

DIESES MAL IST ALLES ANDERS

Acht Jahrhunderte
Finanzkrisen

**CARMEN M. REINHART
&
KENNETH S. ROGOFF**



FBV

CARMEN M. REINHART & KENNETH S. ROGOFF

DIESES MAL IST ALLES ANDERS

Acht Jahrhunderte Finanzkrisen

FBV

© des Titels »Dieses Mal ist alles anders« (ISBN 978-3-95972-418-0)
2020 by FinanzBuch-Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

Vorwort

Wenn es ein Thema gibt, das sich wie ein roter Faden durch das gesamte Krisenspektrum zieht, das wir in diesem Buch untersuchen, dann lautet es, dass das systemische Risiko einer exzessiven Schuldenanhäufung – ob sie durch Regierungen, Banken, Unternehmen oder Verbraucher verursacht wird – oft größer ist, als es während eines Wirtschaftsbooms den Anschein hat. Wenn Regierungen Geld in die Märkte pumpen, können sie den Anschein erwecken, als sorgten sie für ein größeres Wachstum, als es wirklich der Fall ist. Eine exzessive Verschuldung des Privatsektors kann Immobilien- und Aktienkurse weit über ihre langfristig nachhaltige Bewertung aufblähen und Banken stabiler und profitabler erscheinen lassen, als sie tatsächlich sind. Eine derartige Schuldenanhäufung stellt ein Risiko dar, weil sie eine Ökonomie für Vertrauenskrisen anfällig macht, insbesondere wenn es sich um Kredite mit kurzen Laufzeiten handelt, die ständig refinanziert werden müssen. Schuldenfinanzierte Booms erscheinen fälschlicherweise oft als Bestätigung für die Richtigkeit der Regierungspolitik, der Gewinnerzielungsstrategie von Finanzinstituten oder gaukeln einen Lebensstandard eines Landes vor, dem in Wirklichkeit die Basis fehlt. Die meisten Booms enden in einem bösen Erwachen. Selbstverständlich sind Schuldeninstrumente für alle Ökonomien – sehr alte und moderne – von zentraler Bedeutung. Die Ausbalancierung der Risiken und Chancen einer Verschuldung ist jedoch immer eine Herausforderung, die politische Entscheidungsträger, Investoren und Normalbürger niemals unterschätzen dürfen.

In diesem Buch untersuchen wir unterschiedliche Arten von Finanzkrisen. Dazu gehören Staatsschuldenkrisen, die eintreten, wenn Regierungen ihre Inlands- oder Auslandsschuldenverpflichtungen nicht erfüllen – oder beides. Daneben existieren die Bankenkrisen, wie sie die Welt in den letzten Jahren zuhauf erlebt hat. In einer typischen großen Bankenkrise gerät ein erheblicher Teil des Bankensektors eines Landes nach heftigen Investmentverlusten, Bankpaniken oder beidem in die Insolvenz. Eine weitere wichtige Krisenkategorie sind Wechselkurskrisen wie diejenigen, die Asien, Europa und Lateinamerika in den 1990er-Jahren heimsuchten.

Bei einer Wechselkurskrise verfällt der Wert der Währung eines Landes in schwindelerregendem Tempo – und das oft trotz der »Garantie« der Regierung, sie werde dies unter keinen Umständen zulassen.

Weiterhin betrachten wir Perioden der Hoch- und Hyperinflation als Krisen. Es erübrigt sich die Erwähnung, dass ein unerwarteter Inflationsanstieg de facto dasselbe ist wie ein echter Zahlungsausfall, da die Inflation allen Schuldnern (einschließlich der Regierung) ermöglicht, ihre Schulden in der Währung zurückzuzahlen, die nun weitaus weniger Kaufkraft besitzt als zur Zeit der Kreditaufnahme. In diesem Buch werden wir diese Krisen größtenteils gesondert untersuchen. Krisen treten jedoch oft in Gruppen auf. Im vorletzten Kapitel des Buches werden wir Situationen – wie zum Beispiel die Große Depression der 1930er-Jahre und die jüngste weltweite Finanzkrise – betrachten, in denen Krisen gruppenweise und auf globaler Ebene auftraten.

Selbstverständlich sind Krisen kein neues Phänomen. Seit der Erfindung des Geldes und der Finanzmärkte hat es Krisen gegeben. Zahlreiche der frühesten Krisen wurden von Währungsabwertungen getrieben, indem der Monarch eines Landes den Gold- oder Silbergehalt der Münzen reduzierte, um sich aus Finanznöten zu befreien, für die nicht selten Kriege verantwortlich waren. Technologische Fortschritte haben dafür gesorgt, dass Regierungen zum Ausgleich eines Etatdefizits nicht mehr den Edelmetallgehalt ihrer Münzen verringern müssen. Finanzkrisen haben sich jedoch über alle Jahrhunderte hinweg stets wiederholt und plagen Länder bis zum heutigen Tag.

Ein Schwerpunkt unseres Buches liegt auf zwei besonderen Formen der Krise, die heute besonders relevant sind: Staatsschuldenkrisen und Bankenkrisen. Die Geschichte beider Krisenarten erstreckt sich über viele Jahrhunderte und Regionen. Staatsschuldenkrisen waren unter den heute entwickelten Ökonomien, die aus regelmäßig wiederkehrenden Perioden der Zahlungsunfähigkeit herausgewachsen zu sein scheinen, einst weit verbreitet. In den Schwellen- und Transformationsländern sind wiederkehrende (oder gehäufte) Zahlungsausfälle nach wie vor eine chronische und ernsthafte Krankheit. Bankenkrisen bleiben dagegen überall ein Problem. Sie stellen eine Bedrohung der »Chancengleichheit« dar, da sie arme und reiche Länder gleichermaßen betreffen. Die Untersuchung der Banken-

krise führt uns auf eine Reise von Bankruins und Bankzusammenbrüchen in Europa während der Napoleonischen Kriege bis zur jüngsten globalen Finanzkrise, die im Jahr 2007 mit der Subprime-Krise in den USA begann.

Unser Ziel hier besteht darin, ausgiebige, systematische und quantitative Untersuchungen anzustellen: Unsere empirische Analyse erstreckt sich auf 66 Länder über beinahe acht Jahrhunderte. Über die Geschichte der internationalen Finanzkrisen wurden viele wichtige Bücher geschrieben,¹ wobei der vielleicht einflussreichste Text Kindlebergers 1989 erschienenes Werk *Manias, Panics and Crashes* ist.² (Deutscher Titel: Charles P. Kindleberger, *Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt* (A.d.Ü.))

Wir dagegen stützen unsere Analyse auf Daten aus einer riesigen Datenbank, welche die gesamte Welt umfasst und bis zum China des 12. Jahrhunderts und dem Europa des Mittelalters zurückreicht. Das »Herzstück« unseres Buches bilden die (zum größten Teil) einfachen Tabellen und Grafiken, in denen diese Daten präsentiert werden, und weniger die Beschreibung von Persönlichkeiten, politischen Strategien und Verhandlungen. Wir vertrauen darauf, dass unsere visuelle quantitative Geschichte der Finanzkrisen nicht weniger beeindruckend ist als der bisher verfolgte überwiegend textbasierte Ansatz, und wir hoffen, dass er für die politische Analyse und Forschung neue Blickwinkel eröffnet.

Ein weiterer Schwerpunkt ist die Betrachtung langer historischer Zeitabläufe, um »seltene« Ereignisse einzufangen, die allzu leicht übersehen werden, wenngleich sie weitaus häufiger auftreten und wesentlich größere Ähnlichkeiten aufweisen, als viele meinen. Tatsächlich zeigen Analysten, politische Entscheidungsträger und selbst wissenschaftliche Ökonomen die unselige Neigung, jüngste Erfahrungen durch das enge Fenster von Standarddatensätzen zu betrachten, die in Bezug auf Länder und Zeiträume typischerweise auf einem engen Erfahrungsspektrum beruhen. Ein großer Teil der wissenschaftlichen und politischen Literatur über Schulden und Schuldenkrisen zieht Schlussfolgerungen aus Daten, die seit 1980 erhoben wurden. Das liegt zum Teil daran, dass diese am leichtesten zu beschaffen sind. An diesem Ansatz wäre nichts auszusetzen, wenn da nicht die Tatsache wäre, dass Finanzkrisen wesentlich längere Zyklen

haben und ein Datensatz über 25 Jahre einfach keine angemessene Perspektive in Bezug auf die Risiken alternativer Strategien und Geldanlagen bieten kann. Ein Ereignis, das im Rahmen einer Zeitspanne von 25 Jahren als selten erscheint, ist unter Umständen keineswegs selten, wenn es in einem längeren historischen Kontext betrachtet wird. Schließlich hat ein Forscher nur eine Chance von 1:4, dass er in einem Datensatz über ein Vierteljahrhundert eine »Jahrhundertflut« entdeckt. Um überhaupt über solche Ereignisse nachzudenken, muss man Daten über mehrere Jahrhunderte sammeln. Und das genau ist hier unser Ziel.

Darüber hinaus weisen Standarddatensätze in weiteren wichtigen Aspekten große Beschränkungen auf, insbesondere im Hinblick auf ihre Betrachtung der Arten von Regierungsschulden. Wie wir sehen werden, sind historische Daten über Inlandsstaatsschulden für die meisten Jahrhunderte tatsächlich sehr schwer zu beschaffen. Oft sind diese Schulden kaum transparenter gewesen als die Buchführung heutiger moderner Banken mit ihren außerbilanziellen Transaktionen und anderen Buchführungstricks.

Unsere Analysen beruhen auf einer umfassenden neuen Datenbank mit Informationen zu internationalen Schulden- und Bankenkrisen, Inflation, Währungszusammenbrüchen und -abwertungen. Die Daten stammen aus Afrika, Asien, Europa, Lateinamerika, Nordamerika und Ozeanien (wie zuvor erwähnt, handelt es sich um Daten über insgesamt 66 Länder zuzüglich ausgewählter Daten für eine Reihe weiterer Länder). Das Spektrum an Variablen umfasst neben vielen weiteren Dimensionen Inlands- und Auslandsschulden, Handel, Nationaleinkommen, Inflation, Wechselkurse, Zinssätze und Rohstoffpreise. Die Datenerfassung erstreckt sich auf mehr als 800 Jahre – bei den meisten Ländern reicht sie bis zum Jahr, in dem sie ihre Unabhängigkeit erlangten, und bei einigen Ländern bis in Kolonialzeiten. Selbstverständlich ist uns bewusst, dass wir mit den hier präsentierten Übungen und Illustrationen lediglich an der Oberfläche der Erkenntnisse kratzen, die ein Datensatz dieses Umfangs und dieser Reichweite potenziell liefern kann.

Glücklicherweise sind die Details dieser Daten für das Verständnis der zentralen Botschaft dieses Buches nicht unerlässlich, nämlich dass das alles schon einmal dagewesen ist. Die Instrumente für finanzielle Gewinne

und Verluste haben sich im Lauf der Jahrhunderte verändert, so wie sich auch die Institutionen verändert haben, die gewaltig gewachsen sind, nur um ebenso gewaltig zu scheitern. Finanzkrisen folgen einem Rhythmus von Aufschwung und Abschwung. Länder, Institute und Finanzinstrumente mögen sich verändert haben, die menschliche Natur ist jedoch die gleiche geblieben. Wie wir in den abschließenden Kapiteln dieses Buches besprechen werden, ist die derzeitige Finanzkrise, die in den USA ihren Anfang genommen und sich über die ganze Welt ausgebreitet hat und die wir als »Zweite Große Wirtschaftskontraktion« bezeichnen, lediglich die jüngste Manifestation dieses Musters.

Die letzten vier Kapitel des Buches beschäftigen sich mit dieser jüngsten Krise, bevor wir zu unserer Schlussfolgerung kommen, in der wir die Lektionen betrachten, die wir aus dieser Krise gezogen haben. Der Leser wird feststellen, dass die in Kapitel 13 bis 16 behandelten Themen relativ einfach und in sich geschlossen sind. (Leser, die hauptsächlich an den Lektionen in Bezug auf die jüngste Krise interessiert sind, sollten direkt zu diesen Abschnitten blättern.) Die US-Standardindikatoren, wie zum Beispiel die Assetpreisinflation, die Zunahme der Hebel, hohe anhaltende Leistungsbilanzdefizite und eine Abkühlung des Wirtschaftswachstums im Vorfeld der Subprime-Krise, sind beinahe alle Symptome für ein Land, das am Rande einer Finanzkrise steht, und zwar einer schwerwiegenden Finanzkrise. Dieser Weg in die Krise ist ernüchternd. Aber auch der Weg aus der Krise kann ziemlich gefährlich sein. Denn das Resultat systemischer Banken Krisen, die eine erhebliche Belastung für die Staatsressourcen darstellen, ist ein anhaltender und deutlicher Rückgang der Wirtschaftsleistung.

Der erste Teil des Buches liefert präzise Definitionen der Konzepte, die Krisen beschreiben, und diskutiert die diesem Buch zugrunde liegenden Daten. In der Zusammenstellung unseres Datensatzes haben wir uns auf die Arbeit früherer Wissenschaftler gestützt. Allerdings enthält unser Datensatz auch eine erhebliche Menge an neuem Material aus verschiedenen primären und sekundären Quellen. Neben einer systematischen Datierung der Auslandsschulden- und Wechselkurskrisen sind in den Buchanhängen die Daten der Inlandsinflations- und Banken Krisen aufgeführt. Die Datierung der Zahlungsausfälle von Regierungen bei (zumeist

auf Inlandswährung lautenden) Inlandsschulden ist eines der neueren Merkmale, das unsere Untersuchung über Finanzkrisen abrundet.

Der Lohn dieser genauen Analyse folgt in den verbleibenden Teilen des Buches, in denen diese Konzepte auf unseren erweiterten globalen Datensatz angewendet werden. Teil II beschäftigt sich mit Staatsschulden, indem Hunderte von Staatsschuldenkrisen chronologisiert werden, in deren Rahmen souveräne Staaten ihre Auslandsschulden nicht begleichen konnten. Diese Schuldenkrisen reichen von den Krediten, die florentinische Finanziers Mitte des 14. Jahrhunderts Englands Herrscher Edward III. gewährten, über die Kredite deutscher Handelsbanken an die spanische Habsburgermonarchie bis zu den massiven Krediten, die (zumeist) New Yorker Banker Mitte der 1970er-Jahre an Lateinamerika vergaben. Wenngleich sich feststellen lässt, dass sich Auslandsschuldenkrisen im modernen Zeitalter wesentlich stärker auf Schwellen- und Transformationsländer konzentrieren als Bankenkrisen, betonen wir dennoch, dass Auslandsschuldenkrisen im Rahmen des Reifung eines jeden Landes von einer aufstrebenden Ökonomie zu einer modernen entwickelten Ökonomie ein beinahe universeller Initiationsritus gewesen sind. Dieser Prozess der ökonomischen, finanziellen, sozialen und politischen Entwicklung kann Jahrhunderte dauern.

In seinen frühen Jahren als souveräner Staat geriet Frankreich nicht weniger als acht Mal in Zahlungsverzug bei seinen Auslandsschulden (siehe Kapitel 6)! Spanien konnte vor 1800 seine Auslandsschulden sechs Mal nicht begleichen, geriet im 19. Jahrhundert sieben Mal in Verzug und übertrumpfte Frankreich mit insgesamt 13 Zahlungsausfällen. Als die heutigen europäischen Mächte die Entwicklungsphase einer aufstrebenden Ökonomie durchliefen, hatten sie die gleichen wiederkehrenden Probleme mit Auslandsschuldenkrisen wie zahlreiche Schwellen- und Transformationsländer heute.

Von 1800 bis weit nach dem Zweiten Weltkrieg befand sich Griechenland beinahe in ständigem Zahlungsverzug, und Österreichs Bilanz ist in gewisser Hinsicht sogar noch erstaunlicher. Zwar war die Entwicklung der internationalen Kapitalmärkte vor 1800 ziemlich beschränkt, dennoch zählen wir die zahlreichen Zahlungsausfälle Frankreichs, Portugals, Preußens, Spaniens und der frühen italienischen Stadtstaaten auf. Am Rande

Europas haben auch Ägypten, Russland und die Türkei ihre eigene Historie an chronischen Zahlungsausfällen.

Eine der faszinierenden Fragen, die in diesem Buch erhoben werden, lautet: Warum ist es einer relativ kleinen Zahl an Ländern, wie zum Beispiel Australien und Neuseeland, Kanada, Dänemark, Thailand und den USA, gelungen, Auslandsschuldenkrisen zu vermeiden, während viele andere Länder ihre Auslandsschulden aufgrund von Zahlungsausfällen nicht begleichen konnten?

Asiatische und afrikanische Finanzkrisen wurden bisher weitaus weniger untersucht als die Krisen in Europa oder Lateinamerika. Tatsächlich wird die weitverbreitete Überzeugung, heutige Auslandsschuldenkrisen seien ein Phänomen, das sich auf Lateinamerika und einige wenige arme europäische Länder beschränkt, von dem Mangel an Informationen genährt. Wie wir sehen werden, hat das präkommunistische China seine Auslandsschulden mehrfach nicht beglichen, und sowohl das moderne Indien als auch Indonesien sind in den 1960er-Jahren beide in Zahlungsverzug geraten – lange vor der ersten Nachkriegsrunde der lateinamerikanischen Zahlungsausfälle. Das postkoloniale Afrika weist eine Bilanz an Zahlungsausfällen auf, die den Anschein erweckt, als lege sie es darauf an, alle früheren aufstrebenden Ökonomien zu übertreffen. Insgesamt lässt sich feststellen, dass eine systematische quantitative Betrachtung der postkolonialen Zahlungsausfallbilanzen Asiens und Afrikas die Vorstellung als falsch entlarvt, die meisten Länder seien in der Lage gewesen, die Gefahren einer Auslandsschuldenkrise zu vermeiden.

Der beinahe universelle Charakter des Phänomens der Staatsschuldenkrisen wird in Teil II deutlich, in dem wir anhand von Tabellen und Grafiken auf Basis unseres Datensatzes die Geschichte der Staatsschuldenkrisen und Finanzkrisen in breiten Zügen darstellen. Ein Punkt, der sicherlich aus der Analyse hervorsticht, ist der Umstand, dass die ruhige Periode in den Jahren vor der jüngsten globalen Finanzkrise (2003–2008), in der die Regierungen ihren Schuldenverpflichtungen im Allgemeinen nachgekommen sind, alles andere als die Norm gewesen ist.

Die Geschichte der Inlandsstaatsschulden (das heißt im Inland emittierte Staatsschulden), vor allem in Schwellen- und Transformationsländern, wurde von zeitgenössischen Wissenschaftlern und Politikern weit-

gehend ignoriert (das gilt selbst für offizielle Datenlieferanten wie den Internationalen Währungsfonds); sie schienen das verbreitete Auftreten dieser Krisen zu Beginn des 21. Jahrhunderts als verblüffendes Phänomen zu betrachten. Wie wir jedoch in Teil III zeigen, haben die Inlandsstaatschulden in Schwellen- und Transformationsländern in zahlreichen Perioden eine ausgesprochen große Bedeutung gehabt. Sie tragen potenziell dazu bei, eine ganze Reihe an Rätseln zu lösen, die mit Phasen der Hochinflation und Schuldenkrisen verbunden sind. Wir betrachten die Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Daten über Staatsschulden als lediglich eine Facette der generell geringen Transparenz, mit der die meisten Regierungen ihre Bücher führen. Man denke nur an die impliziten Garantien, die den Hypothekeninstituten gegeben wurden, die massenhaft Hypotheken verkauften, was den tatsächlichen Umfang der US-Staatsschulden im Jahr 2008 letztlich um viele Milliarden Dollar erhöht hat, und an die vielen Milliarden Dollar der außerbilanziellen Transaktionen der US-Notenbank sowie die impliziten Garantien, die mit der Entscheidung verbunden sind, die »Giftpapiere« aus den Bankbilanzen herauszulösen – von den ungedeckten Renten und medizinischen Verpflichtungen gar nicht zu reden. Der Mangel an Transparenz über die Staatsschulden ist endemisch; die Schwierigkeit, grundlegende historische Daten über Staatsschulden zu beschaffen, ist dagegen fast schon komisch.

Teil III des Buches versucht, die Episoden offenkundiger Inlandsschuldenkrisen sowie der Umschuldung von Inlandsschulden über mehr als ein Jahrhundert zu katalogisieren. (Die Vernachlässigung der Geschichte der Inlandsschulden seitens der Wissenschaftler führte – wenig überraschend – auch zu einer Vernachlässigung der Geschichte der Inlandsschuldenkrisen.) Dieses Phänomen scheint ein wenig seltener aufzutreten als Auslandsschuldenkrisen, ereignet sich jedoch viel zu häufig, als dass die extreme Annahme gerechtfertigt wäre, Regierungen würden stets den Nennwert ihrer Inlandsschulden zurückzahlen – eine Annahme, die in der Wirtschaftsliteratur vorherrscht. Offenkundige Zahlungsausfälle in Bezug auf Inlandsstaatsschulden scheinen sich zudem in Situationen größerer Not zu ereignen als Auslandsschuldenkrisen – sowohl was den Einbruch der Wirtschaft als auch den Anstieg der Inflation betrifft.

Teil IV dehnt die Diskussion auf Krisen aus, die mit dem Bankwesen, mit Währungen und Inflation zusammenhängen. Bis in die jüngste Zeit hat sich die Untersuchung von Banken Krisen typischerweise entweder auf frühere historische Erfahrungen in entwickelten Ökonomien konzentriert, und zwar hauptsächlich auf Bankpaniken vor dem Zweiten Weltkrieg, oder auf heutige Erfahrungen in Schwellen- und Transformationsländern. Diese Dichotomie wurde möglicherweise von der Überzeugung geprägt, dass destabilisierende, systemische und länderübergreifende Finanzkrisen für entwickelte Ökonomien ein Relikt aus der Vergangenheit sind. Die jüngste globale Finanzkrise, die von den USA und Europa ausgegangen ist, hat dieser Fehleinschätzung ein Ende gesetzt, wenn auch zu hohen sozialen Kosten.

Tatsache ist, dass Banken Krisen reiche und arme Länder seit Langem gleichermaßen heimsuchen. Zu dieser Schlussfolgerung sind wir nach der Betrachtung der Banken Krisen gekommen, die von Dänemarks Finanzpanik während der Napoleonischen Kriege bis zur jüngsten globalen Finanzkrise des 21. Jahrhunderts reichen. Die Banken Krisen weisen erstaunliche Ähnlichkeiten in Ländern mit hohem, mittlerem und niedrigem Einkommen auf. Banken Krisen führen fast unvermeidlich zu drastischen Rückgängen der Steuereinnahmen sowie einem signifikanten Anstieg der Regierungsausgaben (die zum Teil wahrscheinlich verschwenderisch sind). Im Schnitt steigen die Staatsschulden in den folgenden drei Jahren nach einer Banken Krise um 86 Prozent an. Diese indirekten finanzwirtschaftlichen Konsequenzen sind daher erheblich größer als die üblichen Kosten einer Bankenrettung.

Ein weiteres wiederkehrendes Thema sind Perioden heimtückisch hoher Inflation. Keiner aufstrebenden Ökonomie in der Geschichte ist es gelungen, Phasen hoher Inflation zu entkommen. Tatsächlich existiert eine starke Parallele zwischen unserer These, dass es nur wenigen Ländern gelungen ist, gehäufte Zahlungsausfälle auf Auslandsschulden zu vermeiden, und der These, dass es nur wenigen Ländern gelungen ist, gehäufte Phasen hoher Inflation zu vermeiden. Selbst die USA haben eine wechselhafte Geschichte, darunter das Jahr 1779, in dem die Inflationsrate 200 Prozent erreichte. Wie bereits erwähnt, war das vorrangige Instrument, mit dem seit frühester Zeit und in allen Ländern Monarchen ihre Schulden

weginflationierten, die Verringerung des Gold- beziehungsweise Silbergehalts der Münzen. Moderne Notenpressen sind lediglich eine technisch fortschrittlichere und effizientere Methode zur Erreichung desselben Ziels. Als Folge wird im Verlauf der Geschichte eine klare inflationäre Tendenz deutlich. Mit Beginn des 20. Jahrhunderts nahmen die Inflationssprünge drastisch zu. Seitdem haben die Inflationssprünge ein höheres Niveau erreicht. Es ist daher nicht überraschend, dass die modernen Zeiten auch häufiger Wechselkurskrisen und größere durchschnittliche Veränderungen des Werts einer Währung erleben. Vielleicht überraschender und nur im Rahmen eines breiteren historischen Kontextes sichtbar, sind die frühen Episoden deutlicher Wechselkursinstabilität, vor allem während der Napoleonischen Kriege.

So, wie Finanzkrisen eine gemeinsame makroökonomische Vorgeschichte in Bezug auf Assetpreise, Wirtschaftsleistung, externe Indikatoren etc. haben, zeichnen sich auch gemeinsame Muster in der zeitlichen Abfolge, in der Krisen entstehen, ab – dies ist das abschließende Thema von Teil IV.

Das letzte Kapitel des Buches enthält einige Gedanken über Krisen, Strategien und Pfade für wissenschaftliche Studien. Klar ist, dass sich Länder, Banken, Bürger und Unternehmen in guten Zeiten immer wieder viel zu hoch verschulden, ohne sich die Risiken bewusst zu machen, die in der nächsten unvermeidlichen Rezession folgen. Viele Teilnehmer am globalen Finanzsystem graben sich eine Schuldenfalle, die viel zu tief ist, als dass sie vernünftigerweise erwarten könnten, sich daraus zu befreien. Das gilt ganz besonders für die USA und sein Finanzsystem der letzten Jahre. Regierungsschulden und regierungs garantierte Schulden (die aufgrund von Einlagensicherungssystemen oft implizit Bankschulden einschließen) sind mit Sicherheit die problematischsten Schulden, da sie drastisch und über lange Zeiträume ansteigen können, ohne von den Märkten korrigiert zu werden, vor allem dort, wo diese von Marktregulierungen daran gehindert werden. Wenngleich private Schulden bei vielen Krisen eine zentrale Rolle spielen, sind Regierungsschulden weitaus öfter das gemeinsame Problem aller Finanzkrisen, die wir untersuchen. Wie zuvor erwähnt, ist die Tatsache, dass Daten über Inlandsschulden so undurchsichtig und schwer zu beschaffen sind, ein Beweis dafür, dass Regierungen bereit sind, einiges

zu tun, um ihre Bücher zu verstecken, wenn es zu einer Krise kommt – genauso wie es die Finanzinstitute in der jüngsten Finanzkrise gemacht haben. Wir sehen eine wichtige Rolle für international maßgebliche Organisationen wie den Internationalen Währungsfonds darin, für transparentere Staatsschuldenkonten zu sorgen als die heutigen.

Unsere eingehende Betrachtung der Krisen, die sich im Laufe der vergangenen acht Jahrhunderte ereignet haben, haben uns zu der Schlussfolgerung geführt, dass der am häufigsten wiederholte und teuerste Investmentrat, der jemals während einer Boomphase kurz vor einer Finanzkrise erteilt wurde, aus der Wahrnehmung entsteht, dass »diesmal alles anders ist«. Die Einschätzung, die alten Regeln der Bewertung hätten ihre Gültigkeit verloren, wird üblicherweise mit viel Energie gebetsmühlenartig wiederholt. Finanzprofis und oft auch Regierungsführer behaupten, wir würden heute alles besser machen als zuvor, wir seien klüger und hätten aus vergangenen Fehlern gelernt. Jedesmal redet sich die Gesellschaft ein, der aktuelle Boom basiere – anders als viele frühere Boomphasen, die katastrophalen Zusammenbrüchen vorausgingen – auf soliden Grundlagen, strukturellen Reformen, technologischer Innovation und vernünftiger Politik.

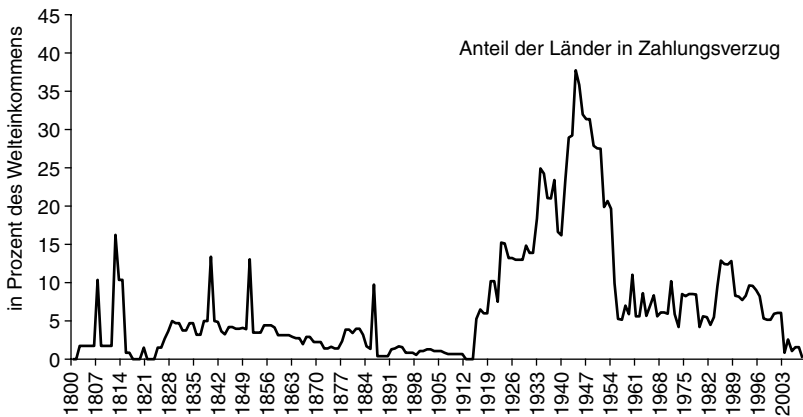


Abbildung V.1: Auslandsstaatsschulden, 1800–2008: Prozentsatz der Länder, die in Zahlungsverzug gerieten oder deren Auslandsschulden restrukturiert wurden, gewichtet nach ihrem Anteil am Welteinkommen

Angesichts der umfassenden Daten ist es einfach nicht möglich, sämtliche der vielen Hundert Episoden, welche die Daten umfassen, mit einem Textkontext auszustatten. Nichtsdestotrotz sprechen die Tabellen und Grafiken auf eindrucksvolle Weise für sich selbst und die phänomenale wiederkehrende Natur des Problems. Betrachten Sie Abbildung V.1, die den Prozentsatz der Länder weltweit, gewichtet nach ihrem BIP, wiedergibt, die zu irgendeinem Zeitpunkt mit der Rückzahlung ihrer Auslandsschulden in Verzug geraten sind.

Der kurze Zeitraum der ersten Dekade des 21. Jahrhunderts, der am rechten Ende der Kurve dargestellt ist, sieht ziemlich positiv aus. Doch hatten die vielen politischen Entscheidungsträger recht, als sie 2005 erklärten, das Problem der Auslandsschuldenkrisen souveräner Staaten habe deutlich abgenommen? Leider wird sich die Antwort noch vor Drucklegung dieses Buches deutlich zeigen. Wir hoffen, dass die Beweise in diesem Buch zukünftige politische Entscheidungsträger und Investoren zu einem kurzen Nachdenken bewegen, bevor sie das nächste Mal verkünden: »Dieses Mal ist alles anders.« Das ist es fast nie.

Danksagung

Ein Buch, dessen Entstehung so viel Zeit in Anspruch genommen hat, hat vielen Menschen einen Beitrag zu verdanken. Dazu gehört Vincent Reinhart, der uns zu den ökonomischen und statistischen Inhalten beriet und alle Kapitel wiederholt lektorierte. Außerdem lieferte er die Anekdote, die zu dem Titel »Dieses Mal ist alles anders« führte. Vincent arbeitete fast ein Vierteljahrhundert bei der US-Notenbank (Federal Reserve Bank, FED). Als im Jahr 1998 der Hedgefonds Long-Term Capital Management kollabierte – ein Zusammenbruch, der damals als schwere Krise galt, dessen Ausmaß vor dem Hintergrund der derzeitigen Ereignisse allerdings ein wenig verblasst –, nahm er an einer Besprechung des Board of Governors – des Vorstands der FED – mit Marktexperten aus der Praxis teil. Ein Händler mit einem ungewöhnlich langfristigen Gedächtnis sagte: »Mehr Geld wurde aufgrund von fünf Worten verloren als durch Waffengewalt. Diese Worte lauten: ›Dieses Mal ist alles anders.«

Mein spezieller Dank geht an Jane Trahan, für ihre extrem hilfreiche und gründliche Redaktion des Manuskripts, und an unseren Lektor bei Princeton University Press, Seth Ditchik, für seine Anregungen und seine editorische Anleitung im Verlauf der Buchentstehung. Ethan Illetzki, Fernando Im, Vania Stavrekeva, Katherine Waldock, Chenzi Xu und Jan Zilinsky unterstützten uns mit ihrer exzellenten Forschungsassistenz. Außerdem danken wir Peter Strupp und seinen Kollegen von Princeton Editorial Associates für ihre geschickte Verhandlung über alle technischen Details in Bezug auf die Produktion dieses Buches.

Einleitung: Einige erste Erkenntnisse über die Verwundbarkeit der Finanzmärkte und die Unberechenbarkeit des Vertrauens

Dieses Buch ist eine Zusammenfassung der langen Geschichte der Finanzkrisen in ihren vielfältigen Gewändern und in zahlreichen Ländern. Bevor wir in die tiefen Gewässer der konkreten Erfahrungen eintauchen, wollen wir in diesem Kapitel versuchen, einen ökonomischen Rahmen zu skizzieren, um dem Leser das Verständnis dafür zu erleichtern, dass Finanzkrisen tendenziell sowohl unberechenbar als auch schädlich sind. Im Verlauf des Buches werden wir – wo es für unsere Darstellung unerlässlich ist – weitere Gelegenheiten nutzen, die interessierten Leser durch die entsprechende wissenschaftliche Literatur zu führen. Seien Sie jedoch versichert, dass es sich dabei nur um kurze Exkurse handelt, und diejenigen, die weniger Interesse an Wirtschaftstheorie als Motor für Entdeckungen haben, können diese Abschnitte überblättern.

Wie wir darlegen werden, bietet die Theorie plausible Gründe dafür, dass Finanzmärkte, und insbesondere solche, die sich auf große Hebel verlassen (was bedeutet, dass sie im Verhältnis zu der Menge der eingesetzten Vermögenswerte über eine geringe Kapitaldecke verfügen), ziemlich fragil und anfällig für Vertrauenskrisen sein können.¹ Leider bietet die Theorie wenig Orientierung über den exakten Zeitpunkt oder die Dauer dieser Krisen; aus diesem Grund konzentrieren wir uns vornehmlich auf die tatsächlichen Erfahrungen.

Vielleicht ist die Unfähigkeit, die Unsicherheit und die Wankelmütigkeit des Vertrauens zu erkennen – vor allem in Fällen, in denen hohe Schulden mit kurzen Laufzeiten ständig prolongiert werden müssen –, der wichtigste Schlüsselfaktor, der dem »Dieses Mal ist alles anders«-Syndrom Auftrieb gibt. Hoch verschuldete Regierungen, Banken oder Unternehmen können den Anschein erwecken, als kämen sie über lange Zeiten gut zurecht, bis – *rums!* – urplötzlich das Vertrauen wegbricht, Kreditgeber sich rar machen und eine Krise über die Schuldner hinwegfegt.

Das einfachste und vertrauteste Beispiel sind Bankruhs (mit denen wir uns ausführlicher in den Kapiteln über Bankenkrisen beschäftigen). Wir

sprechen aus zwei Gründen über Banken. Erstens sind sie die Grundlage, auf der sich die wissenschaftliche Literatur entwickelt hat. Zweitens ist ein Großteil unseres historischen Datensatzes auf die Kreditaktivitäten von Banken und Regierungen anwendbar. (Die anderen großen und finanzstarken Teilnehmer an den Kreditmärkten sind relativ neue Akteure in der Finanzwelt.) Dennoch stellen unsere Beispiele eine ziemlich gute Illustration für das Phänomen der Finanzfragilität dar. Viele derselben generellen Prinzipien treffen auch auf diese Marktakteure zu, ob es sich dabei um staatlich finanzierte Unternehmen, Investmentbanken oder Geldmarktfonds handelt.

Banken leihen sich traditionell kurzfristig Geld. Das heißt, sie leihen es sich in Form von Bankeinlagen aus, die relativ kurzfristig abgezogen werden können. Die Kredite, welche die Banken ihrerseits gewähren, haben dagegen meistens eine wesentlich längere Laufzeit und sind unter Umständen kurzfristig schwer in Bargeld umzuwandeln. Eine Bank, die zum Beispiel einen lokalen Baumarkt finanziert, hat wahrscheinlich das Vertrauen, dass der Kredit langfristig getilgt wird, weil der Baumarkt und seine Einnahmen wachsen. Im frühen Stadium dieses Wachstums hat die Bank aber unter Umständen Schwierigkeiten, den Kredit fällig zu stellen. Der Eigentümer des Baumarkts generiert einfach noch nicht genug Umsatz, vor allem wenn er gezwungen ist, nicht nur die Zinsen, sondern auch den eigentlichen Kredit zu tilgen.

Eine Bank mit einer gesunden Einlagenbasis und einem großen Portfolio an illiquiden Krediten kann langfristig durchaus hervorragende Perspektiven haben. Falls aber aus irgendeinem Grund alle Bankkunden zum gleichen Zeitpunkt versuchen, ihre Einlagen abzuziehen – zum Beispiel aufgrund einer Panik, die von dem falschen Gerücht ausgelöst wurde, die Bank habe viel Geld bei der Spekulation mit exotischen Hypotheken verzockt –, dann drohen Probleme. Da sie keine Möglichkeit hat, ihr Portfolio an illiquiden Krediten zu verkaufen, ist sie unter Umständen einfach nicht in der Lage, ihren panischen Bankkunden ihre Einlagen auszuzahlen. Das war das Schicksal der Banken in den Filmklassikern *It's A Wonderful Life* und *Mary Poppins*. Beide Filme basierten auf realen Ereignissen: Viele Banken wurden von diesem Schicksal ereilt, insbesondere in den Fällen, in

denen die Regierung die Bankeinlagen nicht in vollem Umfang garantiert hatte.

Das berühmteste jüngste Beispiel eines Bankruns ist der Ansturm auf die britische Bank Northern Rock gewesen. Panische Bankkunden, die sich nicht mit der partiellen Einlagensicherung der britischen Regierung zufriedengeben wollten, bildeten im September 2007 lange Schlangen vor den Toren der Bank. Die sich ausbreitende Panik zwang die britische Regierung schließlich, die Bank zu übernehmen und für deren Einlagengeschäft zu garantieren.

Nicht nur Banken, auch andere Kreditnehmer können Opfer einer Vertrauenskrise werden. Während der Finanzkrise, die 2007 in den USA ihren Anfang nahm, waren riesige Finanzgiganten im »Shadow Banking«-System außerhalb des regulierten Bankwesens von ähnlichen Problemen betroffen. Obwohl sie hauptsächlich Geld von Banken und anderen regulierten Finanzinstituten liehen, war ihre Verwundbarkeit dieselbe. In dem Maße, in dem das Vertrauen ihrer Kreditgeber in ihre Geldanlagen schwand, weigerten sich die Kreditgeber zunehmend, die kurzfristigen Kredite zu verlängern, sodass die betroffenen Finanzgesellschaften gezwungen waren, Vermögenswerte zu Schleuderpreisen auf den Markt zu werfen. Diese Notverkäufe trieben die Preise noch mehr in den Keller, was zu weiteren Verlusten führte und eine Abwärtsspirale des Vertrauensschwunds auslöste. Schließlich musste die US-Regierung intervenieren und versuchen, die Märkte zu stabilisieren. Das Drama ist noch nicht beendet und der Preis für die Bewältigung des Problems steigt ständig.

Regierungen können denselben Dynamiken wechselhafter Erwartungen unterworfen sein, die Banken destabilisieren können. Das gilt vor allem dann, wenn eine Regierung Kredit von einem ausländischen Kreditgeber erhält, auf den sie relativ wenig Einfluss hat. Die meisten staatlichen Investitionen hängen direkt oder indirekt mit dem langfristigen Wachstumspotenzial des Landes und seiner Steuerbasis zusammen, doch dabei handelt es sich um ausgesprochen illiquide Vermögenswerte. Nehmen wir zum Beispiel an, ein Land habe Staatsschulden, die angesichts seiner aktuellen Steuereinnahmen, seiner Wachstumsprognosen und seiner Marktzinsen tragfähig erscheinen. Wenn der Markt befürchtet, ein populistischer Randkandidat könne die nächsten Wahlen gewinnen und die Staats-