

## Die Banalität von Finanzkrisen

### Der blinde Fleck der Wirtschaftsgeschichte

von Tobias Straumann 27.7.2016

Das Muster von Finanzkrisen ist meist dasselbe. Dennoch tun sich Wirtschaftshistoriker mit deren Prognosen sehr schwer. Warum ist dies so?



Früher war bei Krisen noch etwas los, wie hier nach dem schwarzen Dienstag von 1929 an der Wall Street. (Bild: imago)

Finanzkrisen beruhen im Grunde auf einem ganz banalen Mechanismus: Sie entstehen dadurch, dass sich innerhalb weniger Jahre eine hohe Verschuldung aufbaut, und sie brechen aus, sobald der Schuldner in Zahlungsengpässe gerät. An welchem Ort die Verschuldung stattfindet, ist sekundär. Sie kann im Aktienmarkt, im Immobilienmarkt, im Obligationenmarkt, im Inland oder im Ausland entstehen. In den 1920er und den 1990er Jahren boomten die Aktienmärkte, in den 1970er Jahren die lateinamerikanischen Obligationenmärkte, in den 2000er Jahren der amerikanische Immobilienmarkt. Entscheidend ist nur, dass ein wesentlicher Teil der Verschuldung kurzfristiger Natur ist. Der Ökonom Douglas Diamond hat es treffend auf den Punkt gebracht: «Finanzkrisen sind immer und überall auf Probleme kurzfristiger Verschuldung zurückzuführen.»

#### Im Rudel unterwegs

Wenn aber der Mechanismus so banal ist, warum sind Finanzkrisen dann so schwierig vorauszusehen? Dafür gibt es vielerlei Gründe. Zunächst einmal ist es immer schwierig, den genauen Wendepunkt zu identifizieren. So erkannten viele recht früh, dass der amerikanische Immobilienmarkt überhitzt war. Man brauchte nur den Case-Shiller-Index der Häuserpreise regelmässig zu konsultieren, um zu sehen, dass die Sache aus dem Ruder lief. Aber nur wenige konnten rechtzeitig abschätzen, wann der Höhepunkt erreicht war.

Zudem zahlt es sich selten aus, wenn man zu früh warnt. Denn es ist offenbar viel schwieriger, sich als einsamer Wolf für entgangene Gewinne zu rechtfertigen, als eingetretene Verluste zu erklären, wenn man dem Rudel gefolgt ist. Und interessanterweise nimmt der Widerstand gegen abweichende Meinungen zu, je länger der Boom dauert. Theoretisch würde man genau das Gegenteil erwarten, denn die Verschuldung nimmt ja laufend zu. Aber in der Realität sieht die Sache anders aus: Die meisten Leute glauben, dass der Boom umso nachhaltiger ist, je länger er dauert.

Schliesslich ist es immer ausserordentlich schwierig, die Sekundäreffekte abzuschätzen. So war das Hauptproblem der jüngsten Finanzkrise nicht so sehr das Sinken der Häuserpreise ab dem dritten Quartal 2006. Gewiss, viele rechneten mit einer Rezession, aber dass die Wende am Häusermarkt zu einer bedrohlichen Weltfinanzkrise und einem Einbruch des globalen Handels führen würde, wagten nur wenige zu prognostizieren. Das Entscheidende war das Übergreifen der amerikanischen Immobilienkrise auf die globalen Geldmärkte. Diamonds Regel galt auch hier: Finanzkrisen entstehen immer aus Problemen der kurzfristigen Verschuldung.

Die meisten Leute glauben, dass der Boom umso nachhaltiger ist, je länger er dauert. Theoretisch würde man das Gegenteil erwarten.

Wie konnte das passieren? Es hat sehr viel mit der Transformation des Finanzsystems in den letzten zwanzig Jahren zu tun. Neben das stark regulierte Bankensystem trat ein weitgehend unreguliertes Parallelbankensystem, das in wachsender Masse globale Ersparnisse in den Finanzkreislauf leitete. Ein beträchtlicher Teil dieser Gelder war kurzfristig ausgeliehen, und die Parallelbanken hinterlegten zunehmend verbrieft Hypothekarkredite als Sicherheiten, um die kurzfristigen Gelder anzuziehen. Dadurch entstand eine enge, höchst verwundbare Verbindung zwischen dem amerikanischen Häusermarkt und den Geldmärkten. Denn als die amerikanischen Immobilienpreise zu sinken begannen und sich die Qualität der verbrieften Immobilienkredite entsprechend verschlechterte, kam sofort ein Teil der kurzfristigen Verpflichtungen des Finanzsystems zum Erliegen. Es brauchte nicht einmal einen grossen Kursverlust, um die hinterlegten Sicherheiten infrage zu stellen. Es genügte ein Absinken um ein paar Prozentpunkte, und schon entstanden Engpässe.

## Mangel an Vorstellungskraft

Die Krisenmanager wussten kaum etwas über die Rolle der verbrieften Immobilienkredite als Sicherheiten im Parallelbankensystem. Zu Recht räumt Timothy Geithner, der sich als Präsident des New Yorker Fed und als Finanzminister mitten im Sturm befand, selbstkritisch in seinen Memoiren ein: «Unsere Krise war weitgehend eine Folge fehlender Vorstellungskraft.» Zu wenig Vorstellungskraft hatten auch die meisten Wirtschaftshistoriker. Sie wären eigentlich dafür prädestiniert gewesen, die Dynamik der Finanzkrise zu einem frühen Zeitpunkt zu erahnen. Denn viele von ihnen kannten sich aus mit der Logik von Börsencrashes, Staatsbankrotten und Währungszusammenbrüchen. Dennoch war die Mehrheit der Wirtschaftshistoriker – der Schreibende eingeschlossen – überrascht vom Ausmass der Krise.

Das Problem ist, dass die Forschung die Geschichte von Finanzkrisen meist nur aus makroökonomischer Sicht untersucht hatte. Man konzentrierte sich auf Zinsänderungen, Konjunkturbewegungen oder Schuldenquoten, aber studierte kaum die Mikrostrukturen der Finanzmärkte und die internen Bilanzen der Finanzinstitute. Natürlich gab es immer einzelne Leute, die schon vor 2007 diese Zusammenhänge erkannt hatten. So hat Gary Gorton (Yale University) seit den 1980er Jahren die Entwicklung kurzfristiger Finanzierungstechniken bis ins letzte Detail untersucht. Auch Marc Flandreau (Graduate Institute, Genf) und seine Schüler haben schon vor der Finanzkrise bahnbrechende Aufsätze zur Geschichte der internationalen Geld- und Kapitalmärkte publiziert. Aber allgemein herrschte die Überzeugung vor, dass es möglich war, Finanzkrisen zu analysieren, ohne sich mit den feingliedrigen Strukturen der Märkte beschäftigen zu müssen.

Dies hat sich unter dem Eindruck der Finanzkrise stark geändert. Wer heute in einer guten wirtschaftshistorischen Zeitschrift publizieren will, muss mit möglichst hochfrequenten Mikrodaten und Archivquellen arbeiten. Das Fach ist wieder in Bewegung geraten, es herrscht Aufbruchsstimmung. Vieles, was seit langem als wissenschaftlich erledigt galt, kann nun wieder ganz neu betrachtet werden. Es ist deshalb eine wahre Freude, in diesem Forschungsbereich tätig zu sein. Einen Überblick über die Arbeiten, die eine neue Synthese von Währungs- und Finanzgeschichte anstreben, liefert ein Aufsatz von Eichengreen (Eichengreen 2011).

## Erdbeben und Zündhölzer

Der erweiterte Blick auf die Vergangenheit hat auch meine Forschung stark beeinflusst. An der Grundfrage hat sich zwar wenig geändert, nämlich auf welche Weise europäische Kleinstaaten wie die Schweiz von internationalen Finanzkrisen betroffen sind und welche Mittel ihnen zur Eindämmung der Krise zur Verfügung stehen. Aber die Forderung, den makroökonomischen Blick stärker mit der Untersuchung der Mikrostrukturen zu verbinden, hat durchaus neue Antworten zutage gefördert. Dazu drei historische Beispiele aus der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre, die direkt mit Gegenwartsfragen zusammenhängen.

■ Das erste Beispiel betrifft die Auswirkungen der internationalen Krisen auf den schweizerischen Finanzsektor. Wir wissen seit einiger Zeit, dass die Grossbanken stark betroffen waren. Viele von ihnen hatten in den boomenden 1920er Jahren umfangreiche Kredite an deutsche Firmen und Staatskörperschaften vergeben, die 1931 eingefroren wurden, weil die Weimarer Republik von einer heftigen Finanzkrise heimgesucht wurde. Bis vor wenigen Jahren wusste man aber wenig über den schweizerischen Versicherungssektor. Die Annahme war, dass er gut abgeschirmt war, weil sein Kerngeschäft nicht mit dem Konjunkturzyklus verbunden ist.

Finanzkrisen wurden meist nur aus makroökonomischer Sicht untersucht. Die Mikrostrukturen der Finanzmärkte blieben unberücksichtigt.

Ein Blick ins Archiv zeigt, dass die Annahme falsch war. So hat zum Beispiel die Swiss Re 1931 einen hohen Verlust erlitten. Dennoch hat das Unternehmen die Krise schadlos überstanden. Warum? Die Swiss Re vermochte den Verlust problemlos mit den stillen Reserven zu decken, die man im Nachgang zum Erdbeben von San Francisco (1906) in weiser Voraussicht angehäuft hatte. Interessant ist der Vergleich mit der jüngsten Finanzkrise. Der Verlust der Swiss Re im Jahr 1931 belief sich auf 6,4 Prozent der Bilanzsumme, im Jahr 2008 nur auf 0,5 Prozent. Gleichwohl hat der Verlust vor acht Jahren viel mehr Wirbel verursacht: In der Geschäftsleitung und dem Verwaltungsrat kam es zu Personalrochaden, und die Presse stellte kritische Fragen zur selbständigen Zukunft des Unternehmens. Die Swiss Re ist heute eine systemrelevante Finanzinstitution. Daraus lässt sich eine historische Lehre ziehen: Es mag gute Gründe gegeben haben, das Halten von umfangreichen stillen Reserven regulatorisch zu ächten, aber es besteht kein Zweifel, dass das Finanzsystem viel verwundbarer geworden ist.

■ Das zweite Beispiel, wo sich ein Blick in die Unternehmensbilanzen und Archive gelohnt hat, ist die Abwertung der schwedischen Krone im September 1931 (vgl. Straumann, Kugler, Weber 2016). Die alte Erklärung war makroökonomisch fundiert. Sie unterstrich die Aussenhandelsbeziehungen mit Grossbritannien, weil die Abwertung der schwedischen Krone nur eine Woche nach der Abwertung des britischen Pfunds stattfand. Schweden sei gezwungen gewesen, Grossbritannien zu folgen, weil die Exportindustrie sonst zu stark benachteiligt gewesen wäre. Schaut man jedoch die Geschichte aus der Froschperspektive an, sieht das Bild anders aus. Interne Akten und Daten der schwedischen Zentralbank und Monatsstatistiken des schwedischen Bankensystems zeigen, dass die kurzfristige Auslandsverschuldung der Grossbanken entscheidend war und nicht die Aussenhandelsverbindungen.

Grund dafür war die Verbindung der Banken mit Ivar Kreuger, einem schwedischen Industriellen und Financier, der nach dem Ersten Weltkrieg ein weltweites Zündholzimperium aufgebaut hatte. Kreuger finanzierte seine Akquisitionen mit der Ausgabe von Aktien und Obligationen an der Wall Street. Mit diesem Geld vergab er finanzschwachen Ländern Kredite im Austausch für das Monopol zur Produktion und zum Vertrieb von Zündhölzern. Mit dem Crash an der Wall Street im Oktober 1929 geriet Kreuger auf der Finanzierungsseite aber in Schwierigkeiten. Deshalb wandte er sich an Schwedens Banken. Die Wallenberg-Familie (SEB) wollte zwar nichts von ihm wissen; aber zwei andere Banken, Skandinaviska Kredit AB und Svenska Handelsbanken, griffen ihm umso mehr unter die Arme. Sie verwendeten einen Grossteil ihrer kurzfristigen Depositen aus dem Ausland, um ihm langfristige Kredite in Fremdwährung zu gewähren.

Da Kreuger auch Deutschland einen grossen Kredit gegeben hatte, um das Zündholzmonopol zu erhalten, wurden die Anleger nervös, als Deutschland im Sommer 1931 teilweise zahlungsunfähig wurde. Sie zogen ihr Geld von den schwedischen Banken ab, die sich händeringend an die Zentralbank wandten, um die kurzfristigen Devisenverluste begleichen zu können. Bald war der Vorrat an Gold- und Devisenreserven aufgebraucht. Noch bevor Grossbritannien im September 1931 abwertete, war Schwedens Währung derart geschwächt, dass es nur noch einen kleinen Stoss brauchte, bis auch sie abgewertet werden musste. Auch hier lässt sich eine historische Lehre ziehen: Nicht nur bei Unternehmen, sondern auch bei Staaten muss man die Fristen der Auslandsguthaben und -verpflichtungen bis ins letzte Detail kennen, um die Stabilität einer Währung beurteilen zu können. Sich nur auf grobe Nettodaten zu verlassen, kann in die Irre führen.

## Urvertrauen in Notenbanken

■ Das dritte Beispiel beschäftigt sich mit der Frage, inwiefern eine gute Krisenpolitik eine Folge von Glück oder Verstand ist. In der internationalen Literatur galt lange Zeit die Ansicht, dass Länder wie Belgien, Frankreich, die Niederlande oder die Schweiz viel zu lange gewartet hätten, die Weltwirtschaftskrise mit einer Abwertung ihrer Währung zu lindern. Auf der anderen Seite sind Grossbritannien und die skandinavischen Länder oft für

ihre frühe Abwertung gerühmt worden. Die schwedische Zentralbank wird darüber hinaus dafür gelobt, dass sie nach der Abwertung eine pionierhafte Geldpolitik praktiziert habe. Man habe nicht mehr auf die Stabilität der Währung geschaut, sondern zum ersten Mal in der Geschichte das Preisniveau stabilisiert (Price Level Targeting). Schon Zeitgenossen wie Irving Fisher lobten die Schweden über den grünen Klee. Und in ihrem Standardwerk über Inflation Targeting aus dem Jahr 1999 verwiesen Ben Bernanke und seine Kollegen mehrmals auf die schwedische Pionierleistung. Aus schweizerischer Sicht ist Schweden als Kontrastbeispiel besonders interessant, teilten doch damals beide Länder viele Eigenschaften: politische Stabilität, tiefe Verschuldungsquote, starke Exportindustrie, Neutralität. In vielem gleich und doch so verschieden: ein idealer Ansatz für einen Vergleich.

Wenn man die internen Dokumente der schwedischen Zentralbank prüft, wird bald klar, dass die Vogelperspektive auch bei diesem Thema zu oberflächlich ist (vgl. Rathke, Straumann, Woitek 2016). Die stabilen Inflationsraten nach 1931 lassen zwar vermuten, dass Schweden eine Frühform des Inflation Targeting praktizierte. Aber dies war nie beabsichtigt. Im Gegenteil: In einem Brief an die Federal Reserve Bank of New York stritt der Gouverneur der schwedischen Zentralbank jegliche innovatorische Leistung ab: «Einige amerikanische Professoren, z. B. Professor Irving Fisher, glauben, dass es unsere Leistung war, die Preise stabil zu halten. Ich habe Professor Fisher schon einmal mitgeteilt und bedaure, auch Ihnen mitteilen zu müssen, dass wir nichts anderes getan haben, als eine ziemlich konservative Zentralbankpolitik zu verfolgen.»

Offenbar war es schon damals so, dass die Öffentlichkeit den Notenbanken alles Mögliche zutraute, im Guten wie im Schlechten. Der historische Rückblick mag dazu beitragen, die heutige Diskussion zu versachlichen. Vielleicht stimmt es ja sogar, was Jacob Burckhardt in seinen «Weltgeschichtlichen Betrachtungen» schrieb: «Wir wollen durch Erfahrung nicht sowohl klug (für ein andermal) als weise (für immer) werden.»

Literatur Barry Eichengreen (2011): *The New Monetary and Financial History*. In: G. Wood, T. C. Mills, N. Crafts, *Monetary and Banking History – Essays in honour of Forrest Capie*, Routledge, 27–48. Alexander Rathke, Tobias Straumann, Ulrich Woitek (2016): *Overvalued – Swedish Monetary Policy in the 1930s*. *International Economic Review* (forthcoming). Tobias Straumann (2014): *The Discreet Charm of Hidden Reserves – How Swiss Re Survived the Great Depression*. In P. Clement, H. James, H. Van der Wee (Eds.), *Financial Innovation, Regulation and Crises*, Pickering & Chatto, 55–64. Tobias Straumann, Peter Kugler und Florian Weber (2016): *How the German Crisis of 1931 Spread Across Europe – a Comparative View from Stockholm*. *Economic History Review* (forthcoming).

## Tobias Straumann

Mit der jüngsten Finanzkrise ist das Interesse an der Wirtschaftsgeschichte wieder gestiegen. Tobias Straumann kann bei diesem Thema aus dem Vollen schöpfen. So hat er sich in seiner Forschung vor allem mit der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre beschäftigt. Der 50-jährige Historiker ist Titularprofessor für Geschichte und unterrichtet Wirtschaftsgeschichte sowie Wirtschaftspolitik an den Universitäten Basel und Zürich. Er studierte und promovierte in Zürich, Paris und Bielefeld und arbeitete fünf Jahre als Wirtschaftsjournalist in New York, Zug und Zürich. Nach der Rückkehr an die Hochschule verbrachte er Gastsemester an der University of California in Berkeley (2000–01), der Universität Lausanne (2005–06) und der Chinese University of Hong Kong (2012). Seine Habilitation widmete sich der Wechselkurspolitik von Kleinstaaten im 20. Jahrhundert.