



universität
wien

DIPLOMARBEIT / DIPLOMA THESIS

Titel der Diplomarbeit / Title of the Diploma Thesis

„Von der Weltwirtschaftskrise zur Weltfinanzkrise“

„Eine historisch-vergleichende Analyse der Entstehung der Great Depression 1929-1933 und
der Finanzkrise 2007-2009 in den USA“

verfasst von / submitted by

Albert Jantschnig, BA M.A.I.S.

angestrebter akademischer Grad / in partial fulfilment of the requirements for the degree of
Magister der Philosophie (Mag. phil.)

Wien, 2021 / Vienna, 2021

Studienkennzahl lt. Studienblatt /
degree programme code as it appears on
the student record sheet:

UA 190 313 299

Studienrichtung lt. Studienblatt /
degree programme as it appears on
the student record sheet:

Lehramtsstudium, UF Geschichte, UF PP

Betreut von / Supervisor:

ao. Univ.-Prof. Mag. Dr. Peter Eigner

DANKSAGUNG

Ich bedanke mich herzlichst bei meinem Betreuer ao. Univ.-Prof. Mag. Dr. Peter Eigner, der mich über den langen Erstellungsprozess dieser Arbeit mit hilfreichen Ratschlägen und umfassendem Lektorat tatkräftig unterstützt und mir mit viel Geduld und Verständnis die Fertigstellung der vorliegenden Arbeit ermöglicht hat. Großer Dank gebührt meinen Eltern, die mir das Studium überhaupt erst ermöglicht und mich immer unterstützt haben. Besonderer Dank geht an meine Mutter, deren Nerven mit dieser Arbeit auf eine harte Probe gestellt wurden. Ich bedanke mich bei meiner Freundin Vicky, die mich besonders in der arbeitsintensiven Schlussphase ertragen und vor dem Durchdrehen bewahrt hat. Vielen lieben Dank auch an meine gewissenhafte Korrekturleserin Milena alias „Möwe 3“. Zu guter Letzt möchte ich mich noch bei allen lieben Freundinnen und Freunden bedanken, die mich immer wieder erfolgreich von der vorzeitigen Fertigstellung dieser Arbeit abgehalten haben.

INHALTSVERZEICHNIS

1. EINLEITUNG	1
1.1. Forschungsstand in der Krisentheorie.....	7
1.2. Zentrale Begriffe und das Federal Reserve System.....	10
2. THE GREAT DEPRESSION 1929-1933	13
2.1. Vorgeschichte: Die „Roaring Twenties“	13
2.1.1. Die Wachstumseuphorie	14
2.1.2. Elektrifizierung & Automobilindustrie.....	15
2.1.3. Löhne & Steuern	15
2.1.4. Die Risikofaktoren	16
2.1.4.1. Überproduktion	16
2.1.4.2. Immobilienspekulation.....	17
2.1.4.3. Reparationszahlungen & Kriegsschulden.....	17
2.1.4.4. Goldstandard & internationales Währungssystem	18
2.2. Die Entwicklung an der Börse	20
2.2.1. Die Ausgangslage 1929	20
2.2.2. Der Börsencrash vom Oktober 1929.....	21
2.2.3. Was hat den Börsencrash ausgelöst?	23
2.3. Der Weg in den Abgrund: Ende 1929 bis Anfang 1933.....	28
2.3.1. Von der Börse zu den Banken	28
2.3.2. Von Börse und Banken zur Realwirtschaft.....	29
2.4. Was hat die Great Depression ausgelöst?	31
2.4.1. Überproduktion vs. Verteilung	31
2.4.2. Strukturelle Probleme	33
2.4.3. Internationale Aspekte	34
2.4.4. Wirtschaftspolitik.....	35
2.4.5. Der Goldstandard	37
2.4.6. Die Rolle der Geldpolitik.....	39
2.4.7. Das Verhältnis von Börsencrash und Great Depression	44
3. DIE FINANZKRISE 2007-2009	47
3.1. Vorgeschichte: Die „Dotcom“-Blase und die 2000er Jahre	47
3.1.1. Die „Dotcom“-Blase und ihre Folgen.....	47
3.1.2. Die Risikofaktoren	48
3.1.2.1. Immobilienboom und Verschuldung.....	49

3.1.2.2. Hypothekarkredite und „Government-Sponsored Enterprises“	51
3.1.2.3. „Securitization“ und „Mortgage-Backed Securities“	52
3.1.2.4. Rückkaufvereinbarungen („Repos“).....	53
3.1.2.5. Sinkende Kreditvergabestandards	55
3.1.2.6. Die Rolle der Ratingagenturen	56
3.1.2.7. Ausländisches Kapital	57
3.2. Von der „Subprime“-Krise zur Finanzkrise.....	59
3.2.1. Die „Subprime“-Blase platzt.....	59
3.2.2. Vom Immobilien- zum Finanzmarkt	61
3.3. Was hat die Finanzkrise ausgelöst?	66
3.3.1. Politische Rahmenbedingungen.....	67
3.3.2. Bankenpanik an den Finanzmärkten	68
3.3.3. Der Fall Lehman Brothers.....	70
3.3.4. „Moral Hazard“ & „Too Big to Fail“	76
3.3.4.1. „Moral Hazard“ aufgrund von Einlagensicherung	76
3.3.4.2. „Moral Hazard“ aufgrund von „Too Big to Fail“	78
4. VERGLEICHENDE ANALYSE	81
4.1. Das Minsky-Kindleberger-Modell.....	81
4.2. Analyse der Spekulationsblasen nach Minsky & Kindleberger	85
4.2.1. Grafische Analyse	85
4.2.2. Tabellarische Gegenüberstellung.....	90
4.2.3. Zusammenfassung der Analyse	93
4.3. Vergleich volkswirtschaftlicher Kennzahlen.....	98
4.3.1. BIP vs. Arbeitslosenquote.....	98
4.3.2. BIP vs. Industrieproduktion	100
4.3.3. Leitzinsen, Inflation und die Aktien-/Immobilienblase	101
4.4. Zusammenfassender Vergleich der Krisen	105
5. RESÜMEE.....	111
LITERATURVERZEICHNIS.....	119
Quellen	119
Sekundärliteratur	121
Internetseiten	123
ABSTRACT.....	125

1. EINLEITUNG

Wir befinden uns mittlerweile im zweiten Jahr der Coronavirus-Pandemie und ihrer dramatischen gesundheitlichen, sozialen, politischen und wirtschaftlichen Folgen. Noch im Jahr 2019 hätte es wohl kaum jemand für möglich gehalten, dass ein Virus die Welt monate- oder vielleicht sogar jahrelang in Atem halten könnte. Neben all dem menschlichen Leid werden die wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen für viele Menschen immer spürbarer. Auch wenn die gegenwärtige ökonomische Krise einmal mehr die Fragilität unseres globalen Wirtschaftssystems offenlegt, stellt sie doch insofern eine Ausnahme dar, als sie von einem exogenen Faktor ausgelöst wurde.

Wirtschaftskrisen begleiten die Menschheit seit den Anfängen der Geschichte. Jedoch entstanden im Gegensatz zu antiken und mittelalterlichen Wirtschaftskrisen, die häufig von exogenen Faktoren wie Missernten, Seuchen oder Kriegen ausgelöst wurden, die allermeisten modernen internationalen Krisen aus dem Wirtschaftssystem innewohnenden Gründen. Die mehr als zweihundertjährige Geschichte des Kapitalismus ist geprägt von einem Wechselspiel von Phasen des Wachstums und der Rezession. Obgleich die globale Wirtschaft auf lange Sicht gewachsen ist, stößt sie immer wieder an Grenzen, die sich in Krisen manifestieren. Häufigkeit und Intensität dieser Krisen scheinen in den letzten Jahrzehnten unserer industrialisierten und globalisierten Welt zugenommen zu haben.

Auch die Rolle des Staates wird wieder neu diskutiert. Während der Staat infolgeder Great Depression und nach dem Zweiten Weltkrieg sehr aktiv war, wurde sein Einfluss ab den 1980er Jahren massiv zurückgedrängt. Die Liberalisierungswelle, die von der britischen Premierministerin Margaret Thatcher bzw. von US-Präsident Ronald Reagan losgetreten wurde, ist bis heute wirkmächtig. Im Zuge der Finanzkrise 2007-2009 kam es wieder zu massiven staatlichen Eingriffen und Rettungsaktionen für Wirtschaft und Finanzsektor. Durch diese interventionistischen Maßnahmen konnten zwar schlimmere Effekte abgewendet werden, es handelte sich aber vor allem um Schadensbegrenzung und keine grundsätzliche Reform des Systems.

Umso wichtiger ist es, die Frage nach der Krisenanfälligkeit und Krisenhaftigkeit des Kapitalismus zu stellen. Warum kommt es immer wieder zu internationalen Wirtschafts- und Finanzkrisen? Wie entstehen diese und wo liegen ihre Ursachen und Auslöser? Sind die Krisen grundsätzlich verschieden und nur Ausdruck vereinzelter Fehlentwicklungen oder überwiegen die Ähnlichkeiten, so dass man von einer gewissen Systemimmanenz ausgehen muss?

Um einen kleinen Beitrag zu dieser Diskussion zu leisten, analysiere ich die beiden markantesten globalen ökonomischen Verwerfungen der letzten einhundert Jahre, die Great Depression 1929-1933 und die Finanzkrise 2007-2009. Dazu vergleiche ich Vorgeschichte und Entstehung, Ursachen und Auslöser, Verlauf und Verbreitung, Auswirkungen und Schwere der beiden Krisen mit dem Ziel, eine Aussage über deren Gemeinsamkeiten und Unterschiede treffen zu können. Schließlich soll diese Arbeit zu einem besseren Verständnis des Ursprungs und Wesens der beiden Krisen und zur Früherkennung sich entwickelnder künftiger Krisen beitragen.

Ich konzentriere mich zur Beantwortung meiner Forschungsfragen bewusst auf Ursachen, Ausbruch und Verbreitung der beiden Krisen. Zwar behandle ich auch Aspekte des Krisenmanagements vonseiten der amerikanischen Regierung oder der Federal Reserve¹, dies aber vor allem mit der Intention, die Auswirkungen der getroffenen Maßnahmen auf den weiteren Krisenverlauf darzulegen. Die staatliche Wirtschafts- und Fiskalpolitik sowie rechtliche Reformen zur Bekämpfung und Überwindung der beiden Krisen sind nicht Thema dieser Arbeit. Außerdem verzichte ich auf eine detaillierte und vollständige Nacherzählung des jeweiligen Krisengeschehens zugunsten einer Analyse der größeren Zusammenhänge.

Geographisch beschränkt sich meine Analyse auf die Vereinigten Staaten, da sie im Mittelpunkt der beiden Krisen standen und auch als ihr Ausgangspunkt betrachtet werden können, wenngleich teilweise ähnliche Entwicklungen auch in anderen Ländern zu beobachten waren. Zudem gewährleistet der Fokus auf die USA eine konsistentere Vergleichbarkeit der beiden Krisen, als dies etwa bei vielen anderen Ländern der Fall wäre. In diesem Sinne gehe ich nicht näher auf die Auswirkungen auf andere Staaten ein.

Die beiden Krisen sind mit Bedacht gewählt, erstens waren sie die beiden bedeutendsten ökonomischen Verwerfungen der jüngeren Geschichte, zweitens ist die Datenlage vor dem 20. Jahrhundert relativ unübersichtlich und drittens erfüllen viele andere Krisen nicht die Kriterien einer endogenen globalen gesamtwirtschaftlichen Krise. Beispiele hierfür wären z.B. regional begrenzte Krisen (wie in Lateinamerika in den 1980er Jahren, in Japan in den 1990er Jahren, in Südostasien 1997/98, in Argentinien 1998-2002) oder sektoral begrenzte Krisen (wie die „Dotcom“-Krise 2001) oder Krisen, die einen politischen bzw. exogenen Auslöser hatten (wie die Ölpreiskrisen der 1970er Jahre oder eben die gegenwärtige Krise im Zuge der Coronavirus-Pandemie).

¹ Für eine spezielle Betrachtung des Krisenmanagements durch die Federal Reserve siehe: Albert *Jantschnig*, The Federal Reserve under Ben Bernanke: Tackling the 2008 Financial Crisis in the Light of the Great Depression (ungedr. Masterarbeit Universität Wien 2014).

Es handelt sich um eine wirtschaftsgeschichtliche Arbeit, ich beleuchte vor allem ökonomische Aspekte, besonders die Entwicklung von Börse, Immobilien- und Finanzmarkt, da bei diesen die Krisenursachen zu suchen sind. Aus inhaltlichen und Umfanggründen kann ich leider nicht auf die sozialen Aspekte und Folgen der beiden Krisen eingehen. Methodisch führe ich einen historischen Vergleich, wie ihn der deutsche Wirtschafts- und Sozialhistoriker Harmut Kaelble beschreibt, durch:

„Unter dem historischen Vergleich versteht man üblicherweise die systematische Gegenüberstellung von zwei oder mehreren historischen Einheiten [...], um Gemeinsamkeiten und Unterschiede, Annäherungen und Auseinanderentwicklungen zu erforschen. Dabei geht es nicht nur darum, diese zu beschreiben, sondern sie auch zu erklären und Typologien zu entwickeln. [...] Der historische Vergleich ist nicht uniform und schließt eine große Vielfalt von Zugängen ein. Dabei kann der historische Vergleich Fälle aus derselben Epoche, aber auch aus unterschiedlichen historischen Epochen untersuchen.“²

Konkret handelt es sich um einen analytischen Vergleich, „der Erklärungen für ein historisches Phänomen durch die vergleichende Analyse unterschiedlicher Fälle entwickelt“³. Es geht mir also darum, strukturelle Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Great Depression und der Finanzkrise aufzuzeigen und Erklärungen für die beiden Krisen anzubieten. Dazu bediene ich mich einerseits eines Literaturvergleichs aus der Perspektive verschiedener ökonomischer Schulen, andererseits vergleiche ich die wichtigsten volkswirtschaftlichen Kennzahlen der beiden Krisen. Bei den Theorien lasse ich vor allem neoklassische, (neo-)keynesianische und monetaristische Positionen zu Wort kommen, während ich bei der vergleichenden Analyse der beiden Krisen ein von Hyman Minsky⁴ und Charles P. Kindleberger⁵ entwickeltes Modell verwende.

Bei den von mir verwendeten Quellen handelt es sich einerseits um wichtige Gesetzestexte (Banking Act of 1933, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991, Federal Reserve Act, Gramm-Leach-Bliley-Act), andererseits um öffentlich zugängliche ökonomische Daten und dazugehörige Informationen. Diese stammen von verschiedenen Behörden wie dem Bureau of Economic Analysis

² Hartmut Kaelble, Historischer Vergleich (14.08.2012). In: Docupedia-Zeitgeschichte, online unter https://docupedia.de/zg/Historischer_Vergleich.

³ Kaelble, Historischer Vergleich.

⁴ Vgl. Hyman Minsky, Can „It“ Happen Again? Essays on Instability and Finance (London/New York 2016).

⁵ Vgl. Robert Z. Aliber, Charles P. Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises (Basingstoke/New York 2015).

(BEA)⁶, dem National Bureau of Economic Research (NBER)⁷ oder der Federal Reserve⁸. Die Federal Reserve Bank of St. Louis betreibt die Seite Federal Reserve Economic Data (FRED)⁹, auf der eine Vielzahl historischer und aktueller Wirtschaftsdaten samt individuellen Visualisierungsmöglichkeiten zur Verfügung gestellt wird. Die Kursdaten des „Dow Jones Industrial Average“ beziehe ich vom Herausgeber der Indexfamilie „S&P Dow Jones Indices“¹⁰, die grafischen Darstellungen stammen von „Macrotrends LLC“¹¹. Für Definitionen zentraler wirtschaftlicher Begriffe und Ereignisse bediene ich mich der Online-Version des Gabler Wirtschaftslexikons¹².

Die Sekundärliteratur zu den Themen Great Depression, Finanzkrise und Krisengeschichte allgemein ist äußerst umfassend. Ich konzentriere mich auf einzelne zentrale Werke sowie darauf, Vertreter*innen unterschiedlicher ökonomischer Schulen in Diskurs miteinander treten zu lassen. Die Mehrzahl der verwendeten Werke stammt von Ökonom*innen, aber auch Wirtschaftshistoriker*innen kommen zu Wort. Mein Anliegen ist es, die Entstehung der beiden Krisen aus verschiedenen ökonomischen und geschichtswissenschaftlichen Blickwinkeln zu beleuchten und mit den empirischen ökonomischen Daten zu konfrontieren. Auf diese Weise möchte ich zugleich ein konziseres und vielschichtigeres Bild über die Gemeinsamkeiten und Unterschiede von Great Depression und Finanzkrise zeichnen, als dies in den jeweiligen Einzeldarstellungen der Fall ist.

Zwei der bedeutendsten Autoren zur Geschichte der Great Depression sind die keynesianischen Ökonomen John Kenneth Galbraith¹³ (1908-2006) und Charles Poor Kindleberger¹⁴ (1910-2003). Kindlebergers 1978 erstmals erschienene Krisengeschichte „Manias, Panics, and Crashes“¹⁵ wurde von seinem Kollegen Robert Z. Aliber weitergeführt und in mehreren aktualisierten Auflagen neu herausgebracht. Demgegenüber steht das von Milton Friedman (1912-2006) und Anna Jacobson Schwartz (1915-2012) verfasste Standardwerk des Monetarismus „A

⁶ Vgl. Bureau of Economic Analysis (BEA), online unter <https://www.bea.gov/>.

⁷ Vgl. National Bureau of Economic Research (NBER), online unter <https://www.nber.org/>.

⁸ Vgl. Board of Governors of the Federal Reserve System, online unter <https://www.federalreserve.gov/>.

⁹ Vgl. Federal Reserve Economic Data (FRED), online unter <https://fred.stlouisfed.org/>.

¹⁰ Vgl. S&P Dow Jones Indices, online unter <https://www.spglobal.com/spdji/en/>.

¹¹ Vgl. Macrotrends LLC, online unter <https://www.macrotrends.net/>.

¹² Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/>.

¹³ Vgl. John Kenneth Galbraith, *Der Große Crash 1929: Ursachen, Verlauf, Folgen* (München 2018); John Kenneth Galbraith, *Finanzgenies: Eine kurze Geschichte der Spekulation* (Frankfurt am Main 1992).

¹⁴ Vgl. Charles P. Kindleberger, *Die Weltwirtschaftskrise 1929-1939* (München 1973).

¹⁵ Vgl. Aliber, Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*.

Monetary History of the United States 1867-1960“¹⁶, das Generationen von Ökonom*innen beeinflusst hat. Der Historiker und Ökonom Barry Eichengreen hat das Standardwerk¹⁷ zu Goldstandard und Great Depression verfasst. Aus wirtschaftshistorischer Perspektive beleuchten die Werke von Florian Pressler¹⁸ und von Jan-Otmar Hesse, Roman Köster und Werner Plumpe¹⁹ die Weltwirtschaftskrise. Einen spannenden Überblick über mehrere Jahrhunderte Krisengeschichte geben die Werke der Ökonom*innen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff²⁰, Hans Putnoki²¹ und James Gerber²².

Von besonderem Interesse sind die Schriften von Ben Bernanke²³, der als Ökonom zur Great Depression forschte und als Vorsitzender der Federal Reserve von 2006 bis 2014 maßgeblich an der Bekämpfung der Finanzkrise beteiligt war. Die Dissertation von Thomas Umlauf²⁴ liefert eine detaillierte historische Analyse der Entstehung der Finanzkrise aus einer Mischung aus deregulierten Finanzmärkten und staatlichen Sicherungssystemen (Problematik des „Moral Hazard“) sowie der „Too Big to Fail“-Thematik. Laurence Ball²⁵, Wirtschaftsprofessor und wissenschaftlicher Mitarbeiter des NBER, beschäftigt sich mit der Rolle der Insolvenz von Lehman Brothers in der Finanzkrise. In dem von Randall E. Parker und Robert Whaples herausgegeben Sammelband „Routledge Handbook of Major Events in Economic History“²⁶ finden sich aktuelle Beiträge und Diskussionen zu Great Depression und Finanzkrise. Dabei kommen Vertreter*innen verschiedener ökonomischer Schulen zu Wort (u.a. Harold Bierman, James L. Butkiewicz, Gary Gorton, Andrew Metrick, Randall E. Parker). Die Aufsätze zeichnen sich durch die Verbindung von makroökonomischer Theorie und Wirtschaftsgeschichte aus.

¹⁶ Vgl. Milton Friedman, Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960* (Princeton 1993).

¹⁷ Vgl. Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (New York/Oxford 1992).

¹⁸ Vgl. Florian Pressler, *Die erste Weltwirtschaftskrise: Eine kleine Geschichte der großen Depression* (München 2019).

¹⁹ Vgl. Jan-Otmar Hesse, Roman Köster, Werner Plumpe, *Die Große Depression: Die Weltwirtschaftskrise 1929-1939* (Frankfurt am Main/New York 2014).

²⁰ Vgl. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton 2009).

²¹ Vgl. Hans Putnoki, *Große Spekulationsblasen und ihre Folgen: Von der Tulpomanie bis zur neuen Weltwirtschaftskrise* (Weinheim 2010).

²² Vgl. James Gerber, *A Great Deal of Ruin: Financial Crises since 1929* (Cambridge 2019).

²³ Vgl. Ben Bernanke, *Essays on the Great Depression* (Princeton 2004); Ben Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis* (Princeton 2013).

²⁴ Vgl. Thomas Umlauf, *Unheilige Dualität: Das Zusammenspiel freier Märkte und staatlicher Interventionen als Ursache der Finanzkrise 2007-2009* (ungedr. Diss. Universität Wien 2014).

²⁵ Vgl. Laurence M. Ball, *The Fed and Lehman Brothers: Setting the Record Straight on a Financial Disaster* (Cambridge 2018).

²⁶ Vgl. Randall E. Parker, Robert Whaples (Hg.), *Routledge Handbook of Major Events in Economic History* (London/New York 2013).

Die vorliegende Arbeit gliedert sich nach dem Einleitungs- und Theoriekapitel in je ein Kapitel über die Great Depression bzw. die Finanzkrise sowie ein Kapitel, das der vergleichenden Analyse gewidmet ist. Kapitel 2 beschäftigt sich mit der Great Depression 1929-1933. Zunächst beschreibe ich die wichtigsten Neuerungen während der „Roaring Twenties“ und die Risikofaktoren, die sich bereits in den 1920er Jahren herausbildeten. Danach zeichne ich die Entwicklungen rund um den Börsencrash vom Oktober 1929 nach und gehe der Frage nach, wodurch er ausgelöst wurde. Anschließend umreiße ich in groben Zügen den Ansteckungsweg von der Börse über den Bankensektor zur Realwirtschaft. Schließlich stelle ich die verschiedenen Erklärungen für Ausbruch und Vertiefung der Great Depression gegenüber, wobei der Goldstandard und die Geldpolitik der Federal Reserve eine größere Rolle spielen.

In Kapitel 3 analysiere ich die Entstehung der Finanzkrise 2007-2009. Wiederum stelle ich zunächst die Vorgeschichte rund um die „Dotcom“-Blase und die Bedeutung des Immobilienbooms, samt der damit verbundenen Risikofaktoren, vor. Anschließend schildere ich das Platzen der „Subprime“-Blase und die Verbreitung der Krise vom Immobilien- zum Finanzmarkt und an die Börse. Schließlich gehe ich der Frage nach dem Auslöser der Krise nach, wobei der Pleite von Lehman Brothers und dem „Too Big to Fail“-Argument eine besondere Betrachtung zukommt.

Kapitel 4 ist der vergleichenden Analyse der beiden Krisen anhand empirischer Daten gewidmet. Zuerst stelle ich das Fünf-Phasen-Modell von Hyman Minsky und Charles P. Kindleberger vor, um es anschließend auf die Spekulationsblasen der Great Depression, der „Dotcom“-Krise und der Weltfinanzkrise anzuwenden. Dazu bediene ich mich grafischer und tabellarischer Darstellungen des „Dow Jones Industrial Average“ und des „Case-Shiller-Immobilienindex“. Im zweiten Teil der Analyse vergleiche ich die Great Depression und die Finanzkrise anhand ausgewählter volkswirtschaftlicher Kennzahlen, wie Bruttoinlandsprodukt, Arbeitslosenquote, Industrieproduktion, Leitzinsen oder Inflation. Abschließend fasse ich die Gemeinsamkeiten und Unterschiede der beiden Krisen zusammen.

Bevor ich zur Analyse der konkreten Krisen komme, gebe ich einen kurzen Überblick über die Hauptkonfrontationslinien in der ökonomischen Krisentheorie. Außerdem schließe ich zum besseren Verständnis Definitionen zentraler Begriffe und eine kurze Beschreibung des Federal Reserve Systems an.

1.1. Forschungsstand in der Krisentheorie

Das 20. Jahrhundert lässt sich aus wirtschaftstheoretischer und wirtschaftspolitischer Sicht in vier makroökonomische Phasen einteilen.²⁷ Bis zur Great Depression herrschte die Neoklassische Schule²⁸, die Ende des 19. Jahrhunderts aus der Klassischen Nationalökonomie²⁹ (Adam Smith, David Ricardo, John Stuart Mill) hervorgegangen war, vor. Die Neoklassische Wirtschaftstheorie geht davon aus, dass freie Märkte die besten Ergebnisse liefern und betrachtet Menschen als rationale Akteur*innen, die nach Nutzen- bzw. Gewinnmaximierung streben. Sie macht staatliche Eingriffe und Verzerrungen am Markt (Kartelle, Monopole, Oligopole) für Krisen verantwortlich. Der Staat solle sich deshalb darauf beschränken, eine funktionierende Marktordnung herzustellen (Ordoliberalismus), um das freie Spiel der Kräfte am Markt zu ermöglichen.³⁰

Mit der Politik des „New Deal“ in den 1930er Jahren spielte der Staat erstmals eine aktive Rolle. John Maynard Keynes wies in seinem Hauptwerk³¹ darauf hin, dass die Wirtschaft in Krisenzeiten häufig nicht von selbst zum ökonomischen Gleichgewicht zurückfindet, sondern – wie in den 1930er Jahren – auf niedrigem Niveau verharrt. Dies habe u.a. mit der mangelnden Flexibilität von Löhnen und Preisen („Wage-/Price-Stickiness“) zu tun und damit, dass Marktteilnehmer*innen in einer Krise nicht rational handeln, wie das die neoklassische Theorie annimmt. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist laut Keynes zentral, weswegen der Staat in Krisenzeiten durch eine antizyklische Fiskalpolitik die Nachfrage ankurbeln soll.³² Der Neok Keynesianismus³³ versuchte sich nach dem Zweiten Weltkrieg an einer Verbindung von Keynes‘ Ideen mit der Neoklassik, die sogenannte Neoklassische Synthese³⁴ entstand. Die Verbindung aus neoklassischer Mikroökonomie und (neo-)keynesianischer Makroökonomie prägte die folgenden drei Jahrzehnte.

²⁷ Vgl. Milton Friedman, Anna Jacobson Schwartz, *The Great Contraction 1929–1933*, With a New Preface by Anna Jacobson Schwartz and a New Introduction by Peter L. Bernstein (Princeton/Oxford 2008), ix–xi.

²⁸ Vgl. Hans-Werner Wohltmann, Neoklassik. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neoklassik-41093>.

²⁹ Vgl. Artur Woll, Klassische Lehre. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/klassische-lehre-39468>.

³⁰ Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, *Die Große Depression*, 20.

³¹ Vgl. John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London 1936).

³² Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, *Die Große Depression*, 19.

³³ Vgl. Hans-Werner Wohltmann, Neok Keynesianische Theorie. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neokkeynesianische-theorie-51433>.

³⁴ Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, Neoklassische Synthese, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neoklassische-synthese-53624>.

In den 1970er Jahren wurde zunehmend Kritik am Neokeynesianismus laut, vor allem durch die Monetarist*innen Milton Friedman und Anna Jacobson Schwartz. Der Monetarismus³⁵ ist angebotsorientiert und geht von neoklassischen Grundsätzen aus, sieht aber die Regulierung der Geldmenge zur Steuerung der Inflation als zentral an: „Money matters, inflation can be controlled by monetary policy, [...] and policy rules help anchor stable monetary policy.“³⁶ Fiskal- und wirtschaftspolitische Maßnahmen des Staates lehnen Monetarist*innen zugunsten eines freien Spiels der Marktkräfte ab. Sie machen staatliche Eingriffe und Fehler in der Geldpolitik der Federal Reserve verantwortlich für Krisen.³⁷

Die vierte, von den 1980er Jahren bis heute andauernde Phase ist durch die sogenannte Neue Neoklassische Synthese³⁸ geprägt. Darunter versteht man eine Verbindung der Neuen Klassischen Makroökonomik³⁹ (basiert auf mikroökonomisch fundierten Totalmodellen und der Annahme eines vollkommenen Marktes) und des Neukeynesianismus⁴⁰ (verwendet neoklassische Modelle, ergänzt und adaptiert diese aber um die Konzepte der „Wage-/Price-Stickiness“ und der unvollständigen Marktinformationen). Durch die Betonung der Bedeutung der Geldpolitik fließen auch monetaristische Elemente in die heutige Wirtschaftspolitik ein.

Abgesehen von der Auseinandersetzung zwischen den beiden Theriefamilien Neoklassik und (Neo-)Keynesianismus, gab es natürlich seit jeher Kritik an den beiden Mainstream-Theorien vonseiten der sogenannten heterodoxen Wirtschaftstheorien.

So betrachtet etwa die marxistische Wirtschafts- und Krisentheorie⁴¹ die zyklisch wiederkehrenden Krisen als Ausdruck der inneren Widersprüchlichkeit des Kapitalismus. Die fortschreitende Ausweitung der Produktion im Aufschwung in Verbindung mit der Ausbeutung der Arbeiterschaft führt zu Überproduktion bei gleichzeitigem Absinken der Nachfrage. Daraus resultieren Verluste für die Unternehmen, es kommt zu Stellenabbau und Insolvenzen, wodurch die Kaufkraft weiter sinkt. In diesen Absatzkrisen werden Kapital und Arbeitsplätze vernichtet, Produktion und Preise sinken, bis sich ein neues Gleichgewicht zwischen Angebot und

³⁵ Vgl. Hans-Werner Wohltmann, Monetarismus. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/monetarismus-41881>.

³⁶ Friedman, Jacobson Schwartz, *The Great Contraction*, xii.

³⁷ Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, *Die Große Depression*, 19.

³⁸ Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, Neue Neoklassische Synthese, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neue-neoklassische-synthese-53625>.

³⁹ Vgl. Hans-Werner Wohltmann, Neue Klassische Makroökonomik. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neue-klassische-makrooekonomik-37571>.

⁴⁰ Vgl. Hans-Werner Wohltmann, Neukeynesianische Makroökonomik. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neukeynesianische-makrooekonomik-51432>.

⁴¹ Vgl. Gustav A. Horn, Dirk Sauerland, Krisentheorie. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/krisentheorie-36973>.

Nachfrage einstellt und der Prozess von Neuem beginnt. Durch die zunehmende Zentralisation des Kapitals und sinkende Profitraten werden die Krisen immer schwerer.⁴²

Auf der anderen Seite des wirtschaftstheoretischen Spektrums stehen die Vertreter*innen der Österreichischen Schule⁴³ (u.a. Ludwig von Mises, Friedrich August von Hayek) und anderer libertärer Wirtschaftstheorien. Diesen gemeinsam ist die Überzeugung, dass der freie Markt die besten Ergebnisse für die subjektiven Interessen der Menschen erzielt (methodologischer Individualismus). Sie erklären Krisen durch die Verzerrung des Marktes durch staatliche Eingriffe und die Geldpolitik der Zentralbanken. Der österreichische Ökonom Joseph Schumpeter vertritt die Position, dass Krisen kein vermeidbares Übel, sondern Ausdruck des kapitalistischen Strukturwandels seien. Gemäß seiner Zyklustheorie erfüllen Krisen die Aufgabe einer dem Kapitalismus innenwohnenden „schöpferischen Zerstörung“ (überholte Modelle scheiden aus und schaffen Platz für Innovationen).⁴⁴

Ein grundsätzliches Problem bei der Krisenanalyse liegt darin, dass die meisten ökonomischen Theorien normativ sind und für die Analyse entscheidende Grundannahmen mit sich bringen:

„Je nach der ‚Richtung‘, für die man sich entscheidet, erhält man auch die entsprechenden Ergebnisse [...] Historisch lassen sich für fast alle theoretischen Annahmen empirische Hinweise finden, sodass sie vielleicht einen bestimmten Aspekt oder Abschnitt angemessen beschreiben, andere hingegen nicht erfassen bzw. zu Unrecht vernachlässigen.“⁴⁵

Außerdem sind ökonomische Theorien aus geschichtswissenschaftlicher Perspektive Produkte ihrer Zeit und häufig erst in Reaktion auf Krisen entstanden. Ökonomische Theorien sind keine außerhalb der Geschichte stehenden naturwissenschaftlichen Gesetze, als die sie gerne präsentiert werden. Es gibt (zumindest bisher) nicht „die eine richtige Theorie“, die alle Aspekte vergangener Krisen zufriedenstellend erklären kann und künftige Krisen vorhersagbar macht. Bei der Analyse von historischen Krisen müssen das wirtschaftliche Verständnis und die ökonomischen Theorien der jeweiligen Zeit mitgedacht werden, da jede Krise spezifisch und von ihren historischen Rahmenbedingungen und Umständen abhängig ist. Im Rückblick sind Krisen leichter zu beurteilen, aber gegenwärtige und künftige Krisen stellen nach wie vor eine große Herausforderung für die Wirtschaftswissenschaften dar.⁴⁶

⁴² Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, Die Große Depression, 17.

⁴³ Vgl. Artur Woll, Österreichische Grenznutzenschule. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/oesterreichische-grenznutzenschule-44941>.

⁴⁴ Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, Die Große Depression, 21-22.

⁴⁵ Hesse, Köster, Plumpe, Die Große Depression, 20-21.

⁴⁶ Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, Die Große Depression, 20-23.

1.2. Zentrale Begriffe und das Federal Reserve System

Benennung der Krisen

Im englischen Sprachraum bezeichnet der Begriff „Great Depression“ sowohl die amerikanische als auch die globale Wirtschaftskrise ab 1929. Auf Deutsch ist die globale Krise vor allem als „Weltwirtschaftskrise“ bekannt, während „Great Depression“ tendenziell eher die Krise in den USA meint. Aus diesem Grund verwende ich überwiegend die Bezeichnung „Great Depression“. Sowohl die englische als auch die deutsche Bezeichnung kann sich entweder auf die gesamten 1930er Jahre oder nur auf die Jahre von 1929 bis 1933 beziehen. Mein zeitlicher Fokus liegt auf dieser ersten und stärkeren Rezessionsphase, auch wenn ich gelegentlich darüber hinaus verweise.

Auch für die Krise ab 2007 wurden verschiedene Namen vorgeschlagen: „Great Recession“, „Weltfinanzkrise“, „Global Financial Crisis“ oder „Subprime“-Krise (wobei damit im engeren Sinn nur die Krise am Immobilien- und Hypothekarmarkt gemeint ist). Ich bevorzuge die nüchterne Bezeichnung „Finanzkrise 2007-2009“ (oder im Kontext der vorliegenden Arbeit einfach nur „die Finanzkrise“), da sie nicht sofort eine gedankliche Beziehung zu den 1930er Jahren herstellt. Der zeitliche Rahmen ergibt sich aus der Dauer der Rezession in den USA.

Konjunkturzyklus & Rezession

Unter „Konjunktur“ versteht man „[m]ehr oder weniger regelmäßige Schwankungen aller wichtigen gesamtwirtschaftlichen Größen wie z.B. Produktion, Beschäftigung und Preise.“⁴⁷ Im Konjunkturzyklus wechseln sich Phasen des Aufschwungs (Expansion) und des Abschwungs (Kontraktion) ab. In der Konjunkturtheorie bezeichnet der Begriff „Rezession“ eine anfängliche oder eine kurze und leichte Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität, während „Depression“ eine länger anhaltende und starke Abschwächung meint.⁴⁸

In der wirtschaftspolitischen Praxis versteht man unter „Rezession“ hingegen den gesamten Zeitraum des wirtschaftlichen Abschwungs, von einem Höhepunkt bis zum folgenden Tiefpunkt. Die wirtschaftliche Aktivität wird dabei für gewöhnlich mithilfe des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) gemessen, wobei man traditionell ab zwei aufeinanderfolgenden Quartalen

⁴⁷ Gustav A. Horn, Konjunktur. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/konjunktur-37751>.

⁴⁸ Vgl. Gustav A. Horn, Konjunkturphasen und Depression. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/konjunkturphasen-38767> und <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/depression-31876>.

mit rückläufigem BIP von einer Rezession spricht.⁴⁹ Die für die Bestimmung von Rezessionen zuständige US-Behörde, das National Bureau of Economic Research (NBER), definiert „Rezession“ hingegen folgendermaßen:

„The NBER does not define a recession in terms of two consecutive quarters of decline in real GDP. Rather, a recession is a significant decline in economic activity spread across the economy, lasting more than a few months, normally visible in real GDP, real income, employment, industrial production, and wholesale-retail sales.“⁵⁰

Federal Reserve System

Das Federal Reserve System (kurz Federal Reserve oder Fed) ist das Zentralbanksystem der Vereinigten Staaten. Es wurde durch den Federal Reserve Act⁵¹ von 1913 als unabhängige Regierungsbehörde ins Leben gerufen, um für mehr Stabilität an den Finanzmärkten zu sorgen und die amerikanische Geldpolitik zu lenken. Letztere ist nicht zu verwechseln mit der Fiskalpolitik, die „alle finanzpolitischen Maßnahmen des Staatssektors im Dienst der Konjunkturpolitik mittels öffentlicher Einnahmen und Ausgaben“⁵² umfasst.

Das Federal Reserve System besteht aus zwölf geographischen „Districts“ mit je einer regionalen Federal Reserve Bank, dem „Board of Governors“ in Washington D.C. und dem „Federal Open Market Committee“ (FOMC). Alle größeren Geschäftsbanken eines „Districts“ sind Mitglieder bei ihrer regionalen Federal Reserve Bank, dadurch sind sie verpflichtet, Zentralbankeinlagen bei dieser zu halten (die sogenannte Mindestreserve). Im Gegenzug sind sie an der Wahl des regionalen „Board of Directors“, das wiederum eine*n Regionalpräsident*in ernennt, beteiligt. Das zentrale „Board of Governors“ leitet die Federal Reserve in ihrer Gesamtheit, ernennt einen Teil der regionalen Direktor*innen und kontrolliert die einzelnen Federal Reserve Banks. Die sieben Gouverneur*innen werden von Präsident oder Präsidentin der Vereinigten Staaten für eine vierzehnjährige Amtszeit ernannt und vom Senat bestätigt. Die Geldpolitik wird vom „Federal Open Market Committee“ (FOMC) durchgeführt. In diesem Gremium sind die Mitglieder des „Board of Governors“, und fünf rotierende Regionalpräsident*innen stimmberechtigt. Den Vorsitz in beiden Gremien führt der oder die Federal Reserve-Präsident*in

⁴⁹ Vgl. NBER, Business Cycle Dating Procedure: Frequently Asked Questions, online unter <https://www.nber.org/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions>.

⁵⁰ NBER, Cycles, online unter <https://www.nber.org/cycles.html>.

⁵¹ Vgl. Federal Reserve Act, online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm>.

⁵² Wolfgang Eggert, Steffen Minter, Fiskalpolitik (19.02.2018). In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/fiskalpolitik-35741/version-259216>.

(„Chair of the Board of Governors of the Federal Reserve System“) mit einer Amtszeit von vier Jahren.⁵³

Die Federal Reserve hat zwei Hauptaufgaben, erstens die Steuerung der Geldpolitik zur Erhaltung makroökonomischer Stabilität:

„The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy’s long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.“⁵⁴

Diese Ziele verfolgt die Fed mithilfe ihrer Geldpolitik („Monetary Policy“) indem sie die Leitzinsen („Federal Funds Rate“) anhebt oder senkt, mit dem Ziel, die Geldmenge zu verringern bzw. zu erweitern (restriktive/kontraktive vs. expansive Geldpolitik). Über sogenannte Offensmarktgeschäfte („Open Market Operations“) kann das FOMC die Geldmenge erweitern. Dabei kauft die Fed am Finanzmarkt oder direkt von Finanzinstituten (Staats-)Anleihen und andere Wertpapiere, um die Liquidität zu erhöhen und ebenfalls die Zinsen zu drücken. Mithilfe der Geldpolitik nimmt die Fed Einfluss auf Zinsniveau und Geldmenge, um damit indirekt die Verfügbarkeit von Krediten, die Inflation und das Wirtschaftswachstum zu steuern.⁵⁵

Zweitens hat die Federal Reserve den Auftrag, die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Dies geschieht einerseits durch Überwachung und Kontrolle des Finanzsystems. Andererseits hat die Fed besonders in Krisenzeiten als Kreditgeberin letzter Instanz („Lender of Last Resort“) die Aufgabe, Banken mit Liquidität zu versorgen, um die Finanzmärkte zu stabilisieren und Deflation abzuwenden.⁵⁶ Daneben obliegen der Federal Reserve die Überprüfung und Regulierung von Finanzinstituten, die Gewährleistung der sicheren und effizienten Zahlungsabwicklung und gewisse Konsumentenschutzagenden.⁵⁷

Wenn ich im weiteren Verlauf von Entscheidungen oder Maßnahmen der Federal Reserve spreche, sind für gewöhnlich Entscheidungen des „Board of Governors“ oder des „Federal Open Market Committee“ gemeint.

⁵³ Vgl. Board of Governors, Structure of the Federal Reserve System, online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>.

⁵⁴ Federal Reserve Act, Section 2A. Monetary policy objectives, online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>.

⁵⁵ Vgl. Board of Governors, About the FOMC und Open Market Operations, online unter <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm> und <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>.

⁵⁶ Vgl. Board of Governors, Promoting Financial System Stability, 64, online unter https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_4.pdf.

⁵⁷ Vgl. Board of Governors, Purposes & Functions, online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/pf.htm>.

2. THE GREAT DEPRESSION 1929-1933

Die Great Depression stellt ohne Zweifel die am meisten untersuchte und analysierte Wirtschaftskrise aller Zeiten dar. Dies auch nicht zu Unrecht, schließlich prägte sie die globale ökonomische Situation für ein ganzes Jahrzehnt und zeitigte tiefgehende wirtschaftspolitische und soziale Folgen. Nie in der modernen Geschichte gab es einen vergleichbaren ökonomischen Einbruch mit so weitreichenden Konsequenzen für Wirtschaftsleistung, Beschäftigung, Welt-handel und das internationale Währungssystem. Wie kam es zur Weltwirtschaftskrise, wodurch wurde sie ausgelöst und wie konnte sie sich zu einer solch tiefgreifenden und langanhaltenden Depression entwickeln? Welche Faktoren führten dazu, dass sich eine US-amerikanische Börsen- und Bankenkrise zur schwersten globalen Krise des Kapitalismus ausweiten konnte?

2.1. Vorgeschichte: Die „Roaring Twenties“

Um die Hintergründe und den Ausbruch der Great Depression verstehen zu können, ist es notwendig auf die Vorgeschichte selbiger einzugehen. Der Erste Weltkrieg markiert das Ende des „langen 19. Jahrhunderts“ (Eric Hobsbawm) und zugleich der britischen Hegemonie, die auf wirtschaftlicher, industrieller, technologischer und militärischer Überlegenheit gründete. Obgleich die USA erst mit April 1917 in den Krieg eintraten, waren die amerikanischen Waffen-, Munitions- und Nahrungsmittellieferungen an die Entente schon in den Jahren zuvor von kriegsentscheidender Bedeutung.⁵⁸

Ab 1918 kehrten die USA jedoch wieder zur Monroe-Doktrin (erweitert um die 14 Punkte von Präsident Wilson) und damit zum Prinzip der politischen und militärischen Nichteinmischung zurück. Ebenso wenig waren sie bereit oder gewillt, die vormals britische Führungsrolle im internationalen Wirtschafts- und Finanzsystem zu übernehmen.⁵⁹ Obwohl die USA ihre Hegemonialrolle erst nach dem Angriff auf Pearl Harbor vom Dezember 1941 endgültig einnehmen sollten, waren ihre wirtschaftliche Stärke und der „American Way of Life“ bereits nach dem Ersten Weltkrieg international prägend für das noch junge „Amerikanische Jahrhundert“.⁶⁰

⁵⁸ Vgl. *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 16.

⁵⁹ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 73-74.

⁶⁰ Vgl. *Dieter Kronzucker, Klaus Emmerich*, Das Amerikanische Jahrhundert (Düsseldorf/Wien 1989).

2.1.1. Die Wachstumseuphorie

Der Erste Weltkrieg wirkte in den USA als Wirtschaftsmotor, besonders die Rüstungsindustrie und die amerikanische Landwirtschaft profitierten vom gesteigerten Absatz ihrer Produkte bei den europäischen Verbündeten. Nach dem Krieg kam es aufgrund der Umsatzeinbußen zwischen Jänner 1920 und Juli 1921 zu einer ersten⁶¹ Rezession, in der das amerikanische Bruttoinlandsprodukt (BIP) um fast sieben Prozent fiel, die Zahl der Arbeitslosen sich annähernd verdoppelte und Löhne wie Preise verfielen. Zudem sorgte eine Zinssatzerhöhung (während des Krieges waren die Zinsen niedrig gehalten worden, um die Rüstungsausgaben günstiger finanzieren zu können) der Federal Reserve für weitere Turbulenzen. Allerdings konnte die Krise durch verstärkten privaten Konsum und die wiedereinsetzende Nachfrage aus Europa überwunden werden.⁶²

Auf diese Nachkriegsrezession folgte in den USA eine Phase des wirtschaftlichen Aufschwungs. Die 1920er Jahre erlebten einen regelrechten Wirtschaftsboom, der als „The Roaring Twenties“ (Die Goldenen Zwanziger Jahre) in die Geschichte eingehen sollte. Im Schnitt stieg das BIP der USA in den 1920er Jahren jährlich um ca. 5 Prozent.⁶³ Neue Technologien und Produktionsmethoden ermöglichten eine kostengünstigere Produktion und steigerten die Nachfrage nach neuen Konsum-, Industrie- und Luxusgütern. Der Kreislauf aus steigender Produktivität, steigender Nachfrage und steigenden Umsätzen führte zu einer bisher ungekannten wirtschaftlichen Prosperität und einem ausgeprägten Zukunftsoptimismus, einem grundlegenden Vertrauen in ein anhaltendes und dauerhaftes Wirtschaftswachstum.⁶⁴

Diese Wachstumseuphorie und der Glaube an das schnelle Geld wurden auch durch die republikanische Regierung von Präsident Calvin Coolidge (1923-1929), der für seine ökonomische „Laissez-faire“-Politik bekannt wurde, und seinem Finanzminister Andrew Mellon (1921-1932) geschürt.⁶⁵

⁶¹ Es gab noch zwei weitere, aber weniger gravierende Rezessionen in den 1920er Jahren.

⁶² Vgl. *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 15-16.

⁶³ Vgl. *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 14.

⁶⁴ Vgl. *Harold Bierman*, The 1929 Stock Market Crash. In: *Parker, Whaples*, Routledge Handbook, 119-126, hier 119-120.

⁶⁵ Vgl. *Galbraith*, Finanzgenies, 65.

2.1.2. Elektrifizierung & Automobilindustrie

Herausragende Bedeutung für den Wirtschaftsboom der 1920er Jahre hatten die Automobil- und die Elektroindustrie. Die fortschreitende Elektrifizierung ermöglichte neue Maschinen, die ihrerseits zu Produktivitätssteigerungen führten. Aber auch im privaten Bereich brachte der Einzug von Radios, Telefonen, Kühlschränken, Waschmaschinen und anderen elektrischen Haushaltsgeräten Neuerungen.⁶⁶

In der Automobilindustrie ermöglichten Automatisierung und die hochgradig arbeitsteilige Fließbandfertigung (Fordismus) beachtliche Produktivitätssteigerungen, die wiederum zu höheren Löhnen für die Arbeiter*innen und zu erschwinglichen Preisen für Autos führten. Die ersten für eine breite Masse leistbaren Automobile brachten eine bisher ungeahnte Mobilität und eine Verbesserung der Lebensbedingungen mit sich. Sie wirkten sich aber auch auf Stadtbild und soziale Segregation aus (die Mittelschicht zieht an den Stadtrand, die sogenannten „Suburbs“ entstehen). Die steigende Zahl von Kraftfahrzeugen zog auch beträchtliche Investitionen in die benötigte Infrastruktur nach sich (Straßen, Tankstellen, Werkstätten etc.).⁶⁷

2.1.3. Löhne & Steuern

Die höheren Löhne für die Beschäftigten steigerten Kaufkraft und Nachfrage, der Traum vom sozialen Aufstieg schien vielen in den 1920er Jahren Wirklichkeit zu werden. Andererseits bewirkten die neuen Produktionsprozesse eine Entfremdung der Arbeiter*innen von ihrer Tätigkeit und dem hergestellten Produkt. Weiters brachte die Automatisierung einen Stellenabbau mit sich, der aber kein größeres Problem darstellen sollte, solange die Wirtschaft boomte. Große Teile der Arbeiterschaft konnten allerdings bei den Konsumausgaben des neuen „American Way of Life“ nur mithilfe von Krediten mithalten, da die Löhne in geringerem Ausmaß als die Unternehmensgewinne stiegen.⁶⁸

Zusätzlich befeuerten Steuersenkungen unter Präsident Coolidge und eine allgemein niedrige Steuerquote (vor allem zugunsten der Besserverdienenden) die wirtschaftliche Entwicklung. In seiner Amtszeit (1923-1929) betrug das jährliche BIP-Wachstum noch 3,4 Prozent pro Jahr, bei einem leicht sinkenden Preisniveau, da die Wirtschaftsleistung schneller stieg als die

⁶⁶ Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 119-120; *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 17-18.

⁶⁷ Vgl. *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 18-19.

⁶⁸ Vgl. *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 20-21.

Geldmenge.⁶⁹ Dennoch schien der kontinuierlich steigende Konsum der privaten Haushalte in Verbindung mit den Investitionen der Unternehmen ein anhaltendes Wachstum zu ermöglichen. Von dieser Boom-Phase profitierte auch der Staat, dessen Haushaltsbilanz in den 1920ern immer positiv war.⁷⁰

2.1.4. Die Risikofaktoren

2.1.4.1. Überproduktion

Doch dieser Wachstumsoptimismus war trügerisch. Bereits im Laufe der „Roaring Twenties“ zeichneten sich Problembereiche und Risikofaktoren ab, die die Verantwortlichen nicht als solche erkannten bzw. nicht als solche erkennen wollten. Einer dieser Bereiche war die Landwirtschaft.

Während des Ersten Weltkrieges hatten die amerikanischen Bauern stark von der hohen Nachfrage aus Übersee profitiert. Um produktiv und konkurrenzfähig bleiben zu können, hatten sich viele von ihnen zur Anschaffung landwirtschaftlicher Maschinen und größerer Bewirtschaftungsflächen verschuldet. Als die europäische Landwirtschaft nach Kriegsende wieder erstarkte, ließ die Nachfrage nach amerikanischen Agrarerzeugnissen nach, was zu einem Preisverfall führte. Auch der heimische Agrarmarkt hatte eine gewisse Sättigung erreicht, die insgesamt steigende Nachfrage hatte sich auf die Industriegüter verlagert. In den Jahren 1920 bis 1921 fiel etwa der Preisindex für landwirtschaftliche Produkte um die Hälfte.⁷¹ Viele Bauern konnten ihre Kredite nicht zurückzahlen, blieben auf ihren Schulden sitzen, verarmten und mussten verkaufen. Die Überproduktionskrise der Landwirtschaft bewirkte eine weitere Verschiebung von Arbeitskräften in den sekundären Sektor (Industrie) und eine zunehmende Urbanisierung.⁷²

Ähnliche – wenn auch schwächere – Überproduktionstendenzen lassen sich für die kriegswichtige Eisen- und Stahlindustrie nachweisen, die mit ihren vergrößerten Kriegskapazitäten nach 1918 auf eine verringerte Nachfrage stieß. Auch in der Elektrotechnik-, Chemie- oder Textilbranche kam es aufgrund steigender internationaler Kapazitäten zu einer globalen

⁶⁹ Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 119-120.

⁷⁰ Vgl. *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 21-22.

⁷¹ Vgl. *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 23.

⁷² Vgl. *Hesse, Köster, Plumpe*, Die Große Depression, 27-28; *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 22-25.

Überproduktion in den 1920er Jahren.⁷³ Nach einer mehrjährigen wirtschaftlichen Erholungsphase vom Ersten Weltkrieg hatte sich also in verschiedenen Sektoren ein bedenkliches globales Überangebot an Gütern entwickelt.⁷⁴

2.1.4.2. Immobilienspekulation

In manchen Landesteilen erlebte auch die Bau- und Immobilienbranche in den 1920er Jahren einen Aufschwung. So erkannten findige Investor*innen die klimatischen Vorzüge Floridas als ideale Voraussetzung für Spekulationsgeschäfte. In Verbindung mit leicht verfügbarem Kapital und hohen „Leverage“-⁷⁵Anteilen entstanden ganze Städte neu. Viele Käufer*innen aus dem Norden sahen ihre Chance auf eine gewinnbringende Investition und kauften, in Erwartung steigender Immobilienpreise, vielfach auf Kredit. Solange die Preise stiegen und sich neue Käufer*innen fanden, ging dieses Pyramidenspiel gut und es entwickelte sich bis Mitte der 1920er Jahre eine regelrechte Immobilienblase in Florida. Als die Zahl der Kaufinteressent*innen aber abzunehmen begann, kam es 1926 unweigerlich zum Platzen der Blase. Es kam zu panikartigen Verkäufen und einem totalen Preisverfall der Immobilienpreise in Florida.⁷⁶

2.1.4.3. Reparationszahlungen & Kriegsschulden

Eine zusätzliche Herausforderung für die Weltwirtschaft und den internationalen Handel stellten die weiterhin belasteten politischen Beziehungen zwischen den vormaligen Kriegsparteien dar.⁷⁷ Erschwerend wirkten sich die Reparationszahlungen der Kriegsverlierer aus: Aufgrund ihres eingeschränkten Außenhandels war etwa die Weimarer Republik gezwungen, ausländische Kredite (vor allem aus den USA) aufzunehmen, um die wirtschaftliche Entwicklung anzukurbeln und ihre Reparationszahlungen leisten zu können. Großbritannien und Frankreich andererseits hatten ihre Kriegsschulden bei den USA zu begleichen. Das auf diese Weise in die USA fließende Kapital sollte schließlich spekulative Tendenzen fördern.⁷⁸

⁷³ Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, *Die Große Depression*, 28.

⁷⁴ Vgl. Aliber, Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*, 197.

⁷⁵ Unter „Leverage“ oder Hebeleffekt versteht man die Erhöhung (Hebelung) des Gewinns durch Fremdkapitalfinanzierung, d.h. Personen nehmen Kredite auf, um damit Investitionen (z.B. am Immobilien- oder Aktienmarkt) zu finanzieren.

⁷⁶ Vgl. Galbraith, *Finanzgenies*, 66-67.

⁷⁷ Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, *Die Große Depression*, 26-27.

⁷⁸ Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, *Die Große Depression*, 28-30.

2.1.4.4. Goldstandard & internationales Währungssystem

Schließlich sollte der internationale Goldstandard eine wesentliche Rolle bei der Ausbreitung und der Bekämpfung der Great Depression spielen. Ein Goldstandard bindet eine Währung an einen fixen Gegenwert in Gold. Als Zahlungsmittel dienen zwar Banknoten, die Zentralbank garantiert aber ein jederzeitiges Umtauschrecht in Gold.⁷⁹ Zu diesem Zweck muss die Währung durch Goldreserven gedeckt werden, d.h. die Geldmenge ist abhängig von den nationalen Goldreserven. Es bestand zwar keine vollständige Deckungsverpflichtung, die Federal Reserve musste aber mindestens 40 Prozent der Geldmenge in Gold halten.⁸⁰

Binden mehrere Länder ihre nationalen Währungen an Gold, ergibt sich ein System fixer Wechselkurse zwischen den betreffenden Währungen. Vor dem Ersten Weltkrieg sorgte der Goldstandard für fixe Wechselkurse, erleichterte den internationalen Handel und wirkte stabilisierend auf die Weltwirtschaft.⁸¹ Der internationale Zahlungsausgleich wurde durch Goldlieferungen zwischen den am Goldstandard teilnehmenden Staaten realisiert.⁸² Während des Krieges wurde der Goldstandard ausgesetzt, um politische Kontrolle über die Währungspolitik ausüben und die Kriegskosten finanzieren zu können. Durch Abwertung der nationalen Währungen konnte Inflation erzeugt und das Zinsniveau gedrückt werden, was den kriegsführenden Staaten die günstigere Aufnahme von Krediten ermöglichte. Außerdem reduzierte die Inflation die relativen Kosten für die Kreditrückzahlungen.⁸³

Nach dem Ersten Weltkrieg wurde der Goldstandard wiederhergestellt, unter anderem um die nationalen Währungen und den internationalen Zahlungsverkehr zu stabilisieren.⁸⁴ Die USA kehrten bereits im April 1919 zum Goldstandard zurück und setzten den Dollarpfand in Gold zum Vorkriegskurs fest. Aufgrund der starken Kriegsinflation und der geänderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen löste dies eine Deflation mit fallenden Preisen und Löhnen aus, die zur Rezession von 1920/21 beitrug. Da die Nachkriegskrise aber durch den steigenden Konsum bald überwunden war, hielt man unbeirrt am Goldstandard fest.⁸⁵

⁷⁹ Vgl. Carsten Weerth, Goldstandard (19.02.2018). In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/goldstandard-33537/version-257060>.

⁸⁰ Vgl. Ben Bernanke, The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. In: Bernanke, Essays on the Great Depression, 5-37, hier 10.

⁸¹ Vgl. Randall E. Parker, The Great Depression. In: Parker, Whaples, Routledge Handbook, 138-150, hier 139.

⁸² Vgl. Eichengreen, Golden Fetters, 3.

⁸³ Vgl. Parker, The Great Depression, 140.

⁸⁴ Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, Die Große Depression, 30-39.

⁸⁵ Vgl. Parker, The Great Depression, 139-140.

Im Laufe der 1920er Jahre folgten an die 50 Länder⁸⁶ dem amerikanischen Beispiel und kehrten zum Goldstandard zurück oder schlossen sich ihm neu an. Bei der Wiedereinführung kam es aber auch zu Verzerrungen zwischen den Wechselkursen einiger Währungen. So wurde – im Bestreben die Führungsrolle Großbritanniens im internationalen Finanz- und Währungssystem wiederherzustellen – das britische Pfund mit dem zu hohen Vorkriegskurs festgesetzt und damit überbewertet.⁸⁷ Der französische Franc hingegen wurde aus nationalen Interessen im Vergleich zur Wirtschaftsleistung stark unterbewertet festgesetzt, was zur Instabilität des internationalen Währungssystems beitrug.⁸⁸

Der Zwischenkriegsgoldstandard sollte aber auch aus anderen Gründen nicht die gleiche stabilisierende Wirkung wie vor dem Ersten Weltkrieg entfalten. Kindleberger⁸⁹ macht hierfür die zurückgehende Hegemonie Großbritanniens, Eichengreen⁹⁰ die (u.a. durch den Krieg) zerrüttete internationale Kooperation verantwortlich. Immerhin funktionierte die Zusammenarbeit zwischen der Federal Reserve und der Bank of England noch einige Zeit. So hielt die Federal Reserve in den 1920er Jahren die amerikanischen Leitzinsen u.a. deswegen niedrig, um zu verhindern, dass britisches Gold in die USA abfließt und durch die sinkenden Goldreserven das britische Pfund gefährdet wird. Die Niedrigzinsen in den USA bildeten allerdings einen Anreiz für Börsenspekulation, einerseits wegen relativ betrachtet besserer Gewinnaussichten, andererseits wegen erhöhter Verfügbarkeit billiger Kredite. Erst 1928 begann die Federal Reserve die Leitzinsen zu erhöhen, mit dem Ziel, die Spekulation einzudämmen.⁹¹

⁸⁶ Für eine Auflistung der Goldstandard-Länder samt Beitritts- und Austrittsdaten siehe: *Eichengreen*, *Golden Fetters*, 188-191.

⁸⁷ Vgl. *Gerber*, *A Great Deal of Ruin*, 73-76.

⁸⁸ Vgl. *Parker*, *The Great Depression*, 141.

⁸⁹ Vgl. *Kindleberger*, *Die Weltwirtschaftskrise*, 308-310.

⁹⁰ Vgl. *Eichengreen*, *Golden Fetters*, 207-210.

⁹¹ Vgl. *Gerber*, *A Great Deal of Ruin*, 74.

2.2. Die Entwicklung an der Börse

Wir haben gesehen, dass der private Massenkonsum treibende Kraft des anhaltenden Wirtschaftswachstums in den „Roaring Twenties“ war. Daneben ist eine rasant steigende Tendenz bis hin zu einer spekulativen Aktienblase an der Wall Street erkennbar. Weiters lassen sich gewisse Problemfelder aufzeigen, die in der historischen Analyse als weitgehend anerkannt gelten: Eine sich abzeichnende Krise der Landwirtschaft, eine zunehmende Marktsättigung aufgrund langlebigerer Industrieprodukte, ein Rückgang in der Baubranche ab 1926 und ein stark kreditfinanzierter Konsum. Gleichzeitig dominierten ein ungebrochener massenpsychologischer Optimismus in Bezug auf einen ewigen Wachstumsglauben sowie der Traum vom schnellen Geld und vom sozialen Aufstieg gemäß dem „American Dream“. Gerade diese Wachstumseuphorie und hohe Spekulationsbereitschaft sollten zum Verhängnis werden.⁹²

2.2.1. Die Ausgangslage 1929

An der New Yorker Börse waren die Aktienkurse seit 1924 im Steigen begriffen, 1926 gab es einen leichten Rückschlag, der möglicherweise auf die geplatzte Immobilienblase in Florida zurückzuführen ist. Aber auch danach ging die Spekulation munter weiter, in den Jahren 1928 und 1929 kam es zu einem besonders rasanten Kursanstieg: „1927 kletterten die Kurse weiter und verloren, wie man ohne weiteres sagen kann, 1928 und insbesondere 1929 jeden Bezug zur Realität.“⁹³ Tatsächlich verdoppelte sich der Dow Jones Industrial Average zwischen Anfang 1928 und September 1929.⁹⁴

Ab Anfang/Mitte 1928 zogen die Kurse an der Wall Street stark an, was auf eine Verschiebung der Investitionspräferenzen der Amerikaner*innen zurückgeführt wird. Ausländische Anleihen verloren im Vergleich zu inländischen Wertpapieren finanziell an Attraktivität, was zu verstärkten Aktienkäufen führte. Das brachte aber europäische und lateinamerikanische Staaten in Bedrängnis, die dadurch Kapitaleinbußen hinnehmen mussten und ihrerseits in eine Krisendynamik gerieten.⁹⁵

⁹² Vgl. *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise, 26.

⁹³ *Galbraith*, Finanzgenies, 67-68.

⁹⁴ Vgl. *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 111.

⁹⁵ Vgl. *Aliber*, *Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 198.

Während Präsident Calvin Coolidge (1923-1929) noch die Euphorie für anhaltend hohe Kurse an den Börsen schürte und keinerlei Gefahren erkennen wollte, war sein Nachfolger Herbert Hoover (1929-1933) diesbezüglich vorsichtiger. Schon in seiner Zeit als Handelsminister (1921-1928) warnte Hoover vor kreditfinanzierten Aktienkäufen und Börsenspekulation. Anfang 1929 benannte auch die Federal Reserve die Gefahr einer Blasenbildung durch kreditfinanzierte Spekulation, entschied sich aber dennoch gegen eine Erhöhung der Leitzinsen zur Eindämmung des Aktienbooms.⁹⁶

Im Sommer 1929 verzeichnete der Dow Jones seinen stärksten Kursanstieg, getragen von der ungebrochenen Wachstumseuphorie und vielfach durch (über Broker vermittelte) Kredite finanziert. Privatanleger*innen und Investmentgesellschaften trieben dieses Spekulationsgeschäft mit Fremdkapital („Leverage“) massiv an. In vielen Fällen war eine Eigenkapitaldeckung von zehn Prozent ausreichend, die restlichen 90 Prozent wurden (gegen Zinsen) von den Brokern mittels „Leverage“ finanziert.⁹⁷

Während Politik und Zentralbank zumindest vorsichtig vor den Risiken einer Spekulationsblase warnten, zeigten sich die führenden Ökonom*innen und Investor*innen der Zeit überzeugt von der Stärke des Marktes und seinen Wachstumsperspektiven.⁹⁸ Dieser Optimismus sollte sie teuer zu stehen kommen: „Die Kurse waren zu hoch, waren durch ein riesiges Kreditvolumen und hektische Spekulation auf ein Niveau gehoben, das in keiner Beziehung zu dem voraussichtlichen Wachstum von Kapazität, Vermögen und Rentabilität stand.“⁹⁹

2.2.2. Der Börsencrash vom Oktober 1929

Seinen Höchststand erreichte der Dow Jones am 3. September 1929 bei über 380 Punkten, ab Oktober begannen die Kurse verstärkt nachzugeben. In den Wochen vor dem Crash zeichnete sich bereits eine zunehmende Unruhe aufgrund der langsam, aber kontinuierlich fallenden Kurse an der Wall Street ab. Am 24. Oktober, dem „Black Thursday“ (in Europa wegen der Zeitverschiebung oft als „Schwarzer Freitag“ bezeichnet) kam es zu einem ersten dramatischen Kurssturz auf 300 Punkte (minus 21 Prozent im Vergleich zum Maximum), der erste Panikverkäufe auslöste. Mehrere Banken versuchten noch am selben Tag sowie in den Folgetagen durch Stützungskäufe einen Crash abzuwenden und die Börsenkurse wieder zu stabilisieren, was aber

⁹⁶ Vgl. *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 112-113.

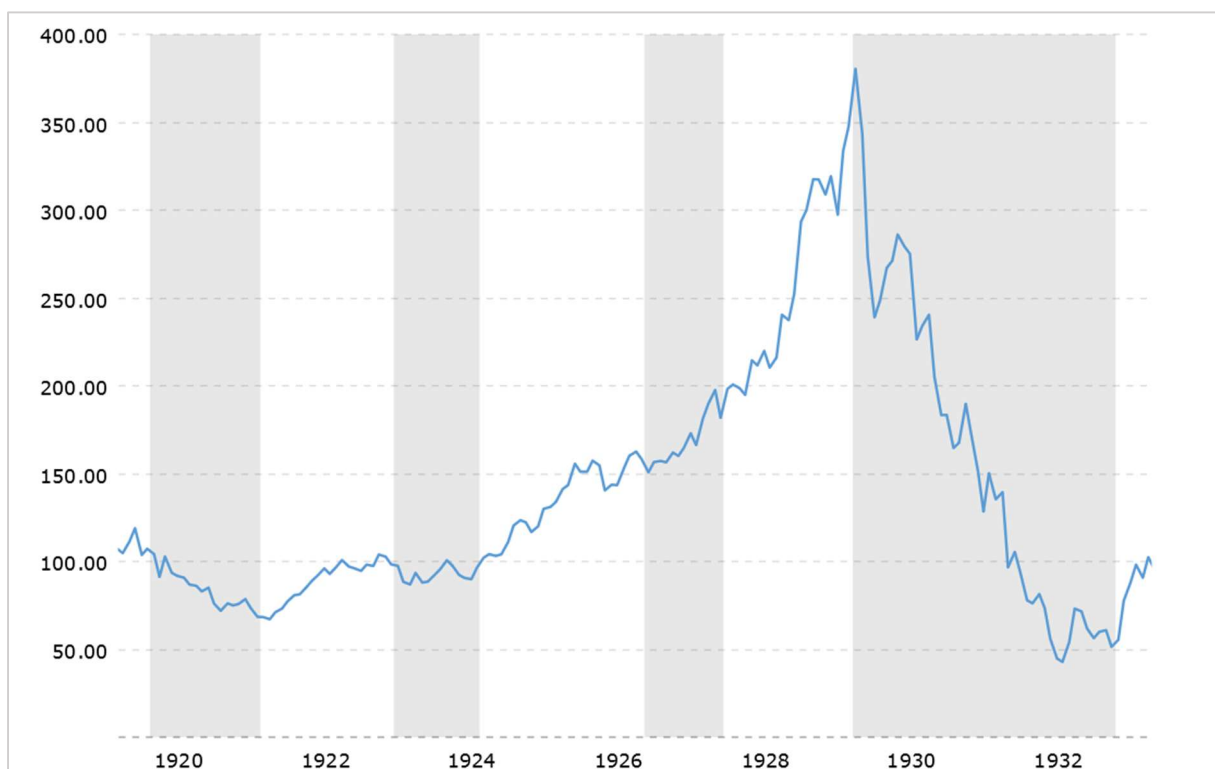
⁹⁷ Vgl. *Galbraith*, Finanzgenies, 68-69.

⁹⁸ Vgl. *Galbraith*, Finanzgenies, 71.

⁹⁹ *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 113.

nicht gelang. Am 29. Oktober folgte der „Black Tuesday“, der einen Absturz auf 230 Punkte (minus 40 Prozent zum Maximum) brachte und an dem die Verkaufswelle endgültig losbrach. Insgesamt halbierte sich der Dow Jones vom Maximum im September bis zum Jahrestiefststand von unter 200 Punkten (minus 48 Prozent) am 13. November beinahe.¹⁰⁰

Abbildung 1: Dow Jones Industrial Average, 08/1919 – 08/1933¹⁰¹



Monatliche Schlusskurse, die grauen Balken markieren Rezessionsphasen (sinkendes BIP)

Nach einer leichten Erholungsphase zwischen November 1929 und April 1930 setzte sich die Talfahrt an der New Yorker Börse für zwei weitere Jahre fort. Der Dow Jones erreichte erst im Juli 1932 seinen Tiefpunkt bei gut 40 Punkten, er hatte damit in knapp drei Jahren fast 90 Prozent seines Wertes eingebüßt. Die danach langsam einsetzende Erholung sollte sich über zwei Jahrzehnte hinziehen. Erst im Jahr 1954 konnte der Dow Jones wieder seinen Rekordstand vom September 1929 erreichen.¹⁰²

¹⁰⁰ Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Daily Performance History, online unter <https://us.spindices.com/search/?query=history&Search=Go&Search=Go>; Galbraith, Finanzgenies, 72-73; Kindleberger, Die Weltwirtschaftskrise, 121-122.

¹⁰¹ Vgl. Macrotrends LLC, Dow Jones – DJIA – 100 Year Historical Chart, online unter <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart>.

¹⁰² Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Daily Performance History.

2.2.3. Was hat den Börsencrash ausgelöst?

Soweit die reinen Zahlen von der New Yorker Börse. Einmal ausgelöst, ließ sich der Kurssturz nicht mehr aufhalten. Die umstrittene Frage ist allerdings, wie es überhaupt zum Börsencrash kam. Gab es eine Spekulationsblase und was brachte sie zum Platzen? Oder gab es andere Gründe?

Die gängige ökonomische Erklärung, angeführt von zwei herausragenden Ökonomen des 20. Jahrhunderts, John Kenneth Galbraith¹⁰³ und Charles P. Kindleberger¹⁰⁴, macht die zunehmende Spekulation am Aktienmarkt der späten 1920er Jahre verantwortlich. Diese habe keine Verbindung mehr zu den realwirtschaftlichen Werten gehabt und ließ eine kreditfinanzierte Blase entstehen. Der vorherrschende Optimismus ließ die Zahl der Spekulant*innen, die über (durch Fremdkapital finanzierte) „Leverage“-Käufe zu einer starken Überbewertung der Börsenwerte beitrugen, zunehmen.

Ähnlich, jedoch in Verkennung der dramatischen Konsequenzen, wurde das schon 1929 beurteilt: „Die meisten Zeitgenossen gingen vielmehr davon aus, dass es sich um einen normalen wirtschaftlichen Abschwung handelte, ausgelöst und verstärkt durch das Ende einer spekulativen Blase.“¹⁰⁵ Dabei hätten die Zeitzeug*innen aus heutiger Perspektive anfangs sogar relativ entspannt reagiert. Laut Kindleberger waren die Menschen scharfe und kurzfristige Kurseinbrüche aus den 1920er Jahren gewöhnt, die aber jedes Mal schnell überwunden werden konnten. Daher dominierte zunächst noch der Optimismus, dass nach den extremen Kursgewinnen, dem Platzen der Spekulationsblase und den einhergehenden Kurskorrekturen die Märkte wieder bald steigen würden.¹⁰⁶

Kindleberger sieht das Problem dabei weniger in der spekulativen Blasenbildung an sich, als vielmehr in der problematischen Fremdfinanzierung der Kursrally: „Die Gefährlichkeit der Marktsituation lag nicht so sehr im Kurs- und Umsatzniveau als in dem bedenklichen Kreditmechanismus, der es stützte, und in dem Druck, der davon auf die Finanzmärkte in den Vereinigten Staaten und der ganzen Welt ausging.“¹⁰⁷ Dadurch, dass Privatanleger*innen und

¹⁰³ Vgl. Galbraith, *Der Große Crash 1929*; Galbraith, *Finanzgenies*.

¹⁰⁴ Vgl. Kindleberger, *Die Weltwirtschaftskrise*; Aliber, Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*.

¹⁰⁵ Hesse, Köster, Plumpe, *Die Große Depression*, 11.

¹⁰⁶ Vgl. Kindleberger, *Die Weltwirtschaftskrise*, 111.

¹⁰⁷ Kindleberger, *Die Weltwirtschaftskrise*, 112.

Großinvestor*innen mit geliehenem Kapital (das jetzt verloren war) an der Börse spekuliert hatten, rissen sie die Banken und die internationalen Finanzmärkte mit.

Zudem war bereits in den Wochen vor dem „Black Thursday“ überdurchschnittlich viel ausländisches Kapital abgezogen worden, wodurch die Liquidität der Banken zu Beginn des Börsencrashes bereits reduziert war. Die Federal Reserve Bank of New York versuchte zwar noch, die in Schwierigkeiten geratenen Banken durch eine Senkung des Diskontzinssatzes zu stützen, konnte aber den ausländischen Kapitalabfluss (die Hälfte des abgezogenen Kapitals ging nach Großbritannien) nicht aufhalten.¹⁰⁸

Auch Galbraith beschreibt die Ereignisse im Jahr 1929 als „spekulative Katastrophe“¹⁰⁹, für ihn weist der Börsencrash „sämtliche Elemente einer Spekulationseuphorie“¹¹⁰, wie insbesondere hohes „Leverage“, auf. Die Bereitschaft, sich für Börsenspekulationen zu verschulden, zeigt deutlich, wie euphorisch das Wachstumspotential der Kurse gesehen wurde. Deshalb erklärt Galbraith die Aktienblase nicht allein über die Verfügbarkeit billiger Kredite, sondern zu einem guten Teil über die Einstellung der Menschen. Ihm zufolge neigen Menschen in Wachstumsphasen, in denen eine ausgeprägte optimistische Stimmung (wie in den 1920er Jahren) überwiegt, eher zu riskanten Anlageformen. Eine Krise hingegen reduziert schlagartig die Spekulationsbereitschaft und führt zu einer Phase vorsichtigeren Finanzverhaltens. Gemäß Galbraith spielt also die menschliche Psychologie eine wesentliche Rolle, obwohl die ökonomische Theorie von einem rein rationalen Verhalten der Akteur*innen am Markt ausgeht.¹¹¹

In diesem Zusammenhang verweist Galbraith immer wieder auf die Bedeutung sogenannter „Genies“, echter oder vermeintlicher Finanzmarktexpert*innen, Wirtschaftstreibender und Politiker*innen, die Optimismus verbreiteten und damit die Kurse antrieben. Erst dieses Umfeld aus Wachstumsglauben und Spekulationsbereitschaft ermöglichte die umfangreiche Blasenbildung und ihr schlussendliches Platzen.¹¹² Für Galbraith ist der Börsencrash von 1929 daher leichter zu erklären als die darauffolgende (realwirtschaftliche) Great Depression. Die Blase beruhte auf besagter Wachstumseuphorie, dem Vertrauen in das kontinuierliche Ansteigen der Börsenkurse. Die Kursstürze vom Oktober 1929 zerstörten diesen Optimismus und veranlassten

¹⁰⁸ Vgl. *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 122-123.

¹⁰⁹ *Galbraith*, Finanzgenies, 64.

¹¹⁰ *Galbraith*, Finanzgenies, 64.

¹¹¹ Vgl. *Galbraith*, Der Große Crash 1929, 208-210.

¹¹² Vgl. *Galbraith*, Finanzgenies, 64.

unzählige Anleger*innen, ihre Wertpapiere so schnell wie möglich zu verkaufen, was natürlich die Abwärtsspirale beschleunigte.¹¹³

Harold Bierman¹¹⁴, emeritierter Professor für Management und Finanzwirtschaft an der Cornell Universität, liefert als Vertreter des Monetarismus eine Gegendarstellung. Folgt man seiner Argumentation, gab es 1929 weder eine Blase an den Finanzmärkten, noch waren die Aktien insgesamt überbewertet.

Bierman zufolge verzeichnete der Dow Jones von 1925 bis September 1929 einen Anstieg von 120 Prozent, was einer jährlichen Wachstumsrate von etwa 22 Prozent entspricht.¹¹⁵ Laut den offiziellen Daten¹¹⁶ stieg der Dow Jones von 3. September 1925 bis zum Höhepunkt am 3. September 1929 jedoch um 172 Prozent (+28% p.a.), von Jänner 1925 bis Anfang September 1929 sogar um mehr als 200 Prozent. Verglichen mit dem BIP-Wachstum von ca. fünf Prozent pro Jahr stieg der Dow Jones in diesem Zeitraum also um das Vier- bis Sechsfache.

Nichtsdestotrotz betrachtet Bierman diese Entwicklung als gerechtfertigt, da vor allem in Aktien von Unternehmen in zukunftssträchtigen Branchen, wie Luftfahrt, Agrartechnologie, chemische Industrie, Kommunikation, Elektrizität, Unterhaltung, Stahl oder Öl, stark investiert wurde. In diesen Bereichen gab es überdurchschnittlich hohe realwirtschaftliche Wachstumsraten, wie Bierman anhand wirtschaftlicher Kennzahlen wie Umsatz, Gewinn, Preisentwicklung oder Dividendenhöhe aufzeigt, weshalb die entsprechenden Wertsteigerungen an der Börse nicht als ungewöhnlich zu betrachten seien.¹¹⁷

Zudem führt Bierman ins Feld, dass unter den zeitgenössischen Ökonom*innen und Investor*innen niemand den Crash voraussah, was er als Indiz gegen eine Überbewertung der Kurse sieht. So wie er sahen auch die damals handelnden Akteur*innen keine Gefahr einer Spekulationsblase, das realwirtschaftliche Wachstum sei durchaus kompatibel mit der Entwicklung an der Börse gewesen. Unter Berufung auf ökonometrische Modelle sei ein schnellerer Kursanstieg im Vergleich zum Realwachstum durchaus normal und lediglich Ausdruck (gerechtfertigter) Wachstumserwartungen. In diesem Sinn spricht sich Bierman gegen das Vorhandensein einer Spekulationsblase aus und bezeichnet im Gegenzug den Börsentiefststand im Jahr 1932 als „negative Blase“.¹¹⁸

¹¹³ Vgl. *Galbraith*, Der Große Crash 1929, 208-210.

¹¹⁴ Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 119-126.

¹¹⁵ Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 119.

¹¹⁶ Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Daily Performance History.

¹¹⁷ Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 121-122.

¹¹⁸ Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 122.

Den Börsencrash erklärt Bierman über einen Teilbereich des Aktienmarktes. Investmentgesellschaften („Investment Trusts“) hatten in den Jahren 1928 und 1929 stark in die Papiere öffentlicher Versorgungsunternehmen („Public Utilities“), wie z.B. öffentliche Elektrizitätswerke, investiert. Diese unterlagen – im Gegensatz zu privaten Aktiengesellschaften – strikter staatlicher Regulierung und dienten den Investmentgesellschaften daher zur Absicherung ihrer Portfolios. Der Aufkauf dieser Wertpapiere führte allerdings zu einer starken Überbewertung der öffentlichen Versorgungsunternehmen im Vergleich zu ihrem tatsächlichen Buchwert. Die privaten Anleger*innen, die den Investmentgesellschaften Kapital zur Verfügung gestellt hatten, taten dies in vielen Fällen mithilfe von „Leverage“-Käufen, d.h. ein Großteil des investierten Geldes war von Banken oder Brokern zur Verfügung gestelltes Fremdkapital.¹¹⁹

Als Auslöser für den Crash sieht Bierman die Warnung der Regulierungsbehörden vor der Überbewertung dieser Versorgungsunternehmen, deren Wertpapiere im September 1929 fast ein Fünftel aller Börsenwerte an der New Yorker Börse ausmachten. Diese Warnung erodierte das Gefühl der Sicherheit und das Vertrauen in die vorgeblich stabilen Aktien und löste eine Verkaufswelle aus. Da viele Anleger*innen mit Fremdkapital gekauft hatten, waren sie gezwungen auch andere Wertpapiere zu verkaufen, wodurch der ganze Aktienmarkt vom Abwärtstrend angesteckt wurde.¹²⁰

Daneben existieren Theorien, die den Börsencrash nicht als Auslöser der Great Depression, sondern vielmehr als Symptom einer überhitzten Wirtschaft betrachten. Demnach hätte nach einer Phase des konjunkturellen Booms in den 1920er Jahren eine wirtschaftliche Abschwächung eingesetzt. Der Rückgang der Industrieproduktion ab Sommer 1929 sei der Anstoß für die Kursverluste an der Börse gewesen. Es handelte sich also nicht um das Platzen einer Spekulationsblase, vielmehr habe der Markt rational funktioniert und auf externe Faktoren (nämlich den Produktionsrückgang) reagiert.¹²¹

Wie Abbildung 2 zeigt, trifft es zu, dass die Industrieproduktion ihren Höhepunkt gut einen Monat vor dem Aktienmarkt erreichte. Allerdings war der Rückgang der Industrieproduktion in den Monaten August bis Oktober 1929 mit jeweils einem Prozent noch relativ gering und liefert damit keine zufriedenstellende Erklärung für den plötzlichen Kurssturz an den Börsen. Im Gegenteil begann der starke Einbruch der Industrieproduktion erst nach dem Platzen der

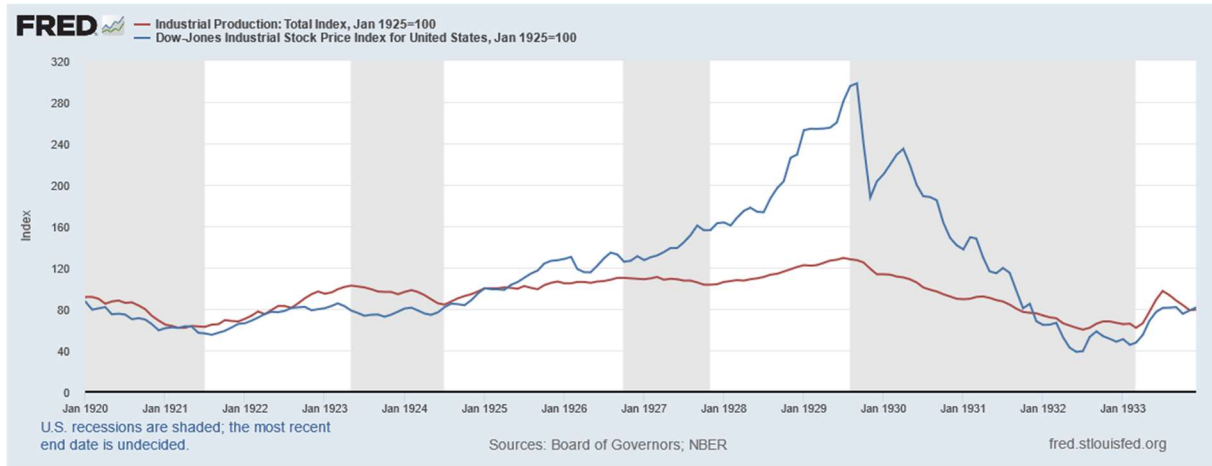
¹¹⁹ Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 123.

¹²⁰ Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 123-124.

¹²¹ Vgl. *Galbraith*, Finanzgenies, 74-75.

Aktienblase. Auf Basis dieser Daten lässt sich schwer behaupten, der Börsencrash sei eine rationale Reaktion auf den Produktionsrückgang gewesen.

Abbildung 2: Dow Jones vs. Industrieproduktion, 01/1920 – 12/1933¹²²



Dow Jones: blau, Indexierung 01/1925=100%, monatliche Durchschnittskurse

Industrieproduktion: rot, Indexierung 01/1925=100%, saisonbereinigt, Monatswerte

Aus Abbildung 2 wird außerdem deutlich, dass der Dow Jones im Verhältnis zur Industrieproduktion ab Anfang 1925 überproportional stark anstieg. Während sich die Industrieproduktion von Jänner 1925 bis Juli 1929 (Maximum) um knapp 30 Prozent steigerte, verdreifachte sich der Dow Jones von Jänner 1925 bis zu seinem Höchststand Anfang September 1929. Der Vergleich der Daten zeigt starke Anzeichen einer Aktienblase.

¹²² Vgl. FRED, Dow-Jones Industrial Stock Price Index for United States (M1109BUSM293NNBR) und Industrial Production: Total Index (INDPRO), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/M1109BUSM293NNBR> und <https://fred.stlouisfed.org/series/INDPRO>.

2.3. Der Weg in den Abgrund: Ende 1929 bis Anfang 1933

Der Börsencrash vom Oktober 1929 und seine Ursachen werden bis heute unterschiedlich bewertet. Eine gewisse Einigkeit besteht aber darüber, dass überbewertete Aktien eine wichtige Rolle spielten. Die meisten Ökonom*innen gehen von einer Spekulationsblase hervorgerufen durch eine Wachstumseuphorie aus. Aber auch die Überproduktionskrise der Landwirtschaft und die daraus resultierenden fallenden Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse werden als Ursache angeführt. Auch der Wirtschaftsrückgang in mehreren Sektoren (z.B. Automobil-, Stahl- oder Immobilienbranche) seit Sommer 1929 wird als Auslöser betrachtet. Weitgehende Einigkeit besteht über das große Risiko der kreditfinanzierten Aktienkäufe und der Verwendung von Aktien als Sicherheiten für Kredite. Doch wie verlief nun die weitere Entwicklung nach dem Börsencrash im Oktober 1929 und wie kam es zur Great Depression?

2.3.1. Von der Börse zu den Banken

Der Börsencrash vom Oktober 1929 löste eine Welle von Panikverkäufen aus, die den Kursverfall beschleunigten. Viele Anleger*innen verloren ihr gesamtes Vermögen, darüber hinaus waren sie aufgrund der Kursverluste nicht in der Lage, die Kredite für die Aktienkäufe zurückzuzahlen. Vielfach waren die Kredite allein mit den Aktien, die jetzt einen Bruchteil ihres ursprünglichen Wertes hatten, besichert worden. In der Folge mussten betroffene Banken Abschreibungen in Kauf nehmen und ihrerseits Wertpapiere verkaufen. Außerdem forderten sie vermehrt Verbindlichkeiten ausländischer Unternehmen zurück bzw. vergaben keine neuen Kredite mehr. Dadurch kam es in den betroffenen Ländern ebenso zu Liquiditätsengpässen und zur internationalen Verbreitung der Krise. Auf der ganzen Welt wurden Banken massenhaft zahlungsunfähig und meldeten Konkurs an.¹²³

An anderer Stelle betont Kindleberger aber auch die Bedeutung der fallenden Immobilien- und Agrarpreise, die zu Kreditausfällen führten und damit zu den zunehmenden Bankeninsolvenzen ab 1931 beitrugen. Außerdem verweist er auf die simultane Entstehung der Weltwirtschaftskrise in mehreren Ländern und die Bedeutung der europäischen Bankenkrise für die weltweite Verbreitung der Krise.¹²⁴

¹²³ Vgl. Kindleberger, Die Weltwirtschaftskrise, 128-129.

¹²⁴ Vgl. Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 199.

Verstärkt wurde das Problem der Bankeninsolvenzen durch das amerikanische „Unit-Banking-System“¹²⁵. Aufgrund der Kreditausfälle und geringer Mindestreserven gerieten viele Banken in Zahlungsschwierigkeiten. Aus Angst, ihre Ersparnisse im Falle einer Insolvenz zu verlieren (es gab kein funktionierendes Einlagensicherungssystem), stürmten viele Anleger*innen die Banken, um ihre Guthaben zu beheben. Diese „Bank Runs“ führten zu drei Wellen von Bankpleiten, Ende 1930, Anfang 1931 und Ende 1932/Anfang 1933. Bis zum „Bank Holiday“ im März 1933 ging etwa die Hälfte aller amerikanischen Banken in Konkurs, wodurch die Geldmenge dramatisch verringert und Deflation und Depression entscheidend verschärft wurden.¹²⁶

2.3.2. Von Börse und Banken zur Realwirtschaft

Die Börsenverluste, Kreditausfälle und Bankinsolvenzen vernichteten Unmengen an Kapital von Privatanleger*innen wie Unternehmen gleichermaßen. Zusätzlich verschärften sie den Liquiditätsengpass, Unternehmer*innen kamen nur noch schwer an neue Kredite, mussten auf wichtige Investitionen verzichten oder gingen selbst in Konkurs. Dies führte in Verbindung mit dem nachlassenden Konsum zu einem drastischen Rückgang in der Industrieproduktion, auch die zuvor als Wirtschaftsmotor agierende Automobilbranche war stark betroffen.¹²⁷ Die amerikanische Industrieproduktion hatte ihren Höhepunkt bereits im Juli 1929 erreicht, bis zur Talsohle im März 1933 ging sie um über 50 Prozent zurück. Anzumerken ist, dass damals etwa die Hälfte der globalen Industrieproduktion auf die USA entfiel, d.h. die Rezession in den USA allein führte schon zu einem weltweiten Rückgang von 25 Prozent.¹²⁸

Weiters konnten viele Hausbesitzer*innen ihre Hypothekarkredite nicht mehr zurückbezahlen und sahen sich, in Ermangelung neuer Kredite, mit Zwangsvollstreckungen konfrontiert. Daraus resultierten fallende Immobilienpreise und ein allgemeiner Rückgang in der Baubranche. Außerdem kam es zu einem Preisverfall bei Agrarprodukten und Rohstoffen (heimisch wie importiert) aufgrund der globalen Überproduktion. Ebenso setzte noch Ende 1929 ein Rückgang bei den Importen ein, da die rückläufige amerikanische Wirtschaft weniger Waren einführte.¹²⁹

¹²⁵ Siehe Kapitel 2.4.2.

¹²⁶ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 78 und 82.

¹²⁷ Vgl. *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 129.

¹²⁸ Vgl. *Parker*, The Great Depression, 138.

¹²⁹ Vgl. *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 129-132.

In Summe führten diese Entwicklungen zu einem dramatischen Absinken der Wirtschaftsleistung, das Bruttoinlandsprodukt fiel vom Vorkrisenhoch 1929 bis zum Tief 1933 um mehr als ein Viertel.¹³⁰ Dieser enorme wirtschaftliche Einbruch manifestierte sich auch in explodierenden Arbeitslosenzahlen, die Arbeitslosenquote stieg von drei Prozent im August 1929 auf 25 Prozent im März 1933.¹³¹ Die Rezession hatte die gesamte Volkswirtschaft erfasst.

Gemeinhin wird die Dauer der Great Depression in den USA mit einem ganzen Jahrzehnt, also von 1929 bis 1939 (manchmal auch bis Kriegseintritt 1941) angegeben, da viele wirtschaftliche Kennzahlen (allen voran die Arbeitslosenquote) die gesamten 1930er Jahre über schlecht waren. Ökonom*innen beschreiben die Great Depression auch als „Double-Dip Recession“ und unterteilen sie in zwei Rezessionsphasen, unterbrochen durch eine Expansionsphase.¹³² Zur Erinnerung, das dafür zuständige National Bureau of Economic Research (NBER) definiert den Begriff „Rezession“ als einen „significant decline in economic activity spread across the economy, lasting more than a few months, normally visible in real GDP, real income, employment, industrial production, and wholesale-retail sales.“¹³³ Dabei wird eine Rezession immer vom Höhepunkt der vorausgehenden Expansion bis zum Tiefpunkt des jeweiligen Wirtschaftsabschwungs gemessen. Dadurch ergibt sich folgende Einteilung¹³⁴:

- Erste Rezessionsphase: August 1929 bis März 1933 (43 Monate)
- Erholungsphase: März 1933 bis Mai 1937 (50 Monate)
- Zweite Rezessionsphase: Mai 1937 bis Juni 1938 (13 Monate)

Diese Einteilung sagt allerdings nichts über die Intensität der einzelnen Phasen (also wie stark oder schwach Wachstum bzw. Rezession waren) aus, sondern beziffert lediglich deren Dauer von Maximum zu Minimum.

¹³⁰ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 78.

¹³¹ Vgl. *Parker*, The Great Depression, 138.

¹³² Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 76-77.

¹³³ NBER, Cycles.

¹³⁴ Vgl. NBER, US Business Cycle Expansions and Contractions, online unter <https://www.nber.org/research/data/us-business-cycle-expansions-and-contractions>.

2.4. Was hat die Great Depression ausgelöst?

Zeitlich betrachtet liegen Börsencrash, Bankenkrise, Deflation und Rezession eng beieinander bzw. überlappen sich gegenseitig. Umstritten ist bis heute die Frage, in welcher Weise sich die einzelnen Krisenaspekte übertrugen und wechselseitig beeinflussten. Kindleberger zufolge geschah dies auf mehreren Ebenen:

„Die Verbindung zwischen Aktien- und Warenmärkten war teilweise psychologischer Art, teilweise beruhte sie aber auch, zumindest anfänglich, auf dem Mechanismus der Kreditmärkte, der das Ringen von Banken und Firmen um Liquidität übertrug.“¹³⁵

Neben diesen Dynamiken lässt sich aber noch eine ganze Reihe weiterer Erklärungsmodelle und potentieller Ursachen der Great Depression ausfindig machen, namentlich konjunkturelle Entwicklungen, strukturelle und internationale Probleme, der Goldstandard sowie die Rolle der Wirtschafts- und Geldpolitik.

2.4.1. Überproduktion vs. Verteilung

Frühe Erklärungen sahen den Auslöser der Great Depression in einer zunehmenden Marktsättigung und dem Preiseinbruch bei landwirtschaftlichen Erzeugnissen. Beginnend im August 1929 führte das Nachlassen von Privatkonsum und Unternehmensinvestitionen zu Umsatzeinbußen, Produktionsrückgängen und steigender Arbeitslosigkeit. Umstritten war allerdings schon damals die Frage über den Grund für die schwächelnde Nachfrage.¹³⁶

Wie wir bereits festgestellt haben, zeichneten sich in den 1920er Jahren problematische Tendenzen in Richtung Überproduktion und fallende Preise besonders im Agrarsektor ab. Jedoch wurden diese Warnsignale genauso wenig ernst genommen wie anfangs auch der Börsencrash vom Oktober 1929. Der allgemeine Tenor der Zeit ging von einem kurzfristigen Einbruch aus, der sich bald von selbst legen würde. Kaum jemand rechnete Ende 1929, Anfang 1930 damit, dass die schwerste Wirtschaftskrise der Geschichte vor der Tür stand.¹³⁷

Kindleberger betont die Bedeutung der zunehmenden Überproduktion bzw. Unterkonsumtion in den „Roaring Twenties“. So bedingten etwa Kriegsfolgen und die Quotierung der Einwanderung eine verringerte Nachfrage nach Wohnungen, was die Immobilien- und Baubranche

¹³⁵ Kindleberger, *Die Weltwirtschaftskrise*, 132.

¹³⁶ Vgl. Gerber, *A Great Deal of Ruin*, 77-79.

¹³⁷ Vgl. Hesse, Köster, Plumpe, *Die Große Depression*, 11.

schwächte. Gleichzeitig hatten im Boom viele Unternehmen mithilfe von billigen Krediten in neue Produktionsanlagen und Maschinen investiert, die das Problem der Überproduktion verschärften. Indes stiegen die Löhne langsamer als die Gewinne, was wiederum Kaufkraft und Nachfrage drückte. Außerdem floss aufgrund des Börsenbooms immer mehr Kapital in den Aktienmarkt, anstatt in die Realwirtschaft.¹³⁸

Für Kindleberger sieht es „demnach so aus, als hätte der Börsenboom zwar zu Schwächung der Konjunktur beigetragen, aber der Börsenkrach wäre nicht so sehr eine Ursache der Depression gewesen, sondern vielmehr ein Zeichen für die Notwendigkeit einer Pause und einer Umgruppierung“¹³⁹. Die Wirtschaftsleistung war bereits seit Mitte 1929 rückläufig, der Börsencrash habe die Konjunkturabschwächung zwar verschlimmert, sei aber nicht ihr unmittelbarer Auslöser gewesen.

Galbraith hingegen argumentiert, dass sich die Great Depression nicht mittels Wirtschaftszyklen und Überproduktionstheorien erklären lässt:

„Es gibt keinen Beweis dafür, dass die Nachfrage nach Autos und Kleidern, nach Reisen und Erholung oder sogar nach Nahrungsmitteln gesättigt war, im Gegenteil: Gemessen am verfügbaren Einkommen hätte die Kapazität der Industrie sogar noch eine Ausweitung vertragen.“¹⁴⁰

Zwar erkennt Galbraith an, dass im Juni 1929 der Höhepunkt der Wirtschaftsleistung erreicht wurde, macht aber nicht Überproduktion und nachlassende Nachfrage für den Ausbruch der Great Depression verantwortlich. Er sieht die Schuld darin, dass Wirtschaftsleistung und Produktivität in den 1920er Jahren stark angestiegen waren, nicht aber die Löhne und Preise. Durch die daraus resultierenden fallenden Produktionskosten stiegen die Unternehmensgewinne, welche teils in den Produktionsprozess, teils in spekulative Anlageformen reinvestiert wurden. Dadurch kam es zu einer starken Kapitalkonzentration bei Unternehmen und am Aktienmarkt. Die ab Sommer 1929 einsetzende Konjunkturabschwächung sei zunächst nicht bedrohlich gewesen, erst mit der Kapitalvernichtung durch den Börsencrash und dem darauffolgenden Einbruch von Konsum und Investitionen sei die Wirtschaft ins Stocken geraten.¹⁴¹

Die Dynamik des wirtschaftlichen Booms in den 1920er Jahren begünstigte also die Entstehung großer Ungleichheiten bei der Einkommens- und Vermögensverteilung. 1929 entfielen etwa 30 Prozent der Einkommen auf die oberen fünf Prozent der Haushalte. Allgemein gilt: Mit

¹³⁸ Vgl. Kindleberger, Die Weltwirtschaftskrise, 119-121.

¹³⁹ Kindleberger, Die Weltwirtschaftskrise, 121.

¹⁴⁰ Galbraith, Der Große Crash 1929, 212.

¹⁴¹ Vgl. Galbraith, Der Große Crash 1929, 213-215.

zunehmendem Einkommen bzw. Vermögen steigt zunächst der Konsum von Massenwaren, erschöpft sich aber, nachdem eine gewisse Sättigung erreicht ist (z.B. essen Menschen nicht immer mehr, nur weil sie mehr Geld zur Verfügung haben). Wohlhabende Menschen geben daher weit mehr Geld für Luxusgüter und Investitionen aus als für den alltäglichen Konsum. Jene dienen nicht mehr der unmittelbaren Bedürfnisbefriedigung, sondern erfüllen vor allem den Zweck von Vermögensanlage und Wertsteigerung, die mit einer Neigung zur Spekulation verbunden sein kann. Folglich wurde das gesamtwirtschaftliche Wachstum immer mehr vom – im Vergleich zum Massenkonsum – sehr unbeständigen Luxuskonsum, von Investitionen und Spekulation der Reichen abhängig. Der Börsencrash zog ein jähes Ende der Investitions- und Spekulationsfreudigkeit nach sich, was der Wirtschaft stark zusetzte.¹⁴²

2.4.2. Strukturelle Probleme

Eine weitere Erklärungsschiene für die Gründe der Great Depression rückt die strukturellen Ungereimtheiten und Risikofaktoren der Zeit, besonders auf Seiten der Unternehmen und der Banken, in den Fokus.

Im Laufe der 1920er Jahre waren große Holdinggesellschaften eingerichtet worden, um mit starker Marktpositionierung vor allem Versorgungsbetriebe, wie etwa im Eisenbahn- oder Elektrizitätssektor, zu kontrollieren. Dies führte zu einer starken Machtkonzentration bei einigen großen Holdings, die ganze Marktsegmente dominierten und beim Auftreten von Problemen entsprechende gesamtwirtschaftliche Verwerfungen nach sich ziehen konnten. Auch am Finanzmarkt waren mit den „Investment-Trusts“ neue Strukturen entstanden. Diese investierten gezielt unter Verwendung von Fremdkapital („Leverage“) in börsennotierte Unternehmen, mit dem alleinigen Ziel der Kapitalvermehrung. Die produzierenden Unternehmen waren um jeden Preis bestrebt, die Dividendenzahlungen an ihre Investment- und Holdinggesellschaften aufrechtzuerhalten, um einen Kapitalverlust abzuwenden. Dadurch ging aber wertvolles Kapital für neue Investitionen verloren, was die wirtschaftliche Situation der betroffenen Unternehmen schwächte. Im Krisenfall konnte diese Form der Unternehmensorganisation schnell gravierende Folgen nach sich ziehen.¹⁴³

Ebenso stellte das amerikanische „Unit-Banking-System“ ein schwerwiegendes Problem dar. Im Bestreben, die Macht der Banken klein zu halten, war es verboten, landesweite Großbanken

¹⁴² Vgl. Galbraith, Der Große Crash 1929, 216.

¹⁴³ Vgl. Galbraith, Der Große Crash 1929, 216-217.

mit eigenem Filialnetz zu betreiben. Diese Regelung hatte ein System aus unzähligen selbstständigen Klein- und Kleinstbanken hervorgebracht, die schon bei verhältnismäßig kleinen und lokal begrenzten Verwerfungen schnell in Bedrängnis gerieten.¹⁴⁴ So kam es bereits in den 1920er Jahren zu hunderten Bankenpleiten, die aber aufgrund der geringen Größe der einzelnen Institute keine gesamtwirtschaftliche Bedrohung darstellten.¹⁴⁵

Zusätzlich begünstigte dieses System Kettenreaktionen im Krisenfall. Geriet eine Bank in Zahlungsschwierigkeiten, wurde das bei ihr gelagerte Kapital anderer Banken eingefroren, wodurch ein Signal ausgesendet wurde, dass auch diese Banken in Bedrängnis geraten könnten. Als Konsequenz behoben viele Kund*innen ihre Einlagen bei den betroffenen Banken und lösten damit im schlimmsten Fall Bankenpaniken („Bank Runs“) aus, die immer mehr Banken in die Insolvenz mitrissen. Die dadurch verursachte Vernichtung von Ersparnissen führte zu einem Einbruch bei Konsum und Investitionen, wodurch die Rezession noch mehr verschärft wurde. Als nun ab 1929 zahlreiche Unternehmen aufgrund einbrechender Märkte und Preise ihre Kredite nicht mehr zurückbezahlen konnten, löste dies eine Welle an Bankenpleiten aus, die sich im beschriebenen System schnell auf den ganzen Finanzsektor übertrugen.¹⁴⁶

2.4.3. Internationale Aspekte

Als wesentliche Faktoren im Zusammenhang mit der Great Depression sollte man stets die internationalen Beziehungen und die globalen wirtschaftlichen Interdependenzen der 1920er und 1930er Jahre mitbedenken. Auch wenn sich die USA vielfach im Fokus der wissenschaftlichen Auseinandersetzungen mit dem Thema befinden, steht fest, dass sich Krisensymptome in verschiedenen Ländern parallel entwickelten und sich durch internationale Verflechtungen wie den Goldstandard und wechselseitige Abhängigkeiten im Welthandel und Finanzsektor übertrugen:

„Das überaus störungsanfällige System der internationalen Währungsordnung, das komplizierte Problem der Reparationen bzw. der interalliierten Schulden und der damit verbundenen Ungleichgewichte in den globalen Finanz- und Kapitalströmen sowie das politische Misstrauen der ehemaligen Kriegsgegner führten im Sommer 1931 zuerst zum faktischen Zusammenbruch des zentraleuropäischen Banken- und Finanzsektors und dann auch des Goldstandards.“¹⁴⁷

¹⁴⁴ Vgl. Peter Eigner, Thomas S. Umlauf, *The Great Depression(s) of 1929-1933 and 2007-2009? Parallels, Differences and Policy Lessons*. In: Hungarian Academy of Science MTA-ELTE, Crisis History Working Paper No. 2 (Budapest 2015) 8.

¹⁴⁵ Vgl. Aliber, *Kindleberger*, *Manias, Panics, and Crashes*, 199.

¹⁴⁶ Vgl. Galbraith, *Der Große Crash 1929*, 217-219.

¹⁴⁷ Hesse, Köster, Plumpe, *Die Große Depression*, 12.

Im Laufe des Ersten Weltkrieges und danach hatten sich die USA zum weltweiten Gläubigerland Nummer eins entwickelt. Die Schuldnerländer (die Kriegsverlierer in Form von Reparationszahlungen sowie die Verbündeten in Form von Kriegsschulden) mussten ihre Schulden bei den USA in Gold oder Gütern begleichen, wodurch viel Gold in die USA floss. Außerdem erzielten die USA in den 1920er Jahren durchgehend Exportüberschüsse, d.h. sie exportierten mehr, als sie importierten. Aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit von Gold waren die Schuldnerländer aber auf eigene Exporte in die Vereinigten Staaten angewiesen, um ihre negative Handelsbilanz auszugleichen.¹⁴⁸

Mit Beginn der Krise versuchten die USA durch protektionistische Maßnahmen die eigene Industrie zu schützen, und verhängten hohe Importzölle. Dadurch war es anderen Ländern nur noch begrenzt möglich, wettbewerbsfähig in die USA zu exportieren, was ihre Handelsbilanzdefizite weiter vergrößerte. Die Gewinne aus den Exporten fehlten den Schuldnerländern aber, um ihrerseits Waren aus den USA zu importieren.¹⁴⁹ Im Zuge der europäischen Bankenkrise von 1931 und dem Abgehen einzelner Länder vom Goldstandard setzten diese ebenfalls verstärkt auf eigene Handelsschranken. Dadurch kamen schließlich der Welthandel und mit ihm die globale Wirtschaft immer mehr zum Erliegen.¹⁵⁰

Kindleberger sieht in dieser Abschottung der USA ein unverantwortliches Handeln gegenüber der internationalen Gemeinschaft. Er interpretiert es als Zeichen, dass die USA in den 1930er Jahren noch nicht bereit bzw. gewillt waren, die wirtschaftspolitische Hegemoniefunktion vom „British Empire“ zu übernehmen. Nur durch eine aktive internationale Wirtschafts- und Finanzpolitik in Verbindung mit einer offenen Handelspolitik vonseiten der USA wäre der Kollaps der Weltwirtschaft abwendbar gewesen.¹⁵¹

2.4.4. Wirtschaftspolitik

Einen wichtigen Beitrag zum Verständnis der Great Depression kann auch die Betrachtung des politischen Krisenmanagements liefern. Viele Ökonom*innen und Historiker*innen erklären die Dauer und Schwere der Great Depression in den USA mit problematischen wirtschaftspolitischen Modellen, einer völlig verfehlten Fiskal- und Geldpolitik oder dem Goldstandard.

¹⁴⁸ Vgl. *Galbraith*, Der Große Crash 1929, 219-220.

¹⁴⁹ Vgl. *Galbraith*, Der Große Crash 1929, 221-222.

¹⁵⁰ Vgl. *Hesse, Köster, Plumpe*, Die Große Depression, 12.

¹⁵¹ Vgl. *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 309-311.

Die neoklassische Ökonomie ging damals (und zum Großteil auch noch heute) von den selbst-regulativen Kräften des Marktes aus, d.h. sinkende Nachfrage und Rezession wurden als ausgleichendes Phänomen nach einer Phase des Booms betrachtet. Staatliche Eingriffe seien daher nicht nur unnötig, sondern tendenziell kontraproduktiv für das Marktgleichgewicht. Daher verfolgten Präsident Hoover und Finanzminister Mellon eine „Laissez-faire“-Politik, in der Erwartung, die Rezession würde sich nach einiger Zeit von selbst überwinden.¹⁵²

Der britische Ökonom John Maynard Keynes¹⁵³ lieferte dagegen eine völlig neue Theorie: Der Markt stabilisiere sich nicht immer notwendigerweise von selbst, vielmehr könne es in Krisenzeiten dazu kommen, dass sich Privatkonsum und Unternehmensinvestitionen auf sehr niedrigem Niveau einpendeln. Um die Wirtschaft in einer solchen Situation wieder anzukurbeln und die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen, bedürfe es daher fiskal-, geld- und wirtschaftspolitischer Maßnahmen vonseiten der öffentlichen Hand. Keynes sollte aber erst unter Präsident Franklin D. Roosevelt (1933-1945) und dessen „New Deal“ und dann vor allem nach dem Zweiten Weltkrieg Gehör finden.¹⁵⁴

In den 1920er und beginnenden 1930er Jahren herrschte unter den politischen Entscheidungsträger*innen wie unter den maßgeblichen Wirtschaftsakteur*innen eine radikal-marktliberale wirtschaftstheoretische Ausprägung der Österreichischen Schule und insbesondere der Liquidationsthese vor. Diese lehnt (noch deutlicher als die Neoklassiker) jeglichen Markteingriff durch Regierung oder Zentralbank selbst in Krisenzeiten ab, mit der Begründung, der Markt bereinige sich durch Krisen selbst. Durch die Liquidation von nicht wettbewerbsfähigen Unternehmen und Banken werde das Marktgleichgewicht wiederhergestellt. Zwar würden Kapital und Arbeitsplätze vernichtet, diese würden aber nach der Ausgleichsphase andernorts (nämlich dort, wo sie produktiv und wettbewerbsfähig sind) wieder entstehen. Jegliche Intervention der öffentlichen Hand würde diesen natürlichen und heilsamen Liquidationsprozess nur stören und einen funktionsfähigen Markt behindern.¹⁵⁵

Neben dieser extremen „Laissez-faire“-Politik galt den wirtschaftspolitischen Akteur*innen Haushaltsdisziplin als oberster Grundsatz der Fiskalpolitik, d.h. die Regierenden versuchten, den Staatshaushalt um jeden Preis ausgeglichen zu halten. Diese vorherrschende wirtschaftspolitische Ideologie führte dazu, dass die Regierung selbst nach Krisenausbruch weiter bei den Staatsausgaben sparte und keine nennenswerten Steuersenkungen zur Entlastung von

¹⁵² Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 77-79.

¹⁵³ Vgl. Keynes, The General Theory.

¹⁵⁴ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 79-81.

¹⁵⁵ Vgl. Bernanke, The Federal Reserve and the Financial Crisis, 19-20.

Bevölkerung und Wirtschaft durchführte. Als Resultat brachen Nachfrage und Wirtschaftsleistung noch weiter ein.¹⁵⁶

2.4.5. Der Goldstandard¹⁵⁷

Wie bereits dargelegt, war in den 1920er Jahren das System des internationalen Goldstandards (wieder-)errichtet worden. Durch die Bindung der einzelnen Nationalwährungen an Gold war aber nicht nur ein fixes internationales Wechselkurssystem entstanden, sondern waren die einzelnen Länder darüber hinaus in ihrer Geld- und Währungspolitik fortan von ihren Goldreserven abhängig.¹⁵⁸ Der amerikanische Wirtschaftsprofessor und Great-Depression-Forscher Randall E. Parker identifiziert sieben fundamentale Fehler am Goldstandard der 1920er Jahre:

1. Er führte immer zu Deflation, wenn Gold im Verhältnis zu anderen Gütern teurer wurde.
2. Asymmetrie: Staaten, die Goldreserven verloren mussten „deflaten“ (d.h. ihre Geldmenge verringern), während Staaten, die Goldreserven dazugewonnen, nicht notwendigerweise „inflaten“ (d.h. ihre Geldmenge erhöhen) mussten. Das schädigte Staaten, die Goldreserven verloren.
3. Staaten neigten im Krisenfall dazu, ihre Währungsreserven (Fremdwährungsdevisen) einzutauschen und sich in Gold zu flüchten. Da aber alle von ihren Goldreserven abhängig waren, führte dies in den betroffenen Ländern zur Verknappung der Geldmenge.
4. Manche Zentralbanken waren in ihrer Handlungsfähigkeit beschränkt und konnten den Goldstandard nicht korrekt implementieren.
5. Der Goldstandard schränkte die geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten extrem ein.
6. Alle Staaten waren an Gold zu einem fixen Wert gebunden, aber die daraus resultierenden Wechselkurse zwischen den Währungen entsprachen nicht immer den tatsächlichen wirtschaftlichen Kräfteverhältnissen zwischen den Staaten.
7. Global konnte die Geldmenge nur steigen, wenn entsprechende neue Goldvorkommen entdeckt und gefördert wurden, ansonsten war der Goldstandard ein Nullsummenspiel zwischen den Staaten.¹⁵⁹

¹⁵⁶ Vgl. *Galbraith*, Der Große Crash 1929, 222-223.

¹⁵⁷ Für eine ausführliche Analyse des Goldstandards siehe: *Eichengreen*, Golden Fetters.

¹⁵⁸ Vgl. *Bernanke*, The Federal Reserve and the Financial Crisis, 28.

¹⁵⁹ Vgl. *Parker*, The Great Depression, 142 und 148.

Aus diesen Punkten wird ersichtlich, dass der Goldstandard nur ein begrenztes geld- und währungspolitisches Handeln zuließ. Insbesondere verhinderte er eine Vergrößerung der Geldmenge und die dringend notwendige Abwertung des Dollars, um die grassierende Deflation zu bekämpfen.¹⁶⁰ Bereits im Vorfeld des Börsencrashes waren beträchtliche Mengen amerikanischer Goldreserven ins Ausland (vor allem nach Frankreich) abgeflossen. Analog zu den verringerten Goldreserven musste die Geldmenge reduziert werden, was im Verhältnis zur noch wachsenden Wirtschaft zu Deflation führte. Diese war also eine logische Konsequenz der Aufrechterhaltung von Goldstandard und fixen Wechselkursen. Mit Beginn der Krise lief die Deflationsspirale immer mehr aus dem Ruder und steckte über den Goldstandard andere Länder an. Solange der Goldstandard die unumstrittene Ideologie des internationalen Währungssystems war, gab es kein Entrinnen aus diesem Mechanismus.¹⁶¹

Erst als der Leidensdruck durch die Auswirkungen der Krise – insbesondere durch die europäischen Bankeninsolvenzen von 1931 und die daraus resultierende internationale Finanz- und Währungskrise – unerträglich geworden war, wandten sich erste Länder vom Goldstandard ab.¹⁶² Großbritannien verließ die internationale Währungsordnung im September 1931, andere Länder (Japan, Schweden, Kanada, Norwegen, Australien und Neuseeland) folgten.¹⁶³ Die USA hingegen hielten noch für weitere eineinhalb Jahre am Goldstandard fest, was die Krise noch weiter vertiefte. Erst mit Präsident Roosevelts Amtsantritt im März 1933 und der von ihm herbeigeführten währungs-, fiskal- und wirtschaftspolitischen Kehrtwende setzte die Wirtschaft zur Erholung an.

Auch im internationalen Vergleich lässt sich ein stark positiver empirischer Zusammenhang zwischen dem Ausstieg eines Landes aus dem Goldstandard und dem Beginn seiner wirtschaftlichen Erholung erkennen.¹⁶⁴ Darüber hinaus lässt sich zeigen, dass Länder ohne Goldstandard kaum von der Weltwirtschaftskrise betroffen waren, so etwa Spanien oder China, das seine Währung an Silber gebunden hatte.¹⁶⁵ Eine Erklärung hierfür ist, dass es keinen vergleichbaren internationalen Wettlauf um Silberreserven gab und keine Ansteckung über den Goldstandard erfolgen konnte. Auch die Sowjetunion blieb aufgrund ihrer allgemein geringen Einbindung in Weltwirtschaft und Welthandel von der globalen Krise verschont.¹⁶⁶

¹⁶⁰ Vgl. *Galbraith*, Der Große Crash 1929, 224.

¹⁶¹ Vgl. *Parker*, The Great Depression, 143.

¹⁶² Vgl. *Hesse, Köster, Plumpe*, Die Große Depression, 12.

¹⁶³ Vgl. *Parker*, The Great Depression, 147.

¹⁶⁴ Vgl. *Parker*, The Great Depression, 144.

¹⁶⁵ Vgl. *Parker*, The Great Depression, 148.

¹⁶⁶ Vgl. *Hesse, Köster, Plumpe*, Die Große Depression, 12.

Laut Eichengreen hätte die Deflation durch internationale Kooperation gestoppt werden können, diese scheiterte jedoch an nationalen Interessen. Daher lag der einzige Ausweg im Ausstieg aus dem Goldstandard und der Abwertung des Dollars. Dies sorgte für eine beginnende Erholung, aber auch die Roosevelt-Administration blieb, so Eichengreen, aus Angst vor einer Inflation, geldpolitisch zu zögerlich.¹⁶⁷

2.4.6. Die Rolle der Geldpolitik

Neben dem Goldstandard, der von vielen Ökonom*innen als größter Hemmschuh für die Überwindung der Krise betrachtet wird, betonen vor allem die Monetarist*innen¹⁶⁸ den Stellenwert der verfehlten Geldpolitik der Federal Reserve.

Abbildung 3: Fed Diskontsatz, 01/1920 – 01/1940¹⁶⁹



Die Federal Reserve senkte als Reaktion auf die Rezessionen 1920/21 und 1923/24 die Leitzinsen und beließ sie danach für einige Jahre auf verhältnismäßig niedrigem Niveau. Im Jahr 1928 beschloss die Federal Reserve eine Erhöhung der Leitzinsen, mit dem Ziel Kreditvergabe und Geldmenge zu verringern, um dadurch Börsenspekulationen einzudämmen und einer befürchteten Inflation vorzubeugen. Rückblickend wurde dadurch die Geldmenge aber zu sehr verknapp und eine Deflation begünstigt.¹⁷⁰

Die Kontraktion der Geldpolitik behinderte auch die internationale Kreditvergabe, was insbesondere die Schuldnerländer nachteilig traf und auch in diesen zu einer restriktiveren

¹⁶⁷ Vgl. Eichengreen, Golden Fetters, 21-26.

¹⁶⁸ Vgl. Friedman, Jacobson Schwartz, A Monetary History.

¹⁶⁹ Vgl. FRED, Discount Rates, Federal Reserve Bank of New York for United States (M13009USM156NNBR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/M13009USM156NNBR>.

¹⁷⁰ Vgl. Parker, The Great Depression, 143.

Geldpolitik und in der Folge zu einer Abschwächung der Konjunktur ab 1929 führte. Über das System fixer Wechselkurse übertrugen sich diese Effekte zwischen den einzelnen Ländern im Goldblock. Die Federal Reserve befürchtete im Falle einer Zinssenkung den Abfluss von Gold ins Ausland und damit einhergehend eine Schwächung der amerikanischen Wirtschaft und des Dollars. Durch die zu restriktive Geldpolitik und die fehlende Verfügbarkeit von Liquidität wurde die Krise aber in Wahrheit verschlimmert und Bankenpleiten begünstigt.¹⁷¹

Auch Galbraith bezeichnet die Angst der Notenbank vor Inflation als völlig unbegründet. Obwohl die Goldreserven der USA bis 1932 stark anstiegen, hielt sich die Deflation hartnäckig. Dennoch weigerte sich die Federal Reserve – immer noch ein Umkippen in die Inflation fürchtend – die Leitzinsen weiter zu senken und dadurch die Kreditvergabe und das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Stattdessen hob sie die Leitzinsen ab Oktober 1931 sogar wieder an. Mithilfe einer expansiveren Geldpolitik wäre es laut Galbraith auch im Goldstandard möglich gewesen, eine gewisse wirtschaftliche Erleichterung herbeizuführen.¹⁷²

Friedman und Schwartz kritisieren das niedrige Zinsniveau, das in den 1920ern zur Entstehung der Spekulationsblase beigetragen habe. Zwar erkennen sie ebenfalls an, dass der Goldstandard eine Einschränkung für die Geldpolitik in der Krise darstellte, kommen aber zu dem Schluss, dass weder die Börsenspekulation noch der Goldstandard Auslöser der Great Depression waren.¹⁷³ Anna Jacobson Schwartz fasst ihre gemeinsam mit Milton Friedman erstellte Analyse folgendermaßen zusammen:

„The evidence we presented there was that the Federal Reserve System, by failing to act as a lender of last resort during a series of banking panics, permitted a massive contraction of the money supply that was responsible for the compression of aggregate demand, national income, and employment.“¹⁷⁴

Darin besteht seit jeher die Kernaussage der Monetarist*innen, nämlich dass die Great Depression im Wesentlichen durch eine massive Verringerung der Geldmenge verursacht wurde. Die Pleitewellen, denen zwischen 1929 und 1933 mehr als 11.000 der etwa 24.000 amerikanischen Banken zum Opfer fielen, führten zu einer massiven Verknappung der Geldmenge und damit zu galoppierender Deflation. Die Federal Reserve verabsäumte es, als Kreditgeberin letzter Instanz („Lender of Last Resort“) aufzutreten, um die „Bank Runs“ zu stoppen und den

¹⁷¹ Vgl. *Eichengreen*, *Golden Fetters*, 12-21.

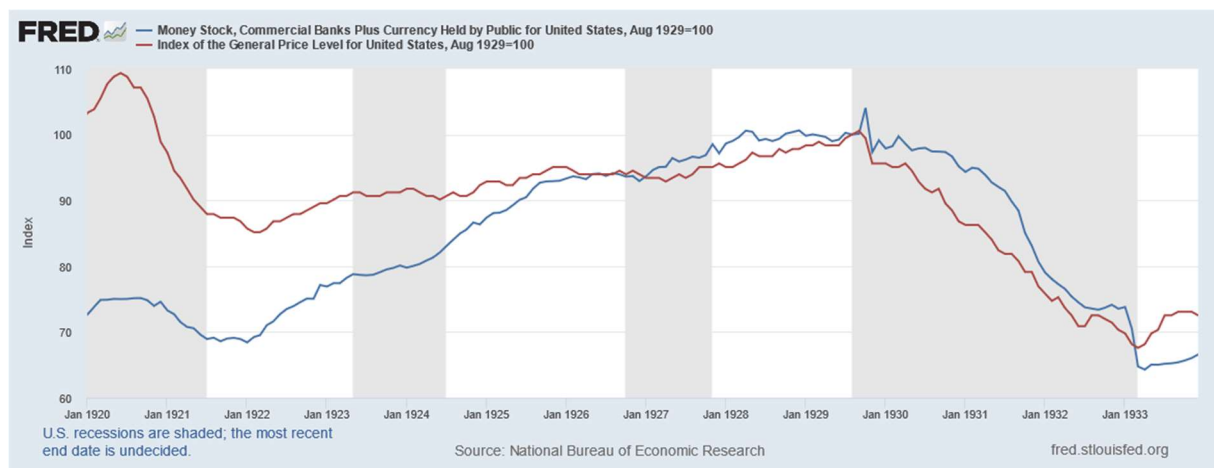
¹⁷² Vgl. *Galbraith*, *Der Große Crash 1929*, 224-225.

¹⁷³ Vgl. *Friedman, Jacobson Schwartz*, *A Monetary History*, 407-419.

¹⁷⁴ *Friedman, Jacobson Schwartz*, *The Great Contraction*, ix.

Finanzsektor mit Liquidität zu versorgen.¹⁷⁵ Durch die Bankenpleiten gingen auch sämtliche Sparguthaben bei den betroffenen Instituten verloren (es gab noch kein Einlagensicherungssystem), was die Konsumausgaben weiter drückte. Es brach also nicht nur die Geldmenge ein, sondern es wurden auch Kaufkraft und Kreditmarkt (die übrig gebliebenen Banken waren kaum noch bereit, Kredite zu vergeben) zerstört. Durch diese Kombination stürzten das Finanzsystem und die Wirtschaft in den Abgrund.¹⁷⁶

Abbildung 4: Geldmenge vs. Preisniveau (Inflation), 01/1920 – 12/1933¹⁷⁷



Geldmenge M2: blau, Indexierung 08/1929=100%, Monatswerte, saisonbereinigt

Allgemeines Preisniveau: rot, Indexierung 08/1929=100%, Monatswerte, nicht saisonbereinigt

Die Federal Reserve hätte also für ein Anwachsen der Geldmenge Sorge tragen müssen, um Deflation und Rezession zu bekämpfen. Stattdessen ließ sie es zu, dass die Geldmenge M2¹⁷⁸ zwischen August 1929 und April 1933 um 36 Prozent schrumpfte. Dieser drastische Rückgang lässt sich vor allem über den erwähnten Einbruch bei der Kreditvergabe der Banken während der Great Depression erklären. Durch eine aktivere Geldpolitik (Senkung der Leitzinsen und Bereitstellung von Liquidität an die Banken) hätte die Federal Reserve die Kontraktion der Geldmenge zumindest abschwächen können.¹⁷⁹

¹⁷⁵ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 82-83.

¹⁷⁶ Vgl. Ben Bernanke, Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. In: Bernanke, Essays on the Great Depression, 41-69; Gerber, A Great Deal of Ruin, 83-85.

¹⁷⁷ Vgl. FRED, Money Stock, Commercial Banks Plus Currency Held by Public for United States (M1444AUSM027SNBR) und Index of the General Price Level for United States (M04051USM324NNBR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/M1444AUSM027SNBR> und <https://fred.stlouisfed.org/series/M04051USM324NNBR>.

¹⁷⁸ MB = Geldbasis (Bargeld + Guthaben/Mindestreserven der Geschäftsbanken bei Zentralbank)

M1 = Bargeld + Sichteinlagen bei Banken (täglich verfügbar)

M2 = M1 + Spar- und Termineinlagen (bis 100.000 USD)

M3 = M2 + höhere Termineinlagen + Geldmarktfonds etc.

¹⁷⁹ Vgl. Parker, The Great Depression, 144.

Die Geldmenge („Money Supply“) errechnet sich aus der monetären Basis („Monetary Base“) multipliziert mit dem Geldschöpfungsmultiplikator („Money Multiplier“). Die monetäre Basis setzt sich zusammen aus dem von der Zentralbank ausgegebenen Bargeld und den Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Als Geldschöpfungsmultiplikator bezeichnet man den Faktor, mit dem Geschäftsbanken Giralgeld schöpfen, also das Verhältnis von vergebenem Gesamtkreditvolumen zu den vorhandenen Bankeinlagen und Eigenmitteln. Jedes Mal, wenn eine Geschäftsbank einen Kredit vergibt, erhöht sie die Geldmenge, da nur ein Teil des Kredits als Eigenkapitalquote gehalten werden muss. Die Geldmenge wird also einerseits durch das von der Zentralbank ausgegebene Geld, andererseits durch die Geldschöpfung durch die Kreditvergabe der Banken beeinflusst.¹⁸⁰

Zentralbanken können also auf zwei Arten Einfluss auf die Geldmenge nehmen. Entweder sie erhöhen die monetäre Basis durch direkte Bereitstellung von Liquidität (d.h., indem sie Banken im Rahmen von Offenmarktgeschäften Wertpapiere abkaufen) oder durch Senkung der Leitzinsen, um die Kreditvergabe der Geschäftsbanken anzukurbeln und dadurch die Geldmenge indirekt zu erhöhen. Ersteres war im Goldstandard nur eingeschränkt möglich, da eine Erhöhung der monetären Basis durch entsprechende Goldreserven gedeckt werden musste. Über die Zinspolitik hingegen hätte die Federal Reserve die Kontraktion der Geldmenge zumindest abschwächen können.¹⁸¹

Während die monetäre Basis zwischen 1929 und 1933 praktisch unverändert blieb, brach Geldmenge und damit das Preisniveau um etwa ein Drittel ein. Dieser Einbruch lässt sich also über die sinkende Kreditvergabe der Banken erklären. Zusätzlich reduzierte sich in der Krise die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (die Häufigkeit, mit der Geld den/die Besitzer*in wechselt), da in Krisenzeiten der Konsum zurückgeht und Menschen dazu neigen, Geld zurückzulegen, wodurch sich der Geldmangel weiter verschärfte. Schließlich trug noch die Tatsache, dass sich Preise und Löhne nicht sofort und nicht in vollem Ausmaß an eine fallende Geldmenge anpassen¹⁸² zur Entstehung der Krise bei. Für die Monetarist*innen steht also eindeutig fest, dass die verfehlte Geldpolitik der Federal Reserve die Deflationsspirale mit fallenden Löhnen und Preisen verursacht und damit die Great Depression überhaupt erst ausgelöst hat.¹⁸³

¹⁸⁰ Vgl. Oliver Budzinski, Jörg Jasper, Albrecht F. Michler, Geldschöpfung (19.02.2018). In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/geldschoepfung-34914/version-258405>; Parker, The Great Depression, 144; Gerber, A Great Deal of Ruin, 82.

¹⁸¹ Vgl. Bernanke, The Federal Reserve and the Financial Crisis, 74.

¹⁸² Für mehr Informationen zum Thema „Nominal Rigidity“ und „Price-/Wage-Stickiness“ siehe: Ben Bernanke, Kevin Carey, Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression. In: Bernanke, Essays on the Great Depression, 276-302.

¹⁸³ Vgl. Parker, The Great Depression, 144-145.

Es stellt sich also die Frage, warum die Federal Reserve nicht gehandelt hat bzw. wie frei sie in ihrer Geldpolitik unter dem Goldstandard wirklich war. Schon erwähnt wurde die vorherrschende Ideologie des Liquidationismus, die von einer Selbstbereinigung des Marktes ausging und sich gegen jeglichen staatlichen Eingriff aussprach.

Prinzipiell konnte die Federal Reserve unter Beibehaltung des Goldstandards zwischen zwei zinspolitischen Alternativen wählen: Entweder die Zinsen erhöhen, um ausländisches Kapital anzuziehen, die US-Goldreserven zu sichern und den Dollar stabil zu halten oder die Zinsen senken, um die Kreditvergabe und damit die heimische Wirtschaft zu unterstützen, dafür aber Goldabfluss und Spekulation gegen den Dollar in Kauf nehmen. Die Federal Reserve entschied sich für die erste Option, da der Erhalt des Goldstandards und des fixierten Dollar-Wechselkurses als wichtiger angesehen wurde als die Ankurbelung der Wirtschaft. So gesehen könnte man von einer rationalen geldpolitischen Entscheidung unter einer heute als falsch betrachteten wirtschaftspolitischen Theorie sprechen.¹⁸⁴

Laut den Monetarist*innen versagte die Federal Reserve bei der Erfüllung ihrer Aufgaben aufgrund mehrerer ökonomischer Denkfehler, die nur begrenzt mit dem Goldstandard zu tun hatten.¹⁸⁵ Die Great Depression wäre also mit einer anderen Geldpolitik durchaus vermeidbar gewesen. Friedman und Schwarz argumentieren, dass die Federal Reserve trotz Goldstandard geldpolitische Maßnahmen zur Abwendung der Krise setzen hätte können.¹⁸⁶

Die Ökonomen Peter Temin und Barry Eichengreen behaupten hingegen, dass es ohne Abschaffung des Goldstandards keinen Ausweg aus der Deflationsspirale und der Depression gegeben hätte. Der ehemalige Federal Reserve-Vorsitzende Ben Bernanke (2006-2014) vertritt die Meinung, dass die Notenbank bis zur internationalen Bankenkrise 1931 noch die Chance gehabt hätte, mit einer aktiveren Geldpolitik gegenzusteuern. Danach habe es aber keine Möglichkeit zur Überwindung der Great Depression ohne Ausstieg aus dem Goldstandard gegeben, so Bernanke.¹⁸⁷

Kindleberger erklärt die Verknappung der Geldmenge über die Börsenverluste und die eingebrochene Kreditvergabe der Geschäftsbanken während der Krise. Als Konsequenz kam es zur Deflation. Gemäß seiner Analyse trug der Börsencrash unmittelbar zum Liquiditätsengpass bei, welcher wiederum durch Kreditrückforderungen der Banken und den allgemeinen Rückgang

¹⁸⁴ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 85-86.

¹⁸⁵ Vgl. James L. Butkiewicz, Monetary Policy during the Great Depression. In: Parker, Whaples, Routledge Handbook, 179-190, hier 188-189.

¹⁸⁶ Vgl. Parker, The Great Depression, 146.

¹⁸⁷ Vgl. Parker, The Great Depression, 146-147.

von Konsum und Investitionen zunehmend verschärft wurde.¹⁸⁸ Kindleberger nimmt außerdem die regionale Niederlassung der Federal Reserve in New York in Schutz. Diese habe – gegen den Widerstand des nationalen Federal Reserve Boards – gleich zu Beginn der Krise Ende 1929 mittels Offenmarktgeschäften für Liquidität gesorgt und damit den Kreditmarkt bis Anfang 1930 erfolgreich stabilisiert. Demnach war der internationale Kreditverkehr im zweiten Quartal 1930 sogar höher als jemals in den 1920er Jahren. Allerdings hatte sich die Krisendynamik mittels Deflation bereits auf die Realwirtschaft übertragen und die politisch instabile Lage in Europa entwickelte sich zusehends zur Bedrohung für die Weltwirtschaft. Die europäischen Bankeninsolvenzen und der Ausstieg Großbritanniens aus dem Goldstandard im Jahr 1931 hatten derart drastische Rückwirkungen auf die USA, dass sie der amerikanischen Wirtschaft den Todesstoß versetzen sollten.¹⁸⁹

2.4.7. Das Verhältnis von Börsencrash und Great Depression

Wie wir gesehen haben, gibt es mannigfaltige, teilweise komplementäre, teilweise einander widersprechende Erklärungsmuster für die Great Depression. Im Wesentlichen spielt sich die ökonomische Debatte über die Gründe der Weltwirtschaftskrise zwischen (im weitesten Sinne) Keynesianer*innen (Nachfrageeinbruch, Spekulation, Überproduktion/Unterkonsumtion, Fiskalpolitik) und Monetarist*innen (Geldpolitik) ab, mit der Frage nach der Rolle des Goldstandards als zusätzlichen Zankapfel.

Die (post-)keynesianische Interpretation nach Galbraith macht die Aktienspekulation und den Börsencrash vom Oktober 1929 direkt verantwortlich für die Great Depression der 1930er Jahre. Er kritisiert Ökonom*innen, die stattdessen der Federal Reserve die Schuld an der Krise in die Schuhe schieben wollen: „Der Börsenkrach von 1929 leitete die schrecklichen Jahre der Weltwirtschaftskrise ein, für die der Zusammenbruch des Aktienmarktes mit Recht verantwortlich gemacht werden muß.“¹⁹⁰ Und weiter: „Der Zusammenbruch des Marktes brach tatsächlich in eine äußerst anfällige Finanz-, Banken- und allgemeine Wirtschaftsstruktur ein.“¹⁹¹ Der Börsencrash löste also eine Kettenreaktion in einem bereits instabilen System aus.

Die Monetarist*innen hingegen, angeführt von Friedman und Schwartz, lehnen den Börsencrash als vorrangigen Grund für die Great Depression ab. Zwar habe jener die positive

¹⁸⁸ Vgl. Kindleberger, Die Weltwirtschaftskrise, 132-133.

¹⁸⁹ Vgl. Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 198.

¹⁹⁰ Galbraith, Finanzgenies, 77.

¹⁹¹ Galbraith, Finanzgenies, 77-78.

Stimmung vergiftet und Unsicherheit erzeugt, die Schuld läge aber bei der völlig verfehlten Geldpolitik der Federal Reserve und dem instabilen Bankwesen. Mit der richtigen Geldpolitik hätte sich die anfangs leichte Rezession ihrer Ansicht nach nicht zu den Ausmaßen der Great Depression vertieft.¹⁹²

Kindleberger kritisiert Friedmans Ansicht, ein Börsencrash könne ohne einen einhergehenden monetären Zusammenbruch keine gesamtwirtschaftliche Krise auslösen und hält dagegen, dass die Federal Reserve die Geldmenge bis Ende 1930 relativ stabil halten konnte. Zumindest für diese erste Phase der Rezession müsse es also eine nicht-monetäre Erklärung geben.¹⁹³ Kindleberger bezeichnet den Börsencrash als Teilauslöser der Great Depression¹⁹⁴ und hält fest:

„Angesichts des plötzlichen Zusammenbruchs der Konjunktur, der Rohstoffpreise und Importe Ende 1929 ist es schwierig, die Behauptung [gemeint ist Friedman, Anm.] aufrechtzuerhalten, die Börse sei nur ein oberflächliches Phänomen gewesen, mehr ein Signal oder auslösendes Moment als ein Teil des deflationären Mechanismus.“¹⁹⁵

Bierman schließt sich der monetaristischen Analyse, der zufolge der Börsencrash 1929 nicht als Auslöser der Great Depression betrachtet werden kann, an. Vielmehr sei es die Entscheidung der Federal Reserve, die Geldmenge zu beschränken, gewesen, die zum Abrutschen in die Depression führte und eine wirtschaftliche Erholung auf Jahre erschwerte. Bierman zufolge wurde der Kurssturz nicht durch eine Spekulationsblase ausgelöst, sondern vielmehr durch die (von den Behörden verbreitete) Angst vor vermeintlicher Spekulation, die Überbewertung der „Public Utilities“ und die kreditfinanzierten Käufe. Der Börsencrash sei weitgehend unabhängig von der überwiegend gesunden realwirtschaftlichen Entwicklung gewesen und könne daher auch nicht für die Great Depression verantwortlich gemacht werden, so Bierman.¹⁹⁶

Bei allen Unterschieden in der Argumentation der verschiedenen ökonomischen Schulen lassen sich doch gewisse Elemente finden, die zumindest nicht unvereinbar sind. Bezüglich der Kritik an „Leverage“-Käufen und der Kreditfinanzierung an der Börse allgemein gibt es sogar Einhelligkeit unter Keynesianer*innen und Monetarist*innen.

Unzweifelhaft lässt sich gegen Ende der 1920er Jahre eine rasant steigende Tendenz, die man durchaus als Spekulationsblase bezeichnen kann, an der Wall Street erkennen. Diese zu leugnen erscheint aufgrund der Datenlage und des Vergleichs zum realwirtschaftlichen Wachstum als

¹⁹² Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 125.

¹⁹³ Vgl. *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 123.

¹⁹⁴ Vgl. *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 111.

¹⁹⁵ *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise, 132.

¹⁹⁶ Vgl. *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash, 125.

äußerst fragwürdig. Als wichtigen Faktor sollte man die massenpsychologische Dynamik im Auge behalten. Genauso wie die Wachstumseuphorie der „Roaring Twenties“ der Spekulation regen Zulauf verschaffte, sorgte der Schock nach dem Börsencrash für Panikverkäufe und „Bank Runs“. Insofern erwies sich die menschliche Psychologie in den 1920er und 1930er Jahren als wesentlicher (und gern vernachlässigter) „Störfaktor“ für die sich gerne als Naturwissenschaft definierende Ökonomie.

Erwiesenermaßen trugen Börsencrash und Bankenpleiten zur Verknappung der Geldmenge bei und beförderten damit zumindest indirekt Deflation und Rezession. Dem Börsencrash kann eine Mitverantwortung an der Great Depression nicht abgesprochen werden. Gleichzeitig lässt sich konstatieren, dass die Federal Reserve mit einer aktiveren Geldpolitik die Deflationsspirale durchbrechen und damit das Abgleiten in die Great Depression verhindern hätte können. Um diesbezüglich aber wirklich erfolgreich zu sein, wäre ein frühzeitiges Abgehen vom Goldstandard äußerst hilfreich, wenn nicht sogar notwendig gewesen.¹⁹⁷ Darüber hinaus hätten politische Maßnahmen (wie etwa eine frühere Einführung der staatlichen Einlagensicherung oder fiskalpolitische Anreize) die Rezession frühzeitig stoppen können.

Es lässt sich ebenso belegen, dass Konsum und Investitionen die treibenden Kräfte des Wirtschaftswachstums in den „Roaring Twenties“ waren und umgekehrt die einbrechende Nachfrage die Great Depression in den Abgrund führte. Dieser Einbruch kann teilweise über Liquiditätsengpässe und teilweise zyklisch mit einer zunehmenden Marktsättigung und Überproduktion in einzelnen Sektoren erklärt werden, die sich schon vor dem Börsencrash abzeichneten. Dieser Analyse folgend lässt sich argumentieren, dass schon vor dem Oktober 1929 strukturelle und/oder wirtschaftliche Probleme vorhanden waren und der Börsencrash ein Ausdruck dieser Probleme war.

Es lassen sich viele Faktoren, die zu Ausbruch und Vertiefung der Great Depression beitrugen, festmachen. In welchem Ausmaß und in welcher Wechselwirkung sie zur bis dato schwersten Krise des Kapitalismus führten, ist bis heute ein beliebtes Streitthema unter Ökonom*innen und Historiker*innen. Vielleicht ist es gerade der Komplexität der Materie geschuldet, dass keine einzelne Theorie in der Lage ist, die Great Depression als Ganzes zu erklären.

¹⁹⁷ Vgl. Parker, *The Great Depression*, 147.

3. DIE FINANZKRISE 2007-2009

Ähnlich wie bei der „Great Depression“ rechnete auch in den 2000er Jahren niemand mit einer ernsthaften Wirtschafts- und Finanzkrise globalen Ausmaßes. Kaum jemand sah die Krise kommen und viele gingen davon aus, dass alle etwaigen Risiken unter Kontrolle seien oder dass große Krisen nur noch in Entwicklungs- und Schwellenländern vorkommen würden.¹⁹⁸ Überhaupt hätten sich die Welt und die Möglichkeiten zur Zähmung der Wirtschaft verändert, weswegen sich ein „This-Time-Is-Different“-Syndrom breitgemacht hätte, wie es die amerikanischen Ökonom*innen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff treffend beschreiben:

„A few years back, many people would have said that improvements in financial engineering and the conduct of monetary policy had done much to tame the business cycle and limit the risk of financial contagion. But the recent global financial crisis has proven them wrong.“¹⁹⁹

Dieses übermäßige Vertrauen in die Wirtschaft und die Steuerbarkeit eventueller Krisen sollte sich, wie sich ab 2007 zeigen sollte, als fatal herausstellen. Wie konnte es zur schwersten globalen Finanz- und Wirtschaftskrise seit der „Great Depression“ kommen und warum wurden die Warnsignale nicht wahrgenommen? Um diese Fragen zu beantworten, analysiere ich zunächst die unmittelbare Vorgeschichte der Krise und die vorhandenen Risikofaktoren. Danach betrachte ich den Ausbruch und die Entwicklung der Krise, um schließlich auf mögliche Auslöser und Ursachen einzugehen.

3.1. Vorgeschichte: Die „Dotcom“-Blase und die 2000er Jahre

3.1.1. Die „Dotcom“-Blase und ihre Folgen

In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre kam es zu einem Boom in der Internet- und Technologiebranche, unzählige Unternehmensneugründungen und Börsengänge schürten hohe Gewinnerwartungen an den neuen Märkten. Die starke mediale Bewerbung der neuen Branche und gute Renditeaussichten lockten, bei gleichzeitig niedrigen Sparzinsen, auch viele bisher börsenferne Anleger*innen in die Wertpapiermärkte. Das allgemein niedrige Zinsniveau begünstigte des

¹⁹⁸ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 143-144.

¹⁹⁹ Reinhart, Rogoff, This Time is Different, 199.

Weiteren kreditfinanzierte Spekulation, steigende Einkommensunterschiede wiederum erhöhten das Spekulationskapital.²⁰⁰

Der Dow Jones verdreifachte sich von 3.800 Punkten im Jänner 1995 auf 11.500 Punkte im Dezember 1999.²⁰¹ Noch stärker fielen die Kursgewinne im Technologiesektor aus, obwohl viele der neuen Unternehmen keine nachhaltige Firmenstrategie aufweisen konnten. In den USA und zahlreichen anderen Ländern war eine Spekulationsblase entstanden. Ab dem Jahr 2000 wurden Warnungen vor einer Blase lauter und erste Firmenpleiten führten zu Kursverlusten. Ab März 2001 kam es endgültig zum Crash und die Terroranschläge vom 11. September bewirkten einen weiteren Kurssturz an der Börse, eine Schwächung des Dollars und einen Anstieg des Ölpreises.²⁰²

Bis September 2002 fiel der Dow Jones um ein Drittel auf ein Tief von 7.600 Punkten und benötigte dann weitere vier Jahre, um den Höchststand von Dezember 1999 einzustellen.²⁰³ Die Verluste an der Börse trafen auch die Realwirtschaft, die amerikanische Wirtschaft rutschte zwischen März und November 2001 in eine Rezession²⁰⁴, die Federal Reserve reagierte mit einer stufenweisen Senkung der Leitzinsen von 6,5 (Jänner) auf 1,75 (Dezember) Prozent.²⁰⁵

Als Folge der „Dotcom“-Krise kam es zu einem vorübergehenden Vertrauensverlust in die Börse und zu einer Kapitalverlagerung weg vom Aktien- hin zum Immobilienmarkt, der außerdem mit höheren Gewinnaussichten lockte. Die niedrigen Leitzinsen (ab Mitte 2003 betrugen sie nur noch ein Prozent)²⁰⁶ begünstigten zudem Hausbau und Hauskauf auf Kredit, was wiederum die Immobilienpreise antrieb.²⁰⁷

3.1.2. Die Risikofaktoren

Am Beginn der Weltfinanzkrise stand bekanntlich das Platzen der US-Immobilienblase. Wie kam es zu diesem „Housing Boom“, welche Geschäftsmodelle standen dahinter und welche anderen Faktoren bereiteten das Feld für die Finanzkrise?

²⁰⁰ Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 162-163 und 172.

²⁰¹ Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Monthly Performance History, online unter <https://us.spindices.com/search/?query=history&Search=Go&Search=Go>.

²⁰² Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 163 und 167-170.

²⁰³ Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Monthly Performance History.

²⁰⁴ Vgl. NBER, US Business Cycle Expansions and Contractions.

²⁰⁵ Vgl. FRED, Federal Funds Target Rate (DFEDTAR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTAR>.

²⁰⁶ Vgl. FRED, Federal Funds Target Rate (DFEDTAR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTAR>.

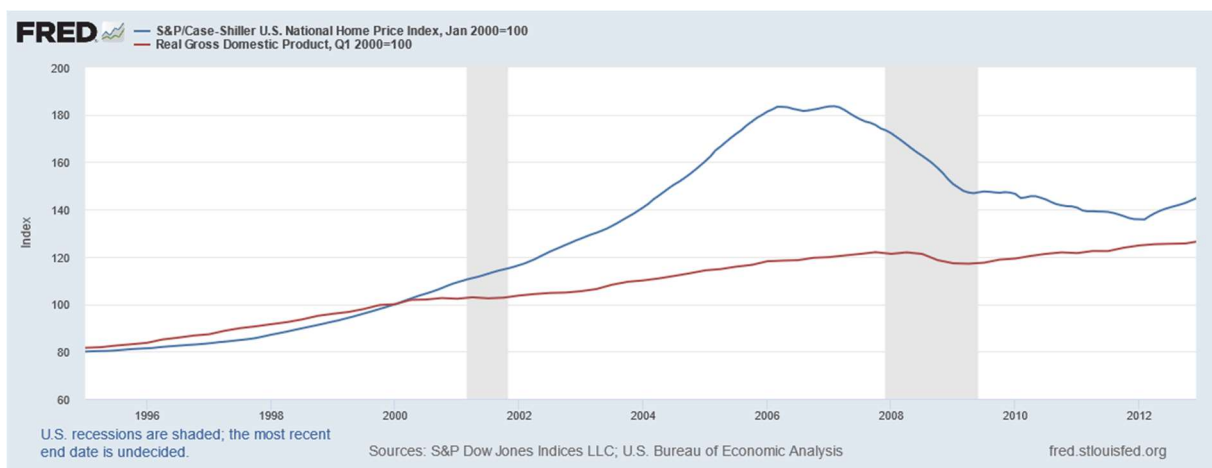
²⁰⁷ Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 179-180.

3.1.2.1. Immobilienboom und Verschuldung

Die amerikanischen Immobilienpreise waren schon seit den 1990er Jahren im Steigen begriffen, doch ab der Jahrtausendwende wurde das Wachstum zusehends extremer. So stiegen sie von Jänner 2000 bis Juni 2006 im bundesweiten Durchschnitt um 85 Prozent, was einem jährlichen Wachstum von etwa zehn Prozent entspricht.²⁰⁸ Natürlich gab es regionale Unterschiede, in besonders wirtschaftsstarken Bundesstaaten war der Anstieg entsprechend höher, so z.B. in Kalifornien fast 150 Prozent (ca. 15 Prozent pro Jahr).²⁰⁹

Viele Menschen sahen in dieser Preissteigerung eine Chance auf leicht verdientes Geld und wollten vom Hype profitieren. So wurden Immobilien nicht nur zu Wohnzwecken, sondern zusehends auch als Wertanlage gekauft, in der Erwartung steigender Preise teilweise auch auf Kredit. Dieses Klima aus Wachstumsoptimismus, billigen Krediten, großer Risikobereitschaft und laxer Regulierung im Hypothekarbereich befeuerte die Immobilien- und Baubranche und förderte die Entstehung einer Blase.²¹⁰ Zusätzlich erhielt die Immobilienbranche Rückenwind von politischer Seite, sowohl die Clinton- als auch die Bush-Regierung propagierten eine Eigenheiminitiative.²¹¹

Abbildung 5: Immobilienpreisindex vs. reales Bruttoinlandsprodukt, 01/1995 – 12/2012²¹²



Case-Shiller-Immobilienindex: blau, Indexierung 01/2000=100%, Monatswerte

Bruttoinlandsprodukt (real): rot, Indexierung Q1/2000=100%, Quartalswerte

²⁰⁸ Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 184.

²⁰⁹ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 144.

²¹⁰ Vgl. Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 109.

²¹¹ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 147.

²¹² Vgl. FRED, S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index (CSUSHPISA) und Real Gross Domestic Product (GDPC1), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPISA> und <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>.

Abbildung 5 vergleicht die Entwicklung der Immobilienpreise gemäß dem „Case-Shiller-Index“ mit der Entwicklung des realen Bruttoinlandsproduktes. Während in den 1990er Jahren das Wachstum weitgehend parallel verlief, kam es etwa ab dem Jahr 2000 zu einem deutlich stärkeren Anstieg der Immobilienpreise. Bis zur Plateauphase (Anfang 2006 bis Mitte 2007) stiegen die Immobilienpreise mehr als 80 Prozent, das reale BIP aber nur um ca. 20 Prozent. Nach dem Platzen der Immobilienblase näherten sich die Werte wieder an. Ebenfalls lässt sich erkennen, dass die Rezession (graue Balken) zeitversetzt nach dem Sinken der Immobilienpreise einsetzte.

Das Wachstum am Immobilienmarkt wurde in erster Linie durch die hohe Verfügbarkeit von billigen Krediten finanziert. Umgekehrt dienten Immobilien, in Erwartung steigender Preise, aber vielfach auch als Sicherheiten für zusätzliche Konsumkredite (die ihrerseits die Nachfrage in anderen Sektoren ankurbelten). Die dadurch entstehende hohe Hypothekenlast konnte aber nur bei einem weiteren Anstieg der Immobilienpreise geschultert werden. Insgesamt überstieg der Konsum der amerikanischen Privathaushalte ihre Einkommen, d.h. sie mussten sich zunehmend verschulden.²¹³

Der daraus resultierende hohe Verschuldungsgrad der amerikanischen Haushalte war ein wesentlicher Risikofaktor. Viele hatten aufgrund der leichten Verfügbarkeit und der niedrigen Zinsen Kredite aufgenommen, die sie sich eigentlich nicht leisten konnten und spekulierten auf die langfristige Wertsteigerung ihrer Immobilien. Das Immobilienkreditvolumen stieg zwischen 2001 und 2007 bei in etwa gleichbleibendem Lohnniveau um 63 Prozent. Neben den Haushalten verschuldeten sich auch Unternehmen, besonders Finanzunternehmen, indem sie Immobilienfinanzprodukte aufgrund der hohen Gewinnerwartungen auf Kredit kauften, um am allgemeinen Hype mitzuverdienen.²¹⁴

Die Federal Reserve ignorierte lange Zeit die Immobilienblase in der Überzeugung, der Markt würde für ein natürliches Gleichgewicht sorgen. Ebenso ignorierte sie die zunehmende Verschuldung der Privathaushalte (unmittelbar vor der Krise lag die Gesamtverschuldung der amerikanischen Haushalte bei 130 Prozent des BIP) bzw. beförderte diese sogar durch ihre Niedrigzinspolitik. Eben diese Mischung aus Immobilienboom und zunehmender Verschuldung sollte die Krisenanfälligkeit der amerikanischen Wirtschaft stark erhöhen.²¹⁵

²¹³ Vgl. *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 185.

²¹⁴ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 150.

²¹⁵ Vgl. *Reinhart, Rogoff*, This Time is Different, 212.

3.1.2.2. Hypothekarkredite und „Government-Sponsored Enterprises“

Zum besseren Verständnis der Krisendynamik ist es notwendig, die grundlegende Funktionsweise des amerikanischen Kredit- und Hypothekensystems in den 2000er Jahren zu beleuchten. Die traditionelle Variante von Immobilienkrediten ist bekannt: Die Bank prüft die Bonität der Kreditnehmer*innen und vergibt, nach positivem Ergebnis, den, auf eine bestimmte Laufzeit vergebenen, Kredit, der mit einer Hypothek auf das Haus gegen Ausfall abgesichert wird. Die Kreditnehmer*innen können die Immobilie nun erwerben und zahlen fortan die vereinbarten Kreditraten plus Zinsen an die Bank zurück, bis der Kredit getilgt ist. Zwar gab es solche klassischen Bankkredite auch vor der Finanzkrise, die Mehrzahl der Immobilienkredite wurde aber von spezialisierten Hypothekenbanken („Mortgage Lenders“) vergeben.²¹⁶ Diese waren rechtlich gesehen keine Banken, da sie kein Einlagengeschäft betrieben und daher auch nicht von Bankgesetzen betroffen. Insgesamt waren Regulierung und Aufsicht in diesen Bereichen des Finanzmarktes lückenhaft bis nicht existent.²¹⁷

Der Clou, sowohl bei den klassischen Bank- als auch an den Hypothekarkrediten, bestand nun darin, dass die kreditgebenden Institute die erhaltenen Hypotheken an Dritte weiterverkauften. Bei diesen handelte es sich um Investmentbanken und Hedgefonds einerseits, und um sogenannte „Government-Sponsored Enterprises“ (GSEs) andererseits. Die beiden bekanntesten und mit Abstand größten waren „Fannie Mae“ (Federal National Mortgage Association) und „Freddie Mac“ (Federal Home Loan Mortgage Corporation).²¹⁸ Allerdings darf man sich von ihren Namen nicht in die Irre führen lassen, es handelte sich um privatrechtlich organisierte Finanzdienstleister. „Fannie Mae“ wurde zwar als staatliche Bank im Rahmen des „New Deal“ ins Leben gerufen, um den US-Immobilienmarkt mit Liquidität zu versorgen, 1968 allerdings privatisiert und um den Konkurrenten „Freddie Mac“ bereichert.²¹⁹ Die nunmehr privaten GSEs erhielten zwar offiziell keine staatlichen Garantien, dennoch gingen die meisten Marktteilnehmer*innen davon aus, dass der Staat im Notfall einspringen würde. Aufgrund dieser vermeintlichen Absicherung hatten sie einen Marktvorteil gegenüber den vollständig privaten Investmentbanken und Hedgefonds, sie kamen leichter an Investor*innen und damit an Kapital.

²¹⁶ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 145.

²¹⁷ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 150-151.

²¹⁸ „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ hielten 2003 ca. die Hälfte und 2006 immerhin noch ca. ein Drittel aller Hypotheken, der Rest entfiel auf private Finanzinstitute. (Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 147.)

²¹⁹ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 145-146.

Außerdem emittierten sie eigene Anleihen, die – bei höherer Verzinsung – als ähnlich sicher wie amerikanische Staatsanleihen gehandelt wurden.²²⁰

3.1.2.3. „Securitization“ und „Mortgage-Backed Securities“

Die sogenannten Hypothekendienstleister, also „Fannie Mae“, „Freddie Mac“ und ihre privatwirtschaftlichen Mitbewerber, kauften also Hypotheken auf und bündelten sie, in einem Verbriefung („Securitization“) genannten Prozess, zu sogenannten hypothekenbesicherten Wertpapieren („Mortgage-Backed Securities“ bzw. MBS). Diese wurden dann wiederum in kleine Tranchen zerlegt und stückweise an Investor*innen (vor allem institutionelle Großinvestoren wie Banken, Versicherungen, Investment- und Hedgefonds) weiterverkauft. Neben den MBS spielten noch andere Finanzprodukte wie die „Collateralized Debt Obligations“ (CDOs) eine Rolle. Diese wurden über eigene (häufig steuerlich und regulatorisch begünstigte) Zweckgesellschaften der Hypothekendienstleister in verschiedene Risikoklassen zerlegt und ebenso an Investor*innen weiterverkauft.²²¹ Darüber hinaus gab es noch eine ganze Reihe anderer Formen sogenannter „Asset-Backed Securities“ (ABS), z.B. Verbriefungen von Kreditkartenschulden, Studierendenkrediten oder Kfz-Krediten.²²²

Prinzipiell dient diese Praxis der „Securitization“ – wie der Name schon sagt – der Absicherung gegen Risiken. Indem Hypotheken aus unterschiedlichen Regionen und mit unterschiedlichen Bewertungen gebündelt werden, ist der Schaden bei Ausfall einzelner Hypotheken nicht so groß, das Risiko wird gestreut. Weiters können Investor*innen beim Kauf dieser Finanzderivate (eine korrekte Bewertung vorausgesetzt) zwischen verschiedenen Risikoklassen, die auch unterschiedliche Renditen mit sich bringen, wählen.²²³ Darüber hinaus schafft die Verbriefung durch ein GSE wie „Fannie Mae“ oder „Freddie Mac“ auch ein Gefühl von Sicherheit, da sie einerseits den Investor*innen ihre Zinszahlungen garantierten²²⁴ und andererseits der Staat als implizite Absicherung hinter ihnen stand.²²⁵

Eine weitere Intention der „Securitization“ besteht darin, illiquide Hypotheken in liquide Finanzprodukte (wie MBS oder CDOs) umzuwandeln, d.h. ein an sich nicht handelbarer Vermögenswert wird zu einem hochverzinslichen Anlageprodukt. Die kreditgebenden Institute

²²⁰ Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 198.

²²¹ Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 181-183.

²²² Vgl. Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 93.

²²³ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 147.

²²⁴ Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 198.

²²⁵ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 145.

(spezialisierte „Mortgage Lenders“ sowie Banken) kommen durch den Weiterverkauf der Hypotheken – ähnlich wie bei der Geldschöpfung durch Kreditvergabe – an frisches Kapital, das sie wiederum in Form von Krediten vergeben können.²²⁶ Durch diesen Kreislauf fließt immer mehr Kapital in den Immobilienmarkt. Die „Securitizer“ (GSEs und Investmentbanken) verdienen ihrerseits am Weiterkauf der MBS und CDOs an Investor*innen, die wiederum von den Wertsteigerungen der Papiere profitieren. Solange die Immobilienpreise steigen, profitieren alle Beteiligten von diesem System und die Nachfrage nach Krediten und Häusern beflügelt die Baubranche.²²⁷

3.1.2.4. Rückkaufvereinbarungen („Repos“)

Die Ökonomen Gary Gorton und Andrew Metrick gehen auf einen weiteren Risikofaktor ein. Seit den 1980er Jahren hatte sich ein neuer Markt, das sogenannte „Shadow or Wholesale Banking System“, entwickelt. Darunter verstehen sie jene Teile des Finanzsektors, die zwar formell keine Banken waren, aber bankähnliche Geschäfte betrieben, wie z.B. die Investmentbanken. Firmen wie Bear Stearns, Citibank, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch oder Morgan Stanley zählten zu den bedeutendsten amerikanischen Finanzdienstleistern, die am „Shadow Market“ Geschäfte machten. Da sie nur mit „Securities“ handelten, aber kein Einlagengeschäft betrieben, unterlagen sie nicht den bankenspezifischen Regulierungen.²²⁸ Ihre Kund*innen waren vornehmlich große Unternehmen und institutionelle Investoren, die diesen „Schattenmarkt“ zunehmend für ihre Bankgeschäfte entdeckten.²²⁹

Besonderer Beliebtheit erfreute sich ein Finanztransaktionsinstrument namens „Sale and Repurchase Agreement“ (Rückkaufvereinbarung) oder kurz „Repo“. „Repos“ haben eine vergleichbare Funktion wie Sichteinlagen bei normalen Banken, sie geben Großkund*innen und institutionellen Investoren (z.B. Investmentfonds) die Möglichkeit, ihr freies Kapital kurzfristig (z.B. über Nacht) und jederzeit verfügbar bei einer Investmentbank zu parken und dafür Zinsen zu erhalten. Die Investor*innen erhalten zur Besicherung ihres Kapitals einen entsprechenden Gegenwert in Anleihen von der Investmentbank. Diese kann mit dem Kapital neue Anleihen kaufen und wiederum als Sicherheiten an andere Investor*innen ausgeben. Die Investmentbank

²²⁶ Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 177-181.

²²⁷ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 145.

²²⁸ Vgl. Gary Gorton, Andrew Metrick, The Financial Crisis of 2007-2009. In: Parker, Whaples, Routledge Handbook, 378-388, hier 382-383 und 388.

²²⁹ Vgl. Gorton, Metrick, The Financial Crisis of 2007-2009, 380.

verdient an den Preissteigerungen der Anleihen und zahlt mit einem Teil des Gewinns die vereinbarten Zinsen an die Investor*innen.²³⁰

Dabei wird ein grundsätzliches Vertrauen – ähnlich wie bei der Einlösbarkeit von Schecks in früheren Zeiten – der Investor*innen in den Wert der Sicherheiten vorausgesetzt. Das heißt, in der täglichen Praxis wird die Qualität der erhaltenen Anleihen nicht überprüft, sondern einfach als Sicherheit akzeptiert. Im Falle einer sich anbahnenden Krise steigt allerdings die Verunsicherung der Investor*innen und sie bevorzugen es, ihr Geld abzuziehen, da eine detaillierte Prüfung der einzelnen Sicherheiten zu aufwendig wäre.²³¹

Das Geschäft mit den „Repos“ war zwar an sich nicht neu, hatte aber seit den 1980er Jahren dramatisch zugenommen. Grund für das Wachstum des „Shadow Banking Sector“ war unter anderem die Entstehung immer größerer internationaler Unternehmen und institutioneller Investoren, die an den globalisierten Finanzmärkten in immer größeren Mengen neue Finanzprodukte, aber auch sichere Anlageformen nachfragten. Da die klassischen Sicherheiten (wie etwa Staatsanleihen) mengenmäßig nicht mehr ausreichend waren, erlangte das Geschäft mit der „Securitization“, das es ermöglichte, auf privatem Kapital beruhende Anleihen zur Besicherung der „Repos“ zu vergeben, zunehmende Bedeutung. Aus diesem Grund vervierfachte sich die Emission der „Asset-Backed Securities“ (Oberkategorie für forderungsbesicherte Wertpapiere, inkludiert u.a. MBS und CDOs) von 500 Milliarden Dollar im Jahr 1990 auf über zwei Billionen Dollar im Jahr 2006.²³²

Die Gesamtgröße des amerikanischen „Shadow Banking Sector“ wird für den Zeitraum unmittelbar vor der Krise auf ca. zehn Billionen Dollar geschätzt, womit er in etwa gleich groß wie der gesamte Geschäftsbankensektor gewesen wäre. Dabei war der „Schattensektor“ ähnlich krisenanfällig wie ein Bankensystem ohne Einlagensicherung. Vor der Krise gab es ein großes Kreditwachstum und ein starkes Ansteigen der Verschuldung, um in „Asset-Backed Securities“ (vor allem MBS) zu investieren. Haushalte und Unternehmen verschuldeten sich, um Investitionen, vor allem in den Immobilienmarkt bzw. in Finanzprodukte, die auf Immobilienprodukten beruhten, zu tätigen.²³³

²³⁰ Vgl. *Gorton, Metrick*, The Financial Crisis of 2007-2009, 381.

²³¹ Vgl. *Gorton, Metrick*, The Financial Crisis of 2007-2009, 381-382.

²³² Vgl. *Gorton, Metrick*, The Financial Crisis of 2007-2009, 382.

²³³ Vgl. *Gorton, Metrick*, The Financial Crisis of 2007-2009, 383.

3.1.2.5. Sinkende Kreditvergabestandards

Als Konsequenz dieses Liquidität und Nachfrage erzeugenden Schneeballsystems, des anhaltenden Wachstumsoptimismus und des zunehmenden Wettbewerbs unter Hypothekenbanken sowie Hypothekendienstleistern kam es immer mehr zu einer Ausweitung der Kreditvergabetätigkeit bei niedrigen Zinsen²³⁴ und gleichzeitig sinkenden Kreditvergabekriterien, sodass ein eigenes Hochrisikosegment, der sogenannte „Subprime“-Markt, für Kreditnehmer*innen mit schlechter Bonität entstand und zusehends größer wurde.²³⁵

Im Unterschied zu festverzinslichen Krediten gab es bei den „Subprime“-Krediten abweichende Konditionen. Zumeist waren sie variabel verzinst und lockten mit einem niedrigen Anfangszinssatz, teilweiser „Zinsfreiheit“ für bis zu zehn Jahre und erst danach zu leistenden Rückzahlungsraten. Diese scheinbar günstigen Konditionen ermöglichten auch vielen Geringverdiener*innen Kreditaufnahme und Hauskauf. Nach der anfänglichen „Schonfrist“ waren aber erhebliche Zinsaufschläge möglich und im Falle steigender Leitzinsen auch jederzeit vorgesehen, was viele Kreditnehmer*innen in erhebliche Zahlungsschwierigkeiten versetzte und oft im Verkauf der Immobilie endete. Theoretisch war es für Kreditnehmer*innen – unter der Voraussetzung steigender Immobilienpreise – aber tatsächlich möglich, mit einem solchen Kredit günstig auszusteigen. Solange der Markt im Steigen begriffen war, konnte die Immobilie nach einigen Jahren wieder verkauft und der Kredit samt Zinsen aus dem Erlös beglichen werden.²³⁶

Wiederum profitierten alle Beteiligten, solange das System funktionierte: Die Hypothekemakler*innen erhielten ihre Provisionen unabhängig von der Rückzahlung der von ihnen vermittelten Kredite. Die kreditgebenden Institute wiegten sich in der vermeintlichen Sicherheit, dass im Falle eines Kreditausfalles der gestiegene Wert der Immobilie den Kapitalverlust mehr als kompensieren würde. Und die Hypothekendienstleister und Investor*innen profitierten mit ihrem Geschäftsmodell aus „Securitization“ und Weiterverkauf von der Immobilienblase.²³⁷

²³⁴ Vgl. *Aliber, Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 93.

²³⁵ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 146-147.

²³⁶ Vgl. *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 184.

²³⁷ Vgl. *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 183.

3.1.2.6. Die Rolle der Ratingagenturen

Die Kombination aus scheinbar geringem Risiko (implizite staatliche Absicherung der GSEs) und vergleichsweise hohen Erträgen der MBS (die Sparzinsen waren nach dem Platzen der „Dotcom“-Blase sehr niedrig) zog immer mehr Anleger*innen und Kapital an. Dadurch wurde eine Blasenbildung begünstigt, die die Preise in schwindelerregende Höhen trieb. Außerdem erhielten viele MBS ausgezeichnete (d.h. risikoarme) Bewertungen durch Ratingagenturen, wodurch die Papiere auch für Pensionsfonds, Versicherungen und andere, traditionell eher konservativ veranlagende, Institute an Attraktivität gewonnen.²³⁸ Dazu sei erwähnt, dass die Ratingagenturen seit den 1970er Jahren nicht mehr von den Investor*innen, sondern von den Hypothekendienstleistern bezahlt wurden, was eine gewisse Bewertungsschiefelage erzeugte. Weitere Interessenskonflikte bestanden aufgrund der häufigen Wechsel von Mitarbeiter*innen der Ratingagenturen zu Investmentbanken, es wurden nach der Krise auch Bestechungsfälle nachgewiesen.²³⁹

Jedenfalls kam es – wie sich nachträglich herausstellen sollte – zu falschen Bewertungen vieler MBS durch die Ratingagenturen (Moody's, Standard and Poor's und Fitch führten über 95 Prozent aller Ratings durch). Viele MBS erhielten „Triple-A-Ratings“ ohne nähere Überprüfung, allein aufgrund der Tatsache, dass die zugrundeliegenden Hypotheken regional gestreut waren – was aber im Fall einer bundesweiten Immobilienkrise wenig nutzen sollte.²⁴⁰ Durch den Prozess der „Securitization“ und anschließenden Stückelung wurden Inhalt, Herkunft und Risiko der MBS zunehmend undurchsichtiger:

„It was not uncommon that even the firms that created mortgage securities were not aware of the specific contents of the MBS and CDOs they designed. Everyone understood that they contained mortgages, but the regions that originated the mortgage and the risk profiles of the borrowers were buried in a mass of data that were not closely examined.“²⁴¹

²³⁸ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 146-147.

²³⁹ Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 183.

²⁴⁰ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 151.

²⁴¹ Gerber, A Great Deal of Ruin, 151.

3.1.2.7. Ausländisches Kapital

Einen weiteren wesentlichen Faktor bei der Blasenbildung am Immobilienmarkt stellte ausländisches Kapital dar. Aus Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen (mehr Einnahmen als Ausgaben) wie Deutschland, China oder Japan floss ebenso wie aus der saudischen und russischen Ölindustrie Kapital in den amerikanischen Finanzmarkt. Die USA waren ein beliebtes Investitionsziel, da sie als sicherer Markt mit stabilem Wachstum betrachtet wurden und viele (vor allem asiatische) Schwellenländer ihre Volkswirtschaften mit Dollar-Devisen absichern und stabilisieren wollten. Erdölexportierende Länder im Nahen Osten suchten ebenso Anlagemöglichkeiten wie die alternden Gesellschaften Japans und Deutschlands.²⁴²

Die Möglichkeit, auf diese Weise von der Stabilität sowie den guten Wachstums- und Gewinnaussichten der US-Immobilien- und Finanzbranche zu profitieren, erzeugte eine – wie es Federal Reserve-Vorsitzender Ben Bernanke²⁴³ schon vor der Krise nannte – „globale Sparschwemme“ („global saving glut“), einen Überschuss an globalen Ersparnissen, die auf der Suche nach attraktiven Investments den amerikanischen Markt überschwemmten. Neben den USA waren auch die Immobilienmärkte anderer Länder, allen voran in Großbritannien, Irland und Spanien, betroffen.²⁴⁴ Hingegen kam es in Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen (wie etwa Deutschland oder Japan) kaum zu Immobilienbooms, ein weiteres Indiz, dass ausländisches Kapital eine wichtige Rolle bei der Blasenbildung spielte.²⁴⁵

Auf diese Weise flossen zwischen 2000 und 2007 etwa 4,7 Billionen Dollar ausländischen Kapitals in die USA.²⁴⁶ In Relation ausgedrückt: Zwischen 2004 und 2006 flossen zwei Drittel der weltweiten Überschüsse der Länder mit positiver Leistungsbilanz in die USA.²⁴⁷ Davon profitierten amerikanische Finanzinstitute wie Citibank, Goldman Sachs, Lehman Brothers oder Merrill Lynch, sie kamen massenhaft an billiges Kapital und konnten dadurch ihr Geschäft mit der „Securitization“ und den Immobilienboom vorantreiben. Viele amerikanische Unternehmen, Ökonomen und Politiker erachteten das ausländische Kapital als gewinnbringende Chance und weder die Federal Reserve noch die Regierung sahen ein nicht vertretbares Risiko darin.²⁴⁸

²⁴² Vgl. *Reinhart, Rogoff*, *This Time is Different*, 209.

²⁴³ Vgl. *Ben Bernanke*, *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10. März 2005, online unter <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>.

²⁴⁴ Vgl. *Gerber*, *A Great Deal of Ruin*, 149.

²⁴⁵ Vgl. *Reinhart, Rogoff*, *This Time is Different*, 213.

²⁴⁶ Vgl. *Gerber*, *A Great Deal of Ruin*, 148-149.

²⁴⁷ Vgl. *Reinhart, Rogoff*, *This Time is Different*, 210.

²⁴⁸ Vgl. *Reinhart, Rogoff*, *This Time is Different*, 208-212.

Wie sich im Rückblick feststellen lässt, war eine ganze Reihe von Risikofaktoren bereits in den Jahren vor der Finanzkrise gegeben:

- Eine ausufernde Blasenbildung am Immobilienmarkt, finanziert durch einen Kreditboom, zunehmende Verschuldung und sinkende Vergabestandards
- Eine fehlende oder zumindest mangelhafte Aufsicht der weitgehend unregulierten Finanzmärkte, die mit neuartigen Produkten experimentierten
- Ein substantielles Leistungsbilanzdefizit der USA und ein hoher Anteil an ausländischem Kapital als zusätzlicher Preistreiber²⁴⁹

²⁴⁹ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 151-152.

3.2. Von der „Subprime“-Krise zur Finanzkrise

Wie im vorigen Kapitel beschrieben, funktionierte das System aus Immobilienkreditvergabe, Verkauf der Hypotheken an GSEs und andere Finanzinstitute, deren Bündelung zu MBS und anschließendem Weiterverkauf an Investor*innen so gut, dass massenhaft heimisches und internationales Kapital in den amerikanischen Immobiliensektor floss. Bau- und Finanzbranche boomten und die Immobilienpreise schossen binnen kurzer Zeit in lichte Höhen. Dieses, auf Kredit und Verschuldung basierende, System befeuerte aber nicht nur den Immobilienmarkt und begünstigte dort eine gefährliche Blasenbildung, sondern war auch treibende Kraft für das allgemeine Wachstum in Finanz- und Realwirtschaft, was sich noch als verhängnisvolle Verbindung erweisen sollte.

3.2.1. Die „Subprime“-Blase platzt

Die Liquiditätsschwemme an den Finanzmärkten, der allgemeine Wirtschaftsboom und das niedrige Zinsniveau führten zu steigender Inflation, der die Federal Reserve mit einer stufenweisen Erhöhung der Leitzinsen („Federal Funds Rate“) von einem Prozent im Juni 2004 auf 5,25 Prozent im Juni 2006 begegnete.²⁵⁰ Das bedeutete aber auch (zum Teil drastisch) steigende Zinsen für Hypothekarkredite mit variabler Verzinsung, was vor allem „Subprime“-Kreditnehmer*innen in Bedrängnis brachte. Zunächst versuchten viele, durch Umschuldungen oder die Aufnahme zusätzlicher Kredite (dank der gestiegenen Immobilienpreise konnten höhere Hypotheken eingegangen werden) Zwangsvollstreckungen zu verhindern. Als die Zinsen jedoch immer weiter stiegen, wurden die Zinsleistungen zunehmend unfinanzierbar.²⁵¹

Gleichzeitig erreichte der Immobilienboom seinen Höhepunkt. Abhängig vom verwendeten Index und der betrachteten Region erreichte der Immobilienmarkt seinen Zenit zwischen Juli 2006 und August 2007.²⁵² Die Bautätigkeit hatte die Nachfrage nach Immobilien überflügelt und die Preise waren so hoch gestiegen, dass die Nachfrage nach Immobilien und damit nach Krediten nachließ und allmählich zu einer negativen Preisentwicklung führte. Die fallenden

²⁵⁰ Vgl. FRED, Federal Funds Target Rate (DFEDTAR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTAR>.

²⁵¹ Vgl. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 187.

²⁵² In einzelnen Regionen war der Höhepunkt sogar schon Ende 2005 erreicht worden. (Vgl. Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 106.)

Immobilienpreise bedeuteten einen Wertverlust des Eigentums der Hausbesitzer*innen, die dadurch in Bedrängnis gerieten.²⁵³

Ein weiteres frühes Anzeichen für ein bevorstehendes Platzen der Immobilienblase zeigte sich ab Ende 2006, als die ersten Hypothekemaklerfirmen („Mortgage Broker“) in Konkurs gingen. Diese hatten Hypotheken zwischen Kreditnehmer*innen und Investmentbanken vermittelt und teilweise zeitlich begrenzte Haftungen übernommen. Als diese aufgrund erster Zahlungsausfälle schlagend wurden, mussten viele Broker Konkurs anmelden und die Investmentbanken blieben auf den Hypotheken sitzen. In der Folge kam es zu einem Rückgang bei Kreditvergabe und Hauskäufen, wodurch ein Überangebot an Immobilien und allgemein fallende Preise begünstigt wurden.²⁵⁴

Als Konsequenz der gestiegenen Zinsen und der gesunkenen Immobilienpreise wurden immer mehr Kredite notleidend. Ab dem Frühjahr 2007²⁵⁵ häuften sich Zahlungsausfälle im Bereich der „Subprime“-Kredite – viele Kreditnehmer*innen mit geringer Bonität waren nicht mehr in der Lage, ihre Kreditraten zu bedienen, viele wurden zwangsvollstreckt und ihre Häuser fielen an die Hypothekenbanken. Dadurch vergrößerte sich das Angebot der am Markt befindlichen Immobilien schlagartig, was bei ohnehin nachlassender Nachfrage zu drastischen Wertverlusten führte.²⁵⁶ Bis zum Tiefpunkt sollten die Immobilienpreise um mehr als 30 Prozent fallen²⁵⁷ und mehr als zehn Millionen Familien ihr Zuhause durch Zwangsvollstreckungen verlieren.²⁵⁸

Aufgrund des allgemeinen Immobilienpreisverfalls deckten viele Hypotheken nun aber nicht mehr den gesamten vergebenen Kreditwert ab, die kreditgebenden Institute mussten Abschreibungen in Kauf nehmen bzw. blieben auf den stark im Wert gesunkenen Immobilien sitzen.²⁵⁹ Durch das System der „Securitization“ gerieten nun aber auch die GSEs, Investmentbanken und ihre Investor*innen in Bedrängnis, da die MBS an Wert verloren und nicht mehr als Sicherheiten für neue (kurzfristige) Darlehen genutzt werden konnten. So kam das gesamte Geflecht aus Bau- und Immobilienbranche, Hypothekarkrediten, MBS und dem Finanzmarkt allgemein unter Druck und sollte schließlich zusammenbrechen.²⁶⁰

²⁵³ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 152.

²⁵⁴ Vgl. *Aliber, Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 106.

²⁵⁵ Vgl. *Oliver Budzinski, Albrecht F. Michler*, Subprime-Krise (20.02.2018). In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/subprime-krise-51706/version-274862>.

²⁵⁶ Vgl. *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 187.

²⁵⁷ Vgl. *Aliber, Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 105.

²⁵⁸ Vgl. *Aliber, Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 319.

²⁵⁹ Vgl. *Aliber, Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 109.

²⁶⁰ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 152.

3.2.2. Vom Immobilien- zum Finanzmarkt

Die Kreditausfälle im „Subprime“-Markt führten bereits im ersten Halbjahr 2007 zur Insolvenz einiger Hypothekenbanken sowie zum Preisverfall der betroffenen Immobilien. In der Folge kam es zu einem Rückgang im „Repo“-Geschäft, da viele Investor*innen die Lage als instabil einschätzten. Deshalb reduzierten sie ihr, in „Repos“ veranlagtes, Kapital und verlangten höhere Sicherheiten von den Investmentbanken. Diese mussten – in Ermangelung neuer Investor*innen – das fehlende Kapital durch den Verkauf von Vermögenswerten begleichen. Dazu verkauften sie vor allem MBS mit hohen Bewertungen (AAA), weil sich für diese noch gute Preise erzielen ließen. Dadurch kam es aber auch zum Preisverfall im „Prime Market“, wodurch das „Repo“-Geschäft einbrach und es zu einer Liquiditätskrise am Finanzmarkt allgemein kam.²⁶¹

Die Investor*innen begannen nun allgemein die Bonität der, den MBS und CDOs zugrundeliegenden, Hypotheken anzuzweifeln und versuchten panikhaft die Derivate zu verkaufen, die aber niemand mehr haben wollte. Als Konsequenz wurden die MBS praktisch wertlos und das in sie investierte Finanzkapital vernichtet, wodurch die internationalen Finanzmärkte ab Mitte 2007²⁶² in große Schwierigkeiten gerieten. Die kreditgebenden Institute versuchten noch, Liquiditätsengpässen und Verlusten entgegenzuwirken, indem sie andere Vermögenswerte, wie Aktienpakete, veräußerten. Dadurch kam es aber mit einiger Verzögerung (Ende 2007) zur Ansteckung der Börse, die ebenfalls von der Immobilienblase profitiert hatte. Außerdem bewirkten Kreditausfälle und Entwertung der MBS eine sinkende Eigenkapitalquote der Finanzinstitute und damit einen Einbruch der Kreditvergabe, was sich in weiterer Folge auf die Realwirtschaft auswirken sollte.²⁶³

Im Juni 2007 kam es zum ersten prominenten Zusammenbruch, als die Investmentbank Bear Stearns bekanntgab, dass zwei ihrer Hedgefonds, die in MBS investiert hatten, bankrott seien, wodurch aber zunächst nur die betroffenen Investor*innen ihr Geld verloren. Im August gerieten Investmentfonds der französischen Bank BNP Paribas, die ebenfalls am amerikanischen Hypothekenmarkt aktiv waren, in Bedrängnis. Im selben Monat kam es zu „Bank Runs“ der Geldgeber*innen auf die größten Hypothekenbanken der USA (Countrywide Financial) und

²⁶¹ Vgl. *Gorton, Metrick*, The Financial Crisis of 2007-2009, 384-385.

²⁶² Vgl. *Budzinski, Michler*, Subprime-Krise. In: Gabler Wirtschaftslexikon.

²⁶³ Vgl. *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 185-188.

Großbritanniens (Northern Rock). Erstere wurde in der Folge von der Bank of America übernommen, zweitere zunächst mit Notkrediten versorgt und später verstaatlicht.²⁶⁴ Auf diese Weise führten bis Ende 2007 Kreditausfälle und Abwertungen der MBS zu erheblichen Erschütterungen am amerikanischen, aber zusehends auch am internationalen Finanzmarkt, die schließlich auch auf die Realwirtschaft übergriffen.²⁶⁵ Die Rezession in den USA begann im Dezember 2007.²⁶⁶

Abbildung 6: Effective Federal Funds Rate, 01/2000 – 01/2010²⁶⁷



Abbildung 6 zeigt die US-Leitzinsen vom hohen Niveau vor der „Dotcom“-Krise über die Niedrigzinsphase Anfang der 2000er Jahre und die schrittweisen Erhöhungen ab Mitte 2004 bis zur neuerlichen Zinsreduktion im Zuge der Finanzkrise. Letztendlich wurde die Federal Funds Rate auf bis zu null Prozent gesenkt und erst ab Ende 2015 langsam wieder angehoben.

Die Federal Reserve reagierte auf die einsetzende Rezession mit ihrem geldpolitischen Standardrepertoire, nämlich mit einer Senkung der Leitzinsen einerseits sowie der Bereitstellung von Liquidität an illiquide, aber solvente Finanzinstitute andererseits. Im März 2008 vermittelte die Federal Reserve die Übernahme und damit die Rettung der vor dem Bankrott stehenden Investmentbank Bear Stearns durch den Konkurrenten JPMorgan Chase.²⁶⁸ Der Zusammenbruch des Immobilien- und Hypothekenmarktes setzte sich aber ungebremst fort und bewirkte ein drastisches Absinken der Kreditvergabe. Dadurch und durch die Wertverluste an den

²⁶⁴ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 106-107.

²⁶⁵ Vgl. *Gerber, A Great Deal of Ruin*, 152-153.

²⁶⁶ Vgl. NBER, US Business Cycle Expansions and Contractions.

²⁶⁷ Vgl. FRED, Effective Federal Funds Rate (FEDFUNDS), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>.

²⁶⁸ Die Federal Reserve übernahm Garantien für zweifelhafte Papiere von Bear Stearns im Wert von bis zu 29 Milliarden Dollar. (Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 107.)

Finanzmärkten allgemein ging die Wirtschaftsleistung weiter zurück und befeuerte die Arbeitslosigkeit. Außerdem weitete sich die Banken- und Finanzmarktkrise immer mehr auf andere Länder, vor allem in Europa, aus. Es kam zu zahlreichen Fusionierungen sowie Rettungs- und Verstaatlichungsaktionen diverser Finanzinstitute.²⁶⁹

Im Juli 2008²⁷⁰ gerieten, ausgelöst durch den drastischen Wertverlust der MBS, die beiden GSEs „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ derart in Bedrängnis, dass sie, nach Zustimmung des US-Kongresses, im September 2008²⁷¹ vom Finanzministerium verstaatlicht wurden.²⁷² Diese Maßnahme wurde als politische Willenserklärung, die implizite staatliche Garantie für „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ einzulösen, um schwerwiegende Konsequenzen für die gesamte US-Wirtschaft abzuwenden, wahrgenommen.²⁷³ Die Federal Reserve nutzte ihrerseits eine Sonderbestimmung für Ausnahmesituationen²⁷⁴, die es ihr ermöglichte, auch an Nicht-Banken Notkredite zu vergeben. So unterstützte die Fed noch im selben Monat die Bank of America bei der Übernahme des Brokers Merrill Lynch und rettete den Versicherungs- und Finanzdienstleister American International Group (AIG) mit einem „Bailout“.²⁷⁵

Vor ihre größte Herausforderung wurde die Federal Reserve aber im Fall der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers gestellt. Laut dem damaligen Fed-Vorsitzenden Ben Bernanke kamen die Prüfungen zu dem Schluss, dass Lehman insolvent war, d.h. nicht genügend Vermögenswerte aufwies, um einen Notkredit zu rechtfertigen. Ausgehend von dieser Bewertung wären der Federal Reserve die Hände gebunden gewesen.²⁷⁶ Lediglich das Finanzministerium hätte mit einem politisch legitimierten Notkredit einspringen können, für den aber scheinbar der politische Wille fehlte. Daher ließ man Lehman Brothers am 15. September 2008²⁷⁷ in die Insolvenz gehen, was aufgrund der Größe und Vernetztheit der Investmentbank eine Kettenreaktion nach sich zog und die Krise signifikant vertiefte.²⁷⁸

Die Insolvenz von AIG kann als unmittelbare Folge der Lehman-Pleite betrachtet werden. Der Versicherungskonzern hatte sogenannte „Credit Default Swaps“ (CDS) in Milliardenhöhe

²⁶⁹ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 153.

²⁷⁰ Vgl. Federal Reserve Archival System for Economic Research (FRASER), Federal Reserve Bank of St. Louis' Financial Crisis Timeline, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/timeline/financial-crisis#45>.

²⁷¹ Vgl. FRASER, Financial Crisis Timeline, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/timeline/financial-crisis#51>.

²⁷² Mit Stand 2018 hat sich die Verstaatlichung amortisiert und sogar beträchtliche Gewinne abgeworfen. (Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 146.)

²⁷³ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 154.

²⁷⁴ Vgl. Federal Reserve Act, Section 13 (3), Powers of Federal Reserve Banks: Discounts for individuals, partnerships, and corporations, online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>.

²⁷⁵ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 154-155.

²⁷⁶ Vgl. *Bernanke*, The Federal Reserve and the Financial Crisis, 94-95.

²⁷⁷ Vgl. FRASER, Financial Crisis Timeline, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/timeline/financial-crisis#54>.

²⁷⁸ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 155.

emittiert. Diese Derivate dienten Anleger*innen als Absicherung im Falle von Ausfällen bei anderen Wertpapieren. Viele Inhaber*innen von Lehman-Papieren hatten bei AIG „Credit Default Swaps“ erworben, um für den Fall einer Pleite vorbereitet zu sein. Als genau dieses Szenario eintrat und AIG nicht über die notwendigen Mittel zur Kompensation seiner CDS-Kund*innen verfügte, entschied sich die Federal Reserve, um eine weitere Ansteckung zu vermeiden, für eine umfassende Rettungsaktion. Sie gewährte AIG einen Notkredit in der Höhe von 85 Milliarden Dollar und erhielt im Gegenzug 80 Prozent der Unternehmensaktien.²⁷⁹

Dennoch verstärkte das wechselseitige Misstrauen der Finanzinstitute infolge der Lehman-Pleite den Abzug von Kapital und lähmte die Kreditvergabe, was zu einem dramatischen Liquiditätsengpass führte und die Krise entscheidend vertiefte. So fiel zum Beispiel die Vergabe von Konsortialkrediten (mehrere Banken vergeben gemeinsam einen Kredit) an Großkonzerne vom Vorkrisenhoch im zweiten Quartal 2007 bis zum vierten Quartal 2008 um 80 Prozent.²⁸⁰ Der Liquiditätsengpass wirkte sich also direkt in Form fehlender Kredite auf die Realwirtschaft aus, was zu Investitions- und Umsatzrückgängen, Ausgabensenkungen und Stellenabbau führte. Zusätzlich verschärfte die zahlreichen Konkurse von Finanzinstituten den drastischen Rückgang bei der Kreditvergabe. Insgesamt sollten bis Ende 2011 als Folge der Finanzkrise etwa 300 Hypothekenbanken und fast 500 Geschäftsbanken in Konkurs gehen.²⁸¹

Ab Ende 2007 bekam auch die Börse die Auswirkungen der geplatzten Immobilienblase zu spüren. Der Dow Jones verlor im ersten Halbjahr 2008 14 Prozent, der stärkste Einbruch erfolgte aber erst ab September. Infolge der Lehman-Pleite brach das, ohnehin nur noch marginal vorhandene, Vertrauen in den Finanzsektor endgültig zusammen. Auch die Vergabe von Interbankkrediten reduzierte sich drastisch, da sich die Banken gegenseitig misstrauten, was zu sinkender Kreditvergabe und zu weiteren Aktienverkäufen führte.²⁸² Außerdem lehnte der Kongress ein von der Regierung Bush geplantes Bankenrettungspaket zunächst ab, was noch am selben Tag einen Börsencrash auslöste.²⁸³ Der Dow Jones verlor alleine am 29. September 2008 sieben Prozent bzw. 778 Punkte.²⁸⁴ Insgesamt fiel der Index im zweiten Halbjahr 2008 um 23 Prozent.²⁸⁵

²⁷⁹ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 108.

²⁸⁰ Vgl. *Gorton, Metrick, The Financial Crisis of 2007-2009*, 385-386.

²⁸¹ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 322 und 336.

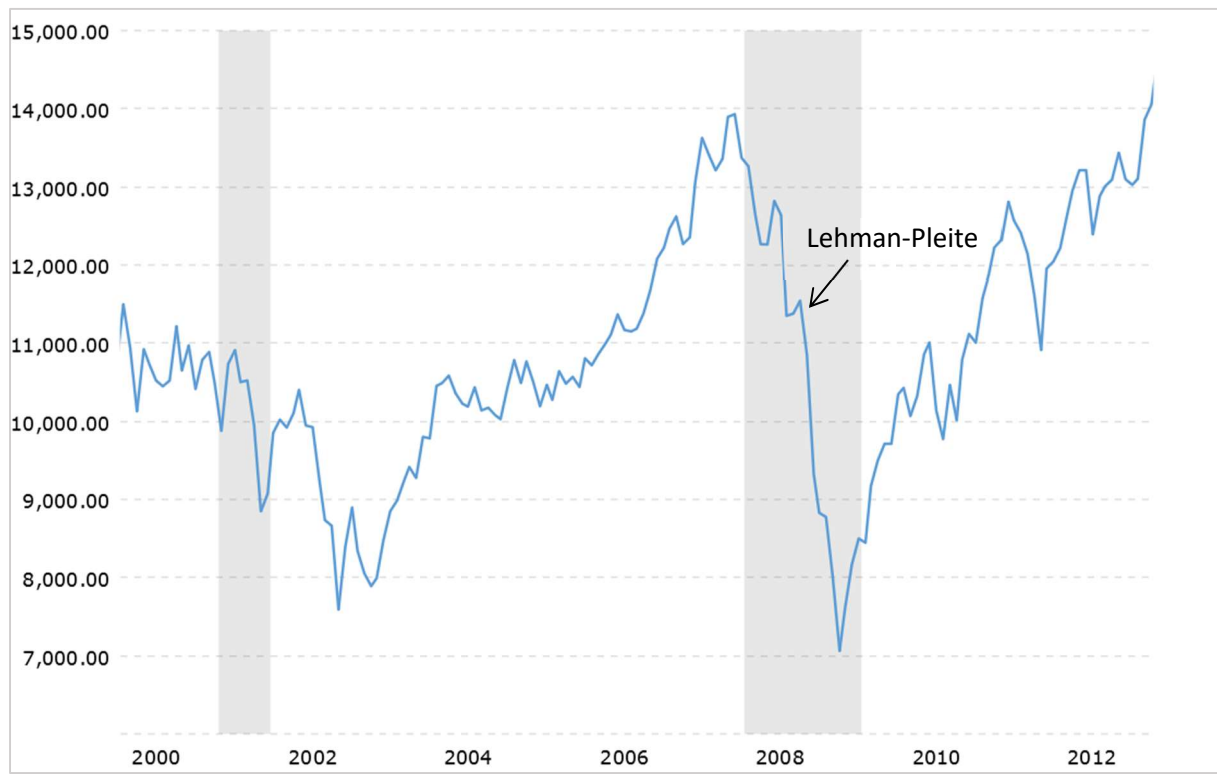
²⁸² Vgl. *Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen*, 188.

²⁸³ Vgl. FRASER, Financial Crisis Timeline, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/timeline/financial-crisis#71>.

²⁸⁴ In absoluten Zahlen war das der bis dahin größte Tagesverlust des Dow Jones, in Prozent belegte er aber nur Platz 19. (Vgl. *Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen*, 189.)

²⁸⁵ Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Daily Performance History.

Abbildung 7: Dow Jones Industrial Average, 12/1999 (Maximum vor der „Dotcom“-Krise) – 02/2013 (Ausgleich der Finanzkrisen-Verluste)²⁸⁶



Der Dow Jones hatte sich erst im September 2006 vollständig von der „Dotcom“-Krise erholt, erreichte sein Maximum im Oktober 2007 bei knapp 14.000 Punkten, halbierte sich bis zum Tiefststand vom Februar 2009 auf ca. 7.000 Punkte und sollte erst vier Jahre später, nämlich im Februar 2013, wieder seinen Vorkrisenwert erreichen.²⁸⁷ Die grauen Balken kennzeichnen Rezessionsphasen.

²⁸⁶ Vgl. Macrotrends LLC, Dow Jones – DJIA – 100 Year Historical Chart.

²⁸⁷ Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Monthly Performance History.

3.3. Was hat die Finanzkrise ausgelöst?

Wie wir gesehen haben, zog das Platzen der US-Immobilienblase weitreichende Verwerfungen an den Finanzmärkten und eine tiefe wirtschaftliche Rezession nach sich. Doch wie konnte aus der „Subprime“-Krise eine globale Finanz- und Wirtschaftskrise werden? Aufgrund der Komplexität des Hypotheken- und Finanzmarktes sowie der Vielzahl an beteiligten Akteur*innen ist es schwierig, einen einzelnen Grund oder Auslöser für die Krise ausfindig zu machen. Die Verantwortung und die Ursachen sind wohl an mehreren Stellen und bei verschiedenen Akteur*innen zu suchen.

Wie in Kapitel 3.1.2. beschrieben lagen zahlreiche Risikofaktoren vor, die eine Blasenbildung begünstigten. Das Konstrukt aus Hypothekarkrediten, deren Verbriefung und Weiterverkauf am Finanzmarkt war ein lukratives Geschäft für eine ganze Reihe von Beteiligten, bei denen auch eine Mitverantwortung an der Krise zu suchen ist. Die Kreditinstitute wandten zunehmend an Fahrlässigkeit grenzende Vergabestandards an und viele Kreditnehmer*innen überschätzten ihre finanziellen Möglichkeiten oder überschritten diese bewusst in der Erwartung steigender Immobilienpreise. Der hohe Anteil an Kreditfinanzierung und der damit steigende Verschuldungsgrad der amerikanischen Haushalte trugen wesentlich zum Wachstum, aber auch zur Instabilität des Immobilienbooms bei.²⁸⁸

Investmentbanken und „Government-Sponsored Enterprises“ wie „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ zeigten große Risikobereitschaft bei der Übernahme von „Subprime Mortgages“ und große Verantwortungslosigkeit bei der intransparenten Bündelung und dem Weiterverkauf der „Securities“. Ratingagenturen trugen mit ihren achtlosen Bewertungen, ohne genaue Prüfung der Papiere, das ihrige zur Blasenbildung bei. Die Investor*innen, einschließlich der großen Mengen ausländischen Kapitals, waren schließlich nur allzu gerne bereit, den Versprechungen vom schnellen Geld Glauben zu schenken und hielten mit ihren Investitionen in fragwürdige Finanzprodukte den Kreislauf aus Kapitalfluss und neuen Krediten am Laufen.²⁸⁹

Zwar trugen all diese Akteur*innen eine gewisse Mitschuld an der Blasenbildung, man könnte aber aus marktliberaler Perspektive argumentieren, dass sie – wenn auch mit eher kurzsichtiger Perspektive – rational agiert haben. Es stellt sich also die Frage, ob durch eine bessere Regulierung der Finanzmärkte oder eine andere Geld- und Fiskalpolitik die Krise verhindert oder abgeschwächt hätte werden können.

²⁸⁸ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 150.

²⁸⁹ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 148-149.

3.3.1. Politische Rahmenbedingungen

Auf politischer Seite lässt sich feststellen, dass Regulierung und Aufsicht der Finanzmärkte mangelhaft bis nicht existent waren. So wurde in den Jahren vor der Krise der „Subprime“-Markt dereguliert und noch 2004 wurde es den Investmentbanken gestattet, ihr „Leverage“-Verhältnis zu verdreifachen, d.h. sie konnten mehr Investments mit weniger Kapitaldeckung eingehen. Obwohl in der Folge ausländische Kapitalzuflüsse, Kreditvergaben und Immobilienpreise durch die Decke schossen, wurde das von offizieller Seite nicht als problematisch betrachtet. So sah etwa der Internationale Währungsfonds noch im April 2007 keinerlei nennenswerte Gefahren für die Weltwirtschaft.²⁹⁰

Die Regierungen von Bill Clinton (1993-2001) und George W. Bush (2001-2009) trugen mit ihrer Eigenheimpolitik zum Immobilienboom bei. Präsident Bush gilt zudem als Verfechter marktliberaler Positionen und zurückhaltender Regulierung, worin viele Beobachter*innen einen wesentlichen Grund für die Entstehung der Spekulationsblase sehen.²⁹¹ Auf jeden Fall hatten die politischen Rahmenbedingungen Einfluss auf die Erwartungshaltungen und damit auf das Verhalten der Marktteilnehmer*innen: „Government policies play a central role in the formation of expectations.“²⁹²

In diesem Zusammenhang spielten auch die „Too Big to Fail“-Thematik²⁹³ und die Erwartungen bezüglich staatlicher Garantien und Rettungsaktionen eine wesentliche Rolle. Insgesamt kann die Ursache der Krise als Mischung aus mangelhafter Regulierung der Finanzmärkte einerseits, und (mehr oder weniger expliziten) staatlichen Garantien andererseits betrachtet werden. Letztere erhöhten die Bereitschaft vieler Finanzakteur*innen, größere Risiken und schuldenfinanzierte Investments einzugehen.²⁹⁴

Zusätzlich begünstigten die niedrigen Leitzinsen in der ersten Hälfte der 2000er Jahre Spekulationsgeschäfte, da einerseits andere Anlageformen (aufgrund der vergleichsweise niedrigen Zinsen) an Attraktivität verloren und andererseits die hohe Verfügbarkeit von günstigen Krediten zusätzliches Kapital in vermeintliche Wachstumsmärkte (wie den Immobilien- und

²⁹⁰ Vgl. *Reinhart, Rogoff*, This Time is Different, 213-214.

²⁹¹ Vgl. *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen, 179.

²⁹² *Aliber, Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 106.

²⁹³ Siehe Kapitel 3.3.4.

²⁹⁴ Für eine umfassende Analyse dieser Problematik siehe: *Umlauf*, Unheilige Dualität.

Finanzmarkt) trieb. Die Federal Reserve stand den neuartigen Finanzinstrumenten sogar positiv gegenüber und betrachtete den Preisanstieg als unproblematisch:

„U.S. Federal Reserve Chairman Alan Greenspan [Vorsitzender von 1987-2006, Anm.] frequently argued that financial innovations such as securitization and option pricing were producing new and better ways to spread risk, simultaneously making traditionally illiquid assets, such as houses, more liquid. Hence higher and higher prices for risky assets could be justified.“²⁹⁵

Für gewöhnlich reagiert die Federal Reserve mit einer Anhebung der Leitzinsen, um extreme Preissteigerungen in einzelnen Marktbereichen zu unterbinden. Die Entwicklung im Immobiliensektor und bei den „Mortgage-Backed Securities“ wurde allerdings von der Federal Reserve lange Zeit wohlwollend oder zumindest ohne besonderen Argwohn betrachtet.²⁹⁶ Die schrittweise Zinserhöhung ab Mitte 2004 kam zu spät, um die Blasenbildung noch einzudämmen. Im Gegenteil halten manche Beobachter*innen die steigenden Zinsen sogar für den eigentlichen Auslöser für das Platzen der Immobilienblase.²⁹⁷

3.3.2. Bankenpanik an den Finanzmärkten

Einige Ökonom*innen sehen den Auslöser der Finanzkrise hingegen in einer neuartigen Form einer Bankenpanik. Neu daran war, dass der „Bank Run“ nicht im klassischen Bankensektor stattfand, sondern im sogenannten „Wholesale“- oder „Shadow“-Bankensektor.²⁹⁸ Auch der damalige Federal Reserve-Vorsitzende Ben Bernanke erklärt: „The crisis of 2008-2009 was a classic financial panic but in a different institutional setting: not in a bank setting but in a broader financial market setting.“²⁹⁹

Die Krise wurde durch das Zusammenspiel aus Immobilienpreisverfall und Kreditausfällen ausgelöst. Viele Hypothekenbanken hatten sich über kurzfristige Finanzprodukte (wie Schuldverschreibungen oder „Repos“) am „Shadow Market“ mit Kapital versorgt, aber langfristige Kredite vergeben. Dadurch erwiesen sie sich im Falle eines „Runs“ auf ihre Verbindlichkeiten (d.h. sie erhielten kein neues kurzfristiges Kapital mehr bzw. zogen die Investor*innen ihr kurzfristiges Kapital ab) als besonders anfällig. Als nun die Investor*innen ihr Geld abzuziehen begannen, waren die Hypothekenbanken gezwungen, Teile ihrer als Sicherheit dienenden

²⁹⁵ Reinhart, Rogoff, *This Time is Different*, 208.

²⁹⁶ Vgl. Aliber, Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*, 141-142.

²⁹⁷ Vgl. Putnoki, *Große Spekulationsblasen und ihre Folgen*, 187-188.

²⁹⁸ Vgl. Gorton, Metrick, *The Financial Crisis of 2007-2009*, 387. Siehe auch Kapitel 3.1.2.4.

²⁹⁹ Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 71.

Hypotheken weiterzuverkaufen, die aber am Markt keine Abnehmer*innen mehr fanden bzw. nur noch zu niedrigen Preisen gehandelt wurden.³⁰⁰

Dadurch entstand eine Dynamik aus fallenden Preisen und Liquiditätsverknappung. Die Ökonomen Gorton und Metrick argumentieren daher, dass das Platzen der „Subprime“-Blase zwar der Auslöser der Finanzkrise war, für sich allein genommen aber nicht groß genug gewesen war, um die Schwere der Krise zu erklären. Dafür seien der Anteil der „Subprime“-Kredite und deren Verluste im Vergleich zum gesamten Hypothekenmarkt schlicht zu gering gewesen. Wesentlich sei hingegen gewesen, dass der Zusammenbruch des „Subprime“-Sektors Folgewirkungen auf den ganzen Kredit- und Finanzmarkt, der sehr krisenanfällig war, hatte.³⁰¹

„The changes in the economy over a decades' long period had resulted in a very large wholesale banking system based on short-term, uninsured, debt instruments that were vulnerable to being run. There was a coincident credit boom and house price increases, a build-up of fragility, a sensitivity to a shock. The shock did not need to be large.“³⁰²

Die Finanzkrise wurde demnach relativ konventionell durch eine Bankenpanik ausgelöst. Allerdings war diese nicht für die Öffentlichkeit sichtbar, da sie nicht im normalen Geschäftsbankensektor, sondern im „Shadow Banking Sector“ stattfand. Gorton und Metrick halten dazu fest: „Like other bank runs in history, this one was not irrational. Bank runs are not irrational“³⁰³ Der „Bank Run“ resultierte ihnen zufolge aus der zunehmenden Unsicherheit am Finanzmarkt, die die Investor*innen begründeter Weise dazu veranlasste, die Solvenz der betroffenen Finanzinstitute anzuzweifeln und ihr Kapital abzuziehen.³⁰⁴

Ab August 2007 kam es, wie Gorton und Metrick zeigen, zu einem „Run“ auf die Investmentbanken. Dabei zogen institutionelle Investoren und andere Großkund*innen ihr Kapital, das sie in kurzfristige (short-term) Finanzprodukte (allen voran „Repos“) angelegt hatten, ab. Diese Produkte dienten aber, wie oben dargelegt, der kurzfristigen Rekapitalisierung der Finanzinstitute. Durch den schlagartigen Kapitalabfluss erlitten diese große Verluste und waren gezwungen, eigene Vermögenswerte (wie MBS) zu veräußern, wodurch diese Finanzprodukte einen Preisverfall erlebten. Daraus entwickelte sich ein Teufelskreislauf, der das Vertrauen in das Finanzsystem erschütterte, zu einem Liquiditätsengpass führte, die Kreditvergabe (auch zwischen den Finanzinstituten) praktisch zum Erliegen brachte und schließlich die Realwirtschaft in die Rezession stürzte. Weitere destabilisierende Faktoren waren, laut Gorton und Metrick,

³⁰⁰ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 108.

³⁰¹ Vgl. *Gorton, Metrick, The Financial Crisis of 2007-2009*, 379-380.

³⁰² *Gorton, Metrick, The Financial Crisis of 2007-2009*, 383.

³⁰³ *Gorton, Metrick, The Financial Crisis of 2007-2009*, 381.

³⁰⁴ Vgl. *Gorton, Metrick, The Financial Crisis of 2007-2009*, 380-381.

dass der „Shadow Banking Sector“ und seine Instrumente schlichtweg nicht ausreichend verstanden wurden, es noch keine wissenschaftliche Forschung dazu gegeben habe und die Aufsichts- und Regulierungsbehörden ganz generell den Wandel des Bankensystems verschlafen hätten. Aus diesen Gründen sah niemand die Gefahr voraus, die vom „Shadow Banking Sector“ ausging.³⁰⁵

3.3.3. Der Fall Lehman Brothers

Die Insolvenz von Lehman Brothers wird gerne als „Point of no Return“ für die weitere Entwicklung der globalen Finanzkrise betrachtet. Obgleich – wie wir gesehen haben – die Krise schon in den Monaten davor ihren Lauf nahm, führte die Lehman-Pleite zu einer Kettenreaktion ungeahnten Ausmaßes. Folglich stellt sich die Frage, welchen Stellenwert der Fall Lehman einnimmt. Anders gefragt, wäre die Finanzkrise abzuwenden oder zumindest abzuschwächen gewesen, wäre die Investmentbank gerettet worden?

Was war das Geschäftsmodell von Lehman und wie kam es überhaupt zur Pleite? Lehman Brothers war 2008 die viertgrößte Investmentbank der USA und hatte massiv in das Geschäft mit „Mortgage-Backed Securities“ investiert. Lehman bediente sich einer – selbst für Investmentbanken – extrem hohen „Leverage“-Rate. So standen dem Eigenkapital dreißigmal höhere Vermögenswerte entgegen, d.h. Lehman erwarb Hypotheken und andere Papiere, die den dreißigfachen Wert ihre liquiden Mittel hatten.³⁰⁶ Finanziert wurden diese „Leverage“-Käufe – wie für Investmentbanken üblich – über „Repo“-Geschäfte, d.h. Investor*innen stellten Lehman kurzfristiges Kapital gegen Sicherheiten (z.B. MBS) zur Verfügung und Lehman kaufte mit dem geliehenen Kapital neue langfristige Finanzprodukte (z.B. Hypotheken). Solange der Immobilienmarkt boomte und Lehman günstig an kurzfristiges Kapital kam, konnten durch das hohe „Leverage“ überproportional große Gewinne erwirtschaftet werden.³⁰⁷

Durch den Verfall der Immobilienpreise verloren die MBS aber an Wert und genügten den Investor*innen nicht mehr zur Besicherung. Als direkte Folge kam Lehman immer schwieriger und teurer (sie mussten mehr Sicherheiten bereitstellen) an kurzfristiges Kapital. Da auch die Hypotheken erst langfristig Gewinne einbrachten, war Lehman gezwungen, Vermögenswerte (wie z.B. MBS) zu veräußern, die aber durch die Krise dramatisch an Wert verloren hatten und

³⁰⁵ Vgl. *Gorton, Metrick*, The Financial Crisis of 2007-2009, 378-379.

³⁰⁶ Vgl. *Aliber, Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 313.

³⁰⁷ Vgl. *David Wessel*, Die große Panik: Das Wettrennen zur Rettung der Weltwirtschaft (München 2010) 12-13.

die kaum jemand mehr kaufen wollte. Zudem setzte der Ausverkauf der Lehman-Aktien an der Börse dem Unternehmenswert zu.³⁰⁸

In der Folge musste Lehman Vermögenswerte in großem Umfang abschreiben, war nicht mehr in der Lage, seine Verbindlichkeiten zu bedienen und stand somit kurz vor der Insolvenz. Die amerikanische Regierung versuchte noch unter Federführung von Finanzminister Henry Paulson (2006-2009) eine Übernahme von Lehman durch einen Mitbewerber zu vermitteln, war aber nicht bereit, wie bei der vorangehenden Übernahme von Bear Stearns durch JPMorgan Chase, staatliche Hilfen oder Garantien beizusteuern. In der Folge scheiterten die Verhandlungen und Lehman musste Konkurs anmelden.³⁰⁹

Da Lehman allerdings ein wesentlicher Akteur am Geldmarkt und der größte Händler für „Repo“-Geschäfte mit Schuldverschreibungen war³¹⁰, führte die Insolvenz zu einer schlagartigen Verknappung der Liquidität an den Finanzmärkten: „When Lehman failed, global credit markets ‘froze’ – liquidity disappeared.”³¹¹ Finanzinstitute, die noch gut kapitalisiert waren, zogen ihr Geld ab, die Investitions- und Kreditvergabetätigkeit brach ein bzw. wurden neue Kredite nur noch zu hohen Zinsen vergeben. Lehman war als marktbestimmender Akteur wesentlich an der kurzfristigen Refinanzierung anderer Unternehmen beteiligt, die in der Folge nur noch erschwert an kurzfristiges Kapital kamen und daher ihre langfristigen „Securities“ verkaufen mussten, was den Preisverfall weiter antrieb.³¹²

Es lässt sich erkennen, dass die Lehman-Pleite die Kreditmärkte zum Erliegen brachte und die Krise in andere Wirtschaftsbereiche überschwappte ließ. Wäre dieser Zusammenbruch und die Vertiefung der Krise durch eine Rettung von Lehman Brothers vermeidbar gewesen und wie hätte eine solche Rettung überhaupt aussehen können? Grundsätzlich denkbare Alternativen wären eine Rettung durch die Federal Reserve oder durch die US-Regierung bzw. eine (staatlich vermittelte) Übernahme durch eine andere Investmentbank gewesen.

Die Federal Reserve hat als Zentralbank, wie in Kapitel 1.2. dargestellt, unter anderem die Aufgabe, die Stabilität und das langfristige Wachstum der Geld- und Kreditmenge zu gewährleisten.³¹³ Zu diesem Zweck versorgt sie Banken und andere Finanzinstitute, die sich temporär in Schwierigkeiten befinden, mit Liquidität, d.h. sie vergibt Notkredite an die betroffenen

³⁰⁸ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 314.

³⁰⁹ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 323-324.

³¹⁰ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 325.

³¹¹ *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 314.

³¹² Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 107-108.

³¹³ Vgl. Federal Reserve Act, Section 2A. Monetary policy objectives, online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>.

Institute. In dieser Funktion als Kreditgeberin letzter Instanz („Lender of Last Resort“) folgt die Federal Reserve für gewöhnlich dem sogenannten „Bagehot-Diktum“.³¹⁴ Der britische Ökonom Walter Bagehot formulierte die Aufgabe einer Zentralbank in Krisenzeiten bereits im 19. Jahrhundert folgendermaßen:

“Theory suggests, and experience proves, that in a panic the holders of the ultimate Bank reserve (whether one bank or many) should lend to all that bring good securities quickly, freely, and readily. By that policy they allay a panic; by every other policy they intensify it.”³¹⁵

Bagehot folgend sollen Zentralbanken großzügig Liquidität bereitstellen, solange die betreffende Bank zwar illiquide, aber nicht insolvent ist, d.h. wenn sie momentane Zahlungsschwierigkeiten hat, aber ausreichend Sicherheiten, Garantien oder sonstige Vermögenswerte vorweisen kann. Dadurch soll der Teufelskreislauf einer Finanzpanik, in der alle ihre Sicherheiten verkaufen und dadurch die Preise nach unten treiben, verhindert werden.³¹⁶

Die entscheidende Frage war also, ob die strauchelnde Investmentbank Lehman Brothers grundsätzlich solvent war oder nicht, ob die vorhandenen Sicherheiten eine Notfinanzierung rechtfertigten oder nicht. Die Federal Reserve beurteilte die Solvenz von Lehman Brothers im September 2008 als nicht gegeben und damit eine Rettung mit Zentralbankgeldern als nicht legitim. Der damalige Federal Reserve-Vorsitzende Ben Bernanke argumentierte, dass es der Zentralbank rechtlich nicht möglich sei, Lehman Brothers mit Notkrediten zu stützen, da die Bank insolvent sei und keine hinreichenden Sicherheiten vorweisen könne.³¹⁷

Hierbei lassen sich zwei grundsätzliche Punkte in Frage stellen. Erstens, war es der Fed explizit verboten, an insolvente Institute zu leihen und zweitens, war Lehman tatsächlich insolvent? Tatsächlich wurde der Passus in Sektion 13 des Federal Reserve Act³¹⁸, der es der Zentralbank explizit verbietet, an insolvente Institute zu leihen, erst im Zuge des Dodd-Frank Act³¹⁹ im Jahr 2010 eingefügt. Davor lag es weitgehend im Ermessen der Federal Reserve, ob sie ein Institut mit Notkrediten stützte oder nicht. Rechtliche Voraussetzungen für Zentralbankgeld waren

³¹⁴ Vgl. Brian F. *Madigan*, Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 21. August 2009, online unter <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/madigan20090821a.htm>.

³¹⁵ Walter *Bagehot*, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (Cambridge 1892) 173.

³¹⁶ Vgl. *Gerber*, *A Great Deal of Ruin*, 153.

³¹⁷ Vgl. *Bernanke*, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 94-95.

³¹⁸ Vgl. Federal Reserve Act, Section 13 (3) (B) (ii), online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>.

³¹⁹ Vgl. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010) SEC. 1101. Federal Reserve Act Amendments on Emergency Lending Authority, online unter <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

lediglich außergewöhnliche Umstände (die im September 2008 zweifelsfrei vorlagen), fehlende Möglichkeiten zur privaten Finanzierung durch andere Banken (Lehman konnte sich nicht am Finanzmarkt rekapitalisieren und fand keine neuen Investor*innen) sowie das Vorhandensein von, in den Augen der Federal Reserve, „zufriedenstellenden“ Sicherheiten für die Kredite („when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal Reserve bank“³²⁰).

Deshalb argumentiert der Ökonom Laurence Ball³²¹, entgegen der Behauptung von Fed-Chef Bernanke, dass eine Rettung von Lehman Brothers durch die Federal Reserve zumindest im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten gewesen wäre. Das bringt uns zu der ungleich komplexeren Frage, wie in/solvent Lehman war bzw. wie „un/zufriedenstellend“ die Vermögenswerte und Sicherheiten der Investmentbank in den Augen der Federal Reserve waren. Grundsätzlich gestaltet sich in Krisenzeiten eine realistische Beurteilung von Solvenz und Insolvenz äußerst schwierig.³²² Durch den massiven Ausverkauf der „Asset-Backed Securities“ (MBS, CDOs, etc.) an den Finanzmärkten war es zum totalen Preis- und Wertverfall von Lehmans Sicherheiten gekommen. Folglich wurde Lehman von der Federal Reserve als insolvent eingestuft, obwohl der Marktpreis nicht unbedingt die tatsächlichen Werte widerspiegelte. Ball kommt nach eingehender Prüfung der Daten zu folgendem Schluss:

„Lehman was on the border between solvency and insolvency based on realistic mark-to-market accounting, and it was probably solvent based on its assets' fundamental values. Nonetheless, other financial institutions lost confidence in Lehman, triggering a liquidity crisis that drove the firm into bankruptcy.“³²³

Die Frage nach der Solvenz von Lehman bleibt bis heute umstritten, nichtsdestotrotz hätte die Federal Reserve im Zweifel auch einer insolventen Bank helfen können. Aus welchen Gründen sich die Federal Reserve letztendlich gegen eine Notfinanzierung für Lehman Brothers aussprach, muss unbeantwortet bleiben. Jedenfalls wäre aber eine politische Lösung (wie auch bei anderen Finanzinstituten davor und danach) zur Rettung Lehmans möglich gewesen. Der Ökonom Robert Aliber tritt dafür ein, dass der Staat in solchen Fällen auch bei insolventen Instituten

³²⁰ Federal Reserve Act, Section 13 (3) (A), online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>.

³²¹ Vgl. Ball, *The Fed and Lehman Brothers*.

³²² Vgl. Gerber, *A Great Deal of Ruin*, 155; Aliber, *Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 34.

³²³ Ball, *The Fed and Lehman Brothers*, 79.

einspringen sollte (z.B. mit einem Überbrückungskredit des Finanzministeriums oder mit staatlichen Garantien), um negative „Spillover-Effekte“ zu verhindern.³²⁴

Zwar wurde in den letzten Tagen vor der Lehman-Pleite intensiv zwischen Regierungs- und Bankenvertreter*innen über eine Rettungsaktion bzw. eine staatlich gestützte Übernahme verhandelt, jedoch gelang letztendlich keine Einigung.³²⁵ Aliber ist der Ansicht, dass infolge der Notverstaatlichung von „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ schlichtweg der politische Wille für eine weitere Rettungsaktion fehlte, da man weitere Finanzhilfen nicht mehr vor dem Kongress und der Bevölkerung rechtfertigen konnte bzw. wollte:

„Bear was smaller than Lehman, Fannie and Freddie immensely larger. Somehow the government had enough imagination to save these firms, and then its imagination disappeared when Lehman was about to fail.“³²⁶

Als einen möglichen Faktor für diese „Ideenlosigkeit“ bei der gescheiterten Rettung führt Aliber persönliche Animositäten zwischen Finanzminister Henry Paulson³²⁷ und Lehman-CEO Richard Fuld ins Treffen.³²⁸ Auch Ball dokumentiert, dass Paulson sich dezidiert gegen eine öffentliche Rettung von Lehman Brothers aussprach und federführend in den letztlich gescheiterten Verhandlungen war.³²⁹

Eine mögliche Übernahme durch ein anderes Finanzinstitut wurde durch verschiedene Faktoren, wie fehlende staatliche Garantien, Einwände von Regulierungsbehörden, die kurze Verhandlungszeit und die schiere Größe von Lehman Brothers erschwert: „One interpretation of ‘too big to fail’ is that a faltering bank is so large that no other institution has sufficient capital to acquire the firm“³³⁰. Die britische Bank Barclays wollte zwar das notwendige Kapital aufbringen und der Übernahmedeal stand auch kurz vor dem Abschluss, konnte aber aufgrund regulatorischer Vorschriften nicht mehr rechtzeitig umgesetzt werden.³³¹

So mannigfaltig die Gründe für das Scheitern der Lehman-Rettung waren, so weitreichend waren, wie wir gesehen haben, die Konsequenzen der Pleite. Aliber zufolge wäre durch eine Rettung von Lehman Brothers der Geldfluss an den Finanzmärkten erhalten geblieben und die Schwere der Finanzkrise reduziert worden. Zudem erhöhten die Federal Reserve und die

³²⁴ Vgl. Aliber, *Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 322-323.

³²⁵ Vgl. Ball, *The Fed and Lehman Brothers*, xxi-xxiv.

³²⁶ Aliber, *Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 325.

³²⁷ Paulson war bis 2006 CEO des Lehman-Konkurrenten Goldman Sachs.

³²⁸ Vgl. Aliber, *Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 107-108.

³²⁹ Vgl. Ball, *The Fed and Lehman Brothers*, 195-208.

³³⁰ Aliber, *Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 330.

³³¹ Vgl. Ball, *The Fed and Lehman Brothers*, 37-39.

Regierung der USA die Unsicherheit, indem sie den Eindruck erweckten, keine stringente Krisenmanagement-Strategie zu verfolgen, wie auch die Rettung von AIG einen Tag nach der Lehman-Pleite³³² eindrucksvoll demonstrierte.³³³ Aliber ist der Überzeugung, die Geschichte wäre bei einer Rettung von Lehman Brothers anders gelaufen:

„While a recession would have followed from the decline in property prices and the sharp fall in housing starts, the decline in economic activity would have been much more muted than the Great Recession that followed.“³³⁴

Dennoch bleibt die Frage, ob durch eine Rettung von Lehman Brothers eine Vertiefung der Krise hätte verhindert werden können oder ob das Problem nur verschoben worden wäre, bis heute umstritten. Grundsätzlich lassen sich zwei Positionen bezüglich staatlicher Rettungsaktionen unterscheiden: Die einen lehnen „Bailouts“ aus Prinzip ab, da jede einzelne Rettungsaktion Erwartungshaltungen bei anderen Marktteilnehmer*innen erzeuge. Durch derlei implizite Garantien seien alle Akteur*innen geneigt, mehr Risiko und Schulden auf sich zu nehmen („Moral Hazard“, siehe nächstes Kapitel). In der Folge komme der Staat in die Situation, ein scheiterndes Unternehmen nach dem anderen auffangen zu müssen, eine Rettung von Lehman Brothers hätte die Krise folglich allenfalls verzögert.³³⁵

Die Gegenseite spricht sich hingegen für die Rettung systemrelevanter Unternehmen in Krisenzeiten, aus Verantwortung für die Gesamtwirtschaft, aus. Aliber gesteht ein, dass es nach einer Rettung Lehmans möglicherweise andere Finanzinstitute, wie Merrill Lynch oder Morgan Stanley, getroffen hätte. Federal Reserve und Regierung hätten aber ihre umfassende Unterstützung für den Finanzsektor signalisieren und ausreichend Liquidität bereitstellen können, um damit „Runs“ zu verhindern, die Märkte zu stabilisieren und den Geldfluss sicherzustellen.³³⁶ Stattdessen kam es zu Panik, Liquiditätsengpässen und zum endgültigen Crash der Finanzmärkte. Erst nach der Lehman-Pleite explodierten die Arbeitslosenzahlen, brachen Wirtschaftsleistung und Nachfrage drastisch ein, wodurch dem Staat, konservativen Schätzungen zufolge, zehnmal mehr Steuereinnahmen entgingen, als die Rettung Lehmans gekostet hätte, so Aliber.³³⁷

³³² Vgl. FRASER, Financial Crisis Timeline, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/timeline/financial-crisis#55>.

³³³ Vgl. Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 324-325.

³³⁴ Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 325.

³³⁵ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 155.

³³⁶ Genau das wurde kurze Zeit später mit dem „Troubled Asset Relief Program“ (TARP) erreicht.

³³⁷ Vgl. Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 333-336.

3.3.4. „Moral Hazard“ & „Too Big to Fail“

Die politische Weigerung, Lehman Brothers mit einem „Bailout“ aufzufangen und die Kosten den Steuerzahler*innen aufzubürden, führt uns zu der zentralen Problematik des „Moral Hazard“. Unter „Moral Hazard“ (Moralisches Risiko) versteht man dabei „die Gefahr [...], die dadurch entsteht, dass eine Versicherung, ein Gesetz oder eine andere Institution eine Partei vor ihr entstehendem Schaden schützt, dem sie ohne diese Vorkehrung ausgesetzt wäre.“³³⁸ In unserem Fall geht es konkret um die erhöhte Risikoneigung von Banken und anderen Finanzinstituten, ausgelöst durch explizite oder implizite Sicherungssysteme, die es ihnen ermöglichen, die Konsequenzen ihres risikobehafteten Handelns nicht (alleine) tragen zu müssen. Dabei lassen sich insbesondere das System der Einlagensicherung und die „Too Big to Fail“-Thematik hervorheben.

3.3.4.1. „Moral Hazard“ aufgrund von Einlagensicherung

Zum besseren Verständnis des Problems mit der Einlagensicherung müssen wir zunächst kurz auf die Hintergründe des Phänomens Bankenpanik („Bank Run“) eingehen. Ein grundsätzliches Risiko des Bankwesens liegt im sogenannten Mindestreservesystem („Fractional-Reserve Banking“), das es den Banken ermöglicht, ein Vielfaches ihres Kapitals als Kredite zu vergeben. Banken verleihen nicht einfach eins-zu-eins Spareinlagen weiter, sondern schöpfen bei der Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen neues Geld, sie vermehren somit die Geldmenge. Als Konsequenz daraus entsteht eine Situation, in der Banken nur noch einen Bruchteil des Geldes tatsächlich an Reserven halten müssen (die gesetzlich vorgeschriebene Mindestreserve).³³⁹

Wie wir in Kapitel 2.3.1. gesehen haben, kam es in der Weltwirtschaftskrise zu mehreren „Bank Runs“, d.h. die Sparer*innen wollten ihre Einlagen beheben, da sie die Zahlungsfähigkeit ihrer Banken anzweifelte. Aufgrund des Mindestreservesystems waren die Banken allerdings nicht in der Lage, alle Sparer*innen gleichzeitig auszubehalten, was zu Liquiditätsengpässen und Bankenpleiten führte. Um dieses Risiko künftig zu minimieren, wurde, im Rahmen des Banking Act of 1933³⁴⁰, die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ins Leben gerufen. Finanziert

³³⁸ Umlauf, Unheilige Dualität, 77.

³³⁹ Vgl. Budzinski, Jasper, Michler, Geldschöpfung. In: Gabler Wirtschaftslexikon.

³⁴⁰ Vgl. Banking Act of 1933, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/title/banking-act-1933-glass-steagall-act-991>.

aus Beiträgen der Banken und zusätzlich abgesichert mit öffentlichen Mitteln, garantiert dieses Einlagensicherungssystem den Sparer*innen die Auszahlung ihrer Guthaben, selbst im Falle einer Insolvenz ihrer Bank.³⁴¹ Wenn nun eine Bank in Konkurs geht, nimmt sich die FDIC ihrer an, entschädigt die Anleger*innen und versucht die restlichen Bestände (eventuell unter Gewährung von Garantien) an einen Mitbewerber zu verkaufen, die Bank wird also abgewickelt.³⁴²

Dieses System der Einlagensicherung führte zu einem massiven Rückgang klassischer Bankenpaniken, erzeugte aber andererseits das Problem des „Moral Hazard“: „Durch den weitgehend anerkannten Zielkonflikt von Risiko und Ertrag wird ein Anreiz für alle Banken geschaffen, mehr Risiko einzugehen.“³⁴³ Wissen die Banker*innen nämlich, dass im Notfall die Einlagen der Sparer*innen garantiert sind, sind sie geneigt, höhere Risiken einzugehen, als wenn sie diese alleine tragen müssten.

Ursprünglich war das System der FDIC nur für Spareinlagen bei konventionellen Geschäftsbanken vorgesehen. Investmentbanken durften, aufgrund des vom Banking Act of 1933 vorgeschriebenen Trennbankensystems, kein klassisches Sparkundengeschäft betreiben und waren somit, im engeren Sinn, keine Banken, weswegen sie auch nicht durch die FDIC geschützt waren. Mit der Aufhebung des Trennbankensystems durch den Gramm-Leach-Bliley Act³⁴⁴ 1999 entstand aber die Möglichkeit für Investmentbanken, traditionelle Bankgeschäfte anzubieten und durch die FDIC absichern zu lassen.³⁴⁵ Außerdem war es der Federal Reserve durch eine Novellierung³⁴⁶ seit 1991 erlaubt, in außergewöhnlichen Situationen auch an Nicht-Banken Notkredite zu vergeben.³⁴⁷

Durch diese beiden Gesetzesänderungen 1991 und 1999 bestand fortan auch für Investmentbanken und andere Wertpapierhändler („Securities Dealer“) die Möglichkeit, von Federal Reserve-Krediten und der staatlichen Einlagensicherung zu profitieren:

„Durch die Verquickung des traditionellen Bankwesens, welches Zugang zum Diskontfenster der Federal Reserve sowie FDIC-Einlagenschutz genießt, mit dem

³⁴¹ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), About FDIC: What We Do, 15. Mai 2020, online unter <https://www.fdic.gov/about/what-we-do/>.

³⁴² Vgl. *Aliber, Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 326-327.

³⁴³ *Umlauf*, Unheilige Dualität, 79.

³⁴⁴ Vgl. Gramm-Leach-Bliley-Act, 1999, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/title/financial-services-modernization-act-1999-gramm-leach-bliley-act-1050>.

³⁴⁵ Vgl. *Umlauf*, Unheilige Dualität, 203-204.

³⁴⁶ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991 (FDICIA), online unter <https://fraser.stlouisfed.org/title/federal-deposit-insurance-corporation-improvement-act-1991-415>.

³⁴⁷ Vgl. *Umlauf*, Unheilige Dualität, 196.

Investmentbanking und dem Versicherungswesen wurde das staatliche Sicherheitsnetz de facto auf die letzteren Geschäftsfelder ausgeweitet.³⁴⁸

Diese staatlichen Garantien vergrößerten den „Moral Hazard“ an den Finanzmärkten und verleiteten viele Finanzinstitute zu immer risikoreicheren Strategien und Investments.

3.3.4.2. „Moral Hazard“ aufgrund von „Too Big to Fail“

Ein anderer, informellerer Aspekt des „Moral Hazard“ kommt im Zusammenhang mit der „Too Big to Fail“-Thematik zum Tragen. Thomas Umlauf definiert den Begriff sehr treffend:

„Too-Big-to-Fail (TBTF) im engeren Sinn beschreibt die Eigenschaft von Finanzunternehmen, aufgrund ihrer Größe eine besondere Stellung innerhalb des Finanzsystems innezuhaben. In diesem Kontext werden das Verhalten und die Handlungsweise von Regulatoren und politischen Entscheidungsträgern gegenüber großen Institutionen, die eine bestimmte, als kritisch angesehene Größe aufweisen und deshalb als systemisch bedeutend angesehen werden, dadurch charakterisiert, dass bei Solvenzproblemen vorteilhafte Behandlung und ein nachsichtiges Auslegen von Regeln und Gesetzen angewandt wird, um die Institute vor dem Konkurs zu bewahren („Bailout“). Diese Handlungsweise basiert auf der Annahme, dass das Scheitern großer Bankinstitute signifikante Risiken für andere Finanzinstitute und in weiterer Folge für das Finanzsystem insgesamt sowie möglicherweise für die Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung mit sich bringt.“³⁴⁹

Begünstigt durch die Aufhebung des Trennbankensystems und andere Deregulierungsschritte seit den 1980er Jahren war es mittels Fusionen und Übernahmen zu einer beachtlichen Machtkonzentration bei einigen wenigen Finanzunternehmen gekommen.³⁵⁰ Durch das Platzen der „Subprime“-Blase war plötzlich eine ganze Reihe dieser systemrelevanten (TBTF) Finanzinstitute³⁵¹ von der Insolvenz bedroht. Die Ermessensfrage der Federal Reserve und der Regierung bestand nun nicht nur in der Beurteilung der vorhandenen Sicherheiten der Banken, sondern vor allem in der Abschätzung der Auswirkungen einer Insolvenz („let them fail“) auf das gesamte Finanzsystem und in der Folge auf die Realwirtschaft.³⁵²

³⁴⁸ Umlauf, Unheilige Dualität, 213-214.

³⁴⁹ Umlauf, Unheilige Dualität, 159.

³⁵⁰ Vgl. Umlauf, Unheilige Dualität, 207-210.

³⁵¹ Neben systemrelevanten (Investment-)Banken waren aber auch die „Government-Sponsored Enterprises“ „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ aufgrund ihrer Größe und Marktdominanz „Too Big to Fail“ und standen wegen ihrer riskanten Geschäftspraktiken im Handel mit „Mortgage-Backed Securities“ kurz vor dem Bankrott.

³⁵² Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 154.

Erschwerend kam hinzu, dass viele der betroffenen Institute rechtlich gesehen gar keine Banken waren (kein traditionelles Spar- und Kreditgeschäft) und die Federal Reserve bzw. das Finanzministerium eine solche Rettung vor dem Kongress rechtfertigen mussten. Genau an dieser Stelle kommt der bereits beim Fall Lehman erwähnte politische Druck wieder ins Spiel. Es ging bei vielen der strauchelnden Finanzinstitute nicht darum, die Guthaben von kleinen Sparer*innen zu retten (die ohnehin durch die FDIC abgesichert gewesen wären), sondern um den „Bailout“ von Investmentbanken. Im Fall von Lehman kann man davon ausgehen, dass einerseits der politische Druck, nicht noch ein Finanzinstitut, das sich verspekuliert hatte, zu retten, ein maßgeblicher Faktor war. Andererseits war die Regierung zu verhindern bestrebt, dass durch eine Rettung Lehmans ein „Moral Hazard“ für andere Firmen entstünde, in Erwartung fortwährender „Bailouts“ weitere Risiken einzugehen.³⁵³

Robert Aliber ist ebenso der Auffassung, dass die Federal Reserve und die Regierung mit der Nicht-Rettung Lehmans ein Signal an andere Finanzinstitute senden wollten, dass diese nicht mit bedingungsloser staatlicher Unterstützung rechnen können. Es ging also darum, die Risikobereitschaft der Manager*innen und somit den „Moral Hazard“ für zukünftige Krisen zu verringern. Dennoch, so Aliber, gebe es einen Weg, systemrelevante Finanzinstitute in Konkurs gehen zu lassen und gleichzeitig ihre, für die Finanzmärkte wichtige, Geschäftstätigkeit weiterzuführen. Der Staat solle in einem solchen Fall einspringen und das Finanzinstitut übernehmen. Das Management wird entlassen und die Aktionär*innen verlieren ihr Kapital, aber die Gläubiger*innen und Geschäftspartner*innen werden nicht mit in den Konkurs gerissen, da der Staat die Geldflüsse am Laufen hält. Unter diesen Voraussetzungen greife auch das „Moral Hazard“-Argument nicht: Wenn Manager*innen bewusst ist, dass sie im Falle eines Konkurses ihre Posten, ihre Karrieren und ihr Vermögen (oder zumindest große Teile davon) verlieren, würden sie nicht rücksichtslos risikobereit spekulieren.³⁵⁴ Das „Moral Hazard“-Argument verkenne den Unterschied zwischen „Banker retten“ und „Banken retten“: „the banks can be saved as functioning institutions, while the bankers – both the private shareholders and top managers – walk the plank.“³⁵⁵

Es lässt sich feststellen, dass viele der betroffenen Banken und Finanzinstitute bereit waren, exzessive Risiken einzugehen, da sie sich in der Sicherheit wogen, im Falle einer Krise Unterstützung durch FDIC, Federal Reserve oder Regierung zu erhalten. Während der Finanzkrise waren die staatlichen Handlungsmöglichkeiten, dem „Moral Hazard“ entgegenzuwirken,

³⁵³ Vgl. *Gerber*, A Great Deal of Ruin, 154-155.

³⁵⁴ Vgl. *Aliber*, *Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 326-329.

³⁵⁵ *Aliber*, *Kindleberger*, Manias, Panics, and Crashes, 329.

äußerst begrenzt. Vielmehr ging es um die Entscheidung, insolvente TBTF-Finanzinstitute aufzufangen, um größeren volkswirtschaftlichen Schaden abzuwenden, frei nach dem Motto: „when a house is burning down, it isn't the right moment to teach about fire safety.“³⁵⁶ Grundsätzlich sei es in einer solchen Situation auch besser früher als später einzugreifen, da im Fortlauf der Krise die Kosten steigen würden.³⁵⁷

Im Gegenzug zu den Rettungsaktionen sollte im Anschluss an die unmittelbare Krise dafür gesorgt werden, dass der „Moral Hazard“ für Finanzunternehmen durch gesetzliche und regulatorische Maßnahmen beseitigt oder zumindest reduziert wird, um deren Risikoneigung für die Zukunft zu dämpfen.³⁵⁸ Aliber spricht sich dafür aus, den Finanzmarkt so zu gestalten, dass auch einzelne große Unternehmen scheitern und abgewickelt werden können, ohne gesamtwirtschaftlichen Schaden zu hinterlassen. Im Falle einer umfassenden Systemkrise wie 2008 sei aber staatliche Hilfe geboten, um den Zusammenbruch der Wirtschaft abzuwenden. Bei der Lehman-Pleite hätten die Federal Reserve und die amerikanische Politik jedoch versagt, eine Rettung wäre nicht nur möglich, sondern sogar essentiell gewesen, um die Krise einzudämmen. Das „Too Big to Fail“-Argument hält Aliber für unzulässig, da kein „Moral Hazard“ bestünde, wenn Management und Aktionär*innen im Konkursfall belangt würden.³⁵⁹

Wir haben gesehen, dass das Einlagensicherungssystem der FDIC und die „Too Big to Fail“-Problematik falsche Anreize erzeugten („Moral Hazard“) und (Investment-)Banken sowie andere Unternehmen dazu verleiteten, ihr Risikoverhalten an den Finanzmärkten zu erhöhen. Außerdem haben wir festgestellt, dass die Federal Reserve rein rechtlich sehr wohl die Möglichkeit hatte, insolventen Banken, anderen Finanzdienstleistern und sogar Nicht-Banken mit Notkrediten beizuspringen. Dennoch argumentierte sie in der Praxis immer wieder entlang der „Bagehot Rule“, bestrebt, keine insolventen Unternehmen zu retten. Das legt die Annahme nahe, dass die Federal Reserve vermeiden wollte, durch die Rettung einer insolventen Bank (oder eines insolventen Unternehmens) einen Präzedenzfall für zukünftige „Bailouts“ zu schaffen. Sie versuchten mit dieser Vorgehensweise den „Moral Hazard“, der über Jahre gewachsen war, wieder einzudämmen.

³⁵⁶ Gerber, A Great Deal of Ruin, 155.

³⁵⁷ Vgl. Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 328-329.

³⁵⁸ Vgl. Gerber, A Great Deal of Ruin, 155.

³⁵⁹ Vgl. Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, 338-339.

4. VERGLEICHENDE ANALYSE

Nach den eingehenden Analysen der Great Depression 1929-1933 und der Finanzkrise 2007-2009 in Hinblick auf Vorgeschichte, Risikofaktoren, Ursachen und Auslöser sowie Entwicklungen am Aktien-, Immobilien- und Finanzmarkt wende ich mich nun dem empirischen Vergleich der beiden Krisen zu. Dazu stelle ich die wichtigsten volkswirtschaftlichen Kennzahlen in Relation zueinander und versuche Unterschiede und Gemeinsamkeiten der beiden Krisen herauszuarbeiten. Als theoretische Basis für die Analyse der Aktien- und Immobilienblasen verwende ich das Fünf-Phasen-Modell nach Minsky und Kindleberger.

4.1. Das Minsky-Kindleberger-Modell

Der post-keynesianische Ökonom Hyman Minsky³⁶⁰ entwickelte eine Theorie finanzieller Instabilität („Financial Instability Hypothesis“), die vom Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger³⁶¹ weiterentwickelt und zur Analyse verschiedener Finanzkrisen herangezogen wurde. Minsky kritisiert die vorherrschende neoklassische Theorie insofern, als sie nicht in der Lage sei, Finanzkrisen und Schwankungen in Produktion und Arbeitslosigkeit zufriedenstellend zu erklären. Unter Berufung auf Keynes³⁶² erklärt er „financial and output instability as the result of market behavior in the face of uncertainty“³⁶³, ausgelöst durch „disequilibrating forces that operate in financial markets.“³⁶⁴ Minsky geht davon aus, dass die Ungewissheit (vor allem in Hinblick auf die Zukunft) die Finanzmärkte grundsätzlich destabilisiere und dass Finanzkrisen folglich keine Anomalien darstellten, sondern dem Kapitalismus inhärent seien:³⁶⁵

„There is, in the financial instability hypothesis, a theory of how a capitalist economy endogenously generates a financial structure which is susceptible to financial crises, and how the normal functioning of financial markets in the resulting boom economy will trigger a financial crisis.“³⁶⁶

Minsky zufolge ist stabiles Wachstum nicht mit dem Kapitalismus vereinbar, das kapitalistische Prinzip schuldenfinanzierter Investitionen führe im Aufschwung per se zu spekulativen

³⁶⁰ Für einen guten Überblick über sein Werk siehe: *Minsky, Can „It“ Happen Again?*.

³⁶¹ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*.

³⁶² Vgl. *Keynes, The General Theory*.

³⁶³ *Minsky, Can „It“ Happen Again?*, 60.

³⁶⁴ *Minsky, Can „It“ Happen Again?*, 61.

³⁶⁵ Vgl. *Minsky, Can „It“ Happen Again?*, 60-65.

³⁶⁶ *Minsky, Can „It“ Happen Again?*, 68.

Tendenzen.³⁶⁷ Kindleberger führt dieses Prinzip weiter aus: Die Kreditmenge (und damit die Geldmenge) verhalte sich prozyklisch, d.h. sie steigt im Aufschwung und reduziert sich in der Krise, was zu Instabilität führe. Durch die zunehmende Kreditvergabe im „Boom“ wächst die Geldmenge, wodurch die Preise nach oben getrieben werden (Inflation). Häufig konzentriert sich das neue Kapital in einem oder wenigen Märkten (z.B. Wertpapiere, Immobilien), diese sind von den Preissteigerungen besonders betroffen. Im Umkehrschluss argumentiert Kindleberger sogar, dass die meisten historischen Blasenbildungen nur unter der Voraussetzung einer wachsenden Kredit- und Geldmenge möglich waren.³⁶⁸

Insofern spielt auch die Geldpolitik der Zentralbank (u.a. Leitzinsen) eine entscheidende Rolle für die Finanzierung von Unternehmen. Es lassen sich drei Finanzierungstypen, die sich durch das Verhältnis von Unternehmensgewinn zu Schulden definieren, unterscheiden:

- Sichere Finanzierung („*hedge finance*“): Die Unternehmensgewinne reichen, um Zinsen und Kreditraten zu begleichen.
- Spekulative Finanzierung („*speculative finance*“): Die Gewinne reichen für die Zinszahlungen, fällige Kredite müssen aber durch neue refinanziert werden.
- „Ponzi“-Finanzierung („*Ponzi finance*“)³⁶⁹: Die Gewinne reichen weder für die Zinsen noch zur Kreditrückzahlung. Diese Unternehmen müssen sich zusehends verschulden oder Vermögenswerte verkaufen.³⁷⁰

Laut Minsky tendieren viele Unternehmen in Wachstumszeiten zu spekulativer Finanzierung, in der Erwartung, dass die steigenden Gewinne die Zinsen und Schulden refinanzieren werden. Steigt allerdings das allgemeine Zinsniveau oder verlangsamt sich das Wirtschaftswachstum, rutschen diese Unternehmen aufgrund steigender Zinslast und sinkender Gewinne in die „Ponzi“-Stufe. Dadurch werden ihre Schulden (Verbindlichkeiten) mitunter größer als ihre Vermögenswerte (Sicherheiten), sie sind also unmittelbar von Insolvenz bedroht.³⁷¹

Wie Minsky³⁷² und vor allem Kindleberger³⁷³ zeigen, kam es in der Geschichte auf diese Weise häufig zur Entstehung von Spekulationsblasen. Sie beschreiben die Entwicklung dieser Blasen in einem Fünf-Phasen-Modell:

³⁶⁷ Vgl. *Minsky*, Can „It“ Happen Again?, 66.

³⁶⁸ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 47.

³⁶⁹ Benannt nach dem Trickbetrüger Charles Ponzi, der sich in den 1920er Jahren mit einem Schneeballsystem bereicherte, indem er Kund*innen hohe Zinsen versprach, die er mit dem Kapital neuer Kund*innen finanzierte. (Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 143.)

³⁷⁰ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 41-42.

³⁷¹ Vgl. *Minsky*, Can „It“ Happen Again?, 67-68.

³⁷² Vgl. Hyman *Minsky*, Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster. In: *Minsky*, Can „It“ Happen Again?, 120-166.

³⁷³ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*.

1) „Displacement“ (Verschiebung, Auslösung)

In der ersten Phase kommt es zu einem sogenannten exogenen Schock, der zu steigenden Gewinnerwartungen in einem spezifischen Wirtschaftssektor führt. Diese ökonomische Verschiebung kann z.B. durch eine bedeutende Innovation, eine neue Technologie, neuartige Finanzprodukte, soziale, politische oder ökologische Veränderungen ausgelöst werden. Der betreffende Sektor (häufig Wertpapiere, Rohstoffe oder Immobilien) beginnt Kapital anzuziehen, Investor*innen setzen vermehrt Fremdkapital ein, da sie davon ausgehen, dass die Wertsteigerungen Zinsen und Rückzahlungen decken werden. Wachstum bzw. Kursgewinne sind noch gering.³⁷⁴

2) „Boom“ (Aufschwung)

Diese Phase ist häufig durch ein niedriges Zinsniveau gekennzeichnet, daher sind viele Investor*innen auf der Suche nach alternativen Anlageformen und strömen in die aufstrebende Branche. Durch die Ausweitung der Kreditvergabetätigkeit sowie den Einstieg neuer Banken und Finanzinstitute in den boomenden Markt steigen Kredit- und Geldmenge sowie Nachfrage und Preise im betreffenden Sektor. Das dadurch ausgelöste Wachstum befördert weitere Investitionen, die Kursgewinne steigen merklich.³⁷⁵

3) „Euphoria“ (Euphorie)

Die steigenden Renditen locken immer mehr Spekulant*innen (darunter auch Kleinanleger*innen) an, die von den Preissteigerungen profitieren wollen. Spekulative Finanzierung und starke Hebelung (hohes „Leverage“) nehmen überhand. Banken reduzieren ihre Auflagen (Kredite zu günstigen Konditionen und wenig Überprüfung), um am „Boom“ mitzuverdienen. Die Preise entfernen sich immer weiter von den zugrundeliegenden Werten, es kommt zur Blasenbildung, die Investor*innen verhalten sich nur noch begrenzt rational, die Euphorie greift auf andere Länder über. Zentralbanken beginnen mit Zinserhöhungen gegenzusteuern. Wachstum und Kursgewinne sind mittlerweile sehr hoch, die Nervosität an den Finanzmärkten steigt, da die Überbewertung zunehmend bewusst wird.³⁷⁶

4) „Financial Distress“ (finanzielle Anspannung, Ende der Euphorie)

Die Marktteilnehmer*innen realisieren, dass die Kurse ein hohes Niveau erreicht haben, die Nachfrage beginnt abzuflauen, während immer mehr Investor*innen sich von ihren

³⁷⁴ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 39-40.

³⁷⁵ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 40-41.

³⁷⁶ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 41-45.

Vermögenswerten trennen wollen. Der Aufschwung kommt ins Stocken, die Kurse beginnen sich seitwärts zu bewegen, erste Verluste treten ein, häufig gefolgt von neuerlichen kurzfristigen Anstiegen. Die Marktnervosität ist sehr hoch, was zu starken Kursschwankungen führen kann. Investor*innen mit hohem Fremdkapitalanteil geraten in Bedrängnis, es kommt zu ersten Pleiten. In dieser Situation ist ein negatives Marktsignal oft schon ausreichend, um die Stimmung zum Kippen und die Blase zum Platzen zu bringen.³⁷⁷

5) „Revulsion“ (Abscheu, Umschwung, Crash)

Meist bringt ein spontaner Auslöser (z.B. eine Pleite, ein Betrugsfall oder ein plötzlicher Kursrutsch) die Blase endgültig zum Platzen. In einer Kettenreaktion kommt es zu Panikverkäufen und hohen Verlusten: „The race from securities to money may turn into a stampede.“³⁷⁸ Die Investor*innen ziehen ihr Kapital ab, Banken vergeben kaum noch bzw. nur noch unter hohen Auflagen Kredite, es kommt zu Liquiditätsengpässen und möglicherweise zu gesamtwirtschaftlichen Folgen und internationalen Ansteckungen.³⁷⁹

Minsky ergänzt, dass nicht jeder „Boom“ in einer Krise gipfeln und nicht jeder „Crash“ Auswirkungen auf die gesamte Volkswirtschaft haben muss. Manchmal bleibt es bei sektoral begrenzten Einbrüchen oder staatliche Eingriffe und Garantien verhindern Schlimmeres. Krisen können abgewendet und überwunden werden, mit der Erholung der Wirtschaft beginne der Prozess jedoch zwangsläufig von vorne und führe unweigerlich zum nächsten „Boom“.³⁸⁰

³⁷⁷ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 45.

³⁷⁸ *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 45.

³⁷⁹ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 45-46.

³⁸⁰ Vgl. *Minsky, Can „It“ Happen Again?*, 68.

4.2. Analyse der Spekulationsblasen nach Minsky & Kindleberger

Betrachten wir nun die Great Depression und die Finanzkrise mithilfe des vorgestellten Fünf-Phasen-Modells von Minsky und Kindleberger. Zusätzlich beziehe ich an dieser Stelle die „Dotcom“-Krise mit ein, da der Börsenboom der 1990er Jahre und der anschließende Crash Folgewirkungen bis zur Finanzkrise hatten. Zunächst analysiere ich die Kursentwicklung des Dow-Jones-Indexes für die drei besagten Krisen in grafischer Form und nehme eine eigene Einteilung in die fünf Phasen vor. Für die Finanzkrise stelle ich weiters die Phasenentwicklung der Immobilienblase seit den 1990er Jahren anhand des Case-Shiller-Indexes dar. Danach stelle ich die Ergebnisse in tabellarischer Form gegenüber, um sie anschließend zu vergleichen.

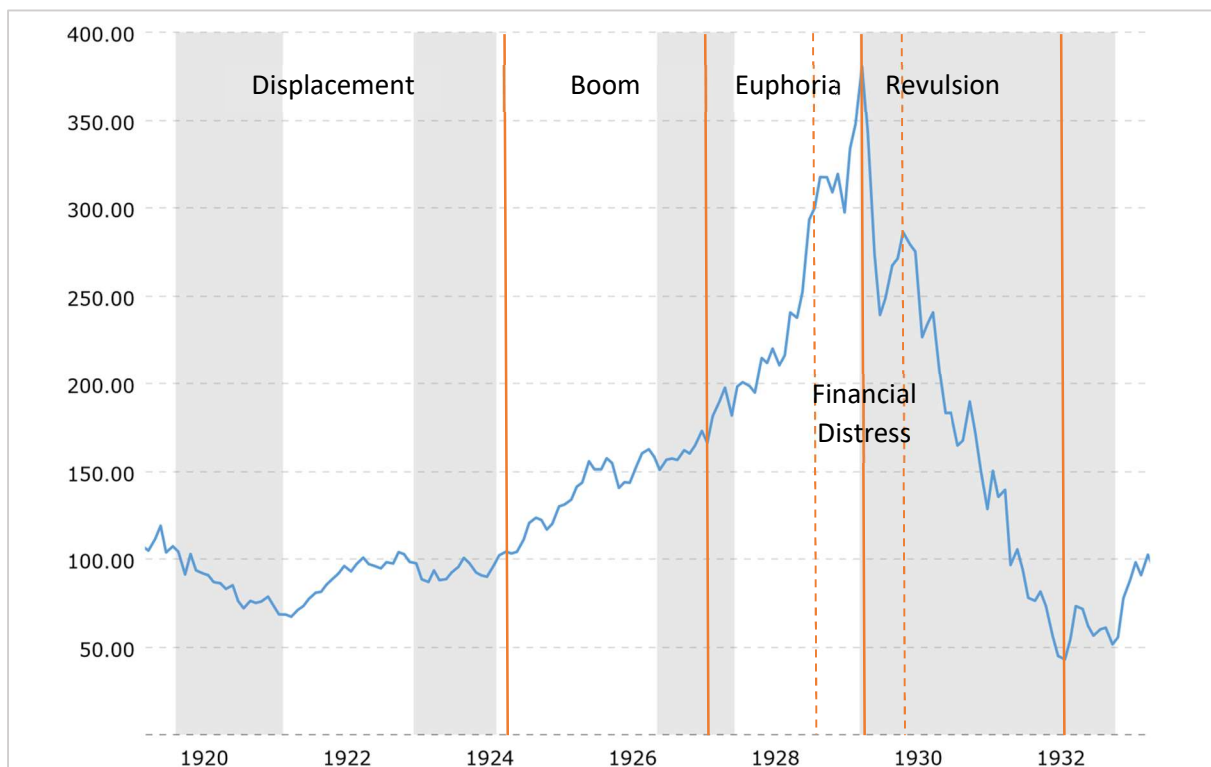
4.2.1. Grafische Analyse

Die Abbildungen 8 bis 10 zeigen Entstehung und Platzen der Aktienblasen 1929, 1999 und 2007 anhand der Kursentwicklung des „Dow Jones Industrial Average“. Dargestellt sind monatliche Schlusskurse, die grauen Balken markieren Phasen wirtschaftlicher Rezession. Die durchgezogenen senkrechten Linien trennen die Phasen „Displacement“, „Boom“, „Euphoria“ und „Revulsion“ voneinander. Die strichlierten senkrechten Linien markieren zusätzlich die Phase des „Financial Distress“, die sich in meiner Darstellung mit den Phasen „Euphoria“ und „Revulsion“ überlappt.

Der zeitliche Beginn der Phase „Displacement“ ist zumeist von längerfristigen Entwicklungen abhängig, weshalb ich keinen fixen Anfangszeitpunkt festlege. Die Übergänge zwischen den ersten drei Phasen sind in Wahrheit fließend, ich habe als Trennlinien Zeitpunkte gewählt, ab denen sich das Wachstum signifikant steigerte. Das Ende der „Euphoria“ habe ich beim jeweiligen Kursmaximum festgelegt. Die Phase „Financial Distress“ ist bei den betrachteten Krisen unterschiedlich stark ausgeprägt, weswegen ich mich dazu entschieden habe, sie als eine Art Übergangsphase zwischen Ende der „Euphoria“ und Beginn der „Revulsion“ anzusiedeln. Die Phase „Revulsion“ hingegen lässt sich mithilfe der Daten des jeweiligen Kursmaximums und -minimums am genauesten definieren.

Die eben geschilderten Erläuterungen sind analog auch auf Abbildung 11 anzuwenden, die die Entwicklung der Immobilienpreise anhand des Case-Shiller-Immobilienindexes für die Jahre 1992 bis 2012 darstellt.

Abbildung 8: Dow Jones Industrial Average, 08/1919 – 08/1933³⁸¹

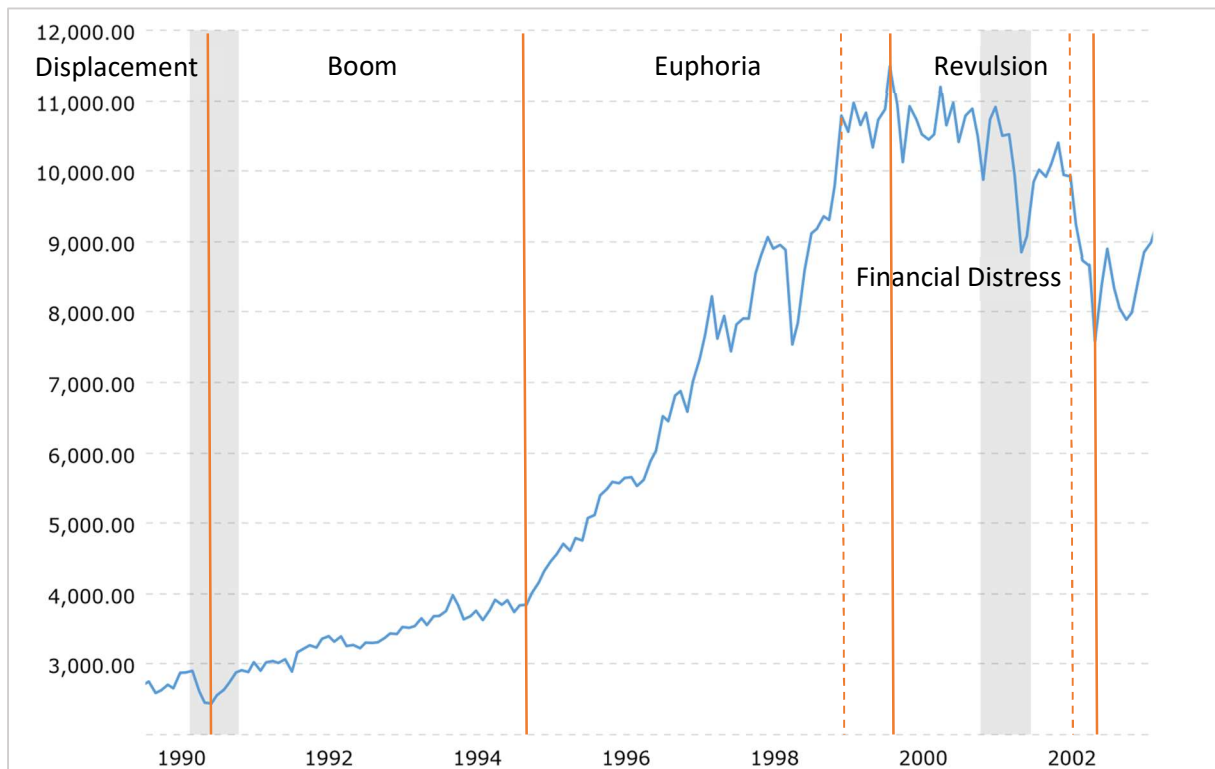


Das „Displacement“ begann nach dem Ersten Weltkrieg bzw. der folgenden Rezession. Neue Technologien und Produktionsmethoden, Elektrifizierung, Automobilindustrie und Telekommunikation beflügelten die amerikanische Wirtschaft und befeuerten den Wachstumsoptimismus, die „Roaring Twenties“ waren geboren. Nach der nächsten Rezessionsphase setzte Mitte 1924 der „Boom“ an der Börse ein, der Dow Jones stieg mit einer jährlichen Rate von über 20 Prozent und trotzte sogar der Rezession in den Jahren 1926/27. Ab Mitte 1927 ging der „Boom“ schließlich in „Euphoria“ über, die jährlichen Kursgewinne stiegen auf 40 Prozent.

Die Phase „Financial Distress“ war eher schwach ausgeprägt, da der Anstieg zum Höhepunkt im August 1929 und der Einbruch danach sehr steil ausfielen. Ich habe hier dennoch einen relativ breiten Zeitraum von Ende 1928 bis Anfang 1930 gewählt, in dem der Dow Jones typische Anzeichen von „Financial Distress“ zeigte: Die Plateauphase rund um die 300-Punkte-Marke (11/1928 – 05/1929), der kurze steile Anstieg zum Maximum (06/1929 – 08/1929) mit dem anschließenden ersten starken Einbruch (09/1929 – 11/1929), gefolgt von einer kurzen Erholungsphase (12/1929 – 03/1930), bevor der endgültige Absturz einsetzte. Die „Revulsion“ fand ihren Tiefpunkt erst im Juni 1932 bei einem Minus von fast 90 Prozent.

³⁸¹ Eigene Bearbeitung von: Macrotrends LLC, Dow Jones – DJIA – 100 Year Historical Chart.

Abbildung 9: Dow Jones Industrial Average, 12/1989 – 06/2003³⁸²

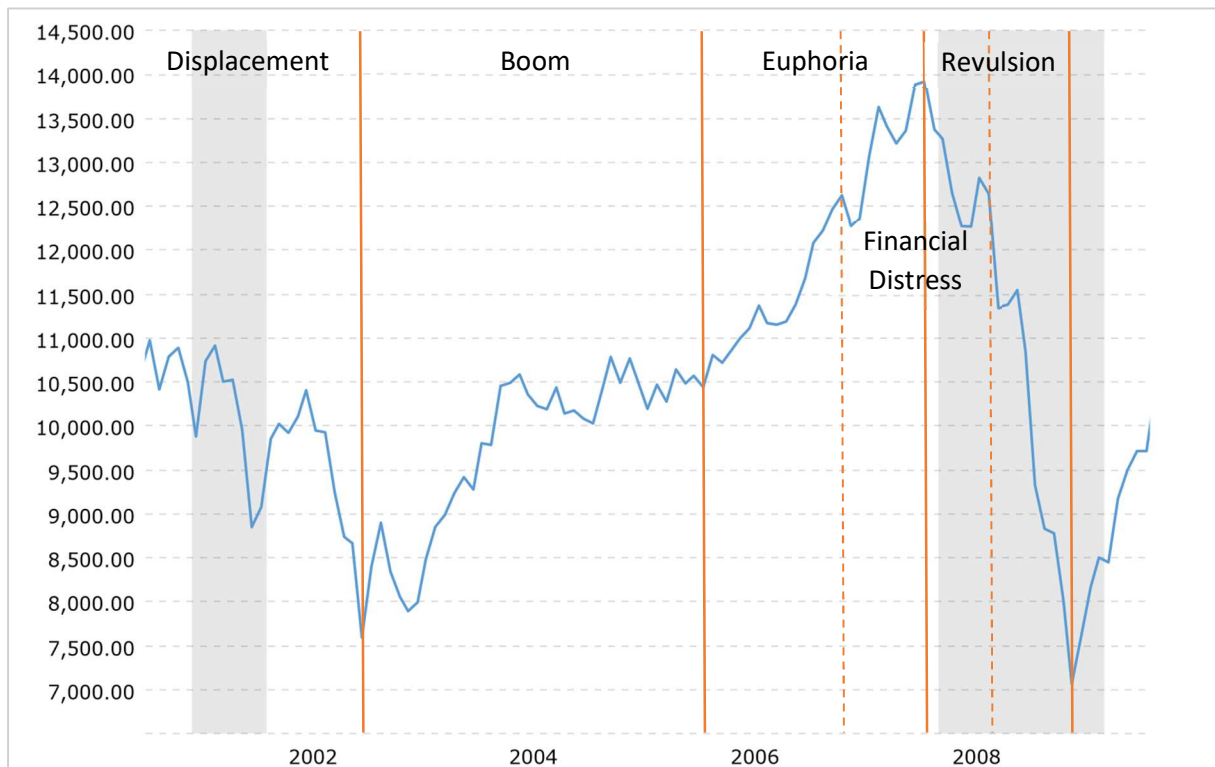


Das Ende des Kalten Krieges, die fortschreitende Globalisierung und das beginnende Computer- und Internetzeitalter stellten das „Displacement“ für die Entstehung der „Dotcom“-Blase dar. Während der Kursanstieg in der ersten Hälfte der 1990er Jahre mit zehn Prozent pro Jahr noch vergleichsweise moderat war („Boom“), ging der Dow Jones in der zweiten Hälfte mit einem jährlichen Plus von 25 Prozent durch die Decke („Euphoria“). Die ganze Dekade betrachtet vervierfachte sich der Dow Jones.

Die Phase „Financial Distress“ war besonders gut ausgeprägt, wie an der sehr langen Phase starker Schwankungen auf hohem Niveau abzulesen ist (04/1999 – 05/2002). Selbst nach dem starken Kurseinbruch infolge der Terroranschläge vom 11. September 2001 kletterte der Dow Jones für einige Monate wieder über 10.000 Punkte. Die „Revulsion“ fiel mit einem Gesamtkursverlust von etwa einem Drittel vergleichsweise schwach aus und begründete damit ein hohes Einstiegsniveau für den nächsten „Boom“.

³⁸² Eigene Bearbeitung von: Macrotrends LLC, Dow Jones – DJIA – 100 Year Historical Chart.

Abbildung 10: Dow Jones Industrial Average, 10/2000 – 10/2009³⁸³

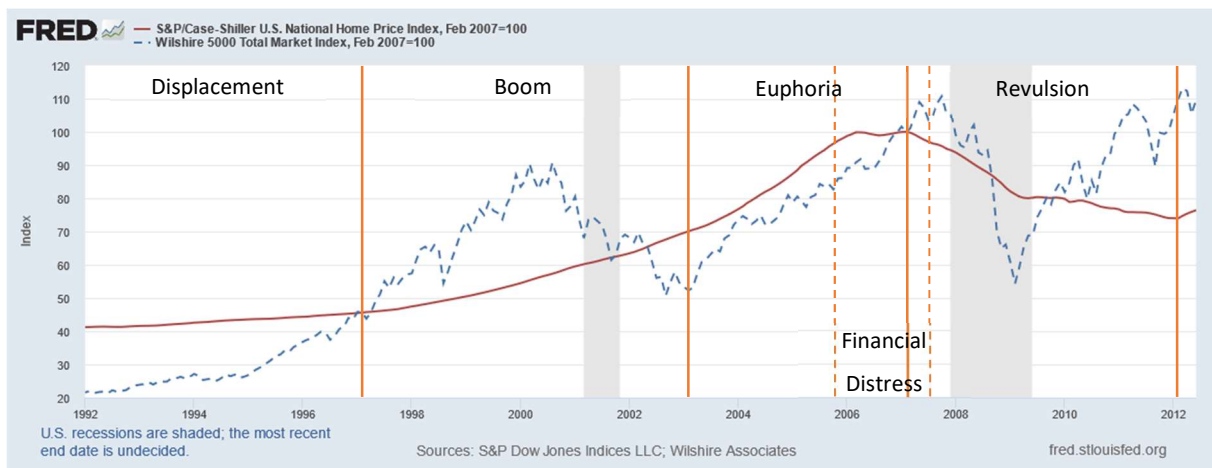


Der „Dotcom“-Crash und das allgemeine Gefühl politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit infolge der Terroranschläge führten zunächst zu einer Verlagerung von Kapital in den vermeintlich sicheren Immobilienmarkt. Der Immobilienboom und das Verbriefungsgeschäft, in Verbindung mit den niedrigen Zinsen, beflügelten aber alsbald auch die Finanzmärkte („Displacement“). Außerdem befand sich der Dow Jones aufgrund des starken Anstieges der 1990er Jahre trotz der „Dotcom“-Verluste auf einem sehr hohen Ausgangsniveau. Die Jahre 2003 bis 2005 führten den Dow Jones mit einem jährlichen Kurswachstum von acht Prozent wieder auf alte Höhen („Boom“), bevor ab 2006 die „Euphoria“ (+16% pro Jahr) einsetzte und im Oktober 2007 gipfelte. Die Phase „Financial Distress“ war weniger stark ausgeprägt als bei der „Dotcom“-Blase, es lassen sich aber mittelstarke Schwankungen im Zeitraum von etwa einem halben Jahr vor bis nach dem Maximum beobachten (vor allem wenn man die Tageskurse³⁸⁴ betrachtet). Die „Revulsion“ nahm ab Juni 2008, besonders aber ab September (Pleite von Lehman Brothers) stark an Fahrt auf, der Dow Jones halbierte sich bis zum Tiefpunkt im Februar 2009.

³⁸³ Eigene Bearbeitung von: Macrotrends LLC, Dow Jones – DJIA – 100 Year Historical Chart.

³⁸⁴ Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Daily Performance History.

Abbildung 11: Immobilienindex und Wilshire-5000-Index, 01/1992 – 06/2012³⁸⁵



Case-Shiller-Immobilienindex: rot, Indexierung 02/2007=100% (Höhepunkt), Monatswerte

Wilshire-5000-Index: blau, Indexierung 02/2007=100%, Monatswerte

Abbildung 11 zeigt die Phasenentwicklung der US-Immobilienpreise (rote Kurve) anhand des Case-Shiller-Immobilienindexes seit den frühen 1990er Jahren. Zur zusätzlichen Orientierung ist der „Wilshire 5000 Total Market Index“³⁸⁶ dargestellt (blaue strichlierte Kurve). Aus der Darstellung wird ersichtlich, dass sich die Entwicklungen an Börse und Immobilienmarkt teilweise überlagerten und wechselseitig beeinflussten.

Das „Displacement“ am Immobilienmarkt fand Anfang/Mitte der 1990er Jahre statt, als die „Dotcom“-Blase bereits in ihrer „Boom“-Phase war. Ab 1997 setzte der „Boom“ bei den Immobilienpreisen mit einem jährlichen Wachstum von sieben Prozent ein und hielt auch dem Platzen der „Dotcom“-Blase stand. Im Gegenteil scheint es sogar, als ob die sinkenden Börsenkurse und die allgemeine Verunsicherung eine Verlagerung von Kapital in den Immobiliensektor begünstigten. Ab 2003 stiegen die Immobilienpreise, u.a. begünstigt durch das niedrige Zinsniveau, um 12 Prozent pro Jahr („Euphoria“), um danach für eineinhalb Jahre (Ende 2005 bis Mitte 2007) auf hohem Niveau zu verharren („Financial Distress“). Vom Höhepunkt im Februar 2007 bis zum Tiefpunkt im Februar 2012 verlor der Case-Shiller-Index 26 Prozent („Revulsion“).

³⁸⁵ Eigene Bearbeitung von: FRED, S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index (CSUSHPISA) und Wilshire 5000 Total Market Index (WILL5000IND), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPISA> und <https://fred.stlouisfed.org/series/WILL5000IND>.

³⁸⁶ Der „Wilshire 5000“ ist ein marktbreiter Aktienindex, der sämtliche in den USA börsennotierte Unternehmen listet. (Vgl. Wilshire, Wilshire 5000 Total Market Index, online unter <https://www.wilshire.com/indexes/wilshire-5000-family/wilshire-5000-total-market-index>.)

Es lässt sich beobachten, dass die „Euphoria“-Phase am Immobilienmarkt in etwa gleichzeitig mit den Phasen „Boom“ und „Euphoria“ an den Aktienmärkten verlief. Die Plateauphase und das Platzen der Immobilienblase gingen dem Börsencrash hingegen um mehrere Monate voraus. Die Ansteckung der Finanz- und Aktienmärkte führte ab Ende 2007 zu starken Kursrutschen, wobei deutlich wird, dass der Einbruch an der Börse wesentlich steiler und tiefer als am Immobilienmarkt verlief, dafür schritt aber auch die anschließende Erholung rascher voran.

4.2.2. Tabellarische Gegenüberstellung

In diesem Abschnitt fasse ich die Ergebnisse aus der grafischen Analyse der Entwicklung des Dow Jones während der Great Depression, der „Dotcom“-Krise und der Finanzkrise zusammen und liste sie zur besseren Vergleichbarkeit Phase für Phase in Tabelle 1 nebeneinander auf. Tabelle 2 gibt einen Überblick über die Phasenentwicklung der Immobilienblase anhand des Case-Shiller-Immobilienindexes.

Tabelle 1: Dow Jones Industrial Average³⁸⁷

<i>Great Depression</i>		<i>„Dotcom“-Krise</i>	<i>Finanzkrise</i>
Displacement			
Vorausgehende Rezession ³⁸⁸ : 01/1920 – 07/1921 (18 M) 05/1923 – 07/1924 (14 M)	Rezes-	Vorausgehende Rezession: 07/1990 – 03/1991 (8 M)	Vorausgehende Rezession: 03/2001 – 11/2001 (8 M)
Mehrjährige starke Kurseinbrüche, Dow Jones erholt sich binnen fünf Jahren: 08/1919: 105 Punkte ³⁸⁹ ... 08/1924: 105 (+/-0%)		Kurzer Kurseinbruch, Dow Jones erholt sich annähernd binnen eines Jahres: 12/1989: 2.753 Punkte 12/1990: 2.634 (-4%)	Mehrjähriger Kurseinbruch, Dow Jones erholt sich erst in Boom-Phase: 10/2000: 10.971 Punkte 10/2001: 9.075 (-17%) 10/2002: 8.397 (-7%)

³⁸⁷ Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Monthly Performance History.

³⁸⁸ Rezessionsdaten vgl. NBER, US Business Cycle Expansions and Contractions.

³⁸⁹ Die Monate August, Dezember und Oktober sind bewusst als Referenzmonate gewählt, da ich vom jeweiligen Höchststand (*max*) des Dow Jones zurückrechne. Es handelt sich durchgehend um monatliche Schlusskurse. Rundung auf ganze Punkte bzw. Prozent.

<i>Great Depression</i>	<i>„Dotcom“-Krise</i>	<i>Finanzkrise</i>
Boom		
Ab Mitte 1924	Ab Ende 1990	Ab Mitte 2002
08/1924: 105 Punkte	12/1990: 2.634 Punkte	10/2002: 8.397 Punkte
08/1925: 141 (+34%)	12/1991: 3.169 (+20%)	10/2003: 9.801 (+17%)
08/1926: 163 (+16%)	12/1992: 3.301 (+4%)	10/2004: 10.027 (+2%)
08/1927: 190 (+17%)	12/1993: 3.754 (+14%)	10/2005: 10.440 (+4%)
	12/1994: 3.834 (+2%)	
<u>08/1924 – 08/1927:</u>	<u>12/1990 – 12/1994:</u>	<u>10/2002 – 10/2005:</u>
+81% in 3 Jahren	+46% in 4 Jahren	+24% in 3 Jahren
+22% p.a. ³⁹⁰	+10% p.a.	+8% p.a.
Euphoria		
Ab Mitte 1927	Ab Anfang 1995	Ab Ende 2005
08/1927: 190 Punkte	12/1994: 3.834 Punkte	10/2005: 10.440 Punkte
08/1928: 240 (+26%)	12/1995: 5.117 (+33%)	10/2006: 12.081 (+16%)
08/1929: 380 (+58%) <i>max</i>	12/1996: 6.448 (+26%)	10/2007: 13.930 (+15%) <i>max</i>
	12/1997: 7.908 (+23%)	
	12/1998: 9.181 (+16%)	
	12/1999: 11.497 (+25%) <i>max</i>	
<u>08/1927 – 08/1929:</u>	<u>12/1994 – 12/1999:</u>	<u>10/2005 – 10/2007:</u>
+100% in 2 Jahren	+200% in 5 Jahren	+33% in 2 Jahren
+41% p.a.	+25% p.a.	+16% p.a.
Boom + Euphoria		
<u>08/1924 – 08/1929:</u>	<u>12/1990 – 12/1999:</u>	<u>10/2002 – 10/2007:</u>
+262% in 5 Jahren	+336% in 9 Jahren	+66% in 5 Jahren
+29% p.a.	+18% p.a.	+11% p.a.
Die jährlichen Kursgewinne in den Phasen „Boom“ und „Euphoria“ waren in den 1920er Jahren fast dreimal so groß wie in den 2000er Jahren. Allerdings war das Ausgangsniveau des Dow Jones in den 2000er Jahren durch den langen und starken Anstieg in den 1990er Jahren bereits sehr hoch.		

³⁹⁰ Die Angabe per annum (p.a.) steht für die durchschnittliche jährliche Veränderung und soll eine bessere Vergleichbarkeit ermöglichen.

<i>Great Depression</i>	<i>„Dotcom“-Krise</i>	<i>Finanzkrise</i>
Financial Distress		
Diese Phase ist relativ schwer einzugrenzen, sie ist in den Wochen bis Monaten vor und nach dem jeweiligen Maximum angesiedelt. Kennzeichen sind ein Stagnieren der Kurse auf hohem Niveau, teilweise starke kurzfristige Schwankungen, erste Einbrüche gefolgt von kurzen Erholungen und erneuten Einbrüchen.		
<u>11/1928 – 05/1929:</u> Bewegt sich um 300 <u>06/1929 – 08/1929:</u> Starker Anstieg auf 380 <u>09/1929 – 11/1929:</u> 1. Einbruch <u>12/1929 – 03/1930:</u> Erholung auf fast 300 <u>Ab 04/1930:</u> 2. Einbruch	<u>04/1999 – 08/2001:</u> Bewegt sich größtenteils zwischen 10.000 und 11.000, Maximum bei ca. 11.500 <u>09/2001 – 11/2001:</u> 1. Einbruch <u>12/2001 – 05/2002:</u> Bewegt sich um 10.000 <u>Ab 06/2002:</u> 2. Einbruch	<u>12/2006 – 10/2007:</u> Bewegt sich größtenteils zwischen 12.500 und 13.500, Maximum bei ca. 14.000 <u>11/2007 – 03/2008:</u> 1. Einbruch <u>04/2008 – 05/2008:</u> Wieder über 12.500 <u>Ab 06/2008:</u> 2. Einbruch
Revulsion		
08/1929: 380 Punkte <i>max</i> 08/1930: 240 (-37%) 08/1931: 139 (-42%) 06/1932: 43 (-69%) <i>min</i> <u>08/1929 – 06/1932:</u> -89% in 34 Monaten -54% p.a.	12/1999: 11.497 Punkte <i>max</i> 12/2000: 10.788 (-6%) 12/2001: 10.022 (-7%) 09/2002: 7.592 (-24%) <i>min</i> <u>12/1999 – 09/2002:</u> -34% in 33 Monaten -14% p.a.	10/2007: 13.930 Punkte <i>max</i> 10/2008: 9.325 (-33%) 02/2009: 7.063 (-24%) <i>min</i> <u>10/2007 – 02/2009:</u> -49% in 16 Monaten -41% p.a.
Die „Revulsion“-Phase des Dow Jones dauerte in den 1920/30er Jahren mehr als doppelt so lange wie in den 2000er Jahren und die gesamten Kursverluste waren dementsprechend wesentlich höher. Vergleicht man allerdings die jährlichen Kursverluste, fällt der Unterschied zwischen Great Depression und Finanzkrise nicht mehr so deutlich aus. Hier sind sich die beiden Krisen auch wesentlich näher als beim jährlichen Kursanstieg. Die vergleichsweise geringen Verluste der „Dotcom“-Krise bestätigen abermals das Bild, dass der Blase der 2000er Jahre ein hohes Ausgangsniveau zugrunde lag.		

Tabelle 2: Case-Shiller-Immobilienindex³⁹¹

Phase	Zeitraum	Veränderung in %	per annum
Displacement	ca. 02/1992 – ca. 02/1997	+10% in 5 Jahren	+2% p.a.
Boom	ca. 02/1997 – ca. 02/2003	+54% in 6 Jahren	+7% p.a.
Euphoria	ca. 02/2003 – ca. 02/2006	+42% in 3 Jahren	+12% p.a.
Financial Distress	ca. 12/2005 – ca. 05/2007	+/-0% in 1,5 Jahren	+/-0% p.a.
Revulsion	02/2007 <i>max</i> – 02/2012 <i>min</i>	-26% in 5 Jahren	-6% p.a.

Die jährlichen Preissteigerungsraten des Case-Shiller-Immobilienindex in den Phasen „Boom“ (+7% p.a.) und „Euphoria“ (+12% p.a.) sind für den Immobilienmarkt durchaus beeindruckend und können sogar mit den Kursgewinnen des Dow Jones („Boom“ +8% p.a. und „Euphoria“ +16% p.a.) mithalten. Die „Revulsion“ erscheint zwar mit einem jährlichen Minus von sechs Prozent auf den ersten Blick vergleichsweise milde, stellte aber einen bis dato nicht dagewesenen Wertverlust für Millionen von Immobilien dar, der Kreditausfälle, Zwangsversteigerungen und weitreichende gesamtwirtschaftliche Auswirkungen nach sich zog.

4.2.3. Zusammenfassung der Analyse

Bei allen drei Krisen lassen sich typische „Displacement“-Faktoren finden. Mit dem Ende des Ersten Weltkrieges und dem damit verbundenen Zusammenbruch der alten Weltordnung rückten die USA wirtschaftlich zur Supermacht auf und auch kulturell entwickelte der „American Way of Life“ eine Hegemonierolle. Der wirtschaftliche Aufschwung in den „Roaring Twenties“ wurde von der flächendeckenden Verbreitung neuer Technologien (Elektrifizierung, Telekommunikation und Automobilverkehr) und dem Ausbau der dazugehörigen Infrastruktur angetrieben. Neue Produktionsmethoden wie Automatisierung und Fließbandarbeit reduzierten zudem die Produktionskosten und damit die Preise, wodurch der Massenkonsum beflügelt wurde.³⁹²

Auch zu Beginn der 1990er Jahre war eine alte Weltordnung zusammengebrochen, die Konfrontation der beiden Supermächte des Kalten Krieges hatte ihr Ende gefunden. Die liberale Demokratie und die freie Marktwirtschaft US-amerikanischer Prägung hatten ihre

³⁹¹ Vgl. FRED, S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index (CSUSHPISA), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPISA>.

³⁹² Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 40.

(vermeintliche) Überlegenheit demonstriert und sich durchgesetzt, in akademischen Kreisen wurde sogar über das „Ende der Geschichte“³⁹³ philosophiert. Auf technologischer Ebene brach für die breite Bevölkerung das Computer- und Internetzeitalter an, das die fortschreitende Globalisierung und die internationale Vernetzung noch weiter beschleunigen sollte.

In den 2000er Jahren erschütterten die Terroranschläge vom 11. September 2001 das Bild der unverwundbaren Supermacht USA. Neue Bedrohungsszenarien und asymmetrische Kriegsführung, aber auch der Aufstieg Chinas und neue Rivalität mit Russland brachten politische Veränderungen. Thomas Umlauf zeichnet in seiner Dissertation einen weitaus größeren Rahmen für die Entstehung der Finanzkrise. Er betrachtet die Finanzkrise als Resultat einer über Jahrzehnte entstandenen „Minsky-Kindleberger-Superblase“³⁹⁴, die ihren Ursprung („Displacement“) bereits in der Einführung des amerikanischen Einlagensicherungssystems FDIC im Jahr 1933 hatte. Durch die staatliche Gewährleistung der Spareinlagen wurde ein „Moral Hazard“ für Banken erzeugt, größere Risiken einzugehen. Das Trennbankensystem und strenge regulatorische Auflagen verhinderten allerdings größere Bankenkrisen bis in die 1970er Jahre.³⁹⁵ An diesem Zugang wird deutlich, dass ein „Displacement“-Faktor auch schon Jahrzehnte vor der eigentlichen Krise zu finden sein kann.

Allen drei Krisen ging ab der „Boom“-Phase eine ausgeprägte Wachstumseuphorie (zumindest in den betroffenen Branchen) und eine wirtschaftspolitische „Laissez-faire“-Grundhaltung voraus. Dieser Optimismus war in den 1920er Jahren getragen von der allgemeinen ökonomischen Aufbruchsstimmung, in den 1990er Jahren vom Internethype und in den 2000er Jahren von der boomenden Bau- und Immobilienbranche. Außerdem spielten neue Akteur*innen und neuartige Produkte an den Finanzmärkten eine zentrale Rolle.

Gemeinsam ist den drei Krisen auch der hohe Anteil an Fremdkapitalfinanzierung (hohes „Leverage“). Banken und Finanzdienstleister vergrößerten durch die Vergabe von Krediten die Geldmenge und gewährten ihren Kund*innen hohe „Leverage“-Quoten an den Finanzmärkten. Das frische Kapital floss in allen drei Krisen in den Aktienmarkt (in den 1990er Jahren speziell in den IT-Sektor), in den 2000er Jahren zusätzlich in den Immobilienmarkt und in diejenigen Bereiche des Finanzmarktes, die mit dem neuartigen Geschäft der „Securitization“ und dem

³⁹³ Vgl. Francis *Fukuyama*, *The End of History and the Last Man* (New York 1992).

³⁹⁴ *Umlauf*, *Unheilige Dualität*, 297.

³⁹⁵ Vgl. *Umlauf*, *Unheilige Dualität*, 10-11.

Handel mit „Mortgage-Backed Securities“ (MBS) und anderen Schuldverschreibungen Geld verdienten.³⁹⁶

Umlauf zufolge begann die „Boom“-Phase der Finanzkrise mit der Zurückdrängung des Keynesianismus durch den Monetarismus in den 1970er Jahren und dem schrittweisen Rückzug des Staates im Zuge der neoliberalen Wende ab den 1980er Jahren. Durch selektive Liberalisierungs- und Deregulierungsschritte bei gleichzeitiger Ausweitung und Erhöhung der Einlagensicherung kam die Problematik des „Moral Hazard“ immer mehr zum Tragen. Zusätzlich vergrößerte sich in dieser Phase durch Fusionen und Übernahmen die „Too-Big-to-Fail“-Problematik, wodurch Risikobereitschaft und Krisenanfälligkeit stiegen.³⁹⁷

Umlauf argumentiert weiter, dass die Immobilienblase durch staatliche Eigenheiminitiativen in den 1990er und 2000er Jahren aktiv herbeigeführt wurde, mit dem Ziel, den Massenkonsum anzukurbeln. Durch die steigenden Immobilienpreise konnten Hausbesitzer*innen zu sehr günstigen Konditionen Konsumkredite aufnehmen und mit ihrer Immobilie besichern. Durch den Vorgang der „Securitization“ und den Weiterverkauf der „Mortgage-Backed Securities“ an Investor*innen entstand ein zweiter Geldschöpfungsprozess, der neues Kapital generierte. Dieses wurde wiederum in der Form von Hypothekarkrediten vergeben, immer häufiger auch an „Subprime“-Kreditnehmer*innen. Auf diese Weise blähten sich der Immobilienmarkt und das Geschäft mit den „Mortgage-Backed Securities“ immer mehr auf, es kam zur „Euphoria“-Phase.³⁹⁸

Schließlich hatten die Aktienmärkte in den Jahren 1929, 1999 und 2007 (der Immobilienmarkt bereits 2006) ein so hohes Niveau erreicht, dass die Überbewertung den Marktteilnehmer*innen immer bewusster wurde und die Nervosität massiv zunahm. Während die „Dotcom“-Krise eine sehr ausgeprägte „Financial Distress“-Phase hatte, war der Übergang von „Euphoria“ zu „Revulsion“ in den beiden anderen Krisen relativ nahtlos, auch wenn man – wie wir gesehen haben – durchaus deutliche Anzeichen für „Financial Distress“ ausmachen kann. Der konkrete Auslöser für das Platzen der jeweiligen Blase ist nicht immer klar festzumachen, oft spielten einzelne negative Marktsignale (wie eine Zinserhöhung, ein plötzlicher Kursrutsch oder eine unerwartete politische Entscheidung) in Verbindung mit massenpsychologischen Dynamiken (Stichwort „Bank Run“) eine entscheidende Rolle für den Beginn der „Revulsion“.

³⁹⁶ Vgl. *Aliber, Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes*, 40.

³⁹⁷ Vgl. *Umlauf, Unheilige Dualität*, 11-14.

³⁹⁸ Vgl. *Umlauf, Unheilige Dualität*, 303-304.

Abbildung 12: Entwicklung des Dow Jones während der Rezessionen 1929, 2001 und 2007³⁹⁹



Kursentwicklung (in Prozent) des „Dow Jones Industrial Average“ von Beginn (Nullpunkt) bis Ende der jeweiligen Rezession, monatliche Schlusskurse.

Grüne Linie: Dow Jones während der „Dotcom“-Rezession 03/2001 – 11/2001 (8 Monate)

Rote Linie: Dow Jones während der Finanzkrisen-Rezession 12/2007 – 06/2009 (18 Monate)

Blaue Linie: Dow Jones während der Great-Depression-Rezession 08/1929 – 03/1933 (43 Monate)⁴⁰⁰

Abbildung 12 veranschaulicht, dass die Rezession im Zuge der Great Depression (43 Monate) etwa zweieinhalbmal so lange dauerte wie die Rezession im Zuge der Finanzkrise (18 Monate) und dass der Dow Jones beinahe doppelt so viel (annähernd 90 zu annähernd 50 Prozent) verlor. Es lässt sich aber auch erkennen, dass die Kursverluste des Dow Jones ein Jahr nach Beginn der beiden Rezessionen beinahe gleich groß waren.

Die Rezession infolge der „Dotcom“-Krise dauerte mit nur acht Monaten mit Abstand am kürzesten und auch die Kursverluste waren am geringsten. Allerdings sei an dieser Stelle angemerkt, dass der Dow Jones seinen Höhepunkt im Dezember 1999 und seinen Tiefpunkt im September 2002 hatte, die hier abgebildete Phase aber nur die Monate der Rezession von März

³⁹⁹ Vgl. Macrotrends LLC, Dow Jones - DJIA - 100 Year Historical Chart by Recession, online unter <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart>.

⁴⁰⁰ Vgl. NBER, US Business Cycle Expansions and Contractions.

bis November 2001 abdeckt. In dieser Phase verlor der Dow Jones nur zehn Prozent, von Maximum bis Minimum aber etwa ein Drittel.

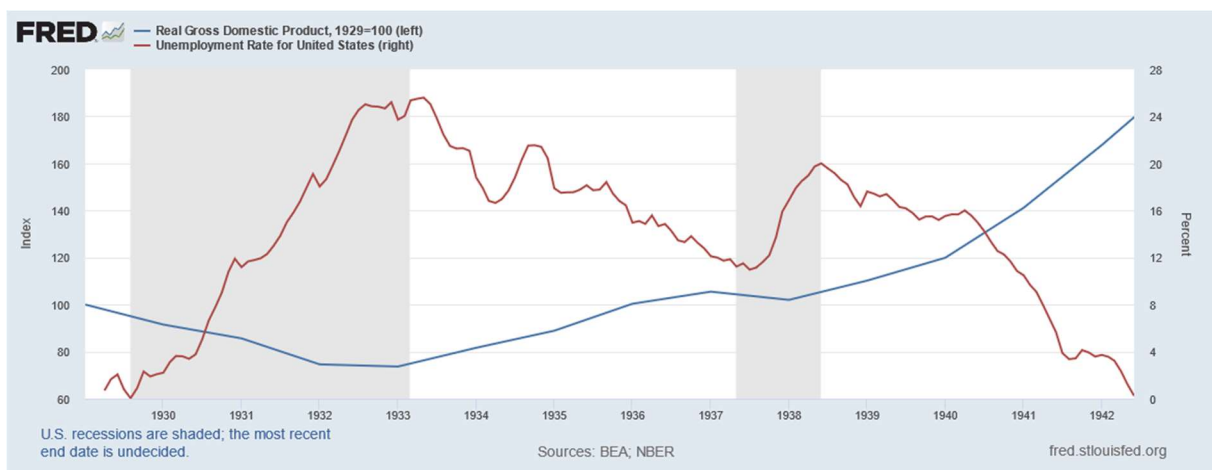
Daraus wird deutlich, dass die „Dotcom“-Krise zwar größere Verwerfungen an den Aktienmärkten ausgelöst hat, aber keine längere gesamtwirtschaftliche Krise, wie das in den Jahren ab 1929 bzw. 2007 der Fall war. In diesen beiden Krisen deckte sich die „Revulsion“-Phase (Höhepunkt bis Tiefpunkt) des Dow Jones auch weitestgehend mit dem Zeitraum der wirtschaftlichen Rezession. Um die Schwere der beiden Rezessionen besser vergleichen zu können, analysiere ich im folgenden Kapitel einige wichtige volkswirtschaftliche Kennzahlen.

4.3. Vergleich volkswirtschaftlicher Kennzahlen

Nachdem wir die Aktien- und Immobilienblasen 1929, 1999 und 2007 mithilfe des Minsky-Kindleberger-Modells eingehend analysiert und gegenübergestellt haben, wende ich mich nun dem Vergleich der wichtigsten volkswirtschaftlichen Kennzahlen während der Great Depression und der Finanzkrise zu. Die „Dotcom“-Krise werde ich hierbei nicht weiter berücksichtigen, da ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen vergleichsweise gering waren.

4.3.1. BIP vs. Arbeitslosenquote

Abbildung 13: BIP (real) und Arbeitslosenquote, 1929-1942⁴⁰¹



BIP (real): blau, linke y-Achse, Indexierung 1929=100%, Jahreswerte, nicht saisonbereinigt

Arbeitslosenquote: rot, rechte y-Achse, Prozent, Monatswerte, saisonbereinigt

Das reale Bruttoinlandsprodukt sank vom Höhepunkt im Jahr 1929 (100%) bis zum Tiefpunkt im Jahr 1933 (74%) um mehr als ein Viertel und benötigte bis 1936, um sich wieder zu erholen. Allerdings wird das Bruttoinlandsprodukt der USA erst seit 1932 systematisch erhoben, die Werte davor (insbesondere vor 1929) basieren auf Rückrechnungen unter Zuhilfenahme anderer ökonomischer Daten, was teilweise zu unterschiedlichen Ergebnissen führt.⁴⁰² Je nach Berechnungsmethode (z.B. quartalsweise statt jährlich) kommt man auf ein BIP-Minus von bis zu

⁴⁰¹ Vgl. FRED, Real Gross Domestic Product (GDPCA) und Unemployment Rate for United States (M0892AUSM156SNBR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPCA> und <https://fred.stlouisfed.org/series/M0892AUSM156SNBR>.

⁴⁰² Vgl. Louis Johnston, Samuel H. Williamson, Sources and Techniques Used in the Construction of Annual GDP, 1790-Present. In: MeasuringWorth, 2020, online unter <https://www.measuringworth.com/datasets/usgdp/sourcegdp.php>.

einem Drittel.⁴⁰³ Ein stabiles Wirtschaftswachstum konnte erst durch das Hochfahren der Rüstungsindustrie während des Zweiten Weltkrieges wieder erreicht werden.

Die Arbeitslosenquote stieg von annähernder Vollbeschäftigung vor der Krise auf fast 26 Prozent im Mai 1933. Ein erster Rückgang konnte durch die Maßnahmen des „New Deal“ verzeichnet werden, im Juli 1937 lag die Arbeitslosigkeit bei elf Prozent, bevor sie getrieben durch eine neuerliche Rezession wieder auf 20 Prozent im Juni 1938 anstieg. Es dauerte insgesamt zwölf Jahre bis die Arbeitslosenquote Mitte 1941 wieder unter fünf Prozent gesenkt werden konnte.

Aufgrund der allgemein schwachen Konjunktur (1939 war das reale BIP gerade einmal auf 110 Prozent des Wertes von 1929 gestiegen, was einem jährlichen Wirtschaftswachstum von weniger als einem Prozent entspricht) und der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit bis zum Zweiten Weltkrieg werden die 1930er Jahre gemeinhin in ihrer Gesamtheit als Depression eingestuft.⁴⁰⁴

Abbildung 14: BIP (real) und Arbeitslosenquote, Q1/2006 – Q1/2016⁴⁰⁵



BIP (real): blau, linke y-Achse, Indexierung Q4/2007=100%, Quartalswerte, saisonbereinigt

Arbeitslosenquote: rot, rechte y-Achse, Prozent, Quartalswerte, saisonbereinigt

Das reale Bruttoinlandsprodukt sank vom Höhepunkt im vierten Quartal 2007 (100%) bis zum Tiefpunkt im zweiten Quartal 2009 (96%) um vier Prozent, während die Arbeitslosenquote im selben Zeitraum von fünf auf neuneinhalb Prozent stieg. Die Arbeitslosigkeit stieg nach Ende der Rezession (Q2/2009) noch für einige Monate weiter auf ein Maximum von zehn Prozent

⁴⁰³ Vgl. FRED, Gross National Product in Constant Dollars for United States (Q0896AUSQ240SNBR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/Q0896AUSQ240SNBR>; Galbraith, Der Große Crash 1929, 207.

⁴⁰⁴ Vgl. Galbraith, Der Große Crash 1929, 207.

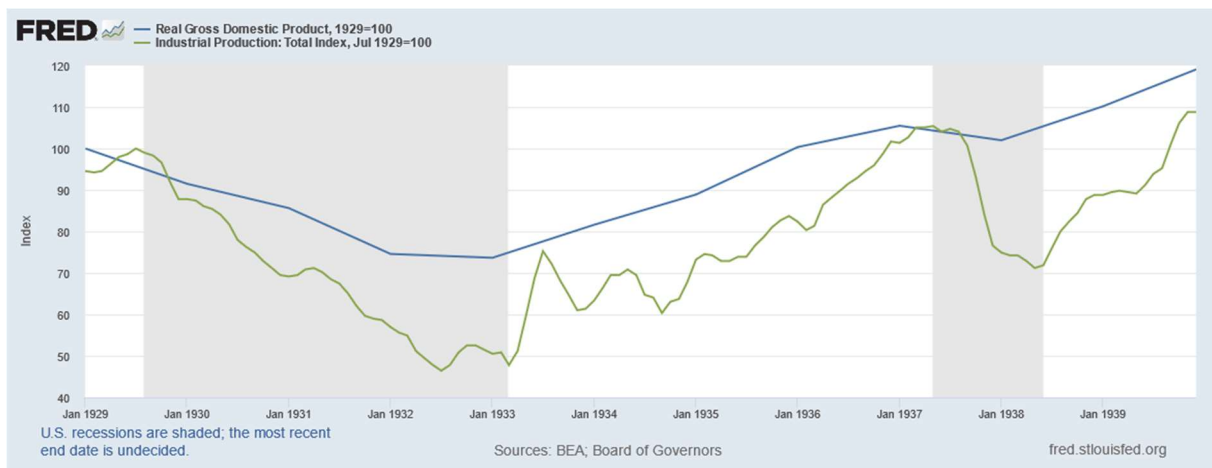
⁴⁰⁵ Vgl. FRED, Real Gross Domestic Product (GDPC1) und Unemployment Rate (UNRATE), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1> und <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=JIUK>.

(Oktober 2009). Weiters kann man gut erkennen, dass sich die Krise ab dem vierten Quartal 2008 (u.a. Lehman-Pleite im September 2008) drastisch verschärfte, Bruttoinlandsprodukt und Arbeitslosenquote gingen ab diesem Zeitpunkt steil auseinander.

Bemerkenswert ist die, im Vergleich zum BIP, wesentlich langsamere Erholung am Arbeitsmarkt. Wie in den 1930er Jahren lässt sich beobachten, dass die Arbeitslosigkeit auch nach Ende der Rezessionsphase (grauer Balken) noch lange Zeit hoch blieb. Während das BIP bereits nach dreieinhalb Jahren (Q2/2011) die Krisenverluste wettgemacht hatte, dauerte es insgesamt acht Jahre bis die Arbeitslosenquote Anfang 2016 wieder unter fünf Prozent sank.

4.3.2. BIP vs. Industrieproduktion

Abbildung 15: BIP (real) und Industrieproduktion, 1929-1939⁴⁰⁶



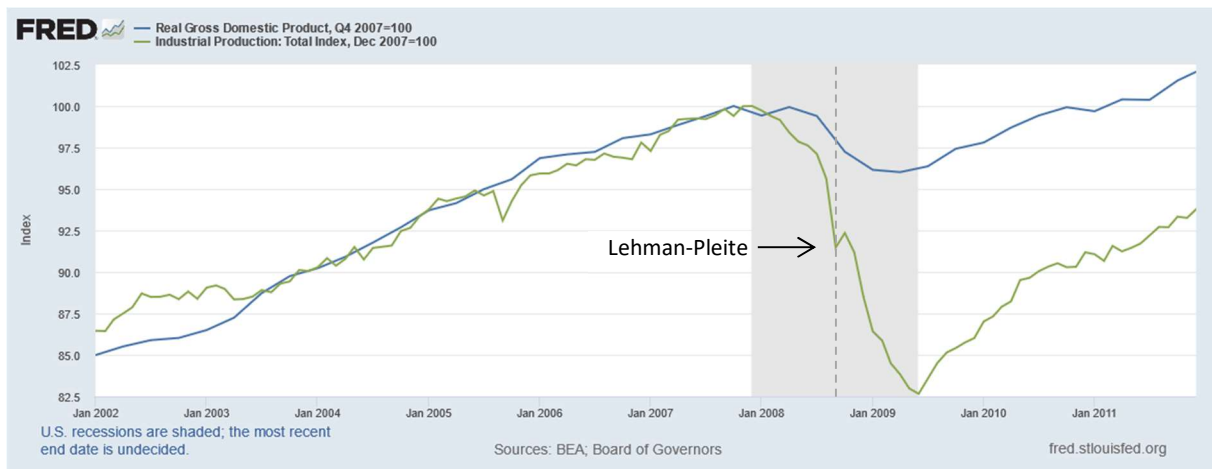
BIP (real): blau, Indexierung 1929=100%, Jahreswerte, nicht saisonbereinigt

Industrieproduktion: grün, Indexierung 07/1929=100%, Monatswerte, saisonbereinigt

Im Vergleich zum BIP, bei dem das Minus um die 30 Prozent betrug, wird der wesentlich stärkere Rückgang der Industrieproduktion deutlich. Diese halbierte sich in den drei Jahren vom Vorkrisen-Höhepunkt im Juli 1929 (100%) bis zum Tiefpunkt im Juli 1932 (46%), das entspricht einem jährlichen Minus von ca. 23 Prozent. Als sich die Industrie fünf Jahre später gerade erholt hatte, kam es von Mitte 1937 bis Mitte 1938 zum zweiten Einbruch um etwa ein Drittel der Produktionsleistung. Die endgültige Erholung gelang erst mit dem Anlaufen der Kriegswirtschaft ab Ende 1939.

⁴⁰⁶ Vgl. FRED, Real Gross Domestic Product (GDPCA) und Industrial Production: Total Index (INDPRO), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPCA> und <https://fred.stlouisfed.org/series/INDPRO>.

Abbildung 16: BIP (real) und Industrieproduktion, 01/2002 – 12/2011⁴⁰⁷



BIP (real): blau, Indexierung Q4/2007=100%, Quartalswerte, saisonbereinigt

Industrieproduktion: grün, Indexierung 12/2007=100%, Monatswerte, saisonbereinigt

Die Industrieproduktion fiel in den eineinhalb Jahren vom Vorkrisen-Hoch im Dezember 2007 (100%) bis zum Tief im Juni 2009 (83%) um 17 Prozent, das entspricht einem jährlichen Minus von ca. zwölf Prozent. Das Vorkrisen-Niveau wurde erst fünf Jahre später, nämlich Mitte 2014, wieder erreicht. Auch bei der Finanzkrise lässt sich beobachten, dass die Industrieproduktion wesentlich stärker betroffen war als das BIP insgesamt. Im Vergleich der beiden Krisen werden jedoch die unterschiedlichen Dimensionen beim Anstieg der Arbeitslosigkeit wie beim Rückgang von BIP und Industrieproduktion, sowohl was die Intensität als auch die Dauer betrifft, deutlich.

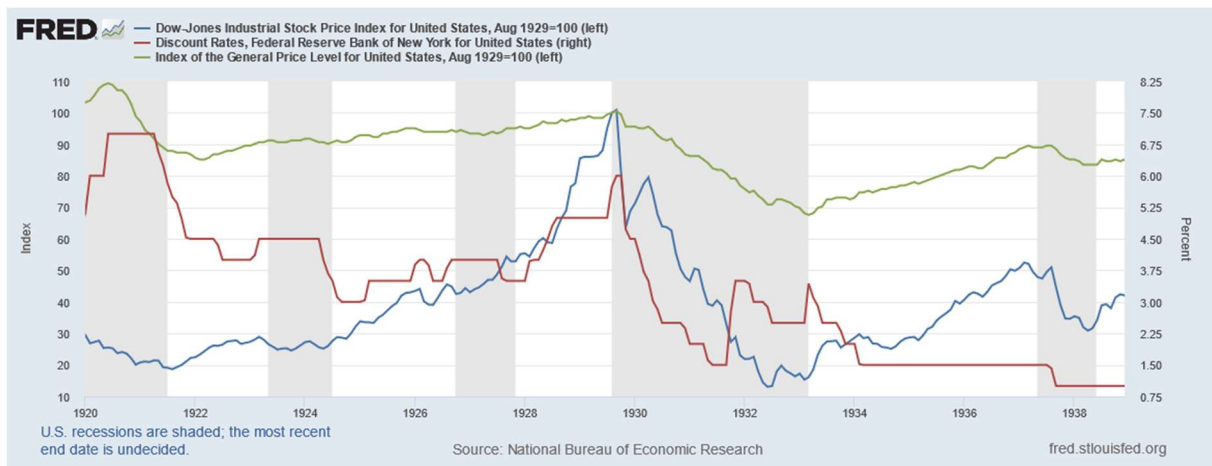
4.3.3. Leitzinsen, Inflation und die Aktien-/Immobilienblase

Vergleicht man die Entwicklung der Leitzinsen in den 1920/30er und den 2000er Jahren, zeigt sich, dass in beiden Fällen die Leitzinsen als Reaktion auf vorausgehende Rezessionen gesenkt wurden und danach für mehrere Jahre auf (für die jeweilige Zeit) niedrigem Niveau verweilten. Anfang 1928 bzw. Mitte 2004 begann die Federal Reserve die Zinsen schrittweise zu erhöhen, bis erste Krisenerscheinungen auftraten. Im Fall der Great Depression wurden die Zinsen erst drei Monate nach Ausbruch der Krise gesenkt und ab Oktober 1931 sogar vorübergehend

⁴⁰⁷ Vgl. FRED, Real Gross Domestic Product (GDPC1) und Industrial Production: Total Index (INDPRO), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1> und <https://fred.stlouisfed.org/series/INDPRO>.

wieder angehoben. In der Finanzkrise begann die Zinssenkung bereits einige Monate vor Beginn der Rezession und wurde kontinuierlich auf null bis 0,25 Prozent ab Dezember 2008 fortgeführt. Betrachten wir nun die Wechselwirkungen von Leitzinsen, Preisniveau und Dow Jones für die Great Depression (Abbildung 17) sowie die Wechselwirkungen von Leitzinsen, Verbraucherpreisindex und Case-Shiller-Immobilienindex für die Finanzkrise (Abbildung 18).

Abbildung 17: Dow Jones, Leitzinsen und Preisindex, 01/1920 – 12/1938⁴⁰⁸



Dow Jones: blau, linke y-Achse, Indexierung 08/1929=100%, Monatswerte

Leitzinsen: rot, rechte y-Achse, Prozent, Monatswerte

Preisindex: grün, linke y-Achse, Indexierung 08/1929=100%, Monatswerte

Abbildung 17 stellt die Entwicklung von Preisniveau (Inflation), Federal-Reserve-Diskontsatz (Leitzinsen) und Dow Jones gegenüber. In der Rezession 1920/21 kam es zu einer ersten Deflationsphase (grüne Kurve), die Federal Reserve reagierte mit Zinssenkungen (rote Kurve), woraufhin die Deflation eingebremst werden konnte. Die folgende Phase relativ niedriger Zinsen (3-4%) begünstigte einerseits eine Stabilisierung des Preisniveaus, andererseits den Boom an den Aktienmärkten (Aktien wurden vergleichsweise attraktiver), wie am steilen Anstieg der blauen Kurve ersichtlich wird.

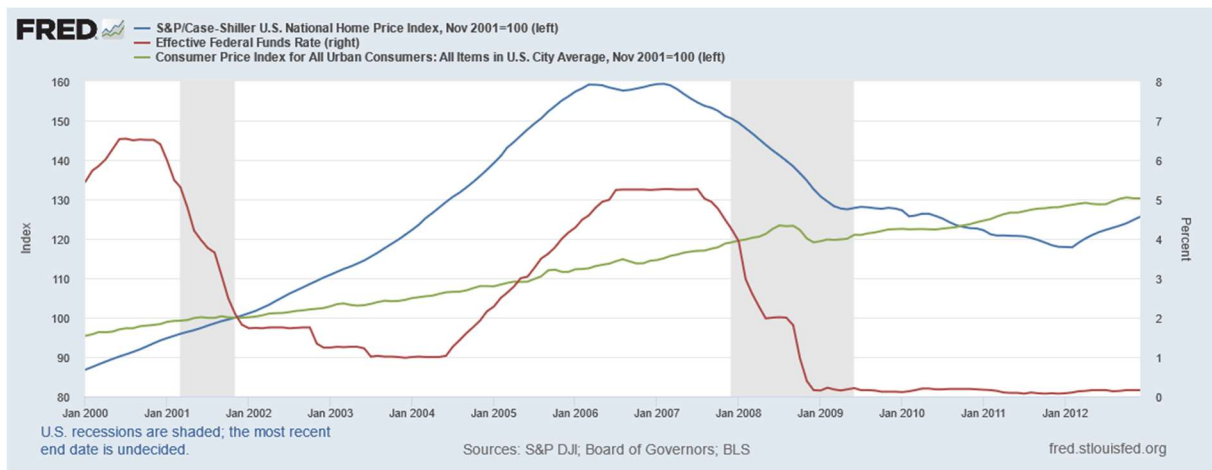
Im Jahr 1928 begann die Federal Reserve die Zinsen langsam wieder anzuheben, um der Blasenbildung entgegenzuwirken, wodurch aber auch die Geldmenge reduziert wurde. Mit dem Platzen der Aktienblase kam es erneut zur Deflation, das Preisniveau brach zwischen 1929 und

⁴⁰⁸ Vgl. FRED, Dow-Jones Industrial Stock Price Index for United States (M1109BUSM293NNBR) und Discount Rates, Federal Reserve Bank of New York for United States (M13009USM156NNBR) und Index of the General Price Level for United States (M04051USM324NNBR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/M1109BUSM293NNBR> und <https://fred.stlouisfed.org/series/M13009USM156NNBR> und <https://fred.stlouisfed.org/series/M04051USM324NNBR>.

1933 um fast ein Drittel ein. Als Reaktion senkte die Fed die Leitzinsen von sechs auf eineinhalb Prozent, konnte aber weder Preis- noch Kursverfall stoppen, was vor allem mit dem Goldstandard zu tun hatte. Wenig förderlich in dieser Hinsicht war aber auch die neuerliche Anhebung der Zinsen ab Oktober 1931.

Erst im März 1933 kam es zur Trendwende, die Deflation konnte gestoppt werden und die Börsenkurse setzten zur Erholung an. Durch die Abkehr vom Goldstandard hatte die Federal Reserve fortan mehr Kontrolle über die Entwicklung der Geldmenge und konnte die Deflation wirksamer bekämpfen. Die Leitzinsen wurden schließlich, auch in Anbetracht der Deflationsphase 1937/38, auf ein Prozent gesenkt.

Abbildung 18: Immobilienindex, Leitzinsen und Preisindex, 01/2000 – 12/2012⁴⁰⁹



Case-Shiller-Immobilienindex: blau, linke y-Achse, Indexierung 11/2001=100%, Monatswerte

Leitzinsen: rot, rechte y-Achse, Prozent, Monatswerte

Verbraucherpreisindex: grün, linke y-Achse, Indexierung 11/2001=100%, Monatswerte

Abbildung 18 vergleicht die Entwicklung des Case-Shiller-Immobilienindex, der „Effective Federal Funds Rate“ (Leitzinsen) und des Verbraucherpreisindex (CPI). Als Reaktion auf die „Dotcom“-Krise senkte die Federal Reserve im Laufe des Jahres 2001 schrittweise die Leitzinsen (rote Kurve) von 6,5 auf 1,75 Prozent und in den beiden folgenden Jahren weiter auf ein neues Rekordtief von nur noch einem Prozent. In diesem Zeitraum der Niedrigzinspolitik floss immer mehr Kapital in den Immobilienmarkt (blaue Kurve) und es kam zum Übergang vom „Boom“ zur „Euphoria“, die Immobilienpreise stiegen um etwa ein Drittel.

⁴⁰⁹ Vgl. FRED, S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index (CSUSHPISA) und Effective Federal Funds Rate (FEDFUNDS) und Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average (CPIAUCSL), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPISA> und <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS> und <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>.

Im Juli 2004 kam es zur Trendumkehr, die Federal Reserve leitete mit ihren Zinserhöhungen eine zweijährige Phase kontraktiver Geldpolitik ein. Trotz steigender Zinsen boomte der Immobilienmarkt weiter, erst im März 2006 wurde die etwa einjährige Plateauphase erreicht, woraufhin auch die Fed ihre Zinserhöhungen einstellte. Es lässt sich gut erkennen, dass die Federal Reserve kurz nach dem Platzen der Immobilienblase ihre Geldpolitik wieder lockerte und die Leitzinsen auf letztlich null Prozent senkte und dort beließ.

Die grüne Kurve (Verbraucherpreisindex) verdeutlicht zwei Punkte: Erstens zeigt sie an, dass die Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus annähernd linear verlief während die Immobilienpreise exponentiell anstiegen. Zweitens lässt sich erkennen, dass es – abgesehen von einem leichten (-3%) deflationären Knick Ende 2008 infolge der Lehman-Pleite – keine ausgeprägte Deflation wie in den 1930er Jahren gab, was auf die aktivere Rolle der Federal Reserve und die geänderten Voraussetzungen (kein Goldstandard) zurückzuführen ist.

4.4. Zusammenfassender Vergleich der Krisen

Tabelle 3: Volkswirtschaftliche Kennzahlen Great Depression vs. Finanzkrise

	Great Depression	Finanzkrise
Dauer der Rezession ⁴¹⁰	08/1929 – 03/1933 (43 Monate) 05/1937 – 06/1938 (13 Monate)	12/2007 – 06/2009 (18 Monate)
BIP ⁴¹¹	1929 – 1933: -26% bis -33% -8% bis -10% p.a. Erholung ⁴¹² : 1936 (7 Jahre)	Q4/2007 – Q2/2009: -4% -3% p.a. Erholung: Q2/2011 (3,5 Jahre)
Industrieproduktion ⁴¹³	<u>07/1929 – 07/1932:</u> -54% in 3 Jahren / -23% p.a. Erholung: 12/1936 (7 J. 5 M.) bzw. 09/1939 (10 J. 2 M.)	<u>12/2007 – 06/2009:</u> -17% in 18 Monaten / -12% p.a. Erholung: 06/2014 (6 J. 6 M.)
Arbeitslosenquote ⁴¹⁴	08/1929: Vollbeschäftigung 05/1933: 26% (Maximum) 07/1937: 11% (nach erster Erholung) 06/1938: 20% (zweite Spitze) Erholung (<5%): 07/1941 (12 Jahre)	12/2007: 5% 10/2009: 10% (Maximum) Erholung (<5%): 01/2016 (8 Jahre)
Dow Jones ⁴¹⁵	<u>08/1929 – 06/1932:</u> -89% in 34 Monaten -54% p.a. Erholung: 11/1954 (25 Jahre)	<u>10/2007 – 02/2009:</u> -49% in 16 Monaten -41% p.a. Erholung: 02/2013 (5 J. 4 M.)

⁴¹⁰ Vgl. NBER, US Business Cycle Expansions and Contractions.

⁴¹¹ Vgl. Bureau of Economic Analysis (BEA), National Data, Section 1 – Domestic Product and Income, online unter <https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey>; FRED, Real Gross Domestic Product (GDPCA), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPCA>; FRED, Gross National Product in Constant Dollars for United States (Q0896AUSQ240SNBR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/Q0896AUSQ240SNBR>; FRED, Real Gross Domestic Product (GDPC1), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>.

⁴¹² „Erholung“ meint den Zeitpunkt, an dem der jeweilige Wert wieder das Vorkrisenniveau erreicht hat, in Klammern stehen die Jahre und Monate vom Vorkrisenhoch bis zum Zeitpunkt der Erholung.

⁴¹³ Vgl. FRED, Industrial Production: Total Index (INDPRO), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/INDPRO>.

⁴¹⁴ Vgl. FRED, Unemployment Rate for United States (M0892AUSM156SNBR), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/M0892AUSM156SNBR>; FRED, Unemployment Rate (UNRATE), online unter <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=jIUK>.

⁴¹⁵ Vgl. S&P Dow Jones Indices, DJIA Monthly Performance History.

Tabelle 4: Entstehung & Risikofaktoren

	Great Depression	Finanzkrise
Leitzinsen	Zinssenkung in Reaktion auf die Rezessionen 1920/21, 1923/24 (auf 3-4%) → alternative Anlageformen wurden attraktiver und Kredite billiger	Zinssenkung ab 2001 in Reaktion auf die „Dotcom“-Krise (auf 1-2%)
Kredite	Kreditfinanzierter Massenkonsum Kreditfinanzierte Börsenspekulation „Leverage“-Käufe über Broker und Banken → wachsende Kredit- und Geldmenge beförderte Boom → sinkende Kreditvergabestandards → zunehmende Verschuldung der Haushalte → niedrige Eigenkapitalquoten bei (Investment-)Banken	Kreditfinanzierter Konsum Kreditfinanzierte Immobilien Hohes „Leverage“ bei Investmentbanken („Repo“-Geschäfte)
Blasenbildung	Aktienmarkt Kredite trieben Börsenkurse an → beschleunigte das allgemeine Wachstum in Finanz- und Realwirtschaft	Immobilienmarkt (und Aktienmarkt) Kredite trieben Immobilienpreise an
Wachstumseuphorie	Aufbruchsstimmung in den „Roaring Twenties“ an der Börse und gesamtwirtschaftlich	Sicherheitsgefühl am Immobilienmarkt, befördert durch staatliche Eigenheiminitiativen
Überproduktion	Landwirtschaft und einige andere Sektoren (umstritten)	Keine (ev. im Immobiliensektor)
Immobilien	Kreditfinanzierte Immobilienblase in Florida platzte 1926	Ausgeklügeltes System aus Immobilienkreditvergabe, Verkauf der Hypotheken an Investmentbanken und GSEs, Bündelung zu MBS, Weiterverkauf an Investor*innen erhöhte Kreditmenge (Geldschöpfung)
Ausländisches Kapital	Reparationszahlungen, Kriegsschulden und anderes Kapital flossen in die USA und verstärkten die spekulativen Tendenzen am Aktienmarkt	Internationales Kapital war stark am amerikanischen Immobilien- und Finanzmarkt investiert
Goldstandard	Goldbindung des Dollar Fixe Wechselkurse	Keine Bindung Flexible Wechselkurse

Tabelle 5: Verlauf & Verbreitung

	Great Depression	Finanzkrise
Fed erhöhte Leitzinsen	01/1928 (3,5%) – 10/1929 (6%) → Zinszahlungen und neue Kredite wurden teurer	06/2004 (1%) – 06/2006 (5,25%)
Wirtschaftsrückgang	Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität ab Sommer 1929 → Plateauphase wurde erreicht, Marktnervosität stieg	Nachfrage nach Immobilien ließ ab Anfang 2006 nach
Blase platzte	Aktienblase platzte im Okt. 1929 Börsencrash vernichtete Kapital → Kurs-/Preisverfall schädigte Anleger*innen bzw. Eigentümer*innen	Immobilienblase platzte Anfang 2007 Aktienblase platzte Ende 2007
Wertverfall der Sicherheiten	Aktienpakete reichten nicht mehr zur Besicherung der Kredite	Immobilien reichten nicht mehr zur Besicherung der Hypothekarkredite MBS reichten nicht mehr zur Besicherung der „Repo“-Geschäfte
Kreditausfälle	Banken verlangten zusätzliche Sicherheiten oder Rückzahlungen → viele Kreditnehmer*innen mussten Aktien verkaufen → beschleunigte Kurs-/Preisverfall, Verkaufserlöse reichten nicht mehr → Kredite fielen (teilweise) aus, erste Bankenpleiten → Banken verloren Kapital & vergaben weniger neue Kredite	Banken und Investor*innen verlangten zusätzliche Sicherheiten oder Rückzahlungen → viele Kreditnehmer*innen mussten Immobilien verkaufen → viele Investmentbanken mussten Vermögenswerte verkaufen
Liquiditätsengpässe	„Bank Runs“ (kein Einlagensicherungssystem) führten zu Bankenpleiten → Verknappung der Kredit- und Geldmenge, Liquiditätskrise	„Bank Runs“ am „Shadow Market“ (Investor*innen zogen Kapital ab) gefährdeten Investmentbanken → Kredit- und Aktienmarkt brachen ein, Liquiditätskrise
Deflation	Starke Deflation aufgrund des Goldstandards, zögerlicher Geldpolitik und verabsäumter Rolle als „Lender of Last Resort“ der Fed	Expansive Geldpolitik und Bereitstellung von Liquidität verhinderten Deflation (bis auf kurze Deflationsphase nach Lehman-Pleite)

Rezession	→ Unternehmen kamen nur noch schwer an frisches Kapital → Investitionen, Konsum und Produktion gingen weiter zurück → steigende Arbeitslosigkeit reduzierte Nachfrage weiter → internationale Verbreitung über die Finanzmärkte
------------------	---

Tabelle 6: Auslöser & Ursachen

	Great Depression	Finanzkrise
Auslöser		
Geldpolitik	Niedrigzinspolitik begünstigte die Entstehung kreditfinanzierter Blasen Zinserhöhung zur Eindämmung der Spekulation kam zu spät und trug stattdessen zum Platzen der Blasen bei	
Überproduktion	Wirtschaftlicher Rückgang aufgrund von Marktsättigung und nachlassender Nachfrage	Nachlassende Immobiliennachfrage aufgrund steigender Zinsen führte zu sinkenden Preisen
Platzen der Blasen	Börsencrash vernichtete Kapital und verknappte Liquidität	Platzen der Immobilienblase führte zu massiven Wertverlusten, MBS-Geschäft brach zusammen
	Hohe „Leverage“-Quoten verstärkten die Auswirkungen	
Bank Runs	„Bank Runs“ in Ermangelung eines Einlagensicherungssystems → Reduktion der Geld- und Kreditmenge erzeugte Liquiditätskrise, Deflation und Rezession	„Bank Runs“ am kaum regulierten „Shadow Banking Market“ → Zusammenbruch des Kreditmarktes erzeugte Liquiditätskrise (v.a. nach Lehman-Pleite)
Ursachen für Entstehung und Vertiefung der Krisen		
Strukturelle & politische Probleme	Marktdominierende Holding- und Investmentgesellschaften „Unit-Banking“ machte Bankensystem anfällig für „Bank Runs“ Liquidationsthese verhinderte staatliches Eingreifen Goldstandard	Systemrelevante Unternehmen („Too Big to Fail“) und „Moral Hazard“ aufgrund der Einlagensicherung Fehlende Regulierung des „Shadow Banking Market“ Förderung der Blasenbildung durch die Eigenheimpolitik
	Mangelhafte Aufsicht und Regulierung der Finanzmärkte	

Verteilung	Ungleichheiten bei der Einkommens- und Vermögensverteilung trugen zur Entstehung beider Blasen bei (das Kapital der Wohlhabenden floss überproportional in Investment- und Spekulationsgeschäfte), die Kapitalverteilung zwischen Arm und Reich hatte 2007 wieder das Niveau von 1929 erreicht. ⁴¹⁶	
Internationales	Reparationszahlungen und Kriegsschulden flossen in die USA Mangelhafte internationale Kooperation, Protektionismus	Kapital aus Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen floss in die USA Internationale Kooperation und Freihandel blieben erhalten
Rolle der Federal Reserve	Federal Reserve blieb relativ passiv (Goldstandard wirkte einschränkend), Deflation und Krise verschärften sich massiv	Aktive Rolle der Federal Reserve (Zinssenkungen, Liquiditätsversorgung und „Bailouts“) verhinderte Deflation und Vertiefung der Krise

Aus den Tabellen 4 bis 6 geht deutlich hervor, wie frappierend ähnlich sich Great Depression und Finanzkrise in ihrer Entstehung, ihrem Ausbruch und ihrer Verbreitung waren. Obwohl signifikante strukturelle Unterschiede (allen voran der Goldstandard) bestanden, ist bei beiden Krisen dasselbe Verlaufsschema zu erkennen.

Die Finanzierung mittels Fremdkapitals („Leverage“) war das ausschlaggebende Element für die Entstehung der Blasen am Aktien- bzw. Immobilienmarkt und für die schnelle Ausbreitung nach dem Platzen derselben. Die kredit- und schuldenfinanzierte Spekulation scheiterte so grandios, wie sie zuvor boomte. Durch den hohen „Leverage“-Anteil waren nicht nur die eigentlichen Anleger*innen und Hausbesitzer*innen vom Platzen der Blasen betroffen, sondern auch die kreditgebenden Institute und über eine ganze Verkettung von Akteur*innen bald der halbe Finanzmarkt. Das äußerst komplexe System der „Securitization“ vom Hypothekarkredit bis zur Besicherung von „Repo“-Geschäften mit „Mortgage-Backed Securities“ stellte mit Sicherheit einen (negativen) Höhepunkt menschlicher Kreativität dar.

In beiden Krisen führten „Bank Runs“ schließlich zum Zusammenbruch der Kreditmärkte und zu einer Liquiditätskrise. Es ist dem entschlossenen Handeln der Federal Reserve zu verdanken, dass die Finanzkrise nicht in der Deflationsspirale und Depression der 1930er Jahre endete. Hierin liegt auch der wesentlichste Unterschied zwischen den beiden Krisen, wobei die Handlungsmöglichkeiten der Fed in den 1930er Jahren durch den Goldstandard und politische Beschränkungen stark eingeschränkt waren.

⁴¹⁶ Vgl. *Umlauf*, Unheilige Dualität, 234.

5. RESÜMEE

Nach dem Ersten Weltkrieg etablierten sich die USA zunehmend als wirtschaftliche Supermacht und auch in kultureller Hinsicht strahlte der „American Way of Life“ in die Welt hinaus. Die Verbreitung neuer Technologien (Elektrifizierung, Telekommunikation) und Produktionsmethoden (Fließbandfertigung) ermöglichten kostengünstige Produktion und erhöhten den Absatz. Besonders die Automobilindustrie beflügelte die amerikanische Wirtschaft in den „Roaring Twenties“, es entstand eine regelrechte Wachstumseuphorie.

Gleichzeitig entwickelten sich verschiedene Risikofaktoren, die destabilisierend auf das Wirtschaftssystem wirkten. Es gab Überproduktionstendenzen in der Landwirtschaft und einigen anderen Sektoren, was zu fallenden Preisen führte. Der Massenkonsum war zu einem guten Teil kreditfinanziert, ebenso die Spekulation an der New Yorker Börse, wo es ab Mitte der 1920er Jahre zu starken Kursgewinnen kam. In Florida gab es eine, ebenfalls durch Kredite getriebene, Immobilienblase, die 1926 platzte. Reparationszahlungen, Kriegsschulden und anderes ausländisches Kapital flossen in die USA und beförderten eben diese spekulativen Tendenzen mit Fremdkapital. Gleichzeitig erschwerte das nach dem Krieg wiedererrichtete System des internationalen Goldstandards eine aktive Geldpolitik.

Die niedrigen Leitzinsen machten Investitionen in Aktien vergleichsweise attraktiver und kreditfinanzierte Börsenspekulation („Leverage“) billiger. Getragen durch die allgemeine Euphorie entstand eine Aktienblase, die im September 1929 ihren Höhepunkt erreichte, im Oktober kam es zum Crash an der Wall Street, Panikverkäufe setzten ein. Es besteht weitgehende Einnigkeit, dass die kreditfinanzierte Spekulation zu einer Überbewertung der Börsenwerte geführt hatte und die steigende Nervosität die Blase zum Platzen brachte. Ebenso spielten massenpsychologische Dynamiken sowohl bei der Entstehung als auch beim Platzen der Blase eine entscheidende Rolle. Manche Ökonom*innen sind der Auffassung, der Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität ab Sommer 1929 hätte den Börsencrash ausgelöst, was sich aber mit den vorliegenden Daten nur begrenzt belegen lässt.

Die Kursverluste durch den Börsencrash vernichteten große Mengen an Kapital. Aufgrund des hohen Anteils an „Leverage“-Finanzierung verloren nun auch viele Banken Kapital, das sie zur Verfügung gestellt hatten. Die Aktienpakte, die den Banken als Sicherheiten dienten, waren durch den Kursverfall nur noch einen Bruchteil der Kredite wert. Banken mussten Abschreibungen in Kauf nehmen und reduzierten die Vergabe von neuen Krediten. Es kam zu Liquiditätsengpässen, die sich über die Finanzmärkte weltweit verbreiteten. In Ermangelung eines

Einlagensicherungssystem kam es zu mehreren Wellen von „Bank Runs“, Sparer*innen stürmten ihre Banken, um ihre Guthaben in Sicherheit zu bringen. Dadurch kam es zu einer Abwärts spirale und einer Verknappung der Geld- und Kreditmenge, was wiederum die Deflation antrieb und die Rezession zu einer Depression verschärfte. Unternehmen mussten einerseits selbst Verluste in Kauf nehmen und kamen andererseits nur noch schwer an frisches Kapital. Aufgrund der einbrechenden Nachfrage kam es zum Preisverfall bei Agrar- und Industrieprodukten sowie bei Immobilien, was zu einem weiteren Rückgang der Produktion führte. Die steigende Arbeitslosigkeit verschärfte das Nachfrageproblem und vertiefte die Krise weiter.

Die Frage nach den Ursachen und Auslösern der Great Depression ist bis heute umstritten. Beim Ausbruch der Krise spielten massenpsychologische Dynamiken eine wichtige Rolle und durch die plötzliche Reduktion der Geld- und Kreditmenge entstanden Liquiditätsengpässe, die sich über die Finanzmärkte auf die Realwirtschaft übertrugen. Als Ursachen der Krise werden konjunkturelle Entwicklungen, strukturelle und internationale Probleme, der Goldstandard sowie die Rolle der Wirtschafts- und Geldpolitik verhandelt.

Kindleberger argumentiert, dass Überproduktion und eine nachlassende Nachfrage zu einem Rückgang der Wirtschaftsleistung führten, der Börsencrash habe den beginnenden Abwärtstrend beschleunigt. Galbraith dagegen sieht das Problem in der Verteilung des Wohlstands. Unternehmen und Reiche profitierten überproportional vom Wirtschaftsboom der „Roaring Twenties“ und investierten ihr Kapital vor allem in den Aktienmarkt, was zu einer Blasenbildung führte. Der Börsencrash führte schließlich zur Vernichtung dieses Kapitals und riss die Wirtschaft mit in den Abgrund.

Auf struktureller Ebene stellten marktdominierende Holding- und Investmentgesellschaften, das amerikanische „Unit-Banking-System“ und das Fehlen eines Einlagensicherungssystems Probleme dar. Im Welthandel gab es in den 1920er Jahren große Ungleichgewichte. Aufgrund von ausländischen Schuldenzahlungen und amerikanischen Exportüberschüssen flossen große Goldmengen in die USA. Dies belastete aber die wirtschaftliche Entwicklung in den Schuldnerländern und das internationale Währungssystem. Durch mangelhafte internationale Kooperation und protektionistische Maßnahmen als Reaktion auf die Krise kam der Welthandel immer mehr zum Erliegen und vertiefte die Krise.

Wirtschaftspolitisch vertraute die Hoover-Regierung auf die selbstregulierenden Kräfte des freien Marktes. Ganz im Sinne der Liquidationsthese ging man davon aus, dass die Krise eine natürliche Reinigungserscheinung des Marktes sei und staatliche Eingriffe diese Reinigung nur

behindern würden. Erst mit Präsident Roosevelts „New Deal“ setzte die amerikanische Regierung auf eine aktive Fiskal- und Wirtschaftspolitik.

Als zentraler Faktor für die Vertiefung der anfänglichen Rezession zur schwersten Depression des Jahrhunderts wird gemeinhin der Goldstandard betrachtet. Die Bindung der nationalen Währungen an Gold erzeugte ein internationales System fixer Wechselkurse, das grundsätzlich stabilisierend wirken sollte, in der Great Depression aber die Übertragung von Krisensymptomen förderte. Vor allem aber schränkte der Goldstandard die Möglichkeiten der Federal Reserve, die Geldpolitik aktiv zu gestalten, schwer ein. Die Fed konnte der Deflation nicht entgegenwirken, da die begrenzten Goldreserven eine Ausweitung der Geldmenge verhinderten. Erst nach der Abkehr vom Goldstandard konnte die Deflationsspirale durchbrochen und die Krise überwunden werden.

Vor allem die Monetarist*innen machen wiederum die verfehlte Geldpolitik der Federal Reserve verantwortlich für die Great Depression. Die niedrigen Leitzinsen der 1920er Jahre begünstigten die kreditfinanzierte Spekulation an den Börsen. Die Anhebung der Leitzinsen ab 1928 führte zu Rückgängen bei der Kreditvergabe, was sich negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirkte. Zwar senkte die Federal Reserve die Zinsen nach Ausbruch der Krise, tat dies aber nicht entschlossen und lange genug. Darüber hinaus habe es die Fed in ihrer Rolle als „Lender of Last Resort“ verabsäumt, während der Bankenkrise Liquidität bereitzustellen, um die „Bank Runs“ zu stoppen und das Finanzsystem vor dem Zusammenbruch zu bewahren. Durch die zahlreichen Bankenpleiten kam es zu einer massiven Verknappung der Geld- und Kreditmenge und damit zu einer weiteren Verschärfung der Deflation. Während die Monetarist*innen davon ausgehen, dass die Federal Reserve trotz Goldstandard der Verknappung der Geldmenge hätte entgegenwirken können, gehen die meisten anderen Ökonom*innen davon aus, dass erst die Abkehr vom Goldstandard und die Abwertung des Dollars die Deflation und damit die Depression bremsen konnten.

Anfang der 2000er Jahre platzte die „Dotcom“-Blase, es gab eine kurze Rezession und die Federal Reserve senkte als Reaktion die Leitzinsen. Befeuert durch staatliche Eigenheiminitiativen und die niedrigen Zinsen kam es zu einer Verlagerung von Kapital in den Immobilienmarkt. Der Immobilienboom wurde durch ein ausgeklügeltes System befeuert. Hypothekenbanken („Mortgage Lenders“), die rechtlich gesehen keine Banken waren, vermittelten Hypothekarkredite an Interessent*innen und verkauften die Hypotheken an Investmentbanken und die beiden

„Government-Sponsored Enterprises“ „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ weiter. Diese bündelten in einer Verbriefung („Securitization“) genannten Prozess die Hypotheken zu Finanzderivaten namens „Mortgage-Backed Securities“ (MBS). Die MBS wurden, in verschiedene Risikoklassen zerlegt, an den Finanzmärkten weiterverkauft und brachten, ähnlich wie bei der Geldschöpfung durch Banken, frisches Kapital für neue Kredite. Die Vergabestandards sanken und auch Haushalte mit niedrigen Einkommen kamen nun problemlos an Kredite, diese meist variabel verzinsten „Subprime“-Kredite wurden immer mehr. In Anbetracht der steigenden Immobilienpreise verschuldeten sich viele Haushalte zusehends und besicherten die Kredite mit ihren Häusern.

Ein weiterer Risikofaktor in diesem Konstrukt waren die sogenannten Rückkaufvereinbarungen („Repos“), die Investmentbanken zur kurzfristigen Rekapitalisierung nutzten. Dabei borgten Investor*innen den Investmentbanken kurzfristig Geld und erhielten als Sicherheit Wertpapiere, häufig MBS. Diese galten, auch dank falscher Bewertungen durch Ratingagenturen, lange Zeit als sichere Anlage. Im Vertrauen auf das anhaltende Wachstum des Immobilienmarktes floss zudem ausländisches Kapital in das Geschäft mit den MBS und verstärkte die Blasenbildung.

Als die Federal Reserve ab Mitte 2004 die Leitzinsen zu erhöhen begann, bedeutete das auch steigende Zinszahlungen für die variabel verzinsten „Subprime“-Kredite, wodurch diese immer mehr in Bedrängnis gerieten. Außerdem ließ die Nachfrage nach Immobilien nach, die Immobilienpreise erreichten ihren Höhepunkt in einer Plateauphase zwischen Anfang 2006 und Mitte 2007, danach begannen die Preise zu fallen. Ab Anfang 2007 kam es vermehrt zu Kreditausfällen im „Subprime“-Segment. Die fallenden Immobilienpreise führten dazu, dass der Wert vieler Häuser nicht mehr ausreichte, um die Kredite zu besichern, es kam zu millionenfachen Zwangsvollstreckungen. Gleichzeitig verloren auch die MBS an Wert und reichten nicht mehr zur Besicherung der „Repo“-Geschäfte der Investmentbanken, wodurch sich diese immer schwieriger mit kurzfristigem Kapital versorgen konnten. Als Konsequenz kam es ab Mitte 2007 vermehrt zu Liquiditätsengpässen an den Finanzmärkten.

In der Folge brach die Kreditvergabe ein, Investmentbanken mussten auch besser bewertete MBS und Aktienpakete verkaufen, um an frisches Kapital zu kommen. Durch diesen Ausverkauf kam es Ende 2007 zum Kurssturz an den Börsen und die Wirtschaft rutschte in die Rezession. Die Federal Reserve reagierte mit Zinssenkungen und stellte Liquidität bereit. Im Lauf des Jahres 2008 kam es zu zahlreichen Rettungen („Bailouts“) bzw. von der Fed gestützten Übernahmen großer Finanzinstitute, „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ wurden sogar

notverstaatlicht. Als es im September 2008 nicht gelang, die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers zu verhindern kam es zum endgültigen Zusammenbruch der Kredit- und Finanzmärkte und zum Absturz der Realwirtschaft.

Es gab zahlreiche (Mit-)Verantwortliche für die Entstehung der Immobilienblase: Die Kreditinstitute mit ihren niedrigen Vergabestandards, die Kreditnehmer*innen, die sich in Erwartung steigender Immobilienpreise immer weiter verschuldeten, die Investmentbanken und „Government-Sponsored Enterprises“ mit ihrem intransparenten Verbriefungsgeschäft, die Ratingagenturen mit ihren mangelhaften Prüfungen oder die Investor*innen, die mit den fragwürdigen Finanzprodukten spekulierten. Auf politischer Seite sind die praktisch nicht existente Regulierung der Finanzmärkte und die Förderung der Blasenbildung durch die Eigenheimpolitik zu kritisieren. Die Federal Reserve befeuerte mit ihrer Niedrigzinspolitik die kreditfinanzierte Immobilienblase und trug mit der zu späten Zinserhöhung zum Platzen ebendieser bei.

Der Ausbruch der Finanzkrise kann als Bankenpanik am „Shadow Banking Market“ erklärt werden. Dieser kaum regulierte Finanzmarkt versorgte Investmentbanken gegen Sicherheiten (wie MBS) mit kurzfristigem Investorenkapital. Als im Zuge des Immobilienpreisverfalls auch die MBS an Wert einbüßten, zogen die Investor*innen ihr Kapital ab und erzeugten somit eine Liquiditätskrise an den Finanzmärkten.

Die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers, die mit besonders hohen „Leverage“-Raten am „Shadow Market“ involviert war, führte zum endgültigen Zusammenbruch. Insofern war die Entscheidung, Lehman nicht zu retten, besonders folgeschwer. Wie wir gesehen haben, hätte es rechtlich durchaus Möglichkeiten gegeben, aber der politische Wille fehlte, da man keinen „Moral Hazard“ für künftige „Bailouts“ erzeugen wollte.

Genau dieses Problem des „Moral Hazard“ war aber schon über Jahrzehnte gewachsen. Durch das amerikanische Einlagensicherungssystem FDIC und die selektiven Deregulierungsschritte seit den 1980er Jahren waren Banken geneigt, größere Risiken einzugehen, da sie im Notfall mit staatlichen Garantien rechnen konnten. Zusätzlich wurde die „Moral Hazard“-Problematik durch das Entstehen systemrelevanter („Too Big to Fail“) Finanzinstitute verschärft.

Die Analyse nach dem Minsky-Kindleberger-Modell hat gezeigt, dass es vor der Great Depression, der „Dotcom“-Krise und der Finanzkrise zu deutlich identifizierbaren Blasenbildungen am Aktienmarkt, vor der Finanzkrise auch am Immobilienmarkt, kam. Die fünf Phasen

„Displacement“, „Boom“, „Euphoria“, „Financial Distress“ und „Revulsion“ ließen sich bei allen drei Krisen nachweisen, wobei die Phase „Financial Distress“ bei der „Dotcom“-Krise wesentlich deutlicher ausgeprägt war als bei den anderen beiden Krisen. Am Immobilienmarkt gab es ebenfalls eine relativ lange „Financial Distress“-Phase von Anfang 2006 bis Mitte 2007. Aus der tabellarischen Analyse ergab sich, dass der Börsenaufschwung („Boom“ und „Euphoria“) vor der Great Depression deutlich stärker war als vor den anderen beiden Krisen. Der Börsenabschwung („Revulsion“) dauerte bei der Great Depression mehr als doppelt so lange wie bei der Finanzkrise, die Verluste pro Jahr lagen allerdings in einer ähnlichen Größenordnung. Die Kursverluste im Zuge der „Dotcom“-Krise fielen wesentlich geringer aus und zogen eine vergleichsweise kurze Rezession nach sich.

Beim Vergleich der volkswirtschaftlichen Kennzahlen von Great Depression und Finanzkrise zeigte sich, dass der Rückgang von Bruttoinlandsprodukt bzw. Industrieproduktion in den 1930er Jahren (bis zu -33% bzw. -54%) wesentlich dramatischer war als in den 2000er Jahren (-4% bzw. -17%). Ebenso war die Arbeitslosenquote mit einem Maximum von 26 Prozent in der Great Depression zweieinhalbmal so hoch wie in der Finanzkrise (10%). Nicht nur die Rezession dauerte in den 1930er Jahren (43 Monate) wesentlich länger als in den 2000er Jahren (18 Monate), sondern auch der wirtschaftliche Erholungsprozess, am längsten brauchte in beiden Krisen die Arbeitslosenquote, um wieder auf Vorkrisenniveau zu gelangen. Während der Great Depression kam es (größtenteils bedingt durch den Goldstandard) zu starker Deflation, in der Finanzkrise gab es nur eine kurze Deflationsphase im vierten Quartal 2008 infolge der Lehman-Pleite. Weiters ließen sich Zusammenhänge zwischen den Entwicklungen der Leitzinsen und des Dow-Jones-Indexes in den 1920er Jahren bzw. der Leitzinsen und des Case-Shiller-Immobilienindexes in den 2000er Jahren erkennen.

Die vergleichende Analyse von Great Depression und Finanzkrise hat ergeben, dass es eine Vielzahl frappierender Ähnlichkeiten zwischen den Krisen gab. Beiden lag eine kreditgetriebene Spekulationsblase am Aktien- bzw. Immobilienmarkt zugrunde. Diese Blasen entstanden in einem Umfeld aus Wachstumseuphorie und niedrigen Zinsen, Ungleichheiten in der Vermögensverteilung und ausländisches Kapital spielten eine verstärkende Rolle. Der hohe Einsatz von Fremdkapital („Leverage“) ermöglichte den starken Boom, stellte aber auch den zentralen Risikofaktor für die Spekulationsblasen dar.

Als unmittelbarer Auslöser der beiden Krisen kommt vor allem das Platzen der jeweiligen Spekulationsblase in Betracht. Allerdings führten erst die darauffolgenden Kreditausfälle, „Bank Runs“ und Insolvenzen zu einer derartigen Verknappung der Kreditmenge (Liquiditätskrise), dass es zum vollständigen Ausbruch der Krise kam. Inwieweit hingegen Überproduktionstendenzen auslösend wirkten, ist umstritten. Jedenfalls spielte die Geldpolitik der Federal Reserve eine zentrale Rolle. Niedrige Zinsen vermochten die Rezession abzuschwächen, aber auch Spekulation zu befördern. Zinserhöhungen, die dazu gedacht waren, spekulative Tendenzen zu bremsen, trugen hingegen zum Platzen der Blasen bei. Die Zinspolitik erwies sich in beiden Krisen als wichtiges, aber schwierig zu kontrollierendes Werkzeug.

Auch bei den tieferliegenden Krisenursachen überwiegen die Gemeinsamkeiten. Beide Krisen konnten sich im Umfeld eines instabilen und mangelhaft regulierten Banken- und Finanzmarktes entwickeln. Strukturelle Probleme und das Fehlen eines Einlagensicherungssystems machten den Bankensektor der 1930er Jahre anfällig für „Bank Runs“. Durch die Einführung der Einlagensicherung entstand aber im Gegenzug die Problematik des „Moral Hazard“, die in den 2000er Jahren eine zentrale Rolle einnehmen sollte. In Verbindung mit selektiven Deregulierungsschritten trugen staatliche Garantien und Sicherungssysteme schließlich auch wesentlich zur Entstehung der „Too Big to Fail“-Thematik bei.

Die Mechanismen bei Verlauf und Verbreitung der Krisen ähneln sich stark. Eine Mischung aus steigenden Zinsen und nachlassender Nachfrage und Wirtschaftsleistung führte zum Platzen der Blasen. Die Kurse bzw. Preise begannen zu sinken, dadurch verloren die Sicherheiten (Aktien bzw. Immobilien) an Wert. Kredite konnten nicht mehr zurückgezahlt werden, es kam zu Kreditausfällen, Insolvenzen am Finanzmarkt und Liquiditätsengpässen.

Den größten Unterschied zwischen den beiden Krisen stellt die Reaktion der Federal Reserve dar. In den 1930er Jahren blieb sie, teilweise bedingt durch den Goldstandard, teilweise aufgrund liquidationistischer Überzeugungen, weitgehend passiv und ging nicht gegen die Verknappung der Geldmenge vor, was zu massiver Deflation und einer Vertiefung der Krise führte. Demgegenüber verhinderte die Federal Reserve in den 2000er Jahren mit einer äußerst aktiven Geld- und Liquiditätspolitik ein Abdriften der Wirtschaft in Deflation und Depression.

Die Great Depression war zweifelsohne die weitaus schwerere Krise, wie sich anhand der Daten leicht feststellen lässt. Tatsächlich gibt es aber Grund zur Annahme, dass die Finanzkrise kurz davor war, eine ähnlich schwere Depression auszulösen wie in den 1930er Jahren. Die Ökonomen Gary Gorton und Andrew Metrick sind der Auffassung, dass die Finanzkrise durchaus das Potential hatte, sich zu einer zweiten Great Depression auszuwachsen: „The Federal Reserve

actions may well have prevented the crisis from equaling or exceeding the Great Depression.“⁴¹⁷ Für Robert Aliber steht sogar fest, dass die Lehman-Pleite „the most severe financial panic and crash in a century“⁴¹⁸ sowie „the most massive US credit crisis in the last one hundred years“⁴¹⁹ ausgelöst habe. Und der ehemalige Fed-Vorsitzende Ben Bernanke sagte 2009 vor der „Financial Crisis Inquiry Commission“ aus: „As a scholar of the Great Depression, I honestly believe that September and October of 2008 was the worst financial crisis in global history, including the Great Depression.“⁴²⁰

Anhand dieser Stimmen wird abermals deutlich, wie ernst die Lage am Höhepunkt der Finanzkrise, rund um die Insolvenz von Lehman Brothers, tatsächlich war und dass der Vergleich mit der Great Depression durchaus angebracht ist. Die fatalen wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der Great Depression konnten glücklicherweise vorerst abgewendet werden. Die in der vorliegenden Arbeit beschriebenen grundsätzlichen Probleme und Risikofaktoren wurden aber keineswegs behoben. Im Gegenteil hat sich, befeuert durch jahrelange Niedrigstzinsen, eine neuerliche Wachstumseuphorie an den Aktien- und Immobilienmärkten breit gemacht, die alle bisherigen Rekorde überflügelt hat und sich nicht einmal von der gegenwärtigen Coronavirus-Pandemie beeindrucken lässt. Regierungen und Notenbanken weltweit wären gut beraten, diese Entwicklungen aufmerksam zu verfolgen und rechtzeitig Reformen des internationalen Finanzsystems anzustoßen, bevor uns die nächste Krise einholt.

⁴¹⁷ Gorton, Metrick, *The Financial Crisis of 2007-2009*, 379.

⁴¹⁸ Aliber, Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*, 313.

⁴¹⁹ Aliber, Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*, 107.

⁴²⁰ Ben Bernanke, Closed-Door Session with FCIC, November 17, 2009. In: Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report* (Washington, D.C. 2011) 354, online unter <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.

LITERATURVERZEICHNIS⁴²¹

Quellen

Gesetzestexte

Banking Act of 1933, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/title/banking-act-1933-glass-steagall-act-991>.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010), online unter <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991 (FDICIA), online unter <https://fraser.stlouisfed.org/title/federal-deposit-insurance-corporation-improvement-act-1991-415>.

Federal Reserve Act, online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm>.

Gramm-Leach-Bliley-Act, 1999, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/title/financial-services-modernization-act-1999-gramm-leach-bliley-act-1050>.

Reden & Protokolle

Ben *Bernanke*, Closed-Door Session with FCIC, November 17, 2009. In: Financial Crisis Inquiry Commission, The Financial Crisis Inquiry Report (Washington, D.C. 2011), online unter <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.

Ben *Bernanke*, The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10. März 2005, online unter <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>.

Brian F. *Madigan*, Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 21. August 2009, online unter <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/madigan20090821a.htm>.

Ökonomische Daten

Bureau of Economic Analysis (BEA), online unter <https://www.bea.gov/>.

Federal Reserve Archival System for Economic Research (FRASER), Federal Reserve Bank of St. Louis' Financial Crisis Timeline, online unter <https://fraser.stlouisfed.org/timeline/financial-crisis>.

⁴²¹ Alle Internetlinks wurden, sofern nicht anders angegeben, am 08.04.2021 überprüft.

Federal Reserve Economic Data (FRED), online unter <https://fred.stlouisfed.org/>.

FRED, Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average (CPIAUCSL), online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>.

FRED, Discount Rates, Federal Reserve Bank of New York for United States (M13009USM156NNBR),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/M13009USM156NNBR>.

FRED, Dow-Jones Industrial Stock Price Index for United States (M1109BUSM293NNBR),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/M1109BUSM293NNBR>.

FRED, Effective Federal Funds Rate (FEDFUNDS),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>.

FRED, Federal Funds Target Rate (DISCONTINUED) (DFEDTAR),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTAR>.

FRED, Gross National Product in Constant Dollars for United States (Q0896AUSQ240SNBR),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/Q0896AUSQ240SNBR>.

FRED, Index of the General Price Level for United States (M04051USM324NNBR),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/M04051USM324NNBR>.

FRED, Industrial Production: Total Index (INDPRO),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/INDPRO>.

FRED, Real Gross Domestic Product (GDPC1),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>.

FRED, Real Gross Domestic Product (GDPCA),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPCA>.

FRED, S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index (CSUSHPISA),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPISA>.

FRED, Unemployment Rate (UNRATE),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=jIUK>.

FRED, Unemployment Rate for United States (M0892AUSM156SNBR),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/M0892AUSM156SNBR>.

FRED, Wilshire 5000 Total Market Index (WILL5000IND),
online unter <https://fred.stlouisfed.org/series/WILL5000IND>.

Macrotrends LLC, Dow Jones – DJIA – 100 Year Historical Chart,
online unter <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart>.

National Bureau of Economic Research (NBER), online unter <https://www.nber.org/>.

- NBER, Business Cycle Dating Procedure: Frequently Asked Questions, online unter <https://www.nber.org/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions>.
- NBER, Cycles, online unter <https://www.nber.org/cycles.html> (22.12.2019).
- NBER, US Business Cycle Expansions and Contractions, online unter <https://www.nber.org/research/data/us-business-cycle-expansions-and-contractions>.

S&P Dow Jones Indices, online unter <https://www.spglobal.com/spdji/en/>.

- S&P Dow Jones Indices, DJIA Daily Performance History, online unter <https://us.spindices.com/search/?query=history&Search=Go&Search=Go> (22.12.2019).
- S&P Dow Jones Indices, DJIA Monthly Performance History, online unter <https://us.spindices.com/search/?query=history&Search=Go&Search=Go> (22.12.2019).

Sekundärliteratur

Robert Z. *Aliber*, Charles P. *Kindleberger*, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Basingstoke/New York 2015).

Walter *Bagehot*, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (Cambridge 1892).

Laurence M. *Ball*, *The Fed and Lehman Brothers: Setting the Record Straight on a Financial Disaster* (Cambridge 2018).

Ben *Bernanke*, *Essays on the Great Depression* (Princeton 2004).

- Ben *Bernanke*, Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. In: *Bernanke*, *Essays on the Great Depression*, 41-69.
- Ben *Bernanke*, The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. In: *Bernanke*, *Essays on the Great Depression*, 5-37.
- Ben *Bernanke*, Kevin *Carey*, Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression. In: *Bernanke*, *Essays on the Great Depression*, 276-302.

Ben *Bernanke*, *The Federal Reserve and the Financial Crisis* (Princeton 2013).

Harold *Bierman*, The 1929 Stock Market Crash. In: *Parker, Whaples*, *Routledge Handbook*, 119-126.

James L. *Butkiewicz*, Monetary Policy during the Great Depression. In: *Parker, Whaples*, *Routledge Handbook*, 179-190.

Barry *Eichengreen*, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (New York/Oxford 1992).

Peter *Eigner*, Thomas S. *Umlauf*, The Great Depression(s) of 1929-1933 and 2007-2009? Parallels, Differences and Policy Lessons. In: Hungarian Academy of Science MTA-ELTE, Crisis History Working Paper No. 2 (Budapest 2015), online unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2612243.

Milton *Friedman*, Anna *Jacobson Schwartz*, A Monetary History of the United States 1867-1960 (Princeton 1993).

Milton *Friedman*, Anna *Jacobson Schwartz*, The Great Contraction 1929–1933, With a New Preface by Anna Jacobson Schwartz and a New Introduction by Peter L. Bernstein (Princeton/Oxford 2008).

Francis *Fukuyama*, The End of History and the Last Man (New York 1992).

John Kenneth *Galbraith*, Der Große Crash 1929: Ursachen, Verlauf, Folgen (München 2018).

John Kenneth *Galbraith*, Finanzgenies: Eine kurze Geschichte der Spekulation (Frankfurt am Main 1992).

James *Gerber*, A Great Deal of Ruin: Financial Crises since 1929 (Cambridge 2019).

Gary *Gorton*, Andrew *Metrick*, The Financial Crisis of 2007-2009. In: *Parker, Whaples*, Routledge Handbook, 378-388.

Jan-Otmar *Hesse*, Roman *Köster*, Werner *Plumpe*, Die Große Depression: Die Weltwirtschaftskrise 1929-1939 (Frankfurt am Main/New York 2014).

Albert *Jantschnig*, The Federal Reserve under Ben Bernanke: Tackling the 2008 Financial Crisis in the Light of the Great Depression (ungedr. Masterarbeit Universität Wien 2014).

Louis *Johnston*, Samuel H. *Williamson*, Sources and Techniques Used in the Construction of Annual GDP, 1790-Present. In: MeasuringWorth, 2020, online unter <https://www.measuring-worth.com/datasets/usgdp/sourcegdp.php>.

Hartmut *Kaelble*, Historischer Vergleich (14.08.2012). In: Docupedia-Zeitgeschichte, online unter https://docupedia.de/zg/Historischer_Vergleich.

John Maynard *Keynes*, The General Theory of Employment, Interest and Money (London 1936).

Charles P. *Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise 1929-1939 (München 1973).

Dieter *Kronzucker*, Klaus *Emmerich*, Das Amerikanische Jahrhundert (Düsseldorf/Wien 1989).

Hyman *Minsky*, Can „It“ Happen Again? Essays on Instability and Finance (London/New York 2016).

Randall E. *Parker*, The Great Depression. In: *Parker, Whaples*, Routledge Handbook, 138-150.

Randall E. *Parker*, Robert *Whaples* (Hg.), Routledge Handbook of Major Events in Economic History (London/New York 2013).

Florian *Pressler*, Die erste Weltwirtschaftskrise: Eine kleine Geschichte der großen Depression (München 2019).

Hans *Putnoki*, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen: Von der Tulpomanie bis zur neuen Weltwirtschaftskrise (Weinheim 2010).

Carmen M. *Reinhart*, Kenneth S. *Rogoff*, This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly (Princeton 2009).

Thomas *Umlauft*, Unheilige Dualität: Das Zusammenspiel freier Märkte und staatlicher Interventionen als Ursache der Finanzkrise 2007-2009 (ungedr. Diss. Universität Wien 2014).

David *Wessel*, Die große Panik: Das Wettrennen zur Rettung der Weltwirtschaft (München 2010).

Internetseiten

Board of Governors of the Federal Reserve System,
online unter <https://www.federalreserve.gov/>.

- Board of Governors, About the FOMC, online unter <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>.
- Board of Governors, Open Market Operations, online unter <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>.
- Board of Governors, Promoting Financial System Stability, online unter https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_4.pdf.
- Board of Governors, Purposes & Functions, online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/pf.htm>.
- Board of Governors, Structure of the Federal Reserve System, online unter <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>.

Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), About FDIC, What We Do, 15. Mai 2020, online unter <https://www.fdic.gov/about/what-we-do/>.

Wilshire, Wilshire 5000 Total Market Index, online unter <https://www.wilshire.com/indexes/wilshire-5000-family/wilshire-5000-total-market-index>.

Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/>.

Oliver *Budzinski*, Jörg *Jasper*, Albrecht F. *Michler*, Geldschöpfung (19.02.2018). In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/geldschoepfung-34914/version-258405>.

Oliver *Budzinski*, Albrecht F. *Michler*, Subprime-Krise (20.02.2018). In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/subprime-krise-51706/version-274862>.

Wolfgang *Eggert*, Steffen *Minter*, Fiskalpolitik (19.02.2018). In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/fiskalpolitik-35741/version-259216>.

Gabler Wirtschaftslexikon, Neoklassische Synthese, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neoklassische-synthese-53624>.

Gabler Wirtschaftslexikon, Neue Neoklassische Synthese, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neue-neoklassische-synthese-53625>.

Gustav A. *Horn*, Depression. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/depression-31876>.

Gustav A. *Horn*, Konjunktur. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/konjunktur-37751>.

Gustav A. *Horn*, Konjunkturphasen. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/konjunkturphasen-38767>.

Gustav A. *Horn*, Dirk *Sauerland*, Krisentheorie. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/krisentheorie-36973>.

Carsten *Weerth*, Goldstandard (19.02.2018). In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/goldstandard-33537/version-257060>.

Hans-Werner *Wohltmann*, Monetarismus. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/monetarismus-41881>.

Hans-Werner *Wohltmann*, Neokeynesianische Theorie. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neokeynesianische-theorie-51433>.

Hans-Werner *Wohltmann*, Neoklassik. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neoklassik-41093>.

Hans-Werner *Wohltmann*, Neue Klassische Makroökonomik. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neue-klassische-makrooekonomik-37571>.

Hans-Werner *Wohltmann*, Neukeynesianische Makroökonomik. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neukeynesianische-makrooekonomik-51432>.

Artur *Woll*, Klassische Lehre. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/klassische-lehre-39468>.

Artur *Woll*, Österreichische Grenznutzenschule. In: Gabler Wirtschaftslexikon, online unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/oesterreichische-grenznutzenschule-44941>.

ABSTRACT

Die vorliegende Arbeit stellt einen historischen Vergleich der Entstehung der Great Depression 1929-1933 und der Finanzkrise 2007-2009 in den USA an. Ich analysiere die Risikofaktoren, Ursachen und Auslöser, die zum Ausbruch der beiden Krisen geführt sowie die Faktoren, die zu ihrer Verbreitung und Vertiefung beigetragen haben. Anhand der Literatur und ökonomischer Daten stelle ich die beiden Krisen gegenüber, mit dem Ziel, Gemeinsamkeiten und Unterschiede aufzuzeigen und damit zu einem besseren Verständnis der Entstehung von Wirtschafts- und Finanzkrisen allgemein beizutragen.

Die Gemeinsamkeiten der Great Depression und der Finanzkrise sind verblüffend zahlreich. Beide Krisen wurden durch das Platzen einer kreditfinanzierten Spekulationsblase am Aktien- bzw. Immobilienmarkt ausgelöst und durch „Bank Runs“ auf (Investment-)Banken intensiviert. Der starke Einsatz von Fremdkapital („Leverage“) und die damit einhergehende Verschuldung der amerikanischen Haushalte waren wesentliche Merkmale beider Krisen. Ausländisches Kapital und Ungleichheiten in der Vermögensverteilung verstärkten die Blasenbildung in den 1920er wie in den 2000er Jahren. Beide Krisen entwickelten sich in einem Umfeld politisch geförderter Wachstumseuphorie sowie instabiler und mangelhaft regulierter Finanzmärkte. Während in den 1930er Jahren das Fehlen eines Einlagensicherungssystems zu „Bank Runs“ führte, war es in den 2000er Jahren ebendiese Einlagensicherung, die Banken zu risikoreichen Geschäften verleitet hatte („Moral Hazard“). Das Scheitern der systemrelevanten („Too Big to Fail“) Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 führte zu einer Liquiditätskrise ähnlich den Bankenpleiten der 1930er Jahre. Die Geldpolitik der Federal Reserve spielte in beiden Krisen eine wichtige Rolle. Niedrige Zinsen hatten einen entscheidenden Anteil an der Entstehung der Spekulationsblasen und die Anhebung der Leitzinsen trug zum Platzen der Blasen bei. In der Reaktion der Federal Reserve liegt zugleich der größte Unterschied zwischen den beiden Krisen. Während die Fed in den 1930er Jahren nur verhalten reagierte (der Goldstandard schränkte die Geldpolitik massiv ein) und somit ein Abgleiten in Deflation und Depression zuließ, reagierte sie in den 2000er Jahren umgehend und entschlossen. Dadurch wurde höchstwahrscheinlich eine Wiederholung der Great Depression verhindert.