

## Miszelle

Michael Heise

### Weltwirtschaftskrisen im historischen Rückblick: Die 1930er-Jahre und die globale Rezession 2008/09\*

ABSTRACT: *A Historical Review on Global Economic Crises: The 1930s and the Global Recession in 2008/09*

It will still take many years before a thorough historical analysis and classification of the so-called Great Recession of 2008 and 2009 will be accomplished. In the meantime, however, it seems to be clear that the latest economic crisis ran a different course than the Great Depression of approximately eighty years ago, which had such devastating economic and political consequences. Given the speed and intensity of the economic slump at the onset of 2009, many observers in both politics and economics as well as academia drew parallels to the global economic crisis of the 1930s. In the present paper, the similarities and differences in the causes as well as the course of the global economic crisis eighty years ago compared to the present crisis will be presented. Finally, the question is to be examined whether the proper lessons were inferred from historical experience for crisis management in the recent past.

#### I. Einleitung

Die historische Aufarbeitung und Einordnung der so genannten großen Rezession 2008/09 wird noch Jahre in Anspruch nehmen. Inzwischen scheint aber klar zu sein, dass die jüngste Wirtschaftskrise einen anderen Verlauf genommen hat als die große Depression vor rund 80 Jahren, die verheerende ökonomische und politische Folgen hatte. Angesichts der Schnelligkeit und Intensität des Konjunkturerinbruchs zu Beginn des Jahres 2009 hatten viele Beobachter in Politik, Wirtschaft und auch im akademischen Bereich Parallelen zur Weltwirtschaftskrise der Dreißigerjahre gezogen.

Das Volumen des Welthandels hatte sich zu Beginn des Jahres 2009 noch schneller vermindert als in den Jahren 1929/30 und die Produktion in den entwickelten Ländern ging zum ersten Mal seit Ende des Zweiten Weltkrieges zurück, und zwar in beachtlichem Tempo. Die schnelllebigen Finanzmärkte und die Medienwelt nahmen solche Vergleiche begierig auf, ohne dass die gravierenden politischen, ökonomischen und institutionellen

\* Für wertvolle Unterstützung bedanke ich mich bei Herrn Frank Dreisch, Institut für bankhistorische Forschung e.V., Frankfurt am Main sowie bei meinem Kollegen Herrn Dr. Arne Holzhausen, Allianz SE, München.

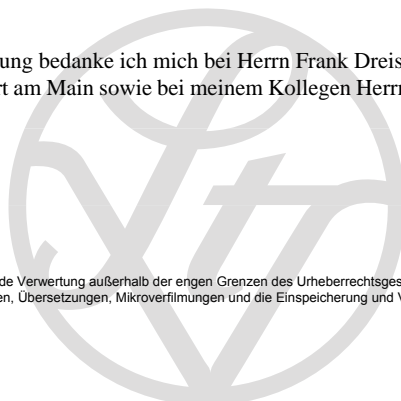
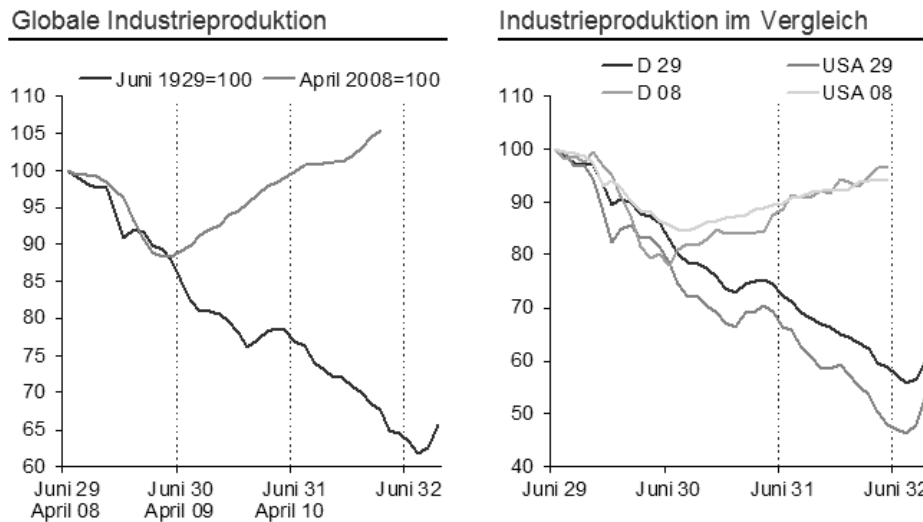


Abbildung 1: Globale Industrieproduktion damals und heute



Quelle: CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis; Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 31 (1933).

Unterschiede zwischen der Situation heute und der vor 80 Jahren thematisiert wurden. Wenn wir heute feststellen, dass die Weltwirtschaft – anders als nach der Großen Depression – bereits rund zwei Jahre nach dem Tiefpunkt wieder das Vorkrisenniveau erreicht hat, so liegt dies zum einen daran, dass es andere Ursachen der Krise gab, und zum anderen auch an völlig unterschiedlichen Reaktionen der Geld- und Finanzpolitik auf die Krise. Das wiederum hatte mit gänzlich unterschiedlichen institutionellen und politischen Bedingungen zu tun, etwa dem vorherrschendem Goldstandard und den Nachkriegsproblemen zum Beispiel in der Zeit der Weimarer Republik. Des Weiteren wurde in der aktuellen Krise ein Rückfall in den Protektionismus wie nach 1930 vermieden.

Im Folgenden sollen zunächst Ursachen und Verlauf der Weltwirtschaftskrise vor 80 Jahren und der aktuellen Krise dargestellt werden, um dann genauer die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zu kennzeichnen. Die Frage ist, ob wir die richtigen Lehren aus der historischen Erfahrung gezogen haben.

## II. Die Wirtschaftspolitik der 1930er-Jahre im Zeichen der Weltwirtschaftskrise

Für das Verständnis der Weltwirtschaftskrise ist die Zeit nach dem Ersten Weltkrieg zu betrachten. Der Erste Weltkrieg markierte das Ende einer seit den 1890er-Jahren anhaltenden Prosperitätsphase der Weltwirtschaft, die in der Zeit nach 1918 rückblickend häufig als

„Goldenes Zeitalter“ einer gelungenen weltwirtschaftlichen Integration verklärt wurde.<sup>1</sup> Als Sinnbild dieser Entwicklung galt für viele das Währungssystem des internationalen Goldstandards, das sich nach 1870, dem Vorbild des britischen Pfunds als internationale Leitwährung mit Golddeckung folgend, etabliert hatte. Das Deutsche Reich war 1871 zum Goldstandard übergegangen. Danach folgten die USA, die skandinavischen Staaten, die Niederlande sowie später auch Russland und Österreich-Ungarn. Die institutionelle Voraussetzung hierfür bestand in der Gründung von Zentralbanken, die dafür sorgten, dass das umlaufende Papiergeld zu einem bestimmten Prozentsatz durch Goldreserven gedeckt war. Die Verpflichtung der Zentralbanken, Banknoten jederzeit zu einem festen Kurs in Gold einzulösen, sollte eine inflationäre Geldmengenausweitung verhindern.

Der Erste Weltkrieg zerstörte, wie Harold James zutreffend formuliert, „das Fundament [...] auf dem der alte Goldstandard aufgebaut [...] war“,<sup>2</sup> denn schon während der Mobilisierung im August 1914 waren die größeren kriegführenden Staaten dazu übergegangen, sich von den Zwängen des Goldstandards zu befreien, indem sie die Einlösepflicht der Zentralbanken für Banknoten für die, wie es hieß, „Dauer des Krieges“ aufhoben.<sup>3</sup> Die Landeswährungen waren nunmehr nicht mehr durch die Haltung von Gold- oder Devisenreserven abgesichert. Schon kurz nach dem Ausbruch des Krieges hatte sich gezeigt, dass sich keine Seite auch nur annähernd auf die enormen finanziellen Anforderungen des Krieges eingestellt hatte. In der Annahme aller kriegführenden Staaten, die Kosten den Besiegten aufbürden zu können,<sup>4</sup> wurden die Mobilisierungsanstrengungen forciert und die industrielle Produktion immer mehr auf Rüstungsgüter umgestellt. Die Aufrüstung spiegelte sich auch in der Entwicklung der Staatsquoten wider, und zwar in Deutschland in einem Anstieg von 9,8 Prozent (1913) auf 50,1 Prozent (1917), in Großbritannien von 8,1 auf 37,1 Prozent und in Frankreich von zehn auf 49,9 Prozent.<sup>5</sup> Die steigenden Kriegskosten konnten nicht allein durch Steuereinnahmen finanziert werden. Vielmehr wurde der weitaus größere Teil der Kosten durch die Ausweitung der Staatsschuld gedeckt – zu etwa zwei Dritteln durch Kriegsanleihen, die von privaten Unternehmen und Sparern erworben wurden. Das Deutsche Reich finanzierte sich darüber hinaus über eine Wechselschuld bei der Reichsbank. Sobald die Einlösung eines Wechsels anstand, wurde dieser einfach durch einen neuen, der auf eine höhere Summe lautete, ersetzt und die Notenpresse einmal mehr angeworfen. Insgesamt hatte sich die Staatsschuld wäh-

- 1 Gerald D. Feldman, Politik, Banken und der Goldstandard in der Zwischenkriegszeit, in: Vom Goldstandard zum Multiwährungsstandard. Neuntes Nationales Symposium zur Bankengeschichte am 18. Oktober 1985 im Hause der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main (Bankhistorisches Archiv, Beiheft 11). Frankfurt am Main 1987, S. 11-20, hier S. 12.
- 2 Harold James, Rambouillet, 15. November 1975. Die Globalisierung der Wirtschaft. München 1997, S. 39.
- 3 Gerd Hardach, Der Erste Weltkrieg (Geschichte der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert 2). München 1973, S. 151.
- 4 Hier bestätigt sich einmal mehr die Einschätzung von Haller: „Der Ausbruch des Ersten Weltkriegs, jenes schicksalhafte Ereignis, das den Entwicklungsgang des 20. Jahrhunderts bestimmte, fand die kriegführenden Länder in einem Zustand weitgehender Ahnungslosigkeit.“ Vgl. Heinz Haller, Die Rolle der Staatsfinanzen für den Inflationsprozeß, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975. Frankfurt am Main 1976, S. 115-155, S. 115.
- 5 Stephen N. Broadberry / Mark Harrison (Eds.), The Economics of World War I. An Overview, in: dies. (Eds.), The Economics of World War I. Cambridge 2005, S. 3-40, hier S. 15.

rend des Krieges von 5,1 Mrd. Mark auf 156,4 Mrd. Mark erhöht.<sup>6</sup> Die Ausdehnung der Geldmenge im Zusammenspiel mit der Verknappung des zivilen Güterangebots erzeugte eine Inflation, die sich in Deutschland zur Hyperinflation auswuchs.

Schon bald nach dem Krieg wurden Stimmen laut, die den Aufbau einer neuen Währungsordnung, bestenfalls sogar die Rückkehr zum Goldstandard forderten. Erste Bestrebungen, das Weltwährungssystem der Vorkriegszeit wieder herzustellen, führten zu einer restriktiv-deflationären Finanzpolitik. Während die USA unmittelbar nach dem Krieg wieder zum Goldstandard übergegangen waren,<sup>7</sup> standen die europäischen Staaten noch vor dem Problem, die inflationär aufgeblähte Geldmenge reduzieren zu müssen, um die Voraussetzungen für ein Währungssystem mit stabilen Wechselkursen erfüllen zu können, wie es nach Meinung vieler Zeitgenossen vor dem Krieg mit dem internationalen Goldstandard idealtypisch existiert hatte.<sup>8</sup>

Bis 1925 hatten dann zahlreiche Länder wieder einen Goldstandard eingeführt. Nachdem die Kriegsfolgen für die nationalen Volkswirtschaften und den Welthandel scheinbar überwunden waren, erlebte die Weltwirtschaft Mitte der Zwanzigerjahre einen konjunkturellen Aufschwung. In den USA, die aus dem Ersten Weltkrieg als der größte internationale Gläubigerstaat hervorgegangen waren, führte ein spekulativ getriebener Boom<sup>9</sup> zum Anstieg der Kurse an der Wall Street, der schon bald alle Anzeichen einer Blasenbildung aufwies. Die Präsidentschaft des Republikaners Herbert Hoovers, einem Befürworter des ‚Rugged Individualism‘, die im März 1929, kurz vor dem Ende der wirtschaftlichen Prosperität der ‚Roaring Twenties‘, begann, wurde alsbald von der hereinbrechenden Großen Depression überschattet. Die während seiner Amtszeit getroffenen Maßnahmen zur Bekämpfung der Krise brachten keinen durchschlagenden Erfolg. 1933 folgte Hoover nach dem Wahlsieg der Demokraten Franklin Delano Roosevelt als neuer Präsident, der gemäß seinem Wahlversprechen – „*A new deal for the American people*“ – ein Reformprogramm einleitete, das die USA aus der Krise herausbringen sollte.<sup>10</sup>

Die europäischen Volkswirtschaften, die vor dem ersten Weltkrieg zusammen mit den USA die führende Rolle innerhalb des bizenrischen Weltwirtschaftssystems eingenommen hatten, standen indes vor dem Problem, dass nötige Investitionen in der Industrie weitgehend durch ausländisches Kapital – insbesondere aus den USA – finanziert wurden. Insbesondere deutsche Banken hatten kurzfristige Kredite nicht selten zu langen Fristen wieder ausgeliehen. Über weite Teile der Wirtschaft schwebte das Damoklesschwert des möglichen Kapitalabzugs durch die ausländischen Geldgeber. Der seit der Mitte der Zwanzigerjahre anhaltende Aufschwung stand somit auf wackligen Beinen und wurde

6 Hans-Peter Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat. Geschichte der öffentlichen Finanzen*. München 2005, S. 88-96.

7 Werner Plumpe, *Wirtschaftskrisen. Geschichte und Gegenwart*. München 2011, S. 75.

8 James, Rambouillet (wie Anm. 2), S. 32.

9 Inwieweit sich der spekulativ getriebene Aufschwung 1927/28 auch in einigen europäischen Volkswirtschaften zeigte, wird kontrovers diskutiert. Vgl. zum Beispiel für den deutschen Fall Hans-Joachim Voth, *With a Bang, not a Whimper. Pricking 'Germany's Stock Market Bubble' in 1927 and the Slide into Depression* (Department of Economics and Business, Universität Pompeu Fabra, Economics Working Papers 516). Barcelona 2001.

10 Willi Paul Adams, *Die USA im 20. Jahrhundert* (Oldenbourg Grundriss der Geschichte 29). München 2007, S. 59 ff.

mitunter zu Recht als ‚Konjunktur auf Pump‘ bezeichnet. 1929, am Vorabend des Übergreifens der Großen Depression auf die deutsche Volkswirtschaft, belief sich die deutsche Auslandsverschuldung auf 25 Mrd. RM – davon entfielen allein zwölf Mrd. RM auf kurzfristige Gelder –, denen auf der anderen Seite gerade einmal rund zehn Mrd. RM deutscher Auslands Guthaben gegenüberstanden.<sup>11</sup>

Der Ausbruch der Weltwirtschaftskrise wird im Allgemeinen mit dem New Yorker Börsencrash des Jahres 1929 in Verbindung gebracht.<sup>12</sup> Unabhängig davon, ob es sich um den ‚Black Friday‘ oder um einen ‚Black Thursday‘ (24. Oktober 1929) handelte<sup>13</sup> oder um die Kurseinbrüche des ‚Black Tuesday‘ (29. Oktober 1929), endete in diesem Monat ein acht Jahre währender Aktienboom. Vor allem im letzten Jahr der Aktienhausse hatte sich eine kreditgetriebene Spekulationsblase gebildet.<sup>14</sup> Mit einiger zeitlicher Verzögerung griff der Abwärtstrend aus USA auf das internationale Börsenwesen über.

Auch wenn die Folgen der Ereignisse an der Wall Street weltweit spürbar waren, darf nicht übersehen werden, dass in einigen Volkswirtschaften der konjunkturelle Wendepunkt schon vor dem Börsenzusammenbruch erreicht war – in Deutschland beispielsweise schon in den ersten Monaten des Jahres 1929.<sup>15</sup> Dafür gab es unterschiedliche Gründe, etwa einen anhaltenden internationalen Verfall der Agrar- und Rohstoffpreise oder Verteilungskonflikte im Zusammenhang mit einer kritischen Gewerkschaftsbewegung.

Im Vergleich zu den heutigen Verhältnissen waren im Goldstandard die Möglichkeiten der nationalen Geldpolitik sehr eingeschränkt, die beginnende Krise zu kontern. Feste Wechselkurse zum US-Dollar stellten einen Mechanismus dar, durch den Konjunktüreintritte leicht übertragen werden konnten. Zur Jahresmitte 1928 hob die Zentralbank der Vereinigten Staaten, die Federal Reserve (kurz: Fed), die Leitzinsen von vier auf sechs Prozent an, mit dem Ziel, den Spekulationen auf dem Aktienmarkt entgegenzusteuern. Zugleich hatte die Fed den Zuwachs des Notenumlaufs begrenzt. Die Anhebung der Zinsen wirkte, entsprechend den Funktionsprinzipien des Goldstandards, nicht nur bremsend auf die konjunkturelle Entwicklung der Volkswirtschaft der USA, sondern auch bremsend auf die Konjunktur der europäischen Volkswirtschaften, weil Kapital abgezogen wurde

- 11 Albrecht Ritschl, Deutschlands Krise und Konjunktur 1924-1934. Binnenkonjunktur, Auslandsverschuldung und Reparationsproblem zwischen Dawes-Plan und Transfersperre (Jahrbuch für Wirtschafts-geschichte, Beiheft 2). Berlin 2002, S. 188 (Zitat); Plumpe, Wirtschaftskrisen (wie Anm. 7), S. 78 f.
- 12 Hierzu und zu Folgendem Fritz Blaich, Der Schwarze Freitag. Inflation und Wirtschaftskrise (Deutsche Geschichte der neuesten Zeit vom 19. Jahrhundert bis zur Gegenwart 15). München <sup>3</sup>1994, passim; Rolf Walter, Wirtschaftsgeschichte. Vom Merkantilismus bis zur Gegenwart. Köln et al. <sup>4</sup>2003, S. 169 f.; ders., Geschichte der Weltwirtschaft. Eine Einführung. Köln et al. 2006, S. 197; Friedrich-Wilhelm Henning, Das industrialisierte Deutschland 1914 bis 1986. Paderborn et al. <sup>6</sup>1988, S. 94.
- 13 Die weit verbreitete Bezeichnung ‚Schwarzer Freitag‘ geht vermutlich darauf zurück, dass die Nachricht vom Börsencrash in den USA am ‚Schwarzen Donnerstag‘, bedingt durch die Zeitverschiebung, in Europa erst nach der Schließung der Börsen einging und es somit erst am nächsten Tag, nämlich dem ‚Schwarzen Freitag‘, zur Panik an den europäischen Aktienmärkten kam.
- 14 Grundlegend, wenn auch mit unterschiedlichen Bewertungen, Peter Rappoport / Eugene White, Was there a Bubble in the 1929 Stock Market?, in: *Journal of Economic History* 53 (1993), S. 549-574, und Ellen McGrattan / Edward Prescott, The 1929 Stock Market: Irving Fisher was Right!, in: *International Economic Review* 45 (2004), S. 991-1009; vgl. ferner Irving Fisher, The Great Stock Market Crash of 1929, in: *Issues in American Economic History* 5 (1980), S. 271 ff.
- 15 Plumpe, Wirtschaftskrisen (wie Anm. 7), S. 82.

und sich damit die Geldmenge verringerte. Die Währungspolitik der USA hatte so wesentlich zum internationalen Abgleiten in die Rezession beigetragen.<sup>16</sup> Hinzu kam, dass der Goldstandard in der Praxis nur bedingt funktioniert hatte, da sich die Vertreter der Zentralbanken häufig genug nicht an die Regeln des Währungssystems gehalten hatten. Weder hatten Sie im Falle eines Handelsbilanzdefizits und eines Rückgangs der Goldreserven den Notenumlauf begrenzt noch hatten sie im umgekehrten Fall die Notenemission ausgeweitet.<sup>17</sup>

Die USA und Deutschland waren vom Verlauf der Großen Depression und ihren Auswirkungen besonders stark betroffen, während sich beispielsweise in Frankreich oder den Niederlanden ein vergleichsweise milder Krisenverlauf zeigte. Auch in Großbritannien verlief die Krise weit weniger dramatisch – nicht zuletzt, weil es dort in den Zwanzigerjahren zu keinem nennenswerten Aufschwung gekommen war.<sup>18</sup>

Zwischen 1929 und 1932 war in den USA und in Deutschland das Bruttoinlandsprodukt um mehr als ein Viertel, die industrielle Produktion sogar um zwei Fünftel zurückgegangen. Besonders stark von der Krise betroffen waren die Schwer- und die Investitionsgüterindustrie sowie die Konsumgüterindustrie. Auch die Landwirtschaft stand nach wie vor im Zentrum der Rezession. Die außergewöhnliche Tiefe der Krise hatte einen dramatischen Anstieg der Arbeitslosigkeit zur Folge. Allein in Deutschland gab es im Jahr 1932 offiziellen Statistiken zufolge sechs Millionen Arbeitslose. Die Zahl dürfe jedoch viel höher gewesen sein. Schätzungen, die Kurzarbeit und versteckte Arbeitslosigkeit einbeziehen, gehen davon aus, dass nahezu die Hälfte der deutschen Bevölkerung direkt oder indirekt von Arbeitslosigkeit betroffen war.<sup>19</sup>

Das Übergreifen der Großen Depression von den USA auf Europa und schließlich auch auf die Peripherie des Weltwirtschaftssystems mündete in einen allgemeinen Wettlauf in den Protektionismus. Unter den Stimmen, die dafür plädierten, die nationale Volkswirtschaft zu stärken und ausländische Anbieter auf den Inlandsmärkten zu benachteiligen, zählten durchaus prominente Vertreter wie der britische Ökonom John Maynard Keynes, der in einem 1933 erschienen Essay schrieb: *„Ich sympathisiere daher mit denen, die die Verknüpfung zwischen den Nationen sehr stark lockern wollen, als mit denen, die sie zu zeigen gedenken. Ideen, Wissen, Kunst, Gastfreundschaft, Reisen – das sind Dinge, die ihrer Natur nach international sein sollten, aber lasst Güter in der Heimat herstellen, wann immer es sinnvoll und praktisch möglich ist, und vor allem lasst die Finanzen in*

16 Schon Milton Friedman / Anna J. Schwartz, A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton, NJ 1963, S. 299 f., 362-390, hatten die Währungspolitik der USA für das internationale Abgleiten in die Rezession verantwortlich gemacht. Neuere Forschungen, zum Beispiel Larry Christiano / Roberto Motto / Massimo Rostagno, The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis (Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper 03/18). Cleveland, Oh. 2004, die für ihre Untersuchung ein dynamisches allgemeines Gleichgewichtsmodell verwenden, bestätigen die Friedman / Schwartz-These.

17 Vgl. Barry Eichengreen, Vom Goldstandard zum Euro. Die Geschichte des internationalen Währungssystems. Berlin 2000, S. 48 f.; Michael North, Goldstandard, in: ders. (Hrsg.), Von Aktie bis Zoll. Lexikon des Geldes. München 1995, S. 144 f., hier S. 145; ausführlich Liaquat Ahamed, Lords of Finance. The Bankers who broke the World. New York 2009, S. 422-450.

18 Plumpe, Wirtschaftskrisen (wie Anm. 7), S. 81 f.

19 Ebd.



*erster Linie nationale sein.* <sup>20</sup> Zum Sinnbild der Protektionismus während der Weltwirtschaft wurde der unter der Hoover-Administration erlassene Smoot-Hawley-Tariff-Act von 1930, der in den USA die Erhebung extrem hoher Importzölle auf landwirtschaftliche Produkte vorschrieb und damit dem internationalen Handelssystem einen schweren Schlag versetzte. Zahlreiche Staaten zogen nach und gingen ihrerseits dazu über, die Zölle drastisch zu erhöhen.<sup>21</sup>

In ihrem Verlauf spitzte sich die Wirtschaftskrise dann vor allem durch Bankenkrise in den USA und in Mitteleuropa weiter zu. In den USA kam es, beginnend mit einer ersten regionalen Krise im November 1930 zu einer bis 1933 auf- und abflauenden Welle von Bankenkrise, in deren Verlauf vor allem kleinere Kreditinstitute in schwach strukturierten Gebieten außerhalb der Großstädte insolvent wurden. Allein 1930 mussten über 1.000 Institute geschlossen werden.<sup>22</sup> In Deutschland gipfelte die Bankenkrise in der Schließung der Kreditinstitute an den so genannten Bankfeiertagen am 14./15. Juli 1931. Im Unterschied zu den USA handelte es sich in Deutschland nicht in erster Linie um eine Krise der kleinen Regionalbanken, sondern eher von Großbanken, die wegen ihrer ‚systemischen Relevanz‘ durch staatliche Eigenkapitalhilfe gestützt und gerettet wurden (Danat-Bank, Dresdner Bank). Es ist umstritten, welche die Hauptauslöser der Bankenkrise waren – ob eher die Wirtschafts- und Währungskrise die Banken destabilisiert oder eine riskante Geschäftspolitik im Mittelpunkt gestanden hatte. Unzweifelhaft hatte den risikobehafteten Geschäftsmodellen nur eine geringe Eigenkapitaldecke gegenüber gestanden. Die Eigenkapitalquote war zwischen 1924 und 1929 von 15,4 auf 6,7 Prozent zurückgegangen.<sup>23</sup> Ein Großteil der ausgelegten Darlehen an die Industrie war entweder mit kurzfristigen Einlagen in ausländischer Währung oder durch die Diskontierung von Wechseln bei der Reichsbank gedeckt. Kapitalabzüge aus den USA, etwa im Zusammenhang mit den Ankündigung Heinrich Brüning, dass Deutschland seine Reparationszahlungen nicht zahlen könne, oder im Zusammenhang mit der Regierungskrise 1930, führten zu Refinanzierungsengpässen und schwächten das Bankensystem erheblich.

In dieser Situation war die Notenbank keine uneingeschränkte Liquiditätsquelle. Die Reichsbank schwankte zwischen den Zielen, einerseits den Goldstandard aufrechtzuerhalten und andererseits den von Einlagenabzügen betroffenen Kreditinstituten Liquidität zu spenden. Als sich die Golddeckung der vorgeschriebenen Grenze von 40 Prozent genähert hatte, führte die Reichsbank Kreditrestriktionen ein. Die freie Rediskontierung von Wechseln war nicht länger möglich.<sup>24</sup> Verschärfend kam hinzu, dass die Banken auf Grund der politischen Situation keine Kredite aus dem Ausland mehr erhielten. Der Ausbruch der Bankenkrise war unter diesen Voraussetzungen nicht mehr zu stoppen.

20 John Maynard Keynes, Nationale Selbstgenügsamkeit, in: Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung und Verwaltung 57 (1933), S. 61-70, hier S. 63.

21 Plumpe, Wirtschaftskrisen (wie Anm. 7), S. 84.

22 Gary Richardson, Categories and Causes of Bank Distress during the Great Depression, 1929-1933. The Illiquidity versus Insolvency Debate revisited, in: Explorations in Economic History 44 (2007), S. 588-607.

23 Isabel Schnabel, ‚Die Bankenkrise von 1931 und das ‚Too-big-to-fail‘-Problem. Warum eine schärfere Regulierung systemrelevanter Kreditinstitute unverzichtbar ist‘, in: Börsen-Zeitung 228 vom 25. November 2010, S. 20.

24 Christoph Kaserer, Die deutsche Bankenkrise von 1931 – Marktversagen oder Staatsversagen?, in: Bankhistorisches Archiv 26 (2000), S. 3-26, hier S. 20-24.

Die Bankenkrise der Dreißigerjahre waren keineswegs auf die USA und Deutschland beschränkt sondern trafen viele Länder – auch in Zentraleuropa. Von den Bankenkrise ging schließlich der Anstoß aus, der erneut zur Aufgabe des Goldstandards führte.<sup>25</sup> Insbesondere die Entscheidung Großbritanniens, 1931 die Goldkonvertibilität des Pfunds Sterling auszusetzen, löste dann einen weltweiten Abwertungswettbewerb aus. Das Weltwährungssystem des Goldstandards war zusammengebrochen, auch wenn noch einige Länder unter der Führung Frankreichs daran festhielten.

### III. Ursachen und Verlauf der globalen Rezession 2008/09

Die Geschichte der ‚großen Rezession‘ der Jahre 2008/09 ist die Geschichte einer Finanzkrise, die mit dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers ihren Kulminationspunkt hatte. Im Gegensatz zu 1929 folgte nicht die Bankenkrise der Wirtschaftskrise, sondern sie stand am Beginn des heftigen Einbruchs der Weltwirtschaft. Der drohende Kollaps des globalen Finanzsystems schürte eine tiefgreifende Verunsicherung in der Realwirtschaft und versetzte deren Akteure in eine Art Schockstarre. Nach Lehman hieß es für eine Weile *„rien ne va plus“* – Aufträge wurden storniert, Lieferungen gestoppt, Investitionspläne auf Eis gelegt und Arbeitskräfte freigesetzt. Die Rezession 2008/09 ist in ihrer Schärfe vor allem eine Vertrauenskrise, die auf den Beinahe-Zusammenbruch des Finanzsystems folgte.

Wie konnte es jedoch dazu kommen? Das Drehbuch der Finanzkrise folgte dem von Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff<sup>26</sup> in ihrer Analyse früherer Finanzkrisen herausgearbeiteten Muster: rapide steigende Vermögenspreise, zunehmende Verschuldung von Banken, Unternehmen und privaten Haushalten – das heißt mehr ‚Leverage‘ im System – und Finanzinnovationen, die dem *„This Time is different“*-Syndrom Vorschub leisteten, bildeten ein explosives Gemisch, das früher oder später entzündet werden musste. Der Ursprung der globalen Finanzkrise lag dabei in den Kreditmärkten für US-Hypothekendarlehen an Kreditnehmer mit geringer Bonität. Dieser ‚Subprime‘-Markt erlebte in den Jahren bis 2007 einen phänomenalen Aufschwung mit allen Anzeichen einer besorgniserregenden Übertreibung. Die Gründe für diese Übertreibungen sind vielschichtig. Zu den wesentlichen Faktoren zählen die lange Niedrigzinsperiode und die mit ihr einhergehende Bereitschaft von Banken und anderen Investoren, für Extra-Renditen höhere Risiken einzugehen. Zugleich nahm die Verschuldung der privaten Haushalte deutlich zu und trieb die Immobilienpreise in die Höhe. Das günstige gesamtwirtschaftliche Umfeld drückte die Ausfallquoten bei einschlägigen Finanzierungen auf Tiefstwerte. Hinzu kamen immer aggressivere Vertriebsmethoden im Hypothekengeschäft und nicht zuletzt der rasch wachsende Einsatz von Verbriefungsinstrumenten an den internationalen Kapitalmärkten.

25 Derek H. Aldcroft, Die zwanziger Jahre (Geschichte der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert 3). München 1973, S. 181-215.

26 Carmen M. Reinhart / Kenneth S. Rogoff, This Time is different. Eight Centuries of Financial Folly. Princeton, N.J. / Oxford 2009, S. 203 ff.



Das ökonomisch an und für sich sinnvolle Prinzip der Verbriefung von Kreditforderungen wurde in der Subprime-Krise zur Anfachung des Booms missbraucht. Die vielfältigen und ausgefeilten Möglichkeiten der Kreditstrukturierung beflügelten direkt das Wachstum der Märkte, indem sie diese mit immer neuen Anlageprodukten für Investoren außerhalb des Bankensektors öffneten. Die Möglichkeit, Kreditrisiken weiterzureichen, hat auch die Darlehensvergabe selbst beeinflusst. Finanzinstitute ließen bei der Prüfung und Bewertung der Bonität ihrer Kunden sowie der Stellung von Sicherheiten nicht immer die nötige Sorgfalt walten. Komplexe Kreditverbriefungen trugen aber vor allem entscheidend zur ‚Infektion‘ weiter Teile des Finanzsystems und damit zum allgemeinen Vertrauensverlust bei, nicht zuletzt weil sie die zusätzliche Intransparenz in das Finanzsystem brachten. Zwar erkannten die Ratingagenturen schnell das Geschäftspotenzial, dass in diesem Prozess lag. Ihre Ratings sollten fortan den Investoren Orientierung auch in der neuen Welt der strukturierten Kreditprodukte geben. Aber es stellte sich heraus, dass sich die Bewertungsmethoden, die auf der Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit beruhten, als wenig tauglich erwiesen. Die Modellrechnungen basierten auf Vergangenheitsdaten, die aus der Zeit des Booms stammten und die Möglichkeit fallender Hauspreise wurde von den Ratingagenturen maßgeblich unterschätzt. Vielfach spielte auch die Doppelfunktion der Ratingagenturen als ‚Produktprüfer‘ und Berater eine Rolle, die inzwischen durch einen freiwilligen Verhaltenskodex der Agenturen verhindert werden soll.

Mit dem rapiden Anstieg der Kreditausfälle auf dem US-Hypothekenmarkt verloren die Investoren ihr zuvor übergroßes Vertrauen in die Ratingurteile – und wurden dabei von den Agenturen quasi bestätigt, als diese im Nachhinein zahlreiche drastische Herabstufungen vornahmen. In der Konsequenz führte dies zum Zusammenbruch der betroffenen Märkte. Dies wiederum erzeugte Insolvenzgefahr und Kapitalnot bei einem bestimmten Typ von US-Versicherern, den so genannten Monolinern, die sich in diese Märkte vorgewagt und strukturierte Produkte gegen ‚Downgrades‘ versichert hatten.

Die zunehmende Intransparenz der Märkte, das heißt die Unkenntnis über die genaue Verteilung der Risiken im Markt, die aus komplexen Kreditprodukten und aus der wachsenden Zahl an unregulierten Marktteilnehmer resultierte, war ein wichtiger Aspekt, der erklärt, wie aus der fehlenden Orientierung über angemessene Preisniveaus in kurzer Zeit ein nahezu globaler Käuferstreik wurde. Ohne die notwendigen Informationen konnten Investoren häufig nicht erkennen, in welchem Ausmaß ein Produkt oder ein Geschäftspartner von den Verwerfungen der Kreditmärkte betroffen war. Sie gingen auf Nummer sicher und verfuhr nach dem Prinzip der ‚Sippenhaft‘.

Diese Dynamik zeigte sich exemplarisch auf dem Markt für Asset Backed Commercial Papers (ABCP), kurzfristigen Refinanzierungspapieren, die mit strukturierten Kreditprodukten besichert waren. Einige ABCP waren mit Hypothekenforderungen besichert, die im Zuge der Krise auf dem US-Häusermarkt an Wert verloren. Dies dürfte aber bei Weitem nicht alle ABCP berührt haben. Dennoch waren von der Neubewertung der Risiken alle Papiere betroffen. Der Grund: Die Emittenten der ABCP, so genannte Conduits und Structured Investment Vehicles (SIVs), gehörten zu den Marktteilnehmern, die mehr oder weniger außerhalb des Sichtkreises der Aufseher operierten, und die strukturierten Wertpapiere, die zur Besicherung dienten, waren teilweise kaum durchschaubar. Informationen über ihre Portfolien waren rar. Solange ihre Papiere ein Mehr an Rendite versprachen – und

zudem die AAA-Imprimatur der Rating-Agenturen trugen –, wurden von den Investoren allerdings auch keine Fragen gestellt. Als die Neubewertung der Risiken dann jedoch in vollem Gange war, war es für Fragen – und Antworten – zu spät: Schnelles Handeln war geboten und die Investoren forderten mehr oder weniger von allen Emittenten höhere Risikoprämien.

Dies schuf ein Problem für die Emittenten, die Conduits und SIVs, sowie für die hinter ihnen stehenden Sponsor-Banken: Ihr Geschäftsmodell beruhte auf der Differenz zwischen kurzfristigen Finanzierungszinsen und den Renditen langfristiger, häufig illiquider und mit Adressrisiken versehener Vermögenswerte; dieser Carry betrug in der Regel aber nur einige Basispunkte. Ein deutlicher und plötzlicher Anstieg der Finanzierungskosten konnte so schnell die Solvenz der Vehikel zerstören. Konsequenterweise entschieden sich daher viele Banken, die Finanzierung ihrer Vehikel selbst zu übernehmen und zugesagten Kreditlinien weitere hinzuzufügen. Es kam de facto zu einer Re-Konsolidierung der von den Conduits gehaltenen Assets in die Bilanzen der Sponsorbanken.

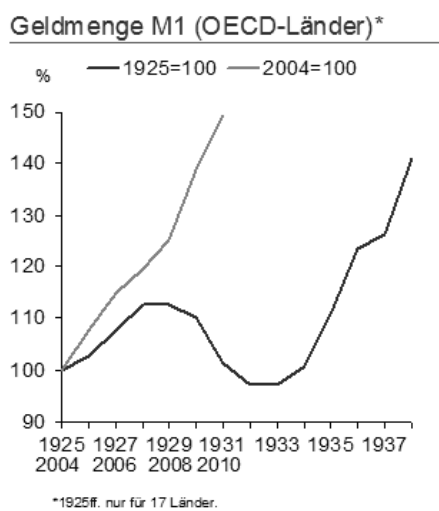
Auf diese Weise führte die Komplexität und Intransparenz der Verbriefungsmärkte dazu, dass die Probleme relativ kleiner Segmente der weltweiten Kreditmärkte in kurzer Zeit zu einem großen Problem der zentralen Spieler des Finanzsystems wurden: der Banken. Deren neues Geschäftsmodell ‚Originate and Distribute‘ hatte die Erwartungen nicht erfüllt. Die Kreditrisiken waren nur unzulänglich verteilt worden, es hatte sich ein Schattenbankensystem entwickelt. Dessen Anfälligkeit trug mit Ausbruch der Krise zum massiven Vertrauensverlust gegenüber Banken bei. Die Verspannungen am Geldmarkt gaben Zeugnis davon, dass die Banken sich auch untereinander nicht mehr trauten. Angesichts des Zusammenbruchs der Verbriefungsmärkte und der damit ausgelösten Unsicherheit über die mögliche Übernahme von Krediten und Wertpapieren in die eigene Bilanz war für viele Banken zudem die Abschätzung des eigenen Liquiditätsbedarfs äußerst schwierig geworden. Aus Gründen der Vorsicht nahm daher die Neigung zu, überschüssige Liquidität nicht mehr in den Geldmarkt zu geben, sondern zu horten. Mit dieser drohenden Austrocknung der Geldmärkte, insbesondere nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers, stand das globale Finanzsystem mit seinen Banken bedrohlich nah vor einer ‚Kernschmelze‘. Erzwungene Wertpapierverkäufe in den verschiedensten Marktsegmenten führten zu einer gleichgerichteten Abwärtsbewegung der Märkte. Risikomodelle, die auf unterschiedlichen Korrelationen der Märkte aufbauten, versagten. Das Weltfinanzsystem stand vor dem Beinahe-Zusammenbruch. Resolutes Handeln war gefordert.

#### IV. Unterschiede und Gemeinsamkeiten in der Reaktion auf die Krisen

Die Verkettung dieser Faktoren führte zu einem drastischen Vertrauensverlust der Wirtschaftsteilnehmer und einem entsprechend starkem Einbruch der weltweiten Produktion und des Handels. Völlig unerwartet kam es, dass in der Rezession 2008/09 die weltweite Warenproduktion schon nach etwa zwölf Monaten den Tiefpunkt erreicht hatte und es keine weitere zwölf Monate bedurfte, bis der Vorkrisenstand wieder erreicht wurde. Demgegenüber befand sich nach 1929 die Weltwirtschaft vier Jahre lang auf Talfahrt; erst 1933 gelang die Wende. In der aktuellen Krise gingen starke Impulse vom Wachstumsprozess

in den Schwellenländern aus, die von der Finanzkrise nicht nachhaltig beeinträchtigt wurden. Die wesentlichen Differenzen sind aber in der Geld- und Fiskalpolitik zu finden. Wie bereits erwähnt, waren der Geldpolitik unter den Bedingungen des Goldstandards weitgehend die Hände gebunden. Eine expansive Politik war zumindest im Alleingang unmöglich. In den USA verzeichnete die Geldmenge bis 1932 beispielsweise einen Rückgang um mehr als zehn Prozent. Die restriktive Politik wurde aufgrund der Zwänge des Goldstandards international übertragen.

Abbildung 2: Geldmengenangebot damals und heute



Quelle: OECD; Miguel Almunia / Agustín S. Bénétrix / Barry Eichengreen / Kevin H. O'Rourke / Gisela Rua, From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons (NBER Working Paper 15524). Cambridge, MA 2009.

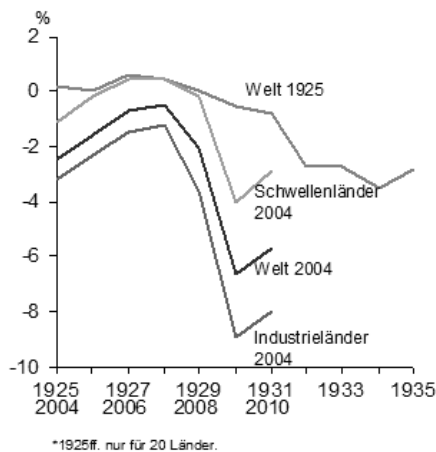
Hinzu kam, dass die Zentralbanken nur über eingeschränkte Kompetenzen verfügten: Offenmarktgeschäfte waren häufig verboten und der Einfluss auf die Geldmenge damit nur sehr begrenzt, da eine Refinanzierung der Geschäftsbanken über die Zentralbanken auf diese Weise kaum stattfand.<sup>27</sup> Schließlich spielten die historischen Erfahrungen der Zwanzigerjahre eine Rolle: Die Aufgabe des Goldstandards während des Ersten Weltkriegs hatte nach Kriegsende eine Hyperinflation ausgelöst, vor allem in Deutschland. Die Rückkehr zum Goldstandard wurde hart erkämpft. Vor diesem Hintergrund ist es nachvollziehbar, dass sich die Verantwortlichen sehr schwer damit taten, den Goldstandard als vermeintlichen Garant von Stabilität schnell wieder über Bord zu werfen.

27 Ben Bernanke / Harold James, The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison, in: Robert Glenn Hubbard (Ed.), Financial Markets and Financial Crises (A National Bureau of Economic Research Project Report). Chicago, Ill. 1991, S. 33-68.

80 Jahre später sah sich die Geldpolitik keinen vergleichbaren Restriktionen gegenüber. Aus der Bewältigung der japanischen Bankenkrise der Neunzigerjahre lagen zudem wichtige Erfahrungen vor, wie bei Turbulenzen auf den Finanzmärkten zu handeln sei, um ein Abgleiten in die Deflation und die Rezession zu verhindern. Entsprechend schnell reagierten die Zentralbanken weltweit. Mit drastischen Zinssenkungen und vor allem mit großzügigen Liquiditätsspritzen übernahmen sie die Funktion der verstopften Geldmärkte. Die Refinanzierung der Banken war damit vorerst gesichert. ‚Unkonventionelle‘ Maßnahmen wie der direkte Aufkauf von Schuldtiteln stellten die Finanzierung der Wirtschaft auch jenseits des Bankkanals sicher – und erleichterten den Regierungen eine expansive Fiskalpolitik zur Stützung der Nachfrage.

Abbildung 3: Staatsfinanzen damals und heute

#### Öffentliches Budgetdefizit / -überschuss in % des BIP



Quelle: Miguel Almunia / Agustín S. Bénétrix / Barry Eichengreen / Kevin H. O'Rourke / Gisela Rua, From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons (NBER Working Paper 15524). Cambridge, MA 2009.

Dies ist der zweite gravierende Unterschied: Die heutigen Finanzpolitiker haben die Lehren von Keynes verinnerlicht und sehen bei kumulativen Nachfrageinbrüchen den Staat in der Pflicht, für eine ausreichende Nachfrage zu sorgen. 1929 fehlte den Verantwortlichen die Erfahrung und Erkenntnis – Keynes hatte sein Hauptwerk erst nach der Überwindung der Großen Depression als Reaktion auf die begangenen Fehler in der Krisenbewältigung verfasst. Angesichts der bereits hohen Verschuldung als Hinterlassenschaft des Ersten Weltkriegs waren die damaligen Finanzpolitiker trotz Wirtschaftskrise zudem darauf bedacht, Budgetdefizite möglichst zu vermeiden. In Deutschland schränkten die Reparationszahlungen den Handlungsspielraum zusätzlich ein, der erst im Jahr 1932 durch die Konferenz von Lausanne, auf der de facto das Ende der Reparationen besiegelt wurde, wieder entstand. Bis dahin aber herrschte – nicht nur in Deutschland – eine kontraktive

Fiskalpolitik vor. Mit Steuererhöhungen sowie Kürzungen von Sozialleistungen und Löhnen wurde gegen die Ausweitung der Defizite angekämpft. Die fiskalpolitische Wende erfolgte erst vier Jahre nach Ausbruch der Krise – in den USA exemplifiziert durch den ‚New Deal‘ des neu gewählten Präsidenten Roosevelt und in Deutschland durch die Aufrüstungspolitik nach der ‚Machtergreifung‘ der Nationalsozialisten.

2008/09 wurde dagegen die zwangsläufige Ausweitung der Budgetdefizite als Folge der Wirtschaftskrise nicht nur hingenommen, sondern darüber hinaus wurden noch zusätzliche Konjunkturpakete geschnürt, um die Beschäftigung und Nachfrage durch Infrastrukturmaßnahmen, Kredit- und Bürgschaftsprogramme, die Ausweitung der Sozialleistungen und gezielte Kaufförderungen auf hohem Niveau zu halten. Die Konsolidierung der Haushalte wurde auf einen anderen Tag verschoben.

Der Charakter der globalen Rezession 2008/09 als Finanzkrise führte auch zu einer sehr unterschiedlichen Bankenpolitik. Nicht nur waren die Zentralbanken von Anfang an zur Stelle, um Refinanzierungsengpässe zu bekämpfen, sondern auch die Politik unternahm große Anstrengungen, die Banken zu stabilisieren. Fonds mit mehreren hundert Milliarden Euro wurden quasi über Nacht aus der Taufe gehoben, um die Banken mit dem benötigten Kapital zu versorgen und Garantien zu vergeben. Auch wenn die (verfehlte) Geschäftspolitik der Banken eine zentrale Ursache der Krise war, war allen Beteiligten klar, dass jetzt nicht der Zeitpunkt für ‚Bestrafungen‘ war. Die Stabilisierung des Bankensystems war vielmehr eine essenzielle Voraussetzung, um die Wirtschaft wieder in Gang zu bringen und noch größere Verluste zu vermeiden. Der Preis dafür waren steigende Staatsschulden, insbesondere in den Ländern, in denen die Bilanzsummen der Banken während der Boomphase hochgeschwungen waren.

1929 wurde die Bankenkrise in einem anderen Licht gesehen. Als Folge der schweren Wirtschaftskrise schien es geradezu ‚natürlich‘, dass auch viele Banken ihr Geschäft aufgeben mussten. Eine harte Konsolidierung im Bankenwesen passte zur vorherrschenden Doktrin der Austerität. Und nach den Spekulationsexzessen der Zwanzigerjahre nahm niemand an einer ‚Bereinigung‘ Anstoß. Dass damit ein in heutiger Terminologie ‚systemisches Risiko‘ entstand und zugleich die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen eingeschränkt und so eine Überwindung der Krise erschwert wurden, schien den Wenigsten bewusst zu sein.

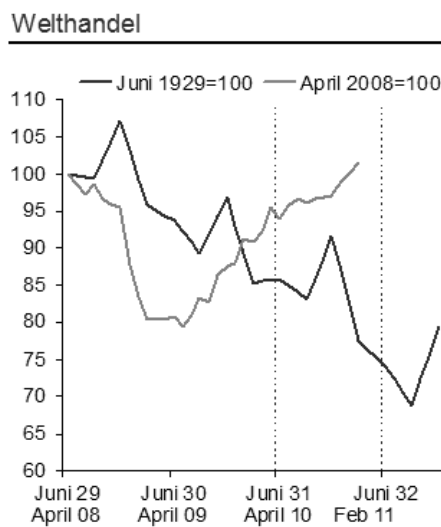
Last but not least bestehen große Unterschiede zwischen heute und damals in der Handelspolitik. Mit der Weltwirtschaftskrise ging, wie bereits erwähnt, ein heftiger Rückfall in den Protektionismus einher. Auch dieses Verhalten war zum Teil wiederum den Bedingungen des Goldstandards geschuldet, unter dem Leistungsbilanzdefizite zum Abfluss von Gold führen und auf diese Weise deflationär wirken. Die Errichtung von Importschranken erschien daher nur folgerichtig.

2008/09 kam es dagegen nicht zu einem Schub für den Protektionismus. Mit der Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (kurz: G20) wurde sogar ein neues multilaterales Format als maßgebliches Entscheidungsorgan etabliert, in dem erstmals auch Entwicklungsländer eine ebenbürtige Rolle spielen. Es war klar, dass eine globale Finanzkrise globale Antworten erforderte. Eine der wesentlichen Ursachen der Krise lag ja gerade darin, dass die Internationalisierung von Regulierungs- und Aufsichtssystemen mit dem Tempo der Globalisierung in der Finanzbranche nicht Schritt halten konnte. Ohne ein international einheitliches regulatorisches Rahmenwerk waren die Finanzmärkte anfällig für Regulierungsarbitrage und Finanzinstitute erhielten einen Anreiz zur Ausnutzung

aufsichtsrechtlicher Schlupflöcher. Lehman Brothers und ihre (legalen) Buchungstricks zur Verschleierung des Schuldenhebels oder die Krise international verschuldeter irischer Banken waren dafür ein beredtes Zeugnis. Zudem hatte die Finanzkrise die enorme Bedeutung effektiver Vorkehrungen für ein grenzüberschreitendes Krisenmanagement aufgezeigt.

Neben den Bemühungen um eine neue globale Finanzarchitektur gingen von den G20-Staaten auch Bekenntnisse zu einem freien Handel aus. Im Großen und Ganzen blieb es nicht bei Lippenbekenntnissen, echte Handelschranken wurden in Folge der Krise kaum errichtet. Der starke Einbruch des Welthandels um immerhin 20 Prozent wurde recht schnell wieder aufgeholt.

Abbildung 4: Welthandel damals und heute



Quelle: CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis; Miguel Almunia / Agustín S. Bénétrix / Barry Eichengreen / Kevin H. O'Rourke / Gisela Rua, From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons (NBER Working Paper 15524). Cambridge, MA 2009.

Eine große Herausforderung dürfte den G20 allerdings erst bevorstehen. Mit zunehmendem Abstand zum Höhepunkt der Krise wird der Prozess der globalen Regelsetzung immer ‚politischer‘, das heißt von den nationalen Interessen der Politik bestimmt. Nationale Alleingänge, wie beispielsweise die Verabschiedung des Dodd-Frank-Act in den USA oder steuerliche Maßnahmen in der Europäischen Union, nehmen zu. Ob es nicht nur zur Verabschiedung, sondern auch zur globalen und konsistenten Umsetzung der neuen Regeln (Basel III) kommen wird, ist noch nicht entschieden.

Ebenso offen ist die Frage, ob die Eingrenzung der makroökonomischen Ungleichgewichte gelingt. Hierzu wäre es vor allem erforderlich, die Unterschiede in der Währungspolitik zu thematisieren und ein gemeinsames Verständnis für freie Wechselkurse zu schaffen. Denn im Gegensatz zu der Situation im Goldstandard sind heute nicht mehr



Zölle und Tarife die größte Gefahr für den Welthandel – den Anstrengungen von GATT und WTO sei dank –, sondern manipulierte Wechselkurse, mit denen der eigenen Industrie Vorteile verschafft werden sollen.

## V. 2008/09: Wohin mit den Staatsschulden?

Das globale Krisenmanagement der Jahre 2008/09 mit expansiver Geld- und Finanzpolitik, den Rettungsschirmen für Banken und dem Verzicht auf Protektionismus war im Ganzen erfolgreich. Aber dieser Erfolg hat seinen Preis: Die Staatsverschuldung in den entwickelten Ländern ist dramatisch angestiegen. Während im Privatsektor der ‚Deleveraging‘-Prozess im vollen Gang ist – Banken verkürzen ihre Bilanzen und stärken ihre Kapitalpolster, private Haushalte sparen wieder mehr und bauen Schulden ab –, stiegen die Schulden in vielen Ländern erst einmal weiter und erreichten historische Höchststände.

Die Ursachen liegen auf der Hand: Hilfen für den Bankensektor, Konjunkturprogramme und vor allem der Einbruch der Steuereinnahmen infolge der Rezession ließen das Budgetdefizit in die Höhe schnellen. Tatsächlich ist diese Entwicklung alles andere als überraschend, sie entspricht vielmehr dem ‚üblichen‘ Verlauf von Finanzkrisen: Laut der zuvor schon erwähnten Studie von Reinhart und Rogoff sind die Staatsschulden im historischen Durchschnitt in den ersten drei Jahren nach einer Bankenkrise real um 86 Prozent gestiegen. Nicht selten folgte auf die Finanzkrise daher die Staatsinsolvenz – wobei sich vorangegangene Krisen in der Regel auf Schwellenländer konzentrierten.<sup>28</sup>

Diesmal ist die Situation eine andere. Im Zentrum der Staatsschuldenkrise stehen der Euroraum und die USA. Insbesondere im Euroraum wird die Lösung durch den spezifischen institutionellen Rahmen des Euroraums – gemeinsame Geldpolitik, souveräne Fiskalpolitik – erschwert. Die derzeitige Zweiteilung des Währungsgebiets in wachstumsschwache ‚Schuldnerländer‘ und stabilere ‚Gläubigerländer‘ mit je unterschiedlichen Interessen der (Wahl-) Bürger macht es nicht einfacher, die richtige Balance aus nationaler Eigenverantwortung und gemeinschaftlicher Solidarität zu finden. Der Erfolg (oder Misserfolg) der Neujustierung des institutionellen Fundaments des Euro entscheidet letztlich auch über den langfristigen Erfolg des Euro selbst.

Wie wird sich die Konsolidierung der Staatsfinanzen in den USA und Ländern der Eurozone vollziehen? In theoretischer Hinsicht können zu hohe Schuldenstände durch eine Kombination folgender Maßnahmen beziehungsweise Entwicklungen wieder zurückgeführt werden:

- höheres Wachstum,
- Konsolidierungs- und Austeritätspolitik,
- explizite Schuldenstreichung und / oder
- höhere Inflation.

Ein weiterer Weg, den Carmen M. Reinhart und M. Belen Sbrancia in einem jüngeren Paper darlegen und ‚Financial Repression‘ nennen,<sup>29</sup> ist eine Strategie, bei der niedrige

28 Reinhart / Rogoff, This time (wie Anm. 26), S. 231 ff.

29 Carmen M. Reinhart / M. Belen Sbrancia, The Liquidation of Government Debt (NBER Working Paper 16893). Cambridge, MA 2011.

oder negative Realzinsen angestrebt werden, zum Beispiel indem Zinsen eingefroren oder der internationale Kapitalverkehr beschränkt oder staatsnahe Investoren zum Halten der Staatsschuld veranlasst werden. Haben wir Ähnliches in den nächsten Jahren in den Industrieländern zu erwarten?

Wenn man die Möglichkeit einer expliziten Staatsinsolvenz einmal ausschließt, dürfte sich folgendes Szenario entfalten: In vielen Ländern wird es eine langfristig angelegte Konsolidierung der Staatsfinanzen durch Spar- und Anpassungsprogramme sowie höhere Steuern geben müssen. Die Konsolidierung wird das Wachstum in den nächsten Jahren zumindest abschwächen, da vielerorts auch im privaten Sektor weiterhin Schulden abzubauen sind. Die kräftigen, fiskalischen Konjunkturimpulse in der Krise dürften also mit Wachstumseinbußen über einen längeren Zeitraum hinweg ‚bezahlt‘ werden müssen. In dieser Situation werden die Regierungen verschuldeter Länder auch nach anderen Maßnahmen suchen, um die Entschuldung zu erleichtern. In der Geschichte gibt es vielfältige Beispiele für solche Maßnahmen. Im Kern laufen sie darauf hinaus, das Realzinsniveau am Markt für Staatsanleihen niedrig zu halten. Das kann einerseits durch höhere Preisniveausteigerungen, andererseits durch niedrige Nominalzinsen geschehen. Nach Schätzungen von Reinhart und Sbrancia gelang es durch solche Maßnahmen, die Staatsschuld pro Jahr um drei bis vier Prozent des Bruttoinlandprodukts zu liquidieren. Interessanterweise haben wir auch heutzutage eine Situation sehr geringer Realzinsen auf bonitätsstarke Staatsanleihen. Trotz hoher Staatsverschuldung bringen zehnjährige Bundesanleihen nach Abzug der aktuellen Inflation gerade einmal 0,5 Prozent, fünfjährige sind im negativen Bereich.

Auch in den nächsten Jahren werden die Regierungen bestrebt sein, die Inflation im positiven Bereich zu halten und damit den Realwert der Schuld über die Jahre zu mindern. Die Inflation ist allerdings nicht direkt steuerbar, wie die jahrelang vergeblichen japanischen Versuche der Reflationierung zeigen. Es kommt sehr darauf an, ob die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen Preisniveausteigerungen ermöglichen oder nicht. In den letzten Jahren bestand eher ein deflationärer Druck. Das könnte sich allerdings ändern. Die Dis-Inflation infolge des ‚Angebotsschocks‘ durch die Integration der Schwellenländer (vor allem China und Indien) in die globale Arbeitsteilung dürfte zumindest geringer werden, und der Aufholprozess dieser Länder erzeugt einen stetigen Preisdruck auf Nahrungsmittel und Rohstoffe. Zudem hat die Bekämpfung der Bankenkrise einen enormen Liquiditätsüberhang geschaffen, der potenzielle Inflationsgefahren birgt. Die Notenbanken könnten also in den nächsten Jahren in ihrer Stabilitätspolitik gefordert sein. Es gibt zwar keine Hinweise, dass die Geldpolitik sich darauf vorbereitet, ihre Inflationsziele ‚anzupassen‘. Der Druck der Politik wird aber zunehmen und die Unabhängigkeit der führenden Notenbanken wird getestet werden.

Ökonomisch gesehen ist die Inflation auch keine einfache Lösung der Schuldenprobleme, denn sie schädigt die Konjunktur und die Vermögensentwicklung und sie kann zu starken kontra-indizierten Zinssteigerungen führen. Es ist davon auszugehen, dass diese Einsicht auch in der Politik dominiert und der Anstieg der Inflation begrenzt bleibt. Naheliegender als eine Inflationierung könnte es für viele Länder sein, auf das Zinsniveau direkt oder indirekt einzuwirken, zu dem sich der Staat verschulden kann. Die Geschichte bietet viele kreative Beispiele für solche Maßnahmen der Zinsmanipulation.

In den Jahren nach dem Zweiten Weltkrieg ließ sich dies aufgrund der weitreichenden Regulierung des Finanzsektors relativ problemlos darstellen: Nahezu überall galten Zinsobergrenzen, die erst in den Siebziger- und Achtzigerjahren aufgehoben wurden. Die Regulation Q in den USA verbot bis 1908 die Zinszahlung auf Depositen und begrenzte sie auf Spareinlagen, wodurch Staatsanleihen künstlich attraktiver wurden. Häufig wurden niedrige Zinsen auch dadurch herbeigeführt, dass den Zentralbanken Zinsziele vorgegeben wurden oder der Kapitalverkehr so eingeschränkt wurde, dass Großanleger wie Pensionsfonds kaum andere Möglichkeiten hatten, als in inländische Staatspapiere zu investieren. Die USA verfielen zudem in den Nachkriegsjahren auf den ingeniosen Trick, kurzfristige, handelbare Papiere in langfristige, nicht handelbare umzutauschen – somit wurden die niedrigen Zinsen ‚eingefroren‘. Dies sind nur einige Beispiele für Instrumentarien, die den heutigen Finanzpolitikern nicht mehr zu Gebote stehen. Aber es bleiben immer noch andere Wege, eine aufnahmebereite Investorenbasis zu schaffen, um auf diese Weise die Zinsen (künstlich) niedrig zu halten.

Eine solche Politik erklärt beispielsweise die extrem niedrigen Zinsen in Japan – trotz ausufernder Staatsverschuldung. Die Flut von Japanese Government Bonds (kurz: JGBs) wird hauptsächlich vom inländischen Finanzsektor absorbiert – der teilweise in öffentlicher Hand ist –, sodass ein risikoadäquater Anstieg der Zinsen verhindert werden konnte. Unter den Bedingungen der Deflation führt dies allerdings nicht zu negativen Realzinsen, eine ‚Liquidation‘ der Staatschuld erreichen die Japaner dadurch nicht.

In anderen Ländern lässt sich eine ähnliche Entwicklung nicht beobachten, in der Regel werden Staatspapiere zu einem hohen Anteil von internationalen Anlegern gehalten. Allerdings könnten die Notenbanken die Rolle von Investoren ‚of Last Resort‘ übernehmen. In den USA ist diese Entwicklung seit einiger Zeit zu beobachten. Die bisher getätigten Ankäufe stehen zwar klar im Zeichen einer unkonventionellen Geldpolitik zur Stabilisierung des Finanzsystems und eine dauerhafte Fortsetzung dieser Maßnahmen über mehrere Jahre wird nicht in Erwägung gezogen. Aber es spricht doch einiges dafür, dass die Notenbank auch in den nächsten Jahren auf die Zinsen für Staatsanleihen in besonderem Maße achten wird.

Die Bemühungen der Notenbanken können durch Regulierungsbemühungen ergänzt werden.<sup>30</sup> Sowohl die Liquiditätsbestimmungen für Banken unter Basel III als auch Kapitalanforderungen für Versicherer unter Solvency II weisen die Tendenz auf, Finanzintermediäre in sichere Anlagen zu drängen – wobei als ‚sicher‘ in erster Linie Staatsanleihen angesehen werden. Tatsächlich haben die Banken ihre Positionen kräftig aufgestockt – nachdem sie in den Vor-Krisenjahren zugunsten von ‚Risikopapieren‘ wie Verbriefungen, die ein Mehr an Rendite versprachen, kräftig reduziert worden waren. Tatsächlich hat das Austrocknen der Verbriefungsmärkte als Folge der Finanzkrise und damit der Angebotsrückgang an Papieren mit erstklassigem Rating vielen staatlichen Emittenten in die Hände gespielt. Die nach wie vor sehr niedrigen Zinsen für die Schuldner mit guter Bonität sprechen eine deutliche Sprache. Insgesamt dürfte es sich bei dieser Verschiebung aber um einen einmaligen Effekt handeln, der aus der Anpassung der Portfolien der betroffenen Banken und Versicherer resultiert. Eine dauerhaft ‚kaptive‘ Investorenbasis lässt sich auch durch Regulierungsvorschriften nicht herstellen.

30 Ebd., S. 46.

Zieht man einen Strich unter diese Überlegungen, so dürfte der Staatsschuldenabbau in vielen Ländern in den kommenden Jahren nicht nur durch klassische Spar- und Konsolidierungsprogramme bewerkstelligt werden, sondern auch Maßnahmen zur Minderung der Realzinsen umfassen. Ob es gelingen wird, ist freilich nicht ganz leicht vorherzusagen. Es hängt zum einen davon ab, ob die Schwellenländer ihre enormen Überschüsse nach wie vor in amerikanische Staatsanleihen anlegen werden, um ihre Währungen gegenüber dem Dollar niedrig zu halten und damit Überschüsse zu erzielen. Im Moment sieht es so aus, dass diese Politik fortgesetzt wird, aber sie hat das etwas paradoxe Ergebnis, dass einerseits die Konsolidierung in den USA und anderswo durch niedrige Zinsen erleichtert wird, andererseits aber die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte mit all ihren Risiken perpetuiert werden.

Eine zweite Unsicherheit hinsichtlich der Prognose des zukünftigen Zinsniveaus ist die Entwicklung der Schuldenkrise in Europa. Wenn die Schuldenkrise nicht durch unterschiedenes Handeln der Gemeinschaft entschärft wird und sich das Problem noch eine Weile dahinschleppt, kann die Bonität der Gemeinschaft im Ganzen in Verruf geraten und höhere Zinsen (Risikoprämien) auslösen. Das würde die Konsolidierung weiter erschweren.

Dies alles zeigt, dass die erfolgreiche Krisenpolitik der Jahre 2008 und 2009 für die Zukunft neue Risiken und neue Herausforderungen für die Politik geschaffen hat. Die Probleme sind bewältigbar, aber sie werden mit geringerem Wachstum für einige Zeit einhergehen. Die wichtigste Lehre aus diesen Entwicklungen dürfte darin bestehen, dass es am besten ist, die Übertreibungen und Ungleichgewichte, die sich im Vorfeld großer Krisen aufbauen, durch eine stabilitätsorientierte Politik zu begrenzen. Staaten müssen in Boomphasen auch einmal Überschüsse erzielen und die Geldpolitik muss dem Entstehen von Finanzmarktblasen frühzeitig etwas entgegenstellen.

(Prof. Dr. Michael Heise, Chefvolkswirt, Allianz SE, Economic Research and Corporate Development, Königinstraße 28, D-80802 München)

