

Mit einem Vorwort  
von  
MAX OTTE

JOHN KENNETH GALBRAITH

---

# DER GROSSE CRASH

---

1929

URSACHEN  
VERLAUF  
FOLGEN

FBV



# EINLEITUNG

## 1929

### und die Finanzkrise von 2007

von Prof. Dr. Max Otte

John Kenneth Galbraiths (1908–2006) *Der große Crash 1929* gehört zusammen mit Charles Mackays (1814–1889) *Außerordentliche populäre Irrnisse und der Wahnsinn der Massen*<sup>1</sup> und Charles P. Kindlebergers (1910–2003) *Manien, Paniken, Crashes – Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt*<sup>2</sup> zu den drei großen Klassikern, die über Finanzkrisen geschrieben worden sind. Das faszinierende Buch hat mich seit meinen ersten Studientagen begleitet. Ich besitze zwei Ausgaben – eine aus dem Jahr 1988, die von Galbraith mit einem neuen Vorwort zum Börsencrash von 1987 versehen wurde und die »Neuaufgabe« aus dem Jahr 1962, die den für mich angenehmen Geruch von altem Papier verströmt, wenn ich sie öffne.

Im Vorwort der 1962er Ausgabe schreibt Galbraith: »Ich habe es nie mehr genossen, ein Buch zu schreiben als dieses; tatsächlich ist

---

1) Charles Macay: *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. London 1852, (Dt.: *Zeichen und Wunder – aus den Annalen des Wahns*, Frankfurt 2001).

2) Charles P. Kindleberger: *Manien, Paniken, Crashes – Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt*, Kullmbach 2001.

es das einzige, bei dem ich das Schreiben in keinerlei Weise als Arbeit, sondern als Freude empfand.« Die grotesken Schwindel und Begebenheiten, die er schildert, das Wechselspiel von Leichtgläubigkeit, Euphorie, Panik und Betrug lassen uns heute manchmal schmunzeln. Allerdings entsteht auch ein gewisses Unbehagen. Was sich zunächst in der New Economy und dann mit der Subprime-Krise in der Mitte des ersten Jahrzehnts des neuen Jahrtausends abspielte, beschwört gewisse Déjà-vu-Erlebnisse herauf.

Im Sommer des Jahres 2007 wurde vielen Anlegern schlagartig klar, dass es Börsenzeiten geben kann, in denen nicht der grenzenlose Optimismus herrscht, sondern die Angst. Der Kollaps mehrerer Hedge-Fonds von Sowood Capital und Bear Stearns brachte eine Lawine ins Rollen, deren Ausmaß bis heute noch nicht abzusehen ist. Plötzlich wurde die (be-)trügerische Struktur der amerikanischen Immobilienfinanzierungen und der darauf begründeten Finanzderivate entlarvt, die von Banken und Anlegern in der ganzen Welt gehalten werden. Auch in Europa waren die Folgen dramatisch – der Beinahe-Zusammenbruch der Sachsen LB und der IKB Industriekreditbank in Deutschland konnte nur durch massive staatliche Interventionen verhindert werden. Banken begannen, sich untereinander zu misstrauen. Die Zinsen für kurzfristige Kredite stiegen sprunghaft an und das Geld wurde knapp.

Obwohl die Notenbanken eine niemals da gewesene Summe an Geldern in den Markt pumpften – im ersten Jahr nach Ausbruch der Subprime-Krise waren es über eine Billion Dollar – brachen die Börsen massiv ein. Innerhalb eines Jahres stand der DAX um nahezu 30 Prozent tiefer. Die Aktien von großen Banken wie der UBS AG fielen zwischen Sommer 2007 und 2008 um 75 Prozent. Etliche davon wie UBS und Merrill Lynch mussten Abschreibungen in zweistelliger Milliardenhöhe vornehmen. Nach dem Kollaps der ersten Hedge-Fonds im Sommer 2007 musste Bear Stearns Anfang 2008 selber vor der Insolvenz gerettet und von JP Morgan übernommen werden. Im Sommer 2008 kam es noch schlimmer: Die Aktien der

staatsnahen amerikanischen Immobilienfinanzierer Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) und Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) fielen um beinahe 90 Prozent. Die Kreditversicherer MBIA und Ambac, auf deren Garantien ein Teil des Finanzsystems aufgebaut war, standen vor der Insolvenz. Auch hier musste der Staat eingreifen. Die Banken misstrauen ihren Gläubigern und auch sich gegenseitig. Kredite werden – wenn überhaupt – nur noch sehr zögerlich vergeben. Die Angst vor dem nächsten Super-GAU der Weltwirtschaft grassiert.<sup>3</sup>

Auf diese Weise kann eine Wirtschaftskrise beginnen. Während ich diese Zeilen schreibe, ist es keinesfalls sicher, dass die Baisse vorüber ist. An anderer Stelle schrieb ich: »Im Boom werden viele, auch schlechte Kredite vergeben, weil Optimismus und Euphorie vorherrschen. Gegen Ende – wenn der Boom in seine manische Phase übergeht – beginnen die Menschen dann zu glauben, dass der Wirtschaftszyklus abgeschafft sei. Das verführt sie dazu, Investitionen mit Geld zu tätigen, das sie nicht haben. Sie investieren in Unternehmen und Wertpapiere, die nur überleben können, wenn sich der Boom endlos fortsetzt. Sie arbeiten für Firmen, die schon eine kleinere Krise umwerfen würde. Ökonomen nennen das ›Fehlallokation von Kapital‹. Je länger sich diese Fehlallokation von Kapital fortsetzt, umso größer muss nachher die Bereinigung ausfallen. Die Investments, Arbeitsplätze und Unternehmen, die nur in einer perfekten Welt existieren können, müssen verschwinden, um Raum für neues, für gesundes Wachstum zu schaffen.«<sup>4</sup>

So ist *Der Große Crash 1929* ein heute wieder hochaktuelles Buch über eine Zeit, in der grenzenloser Optimismus schrittweise durch die Angst abgelöst wurde und die schließlich in der Großen Depression endete. Manche Parallelen zwischen der Zeit vor 1929 und vor 2007 sind schon fast beängstigend. Es lässt sich argumentieren, dass das Beben von 2007 durch die Investmentbank Goldman Sachs ak-

3) Max Otte: Der Crash kommt, Berlin 2008.

4) Max Otte: Der Crash kommt, Berlin 2008, S. 26, 48.

tiv ausgelöst wurde, als diese den hohen Hebel (das Leverage) ihres Hedge-Fonds »Global Alpha« zurückfuhr, der mit schätzungsweise 200 Milliarden Dollar im Markt engagiert war. (Allerdings wäre es sonst später in anderer Form ausgebrochen.) Auch 1929 stand Goldman Sachs mit zwei Investmentvehikeln, der Shenandoah und der Blue Ridge Corporation, im Zentrum der Spekulation. Und sowohl 1929 als auch 2007 fuhr Goldman Sachs beträchtliche Gewinne ein. Allerdings dürfte hier weniger eine Verschwörung vorgelegen haben, wie es einige vermuten, sondern Goldman Sachs stand in beiden Episoden lediglich an der Spitze eines Systems, das sich insgesamt durch hemmungslosen Spekulationsgeist auszeichnete.

Waren in den Jahren nach der Jahrtausendwende »Hedge-Fonds« und »Private Equity« die Wunderwaffen des Kapitalismus und damit der Börsenspekulation, waren es vor 1929 die so genannten »Investment-Trusts«, börsennotierte Aktiengesellschaften, die gegründet wurden, um ihrerseits andere Unternehmen zu investieren. Bis auf die Rechtsform sehen diese Vehikel alle sehr ähnlich aus. Zwischen 1927 und 1929 nahm das Volumen der in Investment-Trusts investierten Mittel um das Elffache zu. Viele Trusts notierten zu einem Vielfachen des Wertes ihres Aktienportfolios. Galbraith: »Als Eigentum einer Investmentgesellschaft war das Portfolio für den Markt weit mehr wert, denn es war kombiniert mit der wertvollen, wenn auch nicht messbaren Mitwirkung der Finanzgenies.« In den 2000er-Jahren lief es ähnlich. Wenn eine Private-Equity-Gesellschaft in funktionierende Unternehmen investierte, phantasierte man sich ebenfalls massive Wertsteigerungen durch die Genialität der neuen Eigentümer herbei.

Private Equity war zunächst etwas für Wohlhabende. Nach einigen Jahren wurden dann solche Beteiligungen zunehmend auch in kleinerer Stückelung unter das gemeine Volk gebracht, damit auch dieses an der wundersamen Vermehrung des Reichtums teilhaben konnte. Kaum jemand fragte sich nach 2003, warum denn diese hervorragenden Geschäfte nicht von den Wohlhabenden selbst gemacht wurden. Kredite für gute Ideen gab es durch die leichte Geldpolitik

der Notenbanken fast unbegrenzt. Der gesunde Menschenverstand sagt, dass irgendwo ein Haken an der Sache ist. Im Übrigen gleichen sich auch hier die Episoden. Schon 1929 hatte John J. Raskob die Idee, einen speziellen Investment-Trust für weniger Wohlhabende zu gründen.

Einen Unterschied gibt es aber doch zwischen den Investment-Trusts der 1920er-Jahre und den Private-Equity-Gesellschaften nach dem Jahr 2000. Wenn ich auch fest davon überzeugt bin, dass sich der Private-Equity-Boom als Blase herausstellen wird, wie damals die Blase der Investment-Trusts, und dass viele Private-Equity-Gesellschaften bereits heute wertlos sind, ist das Kapital der Investoren doch durch langfristige Verträge gebunden. Die Investoren werden also ihren Vermögensverlust nur schrittweise feststellen, was sich stabilisierend auf die Situation auswirkt. Das dennoch viele ihre gesamten, in Private Equity investierten Mittel verlieren werden, steht für mich außer Frage.

Das 1954 entstandene historische Essay *Der große Crash* war keinesfalls eine bloße literarische Fingerübung. Galbraith wollte gegen das Vergessen anschreiben und dazu beitragen, dass eine Katastrophe wie die von 1929 nicht noch einmal passieren konnte: »Der Große Crash von 1929 führte zu einer Implosion der Güternachfrage, setzte zeitweilig die Mechanismen der Kreditmärkte außer Kraft, stoppte das Wirtschaftswachstum und entfremdete unzählige Tausende vom Wirtschaftssystem. Die Ursachen des Crashes lagen alle in der spekulativen Orgie, die vorausging. Diese Orgien finden in bestimmten Intervallen statt, und die Länge der Intervalle hängt mit dem Zeitraum zusammen, den es dauert, bis die Menschen vergessen haben, was früher passiert war. Diejenigen, die diese Zeilen lesen und die Welt um sich herum betrachten, werden gelegentlich bemerken, dass die Erinnerung langsam verblasst. Die Aufgabe des Historikers ist es, die Erinnerung wachzuhalten.«

Zeit seines langen Lebens setzte sich Galbraith für soziale Gerechtigkeit und ein funktionierendes Wirtschaftssystem ein, was

ihm in den USA oft den – für Amerikaner schlimmen – Vorwurf einhandelte, ein Sozialist zu sein. Galbraith selbst sah das ganz anders: »Ich bin ein Konservativer und daher geneigt, Gegenmittel für die selbstmörderischen Tendenzen unseres Wirtschaftssystems zu suchen – eine Neigung, die durch eine Verdrehung der Sprache oft als »radikal« bezeichnet wird. Eine dieser zerstörerischen Tendenzen ist die regelmäßig wiederkehrende spekulative Orgie. Sie dient keinerlei nützlichem Zweck. Und sie lenkt das Gewinnstreben von Zwecken, die normalerweise nützlich sind, zu solchen, die extrem schädlich sind.«

Dabei war der 2,05-Meter-Mann keinesfalls ein Sozialist oder Bohemien, sondern aristokratisch in Auftreten und Habitus. In seiner langen beruflichen Laufbahn war der aus Kanada stammende Galbraith Regierungsbeamter und in Washington verantwortlich für die Preiskontrollen im Zweiten Weltkrieg, Mitherausgeber des angesehenen Wirtschaftsmagazins »Fortune«, John F. Kennedys Botschafter in Indien und Vertrauter von Jawaharlal Nehru und Harvard-Professor. Ich traf ihn im April 1992 in Washington bei einem vom American Institute of Contemporary German Studies organisierten Vortrag über das Weltfinanzsystem. Der warme Frühlingstag ist mir noch genau in Erinnerung, da an diesem Tag Hans-Dietrich Genscher seinen Rücktritt als Außenminister der Bundesrepublik Deutschland ankündigte. Der damals 83-jährige Galbraith sprühte vor Humor und treffsicheren Einsichten in das Weltwirtschaftssystem und zog das Publikum vom ersten Augenblick an in seinen Bann. Wie John Maynard Keynes war er ein »Gentleman-Ökonom«, der über den Tellerrand seiner Disziplin hinausblickte und bereit war, seine Ideen in die politische Praxis umzusetzen.

Mit *Der Große Crash* hatte Galbraith nicht die Absicht, eine definitive Abhandlung der Großen Depression vorzulegen. Er setzte sich vielmehr das bescheidenere Ziel, Ursachen, Verlauf und unmittelbare Folgen des Börsenkrachs von 1929 zu analysieren. Seiner Ansicht nach bestand »wenig Zweifel daran, dass die Wirtschaft vor

1929 fundamental nicht gesund war.« Insbesondere in fünf Bereichen sah er Probleme 1. der ungleichen Einkommensverteilung, 2. der schlechten Struktur der Kapitalgesellschaften 3. der schlechten Struktur des Bankensystems 4. der unausgeglichene Außenhandelsbilanz und 5. dem schlechten Zustand der Wirtschaftswissenschaften sowie den fehlerhaften Empfehlungen, die daraus folgten. Auch bei diesen von Galbraith genannten Ursachen gibt es etliche Parallelen zu den Jahren nach 2005:

1. An erster Stelle führt Galbraith die **ungleiche Einkommens- und Vermögensverteilung** auf. Wenn sich immer mehr Vermögen bei wenigen Haushalten konzentriert, können diese Haushalte ihr Vermögen nicht mehr ausgeben. Ein immer größerer Teil des Einkommens und Vermögens fließt in spekulative Zwecke. Damit wird die Wirtschaft immer krisenanfälliger. (Galbraith definiert »spekulative Anlagen« als solche, bei denen man auf die Wertsteigerung schaut und nicht auf die laufenden Erträge – Miete, Dividende und Zinsen.)

Nach Galbraith erhielten fünf Prozent aller Haushalte 1929 ungefähr ein Drittel des gesamten Volkseinkommens. Die Einkommen aus Mieten, Zinsen und Dividenden – die im Großen und Ganzen vermögenden Haushalten zuzuordnen sind – waren ungefähr zweimal so hoch wie nach dem Zweiten Weltkrieg, als die Einkommensverteilung gleicher war. Nach mehr als zwanzig Jahren Globalisierung und ungefesselter Marktwirtschaft in den USA verdienten die 6,3 Prozent der Haushalte mit den höchsten Einkommen im Jahr 2004 wieder ungefähr ein Drittel des gesamten Volkseinkommens. Seitdem haben sich die Ungleichheiten verschlimmert, mit der Konsequenz, dass die Einkommen und Vermögen in den USA 2007 extrem ungleich verteilt waren und die Volkswirtschaft damit extrem gefährdet ist.<sup>5</sup>

5) Die offiziellen Statistiken geben dies leider nur verschlüsselt wieder. <http://www.census.gov/hhes/www/income/income.html>

2. Als zweite Hauptursache sieht Galbraith **die schlechte Struktur der Kapitalgesellschaften** an. Vor 1929 entstanden große Holdinggesellschaften und Investment-Trusts, die ihrerseits in Aktiengesellschaften investierten und so große Investmentpyramiden ermöglichten: Aktien von Holdinggesellschaften, die ihrerseits nichts anderes machten, als in bestehende Aktiengesellschaften zu investieren, konnten an die Börse gebracht werden, um weitere Gelder einzusammeln. Und je weiter sich diese Vehikel von der Realität entfernten, umso mehr konnte die Phantasie blühen.

Kaum etwas wiederholt sich in der Geschichte ganz genau. Aber jedem Crash geht eine Phase der Phantasie voraus – und die Phantasie benötigt ein Vehikel. Vor 1972 waren es die regulären, nach dem Zweiten Weltkrieg die neu entstandenen Aktienfonds, die das Kapital sammelten und wieder investieren. Das führte dazu, dass amerikanische Blue Chips, insbesondere die »Nifty Fifty« mit KGVs von 40 und mehr gehandelt wurden. Von 1965–1982 bewegte sich der Markt dann kaum. Der kurze Crash von 1987 wurde durch die so genannte »Portfolioversicherung« möglich gemacht, bei der es sich nicht um eine Versicherung, sondern eigentlich um eine Hedging-Strategie handelte.<sup>6</sup> Die Vehikel nach dem Jahr 2000 hießen »Verbriefte Produkte«, »Finanzderivate«, »Hedge-Fonds« und »Private Equity«. Viele Hedge- und Private-Equity-Fonds haben in den ersten Jahren des dritten Jahrtausends von der Tatsache Gebrauch gemacht, dass Fremdkapital aufgrund der leichtsinnigen Geldpolitik der Notenbanken leicht und billig zu haben war. Sie konnten sich oder die Unternehmen, die sie kauften, hoch verschulden. Und ein hoher Schuldenstand erhöht die Krisenanfälligkeit.

---

6) Richard Bookstaber: A Demon of our Own Design – Markets, Hedgefonds and the Perils of Financial Innovation, New York 2007.

3. Verbriefte Produkte und Finanzderivate gehören zur dritten von Galbraith identifizierten Ursache: der **schlechten Struktur des Bankensystems** in den Zwanziger- und Dreißigerjahren. Wenn eine Bank zusammenbrach, wurde das Vermögen anderer Banken eingefroren. Die Gläubiger hatten so eine Vorwarnung und konnten ihr Vermögen aus anderen Banken abziehen, was zu Kettenreaktionen führte. In den ersten sechs Monaten des Jahres 1929 brachen 364 Banken zusammen. Allerdings warnt Galbraith auch davor, alle Schuld den Bankern zuzuschieben: »Nach der Großen Depression wurden die Praktiken der Banken vor dem Crash einer ganzen Generation von Amerikanern als schlechtes Beispiel vorgehalten. Tatsächlich wurden viele dieser Praktiken erst durch die Große Depression schlecht. Kredite, die völlig solide waren, sahen auf einmal völlig unsolide aus, weil die Preise des Kreditnehmers oder seiner Sicherheiten kollabierten. Die Banker gaben sich dem leichtherzigen, optimistischen und unmoralischen Zeitgeist hin, aber nicht mehr als andere.«

Nach dem Jahr 2000 nahmen die Banken aus meiner Sicht eine ursächliche Rolle bei der Bildung der Blase vor dem Jahr 2007 ein und verhielten sich oftmals äußerst unverantwortlich. Durch die Bündelung und Verbriefung konnten die Emittenten aus sehr schlechten amerikanischen Immobilienkrediten mit Hilfe der Rating-Agenturen erstklassige AAA-Anleihen zaubern, die viele Investoren auf der ganzen Welt in ihre Bücher nahmen. Damit waren die Risiken und schlechten Kredite über die ganze Welt gestreut, ohne dass man sie noch nachverfolgen konnte.

Um eine einzige solche Anleihe zu bewerten, muss der Gläubiger ca. 300 Prospekte von jeweils ca. 300 Seiten, also 90.000 Seiten, lesen. Es darf gefragt werden, ob sich auch nur ein einziger Käufer dieser Produkte die Mühe gemacht hat, die Prospekte zu studieren. Charakteristisch ist hierbei das Vorwort des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der staatlich geretteten IKB Industriekreditbank in Düsseldorf im Geschäftsbericht des Jahres 2006. Dort

schreibt Ortseifen stolz, dass Verbriefungen und Finanzderivate der dynamischste Geschäftsbereich der Bank seien. Die Erläuterung, was ein staatlich geförderter Industriefinanzierer da zu suchen hat, blieb er schuldig.<sup>7</sup>

Finanzderivate machen mittlerweile das Fünffache des Weltsozialprodukts aus. Niemand kann ein Jahr nach Ausbruch der Krise genau sagen, welche Risiken hier verborgen liegen. US-Superinvestor Warren Buffett berichtet im Geschäftsbericht 2004 davon, wie schwer es war und wie viel Verluste anfielen, bis er die von ihm gekaufte Versicherung General Re aus dem Derivategeschäft gelöst hatte.<sup>8</sup>

4. Die **prekäre Situation der Außenhandelsbilanz**. Wenn Außenhandelsbilanzen unausgeglichen sind, entstehen Auslandsvermögen und korrespondierende Schulden. Bis zu einem gewissen Grad ist es bei Ländern wie bei Privatpersonen sinnvoll, Kredite zu geben und zu nehmen. Wenn allerdings die Ungleichgewichte zu groß werden, ist dies eine Quelle der Instabilität. In den Zwanziger- und Dreißigerjahren des letzten Jahrhunderts wies die Statistik einen Außenhandelsüberschuss für die USA auf. Dieser wurde von den Schuldnern teilweise bar bezahlt, teilweise wurden die Überschüsse aber auch durch Anleihen in den entsprechenden Ländern Lateinamerikas und zu einem geringeren Umfang Europas recycelt, in Lateinamerika teilweise unter Anwendung korrupter Praktiken. Heute sind die Vereinigten Staaten die bei Weitem größte Schuldernation der Welt. Die Auslandsschulden haben ein Drittel des Bruttosozialprodukts überschritten und liegen mittlerweile bei fünf Billionen US-Dollar. Das ist mehr als die Schuldenquote der lateinamerikanischen Länder vor Ausbruch der Schuldenkrise 1982. Im Jahr 2007 hatten die USA ein Außenhandels-Bilanzdefizit von 815 Milliarden Dollar oder mehr als sechs Prozent des Brut-

7) Geschäftsbericht 2006 der IKB Industriekreditbank, Düsseldorf 2007.

8) [www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com)

toinlandsprodukts. Dies sind absolut und relativ die historisch höchsten Zahlen. China und Japan halten nun 40 Prozent der Währungsreserven der Welt (1,9 von 5 Billionen US-Dollar). Die USA verfügen noch über ein Prozent der internationalen Währungsreserven.<sup>9</sup> Heute können sich die USA ihrer Auslandsschulden nur entledigen, indem sie mehr exportieren als importieren oder indem der Dollar drastisch abgewertet wird. Das erste Szenario würde eine drastische Reduktion der Importe mit verheerenden Folgen in den Exportländern Asiens und Europas zur Folge haben, das zweite würde zu einer Vermögensvernichtung in den Gläubigerländern und einem Vertrauensverlust in die Weltwährung Dollar führen. Beides kann in Zusammenhang mit der derzeitigen Finanzkrise dramatische Folgen haben.

5. Schließlich sind nach Galbraith auch die **fehlgeleitete Wirtschaftspolitik und falsche wirtschaftspolitische Ratschläge der Ökonomen** mit Schuld an der Länge und der Schwere der Rezession. Die Politik, nach 1929 den Haushalt ausgleichen zu wollen, führte zu einer weiteren Kontraktion der Nachfrage. Neben der falschen Fiskalpolitik waren die Verantwortlichen auch nicht bereit, die Geldpolitik zu lockern, weil sie das Wiederaufleben der Inflation fürchteten, einer damals eigentlich nicht vorhandenen Gefahr. Auch diese Politik verschlimmerte die Rezession. Heute stellt sich die Situation eher umgekehrt dar. Mehr als siebenzig Jahre einer größtenteils expansiven Geldpolitik haben die von Galbraith gepriesenen Waffen der Geld- und Fiskalpolitik stumpf werden lassen. Als die amerikanische Notenbank nach dem Sommer 2007 Liquidität im Wert von mehreren hundert Milliarden Dollar schuf, brachte dies dem Markt kaum Beruhigung, Interbankengeld war nach wie vor kaum zu haben. Als nach dem Platzen der Blase in Japan der Staat ein nach den Regeln der keynesianischen Wirtschaftspolitik mustergültiges Aktionspro-

9) <http://mwhodges.home.att.net/reserves.htm>

gramm startete und die Staatsverschuldung auf 150 Prozent des Bruttoinlandsprodukts stieg, hatte dies ebenfalls keine Auswirkungen: Japan befand sich mehr als 15 Jahre lang in einem Prozess der schleichenden Depression.<sup>10</sup>

So steht zu befürchten, dass uns nach 2007 einige magere Jahre erwarten, die von einem Prozess des »Deleveraging« begleitet werden, bei denen auf allen Ebenen die finanziellen Hebel und die Verschuldung reduziert werden. Geben die Notenbanken weiter Vollgas, droht uns stattdessen eine massive Geldentwertung und vielleicht eine Währungsreform. So oder so, die Exzesse seit den 1980er-Jahren werden nicht ohne Schmerzen auf ein Normalmaß zurückzuführen sein. Hoffen wir, dass Wirtschaftspolitiker wenigstens nicht wie 1929 jedes Mal treffsicher genau das Falsche tun werden.

Die Veröffentlichung von *Der große Crash 1929* ist mit einer Anekdote verbunden, die lustig wäre, wenn sie nicht entlarven würde, wie gedankenlos wir mit Geld umgehen und wie schnell wir so genannten Autoritäten vertrauen und unsere Verantwortung abgeben. Als Galbraith sein Buch 1955 bei einer Anhörung im Kongress vorstellte, wunderte er sich, dass alle Senatoren des Komitees bis zur Mittagspause im Raum blieben. Mittags hörte er dann, was passiert war: an diesem Tag war der Dow-Jones-Index massiv eingebrochen. Galbraith wurde im nationalen Fernsehen interviewt und gefragt, ob sich 1929 wiederholen könne. Er schloss dies nicht aus.

In den folgenden Tagen erhielt er unzählige Briefe von Anlegern: »Alle Absender waren mir nicht geneigt. Einige verleumdeten mich, andere wollten für mich beten und wieder andere drohten mir Gewalt an. Meine Frau war sehr besorgt über fünf Briefe eines Mannes in Florida, der sagte, dass er auf dem Weg nach Norden sei, um mich zu töten. Sie beruhigte sich, als ich darauf hinwies, dass alle fünf Briefe auf demselben Postamt in Florida aufgegeben wurde.« Einige

10) Max Otte: *Der Crash kommt*, S. 168ff.

Absender sagten, dass Sie dafür beten würden, dass Galbraith einen schweren Unfall haben würde. Am nächsten Tag brach sich Galbraith beim Skifahren in Vermont ein Bein. Nun bekam er Post von jenen, deren Glaube an einen allmächtigen und gerechten Gott durch diesen Unfall bestärkt worden war. Einige Tage später begann der Markt wieder zu steigen. Die Zahl der bösen Briefe an Galbraith wurde weniger. Schließlich kamen gar keine mehr.

Und ebenso, wie Galbraith in dieser Anekdote schnell zum Bösewicht wurde, werden die Menschen auch allzu bereitwillig irgendwelchen selbsternannten Finanzgenies hinterherlaufen, wenn sich die nächste Gelegenheit bietet. Korrektive gibt es für diese gelegentlich wiederkehrenden Epochen des Wahnsinns nur wenige und die allerwenigsten in der Finanzbranche selbst. Galbraith findet für diese denn auch harte Worte: »Selbst als in den späten 1920er-Jahren der Wahnsinn grassierte, blieben viele Männer an der Wall Street ziemlich vernünftig. Sie blieben aber auch ziemlich still. Das Verantwortungsbewusstsein der Finanzbranche für die Allgemeinheit ist nicht etwa gering. Es ist nahezu nicht vorhanden. Vielleicht liegt dies im System begründet. In einer Branche, deren Hauptantriebskraft es ist, viel Geld zu machen, heißt eine notwendige Regel ›leben und leben lassen‹. Sich gegen den Wahnsinn auszusprechen könnte bedeuten, diejenigen zu ruinieren, die sich von ihm haben hinreißen lassen. Deswegen schweigen die weisen Männer der Wall Street lieber. Die Narren haben daher das Feld für sich. Niemand pfeift sie zurück.«

Es wird immer wieder groteske Auswüchse des Finanzsystems geben. Keiner wird die Massen aufhalten, wenn sie spekulieren wollen. Wenn die Neuauflage von *Der große Crash* aber dazu beitragen kann, dass das Wissen über 1929 lebendig bleibt und sich hier und dort Inseln der Vernunft bilden, hat das Buch seinen Zweck erfüllt.

Köln, im Sommer 2008

*Max Otte*





# EINLEITUNG

## 1929

### und der Börsenkrach von 1987

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

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

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

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

Aber man sollte sich nicht nur mit den oberflächlichen Übereinstimmungen verschiedener Tragödien befassen, selbst wenn die Menschen außer Geld dabei nichts verloren haben. Es gibt noch weitere beachtenswerte Parallelen zwischen 1929 und 1987, denn die Finanzwelt war in beiden Fällen denselben Umständen ausgesetzt. Folglich konnte man das Debakel vom Herbst 1987 auch vorhersehen, wenn man sich mit dem Jahr 1929 beschäftigt hatte<sup>11</sup> (und mit anderen Wohlstandsepochen, die nicht selten auch von finanziellem Wahnsinn geprägt sind). Die wichtigste Rolle spielte, man kann es kaum anders bezeichnen, ein unerschütterlicher Optimismus, der vor dem jeweiligen Oktober weitgehend handlungsbestimmend war. Während der vorhergehenden Jahre waren die Aktienmärkte zu vermeintlich grenzenlosem Umfang angewachsen. Es hatte Einschnitte gegeben, von denen manche als schwerwiegend galten, derer man aber schließlich wieder Herr wurde. Grundlegende Einflüsse täuschten voraussichtliche Zinsquoten, Gewinnaussichten oder allgemeines Wirtschaftswachstum vor und nährten den Glauben an einen ungetrübten Wertezuwachs, der in keinem Ver-

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

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

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

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

zifische Eigendynamik, die notgedrungen auf den Absturz hinausläuft.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

für eine wirtschaftliche Stagnation während des vorhergehenden Sommers. Diese kam dem Markt zwar etwas verspätet, dann aber umso plötzlicher ins Bewusstsein. So bezeichnete man im Herbst 1929 prompt das nationale Haushaltsdefizit als allgemeine Ursache für das Börsendebakel. Dieses Defizit wies nun schon immer eine beachtliche Größe auf, und während Präsident Reagans Amtszeit war es noch mehr angewachsen, ohne dass man nachteilige Reaktionen auf dem Markt feststellen konnte. Plötzlich stilisierte man es zum Dreh- und Angelpunkt des Wall-Street-Unglücks. Offizielles Anliegen wurde nun, das Defizit zumindest mit einigen symbolischen Maßnahmen zu schließen. Ronald Reagan, der konservative Republikaner, war schon lange keine unbekannte Figur in der Finanzwelt mehr. In der Art und Weise, wie die Kaufmannsgilde dem alten Freund damals die Verantwortung für die entstandenen Probleme auf die Schultern lud, lag etwas ausgesprochen Undankbares.

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

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

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

## Auf längere Sicht

Im Rahmen der erwähnten Tendenzen, wie sie sich bislang abzeichnen, besteht in den wesentlichen Punkten Anlass zu größerer Hoffnung als in der Zeit nach 1929. Damals hatte der Börsenkrach einen unmittelbaren, umfassenden Einfluss auf Investitionsbereitschaft und Konsumverhalten. Die Depression zeigte sich in der drastischen Entwertung von Preisen und Löhnen ebenso wie in einer Bankenkrise von enormem Ausmaß – in der Tat war der freie Fall in eine Wirtschaftsform festzustellen, für welche die Regierung keine wirkliche Verantwortung empfand, um beschönigende Worte einmal beiseite zu lassen.

Wie sich viele nach dem Zusammenbruch von 1987 beeilten festzustellen, dämpfen heute einige Polster den Fall. Man kann sein Bankguthaben versichern, und die Gewissheit, dass die Regierung für zahlungsunfähige Bankgesellschaften in die Bresche springt, ist ziemlich hoch (der moderne Sozialismus tritt in Kraft, wenn die Jets der Finanzgesellschaften auf dem National Airport in Washington landen, wie ich bei anderer Gelegenheit feststellen konnte). Das ist aber noch keine Garantie gegen eine weitere Bankenpanik. Es gibt heutzutage Arbeitslosenversicherungen, Renten und andere soziale Hilfeleistungen, um der erlahmten Kaufkraft unter die Arme zu greifen. Agrarprodukte waren in den überwiegend landwirtschaftlich strukturierten 1920er-Jahren sehr anfällig für Preisschwankungen, und wenn sie fielen, so hatte das weitreichende Nachwirkungen. Inzwischen ist die Landwirtschaft auf ebenso kostspielige wie uneffektive Unterstützungen angewiesen. Es gibt auch Mindestgehälter und Gewerkschaften; Letztere sind, zum Bedauern einiger Konservativer, Garant gegen eine zu schonungslose Senkung der Gehälter.

Das bedeutet im Allgemeinen: Im Gegensatz zu den 1930er-Jahren existiert eine klar definierte Verantwortlichkeit der Regierung, was die Gewährleistung eines bestimmten Einkommens und das

Recht auf Arbeit betrifft. Zu dieser Verantwortung bekennen sich in unserer Zeit die Verantwortlichen sämtlicher Industrienationen. Man kann also sagen, dass sich der Kapitalismus durch einen umfangreichen Maßnahmenkatalog legitimiert (es ist allerdings noch nicht absehbar, wie effektiv), über den sich seine glühendsten Verfechter einst am heftigsten beklagten.

Man sollte jedoch kein definitives Urteil fällen. Eine plötzliche Kürzung im Nominalvermögen der Privatleute und Institutionen um tausend Millionen Dollar können sich auf die Investitionsbereitschaft und das Kaufverhalten eigentlich nur negativ auswirken, ebenso auf die Beschäftigungssituation – insbesondere an der Wall Street, möchte man annehmen. Es liegen bereits Berichte über die Aufwendungen in den höheren Gehaltsklassen nach dem Börsenkrach vor: für teure Immobilien, extravagante Autos und eine aufwändige Garderobe. Man könnte sich die Auswirkungen gravierender vorstellen.

Das Bestreben, in den unmittelbaren Nachwirkungen des 1987er-Börsenkrachs die Steuern zu erhöhen, war zweifellos unklug. Aber auf längere Sicht müssen wir uns entschieden von der vergangenen Steuerpolitik distanzieren, wenn vermieden werden soll, was man die Mexikanisierung der amerikanischen Wirtschaft nennen könnte. Die Steuern müssen erhöht werden, wobei man sich jedoch auf die finanzkräftigeren Zahler konzentrieren sollte. Dadurch wird man das Haushaltsdefizit langsam schließen, der Inflation entgegenwirken und gleichzeitig die Zinssätze niedrig halten. Letztere können wiederum die Investitionsbereitschaft beleben, die Möglichkeiten der Kapitalanlage verbessern und den Aufwärtsdrang des Dollars bremsen.

Solche Maßnahmen sind nicht erfreulich. Steuererhöhungen, in Verbindung mit einem niedrigeren Dollarkurs, senken den Lebensstandard. Letzterer kann jedoch durch eine verständigere Verwaltung des Rüstungsetats stabilisiert werden – ein vernünftiger Vorschlag in der Zeit des atomaren Overkills. Niemand kann erwarten,

dass sich nach all den Jahren falscher Wirtschaftspolitik ein Ausweg bietet, der allen entgegenkommt. Man sollte von jenen, die vor den Fehlschlägen der Vergangenheit gewarnt hatten, nun keine Patentlösung für die aktuellen Probleme erwarten. Diejenigen, die für das Missgeschick verantwortlich sind, werden das auch nicht tun. Ökonomischem Exzess folgt, genauso wie dem alkoholischen, ein unvermeidliches Nachspiel.

## Anmerkung zu den Quellen

In jüngster Zeit gelangten Autoren und Verleger übereinstimmend zu der Meinung, die Leserschaft fühle sich durch Fußnoten belästigt. Ich verspüre nun keineswegs den Wunsch, potenzielle Käufer zu behelligen oder auch nur im Geringsten abzuschrecken, betrachte diese Annahme aber dennoch als albern. Kein gebildeter Mensch wird sich von einem kleingedruckten Text am unteren Seitenrand gestört fühlen, und jeder, ob nun aus privatem oder beruflichem Interesse, muss gegebenenfalls die Möglichkeit haben, Quellenangaben zu nutzen. Fußnoten liefern darüber hinaus zuverlässige Fingerzeige auf das Maß an Sorgfalt, mit dem recherchiert wurde. Es gibt jedoch eine Grenze zwischen Gewissenhaftigkeit und Pedanterie. Wo ich mich in diesem Buch auf öffentliche Dokumente, Bücher, Zeitungsartikel oder ungewöhnliche Quellen beziehe, sind bibliografische Angaben vermerkt. Zu den Ereignissen des Jahres 1929 findet man viel in der allgemeinen Presse oder den speziellen Wirtschaftsblättern dieser Zeit. Systematisches Zitieren würde in diesem Fall zu endlosen Verweisen auf diese Zeitschriften ausarten, was ich unterlassen habe. Wo keine Quelle angegeben ist, kann der Leser annehmen, dass ich mich auf die »New York Times«, das »Wall Street Journal« und andere allgemein verbreitete Blätter dieser Zeit bezogen habe.