um subjektive oder intuitive Bewertungen geht; Tugend oder Aufrichtigkeit hatten sie dabei nicht im Sinn.

4 Diese Schlussfolgerung wurde durch Reinhart und Rogoff (2009a) bekannt.

5 Die Kürzungen sollten über einen Zeitraum von zehn Jahren vorgenommen werden.

6 Bei einer dauerhaften Zunahme der schuldenfinanzierten Staatsausgaben verringern die Haushalte ihre Ausgaben demnach im selben Umfang. In der Literatur werden diese Modelle als »Ricardianische Äquivalenz« bezeichnet (bei der staatliche Defizite und private Überschüsse sich entsprechen und gegenseitig ausgleichen); diese Vorstellung geht zurück auf David Ricardo, einen im späten 18. und frühen 19. Jahrhundert tätigen Wirtschaftswissenschaftler.

7 In ricardianischen Modellen wird ein dauerhafter Anstieg schuldenfinanzierter Staatsausgaben wie oben erwähnt mit der Zeit ausgeglichen durch Steuererhöhungen und eine Verringerung der privaten Ausgaben in derselben Höhe. Eine nur vorübergehende Zunahme jedoch bedeutet, dass geringere Steuererhöhungen für Zins- und Tilgungszahlungen auf die Schulden erforderlich sind, sodass die privaten Ausgaben weniger stark sinken als um das Volumen der Stimulierung.

8 Dies war die Haltung der sogenannten ordoliberalen Schule, die nach dem Zweiten Weltkrieg entstand (Dullien und Guérot 2012).

9 S. Reinhart und Rogoff (2009b); später weckten andere Studien, etwa vom IWF, Zweifel an der Gültigkeit dieses Schwellenwerts (s. Pescatori, Sandri und Simon 2014).

10 S. Alesina und Ardagna (2010); auch der IWF äußerte sich kritisch über die Generalisierbarkeit dieser Ergebnisse (IWF 2010).

11 Im Dezember 2013 wurde eine Einigung über einen einheitlichen Abwicklungsmechanismus erzielt. Doch auch die fiel halbherzig aus: Die EU erklärte sich damit einverstanden, für eine Übergangszeit weiter nationale Abwicklungsbehörden zuzulassen und ihren eigenen Abwicklungsmechanismus erst nach Ablauf von zehn Jahren vollständig selbst zu finanzieren.

Kapitel 1: Eine »Neue Ära« für die Wirtschaft

1 Der Hintergrund zu dem Bericht wird in Harris (2010) beschrieben.

2 Dieses Mal versuchte Ponzi zu entkommen, indem er einen Selbstmord vortäuschte und an Bord eines italienischen Frachters floh, auf dem er als Kellner und Tellerwäscher arbeitete. Allerdings konnte er der Versuchung nicht widerstehen, dort mit seinen Taten zu prahlen. Beim Anlegen des Schiffs in New Orleans wurde er

festgenommen. Trotz eines Appells an US-Präsident Calvin Coolidge und den italienischen Premierminister Benito Mussolini wurde er nach Massachusetts ausgeliefert, um seine Haftstrafe anzutreten. Nach seiner Freilassung im Jahr 1934 wurde er nach Italien abgeschoben. Er starb in Brasilien, wohin er gezogen war, um für eine lokale Fluggesellschaft zu arbeiten; angeblich war er dort auch an einem Schmugglerring beteiligt.

3 Klein (2001), S. 89.

4 »Und heute ist der Schwimmbagger das Nationalsymbol von Florida«, heißt es bei Rogers (1925, S. 88) weiter.

5 Der Plural wird hier verwendet, weil jede der Banken des Federal Reserve System ihren eigenen Diskontsatz festlegte, der dann vom Federal Reserve Board genehmigt werden musste (mehr dazu später).

6 Dies sagte Strong vor dem Committee on Banking and Currency des US-Repräsentantenhauses im Jahr 1926, »Stabilization«, *Hearings*, 69th Congress, 1st Session, on H.R. 7895 (Washington D.C., 1927), S. 507.

7 Annual Report of the Federal Reserve Board for 1925, S. 288-289. Oder wie es Charles Evans Huge, Außenminister unter Präsident Harding, formulierte: »Die Prosperität der USA hängt in hohem Maß von den wirtschaftlichen Arrangements ab, die in Europa getroffen werden könnten.« Zitiert in Pusey (1951), S. 579.

8 Diese Passage beruht auf einem von Strong Anfang 1925 geschriebenen Memo, zitiert in Clarke (1967), S. 74.

9 Wells (1933), S. 85f.; zu den Dingen, die Wells richtig vorhersagte, gehörte auch die Entstehung von Wikipedia (wie man dem Eintrag zur englischen Originalausgabe, *The Shape of Things to Come*, in Wikipedia entnehmen kann).

10 Außerdem schloss sich Strong mit einem von J. P. Morgan angeführten Bankensyndikat zusammen, um für die Bank of England und die britische Regierung eine Kreditlinie von 300 Millionen Dollar einzurichten. Die Federal Reserve stellte der Bank of England 200 Millionen Dollar zur Verfügung, das Syndikat lieh der britischen Regierung 100 Millionen.

11 S. Morridge (1969), S. 71-75.

12 Clarke (1967), S. 76f.

13 Norris (1937), S. 202f.

14 Über Miller und die Real Bills Doctrine s. Timberlake (2005, 2008) und Wells (2004).

15 Wueschner (1999), S. 24.

16 Ebd., S. 27.

»There's a Shore I know – that draws me
And that warms me all the more!
Where the gumbo-limbo grows:
And the little lizards doze
Where the trade-wind blows
Through the palm-tufted curvings
Of the Biscayne shore«

17 Parks (2006), S. 23.

18 Die Änderung hatte den zusätzlichen Effekt, dass in dem Bundesstaat zugelassene Banken von der Körperschaftssteuer befreit wurden – ein weiterer Grund dafür, dass sie überhaupt zur Abstimmung gestellt wurde (Vickers 1994).

19 Als der Boom an Schwung gewann, akzeptierten eifrige Immobilienentwickler, wie vielleicht zu erwarten war, auch immer niedrigere Anzahlungen.

20 Entwickler wie Carl Fisher, die Landkäufern auch Finanzierungen zur Verfügung stellten, gaben sich gelegentlich auch mit Anzahlungen von zum Beispiel nur 25 % zufrieden. Mit der Zeit gab es dann immer mehr Ausnahmen – s. die Erläuterungen zu den Bausparkassen unten.

21 Redford (1970), S. 151.

22 Simpson (1933), S. 164.

23 Der Unterschied zwischen Bausparkassen und Genossenschaftsbanken bestand darin, dass die B&L-Mitglieder keine Einlagen tätigten, sondern Anteile zeichneten. Mit wöchentlichen oder monatlichen Ratenzahlungen kauften sie immer weitere Anteile, um zusammen so viel Geld aufzubringen, wie für die Finanzierung ihrer Häuser gebraucht wurde, sodass sie es sich nacheinander leihen konnten; so zumindest das Prinzip, wenngleich nicht immer die Praxis (Rose und Snowden 2013).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

24 Der regulierte Markt für Hypothekenkredite war in den 1920er-Jahren relativ klein: Er bestand aus Genossenschaftsbanken, den Geschäftsbanken im Bundesstaat und landesweit tätigen Banken, denen erst 1913 erlaubt worden war, Kredite für Immobilien zu vergeben.

25 Bei den Bausparkassen konnte es nicht zu Runs kommen, doch sie konnten immer noch durch verbreitete Zahlungsausfälle bei den Verträgen zum Anteilskauf insolvent werden, wie sich in den 1930er-Jahren zeigte.

26 Mit den Worten von Snowden und James (2001, S. 5): »Viele Bausparkassen wurden in Teilzeit aus Büros im zweiten Stock betrieben – häufig als Anhängsel für das Immobilien- oder Versicherungsgeschäft ihres Geschäftsführers.«

27 In späteren Phasen des Booms, als sich die Banken Sorgen um Zahlungsausfallrisiken machten, sprangen die Bausparkassen in die Bresche und boten selbst Erst- zusammen mit Zweithypotheken an. Bezeichnet wurden diese Hypothekenpaare als »Split Loans« (geteilte Kredite). Diese Bezeichnung und Praxis sollte nach 80 Jahren Pause später noch einmal auf den Häusermarkt zurückkehren und Unheil stiften.

28 Nach dem Recht des Bundesstaats New York (wo viele dieser Anbieter ihren Sitz hatten) mussten die Garantiegeber für diesen Fall eines Reservefonds vorhalten, dessen Höhe sich allerdings nach dem Eigenkapital und einem Zuschlag richtete, nicht nach dem Volumen ihrer ausstehenden Anleiheverbindlichkeiten (White 2013).

29 Zu dieser Schlussfolgerung kommen Goetzmann und Newman (2010) in ihrer Untersuchung dieses Marktes.

30 Der Boom in Detroit war ein weiterer Beleg dafür, wie wichtig Autos für dieses Jahrzehnt waren. Und auch hier gab es einen Florida-Aspekt: In beliebten Magazinen wie *The Atlantic Monthly* erschienen Anzeigen von Anleihehäusern wie Filer-Cleveland Co., in denen Anleihen mit einem für damalige Verhältnisse hohen Coupon von 8 % angeboten wurden, besichert durch Ersthypotheken auf vermietete Gewerbeimmobilien in Miami.

31 Das Zitat stammt aus George (1986), S. 34. Die Flagler Street hatte ihre Namen von Henry Flagler, bekannt als Gründungsaktionär von Standard Oil, der eine wichtige Rolle beim Bau der Eisenbahnstrecken in Florida gespielt und sie nicht zufällig bis nach Miami verlängert hatte.

32 Dass viele Einwohner erst vor kurzem eingetroffen waren, ist wahrscheinlich Teil der Erklärung dafür, dass sie auf den Sturm nicht vorbereitet waren und dass es zu den Todesfällen kam.

33 Den Beinamen »Blue Sky« bekamen solche Gesetze, weil es darin um die Vermarktung von Anlageangeboten ging, hinter denen oft mehr hochfliegende Pläne als Substanz steckte. Ob sich derartige Gesetze auch durchsetzen lassen, ist allerdings eine andere Frage – zu ihrer Wirksamkeit in dieser Zeit s. Kapitel 16.

34 Sessa (1961), S. 41ff.

35 Diese Angaben beziehen sich auf den Zeitraum März bis Dezember 1926.

36 Beim Ketten-Banking kaufen dieselben Eigentümer mehrere Banken, um Gesetze gegen Filialeröffnungen zu umgehen. Diese Praxis spielte eine bedeutende Rolle in der Bankenkrise im Jahr 1930 (s. Kapitel 8). Wie von Vickers (1994) beschrieben, hatte die Kette Manley-Anthony nicht nur hohe Kredite an Merricks Coal-Gables-Projekt vergeben, sondern auch an das noch ambitioniertere Projekt Boca Raton von Addison Mizner, der Ähnlichkeit mit Charles Ponzi hatte. Es gibt Belege dafür, dass die Bankenkette sogar schon vor dem Platzen der Blase insolvent war, woran Insider-Kredite an die Autohäuser und anderen Unternehmen von Manley und Anthony schuld waren. Durch die Nachsicht der Aufsichtsbehörden blieben sie trotzdem im Geschäft, bis das durch den Abschwung bei Immobilien endgültig unmöglich wurde. Nach dem Platzen der Blase wurde Mizners Entwicklungsfirma von der Central Equities Corporation of Chicago übernommen, die ihrem Vice-President Charles Dawes und dessen Brüdern gehörte. Central Equities sicherte sich die Vermögenswerte der Entwicklungsfirma und ihres wichtigsten Kreditgebers, der Palm Beach National Bank, bevor beide in die Obhut des Insolvenzgerichts übergeben wurden. Derselbe Charles Dawes spielt eine wichtige Rolle bei der finanziellen Gesundung Europas ab dem Jahr 1924 und der Bankenkrise in Chicago 1932 (s. Kapitel 3 bzw. 10).

37 Zur Politik des direkten Drucks s. Kapitel 3.

Kapitel 2: Gold und die Welt

1 Brooks (1969), S. 65f.

2 Passend zu dieser Beobachtung datiert Galbraith (1954), in Anlehnung an Allen (1931), den Beginn der Blase auf März 1928.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

3 Technisch gesehen wurde die Führung von General Motors zunächst an Pierre du Pont abgegeben, einen weiteren MIT-Absolventen, doch der machte Sloan schnell zu seiner rechten Hand.

4 Sloans PR-Offensive wird beschrieben in Marchand (1991).

5 Mehr über den Dawesplan erfahren Sie in Kapitel 3.

6 Das Protokoll zur Festlegung der Reparationshöhe wurde 1921 unterschrieben; diese und andere Zahlenangaben dazu im Text basieren auf Berechnungen von Webb (1988).

7 Dies war das »Transferproblem«, über dessen Lösung sich Keynes und Bertil Ohlin in den 1920er-Jahren stritten. (Keynes 1929, Ohlin 1929)

8 Lloyd George (1932), S. 67.

9 Spätere Beschreibungen bestätigen den Eindruck von Poincaré als »kalt, distanziert, emotionslos« (Wright, 1942, S. 24), lassen ihn und seine Politik aber weniger entschieden antideutsch erscheinen. Laut einer Anekdote trug allein Lloyd George die Schuld an der Rückkehr von Poincaré an die Macht im Januar 1922, was erklärt, warum er darüber so verbittert war: Der britische Premierminister hatte seinen französischen Amtskollegen Aristide Briand zu einer Partie Golf eingeladen. Dieser Beleg dafür, dass Briand freundschaftliche Beziehungen zu einem britischen Politiker pflegte, der sich für Kompromisse bei den Reparationen einsetzte, reichte dafür aus, dass Briand nach Paris zurückgerufen und durch Poincaré ersetzt wurde (Keiger 1997).

10 Konkret kündigte das Direktorium an, kein »Notgeld« mehr zu akzeptieren, das große Unternehmen ihren Arbeitern bezahlten, als ihnen das Geld ausging. Teil der Ironie der Hyperinflation war, dass die Zentralbank mit der Nachfrage nach Geld nicht mithalten konnte, sodass die Unternehmen gezwungen waren, Arbeiter mit privatem Geld zu bezahlen – mit dem Notgeld, das die Reichsbank jetzt nicht mehr zu diskontieren bereit war.

11 Hawtrey (1962), S. 3.

12 Dabei wurde die Inflation in annualisierter Form gemessen; bei den Großhandelspreisen, die den starken Rückgang des Franc-Wechselkurs widerspiegelten, stieg die Inflation sogar auf katastrophale 80 %.

13 Zudem nutzten die französischen Behörden die ausländischen Kredite, um die »Bären auszuquetschen«: Sie kauften Francs und lösten so einen Kursanstieg aus, um für Verluste bei den Spekulanten zu sorgen, die am Terminmarkt Francs verkauft hatten. Ob diese Aktivitäten tatsächlich die Spekulanten aus dem Markt drängten oder nur einen psychologischen Effekt hatten, ist allerdings unsicher.

14 Getreu der Neigung zu Musik unter Politikern zwischen den Kriegen (s. Charles Dawes und William Woodin in Kapitel 3 bzw. 15) hatte er zudem eine Beethoven-Biografie geschrieben.

15 Zu diesem Schluss kommt Blancheton (2012) auf Basis einer genauen Beschäftigung mit dem Archivmaterial.

16 Mouré (2002), S. 106.

17 Die klassische Referenz zu diesem Thema ist Sargent und Wallace (1981).

18 S. Kapitel 26.

19 Moreau (1991), S. 225.

20 Smith (1916), S. 197, 201.

21 Miller (1935), S. 449.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 3: Gewalttätiger Wettbewerb

1 Lewis (1938), S. 336.

2 Ungeachtet der britischen Dementis während des Kriegs war in dem Wrack tatsächlich Munition zu finden, wie Mullay (2009) beschreibt.

3 Den Dawes-Brüdern und ihren finanziellen Umtrieben beim Immobilienboom in Florida sind wir bereits begegnet – s. Kapitel 1.

4 Timmons (1953), S. 218.

5 In diese Richtung neigten sie auch deshalb, weil sie wussten, dass jede weitere Verringerung der deutschen Reparationslasten automatisch dazu führen würde, dass die anderen europäischen Staaten eine entsprechende Verringerung der von ihnen an die USA zurückzuzahlenden Kriegsschulden verlangten.

6 Dieselbe Strategie nutzte der US-Chefunterhändler William Rhodes in den 1980er- und 1990er-Jahren bei der Restrukturierung von lateinamerikanischen Schulden; s. Rhodes (2011).

7 Costigliola (1976), S. 595.

8 Zudem waren private Kredite nach dem Dawesplan der Wirkung nach vorrangig gegenüber den Reparationszahlungen, weil für sie ein »Transferschutz« bestand, ein Erstzugriffsrecht auf die begrenzten Devisenreserven der Reichsbank. Für ausländische Anleger war das ein Anreiz, deutsche Anleihen zu kaufen. Deutsche Politiker wiederum hielten Unternehmen und Gemeinden zur Emission von Anleihen an, um die tatsächlichen Reparationszahlungen zu minimieren und die Argumente für eine Neuverhandlung zu stärken; s. Ritschl (2013).

9 1926 dagegen war durch die turbulenten Finanzbedingungen in Frankreich und den Kohlestreik in Großbritannien ein schwierigeres Jahr für die Platzierung von ausländischen Anleihen in den USA (s. Kapitel 2).

10 Wie Flandreau, Gaillard und Panizza (2010) zeigen, hingen der Risikograd und die Ausfallwahrscheinlichkeit für eine Anleihe weniger davon ab, ob die Emission von einer Investmentbank oder einer Geschäftsbank garantiert wurde, sondern von dem, was sie als das »Prestige« des Emissionshauses bezeichnen – also davon, wie sehr es um die Erhaltung seiner Reputation bemüht war, zu erkennen an den Jahren seines Bestehens und an seiner Kapitalausstattung.

11 Winkler (1933), S. 87.

12 Lewis (1938), S. 377.

13 Zitiert in ebd., S. 380.

14 Viele dieser dubiosen Praktiken kamen durch die Anhörungen der Pecora-Kommission ans Tageslicht, die 1932 damit begann, Finanzexzesse aus den 1920ern zu untersuchen und zur Sensation wurde (Kapitel 16).

15 White (1990b), S. 147.

16 Dies erinnert an die so genannten Collateralized Debt Obligations (CDOs), die in der Zeit vor 2008 in weitere CDOs verpackt wurden; s. Kapitel 5.

17 Einzig (1931), S. 53.

18 Costigliola (1976), S. 495.

19 Dies war einer der Gründe dafür, warum Schacht den Umtausch von Pfund-Guthaben in Gold intensivierte: Er hoffte, dass dies Druck auf die Bank of England ausüben würde, die Zinsen zu erhöhen und so die Kapitalströme in ihre Richtung umzulenken.

20 Gilberts Memorandum ist reproduziert in *Hearings*, S. 25.

21 Ihre Gesamtzahl stieg damit um 50 %.

22 Klein (2001), S. 147.

23 Das Volumen der Bankkredite war 1927 um 8 % gestiegen, wobei das Wachstum bei Darlehen für Aktien und Anleihen am höchsten war; Meltzer (2003) S. 228.

24 Dies ist der so genannte Leverage-Zyklus, den John Geanakoplos (2010), inspiriert von der jüngsten Krise, beschrieben hat.

25 Was er sechs Monate später schließlich auch tat (s. Kapitel 7).

26 Miller (1935), S. 453.

27 Darüber hinaus könnten die Prioritäten der New Yorker Banken auch dadurch beeinflusst worden sein, dass Benjamin Strong Ende 1928 von George Harrison abgelöst wurde. Strong hatte wiederholt gewarnt, jeder Versuch, der Spekulation an der Börse mit Zinserhöhungen beizukommen, könne die Wirtschaft schädigen (Friedman und Schwartz 1963, S. 254f.). Im Jahr 1929 war er aber nicht mehr im Amt, um diese Ansicht durchzusetzen.

28 So legte Ende 2013 die Reserve Bank of New Zealand, die gleichzeitig als Zentralbank und makroprudenzieller Regulierer des Landes fungiert, zur Abkühlung des Aktienmarktes eine Obergrenze für das Verhältnis von Kredithöhe zum Objektwert fest. Als problematisch für die Wirksamkeit dieser Maßnahme wurde unter anderem angesehen, dass dadurch Kredite von Nichtbanken solche von Banken ersetzen könnten; s. Reserve Bank of New Zealand (2013).

29 Ähnlich weisen auch Friedman und Schwartz (1963, S. 266) die Politik des direkten Drucks als gescheitert zurück. Allerdings machen die Autoren nicht klar, was die Fed stattdessen hätte tun sollen, denn wegen der Auswirkungen auf die Wirtschaft sehen sie auch die Zinserhöhung Mitte 1929 kritisch.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 4: Per Gesetz oder Erlass

1 Anfangs arbeitete Loeb von New York aus für die Partnerschaft, doch als das Geschäft in Schwung kam, zog auch er nach Südkalifornien.

2 Diese Erlaubnis ergab sich aus dem Emergency Home Finance Act von 1970.

3 Mehr über die regulatorischen Änderungen nach der Finanzkrise der 1930er-Jahre erfahren Sie in Kapitel 15.

4 Die Wahrnehmung zu dieser Zeit war, dass exzessiver Wettbewerb der Geschäftsbanken um Kundengelder die Kosten dafür in die Höhe getrieben und Banken dazu gebracht hatte, sich in riskanten Anlagen zu engagieren, was zur Bankenkrise beitrug. Zudem sollte Regulation Q lokalen Banken dabei helfen, im Wettbewerb um Einlagen bestehen und Kredite in ihrer Region vergeben zu können (Gilbert 1986).

5 Von diesem Fonds wird später noch einmal die Rede sein.

6 Weber (2008), S. B5.

7 Dies war ab dem Jahr 1966 der Fall gewesen.

8 S. Reagans »Remarks on Signing the Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982« (15. Oktober), http://www.reagan.utexas.edu/archives/speeches/1982/101582b.htm.

9 Dass die Kombination aus hohen Zinsen und schwachen Häuserpreisen die Sparkassen schon vorher in die Krise gestürzt hatte, brachte den Geschäftsbanken wenig Erleichterung. Denn in ihrer Not gingen die Sparkassen aufs Ganze – sie drängten noch aggressiver in die Märkte der Geschäftsbanken.

10 Diese Entwicklungen werden beschrieben in Wilmarth (2002).

11 Weill und Kraushaar (2006), S. 364.

12 Weill und Kraushaar (2006), S. 265f.

13 Über die Holztafel berichtet Brooker (2010). Das Eingeständnis von Weill findet sich in der »Heard in the Street«-Kolumne des *Wall Street Journal* (26. Juli 2012, S. C12). Dies soll nicht bedeuten, dass die Abschaffung des Glass-Steagall Act die Finanzkrise verursacht hat. Aber ebenso wenig kann man ihre Mitschuld völlig von der Hand weisen, wie es Sorkin (2012) versucht hat. Entscheidend ist, dass die zunehmende Aushöhlung und letztliche Abschaffung des Gesetzes Teil eines allgemeineren Prozesses war, ohne den sich die Finanzkrise nicht erklären lässt.

14 Im Fall von Irland lag dies zum Teil an Offshore-Banking: Ausländische Banken leiteten ihre Kredite an andere Länder über ihre irischen Tochtergesellschaften, um von den günstigen Steuerregeln zu profitieren, die Irland ihnen bot. Dessen ungeachtet war das Verhältnis von Verbindlichkeiten der Banken zum BIP in Belgien, den Niederlanden und einigen weiteren Ländern Europas fast genauso hoch.

15 Der Fall Zypern ist insofern speziell, als die Banken weniger bei ihren nordeuropäischen Konkurrenten verschuldet waren als gegenüber großen Einlagenkunden von außerhalb der EU, insbesondere russischen Oligarchen. Dies ändert jedoch nichts an der Tatsache, dass Zypern zum Musterbeispiel für ein überschuldetes und unterkapitalisiertes Bankensystem wurde.

16 Ob es konkrete Belege für die Behauptung gab, dass große, diversifizierte Banken effizienter sind und ihren Kunden preisgünstigere Dienstleistungen anbieten können, ist eine ganz andere Frage. Skeptische Analysen dazu kamen damals von Rhodes (1994), Pilloff (1996), Peristiani (1997) und DeLong (1998).

17 Mehr über dieses Argument s. Barth, Brumbaugh und Wilcox (2000).

18 Suarez und Kolodny (2011), S. 79.

19 Dies wurde dokumentiert von Philippon (2008).

20 Wie Kalemli-Ozcan, Sorensen und Yesiltas (2012) anhand von Daten einzelner Banken dokumentiert haben, machten sie davon auch schon im Aufschwung ab dem Jahr 2001 Gebrauch.

21 Ebd., Abb. 4. Zu den geänderten Regularien, die diese Entwicklungen ermöglichten, s. u.

22 »Diese Verluste realisieren« ist ein anderer Ausdruck für »eine Mark-to-Market-Bewertung vornehmen« (eine Art Neubewertung): Nach dem Enron-Skandal 2001 wurde Finanz- wie Nichtfinanzunternehmen zunehmend die Nutzung dieses Bewertungsprinzips vorgeschrieben, vor allem nach den Bestimmungen des Sarbanes-Oxley Act von 2002.

23 Gorton und Souleles (2007) sehen darin die Erklärung dafür, dass die auflegenden Banken ihre SPVs in schlechten Zeiten in ihre eigenen Bilanzen zurückholten.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

24 Genau dieser Mechanismus hatte dem Beginn der Todesspirale für Enron im Jahr 2001 zugrunde gelegen. Das Unternehmen hatte intensiven Gebrauch von SPVs gemacht, was aber nichts an der späteren Ausbreitung dieser Praxis änderte.

25 Morgenson und Rosner (2001) argumentieren, der Grund dafür sei eine Vereinnahmung der Aufseher durch die Branche (Regulatory Capture) gewesen – die Banken wollten es so, und die Federal Reserve als zuständiger Regulierer machte mit. Eine alternative Erklärung wäre schlichte Ignoranz.

26 S. ISDA (2010).

27 Zu näheren Angaben s. Ranciere und Tornell (2009), Abb. 1; in ihren Daten vergleichen die Autoren konkret inländische Hypothekenschulden des privaten Nicht-Finanzsektors mit inländischen Nicht-Hypothekenschulden des privaten Nicht-Finanzsektors.

28 Die Daten stammen aus Shiller (2006), aktualisiert und online verfügbar unter http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm.

29 2005 stieg die Zahl der Baubeginne von Einfamilienhäusern von den bis dahin üblichen 1,2 Millionen Einheiten pro Jahr auf mehr als 1,7 Millionen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 5: Solange die Musik noch spielt

1 Die Angaben in diesem Absatz stammen aus Mian und Sufi (2009).

2 In einer internen E-Mail aus dem Jahr 2004 gab Brian Clarkson, Co-Chief Operating Officer von Moody's Investor Service und zuständig für strukturierte Finanzprodukte weltweit sowie öffentliche Finanzen USA, zu: »Um es direkt auszudrücken: Der Emittent könnte seine Aufträge anderweitig vergeben, wenn ihm die Ratingagentur kein besseres Rating gibt«; zitiert in Tabbi (2013). Becker und Milbourn (2011) sehen den Markteintritt von Fitch als dritter Ratingagentur und Konkurrenz zu Moody's und Standard & Poor's als »natürliches Experiment« an. Wie sie zeigen, führte die dadurch erhöhte Auswahl an Agenturen zu weniger informativen und stärker aufgeblähten Ratings.

3 Der Text lautet: »Pass auf / Der Häusermarkt wird schwächer / Kühlt sich ab / Der starke Markt ist jetzt viel schwächer / Subprime ist am Überkochen / Wir ruinieren das Haus« – selbst George Merrick (s. Kapitel 1) wäre etwas Besseres eingefallen.

4 US Department of Justice (2013), S. 73f., 78.

5 Weitere Erläuterungen zu diesem Effekt finden sich bei Bolton, Freixas und Shapiro (2012).

6 Von diesen Nichtbanken kam ein überproportional hoher Anteil der Hypothekenkredite, die später nicht zurückgezahlt wurden, wie Dagher und Fu (2012) dokumentiert haben.

7 Dass Countrywide als Folge ausgefallener Subprime-Kredite letztlich finanzielle Probleme bekam und zum Übernahmeziel für die Bank of America wurde, änderte nichts daran, dass Mozilo persönlich gut daran verdient hatte. Doch es gab Prozesse gegen ihn. Im Jahr 2009 wurde er von der SEC wegen Insiderhandels und Wertpapierbetrug angeklagt – bei seinen Äußerungen zum Unternehmen habe er Probleme verschleiert und währenddessen selbst Aktien verkauft. 2010 einigte er sich mit der SEC auf die Zahlung von 67,5 Millionen Dollar Geldstrafe, von denen 20 Millionen Dollar, wie in seinem Arbeitsvertrag vorgesehen, Countrywide übernahm.

8 Der Bericht wurde im Februar veröffentlicht (Center for Responsible Lending 2008).

9 S. Jacobson (2009); 2012 erhob Jacobson Klage gegen Wells Fargo mit der Behauptung, die Bank habe sich an ihr zu rächen versucht, indem sie ihre Kreditraten zurücküberwies und das Haus zwangsversteigern ließ.

10 Laut der Aussage von Jacobson taten Beschäftigte von Wells Fargo das Gleiche. Die Praxis wurde offenbar Ende 2006 geändert, als die Wohnbau- und Hypotheken-Branche unter genauere Beobachtung geriet (Morgenson 2007).

11 Die Angaben zu den Margen stammen aus internen Firmendokumenten, über die Morgenson (2007) berichtet. Auch Washington Mutual, ein weiterer führender Anbieter im Subprime-Geschäft, schätzte, dass Subprime-Kredite und Hypotheken ohne Tilgung sechs- bis zehnmal so profitabel waren wie traditionelle Hypotheken-Produkte (Bair 2012, S. 76).

12 S. Federal Reserve Board (2009).

13 Das anfängliche Mandat für Freddie Mac war gewesen, einen Sekundärmarkt für Hypotheken zu schaffen. In der Praxis bedeutete das, Hypotheken in Kalifornien zu kaufen, sie zu garantieren und dann an Banken in anderen

Bundesstaaten zu verkaufen. Auf diese Weise konnte man die Beschränkungen bei Bankdienstleistungen über die Grenzen von Bundesstaaten hinweg umgehen und das rapide Wachstum im Golden State unterstützen.

14 In Angelides (2011).

15 Fannie Mae und Freddie Mac konnten Hypotheken nicht nur über Verbriefungen kaufen, sondern auch direkt. Das taten sie weiterhin, aber nur in einem Umfang, der nichts am Gesamtbild ihrer abnehmenden Bedeutung für den Hypothekenmarkt ab dem Jahr 2003 änderte.

16 Im Jahr 2006 erhob das Office of Federal Housing Enterprise Oversight Klage gegen Raines, um einen Teil der Boni zurückzuholen, die ihm auf Grundlage der falsch angegebenen Gewinne gezahlt worden waren. Die Zivilklagen gegen ihn und zwei weitere frühere Fannie-Führungskräfte wurden 2008 beigelegt, wobei sich die drei Beklagten einverstanden erklärten, einen Teil ihrer Boni zurückzuzahlen.

17 Der Monatsdurchschnitt der Federal Funds Rate fiel von 6,4 % im Dezember 2000 auf 1,8 % im Dezember 2001.

18 S. z.B. Bernanke (2000).

19 Dieses Zitat stammt aus Bernanke (2002a).

20 Protokoll der FOMC-Sitzung (November 2002), S. 83, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20021106meeting.pdf.

21 Dies wusste Bernanke selbst nur zu gut, denn von Mitte 2000 bis zu seiner Berufung ins Board of Governors der Fed im Jahr 2002 war er Mitglied des Business Cycle Dating Committee gewesen.

22 Dokko u.a. (2011), Abb. 3.

23 S. Taylor (2007); für die konkrete Nutzung der Taylor-Regel gibt es so viele Möglichkeiten, wie es Möglichkeiten zur Messung von Inflation und Produktionslücke gibt. Taylors eigene retrospektive Schätzungen zeigten eine größere Diskrepanz zwischen tatsächlicher und angemessener Geldpolitik als viele alternative Methoden. Bei einer Schätzung durch Bernanke zum Beispiel, vorgenommen im Jahr 2010 auf Grundlage der damals verfügbaren Daten, fiel die Diskrepanz geringer aus.

24 Zu dieser Schlussfolgerung kommt der in der vorigen Anm. angeführte Artikel von Taylor.

25 Die Studie mit der Erwähnung der »spezifischen Schocks bei Wohnimmobilien« stammt von Dokko u.a. (2011).

26 Gut dargelegt wird diese Ansicht in Kohn (2009).

27 Das Gesamtfazit von empirischen Analysen zu dieser Frage lautete, dass einerseits die richtige Politik hauptsächlich für die Abmilderung der Inflation verantwortlich war, andererseits aber Glück vor allem bei der Mäßigung der Schwankungen in der Produktion einer Rolle gespielt hatte; s. Stock und Watson (2003).

28 Die angegebenen Daten stammen von der Federal Reserve Bank of St. Louis (Website Federal Reserve Economic Data).

29 Die Zinsen bei konventionellen Hypotheken fielen von 6,3 % auf 5,6 %; http://research.stlouisfed.org/fred2/data/GS10.txt.

30 Das Zitat stammt aus Greenspans Entgegnung (2009) auf den Vorwurf Taylors, die lockere Fed-Geldpolitik von 2003 bis 2005 habe die Blase bei Wohnimmobilien verursacht.

31 Allein Asien die Schuld an den globalen Ungleichgewichten zu geben, wäre jedoch nicht richtig. Wie oben erwähnt, profitierten Ölexporteure wie Saudi-Arabien vom starken Wachstum in China und von hohen Ölpreisen, sodass sie ebenfalls hohe Außenhandelsüberschüsse verzeichneten und ihre Ersparnisse in US-Treasurys anlegten. Ähnlich verzeichnete auch Deutschland im Lauf dieser Zeit zunehmende Leistungsbilanzüberschüsse.

32 Dies schrieben die Ökonomen Nouriel Roubini und Brad Setser in Fachaufsätzen, die im Herbst 2004 zirkulierten. Spätere Schätzungen lagen meist niedriger, gingen aber in dieselbe Richtung. Die Rede, mit der die Formulierung »globale Sparschwemme« Berühmtheit erlangte, hielt Bernanke im Jahr 2005.

Kapitel 6: Luftschlösser in Spanien

1 Die genauen Angaben dazu variieren je nach den Berechnungsmethoden. Die hier genannten Daten basieren auf den jährlichen Durchschnitten des S&P/Case Shiller National Composite Index (USA) und dem Index der Europäischen Zentralbank (bestehende Wohngebäude in Irland und Spanien).

2 Wobei in Spanien, das mit langer Verzögerung gestartet war, ab 2005 eine fieberhafte Aufholjagd begann.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

3 Der Präzedenzfall dafür war die 1951 gegründete Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl (Montanunion), die eine multilaterale Aufsicht über die deutsche Kohle- und Stahlindustrie vorsah und aus der später die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) hervorging.

4 Beide zitiert in Szaz (1999), S. 216.

5 Die Bedeutung von Fiskaltransfers für die reibungslose Funktion einer Währungsunion hat Peter Kenen (1969) herausgestellt. Dass zur Flankierung einer Währungsunion auch eine Bankenunion erforderlich ist, wurde möglicherweise sogar bis in die 1990er-Jahre hinein allgemein weniger bedacht, da das grenzüberschreitende Geschäft der europäischen Banken noch in einem frühen Stadium war. Das bedeutet allerdings nicht, dass dieses Argument nicht vorgebracht worden wäre; s. unter anderem Eichengreen (1993).

6 Zitiert in *The Guardian*, 12. Januar, http://www.theguardian.com/world/1999/jan/13/martinwalker.

7 Zu Beispielen für solche Argumente aus der Politikwissenschaft s. McKay (1996) und Jones (2002).

8 Die Zahlen beziehen sich auf den Zeitraum 1994 bis 1998, auf dessen Grundlage die Entscheidung über die Euro-Gründungsmitglieder getroffen wurde.

9 Zum Konsensprinzip in der EU-Politik kam noch die Tatsache hinzu, dass auch Deutschland, das wichtigste Land für die Währungsunion, das Maastricht-Kriterium eines Schuldenstands von maximal 60 % des Bruttoinlandsprodukts in den Jahren 1997 und 1998, als die Entscheidung fiel, leicht verletzte. Wenn das Kriterium schon von Deutschland, wenn auch nur in geringem Umfang, verfehlt wurde, dann wurde es entsprechend schwieriger, bei anderen Ländern auf seiner Einhaltung zu bestehen.

10 Für Details dazu s. Story, Thomas und Schwartz (2010).

11 Auch die Renditen für irische Staatsanleihen waren höher gewesen als für deutsche Bundesanleihen, doch dank des Status des Landes als Tiger-Nation nicht sehr deutlich.

12 Vor dem Hintergrund der Tatsache, wie schnell diese Überzeugungen von Anlagemanagern übernommen wurden und wie rasch sich die Zinsen im Euroraum einander annäherten, lohnt es sich, sich noch einmal die Skepsis von Ökonomen in Erinnerung zu rufen, ob der Markt tatsächlich so reagieren würde. Bishop (1992) hatte erwartet, dass die Marktteilnehmer bei den potenziellen Kreditnehmern stark nach ihrer Schuldenlast und der damit zusammenhängenden Kreditwürdigkeit differenzieren würden. Buiter, Corsetti und Roubini (1993) sagten ebenfalls voraus, es werde weiterhin hohe Zahlungsausfall-Risikoaufschläge für Länder mit hohen Schulden geben.

13 Die EZB trug zu dieser Zinskonvergenz weiter bei, indem sie für ihre »Repo«-Geschäfte bei allen Staatsanleihen aus dem Euroraum dieselben Abschläge ansetzte. Wenn sie bei diesen Rückkauf-Transaktionen Staatsanleihen als Sicherheit entgegennahm, galt also stets derselbe Abschlag dafür. Für die Banken brachte das Anreize, gleichermaßen in Papiere aus zum Beispiel Griechenland und Deutschland zu investieren, weil sie zum selben Preis bei der EZB verpfändet werden konnten; dadurch stiegen die Preise der anfangs billigeren griechischen Anleihen auf das Niveau der deutschen. Auf die damit einhergehenden Gefahren wiesen Buiter und Sibert (2005) früh hin. In der Praxis nahm die EZB bei Repogeschäften allerdings nur Papiere mit sehr kurzer Laufzeit (einschließlich zehnjähriger Anleihen, die bald fällig wurden) an. Also kann dieser Mechanismus nicht die vollständige Erklärung für die starke Konvergenz bei den Zinsen von Staatsanleihen über das gesamte Laufzeiten-Spektrum sein.

14 Quantitativ war Irland von dem Phänomen weniger stark betroffen, qualitativ aber war es auch hier identisch.

15 Durch die Zusammenlegung von Arbeitslosengeld und Sozialhilfe und eine Obergrenze für die Kombination daraus brachten die Reformen mehr Anreize zum Arbeiten und somit für die Gewerkschaften, relativ bescheidene Lohnerhöhungen auszuhandeln.

16 Dokumentiert in Lane und Pels (2012).

17 Ohnehin waren diese Faktoren sämtlich Teil desselben Prozesses. Deutschland stand in direktem Wettbewerb zu südeuropäischen Ländern, die auf die Produktion von Konsumgütern spezialisiert waren, doch es exportierte auch verstärkt Investitionsgüter nach China, wo sie genutzt wurden, um die Kapazitäten für den Export von Konsumgütern nach Europa zu erhöhen. Die Auswirkungen auf die geschwächten Produzenten in Südeuropa waren dieselben.

18 Je höher der Kapitalzufluss, desto höher wurde auch der kumulierte Anstieg der realen Immobilienpreise und desto stärker nahm die Bauaktivität zu, wie Obstfeld und Rogoff (2010) dokumentiert haben.

19 *Kapital* bedeutet hier die Summe von Tier-1-Kapital (Eigenkapital) und Tier-2-Kapital (andere »eigenkapitalähnliche« Instrumente wie stille Reserven, Wertberichtigungen, Hybridinstrumente und nachrangige Schulden).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

20 Kurz vor dem Ausbruch der Krise.

21 Von Absatzfinanzierung (Vendor Finance) spricht man, wenn ein Unternehmen Geld verleiht, damit der Kreditnehmer seine Produkte oder Immobilien kaufen kann.

22 Das Konzept der »Kreditschwemme« (im Original »Banking Glut«) wurde entwickelt von Shin (2012).

23 S. z.B. Saurina (2009).

Kapitel 7: Verschossene Kugeln

1 Curcio (2000), S. 452.

2 Klein (2001), S. 181.

3 *New York Times*, 6. Oktober 1929, S. N11.

4 *New York Times*, 28. Oktober 1929, S. 1.

5 In einem am 26. Oktober 1929 veröffentlichten Leserbrief an die *New York Times*.

6 *Wall Street Journal*, 23. November 1929, S. 2.

7 Klein (2001), S. 209.

8 Sowohl 1926 als auch 1928 war der August der Monat mit der höchsten Autoproduktion; 1927 war es anders, was an der Unterbrechung der Produktion durch Henry Ford zur Umrüstung für das Model A lag (s. Kapitel 1).

9 Bei Textilien datierten sie den Höhepunkt auf Juli, bei Papier im September; bei Autos und Transportausrüstung kamen sie nach diesen Berechnungen auf Februar; Burns und Mitchell (1946), S. 69.

10 Zitiert in Friedman und Schwartz (1963), S. 264.

11 Norman wollte das nicht zugeben, zum Beispiel in seiner Aussage vor dem Macmillan-Ausschuss im März 1930, doch zwischen den Zeilen war seine Motivation erkennbar. Seine Bemerkungen wurden, stark bearbeitet, im Jahr 1931 veröffentlicht (Committe on Finance and Industry 1931).

12 Lee Bevan und Haig-Thomas waren verbunden durch die University of Cambridge. Haig-Thomas kam aus einer wohlhabenden Familie von Kohleminen-Besitzern und hatte 1902 zum Ruderteam von Cambridge gehört. Später wurde er ein erfolgreicher, wenn auch umstrittener Trainer in dieser Sportart, erst in Cambridge, dann in Oxford.

13 1928 kam Bevan frei und zog nach Havanna, um außerhalb der Reichweite der neugierigen britischen Presse zu bleiben. Mit George Merrick hatte er unter anderem eine Neigung zur Poesie gemeinsam; im Jahr 1929 veröffentlichte er (»gegen Provision«, also teils auf eigene Kosten) einen Gedichtband. Eine aktuelle Biografie mit seiner Geschichte s. Vander Weyer (2011).

14 Zitiert in *The Economist* (5. April 1924, S. 733). Jute Industries zahlte später keine Dividende, und die Aktien entwickelten sich schwach, doch das Unternehmen überlebte, bis in die Jahre nach dem 2. Weltkrieg. Anders British Glass Industries: Für die Gründung hatte Hatry eine große Zahl von Firmen verschmolzen, die Glühbirnen, Lampenglas für wissenschaftliche und industrielle Zwecke und Kristallgeschirr herstellten. Um kleinere Firmen in sein Gebilde hineinzuzwingen, finanzierte er den Bau von zwei großen Glasfabriken, doch innerhalb von zwei Jahren geriet das Unternehmen in finanzielle Schwierigkeiten. 1926 war es zahlungsunfähig, und seine Aktiva wurden verkauft. Hatry »war ein Pionier der Rationalisierung in ihrer irrationalsten Form«, schrieb *The Economist* (28. September 1929, S. 576) nach dem Skandal im Jahr 1929.

15 Bekannt für seine »Ricardianische Äquivalenz« – s. Einführung, Anm. 5.

16 Manley (1976), S. 56.

17 Der Fall der Bank of United States wird näher in Kapitel 8 beschrieben, die Pleite der Banque Adam in Kapitel 9 und die Islandkrise in Kapitel 14.

18 Nach zwei Jahren Zwangsarbeit wurde Hatry in das Maidstone Prison in Kent verlegt, wo er Gefängnisbibliothekar wurde (eine Position, die vorher unter anderem auch Bevan besetzt hatte). Nach seiner Freilassung im Jahr 1939 mietete er ein Büro in der Nähe der Fleet Street und machte gute Geschäfte mit der Beratung von Buchhändlern. Während des Zweiten Weltkriegs kaufte er Buchhandlungen, eine Druckerei, einen Verlag und zwei Magazine und gab bald ein Angebot für Wyman & Sons ab, eine der größten Buchketten Großbritanniens. Letztlich scheiterten aber auch diese Projekte, und in den 1950er-Jahren betrieb Hatry nur noch die bekannte Londoner Buchhandlung Hatchards sowie eine Reihe von Cafés im Londoner West End. Der Marquess of Winchester wiederum wurde für bankrott erklärt und verbrachte den Rest seines Lebens in Monte Carlo.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

19 Die gesamte »Finanzlücke« war mehrere Male so hoch, da noch Verbindlichkeiten zwischen verschiedenen Unternehmen in Hatrys Gruppe hinzukamen.

20 *Wall Street Journal*, 15. Januar 1930, S. 15.

21 Chandler (1990), S. 329.

22 Zitiert in Friedman und Schwartz (1963), S. 339. Die Daten zu den Wertpapierkäufen stammen aus dem *Federal Reserve Bulletin*.

23 *New York Times*, 26. Oktober 1929, S. 16.

24 Meltzer (2003), S. 288.

Kapitel 8: Die nächste Abwärtsbewegung

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

1 Diese Daten stammen aus der Zeitreihe des Board of Governors. Spätere Versuche, das Nationaleinkommen quartalsweise zu rekonstruieren (Balke und Gordon 1986) zeigen, dass das reale BIP in den letzten drei Monaten des Jahres mit einer erschreckenden Jahresrate von 20 % fiel.

2 Ähnlich gab es auch bei der Krise 2008/09 einen rapiden Rückgang im Welthandel und Streit darüber, ob der Hauptgrund dafür die Erwartung schwacher Endnachfrage oder die finanziellen Verwerfungen waren.

3 Bei Mais war der Grund dafür nicht nur schwache Nachfrage, sondern auch eine Rekordernte.

4 Dies war die Analyse der »Kliniker« des *The Economist*, 31. Mai 1930, S. 1205.

5 Außerdem autorisierte das Board of Governors den Kauf von 50 Millionen Dollar an Staatsanleihen durch die New York Fed.

6 »The State of Trade at Home and Abroad«, *Economist Monthly Supplement*, 31. Mai 1930, S. 33.

7 In anderen Ländern war der Rückgang weniger ausgeprägt, doch die Bewegung ging in dieselbe Richtung. In Kanada sank die Industrieproduktion von Dezember 1929 bis Dezember 1930 um 11 %, in Schweden um 8 % und in Frankreich um 7 %. In Großbritannien, wo es für diese Zeit Quartalsdaten vom Board of Trade gibt, belief sich der Rückgang vom 4. Quartal 1929 bis zum vierten Quartal 1930 auf 13 %.

8 Mit anderen Worten: Sie fielen mit einer aufs Jahr hochgerechneten Rate von 14 %. Man könnte argumentieren, dass die Großhandelspreise, weil sie stark von der Unruhe auf den Rohstoffmärkten beeinflusst wurden, als Indikator für die eigentliche Preisentwicklung nicht gut geeignet sind. Die Preise von fertigen Gütern fielen jedoch ebenfalls, mit einer Jahresrate von 10 %.

9 Hamilton (1992), Tabelle 7. Cecchetti (1992) konstruiert mit Zeitreihen zu Preisen und Zinsen ein Prognosemodell und kommt zu dem ähnlichen Schluss, dass Anleger mit einem Prognosehorizont von drei bis sechs Monaten ab Ende 1930 Deflation erwartet haben müssten, wahrscheinlich sogar bereits Ende 1929. Die Mitglieder des Board of Governors waren jedenfalls nicht daran gewöhnt, zwischen realen und nominalen Zinsen zu unterscheiden. Dass die Terminmärkte fallende Preise erwarten ließen, bedeutete für sie keine Änderung an dem Befund, dass Kredite billig waren. In der Praxis bezogen sich die Board-Mitglieder fast ausschließlich auf Nominalzinsen. Meltzer (2003), S. 295.

10 Die Renditen für Anleihen mit gutem Rating blieben über 4,5 %. Der Renditeunterschied zwischen AAA- und Baa-Anleihen nahm weiter zu, ein Anzeichen dafür, dass Unternehmen mit schlechterer Kreditwürdigkeit durch Knappheit aus dem Kreditmarkt verdrängt wurden.

11 Diese Aussagen Millers stammen aus seiner Befragung durch den Banken- und Währungsausschuss des US-Repräsentantenhauses (1928), http://www.scribd.com/doc/175280593/housta28.

12 Friedman und Schwartz (1963), S. 368.

13 Zu der Tatsache, dass die Zölle wenig für die Milderung der Probleme bei den Farmern taten, kam als Problem für Hawley noch hinzu, dass er »trocken« war, während sein wichtigster Gegner zum »nassen« Lager zählte – es war das vorletzte Jahr vor dem Ende der Prohibition in den USA.

14 Zum Vergleich: Durch den Fordney-McCumber Tariff waren die Zölle um 13 Prozentpunkte gestiegen. Irwin (2011), S. 105-107.

15 Ebd., S. 140.

16 *New York Times*, 11. November 1929, S. 2.

17 S. Archibald und Feldman (1998).

18 Nachzulesen in Carey (1999).

19 Zitiert in Burner (2005), S. 298.

20 Die Kommission für das Belgische Hilfswerk (Commissie voor Hulp aan België) war eine von US-amerikanischen Freiwilligen ins Leben gerufene Organisation, die sich während des Ersten Weltkriegs um die Nahrungsmittelversorgung der Zivilbevölkerung im von deutschen Truppen besetzten Belgien kümmerte.

21 *New York Times*, 22. November 1929, S. 1.

22 All das wird beschrieben in Hamilton (1985).

23 Zu diesem Schluss kommen beispielsweise Temin (1976) und Wicker (1996).

24 So beschreibt es McFerrin (1969); für seine Anleihetransaktionen verlangte Caldwell eine Depotvereinbarung, nach der die Einnahmen aus Emissionen bei der Bank of Tennessee gehalten werden mussten, bis sie für die Begleichung von Baukosten benötigt wurden.

25 S. Kapitel 1.

26 Lea war der Urenkel eines Mannes, der zweimal zum Kongress-Abgeordneten gewählt worden war; von 1911 bis 1917 war er selbst US-Senator gewesen. Horton hatte zuvor den jüngeren Lea nominiert, um einen vakaten Sitz im Senat zu füllen, den er ablehnte, da er es für profitabler erachtete, im Immobiliengeschäft zu bleiben.

27 Dieser Punkt wird näher dokumentiert von Richardson und Troost (2009) sowie von Jalil (2012).

28 Eine Untersuchung dieser Episode durch das Federal Reserve Board kam später zu dem Ergebnis, dass sich vier Mitglieder der Atlanta Fed, einschließlich ihres stellvertretenden Gouverneurs, auf dem Schiff betrunken hatten. Die eigene Untersuchung der Atlanta Fed kam dagegen zu dem Schluss, alle Beteiligten hätten sich vorbildlich verhalten. Letztlich setzte sich die Ansicht des Boards durch, und der stellvertretende Gouverneur reichte seinen Rücktritt ein. S. Gamble (1989), Richardson und Toorst (2009) und Jalil (2012).

29 *New York Times*, 14. November 1930, S. 19.

30 *Washington Post*, 14. November 1930, S. 2.

31 Dies ist eine interessante Ausnahme zu der Beobachtung von Friedman und Schwartz, dass es mit der Schaffung des Federal Reserve System unmöglich geworden sei, Finanzkrisen mit der Aussetzung von Bargeldzahlungen einzudämmen. In diesem Fall hatte die Bank in Arkansas keine andere Wahl: Zu ihrem Pech befand sie sich im Zuständigkeitsbereich der Federal Reserve of St. Louis, und die war nicht bereit, ihr zu helfen. S. Richardson und Troost (2009).

32 *New York Times*, 20. Dezember 1930, S. 1,

33 So formulierte es Joseph H. Zweeres, der vom Bundesstaat beauftragte Prüfer, der die Bank of United States im Sommer 1929 untersuchte; *New York Times*, 5. Juni 1932, S. 3.

34 Trescott (1992), S. 391f. Ungeachtet seiner frühen Intervention wurde Broderick später vor Gericht gestellt, weil er seine Pflichten vernachlässigt habe, als er nicht die richtigen Schritte für das Abwenden der Pleite der Bank of United States ergriff. Er wurde jedoch freigesprochen.

35 S. Kapitel 12.

36 So beschreiben es Friedman und Schwartz (1963); s. jedoch O'Brien (1992) über die Schwächen ihrer Belege dafür.

37 Wie sich später zeigte, war der Zustand der Bank of United States nicht so schlimm gewesen wie befürchtet. Der Insolvenzverwalter konnte den Gläubigern letztlich 84 Cent pro Dollar auszahlen, was für eine Bankenpleite keine schlechte Quote ist. Der Grund dafür war eine spätere Erholung bei den Immobilien-Positionen der Bank, von denen die letzten erst 1944 liquidiert wurden. Gläubigern von Lehman Brothers erging es nicht so gut.

38 S. Kapitel 14.

Kapitel 9: An europäischen Ufern

1 Die Angaben hierzu stammen von Bonin (1996).

2 Eine repräsentative Zusammenstellung der Kommentare aus Großbritannien findet sich in Royal Institute of International Affairs (1931).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

3 *New York Times*, 10. Juli 1931, S. 21.

4 Die EZB tat dies, indem sie Anleihenkäufe nur auf dem Sekundärmarkt zusagte, und indem sie nur Anleihen von Ländern kaufte, die sich vorher mit einem Programm im Rahmen des EU-Rettungsfonds einverstanden erklärt hatten.

5 Die Angabe bezieht sich auf Kapital und Reserven im Jahr 1929 nach Adalet (2009), S. 8. Andere Zahlen in diesem Absatz stammen ebenfalls aus diesem Aufsatz. Die Tatsache, dass die Kapitalquoten nicht wieder das Niveau aus der Zeit vor der Inflation erreichten, wirft die Frage auf, warum sich die Banken nicht schneller neues Kapital verschafften. Ein Teil der Erklärung lautet hier, dass Kapitalbeschaffung teuer war und dass der Wettbewerb zwischen Sparkassen, Hypothekenbanken und Universalbanken dazu führte, dass sie sämtlich versuchten, die Kosten niedrig zu halten, darunter auch die für Kapital.

6 Auf dem Höhepunkt im Jahr 1929 betrug der Anteil von Bargeld und Zentralbankguthaben an den Einlagen nur 3,8 %, nicht einmal halb so viel wie vor dem Ersten Weltkrieg.

7 Im Jahr 1930 wurde durch den Einsatz der Bostoner Investmentbank Lee, Higginson & Co., unterstützt durch Ivar Kreuger, der bald als Streichholzmagnat Berühmtheit erlangen sollte, ein Notfallkredit arrangiert, doch der blieb eine einmalige Angelegenheit. Kreuger hatte als Ingenieur und Co-Chef des Bauunternehmens Kreuger & Toll Byggnads AB begonnen, das für seine innovativen Verfahren bekannt war. Über die Baubranche kam er in den Finanzbereich und dann, als er über die Holzressourcen Schwedens nachgedacht hatte, zur Produktion von Streichhölzern. Von der Regierung kaufte er Konzessionen, die ihm landesweite Monopole für Produktion und Verkauf von Streichhölzern einbrachten und die er über eine Verbriefung der erwarteten Einnahmen finanzierte. Den Schock der Großen Depression überstand Kreugers Finanzpyramide nicht. Im März 1932 wurde er tot in seinem Appartement in Paris aufgefunden, was zum Auslöser der Skandinaviska-Kreditaktiebolaget-Krise wurde. Eine aktuelle Biografie über Kreuger stammt von Partnoy (2009). Als Kreugers Imperium im Jahr 1932 zusammenbrach, blieb die Higginson-Bank auf der Rechnung dafür sitzen und konnte sich anschließend nie mehr richtig davon erholen.

8 S. Ferguson und Temin (2003).

9 So wird in Borchardt (1991) argumentiert.

10 Genauer gesagt: für mehr als 50 % der Aktiva von als Aktiengesellschaften organisierten Banken; daneben gab es einige kleinere Privatbanken, die bei dieser Berechnung nicht berücksichtigt sind.

11 Sogar noch stärker als in Deutschland: Das Eigenkapital der Credit-Anstalt lag 1925 bei einem Fünftel des Niveaus von 1913, wie Teichova (1994) berechnet hat.

12 Diese Erwartung war nicht unbegründet: Schon vor der Krise im Frühjahr 1931 hatte die Österreichische Nationalbank zusammen mit den Rothschilds in London und einigen anderen Auslandsbanken ein System eingerichtet, um unauffällig günstige Finanzierungen zur Credit-Anstalt zu leiten und ihr so dabei zu helfen, die Lasten der Boden-Credit-Anstalt zu tragen (Aguado, 2001).

13 Schubert (1991), S. 12.

14 Deutsche Banken waren wichtige Gläubiger der Credit-Anstalt und der anderen Bank-Aktiengesellschaften im Land. Zudem hatten österreichische Politiker schon seit der Auflösung Österreich-Ungarns nach dem Ersten Weltkrieg an der wirtschaftlichen Überlebensfähigkeit ihres kleinen Landes gezweifelt und sahen die Zollunion als mögliche Lösung für dieses Problem an. Ihre Hoffnung war, dass ein stärkeres Deutschland nach dem Abschluss der Zollunion geneigt wäre, Hilfsleistungen bereitzustellen. Die Deutschen wiederum hatten die Sorge, dass Österreich stattdessen eine Zollunion mit den südosteuropäischen Ländern bilden könne, die zuvor zu seinem Reich gehört hatten, wenn Berlin kein besseres Angebot machte. Zu diesen und anderen Überlegungen s. Mommsen und Forster (1998) sowie Orde (1980).

15 Insgesamt gehörten der Regierung, der Österreichischen Nationalbank, der Postsparbank und unterschiedlichen anderen staatlichen Stellen damit volle 50 % der Bank (Schubert 1991, S. 10).

16 Die Auswirkungen auf die Zentralbank waren sogar gravierender, als zunächst bekannt wurde. Nach dem Vorbild der Franzosen hatte die Österreichische Nationalbank ihre Bücher manipuliert, um das Ausmaß zu verschleiern, in dem sie ausländische Abhebungen bei der Credit-Anstalt finanzierte; Aguado (2001), S. 212.

17 Schubert (1991), S. 15.

18 Hodson (1932), S. 211.

19 Schacht (1955), S. 173; Schacht hatte im Vorstand der Danat-Bank sowie während und nach dem Ersten Weltkrieg im Vorstand der Nationalbank für Deutschland mit Goldschmidt zusammengearbeitet.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

20 Dies ist das Argument von Ferguson und Temin (2003) sowie Pontzen (2009).

21 Brüning selbst hatte die Idee gegenüber US-Botschafter Frederic Sackett vorgebracht. Hinzu kam die Tatsache, dass die Reparationen durch den Youngplan faktisch vorrangig vor privaten Schulden wurden (eine Umkehr des vorrangigen Status, den private Schulden nach dem Dawesplan genossen hatten). Aus diesem Grund setzten sich auch Banker wie Thomas Lamont von J.P. Morgan bei Hoover bereits für ein Reparationsmoratorium ein.

22 Zu Meyers Tätigkeit bei der Reconstruction Finance Corporation s. Kapitel 10.

23 Pusey (1974), S. 209.

24 Über Lavals Beschwerden berichtet Warner (1968), S. 32; Hoovers Reaktion ist festgehalten in Burner (2005), S. 302. Nach drei Wochen nicht eben leiser Proteste akzeptierte die französische Regierung widerwillig den Vorschlag für das Moratorium.

25 Maximal war der Kanzler bereit, im Stillen zu versichern, dass er nicht versuchen würde, Geld für einen dritten gepanzerten Kreuzer zu bekommen.

26 Die Bank wurde dann unter Zwangsverwaltung gestellt, um eine geordnete Abwicklung ihrer Vermögenswerte zu ermöglichen. Schacht als früherer Partner wurde gebeten, den Treuhänderausschuss zu leiten, sagte aber ab.

27 Am 17. Juli wurden die Lahusen-Brüder festgenommen, nachdem die Banken wieder eröffnet hatten und Nordwolle bald darauf Insolvenz anmeldete. Die De-facto-Sperrung von deutschen Zahlungen an ausländische Gläubiger wurde offiziell anerkannt in einem Stillhalteabkommen, das bei einem Treffen am 20. Juli in London ausgehandelt und im September unterschrieben wurde.

Kapitel 10: Fällt auch Amerika?

1 Er war erst wieder am 28. September im Büro, eine Woche nach der Abwertung des Pfunds. Angeblich hatte er erst auf dem Weg von Liverpool nach London einen vollständigen Lagebericht erhalten.

2 Nach dem 30. Juli gab es nicht einmal mehr eine symbolische Erhöhung des Diskontsatzes; zuvor war er zweimal um jeweils einen Prozentpunkt erhöht worden, am 23. Juli und eine Woche später.

3 Hawtrey (1938), S. 143.

4 Zufällig und mit äußerst unglücklichem Timing wurde der Bericht des Ausschusses Mitte Juli veröffentlicht; s. Committee on Finance and Industry (1931), insbesondere Anhänge I und IV.

5 Accominotti (2012), S. 17. Ob sie dadurch tatsächlich insolvent geworden wären, hätte davon abgehangen, ob sie letztlich einen Teil ihrer Außenstände hätten hereinholen können.

6 Insgesamt kaufte sie rund 30 Millionen Pfund an Wechseln, um den Märkten Liquidität zur Verfügung zu stellen.

7 Anleger, die so gehandelt hatten, verdienten letztlich innerhalb von zwei Monaten 20 %. Wer seinen Einsatz hebelte, kam entsprechend auf noch höhere Renditen.

8 Sullivan (1936), S. 1.

9 Federal Reserve Bank of New York (1932), S. 13.

10 Mit Ausnahme von Atlanta und Minnesota, die bereits vorher höhere Zinsen hatten als andere Banken im Reserve-System.

11 Eine umfassende Darstellung dieser Ereignisse findet sich bei Wicker (1996).

12 Friedman und Schwartz (1963), S. 382.

13 Zu Kreuger s. Kapitel 9.

14 Diese Scheine wurden als Clearinghaus-Zertifikate bezeichnet, weil sie von allen Mitgliedern des Clearinghauses akzeptiert wurden, also der Vereinigung, über die Banken ihre Zahlungen untereinander abwickelten. Ihre Bedeutung und die Geschichte der Krise 1907 sind beschrieben in Bruner und Carr (2007).

15 Barber (1985), S. 227.

16 Hier bestanden die starken Banken darauf, dass die NCC Sicherheiten zu Marktpreisen bewerten müsse, in diesem Fall also zu Ausverkaufspreisen; außerdem sollte sie Kredite nur bis zu 30 % dieses Marktwerts vergeben und keine Immobilien als Sicherheit akzeptieren; Olson (1977), S. 29.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

17 S. Kapitel 19.

18 Hoover hatte um eine noch schnellere Verabschiedung gebeten, dabei aber nicht an die Weihnachtsferien gedacht.

19 Dieser Glass-Steagall Act war ein anderer als das gleichnamige Gesetz von 1933, das eine Trennung von Geschäftsbanking und Investmentbanking vorsah (mehr dazu später).

20 Zwei Millionen Dollar konnte sich Insull im Jahr 1931 von der von Owen Young geleiteten General Electric Corporation leihen. Vickers (2011) erzählt eine konspirative Geschichte über das Verhältnis zwischen Dawes, Young und Insull sowie den Problemen der Central Republic. Doch Verschwörung hin oder her, ohne Frage waren die drei Männer eng verbunden.

21 Genauer gesagt waren es 15 % des Eigenkapitals zuzüglich des »Überschusses« (also des nicht investierten Geldes).

22 Vickers (2011), S. 56f.

23 Als er im Oktober vor einer Grand Jury im Cook County wegen Veruntreuung angeklagt wurde, floh Insull von Paris weiter nach Mailand, wo er ein kleines Flugzeug mietete, um nach Griechenland zu fliegen, das praktischerweise kein Auslieferungsabkommen mit den USA hatte. Von dort aus reiste er per Schiff weiter nach Istanbul. Obwohl auch die Türkei kein Auslieferungsabkommen mit den USA ratifiziert hatte, wurde er dort festgenommen und dem US-Außenministerium übergeben, das ihn zurück in die USA bringen ließ. Eine strafrechtliche Verurteilung konnte Insull vermeiden, doch bis zu seinem Tod im Jahr 1938 war er mit Zivilverfahren beschäftigt.

24 Zur Bear-Stearns-Rettung s. Kapitel 12.

25 Die am 23. August 1932 veröffentlichte Liste umfasste nur einen Zeitraum von zehn Tagen, doch jeder wusste, dass noch mehr kommen würde, und tatsächlich wurden die nächsten Listen länger. Diese Zusammenhänge sind beschrieben in Butkiewicz (1995).

26 Kennedy (1973), S. 84f.

27 Die Drohung wird beschrieben im Bericht des kommissarischen Comptroller of the Currency, Francis Gloyd Awalt (Awalt 1969, S. 352).

28 In einer späteren Untersuchung der Affäre Union Guardian durch eine Grand Jury wurde Couzens beschuldigt, kurz vor der Bankenschließung, motiviert von Insider-Informationen, Geld abgezogen und so zum Run beigetragen zu haben. Sein Biograf meint, diese Anschuldigung sei unberechtigt; Barnard (1958), S. 277f.

29 Lumley (2009), S. 85.

Kapitel 11: Weitgehend begrenzt

1 Daten der National Association of Realtors auf der Basis von Befragungen in 149 großen Märkten sehen den Höhepunkt im 4. Quartal 2005. Nach anderen Wohnimmobilien-Preisindizes, von Case-Shiller und Zillow, kam er ein oder zwei Quartale später, doch die grundlegende Botschaft ist dieselbe.

2 Ihre Geschichten werden erzählt in Zuckerman (2009) und Lewis (2010).

3 MacDonald und Robinson (2009), S. 268f.

4 Der Verkauf von CDOs, die in früheren Geschäften in die eigene Bilanz genommen worden waren, hatte den zusätzlichen Vorteil, das direkte Risiko für Goldman Sachs durch den Abschwung am Häusermarkt zu begrenzen. Allerdings war die Vermarktung der so entstandenen Wertpapiere zu dieser Zeit sehr schwierig. Das Permanent Subcommittee on Investigations (2011) des US-Senats kam zu dem Schluss, dass die Bank Anleger in die Irre geführt habe, indem sie behauptete, sie habe bei den Geschäften dieselben Interessen wie die Käufer. Das Justizministerium sah das anders oder jedenfalls nicht genügend Beweise für eine Anklage und entschied im August 2012, keine Prozesse gegen Goldman Sachs und seine Angestellten zu führen. Die Bank zahlte jedoch 550 Millionen Dollar zur Beilegung einer Zivilklage, die von der Securities and Exchange Commission erhoben worden war.

5 Diese Zahlen beziehen sich auf die Veränderung im Jahresvergleich. Auch hier kommt es wieder darauf an, welchen Häuserpreisindex man bevorzugt, aber die Größenordnungen sind dieselben.

6 S. Kapitel 4.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

7 Bernanke (2007), S. 1.

8 Reuters (2007).

9 Zum Beispiel die Analyse von Konjunkturtrends für die Fed-Offenmarktsitzung am 30. und 31. Januar 2007: »Die vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende Belastung wird in diesem Jahr nachlassen, und im kommenden Jahr wird der Markt wieder einen leicht positiven Beitrag zum BIP-Wachstum leisten«, hieß es darin (Board of Governors 2013, 30.–31. Januar 2007, Transkript, S. 13). Bei der FOMC-Sitzung im März verwendeten mehrere Präsidenten von Reserve-Banken ebenfalls das Wort »begrenzt«, wenn sie sich über weitere Folgen der Häusermarktschwäche äußerten; Charles Plosser von der Federal Reserve Bank of Philadelphia allerdings verwies auf erhöhte Unsicherheit in Bezug auf diese Prognose.

10 CNBC Squawk Box, 1. Juli 2005.

11 S. die Bemerkungen des Ministers dazu am 20. April 2007, festgehalten in Zhou (2007).

12 Protokolle des Federal Open Market Committee (20.–21. März 2007), http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20070321.htm.

13 Bernanke (2002b).

14 S. Greenspan (2005).

15 Sechs Jahre später sollten die Liquidatoren der zwei Bear-Stearns-Fonds die Rating-Agenturen vor dem Gericht des Bundesstaats New York verklagen, weil sie wissentlich irreführende Ratings veröffentlicht hätten, um Gebühreneinnahmen zu erzielen.

16 Wie sich herausstellte, führte die Jagd nach den Sicherheiten zu so heftigen Verwerfungen, dass die Gläubiger – wie Citigroup, JPMorgan Chase, Goldman Sachs, Bank of America und Merrill Lynch – es bei vielen davon nicht schafften, sie zu irgendeinem Preis zu verkaufen.

17 Unterstützt wurde nur der High-Grade Fund, nicht sein Zwilling Enhanced Leverage Fund.

18 Zur Vervollständigung des Namenskatalogs: Im Jahr 1974, nach der Fusion mit der Deutschen Industriebank, wurde aus der IKB die IKB Deutsche Industriebank.

19 Die ultimative Darstellung des Abacus-Geschäfts findet sich bei Zuckerman (2009).

20 Zu den ironischen Aspekten dieses Geschäfts zählt, dass der wichtigste Anteilseigner von ACA mit drei Sitzen im Board niemand anderes als Bear Stearns war, denn die Bank hatte dem angeschlagenen Unternehmen im Jahr 2004 neues Kapital zur Verfügung gestellt.

21 Die für das Geschäft verantwortliche Führungskraft bei ACA sagte später aus, sie habe nicht gewusst, dass Paulson ein reiner Leerverkäufer war; Financial Crisis Inquiry Commission (2011), S. 193. Die Rating-Agenturen verstanden es offenbar auch nicht besser. Der für die Abacus-Ratings zuständige Moody's-Analyst sagte daraufhin aus, er habe von Paulsons Beteiligung nichts gewusst. Ebenfalls bestritt er jedes Wissen darüber, dass das Programm auf eine maximale Ausfallwahrscheinlichkeit hin ausgelegt war. Jedenfalls gaben sowohl Moody's als auch S&P der obersten Tranche von Abacus ein AAA-Rating.

22 Zitiert in Financial Crisis Inquiry Commission (2011), S. 247.

23 US District Court, Southern District of New York (2010), §§ 58f. Dies ist die in Anm. 4 erwähnte SEC-Klage. Nicht viel besser erging es Anlegern, die (wie King County im Bundesstaat Washington) über den Kauf von Schuldscheinen, die aufgrund ihrer scheinbar hochwertigen Besicherung, mit AAA bewertet waren, Geld an Rhinebridge verliehen hatten, eine weitere Zweckgesellschaft der IKB; McLean und Nocera (2010), S. 280f. ACA gab später einen Teil des durch die Emission von Garantien auf den Abacus-Deal entstandenen Kreditrisikos über Transaktionen mit ABN AMRO, einer weiteren europäischen Bank, wieder ab. Doch das reichte nicht. ACA wurde selbst insolvent, als sein Kreditrating im Dezember 2007 auf CCC gesenkt wurde, sodass das Unternehmen gezwungen war, zusätzliche Sicherheiten für seine Credit Default Swaps zu stellen. Später wurde es unter der Aufsicht der Maryland Insurance Administration restrukturiert. ABN AMRO erlitt ebenfalls Verluste und wurde Ende 2007 von einem Bankenkonsortium unter Führung der Royal Bank of Scotland übernommen.

24 *New York Times*, 31. Juli 2007, S. B2.

25 Zur zeitlichen Einordnung: Die beiden Bear-Stearns-Fonds hatten nur wenige Tage vor der BNP-Ankündigung offiziell Insolvenz angemeldet.

26 Allerdings bevorzugen viele Kreditnehmer allgemein den Interbankenmarkt, weil ihnen das den Makel erspart, zu Krediten bei der Zentralbank gezwungen zu sein, was oft als Zeichen für finanzielle Probleme verstanden wird.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

27 Die Liquidität wurde zum Refinanzierungssatz der EZB zur Verfügung gestellt, dem wichtigsten Zins für ihre Kredite an Banken.

28 Wenn man alle Arten von Commercial Paper berücksichtigt, ergibt sich sogar ein Gesamtwert von nahezu zwei Billionen Dollar, sodass dieser Markt doppelt so groß ist wie der für Treasury Bills.

29 Als ob das noch nicht besorgniserregend genug gewesen wäre, wurde den Anlegern jetzt auch noch klar, dass Haushalte, die Probleme haben, ihre Hypotheken zu bedienen, vielleicht auch Probleme mit ihren Kreditkarten sowie Auto- und Studienkrediten bekommen könnten.

30 Zu den unschönen Details s. Covitz, Liang und Suarez (2009) sowie Kacperczyk und Schnabl (2010).

31 Im schlimmsten Fall war sie sogar schädlich, denn dass normale Einlagen gesichert waren, bedeutet einen Anreiz für Anleger, sich aus Commercial Paper zurückzuziehen und ihr Geld stattdessen bei den Banken einzuzahlen.

32 Dies galt üblicherweise für zwei Jahre; anschließend refinanzierten die meisten Kreditnehmer mit einer konventionelleren Hypothek. Unter den Umständen Mitte der 2000er-Jahre waren zwei Jahre allerdings eine Ewigkeit.

33 Die letzte Verbriefung von The Rock erfolgte im Mai, die nächste war erst für September geplant.

34 Als Kandidat dafür galt damals allgemein Lloyds.

35 Anfang September ließ Lloyds durchblicken, dass man für die Transaktion eine staatliche Kreditlinie von nicht weniger als 30 Milliarden Pfund fordere, weil dies der Betrag sei, den Northern Rock bis 2009 an fällig werdenden Finanzierungen zahlen müsse. Das Problem dabei war, dass die Bank of England ohne Garantie der Regierung nicht in der Lage war, eine derart hohe Verbindlichkeit in ihre Bilanz aufzunehmen, und die Regierung konnte ohne Genehmigung der Europäischen Kommission nicht tätig werden.

36 Irwin (2013), S. 6f., House of Commons Treasury Committee (2008), S. 39; das folgende Zitat stammt aus der zweiten Quelle.

Kapitel 12: Spärliche Belege

1 Gorton und Metrick (2012), S. 14; die Ursprünge des Reserve Primary Fund sind in Kapitel 4 erläutert. Auf seine Schwierigkeiten komme ich in diesem Kapitel noch einmal zurück.

2 Die AAA- oder AA-Ratings mussten von mindestens zwei landesweit anerkannten Kreditrating-Agenturen stammen. Außerdem durften die Fonds maximal 5 % ihres Vermögens in Wertpapieren eines einzelnen Emittenten halten.

3 S. Gorton und Metrick (2012), S. 13, und McCabe (2010), S. 28f.

4 S. Kapitel 9.

5 S. z.B. Clarke (1967).

6 Diese Swaps waren ursprünglich auf relativ bescheidene 24 Milliarden Dollar begrenzt. Jedoch wurden diese Obergrenzen bald abgeschafft und weitere Zentralbanken einbezogen.

7 Diese Kritik lieferte er dann später nach, in Paul (2008).

8 S. Bullard (2013). Anzumerken ist hier jedoch: Im April erkannte zumindest der Mitarbeiterstab des Federal Reserve Board nach der Bear-Stearns-Krise die Realität der Rezession an und senkte seine eigenen Prognosen in den negativen Bereich.

9 Protokoll der FOMC-Sitzung vom 5. August 2008, S. 67; Board of Governors of the Federal Reserve System (2014), S. 67.

10 Auch dieses Zitat stammt von James Bullard, Präsident der St. Louis Fed (Board of Governors of the Federal Reserve System 2014, S. 35), doch er stand bei Weitem nicht allein mit dieser Einschätzung.

11 S. den Bericht des New-York-Fed-Präsidenten Timothy Geithner (2014), S. 143f.

12 Diese Zitate und Auszüge stammen aus den Protokollen zur FOMC-Sitzung am 29. und 30. April 2008.

13 Einige Autoren (z.B. Sahm, Shapiro und Slemrod 2009) argumentieren, dass Haushalte wahrscheinlich niemals mehr als die Hälfte von Steuerrückzahlungen für höhere Ausgaben verwenden.

14 S. Kapitel 8.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

15 Stephens war viele Jahre über Professor der Geschichte an der University of California in Berkeley und dort Dekan des College of Arts and Sciences; s. Stephens (1916).

16 Die Angaben sind, soweit erforderlich, saisonal bereinigt.

17 Bezogen auf den Zeitraum bis Anfang März 2008, also vor der Rettung von Bear Stearns.

18 Wessel (2009), S. 159.

19 Paulson (2010), S. 95f.; Financial Crisis Inquiry Commission (2011), S. 283.

20 Dieser Markt wird als Triparty-Repomarkt bezeichnet. Eine Repo- oder Rückkaufvereinbarung bezeichnet den Verkauf eines Wertpapiers von einer Partei an eine andere, wobei vereinbart ist, dass später ein Rückkauf erfolgt. Die Differenz zwischen dem niedrigeren Kaufpreis und dem höheren Rückkaufpreis ist der Zins, den der anfängliche Käufer dafür bekommt, dass er dem Verkäufer Liquidität zur Verfügung stellt. Bei einem Triparty-Repo steht zwischen Käufer und Verkäufer eine Depotbank, die als Intermediär fungiert. Diese Rolle spielte JPMorgan Chase für Bear Stearns.

21 S. Fettig (2002).

22 Paulson (2010), S. 100-104.

23 Letztlich stellte Paulson fest, dass das Finanzministerium keine Befugnis hatte, die Fed ohne Genehmigung des Kongresses von Schäden freizustellen, sodass er statt einer expliziten Garantie nur einen persönlichen Brief vorlegte; s. Geithner (2014), S. 156.

24 Nachdem JPMorgan Chase die Transaktionen von Bear Stearns garantiert hatte, wollte die Bank zudem so schnell wie möglich die Kontrolle übernehmen; sie hatte keine Lust auf einen langen Kampf mit verärgerten Aktionären.

25 Hinzu kam die Tatsache, dass JPMorgan Chase Versicherungen gegen eine Insolvenz von Bear Stearns in erheblicher Höhe verkauft hatte. Durch die Übernahme entfiel die Notwendigkeit, Zahlungen auf diese Verträge zu leisten.

26 JP Morgan Chase (2009), S. 9.

27 Das Zitat stammt aus Reuters (2012).

28 S. Kapitel 10.

29 Das Zitat stammt aus Bernanke (2008).

30 Darüber hinaus ist sie Teil der Erklärung dafür, warum Fuld kein neues Kapital aufnehmen wollte, denn dies hätte die bestehenden Beteiligungen verwässert, einschließlich seiner eigenen.

31 Plath wird zitiert in *Wall Street Journal*, 1. Juli 2012, online.wsj.com.

32 Die Details der Übernahme von Merrill Lynch durch die Bank of America werden in Farrell (2010) beschrieben. Die unmittelbare Folge waren 22 Milliarden Dollar an zusätzlichen Verlusten für die stolze Muttergesellschaft, die im Januar 2009 bekannt gegeben wurden und der wichtigste Auslöser für die erforderliche zweite Rettung der Bank of America waren (mehr dazu weiter unten).

33 Suskind (2011), S. 43, Hervorhebung im Original.

34 Letztlich war Paulson möglicherweise doch bereit, den Pragmatismus, für den er bekannt war, erneut zu zeigen. Er hätte sich vielleicht an dem Deal mit der Bank of America beteiligt, doch als erfahrener Unterhändler wollte er nicht zu viel bezahlen. Durch den vorübergehenden Rückzug konnte er seine Verhandlungsposition stärken. Doch als der Chef seines Mitarbeiterstabs vor der Presse als seine Position darstellte, staatliches Geld gebe es nur über seine Leiche, war der Minister in eine Ecke gedrängt; Wessel (2009), S. 15. Paulson mag geistig flexibel und pragmatisch gewesen sein, aber er wollte sich nicht dabei erwischen lassen, eine rote Linie zu ziehen und sie dann sofort zu überschreiten. Inmitten einer Krise spielte es dabei keine Rolle, ob die Worte von ihm selbst kamen oder von seinem Stabschef.

35 Ein Beleg dafür ist das Protokoll der FOMC-Sitzung im Juni (Board of Governors 2014, S. 4).

36 Financial Crisis Inquiry Commission (2011), S. 325-330.

37 Bernanke und Paulson wiesen in einem Treffen mit Barney Frank auf die Notwendigkeit hin, mehr Befugnisse zur Bankenabwicklung zu bekommen, doch das Parlament war nicht bereit, das Thema aufzunehmen (Geithner 2014, S. 164).

38 Als Lehman Brothers offiziell insolvent war, konnte Barclays doch noch kommen und das nordamerikanische Investmentbanking-Geschäft für günstige 250 Millionen Dollar kaufen, ohne dabei das Portfolio an toxischen Wertpapieren übernehmen zu müssen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

39 Die Märkte in Japan, Hongkong und Südkorea waren wegen eines Feiertags geschlossen.

40 Der britische Insolvenzverwalter von Lehman Brothers beschloss dann, die beim britischen Geschäft der Bank liegenden Sicherheiten einzufrieren, um zu verhindern, dass diese Mittel aus dem Land flossen. Dies war wenig hilfreich. Am Ende bekamen die Hedgefonds und anderen Kunden, die über den Londoner Arm handelten, zwar ihr Geld zurück. Erst einmal aber nicht. In der Zwischenzeit waren sie deshalb gezwungen, andere Vermögenswerte zu verkaufen, um sich Liquidität zu verschaffen, was noch mehr Probleme für andere Anleger schuf.

Kapitel 13: Die Spirale

1 Starr leitete das Unternehmen bis in die 1960er-Jahre hinein. Unter anderem stiftete er in dieser Zeit die C. V. Starr East Asian Library an der University of California in Berkeley. Die umfassendste Darstellung von Starrs Abenteuern findet sich in Shelp und Ehrbar (2006); s. außerdem Stafford (1999) und Waller (2011).

2 Diese Geschichte wird erzählt in Tett (2009).

3 Die Informationen in diesem Absatz entstammen Morgenson (2008).

4 Boyd (2011), S. 16.

5 US House of Representatives (2009), S. 32.

6 Die Aktivitäten von AIG Financial Products wurden von europäischen Behörden nur dann beaufsichtigt, wenn daran der Europabereich der französischen Tochtergesellschaft Banque AIG beteiligt war. Die Regulierung der Holdinggesellschaft überließen die Europäer in ihrer Weisheit dem OTS.

7 S. Kapitel 12.

8 Im Jahr 2009 verklagte die SEC die Bents wegen Betrugs, weil sie Anleger, Regulierer und Treuhänder in die Irre geführt hätten, indem sie nicht korrekt über die Schwierigkeiten des Fonds informierten und den Eindruck erweckten, sie würden zusätzliches Geld bereitstellen. Im Jahr 2012 wurde Bent Junior in einem Punkt der Fahrlässigkeit schuldig gesprochen, vom Betrugsvorwurf wurden er und sein Vater jedoch freigesprochen, was allgemein als Niederlage für die SEC angesehen wurde.

9 Zitiert in Shifrin (2008).

10 Dies berichten McCabe, Ciriani, Holscher und Martin (2012) unter Berufung auf vertrauliche Daten.

11 Der Ursprung und die Überlegungen zu Regulation Q sind in Kapitel 4 und dort in Anm. 4 beschrieben.

12 Dies war nicht das erste Mal, dass das Finanzministerium in einer Extremsituation auf den ESF zurückgriff. Schon in den Jahren 1994 und 1995 war er für Notfall-Währungsswaps und Garantien für Mexiko während der Finanzkrise des Landes genutzt worden (Schwartz 1997). Der Kongress schrieb daraufhin enge Grenzen für seinen Einsatz vor und verhinderte, dass der Fonds für weitere Rettungen im Ausland genutzt wurde. Verärgert darüber, dass der ESF für weitere Rettungsmaßnahmen der Finanzindustrie jetzt ohne explizite Autorisierung durch die Legislative zum Einsatz kam, sollte der Kongress später die Freiheiten des Finanzministers beim Zugriff darauf ein weiteres Mal einschränken.

13 Um Daten zur Kreditaufnahme über die AMLF zu bekommen und mit den Einnahmen von State Street vergleichen zu können, musste sich Bloomberg News erst auf den Freedom of Information Act berufen; s. Condon (2011).

14 US House of Representatives (2009), S. 51, 62.

15 Zur Erinnerung: Dasselbe Beispiel wurde schon bei der Bear-Stearns-Rettung herangezogen, wobei Bear Stearns seinerzeit die einzige Bank gewesen war, die sich weigerte, sich am LTCM-Pool zu beteiligen (Kapitel 12).

16 Später brauchte die Versicherung erneut Geld, sodass der staatliche Anteil auf 92 % stieg.

17 In der Folge wurden sie als nicht streng genug kritisiert, weil sie der AIG die Möglichkeit gaben, ihre Bank-Kontrahenten wie Société Générale auszuzahlen. Andererseits galten sie als zu streng, weil den Aktionären nur 20 % ihrer früheren Beteiligung an dem Unternehmen verblieben. Vor dem US District Court reichte Hank Greenberg eine Klage gegen die Regierung ein, weil sie durch die Enteignung von Aktionären – wie insbesondere ihm selbst – ohne angemessenes Verfahren und gerechte Entschädigung gegen die Verfassung verstoßen habe. Seine Klage wurde im Jahr 2012 abgewiesen.

18 Mit dem Verkauf ihrer AIG-Aktien und -Optionsscheine konnte die Regierung später einen Gewinn von 23 Milliarden Dollar erzielen. Davon abzuziehen sind Verluste für den öffentlichen Sektor von etwa 18 Milliarden Dollar, weil AIG erlaubt wurde, mit seinen operativen Nettoverlusten spätere Steuerzahlungen zu verringern.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

19 Paulson (2010), S. 323.

20 Wenn weniger als vier andere Gouverneure verfügbar waren, reichte die einstimmige Zustimmung der Anwesenden aus.

Kapitel 14: Fisch oder Fleisch?

1 S. auch Kapitel 6.

2 Jedenfalls nicht ohne Unterstützung der Fed für die Zentralbanken in Europa.

3 Eigentlich kaufte Fortis nur das Retail-Geschäft von ABN AMRO in den Beneluxstaaten, doch das machte keinen großen Unterschied. Die anderen Teile wurden von der Royal Bank of Scotland und der Santander Group übernommen: Die Wholesale-Division und das Asiengeschäft gingen an die RBOS, Brasilien und Italien an Santander.

4 Am Ende verklagte Greywolf Fortis wegen des gescheiterten Geschäfts. Dies führte zu einer Gegenklage, bei der die Angabe von 400 Millionen Euro Verlust bekannt wurde.

5 Mehr über die irische Bankenkrise in Kapitel 25.

6 Konten bei Kaupthing Edge konnten auch von Kunden in Großbritannien, Belgien, Norwegen, Deutschland, Finnland, Schweden, Österreich und der Schweiz eröffnet werden.

7 Dies gilt für inländische und ausländische Kommentatoren gleichermaßen: s. Lewis (2009), Boyes (2009) und Jónsson (2009).

8 Grímsson (2005), S. 1, 4.

9 Details s. Dwyer (2011).

10 Mehr darüber in Kapitel 4.

11 Die Verdoppelung fand zwischen September 2007 und März 2008 statt.

12 Die Details zu den in diesem Absatz beschriebenen Transaktionen stammen von Baldursson und Portes (2013). Im Grunde argumentieren die Autoren, mit den isländischen Banken sei alles in Ordnung gewesen, bis sie von der Krise erwischt wurden und die Banker begannen, alles aufs Spiel zu setzen. Damit werden allerdings frühere Exzesse heruntergespielt.

13 Baldursson und Portes (2013), S. 10.

14 Das bestehende Eigenkapital wurde um 85 % heruntergeschrieben, was der Regierung einen Anteil von 75 % verschaffte; s. auch unten und Anm. 17.

15 Die Herabstufung betraf mit Straumur Burdaras Investment Bank noch ein viertes Finanzinstitut.

16 Der EZB muss man zugute halten, dass sie später weitere Sicherheitenanforderungen an Glitnir und Landsbanki verschob.

17 Bei den Vorbereitungen dafür beschlossen Zentralbankchef Oddsson und Premierminister Geir Haarde, Oddssons Nachfolger als Parteichef, in einem Telefongespräch, Kaupthing 500 Millionen Euro zu leihen. Anders als der geplante 600-Millionen-Euro-Kredit an Glitnir, der nie ausgezahlt wurde, floss dieser hier tatsächlich. Die Gründe dafür wurden nie vollständig geklärt; s. Sigrún Davíðsdóttir, *The only secret from October 6 2008: a CBI loan of €500m to Kaupthing – updated (again)*, http://uti.is/2013/03/the-only-secret-from-october-6-2008-a-cbi-loan-of-e500m-to-kaupthing/.

18 Bis zu Einlagen von 50.000 Pfund war der Rest dann von der britischen Einlagensicherung abgedeckt; zur Zeit der Landsbanki-Pleite lagen rund 800 Millionen Pfund an Einlagen über dieser Grenze. Die britischen Behörden kamen rasch zu dem Schluss, dass auch dieses Geld ausgezahlt werden sollte, um einen Vertrauensverlust zu vermeiden. Nachdem britische und niederländische Einlagenkunden entschädigt worden waren, versuchten die beiden Länder, sich das Geld aus Island zurückzuholen. Im isländischen Parlament wurden zwei Gesetze verabschiedet, die in beiden Fällen die Regierung autorisierten, die Rückzahlung bis zum EU-Maximum zu garantieren. Über beide Gesetze ließ der Präsident anschließend das Volk abstimmen, und beide wurden abgelehnt. Im Januar 2009 urteilte der Gerichtshof des Europäischen Wirtschaftsraums, dass die isländische Regierung nicht verpflichtet sei, die anderen beiden Regierungen zu entschädigen. 2014 unternahmen die Regierungen der Niederlande und Großbritanniens, die sich nicht so leicht entmutigen ließen, einen weiteren Versuch, ihr Geld zurückzubekommen, und klagten gegen den isländischen Einlagensicherungsfonds. Auch

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

diese Bemühungen sollten sich als fruchtlos erweisen, denn zusammen forderten die beiden Länder nahezu 9 Milliarden Dollar an Zinsen und Nennwert, was fast 60 % des isländischen BIP entspricht; das Vermögen des Einlagensicherungsfonds betrug demgegenüber nur 300 Millionen Dollar.

19 Zitiert in einem Interview mit dem *Wall Street Journal* (2008).

20 Die Inhalte der einzelnen Schilder unterschieden sich leicht, doch die Kernbotschaft war immer dieselbe.

Kapitel 15: Erholung oder Reformen

1 Oliver und Marion (2010), S. 95.

2 Die Krise in Chicago war ausgelöst worden von einem Streik der Association of Real Estate Taxpayers, der das Eintreiben von Immobiliensteuern verzögerte. Der Verband, der sich als Vertretung von notleidenden Hauseigentümern aus der Arbeiterklasse präsentierte, bestand in Wirklichkeit aus großen Immobilienbesitzern. Die Stadt war bald nicht mehr in der Lage, die Zinsen auf ihre Kommunalanleihen zu bezahlen, von denen viele von lokalen Banken gehalten wurden, was wiederum zu der in Kapitel 10 beschriebenen Bankenkrise beitrug. Die Reaktion von Cermak bestand darin, die Banken einschließlich Charles Dawes' Central Republic Trust dazu zu überreden, mehr von seinen Anleihen zu kaufen, und die RFC darum zu bitten, sie als Sicherheit für Kredite zu akzeptieren.

3 Die genauen Angaben dazu unterscheiden sich, weil manche Bundesstaaten mehr als einmal Bankfeiertage ausriefen, manche Banken von selbst vorübergehend schlossen, manche Schließungen nur in bestimmten Städten statt im ganzen Bundesstaat galten und andere auf Teile von Bundesstaaten begrenzt waren.

4 Dies hielt er in einem handschriftlichen Appell fest, der FDR während eines Banketts im New Yorker Hotel Astor am 18. Februar von einem Mitarbeiter des Secret Service zugestellt wurde. Vorher hatte Hoover versucht, Roosevelt direkt zu kontaktieren, doch ihm wurde gesagt, FDR befinde sich auf einem Angelausflug auf der Jacht von Astor. Später behauptete Roosevelt, dass er vor dem 1. März nicht antwortete, habe an einem Fehler seines Sekretariats gelegen.

5 Eine nützliche Zusammenfassung, wenn man über die politischen Untertöne der Vergangenheit hinwegsieht, findet sich in Best (1991) oder differenzierter in Moley (1966).

6 S. Kapitel 1. Der Unterschied zu 2009 und 2010, als sich Progressive für die Zerschlagung großer Banken statt großer Industrieunternehmen einsetzten, erklärt sich durch die Tatsache, dass die Banken zwar auch schon 1933 teils groß und suspekt, aber durch Gesetze gegen Filialen eingeschränkt waren. Mit der Verabschiedung des Glass-Steagall Act bekamen dann aber auch die Banken eine Brandeis-Behandlung.

7 Umso bemerkenswerter, dass der Supreme Court unter der Führung von Brandeis zwei Jahre später das NIRA-Gesetz als verfassungswidrig zurückwies (s. unten).

8 *New York Times*, 31. Dezember 1933, S. 2; in den Worten von Keynes: »Der NIRA, bei dem es sich im Wesentlichen um Reformen handeln und der wahrscheinlich die Erholung behindert, wurde zu schnell verabschiedet, mit der Behauptung, dies sei Teil der Maßnahmen zur Erholung.« In seiner Jahresansprache vor dem Kongress im Januar 1935 erwiderte FDR: »Der Versuch, eine Unterscheidung zwischen Erholung und Reform zu machen, ist ein eng gedachter Versuch, die Realität durch den Anschein von Realität zu ersetzen. Wenn sich ein Mensch von einer Krankheit erholt, ist es ratsam, nicht nur die Symptome zu heilen, sondern auch ihre Ursache zu bekämpfen.« Franklin D. Roosevelt, »Annual Message to Congress«, 4. Januar 1935, online bei Gerhard Peters und John T. Woolley, The American Presidency Project, http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=14890.

9 Dies kann man als Vorläufer des von Galbraith (1952) formulierten Konzepts einer Gegenmacht verstehen.

10 Wie der erste Finanzminister von Barack Obama hatte Woodin zuvor im Board der Federal Reserve Bank of New York gesessen. Dass der Bankenausschuss des Senats ihn später auf einer Liste von bevorzugten Kunden von J.P. Morgan fand und belegte, dass er Optionen auf Vorzugsaktien erhalten hatte, wofür er von Huey Long kritisiert wurde, könnte seinen Abschied beschleunigt haben (s. unten). Das Gleiche gilt für die Entscheidung von FDR, den Goldstandard aufzugeben. Mit dem früheren Kabinettsmitglied Charles Dawes verband Woodin zudem die Liebe zur Musik (Kapitel 3); bei der Amtseinführung von FDR wurde sein »Franklin D. Roosevelt March« gespielt. Als die Beibehaltung des Goldstandards im Frühjahr 1933 zum Streitthema in der Regierung wurde, komponierte er ein Sonett mit dem Titel »Wiegenlied für Silber«.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

11 Dieser berühmte Artikel über Schuldendeflation war Fisher (1933). Als Lösung für das Problem schlug Fisher einen ausgeglichenen Dollar vor: Der Dollarpreis von Gold sollte für jedes Prozent Rückgang des Preisniveaus um 1 % fallen; dies lieferte später die intellektuelle Deckung für das im Oktober begonnene Goldkaufprogramm. Der Plan für den Compensated Dollar war inspiriert vom Präsidentschaftswahlkampf von William Jennings Bryan im Jahr 1896, wie in Fisher (1911) beschrieben. Er war zwar kein Berater von FDR, doch Fisher arbeitete mit dem Committee for the Nation zusammen, einer von Frank Vanderlip, dem früheren Präsidenten der National City Bank, organisierten Gruppe von Bankern und Geschäftsleuten, die sich für eine Stabilisierung des Preisniveaus einsetzte (Bratter 1941). Als Berater für das Committee kam Warren in Kontakt mit Fishers Ideen.

12 Im Prinzip das Gleiche wollte eine Gruppe von Ökonomen an der University of Chicago, deren »Chicago Plan« dem Landwirtschaftsminister Henry Wallace im März vorgelegt wurde. Demnach sollten die Banken unter Kontrolle des Federal Reserve System wieder öffnen dürfen, sollten aber in »Vollreserve-« oder »100-Prozent-Reserve-«Banken umgewandelt werden, die nur in sichere Vermögenswerte investieren dürfen. Für das analoge Beispiel nach der Großen Depression s. Kotlikoff (2010). Alter (2010) beschreibt ein privates Abendessen im Weißen Haus im April 2009, bei dem sich Krugman und Stiglitz für eine Verstaatlichung aussprachen.

13 Das Zitat stammt aus Roosevelts erster Antrittsrede, verfügbar unter http://www.inaugural.senate.gov/swearing-in/address/address-by-franklin-d-roosevelt-1933.

14 Mills war Republikaner, aber auch ein Harvard-Kommilitone von Roosevelt. Arthur Ballantine war, wie in Kapitel 10 erwähnt, ebenfalls ein Kommilitone.

15 Das Gleiche wurde FDR von Rene Leon vorgeschlagen, einem Berater für das House Banking and Currency Committee. Roosevelt schickte dann Tugwell nach Washington, wo er das einzige vorhandene Exemplar des Gesetzes in der Accounts and Deposits Division des Finanzministeriums aufspürte. Wie sich zeigte, war die relevante Vorschrift rot unterstrichen, was zeigte, dass Hoover über diese Option schon nachgedacht hatte (Hitzik 2011, S. 39).

16 In diesem Fall waren es sieben Seiten statt drei. Das Vorlesen übernahm Henry Steagall, Vorsitzender des Bankenausschusses im Repräsentantenhaus. Im Senat las Carter Glass anschließend Auszüge vor, doch als sich die Kammer mit dem Gesetz beschäftigte, wurden vom Government Printing Office mehrere Kopien zur Verfügung gestellt.

17 S. Moley (1966), S. 144; Henry (1960), S. 347f.

18 Das Finanzministerium wollte, dass das Federal Reserve System die Wiedereröffnung genehmigt, doch die Federal Reserve warnte, diese Verantwortung solle das Ministerium übernehmen. Am Ende wurde sie geteilt: Die Banken des Reserve System und andere Aufsichtsbehörden gaben Empfehlungen ab, und solvente Banken konnten dann mit dem Segen des Ministeriums wieder öffnen.

19 *New York Times*, 14. März 1933, S. 1.

20 Moley (1939), S. 155.

21 Die Banken wollten weiterhin nur ungern um staatliche Hilfe bitten, weil sie sich an die Peinlichkeit erinnerten, als im Januar eine Liste der von der RFC unterstützten Institute publik wurde. Jones' Antwort auf die Sorge, Banken, die staatliches Kapital akzeptieren, könnten negativ auffallen, bestand darin, darauf zu bestehen, dass sich jede von ihnen um RFC-Hilfe bewirbt. Vor der American Banker Association in Chicago drohte er, Banken sollten sich bewerben, andernfalls ... . Dies erinnert an das Zögern von großen US-Banken, sich TARP-Geld zu leihen, und an die kompromisslose Haltung, die Finanzminister Paulson und New-York-Fed-Präsident Geithner ihnen gegenüber dann zeigten. Manufacturers Trust machte nun den Anfang. Bis Mitte 1935 hatte die RFC rund 1,3 Milliarden an Aktien und anderen Kapitalinstrumenten von fast 7000 Banken gekauft.

22 Beard und Smith (1940), S. 78.

23 Norris (1937), S. 232f.

24 Nadler und Bogen (1933), S. 174; Silber (2009), S. 25.

25 Der wichtigste Vertreter der Ansicht, dass die Explosion der Risikoaufschläge für Staatsanleihen in Europa in den Jahren 2011 und 2012 wie beim Run auf die US-Banken in 1933 auf Panik beruhte, ist Paul de Grauwe; s. De Grauwe und Ji (2013). Die OMT werden in Kapitel 26 näher beschrieben.

26 Dies ist die Ansicht von Eggertsson (2008).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

27 Franklin D. Roosevelt, »Message to Congress on Economies in Government«, 10. März 1933, online bei Gerhard Peters und John T. Woolley, The American Presidency Project, http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=14496.

28 S. Kapitel 23.

29 Das Zitat von Douglas stammt aus einem Artikel über seine Berufung in der *New York Times* vom 19. März 1933, S. SM3. Derselbe Lewis Douglas sollte einen Monat später, als Roosevelt seine Absicht verkündete, den Goldstandard aufzugeben, erklären, dies sei das Ende der westlichen Zivilisation.

30 Nebenbei sollte es 150 Millionen Dollar an höheren Einnahmen durch neue Steuern auf Bier und Wein geben, die aber erst in einiger Zeit anfallen würden.

31 Hier gibt es eine auffällige Parallele zu den Kürzungen um 8,5 % durch den sogenannten Sequester im Jahr 2013.

32 MacArthur ging dabei über seine Befehle hinaus. Präsident Hoover hatte ihn instruiert, die Demonstranten aus dem zentralen Geschäftsdistrikt von Washington zu verjagen, aber das konnte ihn nicht bremsen. Hoover wies ihn dafür nur im Privaten zurecht, sodass die Presse den Präsidenten verantwortlich machte.

33 Roosevelts Defizite in den Fiskaljahren 1934 und 1936 waren letztlich höher als die von Hoover 1932 und 1933, allerdings nur wenig, weil im Zuge der Wirtschaftserholung auch die Steuereinnahmen stiegen. Und nachdem die Prohibition inzwischen Geschichte war, trug die Verkaufssteuer auf Alkohol jetzt volle 15 % zu den staatlichen Einnahmen bei.

34 Franklin D. Roosevelt, »Annual Message to Congress«, 4. Januar 1935, online bei Gerhard Peters und John T. Woolley, The American Presidency Project, http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=14890.

35 Roosevelt hatte bereits vorher einmal sein Veto gegen ein Gesetz zur Auszahlung des Bonus eingelegt. Sein zweites Veto wurde vom Kongress im Januar 1936 überstimmt.

36 Zu diesem Schluss kommen Ökonomen unterschiedlicher Ausrichtungen (Brown 1956, Peppers 1973, Romer 1992). Weil Christina Romer später ein Amt in der Regierung Obama bekam, hatte diese Analyse einen gewissen Einfluss auf das Konjunkturpaket 2009 (s. Kapitel 20).

37 *New York Times*, 6. März 1933, S. 1. Außerdem sammelte Woodin Goldmünzen. Dies könnte erklären, warum er eine Ausnahme für seltene und ungewöhnliche Münzen vorsah, als er einen Monat später instruiert wurde, eine Verordnung zu erlassen, nach der Münzen, Barren und Zertifikate bei der Regierung abzugeben seien.

38 McKenney (1939), zitiert in Leuchtenburg (1968), S. 21.

39 Quelle hierfür ist der Index des Federal Reserve Board.

40 S. Kapitel 10.

41 *New York Times*, 20. April 1933, S. 1. Der Dollar fiel unterdessen um 11,5 % gegenüber den Währungen der Länder, die noch am Goldstandard festhielten; dies zeigt die Erwartung, dass die Preise in den USA steigen würden.

42 Barnard (1958), S. 272f.

43 Warburg (1964), S. 128. James Warburg, Sohn des deutsch-amerikanischen Finanziers Paul Warburg und manchmal als Vater des Federal Reserve System bezeichnet, war als Finanzberater der US-Delegation vor Ort.

44 S. Kapitel 10.

45 S. zum Beispiel die Berichterstattung von BBC News in Schifferes (2009). Der britische Premierminister Gordon Brown beschreibt in seinen Memoiren (Brown 2010), wie seine Bemühungen um eine international koordinierte Reaktion auf die Große Rezession (Großbritannien hatte damals den Vorsitz der G-20 inne) vom Scheitern der Konferenz 1933 beeinflusst waren; mehr dazu s. Kapitel 24. Für H. G. Wells, der schon Montagu Norman als unwiderstehliches Ziel seines Spottes empfunden hatte, war die Londoner Konferenz ein gefundenes Fressen. In *The Shape of Things to Come* fragte er: »Wie können zu Vertretern der Nation ernannte Männer eine Zusammenlegung von nationalen Interessen akzeptieren? Sie waren tatsächlich absolut bereit, die Lage der Welt zu revolutionieren und aus sich häufendem Elend Hoffnung, Fülle und Ordnung zu machen, doch nur unter der unmöglichen Bedingung, dass sie sich selbst nicht ändern müssen und dass nichts, was wesentlich für ihre Bedeutung ist, geändert wird.« (S. 131).

46 FDR bot Herriot bei dessen Besuch in Washington, D.C. eine internationale Vereinbarung an, nach der die Staaten ihre Wechselkurse stabil halten, aber synchron reflationieren sollten. Die Franzosen wiesen diesen Vorschlag als inflationär und schädlich für das Vertrauen zurück (Nichols 1951).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

47 Dass dieses Vorgehen eine Abstimmung bei anderen Fragen erschwerte, war unglücklich, aber nicht zu vermeiden. Kennedy argumentiert wie Hoover, aus dem Scheitern der Konferenz habe Hitler geschlossen, dass die USA nicht bereit seien, sich in Europa zu engagieren, dass »die westlichen Mächte […] wenig Appetit auf konzertiertes Handeln im Angesicht der Gefahr hatten« und dass er ohne Angst vor amerikanischer Vergeltung mehr oder weniger tun könne, was er wolle (Kennedy 1999, S. 155).

48 Jones (1951), S. 249.

49 Keynes schlug noch eine dritte Option vor: eine Vereinbarung mit anderen Ländern über eine Stabilisierung der Wechselkurse zusammen mit einer Einigung über gemeinsame Maßnahmen zur Stabilisierung des Preisniveaus. In der Praxis war dies jedoch nicht möglich, denn wichtige Akteure wie Frankreich hatten noch den Goldstandard (s. unten), und das Scheitern der Londoner Konferenz hatte einen bitteren Nachgeschmack hinterlassen.

50 Am 15. Januar 1934 legte die Regierung dem Kongress ein Gesetz vor, das den Präsidenten autorisieren sollte, den Goldgehalt des Dollar auf 50–60 % seines früheren Niveaus zu verringern. Am 16. Januar übernahm die Federal Reserve von der RFC die Verantwortung für die Umsetzung des Goldkaufprogramms. Am 30. Januar dann bekam der Präsident vom Kongress die gewünschte Autorisierung. Am nächsten Tag nutzte er sie, um den Preis von Gold auf 35 Dollar je Unze festzulegen.

51 Manche Beobachter kritisieren sowohl die Taktik als auch die Strategie. Sie stellen in Frage, ob die Abwertung des Dollar und das Hochtreiben des Goldpreises wirklich das Preisniveau stabilisieren konnten (dies erinnert an die Skepsis über die Wirksamkeit der quantitativen Lockerung durch die Zentralbanken als Antwort auf die Große Rezession). Dabei verweisen sie auf die Tatsache, dass es keine direkt proportionale Reaktion der Rohstoffpreise auf Veränderungen beim Ankaufspreis für Gold gab (vgl. Kennedy 1999). Nach einem Sprung im April gaben die Rohstoffpreise Ende 1933 tatsächlich wieder nach. Standardmodelle sprechen jedoch dafür, dass die Preise auf Erwartungen in Bezug auf die künftige Politik reagieren, nicht auf deren Umsetzung. Bei flexiblen Rohstoffpreisen und festen Preisen für Arbeit werden die flexiblen Preise demnach zunächst überschießen und später wieder nachgeben (Frankel 1986). Die Entwicklung in den USA ab 1933 passt zu dieser Interpretation (Temin und Wigmore 1990).

52 Diesen Ausdruck prägte der französische Premierminister Charles de Gaulle oder genauer sein Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing in den 1960er-Jahren, als er die asymmetrische Rolle des Dollar im Bretton-Woods-System nach dem Zweiten Weltkrieg kritisierte.

Kapitel 16: Für jeden etwas

1 Wallace fand nicht, dass sich beides gegenseitig ausschloss. Außer für technische Verbesserungen und Stilllegungen sprach er sich für geldpolitische Maßnahmen als Reaktion auf die Probleme der Farmer aus (Shapsmeier und Shapsmeier 1968). Die konkreten Regelungen des Stilllegungsprogramms waren stark von dem »Zuteilungsplan« von Prof. M. L. Wilson vom Montana State College inspiriert. In den 1920er-Jahren war Wilson ein Anhänger von Anreizen zur Effizienzerhöhung gewesen, doch weil die nur langsam wirkten, schwenkte er um auf das Zuteilungsprogramm (Rowley 1969). Rex Tugwell entdeckte Wilson während des Wahlkampfs 1932, als er an einer von der Giannini Foundation for Agricultural Economics finanzierten Veranstaltung teilnahm.

2 Wie in Kapitel 1 dargelegt. In den 1930er-Jahren ging es so weiter; s. Field (2011).

3 »Message to Congress Recommending Enactment of the National Industrial Recovery Act« (17. Mai 1933), online bei Gerhard Peters und John T. Woolley, The American Presidency Project, www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=14646.

4 Bei dieser Arbeit handelte es sich um Berle und Means (1933).

5 Manche Historiker schreiben unter Verweis auf das Beispiel von Henry Ford und des 5-Dollar-Tages, höhere Löhne hätten über eine Stimulierung der Konsumnachfrage helfen können. Es lässt sich jedoch kaum ein konsistentes Modell entwickeln, in dem die positiven Auswirkungen des NIRA die negativen überwiegen würden. Ford selbst war ein eingefleischter Gegner des Gesetzes.

6 Detaillierter beschrieben sind diese Entwicklungen bei Sumner (1990).

7 S. Weinstein (1980), Friedman und Schwarz (1963), S. 495, als Zitat aus Roose (1954) sowie Cole und Ohanian (2004).

8 S. hierzu Wecter (1948).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

9 S. Anderson (2000).

10 *Chicago Tribune*, 29. Mai 1935, S. 12.

11 Durch das Gesetz wurden die Pensionen von Bahngesellschaften in einem einzigen gemeinsamen Pool zusammengelegt, was der Supreme Court untersagte, weil manche der Gesellschaften vorher höhere Einzahlungen geleistet hatten als andere.

12 Auf dieser Grundlage bestätigte das Gericht im Fall United States vs. Darby Lumber Co. den Fair Labor Standards Act und ein Mindestlohngesetz des Bundesstaats Washington, womit es eine frühere Entscheidung zum New Yorker Mindestlohn umkehrte.

13 Die neue Körperschaft wurde anfangs als Federal Bank Deposit Insurance Corporation (FBDIC) bezeichnet, was aber bald zu FDIC verkürzt wurde. Gleichzeitig erlaubte der Glass-Steagall Act Filialeröffnungen im gesamten Bundesstaat außer in solchen, in denen dies explizit verboten war. Zuvor hatten nur zwölf Bundesstaaten flächendeckende Filialen zugelassen, vier von ihnen in Vorwegnahme von Glass-Steagall. Ein weiteres Dutzend Staaten erlaubte Filialen in begrenzterem Umfang. Glass, dessen Ansichten von seinen Erfahrungen in den 1920er-Jahren geprägt waren, war der Meinung, dass Einzelbanken nicht mit Finanzstabilität vereinbar seien. Es ist interessant zu sehen, dass im Jahr 1933 Fragmentation als Gefahr für die Stabilität verstanden wurde, während 2010 Konzentration und Größe – zu groß zum Scheitern und zu komplex zum Steuern – als die größten Probleme galten.

14 *New York Times*, 16. Juni 1933, S. 14. Die Kampagne wurde sogar noch nach der Verabschiedung des Gesetzes fortgeführt. Bei ihrer Jahresversammlung am 27. Juni in Lake George im Bundesstaat New York verdammte die State Bankers' Association die Glass-Steagall-Regeln, die Filialeröffnungen in ganzen Bundesstaaten erlaubten, und verabschiedete eine Resolution, in der sie eine Aufhebung oder Veränderung des Gesetzes forderte.

15 Der Ausschuss hatte unter zwei früheren, weniger effektiven Juristen schon seit April 1932 den Crash am Aktienmarkt und das Geschehen darum herum untersucht, bis dann im Januar 1933 Pecora die Leitung übernahm.

16 Zu Paulson s. Kapitel 11; das »Freunde von Angelo«-Programm ist beschrieben in US House of Representatives (2009).

17 Aldrich war der Sohn von Nelson Aldrich, dem Senator aus Rhode Island (1881–1911), der bei der Gründung des Federal Reserve System geholfen hatte.

18 Zusätzlich wussten die großen Banken, die sich für eine nationale Einlagensicherung einsetzten, dass ihre Einführung unwahrscheinlicher war, solange man davon ausging, dass die versicherten Einlagen die riskanten Aktivitäten von Investmentbanken finanzieren. Die Unterteilung des Finanzsystems in »riskante« Investmentbanken und relativ »sichere« Geschäftsbanken war insofern eine Möglichkeit, die Argumente für eine Einlagensicherung (mehr dazu unten) zu stärken.

19 Katznelson (2013), S. 124.

20 Zuletzt wurde argumentiert, der Glass-Steagall Act sei ein faustischer Pakt zwischen kleinen und großen Banken gewesen: Die großen Banken bekamen die Genehmigung für Filialeröffnungen, die kleinen Institute, die aufgrund ihrer regional und wirtschaftlich konzentrierten Portfolios seit Langem mit Vertrauensproblemen zu kämpfen gehabt hatten, bekamen die Einlagensicherung. Das Problem an dieser Darstellung ist: Wie oben erklärt, unterstützten die kleinen Banken keineswegs sämtlich eine Einlagensicherung – in vielen Fällen standen die Verbände, von denen sie vertreten wurden, ihr ablehnend gegenüber. Die Heterogenität der Ansichten unter kleinen ländlichen Banken wird auch von Keeton (1990) betont.

21 Dies war laut Calomiris und White (1994) letztlich der Grund für die Einführung der Einlagensicherung.

22 Diese Gesetze wurden deshalb als »Blue Sky«-Gesetze bezeichnet, weil sie eine Reaktion auf Klagen waren, laut denen unehrliche Finanzverkäufer Wertpapiere verkauft hätten, »hinter denen nichts stand als der klare blaue Himmel«.

23 Später wurde die Durchsetzung des Martin Act verbessert. Eliot Spitzer nutzte ihn, um den AIG-CEO Hank Greenberg aus dem Amt zu bekommen, sein Nachfolger Eric Schneiderman machte davon Gebrauch, um JPMorgan wegen der Täuschung von Käufern von hypothekenbesicherten Wertpapieren von Bear Stearns anzuklagen – dies war die Klage, über die sich Jamie Dimon so bitter beschwerte (s. Kapitel 12).

24 Seligman (1982), S. 49.

25 Brandeis (1914), S. 62.

26 Ursprünglich sollte diese Aufgabe von der Federal Trade Commission übernommen werden, was zeigt, wie sehr die Anlegerschutzgesetze der Bundesstaaten durch Verkäufe per Post umgangen wurden. Schon vorher

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

hatte Samuel Untermeyer, ein langjähriger Kämpfer für Anlegerrechte und Berater der Pujo-Kommission, die Vorläuferorganistion der Pecora-Kommission vor dem Ersten Weltkrieg, empfohlen, diese Kompetenz dem Post Office zuzuweisen (weil die Gesetze durch Briefe umgangen wurden). Erst im Jahr 1934 verständigte man sich darauf, mit der Securities and Exchange Commission eine eigene Behörde für die Aufgabe zu etablieren.

27 Die Zahlen für 2005 und 2010 beziehen sich auf Einfamilienhäuser; die Daten stammen von der National Association of Home Builders.

28 Calders Engagement für staatliche Hilfen für den Häusermarkt fand 80 Jahre später ein Echo bei den Anhängern der staatlichen Ziele zu »bezahlbarem Wohnraum«. Allerdings verhinderte Calders Engagement nicht, dass er bei seiner Kandidatur für eine Wiederwahl im Jahr 1922 geschlagen wurde.

29 In einer weiteren Konzession aufgrund der angespannten Lage bekamen Kreditnehmer die Option, Zinsen nur in den ersten drei Jahren zu bezahlen. In den 1920er-Jahren hatten Hypotheken üblicherweise eine Laufzeit von nur fünf Jahren. Die Kreditnehmer mussten in dieser Zeit nur Zinsen bezahlen, um dann am Ende den gesamten Kreditbetrag abzulösen. In manchen Fällen boten Bausparkassen Verträge an, die sich mit der Zeit amortisierten und über zehn oder zwölf Jahre liefen, doch diese waren bei Hypotheken selten (Fishback, Rose und Snowden 2013). HOLC-Hypotheken dagegen wurden stets über die Laufzeit des Kredits abgezahlt, sodass am Ende keine hohe Schlussrate zu leisten war.

30 Wenn die Bewertung deutlich unter der Kredithöhe lag, wurde eine Nennwertreduktion angeboten, aber nur, wenn sich der Gläubiger einverstanden erklärte, beim Eingang der Zahlung von der HOLC einen entsprechenden Verlust auf sich zu nehmen. Wie Rose (2011) zeigt, gab es solche Reduktionen nur in wenigen Fällen, und im Durchschnitt betrugen sie dann 8 %. In der Praxis wurden die Bewertungen häufig eher hoch angesetzt, um mehr Kreditgeber zur Teilnahme zu bewegen.

31 Um sich für einen HOLC-Kredit zu qualifizieren, mussten die Kreditnehmer zunächst belegen, dass sie in der Lage waren, die Bedingungen dafür zu erfüllen. Zudem mussten sie nachweisen, dass eine Refinanzierung bei einem privaten Kreditgeber nicht möglich war. Manche Kreditnehmer gerieten trotzdem in Zahlungsverzug, sodass es bei 20 % der HOLC-Kredite Zwangsversteigerungen gab. Weil die Häuserpreise in der zweiten Hälfte der 1930er-Jahre nur mäßig fielen, waren HOLC-Kredite jedoch im Prinzip überbesichert, was die Verluste der Corporation begrenzte. Vollkommen vermeiden ließen sie sich aber nicht: Wie Fishback u.a. (2011) berichten, realisierte die HOLC bei jedem zwangsversteigerten Haus im Durchschnitt einen Verlust von 33 %.

32 Dass der Anteil am Hypothekenvolumen höher war als bei der Zahl der Hypotheken, lässt erkennen, dass die Arbeit der HOLC überproportional Hauseigentümern aus der Mittel- und Oberschicht zugute kam.

33 S. Courtemanche und Snowden (2011) sowie Fishback, Flores-Lagunes, Horrace, Kantor und Treber (2011). Die Mehrzahl der US-Bundesstaaten verhängte in den 1930er-Jahren Moratorien über Zwangsversteigerungen, doch die waren vorübergehend, sodass sie eher nicht deutlich zu mehr Bauaktivität beigetragen haben dürften.

34 Fishback u.a. (2011) kommen unter Berücksichtigung der von der HOLC ans Finanzministerium ausgezahlten Gewinne, der Finanzierungskosten des Ministeriums für die HOLC und des Wachstums ihrer Bilanz zu dem Schluss, dass die Kosten in der Größenordnung von 100 Millionen Dollar lagen. Legt man den Dollarwert von 1951 zugrunde, das Jahr, in dem die HOLC aufgelöst wurde, entsprechen diese 100 Millionen heute etwa 1 Milliarde Dollar. Zum Vergleich: Der US-Staatshaushalt für das Jahr 2009 hatte ein Volumen von 3,1 Billionen Dollar.

35 Fishback, Rose und Snowden (2013) kommen zu dem Schluss, dass die Häuserpreise in typischen kleinen Gemeinden durch die Intervention der HOLC 16 % höher waren, als es sonst der Fall gewesen wäre.

Kapitel 17: Takahashis Rache

1 Wie in Kapitel 2 beschrieben.

2 Gut erläutert wird dieser neue geldpolitische Rahmen von Bernanke, Laubach, Mishkin und Posen (1999).

3 S. Kapitel 12.

4 Die Bank of Taiwan war eine japanische Bank, die Verwaltungsaufgaben für Taiwan übernahm.

5 Diese Möglichkeit war 1923 und dann wieder 1927 debattiert worden, doch in beiden Fällen setzten sich andere Sachzwänge durch.

6 Nicht zufällig war Inoue zuvor Gouverneur der Zentralbank gewesen.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

7 Wie in Kapitel 10 beschrieben.

8 Die Liste der Banken, die bei der Spekulation gegen den Yen führend waren, findet sich bei Takahashis Biograf Smethurst (2007), S. 251.

9 Das tat er gleich an seinem ersten Tag im Amt. Es dauerte dann drei Tage, bis der Privy Council, ein Beratungsgremium für den neuen Premierminister Tsuyoshi Inukai, seine Entscheidung bestätigte.

10 Für Details s. Shima (1983).

11 Diese anderen Zentralbanker hatten die Vorstellung, die Bank of Japan könne die Staatsanleihen später am Markt verkaufen und mit solchen Offenmarktgeschäften die Zunahme der Geldmenge rückgängig machen. Tatsächlich kamen solche Verkäufe, doch sie hielten mit den Käufen kaum Schritt; s. Ide (2003).

12 Smethurst (2007), S. 250.

13 S. Kapitel 15.

14 Es liegt eine gewisse Ironie darin, dass Takahashi als Gegner von militärischen Abenteuern im Ausland letztlich von Militäroffizieren getötet wurde (s. unten). Als junger Mann wollte er seine Studien mithilfe eines amerikanischen Geschäftsmanns in den USA fortsetzen, der ihm Hilfe beim Fuß fassen in Kalifornien versprach. Bei seiner Ankunft stellte er fest, dass er im Prinzip ein abhängiger Diener war, gezwungen zur Arbeit als Hausjunge, um die Kosten seiner Reise abzuzahlen. Man kann sich denken, dass diese Erfahrung zumindest für seine englischen Sprachkenntnisse positiv war.

15 Nanto und Takagi (1985), S. 372.

16 Nach einer Rezession im Jahr 1934 setzte sich das beeindruckende Wirtschaftswachstum fort und hielt den Rest der 1930er-Jahre über an. Die hier genannten Zahlen stammen aus der Maddison-Datenbank (http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm).

17 Als offensichtlich wurde, dass eine solche Einigung nicht kommen würde, drängte Keynes auf die Bildung eines Währungsblocks mit dem Commonwealth und dem Empire, dessen gemeinsamer Wechselkurs zum Gold festgelegt, aber veränderlich sein sollte; Howson (1975), S. 84f., Morrison (2013), S. 33f. Später gab es tatsächlich einen Sterling-Block, da die Währungen von Mitgliedern von Commonwealth und Empire dem Fall des Pfund zum Dollar folgten und dann auf dem niedrigeren Niveau an das Pfund gebunden wurden.

18 Der neue Finanzminister zeichnete zugleich für die Umsetzung des Patentrezepts seiner Familie für Großbritannien verantwortlich: einen Zoll von 33 % auf sämtliche Importe.

19 Rock (1969), S. 86.

20 Howson (1980), S. 48.

21 Die Angaben beziehen sich auf die Geldmenge M3 nach Capie und Weber (1985).

22 Weiter unterstützt wurde dies durch eine umfangreiche Restrukturierung von Kriegsschulden im Jahr 1932, bei der die früheren hochverzinslichen Anleihen gegen Zwei-Prozent-Neuemissionen getauscht wurden. Das Gleiche taten auch andere Mitglieder von Commonwealth und Sterling-Raum, die zusammen mit Großbritannien den Goldstandard aufgegeben hatten (s. unten). Nach Schätzungen von Crafts (2013) konnte diese Ländergruppe den Realzins auf ihre Schulden dadurch von mehr als 5 % Ende der 1920er-Jahre auf nur noch 2 % Anfang der 1930er drücken. Der Kontrast zur Politik der Regierung Cameron ab 2010 und auch im Rest der Eurozone (s. Kapitel 24 und 26), die von der EZB nicht eben großzügig unterstützt wurde, dürfte offensichtlich sein.

23 Darauf verweist Urban (2009). Ähnlich äußert sich Ragnar Nurkse (1944) in seinem klassischen Werk über die Währungspolitik zwischen den beiden Weltkriegen zur Stabilität der Wechselkurse im Sterling-Raum und die Bereitschaft der Regierungen, ihre geldpolitische Autonomie zugunsten dieses höheren Ziels aufzugeben.

24 Erstmals hielt Wicksell einen Vortrag zu diesem Thema im Jahr 1898 vor der Swedish Economic Association; für eine Darstellung, die den Einfluss dieser Ökonomen herausstellt, s. Berg und Jonung (1998).

25 Zur Kreuger-Krise s. Kapitel 9; der Abschlag gegenüber dem Kurs zum Pfund Sterling im Jahr 1929 war mit 6 % relativ bescheiden.

26 Dieses Argument stammt von Straumann und Woitek (2009). Ähnlich lässt die moderne Wirtschaftsforschung nicht viel von der Vorstellung übrig, die schwedische Regierung habe vor Keynes eine keynesianische Politik betrieben (wie es bei Thomas 1937 heißt).

27 Venezuela, dessen Währung von starken Ölexporten gestützt wurde, war das einzige Land, das seinen Wechselkurs in dieser Zeit durchgehend frei schwanken ließ (McBeth 1983).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

28 Eine Ausnahme war Argentinien, das für den Export von Rindfleisch noch immer sehr auf den britischen Markt angewiesen war. Das Land bediente seine Schulden weiterhin, band den Peso an das Pfund Sterling und handelte eine Vereinbarung aus, um sich den Zugang zum britischen Markt zu sichern (den Roca-Runciman-Vertrag, benannt nach dem Vizepräsidenten Argentiniens und dem damaligen Präsidenten des British Board of Trade); s. Diaz-Alejandro (1970).

29 Dies ist Teil der Erklärung dafür, warum lateinamerikanische Länder schon 1932/33 wieder das Produktionsniveau von 1929 erreichten (die landwirtschaftliche Produktion war von der Depression nicht betroffen). Allerdings lässt sich nicht leugnen, dass auch die hier beschriebenen politischen Entscheidungen eine Rolle dabei spielten (s. dazu Campa 1990).

30 Die klassische Darstellung der Importsubstitution in Lateinamerika in dieser Zeit stammt von Fishlow (1972).

31 Das Gleiche galt für andere Länder Mittel- und Osteuropas, in denen es zuvor hohe Inflation gegeben hatte und die jetzt Devisenkontrollen einführten. Auch sie zögerten, ihren neuen geldpolitischen Spielraum zu nutzen, um ihre Geldmengen zu erhöhen und Deflation zu bekämpfen (Mitchener und Wandschneider 2013).

32 Zitiert in Ritschl (2000), S. 1. Weil Investitionen in den militärisch-industriellen Komplex kapitalintensiv waren, ließen sie relativ wenige neue Stellen entstehen. Beim arbeitsintensiven Autobahnbau sah es anders aus, doch der leistete erst 1935 bedeutende Beiträge.

33 Zum historischen Vergleich: Unter Obama stieg das Defizit der US-Regierung von 3 % des BIP im Jahr 2008 auf 10 % 2009.

34 Kindleberger (1989), S. 179.

35 Selbst Länder, die den Goldstandard aufgaben, entschieden sich für Zölle, wenn der Aufschwung enttäuschend blieb. So wertete Großbritannien nicht nur seine Währung ab, sondern führte im Februar 1932 (s. oben) auch einen allgemeinen Zoll ein und schloss mit Commonwealth und Empire die Ottawa-Verträge. Diese ansonsten merkwürdige Reaktion lässt sich vor allem damit erklären, dass die Bank of England die Zinsen nicht schneller senkte und es dann eine Weile dauerte, bis die britische Wirtschaft wieder anzog.

36 Eine Einführung in die Literatur über Zölle und langfristige Wirtschaftsentwicklung bietet Broadberry und Crafts (2010). Manche Beobachter sehen sogar die Ursprünge der heutigen Europäischen Union in dem Handelsblock, den Deutschland in den 1930er-Jahren aufbaute und während des Zweiten Weltkriegs stärkte; so lautet etwa das umstrittene Fazit von Wolf und Ritschl (2011).

37 Später konnte das Dritte Reich eine verschärfte Version dieses Systems nutzen, um den mittel- und osteuropäischen Ländern, die im Krieg unter seine Kontrolle gerieten, Rohmaterialien und Industrieressourcen abzupressen.

Kapitel 18: Das nächste Abtauchen

1 Dies war die BIP-Veränderung vom zweiten Quartal 1933 bis zum zweiten Quartal 1937, wie Balke und Gordon (1986), S. 804, schreiben. Die Zahlen zur Industrieproduktion stammen von Miron und Romer (1990).

2 Wenn man Personen in öffentlichen Beschäftigungsprogrammen mitzählt, betrug die Quote nur 9 %.

3 Zitiert in Warren (1996), S. 66.

4 Senator Huey Long, den manche als noch größeren Populisten ansehen, wurde im September 1935 bei einem Attentat getötet. Coughlins Union Party stellte als Präsidentschaftskandidaten letztlich William Lemke auf, einen unscheinbaren Kongressabgeordneten aus North Dakota, der nur wenige Stimmen bekam; mehr über Coughlin ist in Kapitel 10 zu lesen.

5 Zu Belegen für das Verhalten der Unternehmen s. Calomiris und Hubbard (1995). Das Argument der hochrentierlichen Investitionsprojekte stammt von Field (2011); s. auch Kapitel 1.

6 Eccles hatte auch bei einer Reihe von weiteren wichtigen Initiativen dieser Zeit seine Hände im Spiel. Die Idee für eine Steuer auf einbehaltene Gewinne zum Beispiel entstand durch einen Brief von ihm an Senator Patton Harrison aus Mississippi.

7 Zuvor hatte das Board die Reservevorschriften nur nach der Verkündung einer Notlage und mit Zustimmung des Präsidenten verändern können.

8 Erstmals nominiert wurde Eccles von FDR im November 1934, also noch vor der Verabschiedung des Banking Act 1935, doch Eccles wollte dieses Amt nur antreten, wenn der Präsident das Gesetz unterstützte (Hyman 1976, S. 159). Im Jahr 1936 dann nominierte Roosevelt ihn als Chairman für das umorganisierte Board of Governors, nachdem der Banking Act im Februar in Kraft getreten war.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

9 Eccles (1951, S. 56–61); entweder war es tatsächlich so, oder Eccles hat seinen Bericht über die Ereignisse 1931 an den Film angepasst.

10 Mit dem Gold Reserve Act von 1934, verabschiedet nach der Stabilisierung des Goldpreises durch FDR, wurde ein zweimilliardenschwerer Exchange Stabilization Fund (ESF) geschaffen, der mit den Gewinnen aus der Abwertung finanziert wurde und den Finanzminister autorisierte, mit Billigung des Präsidenten Staatsanleihen auf dem Markt zu kaufen und zu verkaufen. Dieses Gegengewicht zur Politik der Zentralbank wollte die Fed jetzt überwinden. Der ESF war übrigens derselbe, den das US-Finanzministerium unter Henry Paulson im September 2008 nutzte, um Depots bei Geldmarktfonds zu garantieren (Kapitel 13).

11 Friedman und Schwartz (1963), S. 526.

12 S. Cargill und Mayer (2006); eine zweite Untersuchung durch Park und Van Horn (2013) kommt auf der Grundlage von detaillierten Daten zum selben Ergebnis.

13 S. Calomiris, Mason und Wheelock (2011).

14 Hyman (1976), S. 216. Wie Eccles im Jahr 1951 rückblickend schrieb: »Die Entscheidung hatte einen vorsorglichen Charakter. Auf keinen Fall machte sie die lockere Geld- und Kreditpolitik des Boards rückgängig. […] Dass die 1.790.000.000 Dollar an überschüssigen Reserven, die dadurch abgesaugt wurden, nur das eliminierten, was vorher für den Bedarf von Handel, Industrie und Landwirtschaft nicht gebraucht worden war, wurde von den späteren Ereignissen bestätigt. Die Reserven waren immer noch so hoch und so gut verteilt, dass so gut wie alle Mitgliedsbanken die Weisung vom 15. August erfüllten, indem sie entweder ihre überschüssigen Reserven bei den Reserve-Banken nutzten oder ihre überschüssigen Guthaben bei unseren Korrespondenzbanken. Zudem hatte die Veränderung keine Auswirkungen auf die Kreditsituation.« (Eccles 1951, S. 290).

15 Üblicherweise wurden die Goldkäufe durch den Druck von Goldzertifikaten im Wert des Kaufpreises finanziert, die dann bei der Federal Reserve hinterlegt wurden und als Reserven dienen konnten. Jetzt ließ das Ministerium die Zertifikate stattdessen auf einem inaktiven Konto liegen, sodass sie nicht als Besicherung für zusätzliche Kredite verwendet werden konnten.

16 Die Geldbasis war 1937 volle 10 % niedriger, als sie ohne den Abschwung gewesen wäre; s. dazu Irwin (2012).

17 Von da an nutzte das Ministerium im Vorjahr gekauftes Gold, um zusätzliche Geld- und Kreditinjektionen zu finanzieren.

18 Zwei Beispiele dafür sind Romer (2009b) und Crafts und Fearon (2010).

19 Zuvor hatte er provokativ behauptet, der Hass der Wirtschaft sei ihm willkommen. Die »Hass«-Bemerkung fiel in einer Rede Roosevelts im Madison Square Garden am 31. Oktober, in der er den zweiten New Deal verkündete (http://docs.fdrlibrary.marist.edu/od2ndst.html); der Ausdruck »wirtschaftliche Royalisten« stammt aus seiner Antrittsrede 1937.

20 S. Higgs (1997), wiedergegeben von Boudreaux (2011).

21 Higgs (1997, S. 577); die erwähnte Umfrage wurde im Frühjahr 1939 vorgenommen.

22 Hier äußert sich Higgs (1997, S. 584) ähnlich wie Zeitgenossen, z.B. Ogden Mills; »Es ist kein echter Aufschwung möglich, solange die Regierung versucht, Amerika zu einem kollektivistischen Staat zu machen«, klagte der im Jahr 1936 (Mills 1936, S. 65).

23 Ökonomen sprechen hier von der Tendenz der Zinsstrukturkurve, bei einem Aufschwung steiler zu werden (weil langfristige Zinsen relativ zu den kurzfristigen steigen); wenn eine Rezession naht, kommt es zu einer »Invertierung« der Zinskurve – langfristige Zinsen können also höher sein als kurzfristige.

24 Zwar nahm auch die Zahl der Beschäftigten zu, doch beim prozentualen Anteil der gewerkschaftlich organisierten Arbeitnehmern war der Anstieg (von 8,5 % auf 15,1 %) ähnlich hoch; s. Mayer (2004), Anhang Tabelle A1.

25 Im Jahr 1938 gingen die Umsätze noch weiter zurück. Auch geografisch passt alles, wie Hausman zeigt: Den proportional größten Rückgang bei der Beschäftigung in der Produktion gab es im nördlichen Teil des Mittleren Westens, und in Michigan war er unter allen Bundesstaaten am ausgeprägtesten; Quelle für diese Informationen ist Hausman (2012).

26 Wie Mouré (1991, S. 197) beschreibt, behauptete Reynaud später, seine Konversion sei schon 1933 erfolgt, doch es gibt kaum Belege dafür. Ebenfalls zeigt Mouré, dass auch Reynauds Behauptung, sein Eintreten für eine Abwertung des Franc sei vollkommen beispiellos gewesen, ähnlich übertrieben war.

27 Bis er von den späteren Ereignissen rehabilitiert wurde, wurde Reynaud zu einem politischen Außenseiter.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

1938 wurde er Finanzminister unter Edouard Daladier – also nach der Abwertung, die seine Ansichten bestätigte. 1940 verweigerte er eine Zusammenarbeit mit dem Vichy-Regime, wurde verhaftet, nach Deutschland gebracht und dort wie sein Landsmann Léon Blum bis zum Ende des Zweiten Weltkriegs festgehalten.

28 Im Geschäftsbericht der Bank für das Jahr 1935.

29 Zudem verkaufte die Banque of France statt Münzen jetzt hauptsächlich Goldbarren, die 216.000 Franc pro Stück kosteten, was einen Ansturm von kleinen Sparern auf die Reserven verhinderte. Allerdings gab es Berichte, dass Geschäftsleute ihr Geld zusammenlegten, um einen Barren zu kaufen und ihn dann aufzuteilen.

30 Aufgrund dieses ländlichen Sicherheitsnetzes tat Frankreich weniger als Großbritannien, um Arbeitslosenversicherungen und Unterstützung durch öffentliche Bauprojekte einzuführen. Tatsächlich machte sich die Regierung nicht einmal die Mühe, eine umfassende Arbeitslosenstatistik zu führen.

31 Dies geschah am 17. Juli 1933. Ebenfalls wie FDR bildete Laval einen »Brain Trust« zur Wirtschaftspolitik, bestehend aus Raoul Dautry, Direktor der staatlichen Bahngesellschaft, Claude-Joseph Gignoux, Herausgeber von *La Journée Industrielle*, und Jacques Rueff, einem ultraorthodoxen Ökonomen, der jeden französischen Premierminister von Raymond Poincaré bis Charles de Gaulle beriet. Die kommunistische Opposition bezeichnete diesen Rat als das »Gehirn der Trusts« (Jackson 1985, S. 105).

32 Nach der Übersetzung von Warner (1968), S. 90.

33 Schon zuvor hatten sie einen »Pakt der Aktionseinheit« geschlossen, um eine einheitliche Front gegen antiparlamentarische Kräfte von rechtsaußen zu bilden, die ab 1934 an Bedeutung gewannen.

34 Darüber hinaus setzten sich Blum und seine Verbündeten, wie drei Jahre zuvor Roosevelt, für eine Verkürzung der wöchentlichen Arbeitszeit, für Maßnahmen zur Unterstützung der Bauern durch höhere Agrarpreise sowie für eine stärkere Steuerprogression ein.

35 Zitiert in Lacouture (1982), S. 362.

36 Shamir (1989), S. 219–222. Emmanuel Mönick, der französische Finanzattaché in London, spielte eine wichtige Rolle dabei, Blum zu überzeugen, dass Devisenverkehrskontrollen Frankreich auf den »deutschen Weg« führen würden, was es schwierig machen würde, mit anderen demokratischen Regierungen zusammenzuarbeiten.

37 Die Details sind beschrieben in Roselli (2006).

Kapitel 19: Das Schlimmste verhindern

1 In der Zeit von 1929 bis 1932 war der Rückgang in den Industrienationen fast identisch mit dem in der Welt insgesamt. Daten aus der Maddison-Datenbank (http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm) zeigen, dass das BIP in den Industrienationen damals kumulativ um einen Prozentpunkt weniger nachgab als weltweit. Von 2008 bis 2009 ging das weltweite BIP um 0,4 Prozentpunkte zurück, wie der Ausgabe April 2014 des World Economic Outlook des IWF zu entnehmen ist (http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx).

2 Die WTO wurde im Jahr 1995 gegründet. Verstärkt – oder, wie manche sagen, erst ermöglicht – wurde ihre Wirkung durch das Wachstum von multinationalen Unternehmen und globalen Lieferketten, die dafür sorgten, dass die Wirtschaft großes Interesse an freiem und offenem Handel bekam.

3 http://blogs.wsj.com/economics/2010/11/15/open-letter-to-ben-bernanke/.

4 S. Kapitel 26.

5 Bereits bei den Zwischenwahlen 2006 hatten die Demokraten in beiden Kammern gewonnen, doch ihnen stand ein Republikaner als Präsidenten gegenüber. 2008 bekamen sie nicht nur das Weiße Haus dazu, sondern vergrößerten auch ihre Mehrheiten in Repräsentantenhaus und Senat.

6 Diese 20 Milliarden Dollar wurden als Erstverlusttranche bezeichnet, sollten also als Kompensation für die ersten 20 Milliarden Dollar an Verlusten der Kreditgeber dienen.

7 Ab 1937 und den Zweiten Weltkrieg über wurde der New Yorker Zins auf 1 % gesenkt.

8 S. Kapitel 13.

9 Paulson (2010), S. 323.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

10 Wessel (2009), S. 237–240; Suskind (2011), S. 122f.; Irwin (2013), S. 157.

11 Darüber hinaus erhielt Buffett Optionsscheine, die ihm bis Ende 2013 die Möglichkeit gaben, zu einem Ausübungspreis von je 115 Dollar weitere 5 Milliarden Dollar an Stammaktien zu kaufen; der Aktienkurs von Goldman Sachs lag zu dieser Zeit bei etwa 150 Dollar.

12 Dem Beispiel von Buffett folgend, verlangte auch das Ministerium Optionsscheine für den Kauf von Stammaktien in einem Volumen, das 15 % des Kapitals vor der Eigenkapitalzufuhr entsprach. Die Optionsscheine sollten den Steuerzahlern einen Anteil an den Gewinnen sichern, die anfallen würden, wenn sich das Bankensystem letztendlich erholen würde, doch Stimmrechte bekam das Finanzministerium dadurch nicht.

13 Zitiert in Zingales (2009), S. 73; Phillip Swagel, der Chefökonom von Paulson, spricht von »chronischer Desorganisation« im Ministerium und von einem »willkürlichen politischen Prozess innerhalb der Regierung« (Swagel 2009, S. 5).

14 Der Kongress hatte das Programm unter anderem deswegen geschätzt, weil es bedeutete, dass ein erheblicher Teil der von den Banken gehaltenen hypothekenbesicherten Wertpapiere in der Hand der Regierung landen würde; dies hätte es leichter gemacht, die Hypotheken, die ihnen zugrunde lagen, zu restrukturieren.

15 Paulson (2010), S. 406ff.

16 Ebd., S. 413.

17 Als Gebühr für ihre Garantie erhielt die Regierung weitere sieben Milliarden Dollar an Vorzugsaktien sowie wie bei den früheren Kapitalspritzen Optionsscheine.

18 Swagel (2009), S. 3.

19 Offiziell erzielte die Regierung mit ihrem Engagement eine positive Rendite (Congressional Budget Office 2009). S. jedoch auch Barofsky (2012), der infrage stellt, ob die TARP-Buchhaltung und damit auch die darauf basierenden Berichte des Budget Office die Kosten für die Regierung vollständig und angemessen wiedergeben.

Kapitel 20: Gestresst und stimuliert

1 Suskind (2011), S. 212.

2 S. Kapitel 15, Anm. 12.

3 Im Fall der Bankkredite sollte die Federal Deposit Insurance Corporation den Teil des Programms beaufsichtigen, der den Verkauf von gebündelten Hypotheken der Banken an den Höchstbietenden vorsah.

4 Der einzige Unterschied bestand darin, dass die Garantie jetzt implizit war: Das Finanzministerium wollte bis zu 85 % des Kaufpreises als Kredit geben, dies aber im Rahmen einer »nonrecourse«-Finanzierung, die bedeutete, dass die Regierung bei einem Zahlungsausfall nur den Restwert der Sicherheiten für den Kredit zurückerhalten würde.

5 Weiteren Ermessensspielraum gab es bei der Entscheidung, wie viel zusätzliches Kapital über das berechnete Minimum hinaus die Banken halten mussten; s. Bair (2012), S. 160, für eine kritische Bewertung.

6 Genauer gesagt: Kurz vor ihrer offiziellen Veröffentlichung, denn die wichtigsten Ergebnisse waren schon vorher durchgesickert.

7 Bei einer Rede vor der Brookings Institution im zweiten Monat der Amtszeit von Obama formulierte Romer es so: »Eine entscheidende Lehre der 1930er-Jahre ist, dass eine kleine fiskalische Expansion nur kleine Auswirkungen hat.« Die erwähnte Forschungsarbeit ist Romer (1992), die Rede von März 2009 Romer (2009a).

8 In einem Artikel von Murray und Kane (2009).

9 Tatsächlich wählten sie einen Wert am oberen Ende der Spanne der Multiplikatoren-Schätzungen, weil sie davon ausgingen, dass die Fed verhindern würde, dass die Zinsen stiegen und private Ausgaben verdrängt würden. Dies wiederum führte dazu, dass ihre Basisschätzung für den Stimulierungsbedarf eher niedrig ausfiel.

10 Geithner (2014), S. 259.

11 Das CBO nutzte dazu die Prognosemodelle der Federal Reserve und zweier Wirtschaftsberatungsfirmen, Macroeconomic Advisors und Global Insight. Wie das Büro anmerkte, wurden die »Formeln der Modelle verändert, um das Ausmaß zu verringern, in dem die Zinsen auf Erhöhungen der Wirtschaftsleistung reagieren«, was der Tatsache entsprach, dass die Zinsen nicht reagiert hatten; dadurch ergaben sich stärkere kontrafakti-

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

sche Veränderungen, als es sonst der Fall gewesen wäre (Congressional Budget Office 2010, S. 10).

12 Zum Vergleich: Zehn Tage vor seiner Amtseinführung sagte Obama in einer Radioansprache, das Konjunkturpaket werde »wahrscheinlich drei bis vier Millionen Jobs retten oder schaffen«; das Transkript ist aufrufbar unter http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=85391&st=jobs&st1=#axzz1OPNVsvHl. Drei bis vier Millionen Jobs ist eine ansehnliche Zahl in einer Volkswirtschaft, die zu dieser Zeit Beschäftigung für 140 Millionen Menschen bot, in Vollzeit und Teilzeit. Für die Arbeitslosenquote schätzte das CBO, dass sie durch die Stimulierung um 0,7 bis 1,8 Prozentpunkte niedriger gehalten werden konnte.

13 S. Blanchard und Leigh (2013); die Berechnungen basieren auf den Variationen der tatsächlichen und prognostizierten Wachstumsraten und auf den Prognosen zu Veränderungen der Fiskalpolitik in europäischen Ländern.

14 Die erste Studie stammt von Feyrer und Sacerdote (2011), die zweite von Chodorow-Reich, Feiveson, Liscow und Woolston (2012). Das Problem bei Vergleichen zwischen Bundesstaaten ist, dass die von der Rezession am härtesten getroffenen möglicherweise überproportional hohe zusätzliche Mittel von der Bundesregierung erhielten. Wenn sie darüber hinaus mehr Spielraum für eine anschließende Erholung hatten, würden einfache Korrelationen irreführend anzeigen, dass die Stimulierung für diesen Aufschwung verantwortlich war. Feyrer und Sacerdote berücksichtigen das, indem sie nur den Anteil der Beihilfen einrechnen, der sich durch die Vertretung des jeweiligen Bundesstaats im Repräsentantenhaus erklären lässt (also politisch statt durch die herrschenden wirtschaftlichen Bedingungen). Chodorow-Reich u.a. wiederum berücksichtigen nur den Teil der Erhöhung der Medicaid-Hilfen, der sich durch das Muster der Medicaid-Ausgaben aus der Zeit vor der Rezession erklären lässt.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 21: Unkonventionelle Maßnahmen

1 Solche Aussagen wurden als »Forward Guidance« bezeichnet, also zukunftsgerichtete Aussagen; informeller war auch von »Open Mouth Operations« die Rede – eine Anspielung auf die konventionellen Offenmarktgeschäfte (Open Market Operations) der Zentralbank.

2 In Bernanke und Mishkin (1997) sowie in Bernanke, Laubach, Mishkin und Posen (1999).

3 Andere schlugen vor, die Fed solle stattdessen einen Anstieg des nominalen BIP um 5 % anvisieren, sodass sie darauf festgelegt wäre, mehr Inflation herbeizuführen, wenn das Wachstum schwach ist, und weniger, wenn die Wirtschaft stark wächst. Ein nominales BIP-Ziel wäre allerdings schwierig zu erklären gewesen – es hätte Herausforderungen für die Kommunikationsstrategie bedeutet.

4 Selbst nach 2012 gab es noch Fragen darüber, wie ernst die Fed-Offiziellen ihre eigenen Festlegungen nehmen. Das Inflationsziel von 2 % wurde wiederholt unterschritten. Im Juni 2013 warnte Bernanke, die Zentralbank könne bald beginnen, ihre Wertpapierkäufe »zurückzufahren«, was dazu führte, dass die Hypothekenzinsen in die Höhe schossen, und Zweifel weckte, ob die Fed wirklich entschlossen sei, ihre aktuelle Lockerungspolitik fortzusetzen, bis sich die Wirtschaft deutlich gestärkt habe.

5 *New York Times*, 29. Juli 2010; auch in Bullard (2010) ist seine Ansicht über die Deflationsgefahr beschrieben.

6 Diese Bewertung der Fed-Politik unterscheidet sich eindeutig sehr von der zeitgenössischer Beobachter, die von der Rhetorik der Offiziellen beeindruckt waren, sie seien bereit, alles Nötige zu tun, um Deflation zu verhindern und einen robusten Aufschwung herbeizuführen (s. z.B. Wessel 2009 und Irwin 2013). Ökonomen wie Krippner (2012) benutzen die »Zinsstrukturkurve«, um abzuschätzen, wie expansiv die Geldpolitik in dieser Zeit war. Die kurzfristigen Zinsen konnte die Fed nicht unter 0 % drücken, doch mit ihren Wertpapierkäufen konnte sie die mittel- und langfristigen Zinsen beeinflussen, vor allem über den Kanal der Erwartungen. Krippner bringt die »Zinsstruktur« in Zusammenhang mit anderen beobachtbaren Wirtschaftsvariablen und kommt zu dem Schluss, dass der »Schattenwert« der Federal Funds Rate, bereinigt um Wertpapierkäufe, Anfang 2009 ungefähr bei -1 % lag; eine einfache Taylor-Regel für den Zusammenhang zwischen dem Fed-Ziel für die Funds Rate und der Produktionslücke hätte jedoch einen viel niedrigeren Wert verlangt. Wu und Xia (2013) kommen mit anderen Methoden zum selben Ergebnis. Mit etwas Abstand – und mit systematischeren ökonomischen Analysen – lässt sich somit feststellen, dass die Fed-Politik keineswegs so expansiv war, wie es unter den herrschenden Umständen geboten gewesen wäre.

7 Schon eine Woche zuvor hatte Mantega in einer Rede vor brasilianischen Wirtschaftsgrößen den Ausdruck Währungskrieg benutzt, den er anschließend bereitwillig wiederholte.

8 S. Gagnon, Raskin, Remache und Sack (2010).

9 Die Rendite von zehnjährigen Schuldpapieren und hypothekenbesicherten Wertpapieren staatlicher Agenturen ging

nach ihren Berechnungen um 156 bzw. 113 Basispunkte zurück. Zeitreihenanalysen auf der Grundlage von Monatsdaten über den Zeitraum Januar 1985 bis Juni 2008, also kurz vor der Finanzkrise, bestätigen diese Ergebnisse, zeigen jedoch etwas geringere Auswirkungen, ebenso wie eine Zeitreihenstudie von Canlin und Wei (2012).

10 S. Krishnamurthy und Vissing-Jorgensen (2011).

11 Andererseits waren QE1 und QE2 komplizierte Programme, sodass die Minuten und Stunden um die Ankündigung herum möglicherweise nicht ausreichten, damit Anleger sich eine Meinung darüber bilden und die vollen Effekte zum Tragen kommen konnten.

12 Direkte Käufe von Unternehmensanleihen durch die Fed gab es in dem Programm nicht, doch sie sind ein relativ naher Ersatz für hypothekenbesicherte Wertpapiere.

13 S. Yellen (2011).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 22: Wall Street und Main Street

1 Die Details zur Rettung der Autobranche würden weit vom Thema abführen – sie hier genauer darzulegen, wäre so, wie die Geschichte der Tennessee Valley Authority zu erzählen. Die Überlegung hinter der Rettung war, dass Chrysler und General Motors unter den schwierigen Finanzbedingungen von 2008 und 2009 nicht in der Lage gewesen wären, das Working Capital zu bekommen, das sie brauchten, um ihren Betrieb aufrechtzuerhalten. Die Folge wäre ihre Liquidation gewesen, was wiederum zu unnötigen Störungen geführt und Jobs gekostet hätte, die gerettet hätten werden können. Dass die Unternehmen nach der Insolvenz-Restrukturierung rasch auf die Beine kamen (Chrysler als Tochter von Fiat) und wieder Gewinne machten, unterstützt diese Argumentation. Die Regierung verlor mit der Rettungsanleihe im Gesamtvolumen von 80 Milliarden Dollar etwa 10 Milliarden Dollar, weil die Aktien von GM beim Verkauf nicht ihre Kosten deckten. Diese Verluste hätten möglicherweise vermieden werden können, wenn die Unternehmen schon früher in das Insolvenzverfahren gegangen wären (es gab eine größere Verzögerung, weil die Unternehmen im politischen Vakuum steckten, das durch den Wechsel zwischen den Regierungen Bush und Obama entstand, so wie in den 1930er-Jahren die Banken im Vakuum zwischen Hoover und Roosevelt steckten). Auch hätten die Verluste verringert werden können, wenn der Kredit an GM kleiner gewesen wäre, was das Unternehmen gezwungen hätte, eine tiefer gehende Restrukturierung seiner Verbindlichkeiten auszuhandeln; s. Rattner (2010).

2 S. Kapitel 16.

3 Einschließlich, wie man hier erwähnen sollte, Hypotheken auf Zweithäuser. Vor 1979, als das neue US-Insolvenzgesetz in Kraft trat, hatte eine Reihe von Bundesstaaten Richtern erlaubt, Hypotheken auf Erstwohnsitze zu restrukturieren, und in manchen Fällen auch die Zweithypotheken darauf.

4 Kaiser (2013), S. 109f.

5 S. zum Beispiel Kuttner (2013), S. 224.

6 Eine Verringerung des Nennwerts der Kredite war unter HAMP möglich, aber nicht vorgeschrieben, und bei weniger als 5 % der Hypotheken-Anpassungen kam es dazu. DeMarco in seiner Rolle als amtierender Direktor der Federal Housing Finance Agency und Verwalter für Fannie Mae und Freddie Mac war, wie oben erwähnt, dagegen. Dadurch hatten viele Hausbesitzer, die bei den Zinszahlungen entlastet wurden, trotzdem weiter einen Anreiz, die Bedienung ganz einzustellen, was eine gewisse Wahrscheinlichkeit für Zahlungsausfälle auch auf die neuen Kredite und damit letztlich wieder Zwangsversteigerungen bedeutete.

7 Zur Erinnerung: Die Anhänger von Glass-Steagall konnten das Gesetz unter anderem deshalb durchdrücken, weil den großen Banken klar war, dass ihre Wertpapiertöchter bereits zerstört waren und nicht wieder aufgebaut werden konnten.

8 In Kaufman (2013).

9 Zusammengesetzt aus sogenanntem hartem Kernkapital in Höhe von 4,5 % und einem »Kapitalerhaltungspuffer« von 2,5 %.

10 Nach Paragraf 165 des Dodd-Frank Act müssen die Regulierer für systemisch wichtige Finanzfirmen strengere Kapitalstandards vorgeben; auch der Baseler Ausschuss für die Bankenaufsicht hat einen Rahmen für die Festlegung von Kapitalzuschlägen für systemisch signifikante Banken entwickelt.

11 Genau genommen war das zehnte Mitglied kein Regulierer, sondern ein unabhängiges Mitglied mit Kompetenz bei Versicherungen, weil die Regulierung von Versicherungen traditionell den Bundesstaaten überlassen

worden war (mit inzwischen gut bekannten negativen Folgen).

12 Im September 2013 wurde mit Prudential Financial ein drittes Institut als systemisch wichtig klassifiziert. Doch selbst dann hatte der Ausschuss noch nicht definiert, welche zusätzlichen Kapitalanforderungen für solche Unternehmen gelten sollten.

13 Die neue Einheit sollte von jeder der Agenturen verlangen, ihre Methoden zur Überprüfung vorzulegen, und jede Agentur, deren Methoden als unangemessen bewertet würden, sollte ihre Zulassung verlieren; kurzfristig aber tat das Büro wenig, um sich als aktiv zu präsentieren.

14 Darüber hinaus müssen kleinere Banken die Ergebnisse von internen, selbst durchgeführten Stresstests melden.

15 Dies wiederum veranlasste einige große Hedgefonds, ihre externen Anleger auszuzahlen und sich in »Heimbüros« umzuwandeln, was sie von Registrierungspflichten befreite.

16 Vom weiter oben erwähnten Ted Kaufman, der zum Glück keine Pläne für eine Kandidatur zur Wiederwahl 2010 hatte, wurde ein Gesetz in den Senat eingebracht, das die Verbindlichkeiten (außer Einlagen) einzelner Banken auf maximal 2 % des BIP in den USA begrenzen sollte. Dieses Gesetz wurde mit nahezu zwei Drittel der Stimmen abgelehnt. Kaiser (2013, S. 304) kommt zu dem Schluss, dass »das Repräsentantenhaus, ebenso wie der Senat, den Status quo lieber verbessern als beenden« wollte. Großbritannien, das mehrere große Bankenpleiten erlebt hatte und sich von einer von Sir John Vickers geführten Expertenkommission beraten ließ, ging in die andere Richtung: Es wurde ein Gesetz verabschiedet, das die Investmentbanking-Aktivitäten von Finanzinstituten einzäunt und so im Grunde eine Aufspaltung in Retail- und Investmentbanken bedeutet.

17 Kaiser (2013), S. 238f.

18 Geithner (2014), S. 421, beschreibt, nicht völlig unparteiisch, wie Brown auf der 3-%-Ausnahme bestand, um Fidelity und State Street Corp. als zwei bekannte Finanzinstitute aus seinem Heimatstaat vor den Auswirkungen der Volcker-Regel zu schützen,. Brown hatte in der Zeit, als über die Ausnahme von 3 % beim Eigenhandel diskutiert wurde, Wahlkampfgelder von MassMutual, State Street und anderen Finanzdienstleistern erhalten, wie Slack (2010) darlegt. Diese Information spielte keine unbedeutende Rolle dafür, dass er sich bei den Wahlen 2012 seiner Gegenkandidatin Warren geschlagen gegeben musste.

19 US Senate (2013), S. 4.

Kapitel 23: Normalisierung in einer unnormalen Wirtschaft

1 Das Sequester begann einige Monate später im April 2013.

2 Grundlage hierfür ist eine Extrapolation der Entwicklung von 1934 bis 1937. Zur Erinnerung: Die Arbeitslosigkeit ging in dieser Zeit um durchschnittlich 2,5 Prozentpunkte pro Jahr zurück, doch von 1937 bis 1938 stieg sie um etwa 5 Prozentpunkte.

3 Dieses Argument und die folgenden Details stammen aus Reinhart und Rogoff (2009b) sowie umfassender Reinhart und Rogoff (2014).

4 Die Passage stammt aus einer Wahlkampfrede von FDR am 1. Oktober 1936 in Pittsburgh, online verfügbar unter http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=15149.

5 Betont werden sie von Thorndike (2008).

6 Details dazu in Kapitel 18.

7 Diese Schätzungen stammen von Emmanuel Saez (2013), einem Ökonomen und führenden Spezialisten für Spitzeneinkommen.

8 S. Alter (2013), S. 160 und passim.

9 Hinzu kam die Frage, ob eine gesetzlich festgehaltene Verpflichtung auf in Zukunft niedrigere Defizite glaubwürdig sein würde, da sie von einem späteren Kongress rückgängig gemacht werden konnte; in diesem Fall wäre ihre Wirkung auf die Zinsen noch geringer gewesen.

10 S. Sinai, Orszag und Rubin (2004).

11 Scheiber (2011), S. 150; Romer (2009b).

12 S. unten Kapitel 24.

13 Diesen Standpunkt vertritt am überzeugendsten Alter (2013); s. dazu S. 166 und passim.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

14 In von Vizepräsident Biden geleiteten Verhandlungen hatten die Republikaner sogar auf Kürzungen von 1,7 Billionen Dollar gedrängt. Das Gegenangebot der Regierung wurde dann zur Grundlage für ihre letztlichen Zugeständnisse und die Einigung.

15 Diese Einschätzung findet sich in der Bewertung der USA nach Artikel IV, veröffentlicht Mitte des Jahres (IWF 2013a). In einer zwei Monate früher veröffentlichten Analyse sah das Congressional Budget Office die Auswirkungen in der Mitte der vom IWF genannten Spanne: Die fiskalische Kontraktion werde das US-Wachstum 2013 um etwa 1,5 Prozentpunkte niedriger ausfallen lassen (CBO 2013).

16 Das Thema wurde in einem Textkasten mit dem Titel »Ökonomische Auswirkungen der bundesweiten Fiskalpolitik« ab Seite 10 des Berichts (Federal Reserve Board 2013) dargestellt.

17 Tatsächlich zurückgefahren wurden die Käufe erst später, ab Dezember 2013.

18 S. Bernanke (2013).

19 Das erste Zitat stammt aus Lacker (2013), das zweite aus Robb (2013).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 24: Alles möglichst schwierig machen

1 S. Kapitel 11; die Probleme wurden zwar erst einige Wochen später öffentlich gemacht, doch den Aufsichtsbehörden waren sie schon bekannt oder hätten es zumindest sein müssen.

2 Die Zitate stammen aus den einführenden Bemerkungen von Trichet nach der Sitzung des EZB-Rates am 1. Dezember 2005 (EZB 2005).

3 Das Interview mit *Paris Match* ist verfügbar auf der EZB-Website unter http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp051215.en.html.

4 Und er ließ erkennen, dass dies zu festen Zinsen geschehen würde, was als »Festzinstender mit Vollzuteilung« bezeichnet wurde.

5 Eine klassische Beschäftigung mit dieser Frage findet sich in Friedman und Schwartz (1982); die später dazu veröffentlichte Literatur hat einen enormen Umfang.

6 Zitiert nach Brown (2010), S. 121.

7 Diese Bemerkung stammt eigentlich vom damaligen Weltbank-Präsidenten Robert Zoellick, doch Brown (2010) zitiert ihn zustimmend und hat das vierte Kapitel seines Buches mit »Der Eine-Billion-Dollar-Plan« überschrieben.

8 S. Bradford und Linn (2010).

9 Die hier genannten Zahlen stammen aus van Riet (2010); in Tabelle 4 auf S. 25 nennt er die Konjunkturpakete der einzelnen Länder der Eurozone und schlüsselt auch andere Komponenten der Haushaltspolitik auf (wie Einnahmenausfälle und die Grunddynamik der Staatsausgaben).

10 Dieses optimistische Argument hatten zum Beispiel Goldstein und Woglom (1992) vorgebracht. Dabei verwiesen sie darauf, dass auch die Regierungen von Bundesstaaten und Kommunen in den USA mit relativ hohen Schulden höhere Kreditzinsen bezahlen müssen, wenn sie sich Geld leihen; letztlich wurde dieser Optimismus enttäuscht.

11 »Könnte ein Land, das Mitglied der Eurozone ist, zahlungsunfähig werden? Anleger haben das bislang allgemein für nicht möglich gehalten. […] Man kann sich kaum vorstellen, dass die führenden Köpfe in der Europäischen Union und der in Frankfurt ansässigen Europäischen Zentralbank zulassen würden, dass ein Mitglied den Währungsblock gefährdet. Doch eine Herabstufung des griechischen Kredit-Ratings hat die Alarmglocken an den globalen Märkten schrillen lassen.« *New York Times*, 9. Dezember 2009, S. B2. Auch die Tatsache, dass Dubai Ports World erst im November gemeldet hatte, Schwierigkeiten zu haben, die wahrscheinlich eine Restrukturierung seiner Schulden erzwingen würden, war in diesem Zusammenhang nicht hilfreich.

12 *New York Times*, 12. Dezember 2009, S. A4.

13 Das Zitat stammt aus einem Interview, das über die Website der CDU verbreitet wurde, wie unter http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9408349/Angela-Merkel-unsure-European-project-will-work.html berichtet.

14 Thomsens Erfahrung stammte aus Programmen in Serbien und Rumänien, außerdem war er an den Program-

men des Fonds in Island beteiligt gewesen. All das war für die IWF-Oberen beruhigender als für Athen.

15 Zitiert in Thomas und Castle (2011).

16 Die Commerzbank hatte nur wenige Tage vor der Pleite von Lehman Brothers die Dresdner Bank übernommen, was einen Zusammenschluss der zweit- und der drittgrößten Bank des Landes bedeutete. Das Timing für die Transaktion hätte schlechter kaum sein können. Investitionen in hochrentierliche griechische Anleihen wurden dann zu einer attraktiven Möglichkeit für das Management, sich aus dem entstandenen Finanzloch herauszuarbeiten – natürlich nur, bis der Markt für griechische Anleihen nach unten drehte.

17 Basierend auf Schätzungen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich; die Positionen von französischen Banken waren nicht viel kleiner.

18 Nachzulesen in Provopoulos (2012).

19 Europäische Kommission (2010), S. 29.

20 Diese Überprüfung stammte von Mitte 2009. Später wurde behauptet, IWF-Mitarbeiter hätten damals schon erkannt, dass Griechenland insolvent war, diese Aussage aber aufgrund von Einwänden aus griechischen Behörden verwässert; s. dazu auch Thomas und Castle (2011). Allerdings lässt sich diese Darstellung kaum mit den rosigen Wachstumsprognosen der IWF-Analysten in Einklang bringen.

21 »Hohe Kredite« bedeutet konkret Kredite, die höher sind als das Sechsfache der Quotenzeichnung des Empfängerlandes bei dem Fonds. Der Griechenland-Kredit lag weit über dieser Grenze. IWF-Mitarbeiter äußerten so intensiv Bedenken über die Tragfähigkeit der griechischen Schulden, dass der IWF seine »Richtlinie für außergewöhnliche Zugriffe« für Kredite über der sechsfachen Quote veränderte. Damit wurden jetzt auch solche Fälle erfasst, bei denen »ein hohes Risiko für internationale Spillover-Effekte« bestand, was der IWF-Führung die Möglichkeit gab, wie geplant weiterzumachen.

22 Laut Olli Rehn, dem EU-Kommissar für Wirtschafts- und Währungsfragen, zitiert in Taylor (2013).

23 Zitiert in Erlanger und Saltmarsh (2010).

24 IWF (2013b), S. 28; an der Entscheidung beteiligte EU-Vertreter von Rehn bis Trichet wehrten sich gegen die Interpretation, dass eine Restrukturierung vor allem durch Widerstand der Europäer statt durch den IWF verhindert worden sei. Jedenfalls kann man sagen, dass es reichlich Gelegenheit für Schuldzuweisungen gab.

Kapitel 25: Männer in Schwarz

1 In Deutschland war dieser Protest besonders ausgeprägt. Die Ironie dabei ist: Es war die Weigerung von deutschen – zusammen mit französischen – Politikern, angesichts der Schwäche ihrer eigenen Banken eine Restrukturierung zu erwägen, die letztlich zu dem anfänglichen Vorgehen ohne Schuldenschnitt für die Gläubiger führte. Deshalb sah die Erklärung nach dem Treffen in Deauville vor, dass eine Restrukturierung obligatorisch werden solle, *aber erst ab 2013*. Sie war ein klassisches Beispiel für Denken wie Augustinus – »Rette mich, oh Herr, aber noch nicht jetzt.« Zudem wurde die zeitliche Einschränkung an den Märkten übersehen.

2 Ein Beispiel für diese Hoffnung ist sein Artikel in der *Financial Times* mit dem Titel »Europa muss auf seinem Austeritätskurs bleiben« (Rehn 2012).

3 Dies ist die Schätzung für die kombinierten Auswirkungen von niedrigeren Ausgaben und höheren Steuern in Verbindung mit einem fiskalischen Multiplikator mit dem hohen Wert von 1,7 (Blanchard und Leigh 2013, ebd.).

4 Europäische Kommission (2013), S. 9.

5 Genauer gesagt, vervierfachten sich die Preise für bestehende Eigenheime, die für neue Häuser verdreifachten sich. Dies spricht dafür, dass die Neubauten an den Rändern von bestehenden Städten und auf dem Land kein perfekter Ersatz für den vorhandenen Häuserbestand waren.

6 Von 2000 bis 2007 hatte das reale BIP um durchschnittlich 5,7 % pro Jahr zugenommen. Diese Zahlen können insofern übertrieben ausgefallen sein, als multinationale Unternehmen ihre Gewinne bevorzugt in Irland verbuchten, um sich das unternehmensfreundliche Steuerrecht des Landes zunutze zu machen. Doch auch das Wachstum des Bruttonationaleinkommens, bei dem diese internationalen Transfers wegfallen, belief sich in diesem Zeitraum im Durchschnitt auf beeindruckende 5 %.

7 IWF (2006), S. 5; auch Stresstests durch die Bank of Ireland im Jahr 2007 kamen zu dem Ergebnis, dass selbst bei einem steilen Rückgang der Häuserpreise und einer steilen Zunahme der Arbeitslosigkeit das Kapital bei

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

jeder der getesteten Banken noch ausreichen würde.

8 Donovan und Murphy (2013), S. 70.

9 Laut der Commission of Investigation into the Banking Sector in Ireland (2011), S. 22. Die Kommission wurde auch als Nyberg-Komitee bezeichnet und berichtete, dass die wichtigsten 20 Kunden (nahezu alle aus der Immobilienentwicklung) volle 50 % des Kreditbuchs der Bank ausmachten.

10 Auch dies laut dem Nyberg-Komitee, ebd. (2011), S. 32.

11 Lyons und Carey (2011), S. 25.

12 Ebd., S. 98.

13 Donovan und Murphy (2013), S. 187; offiziell wurden die Kredite an Quinn im Jahr 2011 fällig gestellt, was zu einer Reihe von Gerichtsverfahren und einem Aufenthalt des Beklagten im Gefängnis Mountjoy führte.

14 Wie Donovan und Murphy (ebd.) anmerken, gibt es keine offiziellen schriftlichen Protokolle der Sitzung, sodass Ermittler später auf Erinnerungen und mündliche Aussagen von Teilnehmern zurückgreifen mussten. Im November dann gab es Druck von der EZB, die das Bereitstellen von Liquidität für das irische Bankensystem kontrollierte und eine Ausweitung der Garantie verlangte (wobei der entsprechende Brief der Zentralbank an den irischen Finanzminister nicht veröffentlicht wurde). Mitte 2013 beschloss das irische Parlament, einen Untersuchungsausschuss zu installieren, der hoffentlich klären wird, wie es zu der verheerenden Entscheidung kam.

15 Genauer gesagt, waren es 31,2 %. Ohne die Kosten für die Banken-Rekapitalisierung betrug das Defizit 11 % des BIP.

16 Nach der üblichen Chronologie von Konjunkturzyklen begann die Rezession schon im Jahr 2008. Die Senkung nicht zwingender Staatsausgaben von 2008 bis 2010 betrug kumulativ 14,6 Milliarden Euro oder 9,3 % des BIP von 2010. Der im November 2010 vorgestellte und später mit der Troika (s. u.) vereinbarte Vierjahresplan bis 2014 sah Einsparungen von weiteren 15 Milliarden Euro vor.

17 Dass die Höhe des Troika-Kredits so nah an den tatsächlichen Kosten der Regierung für die Bankenrettung lag, war kein Zufall. Hinzu kam noch ein Beitrag in Höhe von 17,5 Milliarden Euro von Irland selbst (von Finanzministerium und National Pension Reserve).

18 Anders sah es für den IWF aus, der aus Gewohnheitsrecht stets zuerst und vollständig ausgezahlt wird. Dazu passend wurde berichtet, der Fonds habe Noonans Vorschlag unterstützt.

19 Später gab es Schuldenschnitte für einige Besitzer von nachrangigen Bankenanleihen. Zum Teil waren diese massiv. Doch die Besitzer von vorrangigen unbesicherten Anleihen kamen – anders als die irischen Steuerzahler – ungeschoren davon.

20 Fairerweise muss man sagen, dass der zitierte Absatz aus der Vereinbarung noch wie folgt weiterging: »Wir erkennen an, dass die Risiken kurzfristig eher auf der Abwärtsseite liegen und dass insbesondere die Auswirkungen der Haushaltskonsolidierung auf den Inlandskonsum negativer sein könnten als erwartet. Auch auf längere Sicht könnten anhaltende Bilanzanpassungen von privatem und öffentlichem Sektor, zusammen mit einem schwachen Bankensektor, die Erholung verzögern.« S. Europäische Kommission (2009), Abschnitt 3.

21 Per Saldo war die Abwanderung kleiner, doch das ändert nichts an der Tatsache, dass dies eine teure Form der Anpassung war.

22 Bezogen auf das Jahresende 2008.

23 Eine Analyse, die diese Faktoren betont, findet sich in Antras, Segura-Caytuela und Rodriguez-Rodriguez (2010).

24 Die ersten 4,3 Milliarden Euro wurden zunächst als Kredit zur Verfügung gestellt und dann in Eigenkapital umgewandelt, als klar wurde, dass die Bank sie auf keinen Fall zurückzahlen konnte. Letztlich gab Bankia bekannt, dass der Verlust für das Geschäftsjahr 2012 bei über 21 Milliarden Euro lag. Vorstandschef Rodrigo Rato, der vor Dominique Strauss-Kahn geschäftsführender Direktor des IWF gewesen war, gehörte später zu den Personen, gegen die in Zusammenhang mit Vorwürfen ermittelt wurde, die Bank habe Bilanzen gefälscht und Aktienkurse manipuliert.

25 S. Oliver Wyman Group (2012), S. 58f.

26 Weniger als zwei Monate vor dem Bericht der Berater hatte Mario Draghi erklärt, die EZB werde »alles Nötige tun«, um den Euroraum zusammenzuhalten. Damit versprach er implizit eine Unterstützung für den Markt für spanische Staatsanleihen, was in dieselbe Richtung wirkte. S. Kapitel 26.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Kapitel 26: Euro oder nicht

1 Von 2000 bis 2007 haben sich die Preise mehr als verdoppelt, womit eigentlich schon alles gesagt ist.

2 Nach im März 2014 vom britischen Office of National Statistics veröffentlichten Zahlen.

3 S. Office of Budget Responsibility (2013), S. 55.

4 Diese Empfehlungen standen im Bericht des Fonds über die britische Volkswirtschaft nach Artikel IV (IWF 2012). Die oben genannten Daten über das Ausmaß der Haushaltskonsolidierung in Großbritannien stammen ebenfalls aus dieser Quelle.

5 Laeven und Valencia (2012) beziffern die Gesamtkosten auf 8,8 % des BIP und auf 7,8 % nach Abzug der Einnahmen beispielsweise durch den Verkauf von Vermögenswerten durch die Regierung. Es bestand immer noch die Gefahr von weiteren Verlusten durch bedingte Verbindlichkeiten (wie Käufe von Vermögenswerten) sowie spätere Verkäufe, doch es war nicht mehr damit zu rechnen, dass sich das Gesamtbild stark verändern würde.

6 Zitiert in Winch (1969), S. 118.

7 In seiner Mais Lecture kurz vor der Wahl berief sich Osborne auf das Argument von Reinhart und Rogoff (2009b), wonach Schulden beginnen, »einen stark negativen Einfluss auf das langfristige Wachstum« auszuüben, wenn sie 90 % des BIP überschreiten (Osborne 2010).

8 Durch diese und andere Maßnahmen wurden die Nettoinvestitionen des öffentlichen Sektors in den Haushalten der Koalition stark gedrückt, von 3,5 % des BIP im letzten Jahr der Labour-Regierung auf 2,5 % in 2010/11, 1,75 % in 2011/12 und knapp 1,5 % in 2012/13 – und dies in einer Zeit mit beispiellos niedrigen Zinsen, in der die Regierung mehr Kredite für Investitionen in die Zukunft hätte aufnehmen können.

9 Warner (2013), zu finden unter http://blogs.telegraph.co.uk/finance/jeremywarner/100025496/oh-god-i-cannot-take-any-more-of-the-austerity-debate/.

10 Das Strafverfahren fiel später in sich zusammen, und die Anklage wurde zurückgezogen. Es folgten eine Zivilklage und eine Gegenklage, die 2012 mit einem finanziellen Vergleich beigelegt wurden (die Bedingungen dafür wurden vertraulich gehalten).

11 Zitiert in Sirketti (2011).

12 Das Institut verwendete zur Abdiskontierung der zukünftigen Zins- und Tilgungszahlungen einen sehr großzügigen Zins von 9 %, was einen Verlust von 21 % des Nettogegenwartswerts für Anleger bedeutete. Ein realistischerer Zins von zum Beispiel 5 %, wie er vom IWF in seinen Analysen zur Schuldentragfähigkeit verwendet wurde, hätte zu einem ganz anderen Ergebnis geführt; zu Details s. Zettelmeyer, Trebesch und Gulati (2013).

13 Für eine Restrukturierung war ein Quorum der Stimmen von mindestens 50 % des Nennwerts der ausstehenden Anleihen erforderlich, wobei Anleger mit zusammen mindestens zwei Dritteln des ausstehenden Anleihevolumens an der Abstimmung teilnehmen mussten. Wichtig dabei ist, dass diese Bestimmungen über alle emittierten Anleihen hinweg galten, nicht für jede einzelne.

14 S. beispielsweise den Jahresbericht der Zentralbank für 2010 (Europäische Zentralbank 2011, S. 20, 92). Außerdem ließ sie die Zinsen das ganze Jahr über unverändert.

15 Im Jahr 2013 veröffentlichte die EZB endlich Angaben darüber, was sie im Rahmen des SMP gekauft hatte. Der größte Profiteur war Italien gewesen, dessen Anleihen fast die Hälfte des gekauften Volumens ausmachten, gefolgt von Spanien und Griechenland.

16 So wurde beispielsweise die Laufzeit für Kredite in dem Programm verlängert und eine Vollzuteilung bei den LTROs eingeführt, was bedeutete, dass die Banken gegen Sicherheiten so viel Liquidität bekamen, wie sie haben wollten. Das Problem dabei war natürlich, dass die Banken gar nicht so viel Liquidität von der EZB wollten, weil sie nicht geneigt waren, es an den Privatsektor weiterzuverleihen.

17 Zum Beispiel im März 2011, kurz bevor die EZB die Zinsen erhöhte.

18 Ende 2011 dann senkte die EZB die Zinsen um 50 Basispunkte, doch der Schaden war bereits angerichtet.

19 Am 24. Juli kam von FDP-Generalsekretär Patrick Döring, damals Juniorpartner in Merkels Regierungskoalition, der wenig hilfreiche Hinweis, es könne »zur Entstehung von Vertrauen auf den Märkten beitragen, wenn Griechenland nicht mehr Mitglied der Eurozone wäre«; Deutsche Börse Group (2012).

20 Wie weithin berichtet wurde, unter anderem im *Daily Telegraph* (26. Juni 2012), http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9428894/Debt-crisis-Mario-Draghi-pledges-to-do-whatever-it-takes-to-save-euro.html.

21 Einstweilen aber musste die EZB nicht sehr viel tun. Das OMT-Programm wurde weder in der zweiten

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Jahreshälfte 2012 noch 2013 aktiviert – das Versprechen allein reichte aus. Dies erinnert daran, wie es auch in der 1933er Krise ausgereicht hatte, der Fed zu erlauben, Schuldscheine, Wechsel, Schecks und Bankakzepte zu diskontieren, um die Einlagenkunden von Banken zu beruhigen.

22 Im Februar 2014 verkündete das Gericht ein etwas uneindeutiges Urteil, das manche Aspekte des OMT-Programms infrage stellte, und gab den Fall weiter an den Europäischen Gerichtshof, behielt sich aber das Recht vor, auch weiterhin über die Rechtmäßigkeit von EZB-Maßnahmen zu befinden. Das trug nicht dazu bei, Klarheit zu schaffen.

23 Außerdem gab es ein »Doppelpack« mit weiteren Regeln, die darauf abzielten, die Überwachung der Haushaltsentwürfe der Mitgliedsstaaten der Eurozone zu verbessern und ein »europäisches Semester« einzuführen, um die Zeitplanung für die Entscheidungen über die Haushalte in den Mitgliedsstaaten zu harmonisieren.

24 Für Länder mit einer Schuldenquote unter 60 % des BIP ist ein höheres strukturelles Defizit von 1 % des BIP erlaubt.

25 Nach der früheren Regelung konnten Deutschland und Frankreich Sanktionen verhindern, als sie 2003 und 2004 selbst gegen die Haushaltsrichtlinien der Währungsunion verstießen, was nicht unbedingt dazu beitrug, die zukünftige Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu verbessern.

26 Laut der Einigung sollte durch die Zahlung einer Abgabe durch die Banken von 2016 bis 2026 ein Fonds von 55 Milliarden Euro entstehen. Bis dahin sollten Abwicklungskosten, in dieser Reihenfolge, durch Abgaben der betroffenen Banken selbst, Ressourcen der nationalen Regierungen und ESM-Kredite an diese Regierung gedeckt werden. Dieses Arrangement barg die Gefahr, Schwierigkeiten von einer Bank zunächst auf andere und dann auf ihre Heimatstaaten zu übertragen. Zudem sollte der Abwicklungsfonds nicht über eine Kreditlinie wie diejenige verfügen, die der FDIC von der US-Regierung eingeräumt worden war; dies warf weitere Fragen darüber auf, ob seine Ressourcen ausreichen würden. Insgesamt war dies etwas weniger als die erforderliche echte Bankenunion, was auf die politischen Realitäten und insbesondere deutsche Vorbehalte zurückzuführen war.

27 Dies bezieht sich auf den S&P 90 ab dem Jahr 1929 im Vergleich zum S&P 500 ab 2007. Ähnlich lag der S&P 500 schon im August 2013 wieder über seinem Rekord von 2007, während es beim S&P 90 fast drei Jahrzehnte dauerte, um wieder den Höchststand von 1929 zu erreichen. Bei weltweiten Aktienindizes, die von Eichengreen und O'Rourke (2010) verglichen wurden, zeigt sich die gleiche Tendenz: Bis Anfang 2010 hatten sie sich wieder bis auf 25 % an ihren Stand von April 2008 (Bear-Stearns-Krise) herangearbeitet, während sie nach 1929 weiter nachgaben und im Juli 1932 ein Tief bei knapp 33 % des Niveaus von Juni 1929 erreichten.

Fazit

1 Gemeint sind hier Friedman und Schwartz (1963), Keynes (1936) und Polanyi (1944).

2 Die einflussreichste Meinung zu dieser Alternative kam wahrscheinlich von Nurske (1944), zitiert in Kapitel 17.

3 Zwar kam sechs Jahre nach der Krise das Buch von Thomas Piketty (2014). Jedoch tat Piketty die Auswirkungen der Krise auf die Ungleichheit als kleine Delle ab. Nur eine Seite (297) widmete er der Hypothese, dass Ungleichheit, die zu einer Stagnation der niedrigen und mittelhohen Einkommen in den USA führte, Haushalte dazu brachte, mehr Schulden aufzunehmen, um auf diese Weise einen weiter steigenden Lebensstandard zu finanzieren – Schulden, die das Finanzsystem fragiler machten. Eine systematische Analyse der Zusammenhänge zwischen Ungleichheit und der Krise muss erst noch geschrieben werden.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Quellen- und Literaturverzeichnis

Accominotti, Olivier. (2012). »London Merchant Banks, the Central European Panic und the Sterling Crisis of 1931«. *Journal of Economic History* 72, S. 1–43.

Adalet, Muge. (2009). »Were Universal Banks More Vulnerable to Banking Failures? Evidence from the 1931 German Banking Crisis«. Arbeitspapier 0911, Economics Research Forum, Tusiad-Koc University (November).

Aguado, Iago Gil. (2001). »The Creditanstalt Crisis of 1931 and the Failure of the Austro-German Customs Union Project«. *Historical Journal* 44, S. 199–221.

Alesina, Alberto und Silvia Ardagna. (2010). »Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending«. In Jeffrey Brown (Hg.), *Tax Policy and the Economy* 24, S. 35–68.

Allen, Frederick Lewis. (1931). *Only Yesterday: An Informal History of the Nineteen-Twenties*. New York: Harper & Bros.

Alter, Jonathan. (2010). *The Promise: President Obama, Year One*. New York: Simon & Schuster.

Alter, Jonathan. (2013). *The Center Holds: Obama and His Enemies*. New York: Simon & Schuster.

Anderson, William. (2000). »Risk and the National Industrial Recovery Act: An Empirical Evaluation«. *Public Choice* 103, 139–61.

Angelides, Phil. (2011). »Fannie, Freddie and the Financial Crisis«. *Bloomberg View* (3. August), http://www.bloomberg.com/news/2011-08-04/fannie-freddie-role-in- the-financial-crisis-commentary-by-phil-angelides.html.

Antràs, Pol, Rubén Segura-Cayuela und Diego Rodriguez-Rodriguez. (2010). »Firms in International Trade (with an Application to Spain)«. Unveröffentlichtes Manuskript, Harvard University, Bank of Spain und University Complutense (Dezember).

Archibald, Robert und David Feldman. (1998). »Investment During the Great Depression: Uncertainty and the Role of the Smoot Hawley Tariff«. *Southern Economic Journal* 64, S. 857–879.

Awalt, Francis Gloyd. (1969). »Recollections of the Banking Crisis in 1933«. *Business History Review* 43, S. 347–371.

Bair, Sheila. (2012). *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*. New York: Free Press.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Baldursson, Fridrik Mar und Richard Portes. (2013). »Gambling for Resurrection in Iceland: The Rise and Fall of the Banks«. CEPR-Diskussionspapier Nr. 9664 (September).

Balke, Nathan und Robert Gordon. (1986). »Historical Data«. In Robert Gordon (Hg.), *The American Business Cycle: Continuity and Change*. Chicago: University of Chicago Press, S. 781–850.

Barber, William. (1985). *From New Era to New Deal: Herbert Hoover, the Economists und American Economic Policy, 1921–1933*. New York: Cambridge University Press.

Barnard, Harry. (1958). *Independent Man: The Life of Senator James Couzens*. New York: Scribner.

Barofsky, Neil. (2012). *Bailout: An Inside Account of How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street*. New York: Free Press.

Barth, James, R. Dan Brumbaugh, Jr. und James Wilcox. (2000). »The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking«. *Journal of Economic Perspectives* 14, S. 191–204.

Beard, Charles und George Smith. (1940). *The Old Deal and the New*. New York: Macmillan.

Becker, Bo und Todd Milbourn. (2011). »How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?«. *Journal of Finance and Economics* 101, S. 493–514.

Berg, Claes und Lars Jonung. (1998). »Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931–1937«. Seminar Paper Nr. 642, Institute for International Economic Studies, Stockholm University (Juli).

Berle, Adolf und Gardiner Means. (1933). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.

Bernanke, Ben. (1983). »Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression«. *American Economic Review* 73, S. 257–276.

Bernanke, Ben. (2000). *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press.

Bernanke, Ben. (2002a). »Deflation: Making Sure ›It‹ Doesn't Happen Here«. Rede vor dem National Economists Club, Washington D.C. (21. November), http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm.

Bernanke, Ben. (2002b). »Remarks by Governor Ben S. Bernanke on the occasion of Milton Friedman's Ninetieth Birthday«. University of Chicago, Chicago (8. November), http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021108/default.htm.

Bernanke, Ben. (2005). »The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit«. Bemerkungen anlässlich der Homer Jones Lecture, St. Louis (14. April), http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bernanke, Ben. (2007). »The Economic Outlook«. Aussage vor dem Joint Economic Committee, U.S. Congress, Board of Governors of the Federal Reserve System (28. März), http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20070328a.htm.

Bernanke, Ben. (2008). »U.S. Financial Markets«. Aussage von Chairman Ben S. Bernanke vor dem Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives (24. September), http://www.federalreserve.gov/newsevents/ testimony/bernanke20080923a1.htm.

Bernanke, Ben. (2013). »Monitoring the Financial System«. Rede bei der 49. Annual Conference on Bank Structure and Competition, ausgerichtet von der Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago (10. Mai), http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130510a.htm.

Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederic Mishkin und Adam Posen. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press.

Bernanke, Ben und Frederic Mishkin. (1997). »Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?«. *Journal of Economic Perspectives* 11, S. 97–116.

Best, Gary Dean. (1991). *Pride, Prejudice and Politics: Roosevelt vs. Recovery 1933–1938*. Westport, CT: Praeger.

Bishop, Graham. (1992). »The EC's Public Debt Disease: Discipline with Credit Spreads and Cure with Price Stability«. In: D. E. Fair and Christian Boissieu (Hg.), *Fiscal Policy, Taxation and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*. Dordrecht: Kluwer, S. 207–234.

Blanchard, Olivier und Daniel Leigh. (2013). »Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers«. *American Economic Review* 103, S. 117–120.

Blancheton, Bertrand. (2012). »The False Balance Sheets of the Bank of France and the Origins of the Franc Crisis, 1924–26«. *Accounting History Review* 22, S. 1–22.

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013). »FOMC: Transcripts and Other Historical Materials, 2007«. Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical2007.htm.

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2014). »FOMC: Transcripts and Other Historical Materials, 2008«. Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical2008.htm.

Bolton, Patrick, Xavier Freixas und Joel Shapiro. (2012). »The Credit Ratings Game«. *Journal of Finance* 67, S. 85–112.

Bonin, Hubert. (1996). »Oustric, un financier prédateur (1914–1930)«. *Revue historique* 295, S. 429–448.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Borchardt, Knut. (1991). *Perspectives on Modern German Economic History and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press.

Boudreaux, Donald. (2011). »Becoming More Certain About the Role of Regime Uncertainty«. *CATO Unbound* (20. Dezember), http://www.cato-unbound.org/2011/12/20/donald-j-boudreaux/becoming-more-certain-about-the-role-of-regime-uncertainty/.

Boyd, Roddy. (2011). *Fatal Risk: A Cautionary Tale of AIG's Corporate Suicide*. New York: Wiley.

Boyes, Roger. (2009). *Meltdown Iceland: Lessons on the World Financial Crisis from a Small Bankrupt Island*. New York: Bloomsbury USA.

Bradford, Colin und Johannes Linn. (2010). »The April 2009 London G-20 Summit in Retrospect«. *Brookings Institution Opinion* (5. April), http://www.brookings.edu/research/opinions/2010/04/05-g20-summit-linn.

Brandeis, Louis. (1914). *Other People's Money – and How the Bankers Use It*. New York: Frederick A. Stokes.

Bratter, Herbert. (1941). »The Committee for the Nation: A Case History in Monetary Propaganda«. *Journal of Political Economy* 49, S. 531–553.

Broadberry, Stephen und Nicholas Crafts. (2010). »Openness, Protectionism and Britain's Productivity Performance over the Long Run«. Arbeitspapier Nr. 36, Centre for Competitive Advantage in the Global Economy, University of Warwick (Dezember).

Brooker, Katrina. (2010). »Citi's Founder, Alone with His Regrets«. *New York Times* (2. January), http://www.nytimes.com/2010/01/03/business/economy/03weill. html?pagewanted=all.

Brooks, John. (1969). *Once in Golconda: A True Drama of Wall Street, 1920–1938*. New York: Allworth Press.

Brown, E. Cary. (1956). »Fiscal Policy in the ›Thirties‹: A Reappraisal«. *American Economic Review* 46, S. 857–879.

Brown, Gordon. (2010). *Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalization*. New York: Free Press.

Bruner, Robert und Sean Carr. (2007). *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*. New York: Wiley.

Buiter, Willem, Giancarlo Corsetti und Nouriel Roubini. (1993). »Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht«. *Economic Policy* 8, S. 57–100.

Buiter, Willem und Anne Sibert. (2005). »How the Eurosystem's Treatment of Collateral in Its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and What to Do About It)«. CEPR-Diskussionspapier Nr. 5387. London: Center for Economic Policy Research.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Bullard, James. (2010). »Seven Faces of ›The Peril‹«. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (September–Oktober), S. 339–352.

Bullard, James. (2013). »The Notorious Summer of 2008«. Vortrag beim Quarterly Business Analysis Luncheon der University of Arkansas, Rogers, (21. November), http://research.stlouisfed.org/econ/bullard/pdf/Bullard_NWArkansas_2013November21_Final.pdf.

Burner, David. (2005). *Herbert Hoover: A Public Life*. Newtown, CT: American Political Biography Press.

Burns, Arthur und Wesley Mitchell. (1946). *Measuring Business Cycles*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Butkiewicz, James. (1995). »The Impact of a Lender of Last Resort During the Great Depression: The Case of the Reconstruction Finance Corporation«. *Explorations in Economic History* 32, S. 197–216.

Calomiris, Charles und R. Glenn Hubbard. (1995). »Internal Finance and Investment: Evidence from the Undistributed Profits Tax of 1936–1937«. *Journal of Business* 68, S. 443–482.

Calomiris, Charles, Joseph Mason und David Wheelock. (2011). »Did Doubling Reserve Requirements Cause the Recession of 1937–1938? A Microeconomic Approach«. Arbeitspapier 2011–002A. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis (Januar).

Calomiris, Charles und Eugene White. (1994). »The Origins of Federal Deposit Insurance«. In Claudia Goldin and Gary Libecap (Hg.), *The Regulated Economy: A Historical Approach to Political Economy*. Chicago: University of Chicago Press, S. 145–188.

Campa, José. (1990). »Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s: An Extension to Latin America«. *Journal of Economic History* 50, S. 667–682.

Canlin, Li und Min Wei. (2012). »Term Structure Modeling with Supply Factors and the Federal Reserve's Large Scale Asset Purchase Programs«. Finance and Economics Discussion Series 2012–37. Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System (Mai), http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201237/201237abs.html.

Capie, Forrest und Alan Weber. (1985). *A Monetary History of the United Kingdom 1870–1982*. London: Allen & Unwin.

Carey, Kevin. (1999). »Investigating a Debt Channel for the Smoot-Hawley Tariff: Evidence from the Sovereign Bond Market«. *Journal of Economic History* 59, S. 748–761.

Cargill, Thomas und Thomas Mayer. (2006). »The Effect of Changes in Reserve Requirements During the 1930s: The Evidence from Nonmember Banks«. *Journal of Economic History* 66, S. 417–432.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Cecchetti, Stephen. (1992). »Prices During the Great Depression: Was the Deflation of 1930–1932 Really Unanticipated?«. *American Economic Review* 82, S. 141–156.

Center for Responsible Lending. (2008). »Unfair and Unsafe: How Countrywide's Irresponsible Practices Have Harmed Borrowers and Shareholders«. CRL-Themenpapier. Durham, NC: Center for Responsible Lending (7. Februar), http://www.responsiblelending.org/mortgage-lending/research-analysis/unfair-and-unsafe-countrywide-white-paper.pdf.

Chandler, Alfred. (1990). *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*. Cambridge: Belknap Press for Harvard University Press.

Chodorow-Reich, Gabriel, Laura Feiveson, Zachary Liscow und William Gui Woolston. (2012). »Does State Fiscal Relief During Recessions Increase Employment? Evidence from the American Recovery and Reinvestment Act«. *American Economic Journal: Economic Policy* 4, S. 118–145.

Clarke, Stephen O. (1967). *Central Bank Cooperation, 1924–1931*. New York: Federal Reserve Bank of New York.

Cole, Harold und Lee Ohanian. (2004). »New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis«. *Journal of Political Economy* 112, S.779–816.

Commission of Investigation into the Banking Sector in Ireland. (2011). »Misjudging Risk: Causes of the Systemic Banking Crisis in Ireland«. Dublin: Commission of Investigation into the Banking Sector in Ireland, Dept. of Finance (März).

Committee on Finance and Industry (Macmillan Committee). (1931). *Report of Committee on Finance and Industry (Cmd. 3897)*. London: Her Majesty's Stationery Office.

Condon, Christopher. (2011). »Fed Made State Street Profitable as Money-Fund Middleman in '08«. *Bloomberg News* (23. August), http://www.bloomberg.com/news/2011-08-23/fed-made-state-street-profitable-as-money-fund-middleman-in-08.html.

Congressional Budget Office. (2010). »Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from April 2010 Through June 2010«. Publikation Nr. 21671. Washington D.C.: Congressional Budget Office (24. August), http://www.cbo.gov/publication/21671.

Congressional Budget Office. (2013). »The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023«. Washington D.C.: CBO (5. Februar), http://www.cbo.gov/publication/43907.

Costigliola, Frank. (1976). »The United States and the Reconstruction of Germany in the 1920s«. *Business History Review* 50, S. 477–502.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Courtemanche, Charles und Kenneth Snowden. (2011). »Repairing a Mortgage Crisis: HOLC Lending and Its Impact on Local Housing Markets«. *Journal of Economic History* 71, S. 307–337.

Covitz, Daniel, Nellie Liang und Gustavo Suarez. (2009). »The Anatomy of a Financial Crisis: The Evolution of Panic-Driven Runs in the Asset-Backed Commercial Paper Market«. *Proceedings*, Federal Reserve Bank of San Francisco (Januar).

Crafts, Nicholas. (2013). »The Eurozone: If Only It Were the 1930s«. *Vox* (13. Dezember), http://www.voxeu.org/article/eurozone-if-only-it-were-1930s.

Crafts, Nicholas und Peter Fearon. (2010). »A Recession to Remember: Lessons from the US, 1937–1938«. *Vox* (23. November), http://www.voxeu.org/article/recession-remember-lessons-us-1937-1938.

Curcio, Vincent. (2000). *Chrysler: The Life and Times of an Automotive Genius*. New York: Oxford University Press.

Dagher, Jihad und Ning Fu. (2012). »What Fuels the Booms Drives the Busts: Regulation and the Mortgage Crisis«. Arbeitspapier Nr. 11/215. Washington D.C.: IWF (September).

De Grauwe, Paul und Yuemei Ji. (2013). »Panic-Driven Austerity in the Eurozone and Its Implications«. *Vox* (21. February), http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications.

DeLong, Gayle. (1998). »Domestic and International Bank Mergers: The Gains from Focusing Versus Diversifying«. Unveröffentlichtes Manuskript, Stern School of Business, New York University.

Dembe, Allard und Leslie Boden. (2000). »Moral Hazard: A Question of Morality?« *New Solutions* 10, S. 257–279.

Deutsche Börse Group. (2012). »Germany: Senior Coalition Member Argues for Greek Euro Exit« (24. Juli), https://mninews.marketnews.com/content/update-germanysenior-coal-member-argues-greek-euro-exit.

Diaz-Alejandro, Carlos. (1970). *Essays on the Economic History of the Argentine Republic*. New Haven: Yale University Press.

Dokko, Jane, Brian Doyle, Michael Kiley, Jinill Kim, Shane Sherlund, Jae Sim und Skander van den Heuvel. (2011). »Monetary Policy and the Housing Bubble«. *Economic Policy* 26, S. 237–287.

Donovan, Donal und Antoin Murphy. (2013). *The Fall of the Celtic Tiger*. Oxford: Oxford University Press.

Dullien, Sebastian und Ulrike Guérot. (2012). »The Long Shadow of Ordoliberalism: Germany's Approach to the Euro Crisis«. European Council on Foreign Relations Policy Brief 49 (Februar).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dwyer, Gerald. (2011). »Economic Effects of Banking Crises: A Bit of Evidence from Iceland and Ireland«. Center for Financial Innovation and Stability, Federal Reserve Bank of Atlanta (März).

Eccles, Marriner. (1951). *Beckoning Frontiers*. New York: Knopf.

Eggertsson, Gauti. (2008). »Great Expectations and the End of the Depression«. *American Economic Review* 98, S. 1476–1516.

Eichengreen, Barry. (1993). »European Monetary Unification«. *Journal of Economic Literature* 31, S. 1321–1357.

Eichengreen, Barry und Kevin O'Rourke. (2010). »A Tale of Two Depressions: What Do the New Data Tell Us?« *Vox* (8. März), http://www.voxeu.org/article/tale-two-depressions-what-do-new-data-tell-us-february-2010-update.

Einzig, Paul. (1931). *The Fight for Financial Supremacy*. London: Kegan Paul, Trench, Trüber.

Erlanger, Steven und Matthew Saltmarsh. (2010). »Greek Debt Crisis Raises Doubts About the European Union«. *New York Times* (7. März), http://www.nytimes.com/2010/05/08/world/europe/08europe.html.

Europäische Zentralbank. (2005). »Introductory Statement with Q&A« (1. Dezember), http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2005/html/is051201.en.html.

Europäische Zentralbank. (mehrere Jahre). *Jahresbericht*. Frankfurt: Europäische Zentralbank.

Europäische Kommission. (2009). »Memorandum of Understanding Between the European Commission and Ireland«. Brüssel: Europäische Kommission (16. Dezember).

Europäische Kommission. (2010). »The Economic Adjustment Programme for Greece«. Occasional Paper Nr. 61. Brüssel: Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen (Mai).

Europäische Kommission. (2013). »Public Opinion in the European Union: First Results«. *Standard Eurobarometer* 79 (Frühjahr 2013). Brüssel: Europäische Kommission, http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/eb/eb79/eb79_first_en.pdf.

Farrell, Greg. (2010). *Crash of the Titans: Greed, Hubris, the Fall of Merrill Lynch und the Near-Collapse of Bank of America*. New York: Crown Business.

Federal Reserve Bank of New York. (1932). *Seventeenth Annual Report of the Federal Reserve Bank of New York for the Year Ended December 31, 1931*. New York: Federal Reserve Bank of New York.

Federal Reserve Board. (2002). »FOMC Meeting Transcript«, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical2002.htm.

Federal Reserve Board. (2009). »Press Release: Release Date July 23, 2009«, http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20090723a.htm.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Federal Reserve Board. (2013). *Monetary Policy Report*. Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System (17. Juli), http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20130717_mprfullreport.pdf.

Ferguson, Thomas und Peter Temin. (2003). »Made in Germany: The German Currency Crisis of 1931«. *Research in Economic History* 21, S. 1–53.

Fettig, David. (2002). »Lender of More Than Last Resort: Recalling Section 13(b) and the Years When the Federal Reserve Opened Its Discount Window to Businesses«. *The Region*. Federal Reserve Bank of Minneapolis (Dezember), S. 15–47.

Feyrer, James und Bruce Sacerdote. (2011). »Did the Stimulus Stimulate? Real Time Estimates of the Effects of the American Recovery and Reinvestment Act«. NBER-Arbeitspapier Nr. 16759 (Februar).

Field, Alexander. (2011). *A Great Leap Forward: 1930s Depression and U.S. Economic Growth*. New Haven: Yale University Press.

Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*. Washington D.C.: Government Printing Office (Januar).

Fishback, Price, Alfonso Flores-Lagunes, William Horrace, Shawn Kantor und Jaret Treber. (2011). »The Influence of the Home Owners' Loan Corporation on Housing Markets During the 1930s«. *Review of Financial Studies* 24, S. 1782–1813.

Fishback, Price, Jonathan Rose und Kenneth Snowden. (2013). *Well Worth Saving: How the New Deal Safeguarded Homeownership*. Chicago: University of Chicago Press.

Fisher, Irving. (1911). *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. New York: Macmillan.

Fisher, Irving. (1933). »The Debt-Deflation Theory of Great Depressions«. *Econometrica* 1, S. 337–357.

Fishlow, Albert. (1972). »Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil«. In Luis Eugenio di Marco (Hg.), *International Economics and Development, Essays in Honor of Raúl Prebisch*. New York: Academic Press, S. 311–365.

Flandreau, Marc, Norbert Gaillard und Ugo Panizza. (2010). »Conflicts of Interest, Reputation und the Interwar Debt Crisis: Banksters or Bad Luck?« CEPR-Arbeitspapier Nr. 7705 (Februar).

Frankel, Jeffrey. (1986). »Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model«. *American Journal of Agricultural Economics* 68, S. 344–348.

Friedman, Milton und Anna J. Schwartz. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press for the National Bureau of Economic Research.

Friedman, Milton und Anna J. Schwartz. (1982). *Monetary Trends in the United States and United Kingdom: Their Relation to Income, Prices und Interest Rates, 1867–1975*. Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache und Brian Sack. (2010). »Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?« Staff Report Nr. 441. New York: Federal Reserve Bank of New York (März).

Galbraith, John Kenneth. (1952). *American Capitalism: The Concept of Countervailing Power*. Boston: Houghton Mifflin.

Galbraith, John Kenneth. (1954). *The Great Crash, 1929*. New York: Penguin.

Gamble, Richard. (1989). A History of the Federal Reserve Bank of Atlanta, 1914–1989. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, http://www.frbatlanta.org/pubs/atlantafedhistory/.

Geanakoplos, John. (2010). »The Leverage Cycle«. *NBER Macroeconomics Annual* 24, S. 1–65.

Geithner, Timothy. (2014). *Stress Test: Reflections on Financial Crises*. New York: Crown.

George, Paul. (1986). »Brokers, Binders and Builders: Greater Miami's Boom of the Mid-1920s«. *Florida Historical Quarterly* 65, S. 27–51.

Gilbert, R. Alton. (1986). »Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away«. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (Februar), S. 22–37.

Goetzmann, William und Frank Newman. (2010). »Securitization in the 1920s«. NBERArbeitspapier Nr. 15650 (Januar).

Goldstein, Morris und Geoffrey Woglom. (1992). »Market-Based Fiscal Discipline in Monetary Unions: Evidence from the U.S. Municipal Bond Market«. In Matthew Canzoneri, Vittorio Grilli und Paul Masson (Hg.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*. New York: Cambridge University Press, S. 228–270.

Gorton, Gary und Andrew Metrick. (2012). »Getting Up to Speed on the Financial Crisis: A One-Weekend Reader's Guide«. NBER-Arbeitspapier Nr. 17778 (Januar).

Gorton, Gary und Nicholas Souleles. (2007). »Special Purpose Vehicles and Securitization«. In Mark Carey und Rene Stulz (Hg.), *The Risks of Financial Institutions*. Chicago: University of Chicago Press, S. 549–597.

Greenspan, Alan. (2005). »Economic Flexibility«. Bemerkungen von Chairman Alan Greenspan vor der National Italian American Foundation, Washington D.C. (12. Oktober), http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20051012/.

Greenspan, Alan. (2009). »The Fed Didn't Cause the Housing Bubble«. *Wall Street Journal* (11. März), http://online.wsj.com/article/SB123672965066989281.html.

Grímsson, Ólafur Ragnar. (2005). »How to Succeed in Modern Business: Lessons from the Icelandic Voyage«. Rede des Präsidenten von Island im Walbrook Club, London (3. Mai).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Hamilton, David. (1985). »The Causes of the Banking Panic of 1930: Another View«. *Journal of Southern History* 51, S. 581–608.

Hamilton, James. (1992). »Was the Deflation During the Great Depression Anticipated? Evidence from the Commodity Futures Market«. *American Economic Review* 82, S. 157–78.

Harris, Roy. (2010). *Pulitzer's Gold: Behind the Prize for Public Service Journalism*. Columbia: University of Missouri Press.

Hausman, Joshua. (2012). »What Was Bad for GM Was Bad for America: The Automobile Industry and the 1937–38 Recession«. Unveröffentlichtes Manuskript, University of California, Berkeley.

Hawtrey, Ralph. (1938). *A Century of Bank Rate*. London: Longmans, Green.

Hawtrey, Ralph. (1962). *The Art of Central Banking*. London: Cass.

Henry, Laurin. (1960). *Presidential Transitions*. Washington D.C.: Brookings Institution.

Higgs, Robert. (1997). »Regime Uncertainty: Why the Great Depression Lasted So Long and Why Prosperity Resumed After the War«. *Independent Review* 1, S. 561–90.

Hitzik, Michael. (2011). *The New Deal*. New York: Simon & Schuster.

Hodson, H. V. (1932). »Nemesis: the Financial Outcome of the Postwar Years«. In Arnold Toynbee (Hg.), *Survey of International Affairs, 1931*. London: Oxford University Press, S. 161–242.

House of Commons Treasury Committee. (2008). »The Run on the Rock«. Fifth Report of Session 2007–8, Vol. 1, HC56–1 (26. Januar).

Howson, Susan. (1975). *Domestic Monetary Management in Britain, 1919–38*. Cambridge: Cambridge University Press.

Howson, Susan. (1980). »Sterling's Managed Float: The Operations of the Exchange Equalisation Account, 1932–39«. *Princeton Studies in International Finance* Nr. 46, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University (November).

Hyman, Sidney. (1976). *Marriner S. Eccles: Private Entrepreneur and Public Servant*. Stanford: Stanford University Graduate School of Business Press.

Ide, Eisaku. (2003). »Policy Debates on Public Finance Between the Ministry of Finance and the Bank of Japan from 1930 to 1936«. *Monetary and Economic Studies*. Tokyo: Bank of Japan (Dezember), S. 87–104.

Internationaler Währungsfonds. (2006). »Ireland: Financial System Stability Assessment Update«. IWF-Länderbericht Nr. 06/292 (August).

Internationaler Währungsfonds. (2010). »Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation«. *World Economic Outlook* (Oktober), S. 93–124.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Internationaler Währungsfonds. (2012). »United Kingdom: 2012 Article IV Consultation«. IWF-Länderbericht Nr. 12/190. Washington D.C.: IWF (Juli).

Internationaler Währungsfonds. (2013a). »United States: 2013 Article IV Consultation«. IWF-Länderbericht Nr. 13/236. Washington D.C.: IWF (Juli).

Internationaler Währungsfonds. (2013b). »Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2010 Stand-By Arrangement«. IWF-Länderbericht Nr. 13/156 (Juni).

International Swaps and Derivatives Association. (2010). »ISDA Market Survey«. New York: ISDA, http://www.ISDA.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-annual-data.pdf.

Irwin, Douglas. (2011). *Peddling Protectionism: Smoot-Hawley and the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press.

Irwin, Douglas. (2012). »Gold Sterilization and the Recession of 1937–38«. *Financial History Review* 19, S. 249–67.

Irwin, Neil. (2013). *The Alchemists: Three Central Bankers and a World on Fire*. New York: Penguin Press.

Jacobson, Elizabeth. (2009). »I Have a Dream House«. *Harper's Magazine* (September), S. 21–24.

Jackson, Julian. (1985). *The Politics of Depression in France 1932–1936*. Cambridge: Cambridge University Press.

Jalil, Andrew. (2012). »Monetary Intervention Really Did Mitigate Banking Panics During the Great Depression: Evidence Along the Atlanta Federal Reserve District Border«. Unveröffentlichtes Manuskript, Occidental College (Juli).

Jones, Erik. (2002). *The Politics of Economic and Monetary Union: Integration and Idiosyncrasy*. New York: Rowman and Littlefield.

Jones, Jesse. (1951). *Fifty Billion Dollars: My Thirteen Years with the RFC (1932–1945)*. New York: Macmillan.

Jónsson, Asgeir. (2009). *Why Iceland? How One of the World's Smallest Countries Became the Meltdown's Biggest Casualty*. New York: McGraw-Hill.

JPMorgan Chase. (2009). »Letter to Shareholders«. New York: JPMorgan Chase (23. März), http://files.shareholder.com/downloads/ONE/3173954532x0x362440/1ce6e503-25c6-4b7b-8c2e-8cb1df167411/2009AR_Letter_to_shareholders.pdf.

Kacperczyk, Marcin und Philipp Schnabl. (2010). »When Safe Proved Risky: Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007–2009«. *Journal of Economic Perspectives* 24, S. 29–50.

Kaiser, Robert. (2013). *Act of Congress: How America's Essential Institution Works und How It Doesn't*. New York: Knopf.

Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent Sorensen und Sevcan Yesiltas. (2012). »Leverage Across Firms, Banks and Countries«. *Journal of International Economics* 88, S. 284–298.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Katznelson, Ira. (2013). *Fear Itself: The New Deal and the Origins of Our Time*. New York: Liveright.

Kaufman, Ted. (2013). »Happy Birthday to Dodd-Frank, a Law That Isn't Working«. *Wilmington News Journal* (20. Juli), http://www.delawareonline.com/article/20130721/OPINION1805/307210017/Ted-Kaufman-Happy-birthday-Dodd- Frank-law-isn-t-working.

Keeton, William. (1990). »Small and Large Bank Views of Deposit Insurance: Today vs. the 1930s«. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 75 (September– Oktober), S. 23–35.

Keiger, J.F.V. (1997). *Raymond Poincaré*. New York: Cambridge University Press.

Kenen, Peter. (1969). »The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View«. In Robert Mundell und Alexander Swoboda (Hg.), *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press, S. 41–60.

Kennedy, David. (1999). *Freedom from Fear: The American People in Depression and War, 1929–1945*. New York: Oxford University Press.

Kennedy, Susan Eastabrook. (1973). *The Banking Crisis of 1933*. Lexington: University Press of Kentucky.

Keynes, John Maynard. (1919). *The Economic Consequences of the Peace*. London: Macmillan.

Keynes, John Maynard. (1923). *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan.

Keynes, John Maynard. (1929). »The German Transfer Problem«. *Economic Journal* 39, S. 1–7.

Keynes, John Maynard. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.

Kindleberger, Charles. (1989). »Commercial Policy Between the Wars«. In Peter Matthias und Sydney Pollard (Hg.), *The Cambridge Economic History of Europe VIII: The Industrial Economies: The Development of Economic and Social Policies*. Cambridge: Cambridge University Press, S. 161–196.

Klein, Maury. (2001). *Rainbow's End: The Crash of 1929*. New York: Oxford University Press.

Kohn, Donald. (2009). »Monetary Policy and Asset Prices Revisited«. *Cato Journal* 29, S. 31–44.

Kotlikoff, Laurence. (2010). *Jimmy Stewart Is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*. New York: Wiley.

Krippner, Leo. (2012). »Yield Curve Modeling and Monetary Policy in Zero Lower Bound Environments«. Unveröffentlichtes Manuskript, Reserve Bank of New Zealand (Oktober).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Krishnamurthy, Arvind und Annette Vissing-Jorgensen. (2011). »The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy«. *Brookings Papers on Economic Activity* (Fall), S. 215–265.

Kuttner, Robert. (2013). *Debtor's Prison: The Politics of Austerity Versus Possibility*. New York: Knopf.

Lacker, Jeffrey. (2013). »Economic Outlook, May 2013«. Rede vor der Risk Management Association, Richmond Chapter, Richmond, VA (3. Mai), http://www.richmondfed.org/press_room/speeches/president_jeff_lacker/2013/lacker_ speech_20130503.cfm.

Lacouture, Jean. (1982). *Léon Blum*. Teaneck, NJ: Holmes & Meier.

Laeven, Luc und Fabian Valencia. (2012). »Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad und the Ugly«. Unveröffentlichtes Manuskript, IWF (August), http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/fincrises/pdf/ch13.pdf.

Lane, Philip und Barbara Pels. (2012). »Current Account Imbalances in Europe«. CEPR-Diskussionspapier 8958 (Mai).

Leuchtenburg, William (Hg.). (1968). *The New Deal: A Documentary History*. Columbia: University of South Carolina Press.

Lewis, Cleona. (1938). *America's Stake in Foreign Investments*. Washington D.C.: Brookings Institution.

Lewis, Michael. (2009). »Wall Street on the Tundra«. *Vanity Fair* (April), Ausgabe 584, S. 140–177.

Lewis, Michael. (2010). *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*. New York: Norton.

Lloyd George, David. (1932). *The Truth About Reparations and War Debts*. London: William Heinemann.

Lumley, Darwyn. (2009). *Breaking the Banks in Motor City: The Auto Industry, the 1933 Detroit Banking Crisis and the Start of the New Deal*. Jefferson, NC: McFarland.

Lyons, Tom und Brian Carey. (2011). *The FitzPatrick Tapes: The Rise and Fall of One Man, One Bank and One Country*. Dublin: Penguin Ireland.

Manley, P. S. (1976). »Clarence Hatry«. *Abacus* 12, S. 49–60.

Marchand, David. (1991). »The Corporation Nobody Knew: Bruce Barton, Alfred Sloan und the Founding of the General Motors ›Family‹«. *Business History Review* 65, S. 825–875.

Mayer, Gerald. (2004). »Union Membership Trends in the United States«. Congressional Research Service Federal Publication Nr. 8-31-2004. Washington D.C.: Congressional Research Service (August).

McBeth, Brian. (1983). *Juan Vicente Gómez and the Oil Companies in Venezuela, 1908–1935*. Cambridge: Cambridge University Press.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

McCabe, Patrick. (2010). »The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises«. Finance and Economics Discussion Series Nr. 2010–51. Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System (September).

McCabe, Patrick, Marco Piriani, Michael Holscher und Antoine Martin. (2012). »The Minimum Balance at Risk: A Proposal to Mitigate the Systemic Risks Posed by Money Market Funds«. Staff Report Nr. 564. New York: Federal Reserve Bank of New York (Juli).

McFerrin, John. (1969). *Caldwell and Company: A Southern Financial Empire*. Nashville: Vanderbilt University Press.

MacDonald, Lawrence und Patrick Robinson. (2009). *A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers*. New York: Crown Business.

McKay, David. (1996). *Rush to Union: Understanding the European Federal Bargain*. Oxford: Clarendon Press.

McKenney, Ruth. (1939). *Industrial Valley*. New York: Harcourt, Brace.

McLean, Bethany und Joe Nocera. (2010). *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis*. New York: Portfolio.

Meltzer, Allan. (2003). *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951*. Chicago: University of Chicago Press.

Merrick, George. (1920). *Song of the Wind on a Southern Shore and Other Poems of Florida*. Boston: Four Seas.

Mian, Atif und Amir Sufi. (2009). »The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis«. *Quarterly Journal of Economics* 124, S. 1449–1496.

Miller, A. C. (1935). »Responsibility for Federal Reserve Policies 1927–29«. *American Economic Review* 25, S. 442–457.

Mills, Ogden. (1936). *Liberalism Fights On*. New York: Macmillan.

Miron, Jeffrey und Christina Romer. (1990). »A New Monthly Index of Industrial Production, 1884–1940«. *Journal of Economic History* 50, S. 321–337.

Mitchener, Kris und Kirsten Wandschneider. (2013). »Capital Controls and Recovery from the Financial Crisis of the 1930s«. CAGE-Arbeitspapier Nr. 132, Department of Economics, University of Warwick (Juni).

Moggridge, Donald. (1969). *The Return to Gold, 1925: The Formulation of Economic Policy and Its Critics*. Cambridge: Cambridge University Press.

Moley, Raymond. (1939). *After Seven Years*. New York: Harper & Brothers.

Moley, Raymond. (1966). *The First New Deal*. New York: Harcourt, Brace & World.

Mommsen, Hans und Elborg Forster. (1998). *The Rise and Fall of Weimar Democracy*. Chapel Hill: University of North Carolina Press.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Moreau, Emile. (1991). *The Golden Franc: Memoirs of a Governor of the Bank of France: The Stabilization of the Franc, 1926–1928*. Übersetzt von Stephen D. Stoller und Trevor C. Roberts. Boulder: Westview Press.

Morgenson, Gretchen. (2007). »Inside the Countrywide Lending Spree«. *New York Times* (26. August), Teil 3, S. 1.

Morgenson, Gretchen. (2008). »Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk«. *New York Times* (28. September), S. A1.

Morgenson, Gretchen und Joshua Rosner. (2011). *Reckless Endangerment: How Outsized Ambition, Greed and Corruption Led to Economic Armageddon*. New York: Times Books.

Morrison, James. (2013). »Shocking Intellectual Austerity: The Role of Ideas in the Demise of the Gold Standard in Britain«. Unveröffentlichtes Manuskript, Politics Department, Princeton University (März).

Mouré, Kenneth. (1991). *Managing the Franc Poincaré: Economic Understanding and Political Constraint in French Monetary Policy, 1928–1938*. Cambridge: Cambridge University Press.

Mouré, Kenneth. (2002). »The Bank of France and the Gold Standard«. In Marc Flandreau, Carl-Ludwig Holtfrerich und Harold James (Hg.), *International Financial History in the Twentieth Century: System and Anarchy*. Cambridge: Cambridge University Press, S. 98–124.

Mullaly, Erin. (2009). »Lusitania's Secret Cargo«. *Archaeology* 62 (Januar/Februar), http://archive.archaeology.org/0901/trenches/lusitania.html.

Murray, Shailagh und Paul Kane. (2009). »Congress Passes Stimulus Package«. *Washington Post* (14. Februar), http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/02/13/AR2009021301596.html?sid=ST2009021302017.

Nadler, Marcus und Jules Bogen. (1933). *The Banking Crisis: The End of an Epoch*. New York: Dodd, Mead.

Nanto, Dick und Shinji Takagi. (1985). »Korekiyo Takahashi and Japan's Recovery from the Great Depression«. *American Economic Association Papers and Proceedings* 75, S. 369–374.

Nichols, Jeanette. (1951). »Roosevelt's Monetary Diplomacy in 1933«. *American Historical Review* 56, S. 295–317.

Norris, George. (1937). *Ended Episodes*. Philadelphia: Winston.

Nurkse, Ragnar. (1944). *International Currency Experience*. Genf: Völkerbund.

O'Brien, Anthony Patrick. (1992). »The Failure of the Bank of United States: A Defense of Joseph Lucia«. *Journal of Money, Credit and Banking* 24, S. 374–384.

Obstfeld, Maurice und Kenneth Rogoff. (2010). »Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes«. In Reuven Glick und Mark Spiegel (Hg.), *Asia and the Global Financial Crisis*. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, S. 131–172.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Office for Budget Responsibility. (2013). *Forecast Evaluation Report*. London: Stationery Office.

Ohlin, Bertil. (1929). »The Reparation Problem: A Discussion«. *Economic Journal* 39, S. 172–182.

Oliver, Willard und Nancy Marion. (2010). *Killing the President: Assassinations, Attempts and Rumored Attempts on U.S. Commanders-in-Chief*. Santa Barbara, CA: ABC-Clio LLC.

Oliver Wyman Group. (2012). »Asset Quality Review and Bottom-Up Stress Test Exercise«. (28. September). Madrid: Oliver Wyman.

Olson, James Stuart. (1977). *Herbert Hoover and the Reconstruction Finance Corporation, 1931–1933*. Ames: Iowa State University Press.

Orde, Anne. (1980). »The Origins of the German-Austrian Customs Union Affair of 1931«. *Central European History* 13, S. 34–59.

Osborne, George. (2010). »A New Economic Model«. In Forrest Capie und Geoffrey Wood (Hg.), *Policy Makers on Policy: The Mais Lectures*. Oxon, UK: Routledge, S. 209–220.

Park, Haelim und Patrick Van Horn. (2013). »Did the Reserve Requirement Increases of 1936–1937 Reduce Bank Lending? Evidence from a Natural Experiment«. Unveröffentlichtes Manuskript, U.S. Department of Treasury und Southwestern University (September).

Parks, Arva Moore. (2006). *George Merrick's Coral Gables*. Miami: Ponce Circle Development.

Partnoy, Frank. (2009). *The Match King*. New York: Public Affairs Books.

Paul, Ron. (2012). »A Fistful of Euros«. *Texas Straight Talk*, http://paul.house.gov/index.php?option=com_content&task=view&id=1957&Itemid=69, aufgerufen am 2. April 2013.

Paulson, Henry. (2010). *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*. New York: Business Plus.

Peppers, Larry. (1973). »Full Employment Surplus Analysis and Structural Change: The 1930s«. *Explorations in Economic History* 10, S. 197–210.

Peristiani, Stavros. (1997). »Do Mergers Improve the X-Efficiency and Scale Efficiency of U.S. Banks? Evidence from the 1980s«. *Journal of Money, Credit and Banking* 29, S. 326–337.

Pescatori. Andrea, Damiano Sandri und John Simon. (2014). »Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?« IWF-Arbeitspapier Nr. WP14/34 (Februar).

Philippon, Thomas. (2008). »The Evolution of the Financial Industry from 1860 to the Present: Theory and Evidence«. Unveröffentlichtes Manuskript, New York University (November).

Piketty, Thomas. (2014). *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge: Belknap Press.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Pilloff, Steven. (1996). »Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions«. *Journal of Money, Credit and Banking* 28, S. 294–310.

Polanyi, Karl. (1944). *The Great Transformation*. New York: Farrar & Rinehart.

Pontzen, Martin. (2009). »Banking Crisis in Germany and the First Step Towards Recovery«. Vortrag für die Fourth Conference of the Southeast Europe Monetary History Network, Belgrad (27. März).

Provopoulos, George. (2012). »Timely Greek Lessons on the Eurozone Crisis«. *Financial Times* (23. Januar), http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1930489c-45c2-11e1-93fi-00144feabdc0.html#axzz31u5JbE5H.

Pusey, Merlo. (1951). *Charles Evans Hughes*. New York: Macmillan.

Pusey, Merlo. (1974). *Eugene Meyer*. New York: Knopf.

Ranciere, Romain und Aaron Tornell. (2009). »Systemic Risk Taking and the U.S. Financial Crisis«. Unveröffentlichtes Manuskript, Internationaler Währungsfonds und UCLA (September).

Rattner, Steven. (2010). *Overhaul: An Insider's Account of the Obama Administration's Emergency Rescue of the Auto Industry*. New York: Houghton Mifflin Harcourt.

Redford, Polly. (1970). *Billion-Dollar Sandbar*. New York: Dutton.

Rehn, Olli. (2012). »Europe Must Stay the Austerity Course«. *Financial Times* (10. Dezember), http://www.ft.com/intl/cms/s/0/35b77c12-42d6-11e2-a3d2-00144feabdc0.html#axzz31u5JbE5H.

Reinhart, Carmen und Kenneth Rogoff. (2009a). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.

Reinhart, Carmen und Kenneth Rogoff. (2009b). »The Aftermath of Financial Crises«. *American Economic Association Papers and Proceedings* 99, S. 466–472.

Reinhart, Carmen und Kenneth Rogoff. (2014). »Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes«. NBER-Arbeitspapier Nr. 19823 (Januar).

Reserve Bank of New Zealand. (2013). *Financial Stability Report*. Wellington: Reserve Bank of New Zealand (November).

Reuters. (2007). »Treasury's Paulson – Subprime Woes Likely Contained«. Reuters (20. April), http://uk.reuters.com/article/2007/04/20/usa-subprime-paulson-idUKWBT00686520070420.

Reuters. (2012). »JPMorgan Chase's Bear Stearns Buy Lost Bank $10 Billion, CEO Jamie Dimon Says«. Reuters (10. Oktober), http://www.huffingtonpost.com/2012/10/10/jpmorgan-chase-bear-stearns-buy_n_1955285.html.

Rhodes, Stephen. (1994). »A Summary of Merger Performance Studies in Banking, 1980–1993«. *Staff Studies* 167. Washington D.C.: Federal Reserve Board (Juli).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Rhodes, William. (2011). *Banker to the World: Leadership Lessons from the Front Lines of Global Finance*. New York: McGraw-Hill.

Richardson, Gary und William Troost. (2009). »Monetary Intervention Mitigated Banking Panics During the Great Depression: Quasi-Experimental Evidence from the Federal Reserve District Border in Mississippi, 1929 to 1933«. *Journal of Political Economy* 117, S. 1031–1073.

Ridley, Matt. (1993). *The Red Queen: Sex and the Evolution of Human Nature*. New York: Harper Perennial.

Ritschl, Albrecht. (2000). »Deficit Spending in the Nazi Recovery, 1933–1938: A Critical Reassessment«. Arbeitspapier Nr. 68, Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Universität Zürich (Dezember).

Ritschl, Albrecht. (2013). »Reparations, Deficits and Debt Default: The Great Depression in Germany«. In Nicholas Crafts und Peter Fearon (Hg.), *The Great Depression of the 1930s: Lessons for Today*. Oxford: Oxford University Press, S. 110–139.

Robb, Greg. (2013). »Fed's Fisher Sharpens Attack on QE: Central Bank May Be ›Pushing on a String'« *MarketWatch* (4. Juni), http://www.marketwatch.com/story/feds-fisher-sharpens-attack-on-qe-2013-06-04.

Rock, William. (1969). *Neville Chamberlain*. New York: Twayne.

Rogers, Will. (1925). »Carl Took Florida from the Alligators and Gave It to the Indianians«. In James Smallwood und Steven Graegert (Hg.), *Will Rogers' Weekly Letters, Vol. 2: The Coolidge Years 1925–1927*. Stillwater: Oklahoma State University Press, S. 86–89, http://www.willrogers.com/papers/weekly/WA-Vol-2. pdf.

Romer, Christina. (1992). »What Ended the Great Depression?« *Journal of Economic History* 52, S. 757–784.

Romer, Christina. (2009a). »Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009«. Vorgetragen bei der Brookings Institution, Washington D.C. (9. März), http://www.brookings.edu/~/media/events/2009/3/09%20lessons/0309_lessons_ romer.pdf.

Romer, Christina. (2009b). »The Lessons of 1937«. *The Economist* (18. Juni), http://www.economist.com/node/13856176.

Roose, Kenneth. (1954). *The Economics of Recession and Revival*. New Haven: Yale University Press.

Rose, Jonathan. (2011). »The Incredible HOLC? Mortgage Relief During the Great Depression«. *Journal of Money, Credit and Banking* 43, S. 1073–1107.

Rose, Jonathan und Kenneth Snowden. (2013). »The New Deal and the Origins of the Modern American Real Estate Loan Contract«. *Explorations in Economic History* 50, S. 548–566.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Roselli, Alessandro. (2006). *Italy and Albania: Financial Relations in the Fascist Period*. London: Tauris.

Rowley, William. (1969). »M. L. Wilson: ›Believer‹ in the Domestic Allotment«. *Agricultural History* 43, S. 277–288.

Royal Institute of International Affairs. (1931). *The International Gold Problem*. London: Royal Institute of International Affairs.

Saez, Emmanuel. (2013). »Striking It Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States (Updated with 2012 Estimates)«. Unveröffentlichtes Manuskript, University of California, Berkeley (3. September), http://elsa.berkeley.edu/~saez/ saez-UStopincomes-2012.pdf.

Sahm, Claudia, Matthew Shapiro und Joel Slemrod. (2009). »Household Response to the 2008 Tax Rebate: Survey Evidence and Aggregate Implications«. NBER-Arbeitspapier Nr. 15421 (Oktober).

Sargent, Thomas und Neil Wallace. (1981). »Some Unpleasant Monetarist Arithmetic«. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5 (Herbst), S. 1–17.

Saurina, Jesus. (2009). »Dynamic Provisioning: The Experience of Spain«, Note Nr. 7, Financial and Private Sector Development Vice Presidency. Washington D.C.: Weltbank (Juli).

Schacht, Hjalmar. (1955). *My First Seventy-Six Years: The Autobiography of Hjalmar Schacht*. Übersetzt von Diana Pyke. London: Allan Wingate.

Scheiber, Noam. (2011). *The Escape Artists: How Obama's Team Fumbled the Recovery*. New York: Simon & Schuster.

Schifferes, Steve. (2009). »Lesson for G20 from 1933 London Summit«. *BBC News* (23. März), http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7954532.stm.

Schubert, Aurel. (1991). *The Credit-Anstalt Crisis of 1931*. Cambridge: Cambridge University Press.

Schwartz, Anna. (1997). »From Obscurity to Notoriety: A Biography of the Exchange Stabilization Fund«. *Journal of Money, Credit and Banking* 29, S. 135–153.

Seligman, Joel. (1982). *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. Boston: Houghton Mifflin.

Sessa, Frank. (1961). »Anti-Florida Propaganda and Counter Measures During the 1920s«. *Tequesta* 21, S. 41–51.

Shamir, Haim. (1989). *Economic Crisis and French Foreign Policy, 1930–1946*. Leiden und New York: Brill Academic.

Shapsmeier, Edward und Frederick Shapsmeier. (1968). *Henry A. Wallace of Iowa: The Agrarian Years 1910–1940*. Ames: Iowa State University Press.

Shelp, Ronald und Al Ehrbar. (2006). *Fallen Giant: The Amazing Story of Hank Greenberg and the History of AIG*. Hoboken, NJ: Wiley.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Shifrin, Matt. (2008). »Hell Bent Innovator«. *Forbes* (22. September), http://www.forbes.com/2008/09/22/reserve-primary-bent-pf-ii-in_ms_0922money_inl.html.

Shiller, Robert. (2006). *Irrational Exuberance*, 2. Auflage. Princeton: Princeton University Press.

Shima, Kinzo. (1983). »Iwayuru Takagashi Zaisei Nitsuite«. *Kinyu Kenkyo* 2, S. 83–194 [japanisch].

Shin, Hyun Song. (2012). »Global Banking Glut and Loan Risk Premium«. Unveröffentlichtes Manuskript, Princeton University (Januar).

Silber, William. (2009). »Why Did FDR's Bank Holiday Succeed?« *Economic Policy Review* 15, Federal Reserve Bank of New York, S. 19–30.

Simpson, Herbert. (1933). »Real Estate Speculation and the Depression«. *American Economic Review* 23, S. 163–171.

Sinai, Allen, Peter Orszag und Robert Rubin. (2004). »Sustained Budget Deficits: Longer-Run U.S. Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray«. Aufsatz für Gemeinschaftssitzung AEA-NAEFA, Allied Social Science Associations Annual Meetings (5. Januar), http://www.brookings.edu/research/papers/2004/01/05budgetdeficit-orszag.

Sirletti, Sonia. (2011). »Greek Debt Restructuring Would Jeopardize Rest of Europe, Bini Smaghi Says«. *Bloomberg News* (18. Mai), http://www.bloomberg.com/news/2011-05-18/greek-debt-restructuring-would-jeopardize-rest-of-europe-bini-smaghi-says.html.

Slack, Donovan. (2010). »Donations Poured in as Brown's Role Grew«. *Boston Globe* (12. Dezember), http://www.boston.com/news/nation/articles/2010/12/12/banks_donations_soared_as_brown_negotiated/?page=full.

Smethurst, Richard. (2007). *From Foot Soldier to Finance Minister: Takahashi Korekiyo, Japan's Keynes*. Cambridge, MA: Harvard University Press for the Harvard University Asia Center.

Smith, H. D. (1916). »Recent Domestic Architecture from the Designs of John Russell Pope«. *The Brickbuilder* 25, S. 189–201.

Snowden, Kenneth und Joshua James. (2001). »The Federalization of Building & Loans, 1927–1940: The North Carolina Experience«. Unveröffentlichtes Manuskript, University of North Carolina, Greensboro.

Sorkin. Andrew Ross. (2012). »Reinstating an Old Rule Is Not a Cure for Crisis«. *Deal Book, New York Times* (21. Mai), http://dealbook.nytimes.com/2012/05/21/reinstating-an-old-rule-is-not-a-cure-for-crisis/.

Stafford, David. (1999). *Roosevelt and Churchill: Men of Secrets*. Woodstock und New York: Overlook Press.

Stephens, H. Morse. (1916). »Nationality and History«. *American Historical Review* 21, S. 225–236.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Stock, James und Mark Watson. (2003). »Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations«. In Federal Reserve Bank of Kansas City, *Monetary Policy and Uncertainty*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, S. 9–56.

Story, Louise, Landon Thomas und Nelson Schwartz. (2010). »Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis«. *New York Times* (13. Februar), http://www.nytimes.com/2010/02/14/business/global/14debt.html?pagewanted=1&_r=0&sq= greece&st=cse&scp=2.

Straumann, Tobias und Ulrich Woitek. (2009). »A Pioneer in Monetary Policy? Sweden's Price Level Targeting of the 1930s Revisited«. *European Review of Economic History* 13, S. 251–281.

Suarez, Sandra und Robin Kolodny. (2011). »Paving the Road to ›Too Big to Fail': Business Interests and the Politics of Financial Deregulation in the U.S«. *Politics & Society* 39, S. 74–102.

Sullivan, Lawrence. (1936). *Prelude to Panic: The Story of the Bank Holiday*. Washington D.C.: Statesman Press.

Sumner, Scott. (1990). »Price-Level Stability, Price Flexibility und Fisher's Business Cycle Model«. *Cato Journal* 9, S. 719–727.

Suskind, Ron. (2011). *Confidence Men: Wall Street, Washington und the Education of a President*. New York: Harper.

Swagel, Phillip. (2009). »The Financial Crisis: An Inside View«. *Brookings Papers on Economic Activity* (Frühjahr), S. 1–63.

Szász. André. (1999). *The Road to European Monetary Union*. London: Macmillan.

Tabbi, Matt. (2013). »The Last Mystery of the Financial Crisis«. *Rolling Stone* (19. Juni), http://www.rollingstone.com/politics/news/the-last-mystery-of-the-financial-crisis-20130619.

Taylor, John. (2007). »Housing and Monetary Policy«. In *Proceedings: Housing, Housing Finance and Monetary Policy*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, S. 463–476.

Taylor, Paul. (2013). »Troika Has a Patchy Record on Bailouts«. *New York Times* (10. Juni), http://www.nytimes.com/2013/06/11/business/global/troika-has-a-patchy-record-on-bailouts.html?_r=0.

Teichova, Alice. (1994). »Austria«. In Manfred Pohl (Hg.), *Handbook on the History of European Banks*. Cheltenham: Edward Elgar, S. 3–46.

Temin, Peter. (1976). *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: Norton.

Temin, Peter und Barrie Wigmore. (1990). »The End of One Big Deflation«. *Explorations in Economic History* 27, S. 483–502.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Tett, Gillian. (2009). *Fool's Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*. New York: Free Press.

Thomas, Brinley. (1937). *Monetary Policy and Crises: A Study of Swedish Experience*. London: George Routledge and Sons.

Thomas, Landon und Stephen Castle. (2011). »The Denials That Trapped Greece«. *New York Times* (5. November), http://www.nytimes.com/2011/11/06/business/global/europes-two-years-of-denials-trapped-greece.html?pagewanted=all.

Thorndike, Joseph. (2008). »FDR's Unlikely Prescription: Tax Hikes for Recovery«. *Tax History Project* (4. Dezember), http://www.taxhistory.org/thp/readings.nsf/ArtWeb/13F0B2FC36593DC28525751A004A3EDC?OpenDocument.

Timberlake, Richard. (2005). »Gold Standards and the Real Bills Doctrine in U.S. Monetary Policy«. *Economic Journal Watch* 2, S. 196–233.

Timberlake, Richard. (2008). »The Federal Reserve's Role in the Great Contraction and the Subprime Crisis«. *Cato Journal* 28, S. 303–312.

Timmons, Bascom. (1953). *Portrait of an American: Charles G. Dawes*. New York: Henry Holt.

Trescott, Paul. (1992). »The Failure of the Bank of United States, 1930: A Rejoinder to Anthony Patrick O'Brien«. *Journal of Money, Credit and Banking* 24, S. 384–399.

U.S. Department of Justice. (2013). »Complaint for Civil Money Penalties: United States of America, Plaintiff v. McGraw-Hill Companies, Inc. and Standard & Poor's Financial Services LLC« (4. Februar), http://www.justice.gov/iso/opa/resources/84920132510492425079 6.PDF.

U.S. District Court, Southern District of New York. (2010). »Securities and Exchange Commission, Plaintiff, v. Goldman Sachs & Co. and Fabrice Tourre, Defendants,« 16. April, http://www.sec.gov/litigation/complaints/2010/comp21489.pdf.

U.S. House of Representatives. (1928). »Stabilization«. Anhörung vor dem Committee on Banking and Currency, House of Representatives, 70. Congress, First Session im H.R. 11806, http://www.scribd.com/doc/175280593/housta28.

U.S. House of Representatives. (2009). »Friends of Angelo: Countrywide's Systematic and Successful Effort to Buy Influence and Block Reform«. Staff Report, 111. Congress, Committee on Oversight and Government Reform (19. März), http://oversight.house.gov/wp-content/uploads/2012/02/20090319FriendsofAngelo.pdf.

U.S. Senate, Permanent Subcommittee on Investigations. (2013). »JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses«. Washington D.C.: Permanent Subcommittee on Investigations (15. März).

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Urban, Scott. (2009). »The Name of the Rose: Classifying 1930s Exchange-Rate Regimes«. Discussion Paper in Economic and Social History Nr. 76, University of Oxford (April).

Vander Weyer, Martin. (2011). *Fortune's Spear: The Story of the Blue-Blooded Rogue Behind the Most Notorious City Scandal of the 1920s*. London: Elliot and Thompson.

Van Riet, Ad, Hg. (2010). »Euro Area Fiscal Policies and the Crisis«. Occasional Paper Nr. 109. Frankfurt: Europäische Zentralbank (April).

Vickers, Raymond. (1994). *Panic in Paradise: Florida's Banking Crash of 1926*. Tuscaloosa und London: University of Alabama Press.

Vickers, Raymond. (2011). *Panic in the Loop: Chicago's Banking Crisis of 1932*. New York: Lexington Books.

Wall Street Journal. (2008). »Excerpts: Iceland's Oddsson: ›We Do Not Intend to Pay the Debts of Banks That Have Been a Little Heedless'«. *Wall Street Journal Online* (17. Oktober), http://online.wsj.com/article/SB122418335729241577.html.

Waller, Douglas. (2011). *Wild Bill Donovan: The Spymaster Who Created the OSS and Modern American Espionage*. New York: Free Press.

Warburg, James. (1964). *The Long Road Home: The Autobiography of a Maverick*. New York: Doubleday.

Warner, Geoffrey. (1968). *Pierre Laval and the Eclipse of France 1931–1945*. London: Eyre & Spottiswoode.

Warner, Jeremy. (2013). »Oh God – I Cannot Take Any More of the Austerity Debate«. *Daily Telegraph* (11. September), http://blogs.telegraph.co.uk/finance/jeremywarner/100025496/oh-god-i-cannot-take-any-more-of-the-austerity-debate/.

Warren, Donald. (1996). *Radio Priest: Charles Coughlin, the Father of Hate Radio*. New York: Free Press.

Webb, Steven. (1988). »Latin American Debt Today and German Reparations After World War I –A Comparison«. *Weltwirtschaftliches Archiv* 124, S. 745–774.

Weber, Bruce. (2008). »Harry B. R. Brown, Who Opened Money Markets to Masses, Dies at 82«. *New York Times* (15. August), S. B5.

Wecter, Dixon. (1948). *The Age of the Great Depression, 1929–1941*. New York: Macmillan.

Weill, Sandy und Judah Kraushaar. (2006). *The Real Deal: My Life in Business and Philanthropy*. New York: Warner Business Books.

Weinstein, Michael. (1980). *Recovery and Redistribution Under the NIRA*. Amsterdam: North Holland.

Wells, Donald. (2004). *The Federal Reserve System: A History*. New York: McFarland.

Wells, H. G. (1933). *The Shape of Things to Come*. New York: Macmillan.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wessel, David. (2009). *In Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic*. New York: Crown Business.

White, Eugene, Hg. (1990a). *Crashes and Panics: The Lessons from History*. New York: Dow Jones Irwin.

White, Eugene. (1990b). »When the Ticker Ran Late: The Stock Market Boom and Crash of 1929«. In Eugene White (Hg.), *Crashes and Panics: The Lessons from History*. New York: Dow Jones Irwin, S. 143–187.

White, Eugene. (2013). »Lessons from the Great American Real Estate Boom of the 1920s«. Unveröffentlichtes Manuskript, Rutgers University.

Wicker, Elmus. (1966). *Federal Reserve Monetary Policy 1917–1933*. New York: Random House.

Wicker, Elmus. (1996). *The Banking Panics of the Great Depression*. Cambridge: Cambridge University Press.

Wilmarth, Arthur. (2002). »The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975–2000: Competition, Consolidation and Increased Risks«. *University of Illinois Law Review* 2002, S. 215–476.

Winch, Donald. (1969). *Economics and Policy: A Historical Study*. New York: Walker.

Winkler, Max. (1933). *Foreign Bonds: An Autopsy*. Philadelphia: Roland Swain.

Wolf, Nikolaus und Albrecht Ritschl. (2011). »Endogeneity of Currency Areas and Trade Blocs: Evidence from a Natural Experiment«. *Kyklos* 64, S. 291–312.

Wright, Gordon. (1942). *Raymond Poincaré and the French Presidency*. Stanford, CA: Stanford University Press.

Wu, Jing und Fan Xia. (2013). »Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound«. Unveröffentlichtes Manuskript, Booth School, University of Chicago, und University of California, San Diego (November).

Wueschner, Silvano (1999). *Charting Twentieth-Century Monetary Policy: Herbert Hoover and Benjamin Strong, 1917–1927*. Westport, CT: Greenwood Press.

Yellen, Janet. (2011). »Unconventional Monetary Policy and Central Bank Communications«. Rede beim University of Chicago Booth School of Business U.S. Monetary Policy Forum, New York (25. Februar).

Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch und Mitu Gulati. (2013). »The Greek Debt Restructuring: An Autopsy«. Peterson Institute Arbeitspapier Nr. 13–8. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics (August).

Zhou, Wanfeng. (2007). »Paulson Urges China to Make Yuan More Flexible«. *MarketWatch* (20. April), http://www.marketwatch.com/story/treasurys-paulson-urges-china-to-make-yuan-more-flexible.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Zingales, Luigi. (2009). »Comments on Swagel, ›The Financial Crisis: An Inside View'«. *Brookings Papers on Economic Activity* (Frühjahr), S. 68–75.

Zuckerman, Gregory. (2009). *The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History*. New York: Broadway Books.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Über den Autor

Barry Eichengreen ist Professor für Ökonomie und Politologie an der University of California in Berkeley und einer der renommiertesten Analytiker der Weltwirtschaft. Er ist regelmäßiger Gast des Weltwirtschaftsforums und war u. a. für den IWF und das IfW tätig.

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

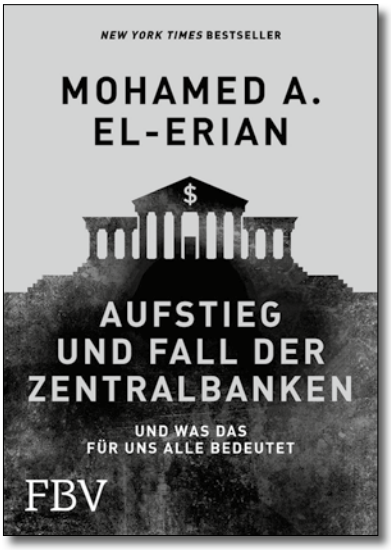
© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Aufstieg und Fall der Zentralbanken

Mohammed El-Erian

Gerade einmal 10 Jahre ist es her, dass Zentralbanker kaum etwas falsch machen konnten. Die großen Krisen galten als überwunden – Zentralbankchef Ben Bernanke sprach 2004 gar über das Ende der großen Wirtschaftskrisen. Gerade einmal vier Jahre später stürzte die Weltwirtschaft in die mit Abstand schwerste Krise seit Jahrzehnten.

Seitdem agieren die großen Zentralbanken im permanenten Rettungsmodus. Die Märkte ertrinken in Ozeanen aus Liquidität und doch gibt es keine historischen oder bewährten Modelle, die in dieser Ausnahmesituation helfen könnten. Noch dazu zeigen sich immer stärker Erschöpfungserscheinungen. Wer darauf achtet, dem werden die Anzeichen kaum entgehen. Wahrscheinlich ist, dass der Weg, auf dem sich die Weltwirtschaft derzeit befindet, bald enden dürfte – vielleicht sogar recht plötzlich.



304 Seiten | Hardcover | 24,99 € (D) | ISBN 978-3-89879-891-4

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Das Ende der Alchemie

Mervyn King

Während Alchemisten ihrem Ziel, wertlose Materialien in Gold zu verwandeln, bislang nicht näher gekommen sind, können moderne Banken eine bessere Erfolgsbilanz aufweisen: Gold können sie zwar nicht erschaffen, dafür jedoch neues Geld – und das aus dem Nichts.

In dieser »modernen Alchemie« verortet Mervyn King, ehemaliger Gouverneur der britischen Zentralbank, die zentralen Probleme des heutigen Kapitalismus, deren Ausmaße in der weltweiten Finanzkrise virulent wurden und bis heute die Weltwirtschaft in ständiger Unsicherheit halten. King fordert in *Das Ende der Alchemie* zu einer Umkehr auf. Statt Banken mit der Möglichkeit, neues Geld zu schaffen, zu adeln, müssen endlich wirksame Regularien des Bankensektors in Kraft gesetzt werden. Damit sich eine Krise dieser historischen Dimension nicht wiederholt und die weltweite Wirtschaft sich nachhaltig erholt, braucht es kreative Ideen, die Mervyn King in seinem Buch liefert.

ca. 400 Seiten | Hardcover | 26,99 € (D) | ISBN 978-3-95972-021-2

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

FED – Die Bank Amerikas

Roger Lowenstein

Amerikas Geschichte als Weltfinanzmacht begann einen Tag vor Weihnachten. Am 23. Dezember 1913 unterzeichnete Präsident Woodrow Wilson den Federal Reserve Act. Es ist die Geburtsstunde der Federal Reserve, der amerikanischen Zentralbank, der Fed. Was 1910 mit acht Männern als getarnte Entenjagd im Ferienhaus des Senators Nelson W. Aldrich auf dem entlegenen Jekyll Island begann, ist heute eine der mächtigsten Institutionen der Welt. Die Gründung der ersten amerikanischen Zentralbank ist eine packende Geschichte voller Intrigen, politischem Machtkalkül und Verschwörungstheorien. Gut 100 Jahre danach hat die Fed das Finanzsystem so massiv zugunsten ihrer Eigentümer verändert wie keine andere Zentralbank: In den letzten 30 Jahren sind mehr als 10 000 US-Banken verschwunden und fast 70 Prozent aller bilanziellen Vermögenswerte liegen in den Händen von jenen zwölf Großbanken, die »zufällig« auch die größten Anteilseigner der Fed sind.

408 Seiten | Hardcover | 26,99 € (D) | ISBN 978-3-89879-975-1

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Die zweite Renaissance

Ian Goldin | Chris Kutarna

Galilei und Kopernikus. Leonardo da Vinci, Dürer und Michelangelo. Luther und Shakespeare. Die Fugger und die Medici. Unsterbliche Namen, die mit ihren Werken und Entdeckungen für eine Kulturepoche stehen. Doch so glanzvoll und bedeutend die politischen, technischen und wirtschaftlichen Entwicklungen einerseits waren, so düster und tragisch war die Renaissance auf der anderen Seite. Die Pest entvölkerte fast ein Drittel Europas, massive soziale Spannungen entluden sich in Aufständen bis hin zu den Bauernkriegen und der Inquisition fielen Zehntausende zum Opfer. Ian Goldin und Chris Kutarna, als zwei der international führenden Vordenker der Globalisierung, zeigen, dass die Menschheit – wie damals zur Zeit der Renaissance am Ende des Mittelalters – vor der umfassendsten Transformation seit einem halben Jahrtausend steht. Die Autoren ziehen einen spannenden Vergleich und zeigen, dass alles, was unsere heutige Zeit bestimmt, Mega-Cities, Massenmigration, religiöser Fanatismus wie der des IS oder revolutionäre Erfindungen, auch so den Verlauf der Renaissance bestimmte.

416 Seiten | Hardcover | 26,99 € (D) | ISBN 978-3-89879-998-0

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der Fluch des Geldes

Kenneth S. Rogoff

2014 war Rogoff der erste Ökonom, der ein Bargeldverbot als möglichen Ausweg zur Durchsetzung von Negativzinsen und der Eindämmung von Kriminalität ins Gespräch brachte. Seine Überlegungen haben bereits dazu geführt, dass die EZB die 500-Euro-Scheine abschaffen wird und Deutschland eine Grenze von 5000 € für Barzahlungen diskutiert. In »Der Fluch des Geldes« erläutert Rogoff, einer der profiliertesten und bekanntesten Ökonomen der Welt, erstmals denkbare Lösungen aus dem scheinbar unauflösbaren Konflikt zwischen der Beschneidung der persönlichen Freiheit und mangelnder regulatorischer Eingriffsmöglichkeiten der Finanzpolitik. Und er zeigt erstmals, dass ein Mittelweg möglich ist.

Das kontroverseste Wirtschaftsbuch des Jahres!

352 Seiten | Hardcover | 24,99 € (D) | ISBN 978-3-89879-966-9

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Dieses Mal ist alles anders

Kenneth S. Rogoff | Carmen M. Reinhart

Dieses Mal ist alles anders, dieses Mal kann es gar nicht so schlimm werden wie beim letzten Mal. Denn dieses Mal steht die Wirtschaft auf soliden Füßen und außerdem gibt es diesmal viel bessere Kontrollmechanismen als beim letzten Mal. Wann immer es in der Geschichte der Menschheit zu Krisen kam, diese oder ähnliche Sätze waren jedes Mal zu hören. Doch was ist dran an derartigen Behauptungen? Nicht besonders viel, haben Kenneth Rogoff und Carmen Reinhart herausgefunden. In akribischer Arbeit haben die beiden Autoren die Finanzkrisen der letzen acht Jahrhunderte in über 66 Ländern analysiert. In sechs Abschnitten stellen Reinhart und Rogoff ihre Untersuchungsergebnisse vor, beginnend bei den zugrundeliegenden theoretischen Ansätzen. Zum Schluss ziehen die beiden Autoren die Lehren aus ihrer Untersuchung und kommen zu dem Ergebnis: Es ist dieses Mal eben doch nicht anders.

576 Seiten | Hardcover | 34,90 € (D) | ISBN 978-3-89879-564-7

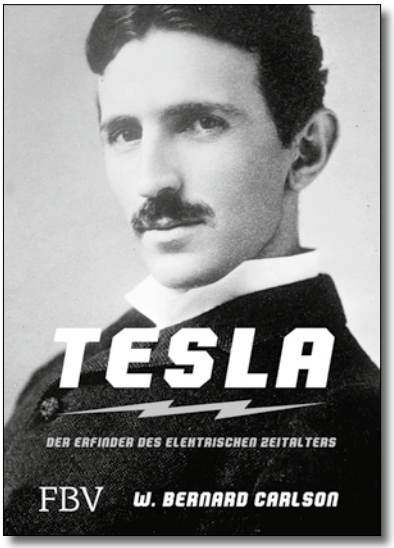
© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Tesla

W. Bernard Carlson

Nikola Teslas Forschungen revolutionierten das Verständnis von Elektrizität. Seine Erfindungen setzten völlig neue Maßstäbe für die weltweite Energieversorgung und ermöglichten erst das moderne Leben, wie wir es heute kennen. Doch nicht nur für seine 112 angemeldeten Patente ist Nikola Tesla bekannt, auch sein extravaganter Lebensstil und sein Hang zur exzessiven Selbstdarstellung machten ihn berühmt.

W. Bernard Carlson blickt mit seiner mehrfach ausgezeichneten Biografie tief in die Psyche des Genies: Eindrucksvoll zeigt er, wie nah Genie und Exzentrik beieinanderliegen und was das Ausnahmetalent antrieb. Zusätzlich fließen Hunderte Originalquellen ein, die zeigen, wie es Tesla möglich war, Innovationen wie am Fließband zu produzieren.



688 Seiten | Hardcover | 26,99 € (D) | ISBN 978-3-95972-007-6

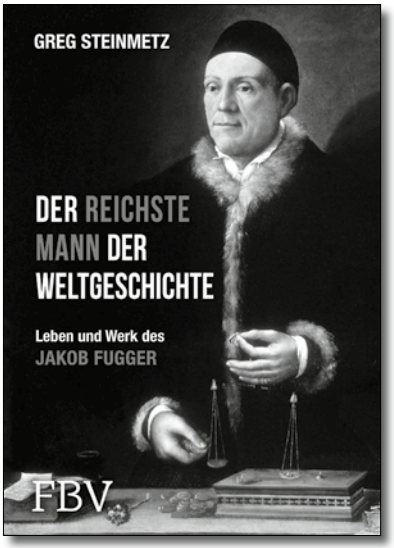
© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Der reichste Mann der Weltgeschichte

Greg Steinmetz

Jakob Fugger ist der reichste Mann, der (nicht nur in Mythen) jemals gelebt hat. 1459 als Enkel eines Bauern geboren, häufte er ein unvorstellbares Vermögen an, das selbst den legendären J. D. Rockefeller oder heutige Superreiche wie Bill Gates in den Schatten stellt.

In einer Zeit, in der die Macht von Königen schier unbegrenzt war, legte Jakob Fugger den Grundstein für seinen unglaublichen Reichtum. Innovative Ideen, Verhandlungsgeschick und vor allem Nervenstärke zeichneten den Bankier aus, der dem Papst die Erlaubnis für Zinsgeschäfte abrang. Greg Steinmetz zeigt Jakob Fugger, wie man ihn noch nie gesehen hat und enthüllt, mit welchen Methoden Fugger sein gigantisches Imperium aufbaute, Fürsten- und Königshäuser in die Abhängigkeit drängte und die europäische Politik maßgeblich mitprägte.



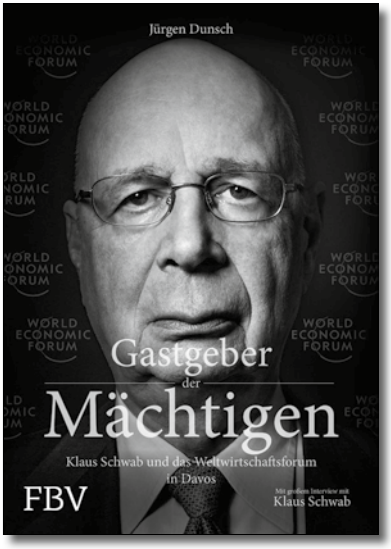
© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7) 2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

312 Seiten | Hardcover | 26,99 € (D) | ISBN 978-3-89879-961-4

Gastgeber der Mächtigen

Jürgen Dunsch

Geheime Macht in den Bergen, Netzwerk der globalen Elite, Jahrmarkt der Eitelkeiten: dem Weltwirtschaftsforum in Davos haften viele Etiketten an. Seit der Gründung als Managertreffen 1971 durch den deutschen Wirtschaftsprofessor Klaus Schwab hat sich das »World Economic Forum« (WEF) zu einer weltumspannenden Organisation entwickelt. Jedes Jahr pilgern 2500 Teilnehmer, darunter 40 Staats- und Regierungschefs, für eine knappe Woche in das kleine Schweizer Touristendomizil. Seit 1998 ist der Journalist Jürgen Dunsch regelmäßig dabei. Sein Buch ist die erste umfassende Darstellung des WEF aus unabhängiger Feder. Es blickt hinter die Kulissen des globalen Elite-Treffs – von der Organisation bis zu den informellen Anlässen und Gesprächen auf den vielen exklusiven Privat-Veranstaltungen. WEF-Gründer Klaus Schwab ergänzt das Buch mit Einblicken in seinen Tagesablauf und einem großen Interview.



© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

336 Seiten | Hardcover mit Schutzumschlag | 24,99 € (D) | ISBN 978-3-89879-985-0

© des Titels »Die grossen Crashs 1929 und 2008.
Warum sich Geschichte wiederholt« (978-3-89879-890-7)
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: http://www.finanzbuchverlag.de

Wenn Sie **Interesse** an
unseren Büchern haben,

z. B. als Geschenk für Ihre Kundenbindungsprojekte,
fordern Sie unsere attraktiven Sonderkonditionen an.

Weitere Informationen erhalten Sie bei unserem
Vertriebsteam unter +49 89 651285-154

oder schreiben Sie uns per E-Mail an:
vertrieb@finanzbuchverlag.de

FBV
FinanzBuch Verlag