

Jan Körnert

Analyse der Finanzmärkte der USA in den fünf Bankenkrisen der National Banking-Ära

I. Einleitung

Bankenkrisen wecken nicht zuletzt deshalb regelmäßig Interesse, weil eine größere Anzahl an Banken ausfällt und damit die Gefahr eines systemweiten Kollapses besteht. Diese Ausfälle werden dabei häufig als so unerträglich empfunden wie Überschwemmungen durch wilde Gewässer. Daher trachtet man danach, sie zu regulieren.¹ Regulierungsmaßnahmen für Banken entfalten sich umso wirkungsvoller, je stärker sie auf die Ursache von Bankenkrisen zugeschnitten sind. Die Existenz von Banken ist in Krisen auf einer ersten Ursachenebene grundsätzlich deshalb gefährdet, weil eine Verletzung der Zahlungsfähigkeit oder der Schuldendeckungsfähigkeit droht. Die Verletzung einer der beiden finanzwirtschaftlichen Existenzbedingungen führt regelmäßig zum Ausfall der Bank. Will man im Anschluss an eine Bankenkrise wirksame Regulierungsmaßnahmen ergreifen, wäre es demnach gut zu wissen, ob diese Bankenkrise durch Zahlungs- und/ oder Schuldendeckungsprobleme verursacht wurde. Gleichwohl ist es alles andere als leicht, Zahlungs- und Schuldendeckungsprobleme zu trennen. Diamond/ Rajan² bemerkten hierzu jüngst: „Unfortunately, liquidity and solvency problems interact and can cause each other, making it hard to determine the cause of a crisis.“

Ungeachtet dessen konzentriert man sich in der Literatur auf Zahlungsprobleme und blendet Schuldendeckungsprobleme der Banken in Krisen aus.³ Dies ist insofern erstaunlich, als die Zahlungsfähigkeit der Banken letztlich ihrer Schuldendeckungsfähigkeit folgt und sich die Bankenregulierung nun schon seit geraumer Zeit vor allem den Preisrisiken und Ausfallrisiken widmet, deren Eintritt die Schuldendeckungsfähigkeit gefährden. Entdeckt man in einer Bankenkrise Zahlungsprobleme, so stellt sich sogleich die Frage, ob diese Zahlungsprobleme

1 Vgl. zu dieser Analogie Bernd Rudolph, Einführung zum Schwerpunktthema Finanzmärkte und Finanzmarktregulierung, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik 1 (2000), S. 257 f.; Jan Körnert, Die Bankenkrise in Nordeuropa zu Beginn der 1990er Jahre: Eine Sequenz aus Deregulierung, Krise und Staatseingriff in Norwegen, Schweden und Finnland, in: Kredit und Kapital 35 (2002), S. 280-314.

2 Douglas W. Diamond/ Raghuram G. Rajan, Liquidity Shortages and Banking Crises, in: Journal of Finance 60 (2005), S. 615-647, hier S. 615.

3 Vgl. z. B. Ellis Tallman/ Jon Moen, Gold Shocks, liquidity, and the United States Economy during the National Banking Era, in: Explorations in Economic History 35 (1998), S. 381-404; William Roberds, Financial Crises and the Payments System. Lessons from the National Banking Era, in: Economic Review –Federal Reserve Bank of Atlanta 80/5 (1995), S. 15-31; R. Glen Donaldson, Costly Liquidation, Interbank Trade, Bank Runs, and Panics, in: Journal of Financial Intermediation 2 (1992), S. 59-82; Bruce D. Smith, Bank Panics, Suspensions, and Geography. Some Notes on the “Contagion of Fear” in Banking, in: Economic Inquiry 29 (1991), S. 230-248; Douglas W. Diamond/ Philip H. Dybvig, Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, in: Journal of Political Economy 91 (1983), S. 401-419.

durch Einleger verursacht wurden. Die Beantwortung dieser Frage ist einerseits mit Blick auf die Ausgestaltung konkreter Regulierungsmaßnahmen, wie beispielsweise der Einlagenversicherung, von Bedeutung. Andererseits rücken die Theorien zu Ansteckungseffekten im Bankensystem – erwähnt seien hier nur die Run-Theorie von Diamond/ Dybvig, die Dominoeffekttheorie von Paroush oder die Maximalbelastungstheorie von Stützel – den schalterstürmenden Einleger in unterschiedlichem Maße in den Mittelpunkt ihrer Analysen.⁴ Eine Fokussierung von Theorien auf das Einlegerverhalten wäre jedoch weder sachgerecht noch angemessen, wenn die Einleger gar keine Zahlungsprobleme in Banken Krisen bewirken.

Im Zentrum dieses Aufsatzes stehen die Banken Krisen der National Banking-Ära der USA (1863-1913). Die Einführung des Federal Reserve Systems (FRS) im Jahre 1913 war als Antwort auf die Probleme während der Banken Krisen der National Banking-Ära gedacht. Diese Antwort bestand unter anderem darin, den in den Banken Krisen vielfach unter Zahlungsmittelengpässen leidenden Banken im Sinne eines Lender of Last Resort seitens des FRS beiseite zu stehen.⁵ Dies wurde vom amerikanischen Kongress und der von ihm eingesetzten National Monetary Commission als notwendig erachtet, denn in manchen Banken Krisen lag die Geldwirtschaft der USA aufgrund partieller Zahlungseinstellungen wochen- bzw. monatelang nahezu brach. Fraglich ist, ob die Einführung des FRS dafür geeignet war, wesentliche während der National Banking-Ära aufgetretene Probleme zu lindern und demzufolge gleichartige Banken Krisen später zu verhindern. Mit anderen Worten heißt das: Waren die Erfahrungen der National Banking-Ära derart, dass durch die Einführung des FRS ein Instrument gefunden wurde, mit dem die grundlegenden Probleme erfolgreich bewältigt werden konnten? Wenn dem so wäre, dann dürften die fünf Banken Krisen der National Banking-Ära nur durch systembezogene Zahlungsmittelengpässe entstanden sein, die man bei Existenz eines Lender of Last Resort hätte vermeiden können. Die Krisen dürften dagegen nicht aus reinen Schuldendeckungsproblemen hervorgegangen sein oder ihren

- 4 Wolfgang Stützel, Bankpolitik heute und morgen. Ein Gutachten. Frankfurt am Main 1964; Diamond/ Dybvig, Bank Runs (wie Anm. 3); Jacob Paroush, The Domino Effect and the Supervision of the Banking System, in: Journal of Finance 43 (1988), S. 1207-1218; Smith, Bank Panics (wie Anm. 3); Donaldson, Costly Liquidation (wie Anm. 3); Franklin Allen/ Douglas Gale, Optimal Financial Crises, in: Journal of Finance 53 (1998), S. 1245-1284; dies., Financial Contagion, in: Journal of Political Economy 108 (2000), S. 1-33; Douglas W. Diamond/ Raghuram G. Rajan, Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking, in: Journal of Political Economy 109 (2001), S. 287-327; dies., Liquidity Shortages (wie Anm. 2).
- 5 Walter Bagehot, Lombard Street. A Description of the Money Market. London 1873; Anna J. Schwartz, Real and Pseudo-Financial Crises, in: Forrest Capie/ Geoffrey E. Wood (Eds.), Financial Crises and the World Banking System. London 1986, S. 11-37; Allen/ Gale, Financial Crises (wie Anm. 4); Charles Goodhart, The Evolution of Central Banks. Cambridge 1988; Jeffrey A. Miron, Financial Panics, the Seasonality of the Nominal Interest Rate, and the Founding of the Fed, in: American Economic Review 76 (1986), S. 125-140 [wiederabgedruckt in: Michael Bordo (Ed.), Financial Crises, Vol. I. Cambridge 1992, S. 257-272]; Forrest Capie, The Future of Central Banking. Cambridge 1994, S. 68, 175-179. „The Fed was to execute monetary policy, act as a lender of last resort, and regulate and supervise banking.“ Allerdings musste sich das FRS die Regulierung und Überwachung mit anderen, bereits jahrelang bestehenden Institutionen teilen, so dass die Funktion als Lender of Last Resort im Vordergrund stand. Vgl. Richard Sylla, Federal Reserve System, in: Peter K. Newman (Ed.), The New Palgrave Dictionary of Money & Finance, Bd. 2. London 1992, S. 15-18, hier S. 16.

Ursprung in Zahlungsproblemen haben, die jenseits zentral beeinflussbarer Koordinationsmechanismen lagen.

Ziel dieses Beitrags ist es, die Finanzmärkte der USA während der National Banking-Ära dahingehend zu untersuchen, ob den fünf Bankenkrisen dieser fünfzigjährigen Ära Zahlungs- und/ oder Schuldendeckungsprobleme zugrunde lagen. Darüber hinaus wird die Frage verfolgt, ob eventuell vorliegende Zahlungsprobleme durch Einleger verursacht wurden. Dieser Beitrag erhebt keine Primärdaten, sondern greift auf detaillierte Vorarbeiten anderer Autoren zurück.⁶ Während im folgenden Kapitel II das institutionelle Umfeld und die fünf Bankenkrisen der National Banking-Ära im Überblick vorgestellt werden, widmet sich Kapitel III der Auswahl geeigneter Indikatoren auf den Finanzmärkten, um den Zahlungs- und Schuldendeckungsproblemen sowie dem Einlegerverhalten auf die Spur zu kommen. In den anschließenden Kapiteln werden dann die Entwicklungen der Zinssätze (Kapitel IV), der Einlagen und der Reservesätze (Kapitel V) sowie des Aktienmarktes (Kapitel VI) genauer betrachtet. Kapitel VII liefert einen Überblick über die gewonnenen Ergebnisse, bevor Kapitel VIII den Beitrag mit einem kurzen Fazit abschließt.

II. Institutionelles Umfeld und die fünf Bankenkrisen im Überblick

Die amerikanische National Banking-Ära begann mit dem Erlass der so genannten „National Currency Acts“ („National Banking Acts“) in den Jahren zwischen 1863 und 1865. Der Beginn dieser Ära fiel in den amerikanischen Sezessionskrieg (1861-1865) und folgte der Free Banking-Ära (1837-1863). Die National Banking-Ära endete mit der Verabschiedung des Federal Reserve Act, also der Einführung eines Zentralbankensystems in den USA, im Jahre 1913.⁷ Die National Banks wurden

6 Vgl. hierzu Oliver Mitchell Wentworth Sprague, *History of Crises under the National Banking System*. Washington 1910; Frederick R. Macaulay, *Some Theoretical Problems Suggested by the Movements of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States since 1856*. New York 1938; Jack W. Wilson/ Richard E. Sylla/ Charles P. Jones, *Financial Market Panics and Volatility in the Long Run, 1830-1988*, in: Eugene Nelson White (Ed.), *Crashes and Panics. The Lessons from History*. New York 1990, S. 85-125 [wiederabgedruckt in: Bordo, *Financial Crises* (wie Anm. 5), S. 273-313]; Charles W. Calomiris/ Garry Gorton, *The Origins of Banking Panics. Models, Facts, and Bank Regulation*, in: Robert Glenn Hubbard (Ed.), *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago/ London 1991, S. 109-173; Larry J. Sechrest, *Free Banking. Theory, History, and a Laissez-Faire Model*. Westport/ London 1993; vgl. zu abrundenden Hintergrund- und Einzelfallstudien Milton Friedman, *The Crime of 1873*, in: *Journal of Political Economy* 98 (1990), S. 1159-1194; Henry W. Cannon, *Causes of the New York Bank Failures 1884*, in: *Comptroller of the Currency, Annual Report 1884*, S. 41 ff. [wiederabgedruckt in Sprague, *History* (wie oben), S. 345-350]; Jan Körnert, *Zahlung- und Schuldendeckungsfähigkeitsprobleme in den Bankenkrisen der National-Banking-Ära der USA und ihr Bewältigungsversuch durch das Federal-Reserve-System*, in: *Kredit und Kapital* 33 (2000), S. 258-288; ders., *The Barings Crises of 1890 and 1995. Causes, Courses, Consequences and the Danger of Domino Effects*, in: *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 13 (2003), S. 187-209; Alexander D. Noyes, *The Banks and the Panic of 1893*, in: *Political Science Quarterly* 9 (1894) [wiederabgedruckt in Sprague, *History* (wie oben), S. 413-427]; Georg Rich, *Canadian Banks, Gold, and the Crisis of 1907*, in: *Exploration in Economic History* 26 (1989), S. 135-160 [wiederabgedruckt in Bordo, *Financial Crises* (wie Anm. 5), Vol. II, S. 88-113].

7 Sechrest, *Free Banking* (wie Anm. 6), S. 2 ff., 95; Robert C. Puth, *American Economic History*. Fort Worth et al. ³1993, S. 395 f., 407 f.; Kevin Dowd, *US Banking in the "Free Banking" Period*, in: ders. (Ed.), *The Expert-*

vom Comptroller of the Currency zugelassen und agierten auf drei Ebenen, nämlich als Country Banks, Reserve City Banks sowie Central Reserve City Banks. Diese Banken mussten Teile ihrer Einlagen als Reserven halten, so dass eine auf der Seite liegende Reservepyramide mit der Spitze in New York City entstand. Bordo/ Rappoport/ Schwartz schreiben: „Although Chicago and St. Louis were important regional centers, New York held the lion’s share of bankers’ balances. National banks in central reserve cities also held substantial correspondent balances of state banks, private banks, and trust companies.“⁸ Aus diesem Grund ist es in der Folge ausreichend, die Untersuchung auf die Finanzmärkte in New York zu beschränken, da die dortigen Verhältnisse die Ereignisse des gesamten Landes widerspiegeln.

Zudem muss man beachten, dass der überwiegende Teil aller Reserven der National Banks am Tagesgeldmarkt in New York investiert wurde.⁹ Diese Tagesgelder stellten die liquideste verzinsliche Form der Geldanlage dar; sie wurden in der Regel an Broker ausgeliehen, die ihrerseits Wertpapiere, Aktien und Anleihen der New Yorker Börse als Sicherheiten erwarben. Zwar investierten die Country Banks und Reserve City Banks in großem Umfang auch direkt am Tagesgeldmarkt, doch waren es letztlich die Central Reserve City Banks in New York, die diesen Markt dominierten. Es ist deshalb festzuhalten, dass sowohl durch die direkte als auch durch die pyramidenartige Anlage der Reservegelder und deren Besicherung der Markt für Tagesgelder, für Commercial Paper, für Anleihen und für Aktien in New York als Indikator für die Beurteilung der liquiditätsmäßig-finanziellen Verfassung des National Banking-Systems herangezogen werden kann.¹⁰

ence of Free Banking. London/ New York 1992, S. 206-240; Steve Horwitz, Monetary Evolution, Free Banking, and Economic Order. Boulder et al. 1992, S. 150 f.; V. V. Chari, Banking without Deposit Insurance or Bank Panics. Lessons from a Model of the U. S. National Banking System, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review (Summer 1989), S. 3-19, hier S. 3 f.; Milton Friedman/ Anna J. Schwartz, A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton 1963, S. 18 f.

- 8 Michael D. Bordo/ Peter Rappoport/ Anna J. Schwartz, Money versus Credit Rationing. Evidence for the National Banking Era: 1880-1914, in: Claudia Dale Goldin/ Hugh Rockoff (Eds.), Strategic Factors in Nineteenth Century American Economic History. London 1992, S. 189-223, hier S. 212; Richard M. Salsman, Bankers as Scapegoats for Government-created Crises in American Banking, in: Lawrence H. White (Ed.), The Crisis in American Banking. New York/ London 1993, S. 81-118, hier S. 88 f.; Sprague, History (wie Anm. 6), S. 124-127; Calomiris/ Gorton, Origins (wie Anm. 6), S. 130; Richard T. McCulley, Banks and Politics during the Progressive Era. The Origins of the Federal Reserve System, 1897-1913. New York 1992, S. 17 f.
- 9 Wilson/ Sylla/ Jones, Financial Market (wie Anm. 6), S. 276; Sprague, History (wie Anm. 6), S. 13.
- 10 Bordo/ Rappoport/ Schwartz, Money (wie Anm. 8), S. 212.

Tabelle 1: Bedeutende Banken Krisen in der National Banking-Ära nach Sprague¹¹

Beginn der Banken Krisen			Partielle Zahlungseinstellung	Ausfälle National Banks	
Jahr	Woche	Monat			
1873	37.	Mitte September	24.9.-22.10.1873	9	Σ 82
1884	19.	Anfang Mai	vorbereitet	8	
1890	45.	Anfang November	vorbereitet	10	
1893	22.	Ende Mai/ Anfang Juni	3.8.-2.9.1893	49	
1907	42.	Mitte Oktober	31.10.-28.12.1907	6	

Während der National Banking-Ära traten fünf bedeutende Banken Krisen auf. Hier wird der Einteilung von Sprague (1873-1953) gefolgt, der als Professor für Banken und Finanzierung an der Harvard Universität im Auftrag der National Monetary Commission im Jahre 1910 ein Gutachten zu diesen Banken Krisen anfertigte. Das Gutachten stellt ein unentbehrliches Dokument eines Zeitzeugen dar.¹²

Es werden in der Folge die fünf Banken Krisen untersucht. Die Zusammenstellung in Tabelle 1 zeigt deren Beginn, die Dauer der partiellen Zahlungseinstellung und die Anzahl der Ausfälle von National Banks. Als Zeitraum der partiellen Zahlungseinstellungen wird das Auftreten einer Geldprämie gewählt. Sprague schreibt: „The first and immediate consequence of partial suspension by New York banks was the appearance of a premium upon currency.“¹³ Bei drei Krisen (1873, 1893 und 1907) wurden partielle Zahlungseinstellungen vorgenommen, die 1873 und 1893 jeweils etwa einen Monat und 1907 rund zwei Monate andauerten. Insgesamt waren während der fünf Krisen 82 National Banks ausgefallen. Die Ausfälle wurden vom Comptroller of the Currency für die Monate 6 bis 12 des Jahres 1873, 3 bis 8 (1884), 8 (1890) bis 2 (1891), 4 bis 10 (1893) und 8 (1907) bis 2 (1908) ermittelt. Da durch den Comptroller nur die Ausfälle der National Banks erfasst wurden, liegt die Anzahl aller Bankenausfälle höher.

Vor allem die Anzahl der Bankenausfälle 1893 und die Dauer der partiellen Zahlungseinstellung 1907 wurden gesellschaftlich als so unerträglich empfunden, dass anschließend der Weg für weitreichende Veränderungen geebnet war.¹⁴ Zuerst erlaubte man mit dem so genannten „Aldrich-Vreeland Act“ („Emergency Curren-

¹¹ Sprague, History (wie Anm. 6).

¹² Ebd.; Chari, Banking (wie Anm. 7), S. 4; Friedman/ Schwartz, History (wie Anm. 7), S. 160, 171; Miron, Financial Panics (wie Anm. 5), S. 261-264; Bordo, Financial Crises (wie Anm. 5), S. XV.

¹³ Sprague, History (wie Anm. 6), S. 56, 187, 280 ff.; Chari, Banking (wie Anm. 7), S. 6; Calomiris/ Gorton, Origins (wie Anm. 6), S. 114, 133.

¹⁴ Vgl. zum Überblick der durchschnittlichen jährlichen Verluste der Bankeinleger als ein Indikator gesellschaftlicher Unerträglichkeit Stephen D. Williamson, Bank Failures, Financial Restrictions, and Aggregate Fluctuations. Canada and the United States, 1870-1913, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review (Summer 1989), S. 20-40, hier S. 24 f.; Garry Gorton, Banking Panics and Business Cycles, in: Oxford Economic Papers 40 (1988), S. 751-781, hier S. 753. Ein Vergleich mit den Einlegerverlusten von 1921 bis 1960 ist möglich bei Friedman/ Schwartz, History (wie Anm. 7), S. 438.

cy Act“) im Jahre 1908 einer ausgewählten Gruppe von Banken die Ausgabe von Notgeld bei Zahlungsmittelengpässen. Zudem initiierte der amerikanische Kongress umfangreiche Untersuchungen zu den Bankenkrisen und lotete Umstrukturierungsmöglichkeiten aus, wozu er die oben erwähnte National Monetary Commission bildete, für die Sprague 1910 sein Gutachten erstellte. Als bedeutendste Konsequenz der Bankenkrisen während der National Banking-Ära wurde 1913 mit dem Aufbau des FRS begonnen.¹⁵

III. Finanzmarktentwicklungen als Indikatoren für Zahlungs- und Schuldendeckungsprobleme bei Banken

Um Zahlungs- und Schuldendeckungsprobleme bei Banken in den USA erkennen und trennen zu können, wird die Entwicklung der finanziellen Märkte während der National Banking-Ära untersucht. Dabei wird davon ausgegangen, dass Banken, die unter Zahlungsproblemen leiden, ihren Engpass an Zahlungsmitteln dadurch zu beheben versuchen, dass sie für Nachschub an Zahlungsmitteln sorgen. Für einen Nachschub an Zahlungsmitteln stehen grundsätzlich zwei Wege offen: Banken können einerseits Zahlungsmittel aufnehmen, indem sie sich bei anderen Marktteilnehmern verschulden. Dies wäre beispielsweise mittels Kreditaufnahme oder über die Emission von Wertpapieren möglich. Andererseits können Banken Zahlungsmittel generieren, indem sie im Besitz befindliche Vermögensgegenstände veräußern. Dies findet zum Beispiel beim Notverkauf von Wertpapieren statt, die als Liquiditätsreserve gehalten werden. Als Liquiditätsreserve kommen insbesondere solche Wertpapiere in Frage, die wie Anleihen und Aktien auf organisierten Finanzmärkten handelbar sind.

Für einen Zahlungsmittelengpass wäre charakteristisch, dass eine Kreditaufnahme oder eine Emission von Wertpapieren zur Erzeugung von Zahlungsmitteln nur unter steigenden Zinssätzen möglich ist. Auch ein Verkauf von Anleihen führt zu sinkenden Kursen bei zugleich steigenden Zinssätzen. Daher wird die Entwicklung der Zinssätze während der National Banking-Ära nachfolgend näher untersucht. Um darüber hinaus der Dauer von Zahlungsproblemen Rechnung zu tragen, werden die Zinssätze für Tagesgelder als Indikatoren für einen kurzfristigen Zahlungsmittelengpass und die Zinssätze für 60/90-Tage Commercial Paper als Indikatoren für einen mittelfristigen Zahlungsmittelengpass analysiert. Zudem erfolgt eine Untersuchung der Zinssätze für Anleihen, wobei Anleihen zur Linderung sowohl kurzfristiger als auch mittelfristiger Zahlungsprobleme verkauft werden können.

15 Salsman, Bankers (wie Anm. 8), S. 94 f.; Friedman/ Schwartz, History (wie Anm. 7), S. 168-173; Donaldson, Costly Liquidation (wie Anm. 3); McCulley, Banks (wie Anm. 8); Stephen Drew Smith, Financial Innovation, Market Structure, and the End of the National Banking Era. Diss. Washington 1988; vgl. ferner zur ersten Bestandsprobe des FRS in der Krise 1914 Oliver Mitchell Wentworth Sprague, The crisis of 1914 in the United States, in: American Economic Review 5 (1915), S. 499-533 [wiederabgedruckt in Bordo, Financial Crises (wie Anm. 5), S. 117-151].

Des Weiteren wird die Entwicklung der Einlagen und der Reservesätze betrachtet und die Frage verfolgt, ob eventuelle Zahlungsprobleme durch besonders stark sinkende Einlagenbestände bei gleichzeitig niedrigem Reservesatz entstanden. Die Beantwortung dieser Frage lässt Rückschlüsse auf das Verhalten der Einleger sowie auf das Argument zu, dass der auffallend oft zu Saat- und Erntezeiten liegende Krisenbeginn (vgl. Tabelle 1) durch landwirtschaftlich bedingte Zahlungsströme verursacht wurde.

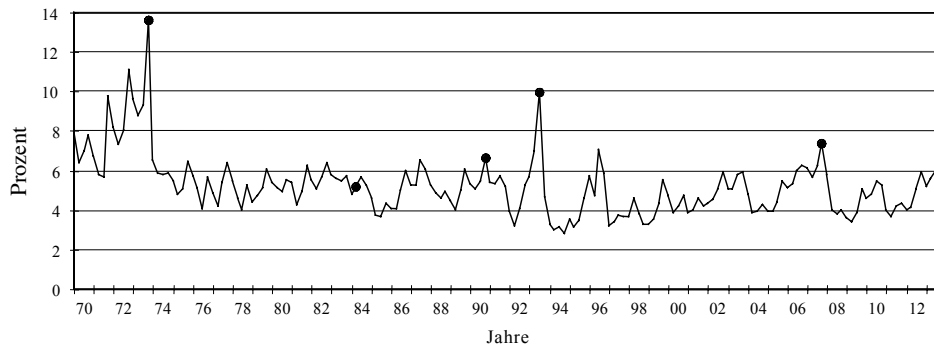
Die Analyse der Entwicklung des Aktienmarktes nimmt bezüglich des Zahlungs- und Schuldendeckungsproblems eine Zwitterrolle ein: So ist anzunehmen, dass Banken bei Zahlungsproblemen auch zu Notverkäufen von Anleihen und Aktien greifen, um beim Verkauf entstehende Liquidationsdisagios möglichst gering zu halten. Typischerweise träten als Resultat Kursverluste bei Anleihen und Aktien auf. Für Zahlungsprobleme wäre es untypisch, wenn keine Reaktionen bei den Zinssätzen zu beobachten wären, aber heftige Reaktionen am Aktienmarkt stattfinden würden. Im Umkehrschluss senden daher starke Kursenkungen am Aktienmarkt, die nicht von steigenden Zinssätzen begleitet werden, Signale für reine Schuldendeckungsprobleme aus. Diese Schuldendeckungsprobleme entstanden in der National Banking-Ära, weil durch die pyramidenartige Anlage der Reservegelder die Wertverluste des Aktienmarktes sofort auf die Schuldendeckungsfähigkeit der National Banks und anderer Banken durchschlugen.

IV. Entwicklung der Zinssätze

1. Entwicklung der Zinssätze für Commercial Paper

Mit Hilfe der Zinssätze für 60/90-Tage Commercial Paper soll ein Indiz für mittelfristige Zahlungsmittelengpässe gefunden werden, wobei man typischerweise unterstellt, dass die Banken versuchten, diese Engpässe durch Emission oder durch Verkauf von Commercial Paper zu überbrücken. In beiden Fällen würden die Preise für das knappe Gut, nämlich die Zinssätze, steigen. Die Untersuchung der Entwicklung der Zinssätze beginnt mit den 60/90-Tage Commercial Paper, da schon anhand der Tabelle 1 vermutet werden kann, dass es bei den Krisen 1873, 1893 und 1907 mittelfristige Zahlungsprobleme gab, denn dort traten partielle Zahlungseinstellungen auf. Die folgende Abbildung zeigt die Zinssätze für Commercial Paper als Quartalsdurchschnitt, wobei die Krisen quartale mit einem Punkt hervorgehoben wurden. Hierbei fällt auf, dass besonders die Banken Krisen 1873, 1893 und 1907 von hohen Zinssätzen für Commercial Paper gekennzeichnet waren. Viel weniger ausgeprägt war das 1884 und 1890 – in den Krisen ohne Zahlungseinstellung – der Fall.

Quartalsdurchschnitt der Zinssätze in Prozent per annum für Commercial Paper in New York City von 1870 bis 1913¹⁶



Quartalsdurchschnitte sind jedoch nur ein vergleichsweise grobes Raster. Tabelle 2 stellt daher als Verfeinerung die 20 niedrigsten monatlichen Kursrenditen für Commercial Paper dar, wobei die Kursrenditen umso niedriger sind, je stärker die Zinssätze im Vergleich zum jeweiligen Vormonat stiegen. Die Krise 1873 begann Mitte September und die partielle Zahlungseinstellung am 24. September; die Zinssätze für Commercial Paper stiegen von August auf September kräftig (Rang 3). 1893 lag die Krisenwoche Ende Mai und Anfang Juni, die partielle Zahlungseinstellung begann am 3. August. Sowohl der Krisenwoche als auch der partiellen Zahlungseinstellung gingen jeweils Monate mit Zinsanstieg voraus (Mai 1893 Rang 6, Juli 1893 Rang 1). Ähnliches lässt sich für die Krise 1907 sagen: Von Oktober auf November stiegen die Zinssätze für Commercial Paper deutlich an (Rang 2). Anders sieht das dagegen bei den beiden Krisen ohne Zahlungseinstellung aus: Die Krisen 1884 und 1890 finden sich nicht in Tabelle 2. So verbleiben – wie aufgrund der systemweiten partiellen Zahlungseinstellungen zu erwarten war – nur die Banken Krisen 1873, 1893 und 1907 als Krisen mit mittelfristigen Zahlungsmittelengpässen. Fraglich ist nun, ob die mittelfristig nicht feststellbaren Zahlungsmittelengpässe bei den Banken Krisen 1884 und 1890 auch kurzfristig nicht auftraten; hierbei hilft die Analyse der Tagesgeldzinssätze.

¹⁶ Datenbasis entnommen aus Sechrest, *Free Banking* (wie Anm. 6), S. 129 f.; vgl. ferner Macaulay, *Problems* (wie Anm. 6), A 144-156.

Tabelle 2: Die 20 niedrigsten monatlichen Kursrenditen für Commercial Paper in den USA (1866 bis 1913)¹⁷

Rang	Jahr mit Bankenkrise ^I		Jahr ohne Bankenkrise		Kursrenditen in Prozent ^{III}
	Jahr	Monat ^{II}	Jahr	Monat ^{II}	
1	1893	7			-2,67
2	1907	11			-2,10
3	1873	9			-1,90
4			1871	10	-0,59
5			1868	11	-0,24
6	1893	5			-0,24
7			1879	8	-0,24
8			1872	9	-0,19
9			1877	8	-0,16
10			1896	1	-0,14
11			1898	3	-0,14
12			1896	8	-0,12
13			1879	3	-0,10
14			1886	8	-0,09
15			1876	9	-0,09
16			1909	10	-0,02
17			1898	4	0,02
18			1881	8	0,02
19			1895	12	0,03
20			1869	6	0,04

^I Monat mit Krisenwoche „fett“, Monat mit partieller Zahlungseinstellung „kursiv“, Monat mit Krisenwoche und partieller Zahlungseinstellung „fett und kursiv“.

^{II} Genannter Monat und dessen Vormonat als Vergleichsbasis.

^{III} Nach der Formel $C = 100 - (100r/12)$. Mit „r“ als durchschnittlichem Zinssatz des jeweiligen Monats für 60/90-Tage Commercial Paper.

2. Entwicklung der Zinssätze für Tagesgelder

Es ist denkbar, dass bei Bankenrisen zwar keine mittelfristigen Zahlungsmittelengpässe auftreten, die in Zahlungseinstellungen münden, gleichwohl aber kurzfristige Zahlungsmittelengpässe zu existenzbedrohenden Erschütterungen führen. Diesen kurzfristigen Zahlungsproblemen soll mit Hilfe der Entwicklung der Tagesgeldzinssätze auf die Spur gekommen werden. Tabelle 3 stellt dazu die 20 höchsten Tagesgeldzinssätze pro Monat vor. Dort zeigt sich für die Krise 1873,

¹⁷ In Anlehnung an Wilson/ Sylla/ Jones, Financial Market (wie Anm. 6), S. 283, 304 f.; vgl. ferner Macaulay, Problems (wie Anm. 6), A 144-156.

dass die mittelfristigen Zahlungsmittelengpässe auch kurzfristig vorlagen: So befinden sich die Monate 3, 4, 9 und 10 unter den 20 Monaten mit den höchsten Tagesgeldzinssätzen. Ein ähnliches Bild zeigt sich 1907; der Monat 11 findet sich auf Rang 18. Von den mit Zahlungseinstellungen und mit mittelfristigen Zahlungsmittelengpässen behafteten Krisen taucht die Krise 1893 nicht auf. Hinsichtlich der Bankenkrise 1890 sind kurzfristige Zahlungsprobleme nicht erkennbar.

Tabelle 3: Die 20 höchsten Tagesgeldzinssätze pro Monat im Monatsdurchschnitt in den USA (1866 bis 1913)¹⁸

Rang	Jahr mit Bankenkrise ^I		Jahr ohne Bankenkrise		Zinssätze in Prozent ^{II}
	Jahr	Monat	Jahr	Monat	
1	1884	5			163,40
2	1873	4			87,50
3	1873	9			72,05
4			1872	12	58,68
5			1881	2	50,12
6			1879	11	45,80
7			1879	10	40,10
8			1872	4	36,25
9			1872	9	35,20
10			1868	11	35,00
11			1887	6	33,26
12	<i>1873</i>	<i>10</i>			<i>31,20</i>
13			1869	6	30,10
14			1886	12	28,69
15			1880	11	22,00
16	1873	3			21,35
17			1868	12	20,55
18	<i>1907</i>	<i>11</i>			<i>19,80</i>
19			1869	1	18,40
20			1870	12	18,40

^I Monat mit Krisenwoche „**fett**“, Monat mit partieller Zahlungseinstellung „*kursiv*“, Monat mit Krisenwoche und partieller Zahlungseinstellung „**fett und kursiv**“.

^{II} Durchschnittliche Tagesgeldzinssätze des jeweiligen Monats.

Viel einschneidender ist jedoch die Erkenntnis, dass bei der Krise 1884, für die im vorigen Kapitel keine mittelfristigen Zahlungsmittelengpässe diagnostiziert wurden, offenbar erhebliche kurzfristige Zahlungsprobleme vorlagen. Für den gesamten Krisenmonat Mai wurde ein durchschnittlicher Tagesgeldzinssatz von

18 In Anlehnung an Wilson/ Sylla/ Jones, Financial Market (wie Anm. 6), S. 284, 303 f.

163,40 Prozent pro Monat festgestellt, der etwa doppelt so hoch war, wie der ohnehin schon hohe Tagesgeldzinssatz in der Krise 1873. So bleibt festzuhalten, dass die Krisen 1873, 1884 und 1907 durch kurzfristige Zahlungsmittelengpässe gekennzeichnet waren.

3. Entwicklung der Zinssätze für Anleihen

Eine Erhöhung dispositiver Einzahlungen zur Verringerung von Zahlungsmittelengpässen kann durch Notverkäufe von Vermögensgegenständen stattfinden. Werden hierbei Anleihen verkauft, so kann das zu sinkenden Kursen bei gleichzeitig steigenden Zinssätzen führen. Darüber hinaus würde eine Neuemission von Anleihen zur Akquisition von Zahlungsmitteln gleiche Effekte auslösen. Tabelle 4 zeigt die 20 niedrigsten monatlichen Kursrenditen von Aaa-Anleihen, wobei zu bemerken ist, dass niedrige Kursrenditen mit hohen Zinssätzen korrespondieren. Ein Vergleich findet dabei zwischen den genannten Monaten und den jeweiligen Vormonaten statt.

Dabei fällt auf, dass bei der Krise 1873 sowohl im Monat mit der Krisenwoche (9) als auch in den Monaten mit partieller Zahlungseinstellung (9 und 10) niedrige Kursrenditen, also hohe Zinssätze für Anleihen, zu verzeichnen waren (Rang 7 und 1). Bei der Krise 1884 haben der Krisenmonat 5 (Rang 13) und der ihm folgende Monat 6 (Rang 5) Eingang unter die niedrigsten 20 Kursrenditen gefunden. Für die Krise 1893 (Monat 6/Rang 20, 7/4 und 8/6) fallen die Monate mit negativen Kursrenditen und die Monate mit Krisenwoche und partieller Zahlungseinstellung zusammen. Analog kann für die Krise 1907 argumentiert werden: Hier ist in den Monaten 10 (Rang 18) und 11 (3) eine Übereinstimmung zwischen dem Monat der Krisenwoche und der partiellen Zahlungseinstellung mit den Monaten niedriger Kursrenditen zu verzeichnen.

Besonders hervorzuheben ist, dass die Krise 1890 nicht unter den 20 niedrigsten Kursrenditen von Aaa-Anleihen zu finden ist, weshalb Notverkäufe von Anleihen aufgrund von Zahlungsproblemen unwahrscheinlich sind. Für den weiteren Gang der Untersuchung ist festzuhalten, dass nur den Banken Krisen 1873, 1884, 1893 und 1907 Zahlungsmittelengpässe zugeschrieben werden können, wobei der Engpass 1884 kurzfristiger Natur war; die mittelfristigen Engpässe 1873, 1893 und 1907 führten dagegen zu partiellen Zahlungseinstellungen. Der Bankenkrise 1890 kann aufgrund der bisher betrachteten Daten weder ein kurz- noch ein mittelfristiger Zahlungsmittelengpass zugeschrieben werden.



Tabelle 4: Die 20 niedrigsten monatlichen Kursrenditen von Aaa-Anleihen in den USA (1866 bis 1913)¹⁹

Rang	Jahr mit Bankenkrise ^I		Jahr ohne Bankenkrise		Kursrenditen in Prozent ^{III}
	Jahr	Monat ^{II}	Jahr	Monat ^{II}	
1	1873	10			-4,12
2			1896	8	-2,43
3	1907	11			-1,95
4	1893	7			-1,68
5	1884	6			-1,19
6	1893	8			-1,15
7	1873	9			-1,07
8			1871	10	-1,03
9			1898	4	-0,98
10			1896	7	-0,96
11			1898	3	-0,95
12			1879	9	-0,84
13	1884	5			-0,82
14			1887	9	-0,81
15			1881	9	-0,80
16			1866	12	-0,78
17			1879	3	-0,76
18	1907	10			-0,71
19			1876	9	-0,65
20	1893	6			-0,64

^I Monat mit Krisenwoche „**fett**“, Monat mit partieller Zahlungseinstellung „*kursiv*“, Monat mit Krisenwoche und partieller Zahlungseinstellung „**fett und kursiv**“.

^{II} Genannter Monat und dessen Vormonat als Vergleichsbasis.

^{III} $C = (2/0,5r) [1 - (1+0,5r)^{-m}] + 100 (1+0,5r)^{-m}$. Mit „m“ 40 Perioden (Kauf) und $39 \frac{5}{6}$ (Verkauf) sowie 2 \$ halbjährliche Zinszahlungen bei Aaa-Anleihen.

V. Entwicklung der Einlagen und Reservesätze

Es ist immer wieder argumentiert worden, dass die zu partiellen Zahlungseinstellungen führenden Zahlungsprobleme während der National Banking-Ära auf plötzliche und unerwartet hohe Einlagenabzüge zurückzuführen seien, die ihren Ursprung zu einem erheblichen Teil in der landwirtschaftlich bedingten saisonalen Fluktuation der Zahlungsmittelnachfrage gehabt hätten. Diese saisonale Fluktuation sei dabei auf das engste mit den Saat- und Erntezeiten in der Landwirtschaft verknüpft gewesen. Chari bemerkt: „A more accurate interpretation [...] is that the demand for

19 In Anlehnung an ebd., S. 282, 305 f.

currency in agricultural areas fluctuated seasonally, being particularly high in the spring and fall. This view is supported by the fact that deposits of country banks in New York were generally low in the spring, rose in the summer, and fell to their lowest level in October.²⁰

Mit Blick auf den Krisenbeginn im Frühjahr und Herbst (Tabelle 1) scheint diese Argumentation nicht unvernünftig; die Zahlungsprobleme hätten dann ihren Ursprung in den unvorhersehbaren Schwankungen der Zahlungsmittel. Fraglich ist, ob diese Ursache einen wirklich so dominierenden Einfluss hatte oder ob es eben nur ein Einflussfaktor war, der bei verschiedenen Krisen unterschiedlich stark in den Vordergrund trat. Um das zu evaluieren, wird mit Hilfe der Tabelle 5 untersucht, ob im Vergleich zu den Krisenjahren Zeiten existierten, in denen es in den vier Wochen vor den entsprechenden Krisenwochen größere Einlagenabzüge bei gleichzeitig niedrigerem Reservesatz gab.²¹ Eine Betrachtung der Einlagenänderung allein reicht nicht aus, da große Einlagenabzüge bei hohem Reservesatz weniger problematisch sind. Ließe sich zeigen, dass durchaus Zeiten mit höheren Einlagenabzügen bei gleichzeitig niedrigerem Reservesatz vorkamen, denen aber wiederum keine Bankenkrise folgte, dann wäre die rein landwirtschaftlich bedingte Ursache-Wirkung-Beziehung fraglich. Überdies kann gleichzeitig untersucht werden, ob die identifizierten Zahlungsprobleme nicht möglicherweise allesamt auf plötzliche und unerwartet hohe Einlagenabzüge zurückzuführen sind.

Tabelle 5 ist in fünf große Spalten gemäß den einzelnen Zeiträumen der Banken Krisen eingeteilt, die – nach Wochen aufsteigend – jeweils die vier Wochen vor der Krisenwoche bezüglich Einlagenänderungen und Reservesätze (Reserven/ Einlagen) bei den New Yorker National Banks näher betrachten. Beispielsweise heißt das, dass die Bankenkrise 1884 in der 19. Woche begann (vgl. auch Tabelle 1) und vier Wochen vor der 19. Woche die Einlagen um 4,4 Prozent sanken sowie ein durchschnittlicher Reservesatz von 26,35 Prozent für diese Zeit vorlag. Es lässt sich von 1871 bis 1909 kein weiteres Jahr finden, bei dem vier Wochen vor der 19. Woche die Einlagen stärker gesunken wären bei gleichzeitig niedrigerem Reservesatz.

Für die weiteren Krisen sieht das zum Teil ganz anders aus: Vier Wochen vor der 22. Woche (Krise 1893) traten zwischen 1871 und 1909 neun Gelegenheiten auf (1882, 1886, 1887, 1891, 1899, 1901, 1902, 1904, 1905 – in Tabelle 5 kursiv gedruckt), bei denen die Einlagenreduktion in Verbindung mit einem niedrigeren Reservesatz stärker zu Buche schlug als 1893. Diese neun Gelegenheiten stehen jedoch nicht im Zusammenhang mit einer Bankenkrise. Analog lässt sich für die Krise 1890 mit stärkeren Einlagenreduktionen bei geringeren Reservesätzen in

20 Chari, Banking (wie Anm. 7), S. 6; ferner Calomiris/ Gorton, Origins (wie Anm. 6), S. 124; A. Piatt Andrew, The Influence of Crops upon Business in America, in: The Quarterly Journal of Economics 20 (1906), S. 323-353; Miron, Financial Panics (wie Anm. 5), S. 261; zur Auswirkung landwirtschaftlicher Aktivitäten auf die späten Banken Krisen der National Banking Ära Pere Gomis-Porqueras/ Bruce Smith, The Seasonality of Banking Failures during the late National Banking Era, in: Canadian Journal of Economics 39 (2006), S. 296-319.

21 Calomiris/ Gorton, Origins (wie Anm. 6), S. 132-141.

1899 und 1906 sowie für die Krise 1907 (mit 1881, 1882, 1889, 1892, 1899, 1900) argumentieren.

Bei den Krisen 1890, 1893 und 1907 gab es also im Betrachtungszeitraum insgesamt 17 Gelegenheiten, bei denen zur entsprechenden Zeit höhere Einlagenabzüge mit gleichzeitig niedrigeren Reservesätzen zusammenfielen, aber dennoch keine Banken Krisen auftraten. Dies lässt zum einen starke Zweifel an dem Argument aufkommen, dass saisonale, landwirtschaftlich bedingte Einlagenabzüge immer der Grund für die Banken Krisen waren. Zum anderen könnte vermutet werden, dass höchstens bei den Krisen 1873 und 1884, bei denen in den Jahren zwischen 1871 und 1909 in den entsprechenden Phasen keine vergleichbar starken Veränderungen vorkamen, die Einleger durch hohe Einlagenabzüge im Krisenvorfeld die nachfolgenden Zahlungsprobleme verursachten. Im Zusammenhang mit der Bankenkrise 1890 wurden bereits Zahlungsprobleme als charakteristisches Merkmal ausgeschlossen, was durch die Entwicklung der Einlagen und Reservesätze untermauert wird.



Tabelle 5: Einlagenänderung (Δ) und Reservesatz in Prozent bei den New Yorker National Banks in den vier Wochen vor der Krisenwoche (1871-1909)²²

Jahr	Woche 19 (Krise 1884)		Woche 22 (Krise 1893)		Woche 37 (Krise 1873)		Woche 42 (Krise 1907)		Woche 45 (Krise 1890)	
	% Δ	Reserve- satz	% Δ	Reserve- satz	% Δ	Reserve- satz	% Δ	Reserve- satz	% Δ	Reserve- satz
1871	7,4	34,67	5,7	35,06	-0,2	29,98	-16,4	29,50	-0,4	32,39
1872	11,0	30,98	6,4	33,14	-12,5	29,01	-0,0	32,38	6,7	30,28
1873	7,9	30,67	5,6	30,65	-13,3	27,54	—	—	—	—
1874	-1,0	35,56	-0,9	37,39	-0,0	35,78	-2,9	32,84	-3,0	31,71
1875	4,1	29,89	5,1	32,13	-2,2	32,38	-4,9	27,49	-3,7	29,09
1876	1,2	29,60	2,6	32,79	3,5	34,85	-4,7	29,99	-4,3	29,09
1877	3,2	32,70	-1,6	33,88	-2,4	30,64	-5,7	28,84	-1,9	29,56
1878	-0,4	32,86	0,4	32,14	0,2	30,90	-4,4	27,30	-0,3	31,09
1879	13,2	32,14	5,1	26,83	-10,2	26,31	2,0	25,54	-0,3	24,71
1880	0,8	27,35	3,9	31,13	-0,1	26,91	1,2	26,57	2,2	25,56
1881	3,6	29,67	10,2	27,79	-5,7	25,14	-9,7	25,66	0,2	26,02
1882	3,0	27,72	-1,3	26,32	-6,6	24,66	-4,3	25,97	-1,2	23,98
1883	6,4	26,64	1,3	27,91	-1,8	26,17	-1,7	24,99	-2,2	26,56
1884	-4,4	26,35	—	—	—	—	—	—	—	—
1885	2,1	40,28	0,9	41,81	1,0	38,28	-0,6	35,36	-0,2	32,39
1886	-0,2	27,37	-2,1	28,77	-6,8	27,20	-1,5	26,31	0,2	26,60
1887	-0,2	26,10	-1,4	26,16	-1,3	26,11	4,2	27,62	0,3	27,69
1888	n. v.	n. v.	n. v.	n. v.	n. v.	n. v.	n. v.	n. v.	n. v.	n. v.
1889	1,6	27,10	0,5	28,29	-1,4	26,21	-3,8	25,22	-1,4	24,56
1890	-0,9	25,36	-0,2	26,21	-4,3	24,13	-3,4	24,91	-3,7	25,35
1891	-3,1	26,18	-5,2	26,94	-0,7	27,15	1,6	27,19	2,9	26,19
1892	0,7	27,78	0,1	29,59	-5,0	25,95	-5,1	25,11	-3,6	25,57
1893	-1,1	29,09	-0,3	29,84	—	—	—	—	—	—
1894	2,7	38,92	-1,1	38,62	0,3	35,21	1,1	35,51	0,2	35,41
1895	6,3	30,77	6,9	32,28	-1,0	29,66	-5,0	27,88	-1,0	28,64
1896	2,4	29,08	0,8	29,45	-4,9	26,96	1,7	27,62	-4,6	27,10
1897	0,8	32,73	-0,2	33,09	1,8	29,15	-3,2	27,37	2,5	28,34
1898	0,5	32,04	7,0	32,35	-7,4	25,61	6,0	28,13	6,4	26,92
1899	1,4	28,00	-1,1	29,78	-3,9	25,03	-3,9	25,17	-4,0	24,62
1900	3,8	26,76	2,1	27,26	1,4	27,29	-6,0	25,34	-3,7	25,55
1901	0,8	25,83	-2,2	27,22	-3,6	25,76	1,6	26,63	0,8	25,89
1902	0,3	25,35	-2,1	26,25	-5,7	25,07	-2,1	25,64	1,5	27,00
1903	3,5	26,08	0,8	26,06	1,6	26,66	-2,0	26,95	-3,4	25,61
1904	4,1	27,00	-1,4	27,69	1,2	28,14	-2,6	26,33	-0,8	25,84
1905	0,9	26,44	-0,7	25,53	-8,4	25,42	-5,8	26,22	0,2	24,75
1906	3,2	26,26	0,9	25,65	-4,8	25,34	3,7	25,57	-5,2	24,84
1907	2,1	25,75	0,7	26,13	-1,4	25,65	-2,1	26,08	—	—
1908	3,6	30,03	2,2	28,72	2,4	28,84	0,3	27,39	-0,4	27,33
1909	1,6	26,08	0,8	26,37	-3,8	25,58	-8,3	26,37	-2,6	25,59
Median	1,6	27,78	0,7	29,45	-1,8	26,96	-2,6	26,95	-0,8	26,92

22 Inwieweit die Abhängigkeit von den Daten außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitungen in elektronischen Systemen.
© Franz Steiner Verlag, Stuttgart 2005

VI. Entwicklung des Aktienmarktes

Die Entwicklung des Aktienmarktes kann die bisherigen Ergebnisse stützen oder konterkarieren. Unter der Annahme, dass sich Notverkäufe von Wertpapieren auf die jeweiligen Marktpreise auswirken, wäre eine parallele Entwicklung auf dem Anleihemarkt und dem Aktienmarkt zu vermuten. Tabelle 6 enthält einen monatlichen Vergleich der Aktienindex-Reduktion zwischen dem genannten Monat und dem jeweiligen Vormonat an der New York Stock Exchange (NYSE). Unter den

Tabelle 6: Die 20 stärksten monatlichen Reduktionen des Aktienindex in Prozent an der NYSE (1866 bis 1913)²³

Rang	Jahr mit Bankenkrise ^I		Jahr ohne Bankenkrise		Δ Aktienindex in Prozent
	Jahr	Monat ^{II}	Jahr	Monat ^{II}	
1	1907	10			-10,9
2	1907	3			-9,8
3	1893	7			-9,4
4	1893	5			-8,9
5	1873	10			-8,7
6	1884	5			-8,6
7			1880	5	-7,9
8	1873	9			-7,8
9	1907	8			-7,5
10	1890	11			-7,3
11			1877	6	-7,2
12			1877	4	-7,1
13			1899	12	-6,7
14			1901	7	-6,7
15			1896	7	-6,6
16			1869	9	-6,5
17	1884	6			-6,4
18			1876	9	-6,0
19			1877	2	-5,9
20	1907	11			-5,8

^I Monat mit Krisenwoche „**fett**“, Monat mit partieller Zahlungseinstellung „*kursiv*“, Monat mit Krisenwoche und partieller Zahlungseinstellung „**fett und kursiv**“.

^{II} Genannter Monat und dessen Vormonat als Vergleichsbasis.

²³ In Anlehnung an Wilson/ Sylla/ Jones, Financial Market (wie Anm. 6), S. 281, 306 f.; ähnliche Daten liefern Calomiris/ Gorton, Origins (wie Anm. 6), S. 142.

20 stärksten Reduktionen sind bei der Krise 1873 der Monat 9 (Rang 8) mit der Krisenwoche und partiellen Zahlungseinstellung sowie der Monat 10 (Rang 5) mit der partiellen Zahlungseinstellung vertreten. In der Krise 1884 geht der Monat 5 mit der Krisenwoche auf Rang 6 und der nachfolgende Monat 6 (Rang 17) ein. Der Monat 5 mit der Krisenwoche im Jahr 1893 nimmt Rang 4 und der Monat 7 Rang 3 ein. Im Krisenjahr 1907 sind insgesamt vier Monate unter den 20 stärksten Reduktionen vertreten: Monat 3 (Rang 2), 8 (9), 10 (1) und 11 (20). Der Monat 11 des Jahres 1890 geht auf Rang 10 ein.

Aus Tabelle 6 ist ersichtlich, dass von den zehn stärksten monatlichen Reduktionen des Aktienindex insgesamt neun Reduktionen auf die fünf Krisenjahre entfallen. Die Daten des Aktienmarktes stützen die Ergebnisse der letzten Kapitel, wenn man von der Krise 1890 absieht. Überraschend und im Gegensatz zu den bisherigen Ergebnissen fällt das Ergebnis für die Krise 1890 aus, denn zur deutlichen Kursreduktion auf dem Aktienmarkt liegen erkennbare Parallelen weder auf dem Anleihemarkt noch bei der Entwicklung der übrigen Zinssätze vor.

VII. Ergebnisse der Finanzmarktanalyse im Überblick

Die im Rahmen der Analyse finanzieller Märkte gewonnenen Ergebnisse präsentiert Tabelle 7 (vgl. zudem Tabelle 1). In der Bankenkrise 1873 traten bei den Banken kurz- und mittelfristige Zahlungsprobleme auf, die nicht zuletzt von Einlegern verursacht wurden und in einer rund einmonatigen partiellen Zahlungseinstellung mündeten. Neun National Banks fielen aus. Zur Linderung der Zahlungsprobleme wurden Anleihen und Aktien verkauft. Durch veräußerungsbedingte Wertverluste (Liquidationsdisagio) entstanden Schuldendeckungsprobleme bei den Banken. Die Bankenkrise 1884 war durch kurzfristige Zahlungsprobleme geprägt, die auch auf massive Einlagenabzüge zurückzuführen waren. Acht National Banks fielen aus. Notverkäufe von Anleihen und Aktien trugen dazu bei, mittelfristige Zahlungsprobleme abzuwenden. Schuldendeckungsprobleme bei den Banken waren die Folge der Liquidationsdisagios.

Tabelle 7: Zusammenfassung der Finanzmarktanalyse

	1873	1884	1890	1893	1907
Zinssätze für Tagesgelder (kurzfristige Zahlungsprobleme)	X	X			X
Zinssätze für 60/90-Tage Commercial Paper (mittelfristige Zahlungsprobleme)	X			X	X
Partielle Zahlungseinstellung	X			X	X
Zinssätze für Aaa-Anleihen	X	X		X	X
Einlagen und Reservesätze	X	X			
Aktienindex NYSE	X	X	X	X	X

In der Bankenkrise 1893 traten zwar keine kurzfristigen, dagegen aber mittelfristige Zahlungsprobleme auf, die zu einer rund einmonatigen partiellen Zahlungseinstellung führten. Es fielen 49 National Banks aus. Übermäßige Einlagenänderungen sind nicht erkennbar. Durch den Verkauf von Wertpapieren (Aktien und Anleihen) konnten zwar Zahlungsmittel beschafft werden, die daraus resultierenden Disagios erzeugten aber Schuldendeckungsprobleme. Für die Bankenkrise 1907, in der sechs National Banks ausfielen, kann – abgesehen vom Einlegerverhalten und der rund zweimonatigen partiellen Zahlungseinstellung – analog zur Krise 1873 argumentiert werden.

In den vier Krisen 1873, 1884, 1893 und 1907 sind Zahlungsprobleme erkennbar. Mittelfristige Zahlungsprobleme (1873, 1893, 1907) zogen immer partielle Zahlungseinstellungen nach sich; ausschließlich kurzfristige Zahlungsprobleme konnten 1884 ohne Zahlungseinstellung bewältigt werden. Da man in allen vier Krisen Anleihen und Aktien zur Linderung der Zahlungsprobleme veräußerte und diese Veräußerung Liquidationsdisagios verursachte, ist eine klare Trennung von Zahlungs- und Schuldendeckungsproblemen in diesen Krisen nicht möglich. Nur zwei der vier Krisen mit Zahlungsproblemen litten unter hohen Einlagenabzügen bei gleichzeitig niedrigem Reservesatz. Dies betraf die Krise 1873 mit kurz- und mittelfristigen Zahlungsproblemen und partieller Zahlungseinstellung sowie die Krise 1884 mit kurzfristigen Zahlungsproblemen ohne Zahlungseinstellung. Das Argument, vor allem landwirtschaftlich bedingte saisonale Zahlungsströme führten zu Zahlungsproblemen, ließ sich anhand der vorliegenden Daten nicht erhärten.

Die Bankenkrise 1890 nimmt eine besondere Rolle ein: Obwohl für sie keine Zahlungsprobleme diagnostiziert wurden, fiel mit zehn National Banks die zweitgrößte Anzahl an Banken aus. Der Grund hierfür muss in Schuldendeckungsproblemen der Banken gesucht werden. Dramatische Vermögensverluste durch sinkende Aktienkurse an der NYSE verursachten die Probleme in der Schuldendekungsfähigkeit der Banken. Eine tiefergehende Analyse der Krise im Jahr 1890 zeigt, dass die USA an nicht selbst zu verantwortenden Problemen partizipierten, die als globaler Dominoeffekt letztlich bis in die USA reichten.²⁴ Durch gescheiterte Projektfinanzierungen in Argentinien geriet in Großbritannien das Bankhaus Barings in große finanzielle Schwierigkeiten. Um Barings zu unterstützen und um sich gegen die Auswirkungen eines möglichen Ausfalls von Barings zu wappnen, häuften die Marktteilnehmer in London verstärkt Liquiditätsreserven an. Da die angespannte Lage an den Londoner Finanzmärkten einen größeren Verkauf von Wertpapieren ohne erhebliche Liquidationsdisagios unmöglich machte, trennte man

24 Sprague, *History* (wie Anm. 6), S. 124-152; L. S. Pressnel, *Gold Reserves, Banking Reserves, and the Baring Crisis of 1890*, in: Charles Raymond Whittlesey/ John Stuart Gladstone Wilson (Eds.), *Essays in Money and Banking in Honour of R. S. Sayers*. Oxford 1968, S. 167-228; John Orbell, *Baring Brothers & Co., Limited. A History to 1939*. London 1985; Roy A. Batchelor, *The Avoidance of Catastrophe. Two Nineteenthcentury Banking Crises*, in: Capie/ Wood, *Financial Crises* (wie Anm. 5), S. 41-73; Philip Ziegler, *The Sixth Great Power: Barings 1762-1929*. London 1988; Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. New York 1989, S. 169 f.; H. S. Ferns, *The Baring Crisis Revisited*, in: *Journal of Latin American Studies* 24 (1992), S. 241-273; Körnert, *Barings Crises* (wie Anm. 6), S. 189-193.

sich über längere Zeit lieber von Aktien an vermeintlich stabileren Börsen wie der NYSE. Letztlich reichte aber die Widerstandskraft der NYSE nicht aus und die Krise nahm ihren für einige Marktteilnehmer der USA so ruinösen Verlauf.²⁵

VIII. Fazit

Das 1913 in den USA eingeführte Federal Reserve System war als Antwort auf die Probleme in den Bankenkrisen der National Banking-Ära gedacht. Gemäß der Bagehot-Regel hätte das Federal Reserve System als Lender of Last Resort nur Zahlungsprobleme, aber keine Schuldendeckungsprobleme bei Banken beheben dürfen. Demnach wäre für ein amerikanisches Zentralbankensystem – wie dem Federal Reserve System – in der Bankenkrise 1890 nichts auszurichten gewesen, denn nur in den anderen vier Bankenkrisen traten Zahlungsprobleme auf.

Aber auch die vier Bankenkrisen mit Zahlungsproblemen 1873, 1884, 1893 und 1907 sind aus Sicht eines wirksamen Regulierungsstrebens differenziert zu betrachten. Immerhin sorgten nach den vorliegenden Daten nur in den Bankenkrisen 1873 und 1884 die Einleger für erhebliche Turbulenzen. Zur Beruhigung der Einleger und zur Vermeidung panikartiger Einlagenabzüge in einem Bankenrun kann auch ein funktionierendes Zentralbankensystem nur sehr begrenzte Beiträge leisten. Eine Einlagenversicherung erweist sich hier regelmäßig als wirkungsvoller. Sie wurde jedoch erst mit dem Banking Act 1933 und der Gründung der Federal Deposit Insurance Corporation errichtet.

In den Bankenkrisen 1873, 1893 und 1907 lagen anhaltende Zahlungsprobleme im Bankensystem der USA vor, die partielle Zahlungseinstellungen für Wochen oder Monate nach sich zogen. Vor allem die pyramidenartige Strukturierung der Zahlungsmittelreserven erwies sich als untaugliches Mittel, Zahlungsprobleme abzuwenden. Die Einführung des Federal Reserve Systems war hier geeignet, nachhaltige Abhilfe zu schaffen. Des Weiteren ist mit Blick auf die theoretische Rezeption von Bankenkrisen zu bemerken, dass das Einlegerverhalten zwar ein wichtiges, aber keineswegs das dominierende Phänomen darstellt, das es zu analysieren und zu erklären gilt.

Insgesamt zeigt sich, dass die Zahlungs- und Schuldendeckungsprobleme in den Bankenkrisen der National Banking-Ära weitaus vielschichtiger waren, als die Einführung nur einer Regulierungsmaßnahme auf den ersten Blick suggeriert. Mit Skepsis muss man daher Aussagen begegnen, die auf die Vielfalt der Ursache-Wirkung-Beziehungen in Bankenkrisen wenig Rücksicht nehmen und nur monokausale Erklärungsmuster anbieten. Gleichwohl wirkte sich die Einführung des Federal Reserve Systems in der Folgezeit positiv aus. Der weite Weg der

25 Sprague, History (wie Anm. 6), S. 127 f., 131 f., 140 ff.; Schwartz, Crises (wie Anm. 5), S. 14 f.; William Miles, The Barings Crisis in Argentina. The Role of Exogenous European Money Market Factors, in: Review of Political Economy 14 (2002), S. 5-29.

Bankenregulierung über eine Einlagenversicherung bis hin zur Konzentration auf Eigenkapitalvorschriften setzte im Nachhinein zwar viele der früheren Erfahrungen um, zu oft blieben regulierende Maßnahmen aber nur eine Reaktion auf brennende Probleme oder büßten in der Gemengelage widerstreitender Interessen an Wirksamkeit ein.

(Prof. Dr. rer. pol. habil. Jan Körnert, Stiftungslehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Internationales Finanzmanagement/ Internationale Kapitalmärkte, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät, Universität Greifswald, Friedrich-Loeffler-Straße 70, D-17487 Greifswald)

