

3. Die amerikanische Depression

Auf die Frage, wann die US-Depression begann, gibt es eine einfache Antwort: Das kommt drauf an. Im Sommer 1929 ging eine lange Phase des raschen wirtschaftlichen Wachstums zu Ende. Der Boom der Produktion überschritt im Juni seinen Höhepunkt.¹⁰ Damit begann der lange, immer dramatischer werdende Abstieg bis zur Talsohle der Depression im Jahr 1933. Doch dem ersten Erscheinen rezessiver Tendenzen kann man kaum unterstellen, das Ausmaß der folgenden Katastrophe in sich getragen oder gar angekündigt zu haben. Wenn man es als Beginn der Depression bezeichnet, dann ist das im technischen Sinne korrekt. Doch niemand hätte im Spätsommer 1929 den Weitblick besitzen können, mehr als eine normale Rezession vorauszusehen. Bei seiner Abschiedsrede im Dezember 1928 sagte der scheidende Präsident Calvin Coolidge vor dem Kongress: „No Congress of the Unites States ever assembled, on surveying the state of the Union, has met with a more pleasing prospect than that which appears at the present time“.¹¹ Die Börse boomte ungebrochen, und Irving Fisher, einer der Starökonomien seiner Zeit und heute zu den bedeutendsten Wirtschaftswissenschaftlern des Jahrhunderts gezählt, ließ sich im Herbst 1929, kurz vor dem Crash, zu einer Einschätzung hinreißen, die ihm noch lange nachhängen sollte: “Stock prices have reached what looks like a permanently high plateau”.¹²

Vom Optimismus, der sich in den zitierten Äußerungen widerspiegelt, war nach dem Börsenkrach nichts mehr übrig. Der Absturz der Wall Street machte den Zeitgenossen auf unmißverständliche Weise klar, das die guten Zeiten vorbei waren. Die Depression konnten sie auch dann noch nicht absehen, und unausweichlich war der Niedergang schon gar nicht: Zu viele Dinge mußten noch geschehen, um der Wirtschaft den enormen Schaden zuzufügen, der die Depression zu einem Jahrhundertereignis gemacht hat. Sie werden hier nach und nach behandelt werden. Die sichtbarste Zäsur jedoch, und zudem eine, die an ökonomischer Bedeutung den Beginn der Abwärtsbewegung im Sommer übertraf, war der Zusammenbruch an der Wall Street. Deshalb setzt die Suche nach den Ursachen der Depression mit ihrer Vorgeschichte ein.

¹⁰ Charles P. Kindleberger: *The World in Depression 1929–1939*, 2. überarb. u. erw. Aufl., Berkeley/Los Angeles/London 1986 (¹1973) (*History of the World Economy in the 20th Century*, Bd. 4), S. 103.

¹¹ Zit. nach John Kenneth Galbraith: *The Great Crash 1929*, London/New York/Ringwood/Toronto/Auckland 1992 (¹1954), S. 30.

¹² Ebd., S. 95.

3.1 Der Weg zum Wall-Street-Crash

Am 1. Juli 1927 trafen die Leiter der englischen und der deutschen Zentralbank, Montagu Norman und Hjalmar Schacht, in New York zu Gesprächen mit Benjamin Strong zusammen, ihrem Kollegen von der Federal Reserve Bank of New York. Sie konnten die amerikanische Seite dazu bewegen, aus Rücksicht auf währungspolitische Probleme in Deutschland und Großbritannien die US-Leitzinsen zu senken.¹³ Diese Zinssenkung wurde zum Auslöser des Börsenbooms, der 1927 begann und mit dem Börsenkrach im Herbst 1929 endete. Um den Zusammenhang zwischen der Zentralbank-Entscheidung und dem Höhenflug der Wall Street zu verstehen, muß man sich die Verbindung von Zinssatzänderungen und der Bewegung der Aktienkurse einmal genauer ansehen.

Eine Zinssenkung fördert den Kursanstieg bei Aktien, und sie tut das auf zwei verschiedenen Wegen, die einander ergänzen. Für den ersten dieser Wege ist von Bedeutung, daß Anleger von einer Zinssenkung veranlaßt werden, ihr Kapital umzuschichten. Vermögen, das bisher in festverzinslichen Wertpapieren gut aufgehoben war, wird bei fallenden Zinsen eher in Aktien angelegt. Warum?

Jeder Anleger trifft die Entscheidung, wieviel von seinem Vermögen er in festverzinslichen Papieren, sogenannten Bonds, halten will und wieviel in Aktien. Das ist eine persönliche Abwägung, die von zwei Kriterien beeinflusst wird: Risiko und Rendite. Festverzinsliche Wertpapiere haben, wie der Name schon sagt, eine feste Rendite; das mit ihnen verbundene Anlagerisiko ist gering, der Gewinn sicher, aber bescheiden.¹⁴ Aktien dagegen bringen keinen festen Ertrag. Sie sind Anteilscheine, Eigentümerrechte an einem Unternehmen. Je nach Profit des Unternehmens kann an die Anteilseigner, die Aktionäre, von Jahr zu Jahr ein Anteil am Gewinn ausgeschüttet werden oder auch nicht. Dieser Gewinnanteil, die Dividende, hat naturgemäß keine festgeschriebene Höhe.

In der Praxis ist es meist nicht die aktuelle Dividende, mit der ein Aktionär Gewinne erzielt, sondern der Handel mit den Dividenden der Zukunft. Der Aktionär verdient, indem er eine Aktie günstig kauft und bei gestiegenem Kurs wieder abstößt. Das kann nur funktionieren, wenn der Wert seiner Aktie in der Zwischenzeit zugenommen hat. Der Wert von Aktien – also der Wert des Unternehmens, das sie repräsentieren – hängt jedoch von den Zukunftsaussichten der Firma, von

¹³ Der Hintergrund der deutschen und britischen Wünsche und die Konsequenzen der amerikanischen Entscheidung werden im folgenden Kapitel behandelt; s. u. S. 69.

¹⁴ Das stimmt nicht immer. Zu dem Faktor der möglichen Insolvenz des Emittenten und dem Einfluß dieses Kreditrisikos auf die Bondpreise s. u. S. 51. Schwankende Preise beim Kauf und Verkauf von Bonds machen zusätzliche Gewinne möglich; eine Mindestrendite ist jedoch immer garantiert.

deren erwarteten Gewinnen ab. Solche Prognosen können sich rasch ändern, und entsprechend stark schwankt der Wert von Aktien. Im günstigsten Fall ermöglicht das sehr hohe Renditen, aber auf Kosten eines ebenso hohen Risikos.

Jeder Anleger kann also Risiko und Rendite gegeneinander abwägen und sich nach seinen persönlichen Vorlieben eine Mischung von Bonds und Aktien zusammenstellen, was zu einer entsprechenden Marktnachfrage nach diesen Papieren führt. Diese Nachfrage gerät jedoch aus dem Gleichgewicht, wenn sich die Rendite, also die Verzinsung, von Bonds ändert. Ein gesunkener Zinssatz hat zwar keine Auswirkungen auf das erfreulich geringe Risiko bei der Haltung von Bonds; neu ausgegebene Papiere kommen nun jedoch mit geringerer Rendite auf den Markt, und bereits vorhandene, attraktiver verzinste Bonds sind nur noch mit entsprechendem Preisaufschlag zu haben. Für den Käufer sind festverzinsliche Papiere deshalb im Vergleich zu Aktien weniger attraktiv geworden, was die Nachfrage nach Aktien und deren Preis in die Höhe treibt. Fazit: Wenn sich außer dem Zinssatz nichts geändert hat (wie etwa die Beurteilung der Geschäftsaussichten für die Wirtschaft), geht es an der Börse nach einer Zinssenkung aufwärts.¹⁵

Der zweite Weg, auf dem sich eine Absenkung des Zinssatzes stimulierend auf den Aktienmarkt auswirkt, hängt damit zusammen, daß niedrigere Zinsen das Wirtschaftswachstum fördern. Die gesunkenen Zinsen machen es für Unternehmen günstiger als vorher, mit Krediten Investitionsprojekte zu finanzieren. Die Nachfrage nach Investitionsgütern nimmt zu, und das kurbelt die Wirtschaft an. Eine gutlaufende Wirtschaft wiederum erhöht die Gewinnaussichten für die Unternehmen. Diese Prognose bestimmt den Wert der Aktien: Höhere Gewinnerwartungen der Unternehmen machen es attraktiver, an den Gewinnen durch den Kauf von Unternehmensanteilen zu partizipieren. Die Nachfrage nach Aktien nimmt zu, und die Kurse steigen.

Die Politik niedriger Zinsen, die die amerikanische Zentralbank 1927 auf Biten der Europäer initiierte, war guten Zeiten an der Börse also förderlich. Doch es stimmten auch die übrigen Rahmenbedingungen. Die 1920er Jahre waren eine Zeit technischer Innovationen und vor allem ihrer kommerziellen Umsetzung. Die Erfolgsgeschichte des Automobils war eine der treibenden Kräfte hinter der Expansion der amerikanischen Wirtschaft. Und zahlreiche neue Geräte kamen auf den Markt und traten ihren Siegeszug an: der elektrische Kühlschrank etwa oder der Staubsauger. Auch die Medienbranche war in Bewegung. Nicht nur wurde

¹⁵ Dieser aus der Portfoliotheorie stammenden Erklärungsansatz ist ausführlicher, aber sehr technisch behandelt in Dietmar Kath: Geld und Kredit, in: Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Band 1, München, 7. überarb. Aufl. 1999, S. 187–235, hier S. 211–219.

1925 der Tonfilm neu eingeführt, auch der Rundfunk verhielt kommerziellen Erfolg und sprudelnde Gewinne.¹⁶ Bis dahin unbekannte Technologien schienen unbegrenzte Möglichkeiten zu eröffnen, Rezessionen ein Ding der Vergangenheit zu sein. Ununterbrochenes hohes Wachstum war für die Akteure der späten 1920er Jahre eine Selbstverständlichkeit.¹⁷ Auch diese Zeit hatte ihre *new economy*.

Mit den Profiterwartungen stiegen die Kurse. Ihr Höhenflug war jedoch nicht allein darauf gegründet, daß um die Anteile zukunftssträchtiger Unternehmen aus den Wachstumsbranchen ein heißer Kampf begann. Das Ziel war schon bald nicht mehr die Miteigentümerschaft und der Anspruch auf die Dividenden, die später einmal erwirtschaftet werden würden. Das primäre Ziel des Handels mit Aktien – das zu jeder Zeit präsent ist, jedoch in manchen Phasen alles andere in den Schatten stellt – war der Spekulationsgewinn. Da die Aktienkurse nur noch stiegen, schienen phantastische Renditen möglich; das Risiko trat in den Hintergrund.¹⁸

Die Teilnahme an dieser Wohlstandsmaschine war erstrebenswert für jedermann. Auch die weniger Betuchten konnten an der Börse mitspielen, und die Wohlhabenderen ihren Einsatz vervielfachen, wenn sie nicht nur mit ihren begrenzten eigenen Mitteln spekulierten, sondern das Geld dazu liehen. Bei dieser Spekulation *on margin* streckte ein Finanzier (meist ein Broker, der das Geld seinerseits von einer Bank geliehen hatte) dem Aktionär in spe das nötige Kapital für den Aktienkauf vor. Die Aktien verblieben bei dem Broker als Sicherheit – zusammen mit einer geringen Summe in bar (dem *margin*), die der Aktionär bei seinem Broker zur Absicherung eventueller Wertschwankungen des Depots hinterlegen mußte. Falls das Depot deutlich an Wert verlor, konnte der Broker eine Erhöhung des *margins* fordern und, wenn der Aktionär das Geld dazu nicht mehr hatte, die Aktien zur Rückgewinnung seines Kredits verkaufen.¹⁹

Es ist dieser Konstruktion anzusehen, wohin es führen mußte, wenn der Trend sich umkehren sollte: Anleger, die ohne Eigenkapital nur *on margin* spekuliert hatten, konnten nicht oder nur kurz die nötigen Barbeträge nachlegen und waren gezwungen zu verkaufen – mit Verlust. Das konnte sie ruinieren, aber entscheidender ist, daß sie einen Kursrückgang nicht „aussitzen“ konnten: Sie *mußten* verkaufen. Verkäufe von Aktien konnten jedoch nur dazu führen, daß die Preise weiter fielen und die nächste Welle von *margin*-Spekulanten zum Verkauf gezwungen wurde.

¹⁶ Erling A. Erickson: The Great Crash of October, 1929, in: The Great Depression Revisited. Essays on the Economics of the Thirties, hg. v. Herman van der Wee, The Hague 1972, S. 3–12, hier S. 3/4; Kindleberger, World in Depression, S. 44/45.

¹⁷ Erickson, Crash, S. 5; Barry J. Eichengreen: The Origins and Nature of the Great Slump Revisited, in: Economic History Review 45 (1992), S. 213–239, hier S. 220.

¹⁸ Galbraith, Crash, S. 40.

¹⁹ Ebd., S. 47–49.

War dieser Mechanismus einmal in Gang, setzte er sich fort, und die absackenden Aktienpreise konnten auch Anleger, die nicht auf Kredit spekuliert hatten, zum Abstoßen ihrer Bestände bewegen. Wo der Anteil der *margin*-Spekulation stark zunimmt, ist die Panik nicht weit. Gegenüber dem Stand vom Anfang der 1920er Jahre hatte der Umfang der entsprechenden Kredite sich bis Ende 1928 in etwa versechsfacht.²⁰

Doch in den guten Zeiten von 1928 und 1929 – bis zum Oktober – verlief das Geschäft für einen Spekulanten nach einem erfreulicheren Muster. Waren die mit geliehenem Geld gekauften Aktien hoch genug gestiegen, verkaufte der Aktionär, strich den Gewinn ein und zahlte dem Broker seinen Anteil: die Zinskosten des Kredits. Das war für alle ein lukratives Geschäft: Für die Aktionäre, die von den immer weiter steigenden Kursen profitierten; für die Broker, die für derartige Kredite (sogenannte *call loans*) am Jahresende 1928 risikofreie 12% Zinsen kassierten; für die Banken, an die ein Teil dieser Zinsgewinne weiterfloß.²¹ Die amerikanische Zentralbank – die Federal Reserve, kurz: Fed – versuchte, den spekulativen Boom an der Börse zu bremsen, wollte aber nicht riskieren, die Blase platzen zu lassen.²² Sie hob bis zur Mitte von 1928 die Zinsen wieder an. Doch die oben beschriebenen Mechanismen, die sich auf die Aktienkurse bremsend hätten auswirken müssen, funktionierten nicht.

In der Beschreibung des Zinsmechanismus war stillschweigend vorausgesetzt, daß sich außer dem Zinssatz nichts geändert hat. Tatsächlich war das nicht der Fall. Die Spekulationsbegeisterung und der Glaube an die unbegrenzten Profitmöglichkeiten der neuen technischen Epoche hatten die Risikobereitschaft, oder vielmehr die Risikowahrnehmung, deutlich verändert. Und auch die Dimensionen der Zahlen zeigen, daß die Leitzinserhöhung wenig Chance auf Erfolg hatte. Die Fed setzte 1928 die Zinsen von 3,5% auf 5% herauf; die *call loan*-Raten lagen danach, inklusive einer lukrativen Marge für Banken und Broker, bei 12% – um 6 Prozentpunkte höher als am Jahresanfang. Wie sollte dieser Anstieg der Kreditkosten einen Spekulanten stoppen, der mit der Aktie der Radio Corporation of America im selben Jahr einen Schnitt von 500% machen konnte?²³

²⁰ Zu Beginn der 1920er Jahre bewegte sich das Volumen dieser Kredite zwischen 1 Mrd. und 1,5 Mrd. Dollar. Ende 1928 waren es rund 6 Mrd. Dollar. Allein in den letzten zwei Monaten vor Jahresende war der Umfang der *margin*-Kredite um über 700 Mio. Dollar gestiegen (ebd., S. 49).

²¹ Ebd., S. 49.

²² Die Federal Reserve, genauer: das Federal Reserve System, besteht nicht aus einer einzigen Zentralbank, sondern aus einem Verbund von regionalen Zentralbanken, die gemeinsam agieren.

²³ Galbraith, Crash, S. 57.

Die Erhöhung der Leitzinsen hatte jedoch eine andere Wirkung, die in der Beschreibung des Zinsmechanismus auch schon eine Rolle spielte. Der Theorie zufolge sollte eine Erhöhung der Zinsen die Kursentwicklung unter anderem deshalb dämpfen, weil höhere Zinsen Investitionen verteuern, das Wirtschaftswachstum bremsen und deshalb die Gewinnaussichten der Unternehmen und die Dividenden für die Anleger schmälern. Die Zinserhöhung der Fed hatte nicht dafür gesorgt, daß die Gewinnerwartungen zurückgeschraubt wurden; aber das verhinderte nicht, daß im Verlauf der Zeit die Gewinnchancen sanken, auch wenn man es nicht sah oder nicht sehen wollte. Die Zinserhöhung bremste nicht den Börsenboom, aber die Realwirtschaft.²⁴

Im Sommer 1929 endete die bisherige Expansion. Es war nur noch eine Frage der Zeit, bis diese Erkenntnis auch die Wall Street erreichen würde. Im Oktober 1929 kam die Lawine aus schwindendem Optimismus, erzwungenen Verkäufen von *margin*-Spekulanten und Flucht aus dem Markt ins Rollen, und am 24. Oktober – dem Schwarzen Donnerstag, der in Europa Schwarzer Freitag heißt, weil die Nachricht wegen der Zeitverschiebung erst dann in den Zeitungen stand – kam es zu der ersten großen Panik. Wenige Tage später folgte der Schwarze Dienstag, und Ende Oktober gab es längst kein Halten mehr. Die Aktien der erwähnten Radio Corporation of America waren am 13. November magere 28% dessen wert, was sie am 3. September, als der Markt seinen Höchststand erreichte, gekostet hatten. Damit war das Ende noch lange nicht erreicht. Im Jahr 1932 waren es nur noch 2,5%.²⁵ Der Index des gesamten Marktes bewegte sich nicht ganz so dramatisch, aber auch für ihn dauerte es eine Weile, bis er sich erholt hatte. Den Stand von 1929 erreichte er trotzdem wieder – im Jahr 1954.²⁶

3.2 Die Folgen des Wall-Street-Crashes

Der Crash im Oktober 1929 wird landläufig mit der Depression in Verbindung gebracht, aber daß ein Börsenkrach – auch ein extrem starker – einen schweren Einbruch der Wirtschaftstätigkeit zur Folge haben muß, ist alles andere als ausgemacht. Im Jahr 1987 erlebten die US-Börsen ein viel schwereres Beben als 1929, sowohl gemessen am absoluten Rückgang des Indexes als auch, was die prozentuale Größe der Ausschläge nach unten angeht. Trotzdem kam es nach 1929 zu einer

²⁴ James Hamilton: Monetary Factors in the Great Depression, in: Journal of Monetary Economics 19 (1987), S. 145–169, hier S. 149, S. 167/68.

²⁵ Burton G. Malkiel: A Random Walk Down Wall Street, New York/London ⁶1996, S. 50.

²⁶ Gemessen am Dow Jones Industrial Average (annualisierte Indexdaten: Global Financial Data, <http://www.globalfindata.com>).

Depression und 1987 nicht. Es stellt sich die Frage, ob die Bewegungen an der Börse *überhaupt* eine Rückwirkung auf die Realwirtschaft haben oder lediglich den Gang der Geschäfte auf dem Gütermarkt in einer virtuellen Welt des Handels mit Eigentumsrechten reflektieren. Auf welchen Wegen also kann die Entwicklung der Aktienkurse die übrige Wirtschaft beeinflussen?

Eine erste Verbindung zwischen diesen Welten ergibt sich daraus, daß an der Börse nicht nur ein bestehendes Volumen von Papieren hin- und herbewegt wird, sondern Unternehmen neue Aktien auf den Markt bringen. Sie besorgen sich so auf dem Aktienmarkt Kapital, und das ist um so ertragreicher, je höher die Kurse sind. Man kann es auch anders ausdrücken: Aktien sind Eigentumsrechte an Firmen, an bestehendem Realkapital. Wenn deren Kurse steigen, heißt das, daß bestehendes Realkapital vom Markt höher bewertet wird als vorher. Sofern sich das allgemeine Güterpreisniveau nicht geändert hat, ist es möglich, zu unveränderten Kosten neues Realkapital zu schaffen (also z. B. ein Unternehmen auszubauen, neue Fertigungsanlagen anzuschaffen, kurz: zu investieren), während der Preis für *bestehendes* Realkapital, der Marktwert von Firmen, gestiegen ist. Es ist daher lohnend, in die Bildung neuen Kapitals zu investieren.²⁷ Durch einen Börsencrash dagegen kehrt sich das Verhältnis um. Investitionen – die Neubildung von Sachkapital – sind nicht mehr so sinnvoll. Statt dessen ist es günstiger, vorhandenes Kapital zu kaufen, da es am Aktienmarkt nur noch gering bewertet wird. Die Nachfrage nach Investitionsgütern geht zurück.²⁸

Zu Beginn der US-Depression war jedoch der seiner Größe nach auffälligste Nachfragerückgang bei der Konsumtätigkeit der privaten Haushalte zu verzeichnen.²⁹ Dieser Rückgang wird, wie später in diesem Kapitel zu sehen ist, als einer der Auslöser der Depression diskutiert.³⁰ Daher ist in der Forschung auf verschiedene Weise ein Zusammenhang zwischen Börsencrash und Konsumrückgang her-

²⁷ Das Verhältnis des Preises von bestehendem Realkapital zu dem von neuem Realkapital nennt man Tobins q – nach dem Ökonomen James Tobin, der den Quotienten der beiden Preise in seinen Arbeiten mit der Variable q bezeichnete. In einem Boom steigt q an, und der Anreiz zur Neubildung von Kapital tut es auch.

²⁸ Die Investitionstätigkeit geht zurück, weil q fällt. Zur Rolle von Tobins q bei der Verknüpfung von Geldmarkt, Börse und Gütermarkt vgl. Frederick S. Mishkin: Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, in: *Journal of Economic Perspectives* 9 (1995), S. 3–10, hier S. 5/6. Mishkin bietet einen guten Überblick über viele der Mechanismen, die von Belang sind, wenn es später in diesem Kapitel um die Wirkung monetärer Impulse geht.

²⁹ Christina D. Romer: *The Nation in Depression*, in: *Journal of Economic Perspectives* 7 (1993), S. 19–39, hier S. 29/03; Peter Temin: *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, New York 1976, S. 172.

³⁰ S. u. S. 27.

gestellt worden. Allerdings hängt der Konsum eines Haushalts zunächst einmal von dessen Einkommen ab, und das wird von Bewegungen am Aktienmarkt nicht direkt berührt. Aktien gehören zum Vermögen, nicht zum laufenden Einkommen eines Haushalts, und ihre Wertänderungen beeinflussen eine *nur* vom Einkommen abhängige Konsumtätigkeit nicht. Nun kann es aber sein, daß der Konsum auch vom Wohlstandsniveau, vom Vermögensstand abhängig ist. Demzufolge sollte ein reicher Haushalt dazu neigen, sein Vermögenspolster zu verringern und dafür mehr zu konsumieren, als es ein weniger wohlhabender Haushalt bei gleichem Einkommen tun würde.³¹ In den Boomzeiten der Wall Street hatte sich der Wert des in Aktien angelegten Vermögens vermehrt, was den Konsum hätte erhöhen sollen. Durch den Crash wäre dann das Gegenteil passiert, und der Konsum der Haushalte wäre zurückgegangen. Tatsächlich hat dieser sogenannte Wohlstandseffekt wohl eine geringe Rolle gespielt. Ein Zusammenhang zwischen dem Vermögensstand und den Konsumausgaben ist für diese Zeit zwar feststellbar, aber nicht in einem Umfang, daß er die Zurückhaltung der Haushalte bei ihren Ausgaben erklären könnte.³²

Eine ähnliche, aber differenziertere Hypothese führt zu einem besseren Ergebnis. Während die Untersuchung des Wohlstandseffekts beim Reinvermögen ansetzt – also dem, was von den angesammelten Vermögenswerten nach Abzug der Schulden noch übrig bleibt –, kommt nun die Feststellung ins Spiel, daß sich hinter ein und demselben Vermögensstand sehr unterschiedliche Szenarien verbergen können. Ein Haushalt, der schuldenfrei ist und über einen gewissen Besitz beispielsweise an Wertpapieren verfügt, befindet sich in einer anderen Lage als einer, der stark verschuldet ist, aber aufgrund entsprechend umfangreicher Geldanlagen genau das gleiche Reinvermögen sein eigen nennen kann. Kommt es durch einen Börsenkrach dazu, daß der Aktienbesitz beider Haushalte seinen Wert weitgehend verliert, dann erwachsen dem schuldenfreien Haushalt daraus keine existentiellen Probleme, während seinem hochverschuldeten Gegenstück die Zahlungsunfähig-

³¹ Daß das Vermögenspolster den Konsum beeinflusst, muß nicht zwangsläufig als einkommensunabhängiger Faktor verstanden werden. Nach der sogenannten *life cycle hypothesis* von Ando und Modigliani ist der Konsum nicht davon abhängig, wie groß das *aktuelle* Einkommen ist, sondern welche Ressourcen einem Menschen, über den Verlauf seines Lebens verteilt, insgesamt zur Verfügung stehen. Der Konsum hängt demnach von verschiedenen einkommensbezogenen Größen ab: vom aktuellen Einkommen; vom in der letzten Zeit erzielten Einkommen, weil es die Erwartungen für die Zukunft bestimmt; und von dem, was von vergangenem Einkommen noch nicht aufgebraucht ist, also – wie oben postuliert – dem Vermögen (vgl. Frederic S. Mishkin: The Household Balance Sheet and the Great Depression, in: *Journal of Economic History* 38 (1978), S. 918–37, hier S. 924/25).

³² Temin, *Monetary Forces*, S. 69–74, S. 171.

keit droht und dort deshalb die Konsumausgaben stark eingeschränkt werden.³³ Im Überschwang des Wirtschaftsoptimismus der späten 1920er Jahre ist die Verschuldung der Haushalte in der Tat stark gestiegen. Der Crash an der Wall Street kann deshalb auf dem Weg über den gerade beschriebenen Bilanzeffekt den Konsum geschwächt haben.³⁴

Gegen diese Erklärung läßt sich – wie im übrigen auch gegen einen möglichen Wohlstandseffekt – vor allem eines einwenden: Die Zahl der Haushalte, die Aktien besaßen, war viel zu gering, als daß ihr Verhalten den volkswirtschaftlichen Gesamtkonsum nennenswert hätte beeinflussen können.³⁵ Ein weiterer Erklärungsversuch kann diese quantitative Kluft jedoch überbrücken. Demzufolge bestand die Hauptwirkung des Crashes darin, die Haushalte – *alle* Haushalte – über die weitere Entwicklung der Wirtschaft zu verunsichern. Wer selbst keine Aktien hielt, dem konnte es zwar egal sein, ob die Wall Street sich wieder erholen würde. Wenn aber das Geschehen an der Börse ein Ende der allgemeinen Prosperität bedeuten und eine schwere Rezession heraufziehen sollte, dann konnte der eigene Arbeitsplatz gefährdet sein. Ein solcher Zusammenhang besagt jedoch nicht, daß der Crash als sicheres Omen eines kommenden Niedergangs gedeutet wurde und die Zeitgenossen den Abstieg in die Depression hätten vorhersehen können. Was sich in der Wirtschaftspresse, in den veröffentlichten Prognosen vor allem niederschlug, war Ungewißheit.³⁶ Und diese Ungewißheit machte es sinnvoll, große Ausgaben aufzuschieben: Dementsprechend waren die schärfsten Rückgänge beim Bau von Eigenheimen und beim Kauf dauerhafter Konsumgüter wie Autos, Möbel und teurem Porzellan zu verzeichnen.³⁷

Diese Hypothese, die im Gegensatz zu den vorangegangenen Erklärungen des Konsumrückgangs empirisch besser abgesichert ist, schafft eine Verbindung zwischen dem Abwärtstaukel der Aktienkurse und dem Konsumverhalten breiter Bevölkerungsschichten.³⁸ Die Argumentation, die Unsicherheit über den Fortgang der

³³ Mishkin, Balance Sheet, S. 925/26.

³⁴ Mishkin kann einen starken Einfluß des Bilanzeffekts ökonometrisch zeigen. Er weist jedoch darauf hin, daß die für diesen Nachweis erforderlichen Daten in der benötigten Form nicht existieren und deshalb auf einem fehleranfälligen, indirekten Weg rekonstruiert werden mußten (ebd., S. 928–31). Seine Ergebnisse sind daher nicht besonders robust.

³⁵ Wie oben bereits festgestellt, verfügten weniger als 2% der amerikanischen Haushalte über Aktienbesitz (Romer, Crash, S. 603; s. o. S. 10).

³⁶ Ebd., S. 612–16.

³⁷ Ebd., S. 604–8.

³⁸ Ebd., S. 604–11 (ökonometrische Ergebnisse für Romers *uncertainty hypothesis*). Nach dem Crash von 1987 kam es aufgrund des Umfeldes und eines gleichmäßigeren, weniger von wilden Auf- und Ab-Bewegungen geprägten Verlaufs nicht zu einer im Ausmaß ver-

wirtschaftlichen Entwicklung habe große Ausgaben zu riskant gemacht, läßt sich im übrigen auch auf Unternehmen und deren Entscheidungen über anstehende Investitionsvorhaben ausdehnen. Die Wirtschaftsdaten der folgenden Monate scheinen derartigen Überlegungen recht zu geben. Das Platzen der spekulativen Blase an der Wall Street läutete eine rasche, heftige rezessive Bewegung ein. Schon von Oktober bis Dezember 1929 war die Produktion um 10% gesunken; am Ende des Krisenjahres 1930 lag der Output um volle 37% unter dem Niveau vom Sommer 1929, als die Boomphase ihren Höhe- und Wendepunkt erreichte.³⁹

3.3 Fiskalpolitik

Die Fiskalpolitik der Hoover-Regierung leistete keinen Beitrag zu einer Bekämpfung der Krise. Zwar ist es richtig, daß die Staatsausgaben anstiegen und das Defizit sich vergrößerte – so, wie es nach modernen Vorstellungen in einer Rezession von der Regierung gefordert ist. Jedoch hat das, was sich in den 1930er Jahren beobachten läßt, mit einer aktiven Konjunkturpolitik nichts zu tun. Denn der Anstieg der defizitfinanzierten Staatsausgaben entstand durch die höheren Transferzahlungen an eine immer größere Zahl arbeitsloser und in Not geratener Menschen und durch die steuerlichen Mindereinnahmen in der Rezession. Solche Veränderungen im Staatshaushalt sind jedoch kein Produkt der Politik.⁴⁰ Wenn sich die Steuern nur dadurch verringern, daß die Profite, Umsätze und Einkommen, auf die sie erhoben werden, krisenbedingt zurückgehen, dann handelt es sich dabei nicht um konjunkturstimulierende Senkungen des *Steuersatzes*. Da Transfers und Steuerlast sich in einer Weise verändern, die der Erholung der Volkswirtschaft förderlich ist, ohne daß diese Veränderung gewollt herbeigeführt wird, bezeichnet man sie auch als „automatische Stabilisatoren“. Der Hoover-Regierung ist in diesem Zusammenhang allenfalls zuzuschreiben, daß sie sich darum bemüht hat, die Wirkung dieser Stabilisatoren nach Kräften zu unterminieren. Eines der Globalziele ihrer Politik war bis zu ihrer Ablösung durch die Roosevelt-Administration im März 1933, das Haushaltsdefizit zu minimieren und nach Möglichkeit ganz auszugleichen.⁴¹

gleichbaren Unsicherheit. Die Hypothese trägt dazu bei, die unterschiedlichen realwirtschaftlichen Auswirkungen der beiden Episoden zu erklären (ebd., S. 618–23).

³⁹ Romer, Nation, S. 29.

⁴⁰ Den Anteil dieser Ausgaben am Defizit läßt sich mit Hilfe des Vollbeschäftigungs-Defizits ermitteln; s. dazu den nächsten Absatz.

⁴¹ John A. Garraty: *The Great Depression. An Inquiry into the Causes, Course, and Consequences of the Worldwide Depression of the Nineteen-Thirties, as Seen by Contemporaries and in the Light of History*, San Diego/New York/London 1986, S. 15/16.

Im tatsächlichen Defizit wird diese Tendenz durch die Wirkung der automatischen Stabilisatoren verschleiert. Daher zieht man zur Beurteilung der Wirtschaftspolitik einer Regierung statt dessen das Vollbeschäftigungs-Defizit heran, in dem die ungewollten Auswirkungen der konjunkturellen Lage herausgerechnet sind und sich dann enthüllt, wie hoch das Defizit sein würde, wenn die Produktionskapazität der Volkswirtschaft normal ausgelastet wäre. Dieses Maß zeigt ein nur anfänglich leicht steigendes Defizit, das dem Versagen, nicht dem politischen Willen der Hoover-Administration zuzuschreiben ist und das 1932 wieder auf den Stand von 1929 heruntergebracht werden konnte.⁴² In den zwei folgenden Jahren, die schon in die Zeit der Roosevelt-Administration fallen, ist sogar ein Vollbeschäftigungs-Überschuß (!) erzielt worden (auch wenn real ein für damalige Verhältnisse beträchtliches Defizit entstanden ist). Auch die Roosevelt-Administration verfolgte in den ersten Jahren keine keynesianische Politik.⁴³

Einzig 1931 ist eine deutliche Vergrößerung des Defizits festzustellen. Der Ausgabenboom durch staatliche Transferleistungen, der sich dahinter verbirgt, ist jedoch nur gegen den erbitterten Widerstand Hoovers durchzusetzen gewesen. Der Kongreß hat ihm eine Sonderauszahlung an die Kriegsveteranen, die als Maßnahme zur Notlinderung gedacht war, förmlich aufzwingen müssen.⁴⁴ Dieser einmalige Posten kann jedoch kaum als konjunkturstabilisierende Politik betrachtet werden. Der Fiskus hat sich um die Bekämpfung der Krise nicht verdient gemacht.

Andererseits kann man jedoch genausowenig behaupten, die Fiskalpolitik habe bei der Entfaltung der Weltwirtschaftskrise eine tragende Rolle gespielt. Es ist weder Hoover noch Roosevelt gelungen, die Wirkung der automatischen Stabilisatoren vollständig zu neutralisieren. Wenn die US-Regierung auch mehr bei der Krisenbekämpfung hätte tun können, die Ursachen der amerikanischen Depression

⁴² In Anbetracht der Haushaltsbelastung durch die Depression erforderte eine solche Reduzierung drastischste Einschnitte. So sorgte 1932 der Revenue Act für die heftigste Anhebung der Steuersätze, die es in Friedenszeiten je gegeben hatte (Lester V. Chandler: *America's Greatest Depression, 1929–1941*, New York 1970, S. 125).

⁴³ Dornbusch/Fischer/Startz, *Macroeconomics*, S. 408, mit einer Berechnung des Vollbeschäftigungs-Überschusses für die Zeit der Depression. Roosevelt trat schon in seinem Wahlkampf für einen ausgeglichenen Haushalt ein. Die Idee des *deficit spending* setzte sich in den USA auch in der Regierungszeit Roosevelts erst in der zweiten Hälfte der 1930er Jahre durch (Chandler, *Depression*, S. 136; John Kenneth Galbraith: *A History of Economics. The Past as the Present*, London/New York/Ringwood/Toronto/Auckland 1991 (¹1987), S. 226/27; John Kenneth Galbraith: *Money. Whence It Came, Where It Went*, London/New York/Ringwood/Toronto/Auckland 1995 (¹1975), S. 232–38).

⁴⁴ Die Veterans' Bonus Bill, die diese Auszahlung ermöglichte, war gegen Hoovers Veto durchgesetzt worden (Peter Temin: *Lessons from the Great Depression*, Cambridge (Mass.)/London 1989 (The Lionel Robbins Lectures for 1989), S. 28).

sind bei ihr nicht zu suchen. Soweit besteht Einigkeit unter den wissenschaftlichen Interpreten, und da endet sie auch schon. Die Ursachen der Depression in den USA sind hochgradig umstritten und eines der Hauptfelder der Auseinandersetzung zwischen den konkurrierenden wirtschaftswissenschaftlichen (und -politischen!) Lagern der Keynesianer und Monetaristen. Im folgenden soll ein Überblick über die verwickelte Diskussion gegeben werden.

3.4 Monetaristen vs. Keynesianer: Die Interpretation der Zinssätze

Als treibende Kraft hinter dem immer länger sich hinziehenden Abstieg der amerikanischen Wirtschaft in die Große Depression wollen die einen – die dem keynesianischen Lager angehören – einen autonomen Rückgang der Nachfrage nach Gütern erkennen. Als „autonom“ bezeichnet man diesen Rückgang deshalb, weil er nach Ansicht der keynesianischen Schule nicht auf Einflüsse außerhalb des Gütermarkts zurückzuführen ist. Die zeitgleichen Ereignisse auf dem Geldmarkt – damit sind vor allem Veränderungen des Zinssatzes gemeint – sind in dieser Interpretation als *Folgewirkungen* des primären Impulses zu verstehen, der vom Gütermarkt ausging. Aus Sicht der konkurrierenden monetaristischen Denkrichtung sind die Verhältnisse genau umgekehrt. Monetaristen sehen die Wurzel allen Übels in der Verknappung des Geldes, dem Rückgang der Geldmenge. Die Verringerung der Produktion und der rasche Fall der Preise kommen dieser Auffassung zufolge als Konsequenz der Geldmengenkontraktion, nicht der Nachfrageschwäche zustande. Unstreitig zwischen beiden Lagern ist, daß die Bankenkrise eine bedeutende Rolle gespielt hat, aber in welcher Weise – und ob die Bankenkrise Folge realer oder monetärer Einflüsse war, und ob es ohne sie nicht auf anderem Wege zu demselben Ergebnis hätte kommen müssen –, darüber besteht kein Konsens.

Damit stellt sich die Frage, wie sich der Unterschied zwischen einer nachfrageinduzierten und einer monetär angetriebenen Krise denn bemerkbar machen würde. Einer der wichtigsten Vertreter der keynesianischen Richtung, Peter Temin, hat zunächst in einem autonomen Rückgang des Konsums die Ursache des wirtschaftlichen Einbruchs gesehen (auch wenn er später von dieser Erklärung etwas abgerückt ist).⁴⁵ Ein Nachfragerückgang, wie er sich durch eine Abschwächung des

⁴⁵ Temin hat versucht, einen Rückgang des Konsums als Ursache der Depression zu propagieren, der nicht auf andere Faktoren – wie etwa eine Einkommensverringerung – zurückzuführen ist (Temin, *Monetary Forces*, S. 172, S. 178). An seiner Erklärung ist jedoch massiv Kritik geübt worden. Ihm wurde eine Reihe methodischer Fehler vorgeworfen. Mit verschiedenen verbesserten Konsumfunktionen in der ökonometrischen Analyse ließen sich Temins Ergebnisse nicht reproduzieren (Thomas Mayer: *Consumption in the Great Depression*, in: *Journal of Political Economy* 86 (1978), S. 139–45, hier S. 140–45; Thomas

Konsums ergibt, führt zu geringerer Produktion. Das ist, in verkürzter Form, die Kernaussage zur Wirkung auf dem Gütermarkt. Dazu kommt noch eine sekundäre Wirkung auf dem Geldmarkt. Dort wird der Bedarf nach Geld dem vorhandenen Geldangebot angeglichen.⁴⁶ Der erwähnte Rückgang der Produktion hat geringere Einkommen zur Folge, da die Einkommen im Produktionsprozeß entstehen. Das vermindert die private Nachfrage nach Geld, denn man geht davon aus, daß sie vom Einkommen abhängig ist. Wer nicht viel hat, gibt nicht viel aus: Je niedriger das Einkommen ausfällt, desto geringer ist der Umfang der Transaktionen, die im Laufe eines Monats abgewickelt werden. Also ist auch der Bedarf an liquiden Mitteln kleiner, um die Transaktionen durchzuführen. Die Nachfrage der Haushalte nach (Bar-)Geld bzw. sofort verfügbaren Giroeinlagen geht zurück.⁴⁷

Um den gesunkenen Bedarf dem tatsächlich vorhandenen Bestand an umlaufendem Geld wieder anzugleichen, muß die verminderte Geldnachfrage auf einem anderen Weg als über das Einkommen stimuliert werden. Die Geldnachfrage ist kleiner als das Angebot: Wie bei Gütern auch, sollte das dazu führen, daß der

Mayer: Money and the Great Depression: A Critique of Professor Temin's Thesis, in: Explorations in Economic History 15 (1978), S. 127–145, hier S. 132/33; Anna J. Schwartz: Understanding 1929–1933, in: The Great Depression Revisited, hg. v. Karl Brunner, Boston/The Hague/London 1981 (Rochester Studies in Economics and Policy Issues Bd. 2), S. 5–48, hier S. 18/19). Temin hält einen Rückgang der Konsumneigung immer noch für einen wichtigen autonomen Faktor, bringt ihn aber stärker mit dem Impuls in Verbindung, der vom Börsencrash ausging (Temin, Lessons, S. 43–45). Der ungewöhnlich große Einbruch des Konsums wird auch von Romer betont (Romer, Nation, S. 22, S. 29/30). Eine Erklärung der Depression, die einen Nachfragerückgang zur primären Ursache macht, muß jedoch nicht notwendigerweise bei der Entwicklung des Konsums ansetzen. Barber beispielsweise geht davon aus, daß demographische Veränderungen für eine Abschwächung des Wohnungsbaus verantwortlich waren und außerdem einen bremsenden Einfluß auf die Expansionsvorhaben von Firmen ausgeübt haben. Dieser Rückgang der Investitionstätigkeit im Langzeittrend hat nach Ansicht Barbers sowohl die US-Depression als auch die Krise in den übrigen Industrieländern hervorgebracht (Clarence L. Barber: On the Origins of the Great Depression, in: Southern Economic Journal 44 (1978), S. 432–456, hier S. 453). Schwartz wirft ihm jedoch vor, die Erklärung für die Verbindung zwischen Langzeittrend und kurzzeitigen zyklischen Schwankungen schuldig zu bleiben (Schwartz, Understanding, S. 44 Anm. 10).

⁴⁶ Geld und Vermögen sind hier zweierlei. Vermögen kann aus Besitz, Wertpapieren oder eben auch aus Geld bestehen. Der Bedarf an *liquiden* Mitteln, also Geld, kann sich auf Kosten der anderen Vermögensbestandteile ändern. Schwankungen der Geldnachfrage reflektieren das Bedürfnis, die *Zusammensetzung* des Vermögens zu verändern, nicht das Bedürfnis, es zu mehren.

⁴⁷ Diese keynesianische „Liquiditätspräferenztheorie“ ist die einfachste Art, die Geldnachfrage zu erklären. In der Geldtheorie bemüht man sehr viel aufwendigere Modelle; an dieser Stelle genügt die Liquiditätspräferenztheorie jedoch.

„Preis für Geld“ fällt. Und in der Tat hat Bargeldhaltung ihren Preis: sie ist nämlich unverzinslich. Wird das Geld fest angelegt, ist es im ökonomischen Sinn kein Geld mehr. Es ist ein mehr oder weniger illiquider Vermögensbestandteil geworden, vom Festgeldkonto über das Wertpapier bis zur Immobilie. Wer Liquidität will, muß auf die Verzinsung dieser Anlageformen verzichten.

Der „Preis für Geld“ geht nun zurück, indem die Zinsen fallen. Damit ist die Haltung von Bargeld (oder unverzinslichen Giroeinlagen) nicht mehr so „teuer“: Die Zinserträge, die sich durch Wertpapiere hätten erzielen lassen, sind nicht mehr so hoch wie vorher, und die Bereitschaft, Geld unverzinslich in der Kasse zu halten, steigt.⁴⁸ Die niedrigeren Zinsen bewegen die Haushalte dazu, die zuvor unerwünschte (weil gemessen am Bedarf zu teure) Liquidität wieder zu akzeptieren. Damit ist der Anpassungsprozeß im Gefolge eines Nachfrageschocks abgeschlossen. Und es ist klar, wie man ihn identifizieren kann. Eine Nachfrageschwäche auf dem Gütermarkt, wie die Keynesianer sie hinter der US-Depression vermuten, macht sich durch zwei Wirkungen bemerkbar: durch einen Rückgang der Produktion und durch *sinkende Zinsen*.⁴⁹

Wenn die Krise durch einen Rückgang der Geldmenge verschuldet sein soll, sehen die Symptome anders aus. Wird das Geldangebot geringer, z. B. weil die Zentralbank für eine Beschränkung der umlaufenden Geldmenge sorgt, dann reicht das vorhandene Geld nicht mehr aus, das Bedürfnis nach Liquidität – etwa für die Abwicklung von Transaktionen – im bisherigen Umfang zu decken. Die Nachfrage nach Geld muß sich dem knapperen Angebot anpassen, und das tut sie, wenn das Halten von Geld teurer und daher weniger erstrebenswert wird. Das veranlaßt eine Umschichtung von Vermögen, eine Bewegung heraus aus dem Geld und hin zu festen, verzinslichen Anlagen. Wieder kommt diese Bewegung durch eine Veränderung des Zinssatzes zustande. Denn wenn zu viele Haushalte ihr Vermögen möglichst liquide halten wollten, muß es zu Knappheitserscheinungen kommen: Wer das Geld, das er benötigt, nicht selbst besitzt, sondern es sich auf dem Kapi-

⁴⁸ Hier sind festverzinsliche Wertpapiere – also Schuldscheine von Unternehmen oder des Staates – und nicht etwa Aktien gemeint. An diesem Sprachgebrauch wird im folgenden festgehalten. Um festverzinsliche Wertpapiere von Aktien zu unterscheiden, werden sie üblicherweise auch als Rentenpapiere oder (mit einem englischen Begriff) als Bonds bezeichnet.

⁴⁹ Die vorangegangenen Zeilen geben eine rudimentäre Beschreibung der Mechanik des sogenannten IS-LM-Modells ab. Dieses Modell repräsentiert den keynesianischen Mainstream und ist bereits seit dem Ende der 1930er Jahre in Gebrauch. Es beschreibt das gleichzeitige Gleichgewicht auf dem Geld- und Gütermarkt. Einige Wechselwirkungen in diesem Modell, wie etwa der kompensatorische Anstieg der Investitionen durch den gesunkenen Zinssatz, sind in der obigen Beschreibung ausgeklammert.

talmarkt besorgen muß, ist gezwungen, höhere Zinsen anzubieten. Das veranlaßt diejenigen, die über liquide Mittel verfügen, mehr davon zur Verfügung zu stellen. Die steigenden Marktzinsen veranlassen aber auch so manchen, der sich die benötigte Liquidität zuvor hatte „kaufen“ wollen, von seinen Plänen Abstand zu nehmen. Die Geldnachfrage geht insgesamt zurück. Die Zinsen steigen so lange, bis sich das Bedürfnis nach Liquidität dem reduzierten Geldangebot angepaßt hat und die zinstreibenden Knappheitserscheinungen verschwunden sind.

Auf dem Gütermarkt ist dieser Prozeß nicht folgenlos, denn das gestiegene Zinsniveau verteuert unternehmerische Investitionen. Die Nachfrage nach Investitionsgütern geht zurück, und das zieht einen Rückgang der Produktion nach sich. Das Endergebnis einer Geldmengenkontraktion stellt sich also folgendermaßen dar: Die Produktion geht zurück, und die Zinsen *steigen*. An dieser Stelle ist der Vergleich der konkurrierenden Erklärungsmuster für die amerikanische Depression möglich geworden. Wenn man einen Rückgang der Produktion beobachtet, könnte das für sich genommen sowohl auf eine Schwäche der Güternachfrage als auch auf eine Geldmengenreduzierung zurückzuführen sein. Die Bewegung der Zinsen ist der Indikator, der es möglich macht, zwischen den beiden möglichen Ursachen zu unterscheiden. Fallende Zinsen deuten auf eine ungenügende Güternachfrage, steigende Zinsen auf ein ungenügendes Geldangebot.

Zinssätze, kurzfristig (%)

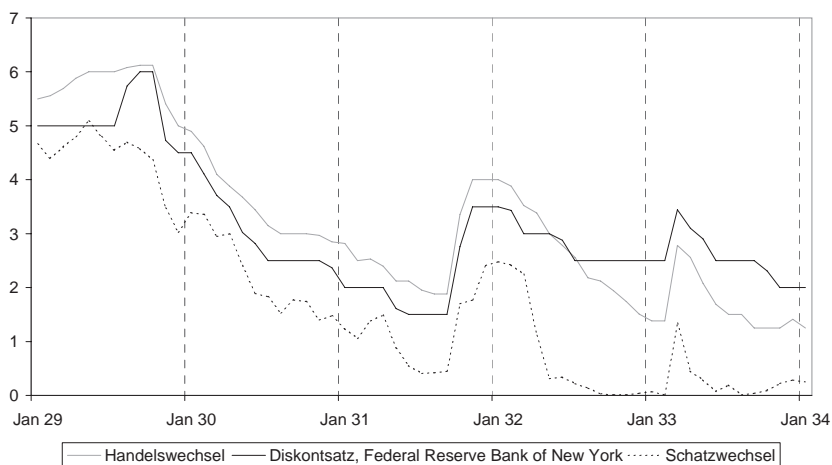


Abb. 4 – Daten: NBER Macrohistory Database, Serie 13002 (Commercial Paper Rates, New York City), 13009 (Discount Rates, Federal Reserve Bank of New York), 13029a (Yields on Short-Term United States Securities, Three-Six Month Treasury Notes and Certificates).

Ein Blick auf den tatsächlichen Verlauf der Zinsentwicklung kann diesen Zusammenhang sofort und eindeutig klären (Abb. 4).⁵⁰ Die Zinssätze fielen. Sie erreichten Mitte 1931 einen Tiefstand, stiegen dann kurzzeitig noch einmal an (was mit Ereignissen zusammenhängt, die noch Thema sein werden: vor allem damit, daß Großbritannien den Goldstandard verließ).⁵¹ Während die Fed danach die Leitzinsen weiterhin hoch hielt (Diskontsatz, schwarze Linie), konnte sie ein erneutes Absacken der Geldmarktzinsen nicht verhindern.⁵² Für Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit, die als praktisch risikofrei gelten können, sank die Verzinsung fast auf Null (Schatzwechsel, gestrichelte Linie).⁵³ Die Zinsentwicklung spricht also eine deutliche Sprache. Sie weist auf eine Nachfrageschwäche, nicht eine Geldmengenkontraktion, als Ursache der US-Depression hin.

⁵⁰ Da es *den* Zinssatz nicht gibt, sondern ein ganzes Spektrum verschiedener Sätze für verschiedenste Typen von Wertpapieren, muß man entscheiden, welche Zinsarten sich für die Fragestellung eignen. Um das aktuelle Verhältnis von Geldangebot und -Nachfrage zu erfassen, zieht man die Verzinsung von Wertpapieren mit *kurzer* Laufzeit heran. In die Verzinsung von langfristigen Anlagen geht nämlich ein weiterer Faktor ein: die Erwartung, wie sich die kurzfristigen Zinsen in Zukunft weiter entwickeln werden. Kommt man als Käufer eines Wertpapiers beispielsweise zu dem Schluß, daß langfristig (wenn auch nicht gegenwärtig) mit höheren Zinsen zu rechnen ist, als man bisher angenommen hatte, dann fordert man für langfristige Anlagen eine höhere Verzinsung. Der Marktzins für Papiere mit langer Laufzeit steigt, wenn sich die Zukunftserwartungen der Käufer und Verkäufer ändern – auch dann, wenn die aktuelle Lage auf dem Geldmarkt so ist wie zuvor.

⁵¹ S.u. S. 99.

⁵² Der Diskontsatz unterscheidet sich von den anderen Zinssätzen in Abb. 4. Handelswechsel und Schatzanweisungen sind Wertpapiere, die auf dem Markt gehandelt werden, und dort bildet sich auch ihr Preis heraus. (Die Verzinsung eines Wertpapiers ist nichts anderes als der Preis, den der Aussteller des Papiers für den Kredit zahlen muß, den er im Gegenzug erhält.) Der Diskontsatz dagegen ist kein Marktzins; er wird von der Zentralbank festgesetzt. Er ist der Zins, den Banken zahlen müssen, wenn sie sich von der Zentralbank Geld leihen. Wie sehr der Diskontsatz tatsächlich auf die Marktzinsen durchschlägt, ist davon abhängig, in welchem Umfang die Banken von der Möglichkeit, Diskontkredite in Anspruch zu nehmen, dann auch wirklich Gebrauch machen.

⁵³ Die Zinsen, die ein Anleger dafür erhält, daß er ein Wertpapier hält und dafür dem Aussteller einen Kredit gibt, hängen von zwei Faktoren ab: zum einen von dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage für Anlagen einer bestimmten Laufzeit, zum anderen von dem Risiko, das der Gläubiger eingeht, weil er sich nicht sicher sein kann, ob er seinen Kredit nach Ablauf der Frist tatsächlich zurück erhält. Je größer die Möglichkeit des Kreditausfalls ist, desto höher ist die Risikoprämie, die die Anleger fordern. Daher liegt der Marktzins für risikobehaftete Papiere über dem für sichere Anlagen. Kredite an die Staatskasse eines Landes, das finanziell wie politisch als solide eingestuft wird, gelten als sehr sicher – zumal wenn sie obendrein schon nach kurzer Zeit, d. h. mit wenig Gelegenheit für unvorhergesehene Entwicklungen, wieder zurückgezahlt werden.

Wenn das alles so einfach wäre, dann hätte sich die Diskussion um die Ursachen der amerikanischen Depression an dieser Stelle erledigt. Doch es gibt gewichtige Einwände gegen diese Interpretation. Der erste ist, daß in dieser Analyse der falsche Typ von Zinssatz zur Anwendung kommt: nämlich der Nominalzins, obwohl es doch eigentlich der *erwartete reale* Zinssatz sein sollte.⁵⁴ Die nominelle Verzinsung einer Anlage allein sagt noch nicht viel darüber aus, wie profitabel sie ist. Denn in der Zeit, in der das Geld angelegt ist, wird es nicht nur der Verzinsung entsprechend mehr; es ändert sich auch seine Kaufkraft durch Inflation oder Deflation. Durch Inflation verringert sich die Kaufkraft des Geldes und deshalb auch die Rendite einer Anlage, durch Deflation nimmt sie zu. Auf diese Weise verändert sich die Attraktivität einer Anlage, etwa eines Wertpapiers, für potentielle Käufer. Auch auf der Seite der Emittenten von Wertpapieren greift dieselbe Logik. Die Finanzierung einer Investition durch die Emission von Wertpapieren (oder durch die Aufnahme eines Kredits bei einer Bank) kann bei ein und demselben Nominalzins unterschiedlich teuer sein. Durch Deflation wird Geld im Verhältnis zu Gütern mehr wert. Das verteuert den Kredit, denn am Rückzahlungstermin hat die aufgenommene Summe an Wert zugelegt. Deflation macht deshalb – bei einem gegebenen nominalen Zinssatz – eine Investition weniger lohnend.⁵⁵ Nominell bleiben die Kreditkosten gleich, real sind sie gestiegen. Diesen Anstieg erfaßt der *reale* Zinssatz, der Nominalzins nicht.

Ein niedriger Nominalzins muß also nicht heißen, daß Geld in Hülle und Fülle vorhanden war und nach Anlagemöglichkeiten suchte (was den Zinssatz sinken lassen würde). Denn hinter dem niedrigen Nominalzins verbarg sich in den 1930er Jahren aufgrund der enormen Deflation ein hoher Realzinssatz – und das *kann* bedeuten, daß Geld knapp war, wie es die Monetaristen annehmen. Das muß aber nicht so sein. Eine attraktive Verzinsung, die durch einen entsprechenden Nominalzins von vornherein vereinbart wird, ist für die Anleger ein sichtbarer Anreiz. In der Depression hat es diesen Anreiz nicht gegeben. Daß der reale Zinssatz in den ersten Jahren so außerordentlich hoch war, lag nicht *auch* an der Deflation,

⁵⁴ Allan H. Meltzer: Monetary and Other Explanations of the Start of the Great Depression, in: Journal of Monetary Economics 2 (1976), S. 455–471, hier S. 468/69; Mayer, Money, S. 140.

⁵⁵ In ökonomischer Terminologie versteht man unter einer Investition, im Gegensatz zum landläufigen Sprachgebrauch, ein Investitions*projekt* – etwa von einer Firma, die ihre Produktion erweitern will. Wenn sie dazu Maschinen kauft, ist das eine Investition. Wenn jemand Anteile eines Aktienfonds kauft, ist das *keine* Investition. In Wertpapieren wird dieser Sprachregelung zufolge nicht „investiert“, sondern angelegt. Höhere Zinsen machen eine Anlage in Wertpapieren attraktiver; eine Investition, die durch die Emission dieser Wertpapiere finanziert wird, machen sie teurer.

sondern *ausschließlich* an der Deflation. Auch die Verzinsung, die durch die Deflation zustande kam, konnte für die Anleger ein Anreiz sein, genau wie es ein hoher Nominalzins gewesen wäre – wenn die Anleger die Deflation *erwarteten*. Wenn die reale Verzinsung solche Höhen erreichte, weil die Geldmenge schrumpfte und den Anlegern ihr Geld nur durch lukrative Renditen noch zu entlocken war, dann setzt das voraus, daß die Anleger um diese lukrativen Renditen auch wußten.

Falls die Deflation jedoch überraschend über alle Beteiligten hereingebrochen sein sollte, hätte das die Anleger zwar unverhofft reicher gemacht. Aber der gestiegene Realzins, den sie im Nachhinein erhielten, wäre nicht geplant und deshalb nicht das Ergebnis einer Knappheitssituation auf dem Geldmarkt gewesen. Er wäre kein Zeichen dafür, daß die Anleger ihr Geld fest in der Hand hielten, weil die Geldmenge kleiner wurde. Wenn die Deflation nicht erwartet war, stützt die Feststellung, daß die Realzinsen hoch waren, die Argumentation der Monetaristen nicht.

Damit das Realzinsargument zählt, bedarf es also einer zusätzlichen Annahme: daß die Deflation, die 1930 die USA erfaßte, nicht nur mit Überraschung zur Kenntnis genommen wurde, sondern Kreditnehmer und -geber, Wertpapieremittenten und Anleger ihre Erwartungen sehr schnell der neuen Sachlage anpaßten und nicht mit einem baldigen Ende des Preisverfalls rechneten. Ob und in welchem Umfang das geschehen ist, läßt sich jedoch nicht abschließend klären. Untersuchungen dieser Frage kommen zu dem Ergebnis, daß die Deflation im Verlauf von 1930 *teilweise* Eingang in die Erwartungen fand: Einerseits herrschte nicht über Jahre der Eindruck vor, daß der Fall der Preise jeden Moment sein Ende nehmen würde; eine Fortsetzung der Deflation war allgemein erwartet. Auf der anderen Seite war ihr tatsächliches Ausmaß eine Überraschung.⁵⁶ Nur: Die entscheidende

⁵⁶ Hamilton findet generell wenig Hinweise darauf, daß die Deflation Eingang in die Erwartungen der Zeitgenossen fand (Hamilton, *Monetary Factors*, S. 160–66). Für die Jahre 1931 und 1932 kommt er zu dem Ergebnis, daß etwa die Hälfte der tatsächlichen Deflation vorhergesehen wurde (James Hamilton: *Was the Deflation During the Great Depression Anticipated? Evidence from the Commodity Futures Market*, in: *American Economic Review* 82 (1992), S. 157–178, hier S. 172). Dominguez, Fair und Shapiro halten in ihrer gemeinsamen Studie die Deflation für kaum vorhersehbar (Kathryn M. Dominguez/Ray C. Fair/Matthew D. Shapiro: *Forecasting the Depression: Harvard Versus Yale*, in: *American Economic Review* 78 (1988), S. 595–612, hier S. 600–605). Eine Untersuchung von Evans und Wachtel kommt zu demselben Ergebnis (Martin Evans/Paul Wachtel: *Were Price Changes during the Great Depression Anticipated? Evidence from Nominal Interest Rates*, in: *Journal of Monetary Economics* 32 (1993), S. 3–34, hier S. 32). Cecchetti dagegen führt den Nachweis, daß drei bis sechs Monate im voraus die Deflation weitgehend korrekt erkannt werden konnte und die erwarteten realen Zinssätze sehr hoch waren (Stephen G. Cecchetti: *Prices During the Great Depression: Was the Deflation of 1930–1932 Really Unan-*

Frage, welchem dieser Extreme sich die Wirklichkeit mehr zuneigte, bleibt offen. Damit kann die Auseinandersetzung zwischen Keynesianern und Monetaristen, zwischen Anhängern einer nachfrage- und einer geldgestützten Erklärung der US-Depression, auf dem Feld der Zinssätze nicht mehr entschieden werden.⁵⁷

Noch andere Einwände werden dagegen erhoben, den Nominalzinssatz als Indikator für eine Politik des lockeren Geldes zu verwenden. In den USA kam es schon 1930 zu einigen großen Bankzusammenbrüchen. In den folgenden Jahren wurden sie zu einer Lawine. Die Konsequenzen der amerikanischen Bankenkrise waren außerordentlich, und auch die Zinssätze blieben davon nicht unberührt.⁵⁸ Banken mußten in dieser Zeit ständig mit einem Ansturm ihrer Kunden rechnen, die um ihre Einlagen fürchteten und sie sofort ausgezahlt haben wollten. Um für diesen Fall gewappnet zu sein, mußten die Banken über einen hohen Bestand liquider Reserven verfügen: entweder über Bargeld oder über Wertpapiere, die sich sehr schnell in Bargeld verwandeln ließen. Dazu gehörten auch kurzfristige Anlagen wie die in Abb. 4, denn sie ließen sich bei der Fed diskontieren. Im Unterschied zu einer Bargeldreserve brachten diese Wertpapiere den Banken Zinsgewinne ein, und als nach den ersten Runs die Reservehaltung der Banken massiv zunahm, waren solche Papiere stark gefragt. Also stieg ihr Preis – oder anders gesagt, ihre Verzinsung nahm ab.⁵⁹ Die Bankenkrise schuf also eine „Sondernachfrage“ nach

anticipated?, in: *American Economic Review* 82 (1992), S. 141–156, hier S. 142, S. 152–54). Nelson analysiert Artikel in der zeitgenössischen Finanzpresse und findet Hinweise, daß man dort 1929 und 1930 teilweise einen Einbruch der Preise um bis zu 50% erwartete (Daniel B. Nelson: Was the Deflation of 1929–1930 Anticipated? The Monetary Regime as Viewed by the Business Press, in: *Research in Economic History* 13 (1991), S. 1–65, hier S. 2, S. 42). Regressionsergebnisse von Romer zeigen sehr hohe erwartete Realzinssätze bis Anfang 1933 (Christina D. Romer: What Ended the Great Depression?, in: *Journal of Economic History* 52 (1992), S. 757–784, hier S. 778). Die Feststellung Temins, daß die aktuelle Forschung den Überraschungscharakter der Deflation wenigstens für 1930 mehr oder weniger einhellig bestätigt, hat in Anbetracht der neuen Ergebnisse wohl als überholt zu gelten (Temin, Lessons, S. 57).

⁵⁷ Temin hat gegen den Realzinssatz als relevantem Maß Vorbehalte: z. B. den, daß eine massive Deflation auch in der US-Rezession 1920/21 zu einem sprunghaften Anstieg des Realzinses geführt hätte, ohne daß es deshalb zu einer Katastrophe gekommen wäre, die der US-Depression vergleichbar ist (Temin, *Monetary Forces*, S. 164/65). Schwartz hält dagegen, daß die Deflation von 1920/21 eine kurzlebige Erscheinung war (und deshalb nicht zu einer Veränderung der Erwartungen geführt hat. Schwartz, *Understanding*, S. 38).

⁵⁸ Genauer zur Bankenkrise s. u. S. 46.

⁵⁹ Der Preis eines Wertpapiers und seine Verzinsung sind zwei Seiten derselben Medaille. Kann man ein Wertpapier zu einem sehr niedrigen Preis kaufen, dann ist die Spanne zwischen dem Kaufpreis und dem Nennwert des Papiers – den man am Ende der Laufzeit

diskontfähigen Wertpapieren, und die sich daraus ergebenden Marktzinssätze verschleierten die tatsächlichen Verhältnisse.⁶⁰

3.5 Monetaristen vs. Keynesianer: Die Bedeutung der realen Geldmenge

Die Bewegung der Zinsen kann also kein eindeutiger Indikator dafür sein, was am Geldmarkt tatsächlich geschah. Die Auseinandersetzung zwischen Monetaristen und Keynesianern muß deshalb auf einem anderen Feld fortgesetzt werden. Dieses Feld ist die Entwicklung der realen Geldmenge. Es ist zunächst einmal unstrittig, daß sich die Geldmenge verringert hat – nominal. Das in Umlauf befindliche Geld ist weniger geworden (genau das hat den Monetaristen dazu Anlaß gegeben, in der Geldmengenentwicklung die mögliche Ursache der Depression zu erblicken). Dieser Rückgang ist in Abb. 5 zu sehen (Geldmenge: durchgehende Linie).

In Abb. 5 ist klar zu erkennen, wie die Geldmenge durch den Börsencrash einem deutlichen Schock ausgesetzt war (zu Beginn von Abschnitt 1), dann eine Weile unverändert blieb und im letzten Quartal 1930 langsam abzukippen begann (ab Abschnitt 2).⁶¹ Währenddessen fielen auch die Preise (gestrichelte Linie), und sie fielen deutlich schneller als die Geldmenge. Das änderte sich erst Mitte 1931: Das Verhältnis kehrte sich um, die Geldmengenkontraktion schritt nun noch rascher fort als der Rückgang des Preisniveaus (Abschnitt 3).

Vor der Bankenkrise im Herbst 1930 hatte die Geldmenge nicht kontinuierlich abgenommen, sondern war auf einem in etwa konstanten Niveau geblieben (Abschnitt 1). Es ist daher auch nicht anzunehmen, daß sie für das Fallen der Preise in dieser Zeit die Hauptverantwortung trägt.⁶² Der anfängliche Geldmengenschock direkt nach dem Wall-Street-Crash läßt sich in einer gleichzeitigen Preis-

ausbezahlt bekommt – sehr groß: Das eingesetzte Geld erhält eine hohe Verzinsung. Umgekehrt bedeutet ein hoher Kaufpreis eine niedrige Verzinsung des angelegten Geldes.

⁶⁰ Schwartz, *Understanding*, S. 32/33; Milton Friedman/Anna J. Schwartz: *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton ⁵1971 (¹1963) (NBER Studies in Business Cycles Bd. 12), S. 315; Mayer, *Money*, S. 141. Allerdings ist dieses Argument nicht gültig, bevor die Bankenkrise begonnen hat. Selbst wenn man den Streit um die erste Bankenkrise außer acht läßt (die Temin zufolge gar keine war – s. u. S. 48 Anm. 82), können die rapide fallenden Zinsen zumindest bis September 1930 mit dieser Erklärung nichts zu tun haben.

⁶¹ Dieses „Abkippen“ wurde durch die erste größere Bankenkrise verursacht (s. u. S. 48).

⁶² Das fallende Preisniveau kann seine Ursache, genau wie ein Rückgang der Produktion, entweder in einer Kontraktion der Geldmenge oder in einer Verminderung der Güternachfrage haben. Bei einem gegebenen Güterbestand führt eine Änderung der Menge vorhandenen Geldes langfristig zu einer gleich hohen Änderung der Preise. Andererseits haben auch Absatzschwierigkeiten der Produzenten zur Folge, daß sie ihre Preise senken.

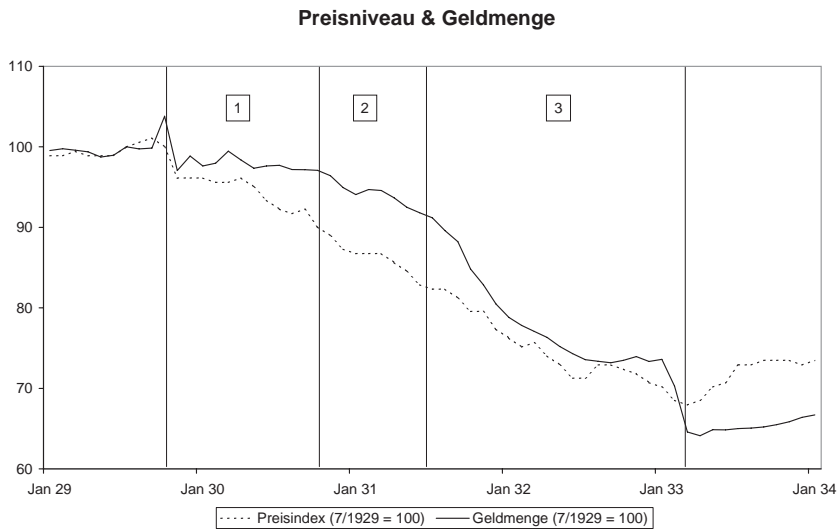


Abb. 5 – Daten: NBER Macrohistory Database, Serie 04051 (Index of the General Price Level), 14144 (Money Stock, Commercial Banks Plus Currency Held By Public, Seasonally Adjusted)⁶³.

bewegung wiederfinden und kann kaum genügen, um den anhaltenden (und sich beschleunigenden!) Niedergang der Preise während der folgenden 10 Monate bis zur Bankenkrise zu erklären. Es liegt daher nahe, in den fallenden Preisen ein Symptom der zurückgegangenen Nachfrage zu sehen. Zur Vereinfachung der weiteren Diskussion soll es deshalb hier genügen, den Anhängern der Theorien, die die Güternachfrage für die Depression verantwortlich machen, *mit Blick auf diesen Zeitraum* einen Punktsieg zuzuerkennen. Die Details der Auseinandersetzung um die Ereignisse bis zum Herbst 1930 bleiben des weiteren ausgeklammert.⁶⁴

⁶³ Die Serie 14144 (Money Stock) setzt sich zusammen aus den Serien 14125 (Currency Held by the Public) und 14145 (Demand Deposits Adjusted and Time Deposits All Commercial Banks). Die hier verwendete Geldmengendefinition ist identisch mit der von Friedman und Schwartz verwendeten Geldmenge M_2 .

⁶⁴ Zwar deuten die soeben angestellten Überlegungen auf einen Rückgang der Güternachfrage und nicht auf eine akute Geldmengenkontraktion. Das heißt aber nicht, daß in der Nachfrageschwäche keine Spur von Geldmarkteinflüssen zu finden ist. Die US-Geldpolitik war vor der Krise restriktiv (Hamilton, *Monetary Factors*, S. 146–49). Die Auswirkungen dieser Politik in den Investitionsentscheidungen der Unternehmen treten zum Teil mit erheblicher Verzögerung auf und können deshalb auch 1930 zur Nachfrageschwäche beigetragen haben, selbst wenn von der aktuellen Geldmengenentwicklung keine solchen Impulse ausgegangen sind (ebd., S. 154/55). Im übrigen hat die Unsicherheit über mögliche

Denn der Konflikt geht nicht um die Frage, warum es 1930 zu einer Rezession kam. Entscheidend ist, wie sich aus dieser anerkanntermaßen schweren, aber noch nicht außergewöhnlichen Rezession in den folgenden zwei Jahren das entwickelt hat, was als die „Große Depression“ in die US-Geschichte eingegangen ist.

Die Eskalation der Wirtschaftskrise über das bisher bekannte Maß hinaus fällt in die Zeit *nach* 1930, und dort, wo man die „formative Phase“ für die neue Qualität der Krise vermuten könnte – in der Übergangszeit, die in Abb. 5 als Abschnitt 2 gekennzeichnet ist –, geraten die verschiedenen ökonomischen Schulen aufs neue aneinander. Das begriffliche Konzept im Zentrum der Auseinandersetzung ist hier – es wurde schon erwähnt – die *reale* Geldmenge. Während die nominale Geldmenge schlicht beziffert, wieviel Geld in einer Volkswirtschaft verfügbar ist, gibt die reale Geldmenge an, wieviel an Gütern man damit kaufen kann.⁶⁵ Die reale Geldmenge hängt also auch vom Güterpreisniveau ab. Fallen (nominale) Geldmenge und Preisniveau unisono, ändert sich die reale Geldmenge nicht. In Abschnitt 2 fallen die Preise schneller als die Geldmenge, und das bedeutet, daß die *reale* Geldmenge in diesem Zeitraum *gestiegen* ist. In Abb. 6 ist die Änderungsrate der realen Geldmenge zu sehen. Bis Mitte 1931 ist sie positiv, d. h. die reale Geldmenge wuchs. Ist es unter diesen Umständen überhaupt berechtigt, von einer monetären Kontraktion zu sprechen?

Aus Sicht der keynesianischen Theorie ist die Antwort nein. Der Grund dafür liegt in der bereits erwähnten Liquiditätspräferenztheorie.⁶⁶ Auf dem Geldmarkt herrschen restriktive Verhältnisse, wenn das Geldangebot nicht ausreicht, das Bedürfnis der Haushalte nach Liquidität zu decken. Dieses „Bedürfnis nach Liquidität“ ist jedoch nicht einfach ein „Bedürfnis nach Geld“: Haushalte ziehen es vor, Bargeld zu halten, anstatt es profitabel anzulegen, weil sie damit ihre alltäglichen Transaktionen abwickeln wollen. Die Beträge, die dazu nötig sind, steigen und fallen mit den Güterpreisen. Anders gesagt: Haushalte haben kein Verlangen nach einem bestimmten nominellen Geldbestand, sondern nach realer Kaufkraft; das

deflationäre Schritte der Fed Konsumenten und Investoren zu extremer Zurückhaltung und Vorsicht veranlaßt (Nelson, Deflation, S. 43/44). Ob diese Einflüsse dazu ausreichen, den Output- und Preisrückgang von 1930 zu erklären, kann hier nicht abschließend geklärt werden. Romer hat nachgewiesen, daß der Börsencrash als unabhängiger Einfluß die Konsumtätigkeit hat schwinden lassen (s. o. S. 24; Romer, Nation, S. 29–31). Der Rückgang der Güternachfrage ist also kein ausschließliches Ergebnis monetärer Faktoren. Eine *direkte* Beteiligung monetärer Faktoren zwischen Börsencrash und dem letzten Quartal 1930 – der ersten Bankenkrise – gibt es jedoch auf keinen Fall.

⁶⁵ Wenn von „der Geldmenge“ die Rede ist – ohne jeden qualifizierenden Zusatz –, dann ist damit immer die nominale Geldmenge gemeint.

⁶⁶ S. o. S. 28.

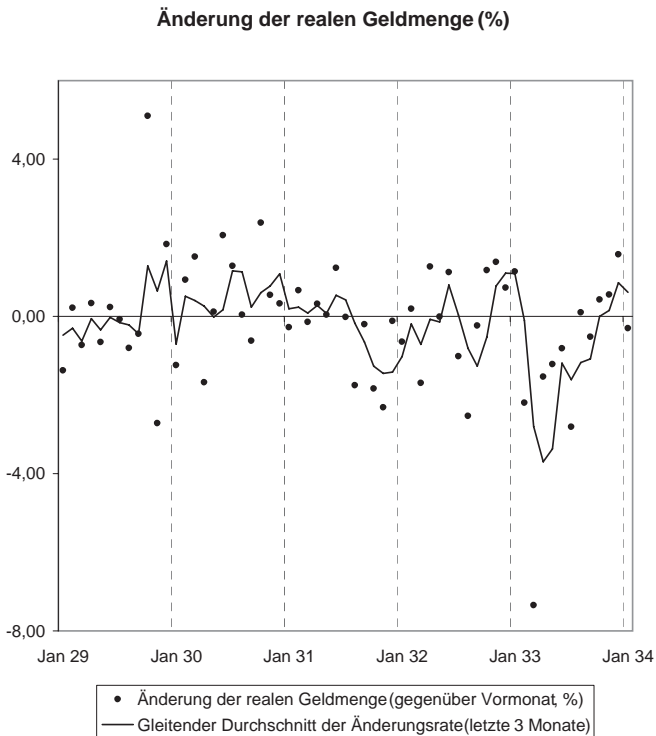


Abb. 6 – Daten: berechnet aus NBER Macrohistory Database, Serie 04051 (Index of the General Price Level), 14144 (Money Stock, Commercial Banks Plus Currency Held By Public, Seasonally Adjusted)⁶⁷

Bedürfnis nach Liquidität ist das nach einer *realen* Geldmenge. Die reale Geldmenge ist bis Mitte 1931 aber gestiegen. Von einer Geldmengenkontraktion kann, wenn man den Begriff ökonomisch sinnvoll verwenden will, nach Ansicht der Keynesianer keine Rede sein.⁶⁸

Nun ist es aber so, daß sich hinter einer mehr oder weniger konstanten bzw. leicht steigenden realen Geldmenge sehr verschiedene Szenarien verstecken können. Die reale Geldmenge ist beispielsweise konstant, wenn sowohl die nominale Geldmenge als auch das Preisniveau stabil sind. Sie ist es genauso, wenn sich

⁶⁷ Da die Änderungsrate der realen Geldmenge gegenüber dem Vormonat sehr stark schwankt (Einzelpunkte), wurden diese Schwankungen in der dargestellten Linie mit Hilfe des gleitenden Durchschnitts geglättet. Er gibt den Mittelwert der jeweils letzten drei Monate an.

⁶⁸ Temin, *Monetary Forces*, S. 142.

Preisniveau und Geldmenge in einem gleichschnellen rasenden Sturzflug befinden. Das keynesianische Konzept der realen Geldmenge ist für diesen Unterschied blind. Doch es drängt sich der Verdacht auf, daß der zweite Fall – der der Lage in der amerikanischen Depression entspricht – hinsichtlich etwaiger Folgen für Produktion und Beschäftigung nicht ganz so neutral ist, wie es die keynesianische Argumentation mit ihrer Orientierung an der realen Geldmenge unterstellt.

3.6 Nichtkeynesianische Transmissionskanäle von Deflation zu Depression

In einem der vorangegangenen Abschnitte wurde bereits angesprochen, daß sich eine Knappheitssituation auf dem Geldmarkt – also eine Nachfrage nach Geld, die das Angebot übersteigt – darin bemerkbar machen muß und darüber ausgeglichen wird, daß der Preis für Geld steigt.⁶⁹ Unter diesem Preis wurde der Zinssatz verstanden, und die niedrigen Nominalzinsen als Indiz dafür gewertet, daß eine Knappheit an Geld nicht zu bestehen schien – so die keynesianische Interpretation der Marktlage. Jetzt ist es an der Zeit, diese Definition des Preises für Geld zu erweitern.

Der Zinssatz benennt die Kosten der Geldhaltung – ihren Preis – gegenüber der Alternative einer festverzinslichen Anlage. Die Zinsen sind der Preis für Geld in Relation zu Wertpapieren. Das keynesianische Theoriegebäude stützt sich auf diese Definition des Geldpreises. Nach monetaristischer Auffassung ist es jedoch falsch, von *dem* Preis für Geld schlechthin zu sprechen. Sie ziehen es vor, den Preis des Geldes – also seinen Wert – in der Kaufkraft zu bemessen, über die das Geld verfügt. Steigt das Güterpreisniveau, dann sinkt die Kaufkraft des Geldes: es verliert an Wert, sein Preis *gegenüber Gütern* nimmt ab. In einer Deflation dagegen wird Geld gegenüber Gütern immer wertvoller, sein Preis steigt. Monetaristen halten es für falsch, nur von einem einzigen Preis für Geld zu sprechen. Statt dessen, so betonen sie, gibt es eine ganze Reihe relativer Preise, die bestimmen, wie erstrebenswert Geld als Bestandteil der Vermögenshaltung ist. Der Preis gegenüber Wertpapieren, den die Keynesianer zum alleinigen Maßstab erheben, ist einer davon. Der Preis gegenüber Gütern ist ein anderer.⁷⁰

Hinter der Deflation der 1930er Jahre verbirgt sich nach dieser Logik die Schrumpfung der Geldmenge. Das fallende Güterpreisniveau bedeutete, daß umgekehrt der Preis von Geld relativ zu Gütern stieg. Das beweist, daß es eine

⁶⁹ S. o. S. 28.

⁷⁰ Allan H. Meltzer: Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective, in: Journal of Economic Perspectives 9 (1995), S. 49–72, hier S. 51/52.

Knappheit von Geld gegeben hat – nur daß sie sich in der Änderung eines anderen relativen Preises niedergeschlagen hatte als dem gegenüber Wertpapieren. Die Keynesianer konnten dieses Knappheitssymptom nicht sehen. Sie blickten einfach auf den falschen Preis.⁷¹

Solche Überlegungen können dazu führen, daß das Argument der konstanten realen Geldmenge irrelevant wird. Dessen Kern ist es ja gerade, daß von einer Knappheit an Geld keine Rede sein kann. Da das Bedürfnis nach Liquidität an reale Größen gekoppelt ist und die reale Geldmenge sich nicht verringerte, ging vom Rückgang der nominalen Geldmenge kein Problem aus. Die monetaristische Theorie weist nun darauf hin, daß es auch andere Wege gibt, auf denen sich eine Kontraktion der Geldmenge negativ bemerkbar machen kann. In der US-Depression schlug sich der Geldmengenrückgang in einer astronomischen Deflationsrate nieder. Um den Wirkungsstrang zu komplettieren, muß nun noch geklärt werden, auf welche Weise die galoppierende Deflation die Produktion geschädigt und die Arbeitslosigkeit in die Höhe getrieben hat.

Auf welchem Wege das vor sich geht, hängt davon ab, ob die Deflation erwartet war oder nicht. Erwartete Deflation treibt den Realzinssatz und damit die Kapitalkosten nach oben und reduziert den Anreiz zu Investitionen, so daß die Güternachfrage (nach Investitionsgütern) zurückgeht; dieser Mechanismus war oben bereits Thema.⁷² Dort wurde auch festgestellt, daß auf der Grundlage des derzeitigen Forschungsstandes nicht zu klären ist, in welchem Umfang die Deflation

⁷¹ Schwartz, *Understanding*, S. 12–16. – Die Monetaristen dehnen diese Erklärung auf die gesamte Periode der Deflation aus (ebd.). Es ist jedoch oben schon darauf hingewiesen worden, daß ein solcher Ansatz für die ersten drei Quartale von 1930 wenig plausibel ist, da in dieser Zeit auch die nominale Geldmenge nicht fiel (s. o. S. 35). Von sinkenden Preisen auf eine Geldknappheit zurückzuschließen, auch wenn die nominale Geldmenge keinen Anlaß zu einer solchen Interpretation bietet, ist nur dann gerechtfertigt, wenn ein panikartig steigendes Bedürfnis nach Liquidität sich breitmacht – oder wohl eher eine panikartig zunehmende Aversion gegen jede Form der illiquiden Bindung von Vermögen, gegen jede Form von Blockierung der Fluchtmöglichkeit. Ein solches Verhalten ist typisch für eine Bankenkrise. Die Indikatoren, die auf eine Liquiditätspanik hindeuten können, zeigen vor Herbst 1930 keine bedrohlichen Tendenzen. (Es gibt keine Entwicklung zu vermehrter Bargeldhaltung; Friedman/Schwartz, *Monetary History*, S. 333 Abb. 31). Wenn man jedoch von monetaristischer Seite argumentiert, die Flucht in die Liquidität sei eine Bewegung aus den Sachwerten und hinein ins Geld, dann ist das nichts anderes als ein autonomer Rückgang der Nachfrage, wie in die Keynesianer seit jeher behaupten – nur ausgedrückt in der Sprache der monetaristischen Theorie. Wenn man das Argument der Geldknappheit auf die Zeit vor der ersten Bankenkrise im Herbst 1930 ausdehnt, wird der monetaristische Erklärungsansatz überstrapaziert.

⁷² S. o. S. 32.

erwartet war.⁷³ Doch auch unerwartete Deflation schädigt die Wirtschaftstätigkeit, nur auf anderen Wegen. Derer gibt es gleich zwei: den Anstieg der Reallöhne und die Schuldendeflation (*debt deflation*). Die zerstörerischen Folgen der Deflation entstehen in beiden Fällen dadurch, daß nicht alle Preise *im gleichen Umfang* von der Deflation betroffen sind.

Dabei spielen besonders die Löhne eine Rolle. Sie werden nicht beständig neu verhandelt, sondern sind für einen mehr oder weniger langen Zeitraum vertraglich fixiert. Je nach der Verteilung der betrieblichen Machtverhältnisse muß ein Unternehmer auch mit mehr oder weniger starkem Widerstand gegen eine Lohnsenkung rechnen – jedenfalls dann, wenn noch keine Klarheit darüber besteht, daß der Rückgang der Absatzpreise nicht auf die individuellen Schwierigkeiten des Unternehmens oder des Sektors zurückzuführen ist, sondern das Preisniveau insgesamt fällt und deshalb auch die Lebenshaltungskosten zurückgehen.

Wenn die Deflation nicht erwartet war, ist sie in den bestehenden Lohnkontrakten nicht berücksichtigt. Wenn nicht damit gerechnet wird, daß sie sich fortsetzt, wird der Widerstand gegen Lohnsenkungen entsprechend groß ausfallen. In beiden Fällen sinken die Preise für das Produkt, die Löhne tun es nicht (oder zu wenig). Da die Löhne nominell unverändert sind, das Preisniveau aber gefallen ist, ist der Lohnsatz *real* gestiegen. Der Produktionsfaktor Arbeit ist in Relation zu den Outputpreisen teurer geworden. Der Anstieg der Produktionskosten macht die Herstellung von Gütern weniger lohnend, und die Produktion geht zurück. Kurz: Unerwartete Deflation führt zu einem Rückgang des Outputs (und einem Anstieg der Arbeitslosigkeit) auf dem Weg über eine Steigerung der Reallöhne.⁷⁴

Der zweite Kanal, der die Deflation mit der Depression verbindet, ist schon in den 1930er Jahren von dem Ökonomen Irving Fisher angesprochen worden. Fishers *debt deflation* ist bis heute ein wenig verändertes Konzept. Im Zentrum

⁷³ S. o. S. 33, auch Anm. 56.

⁷⁴ In monetaristischer Theorie wird die Wirkung von Deflation etwas allgemeiner gefaßt. Ein fallendes Preisniveau sorgt dafür, daß *bestehende Güter* in Relation zu den Kosten der Produktion neuer Güter billiger werden. Die Produktion neuer Güter ist dadurch weniger attraktiv und geht demzufolge zurück (Meltzer, *Transmission Processes*, S. 57). Die Sprache unterscheidet sich, aber dieser Transmissionsprozeß ist inhaltlich fast identisch mit dem oben beschriebenen Anstieg des Reallohns. Denn das monetaristische Modell geht davon aus, daß die Kosten der Produktionsfaktoren von dem allgemeinen Niedergang der Preise noch nicht erfaßt sind – sonst würden die relativen Kosten der Produktion neuer Güter nicht zunehmen. Die Formulierung des Zusammenhangs ist allerdings insofern allgemeiner gehalten, als der Grund für den Anstieg der Produktionskosten nicht benannt wird und dieser Anstieg deshalb nicht auf den Produktionsfaktor Arbeit beschränkt ist, sondern auch eine eventuelle Erhöhung der Kapitalkosten einbezieht.

steht hier die Veränderung der relativen Preise von Output und Sachkapital (Gütern) gegenüber Finanzkapital. Deflation reduziert aus der Perspektive eines Unternehmens einerseits den Wert der Güter, die es produziert, und vermindert den Wert von Anlagen, Maschinen, Immobilien etc., die das Sachkapital der Firma ausmachen (auch sie sind Güter, und deren Preise fallen). Andererseits sind die Kredite, mit denen das Unternehmen arbeitet, nominell fixiert. Der Wert, den das Unternehmen per Saldo hat, nimmt durch die Deflation ab: Güter und Kapital werden immer wertloser, die Produktion bringt weniger ein, aber die Verschuldung bleibt, wie sie ist.⁷⁵

Das hat zwei Konsequenzen. Erstens können höher verschuldete Betriebe mit den sinkenden Erlösen aus der Produktion irgendwann ihren Schuldendienst nicht mehr decken; sie werden insolvent und müssen schließen. Zweitens sind auch die Betriebe, die durch den geringeren Stand ihrer Schulden noch nicht unmittelbar in ihrer Existenz gefährdet sind, davon betroffen, daß der Gesamtwert einer verschuldeten Firma durch die Deflation abnimmt. Ein Unternehmen kommt jedoch um so schwerer an Kredite, je geringer sein Gesamtwert ist, d. h. je größer die bestehende Verschuldung in Relation zum Wert von Kapital und Produktion der Firma ist. Denn dadurch steigt das Konkursrisiko; und mit dem Konkurs steigt das Kreditrisiko für die potentiellen Darlehensgeber. Die wiederum lassen sich ein solches Risiko bezahlen und verlangen von einem solchen Betrieb höhere Zinsen. Für die Firma bedeutet das höhere Kreditkosten und deshalb einen geringeren Anreiz zu investieren.⁷⁶ Das Resultat: Eine Deflation führt über den *debt deflation*-Effekt zu Konkursen und verringerten Investitionen, also zu einem Rückgang der Produktion und einem Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Es wurde schon gesagt: Die beiden gerade beschriebenen Transmissionskanäle zwischen Deflation und Depression – Reallohnanstieg und Schuldendeflation – beruhen darauf, daß die Deflation unerwartet hereinbricht. Und über die Deflationserwartungen im Verlauf der US-Depression besteht nicht auch nur im Ansatz ein Konsens. Es ist daher wenig verwunderlich, daß auch über die Bedeutung von

⁷⁵ Irving Fisher: The Debt-Inflation Theory of Great Depressions, in: *Econometrica* I (1933), S. 337–357, hier S. 342. Das ist allerdings nur dann der Fall, wenn die Deflation nicht vorhergesehen war – sonst hätte der Deflationseffekt berücksichtigt werden können, als die Kredite aufgenommen wurden.

⁷⁶ ebd.; Ben S. Bernanke/Mark Gertler: Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, in: *Journal of Economic Perspectives* 9 (1995), S. 27–48, hier S. 35. Schuldendeflation entfaltet ihre Wirkung über einen Bilanzeneffekt. Er funktioniert im Prinzip genauso wie die zuvor beschriebene Wirkung fallender Aktienkurse auf die Bilanz eines Haushalts (s. o. S. 23).

Reallohnanstieg und Schuldendeflation keine Einigkeit herrscht.⁷⁷ Doch die Frage ist hier gar nicht entscheidend. Klar ist, daß die Deflation die Wirtschaftstätigkeit zum Erliegen gebracht hat: In dem Maße, in dem sie unerwartet war, entfaltete sich ihre Wirkung über die beiden genannten Kanäle; war sie aber erwartet, dann machte sie sich über den Anstieg des realen Zinssatzes bemerkbar.

Damit ist zwischen der Deflation auf der einen Seite und der Dauer und Schwere der US-Depression auf der anderen ein starker Zusammenhang hergestellt. Ihrerseits hing die Deflation ab Ende 1930 mit dem dramatischen Rückgang der Geldmenge zusammen. Dieser Rückgang hat also einen entscheidenden Einfluß auf die Depression ausgeübt, ungeachtet der Tatsache, daß die reale Geldmenge zunächst nicht betroffen war. Allerdings ist das nicht das Ende der Geschichte. Denn der

⁷⁷ Schwartz schreibt den Reallohnen keine herausgehobene Bedeutung zu, untermauert diese Position jedoch nicht durch Daten (Schwartz, Understanding, S. 25). Eine Studie von Bordo, Erceg und Evans bestätigt die Bedeutung der Reallohne beim Übergang von Deflation zu Depression (Michael D. Bordo/Christopher J. Erceg/Charles L. Evans: Money, Sticky Wages, and the Great Depression (NBER Working Paper 6071), Cambridge (Mass.) 1997, S. 40/41). Diese Position wird durch eine Untersuchung O'Briens gestützt, der die Ursachen für die Starrheit der US-Löhne herausarbeitet (Anthony O'Brien: A Behavioral Explanation for Nominal Wage Rigidity during the Great Depression, in: Quarterly Journal of Economics 104 (1989), S. 719–35). Andererseits werden Einwände gegen die Verlässlichkeit der Lohnsatzdaten gemacht und die gestiegenen Reallohne auf ebendiese Mängel in den Daten zurückgeführt (Robert A. Margo: Employment and Unemployment in the 1930s, in: Journal of Economic Perspectives 7 (1993), S. 41–59, hier S. 44). Untersuchungen in internationalem Rahmen bestätigen die negative Korrelation von Output und Reallohn (Barry J. Eichengreen/Jeffrey Sachs: Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930ies, in: Journal of Economic History 45 (1985), S. 925–946, hier S. 938; Ben S. Bernanke: The Macroeconomics of the Great Depression: a Comparative Approach, Cambridge (Mass.) 1994 (NBER Working Paper 4814), hier S. 29/30), aber Bernanke und James kommen zu dem Ergebnis, daß die Reallohne bei der Verwandlung der Deflation in einen Rückgang der Produktion auch mit Blick auf die USA nicht eindeutig verantwortlich gemacht werden können (Ben S. Bernanke/Harold James: The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: an International Comparison, in: Financial Markets and Financial Crises, hg. v. R. Glen Hubbard, Chicago 1991, S. 33–68, hier S. 46–48). Eine spätere Studie von Bernanke und Carey sieht in den Reallohnen jedoch einen wichtigen Faktor (Ben S. Bernanke/Kevin Carey: Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression, Cambridge (Mass.) 1996 (NBER Working Paper 5439), hier S. 27). Insgesamt fällt die Beweislage zugunsten des Reallohn-Mechanismus aus. – Der *debt deflation*-Effekt wird in der Forschung etwas stiefmütterlich behandelt (außerhalb des Bankensystems; die Auswirkungen der Schuldendeflation auf das Bankensystem sind dagegen durchaus ein Thema, s. u. S. 52). Mir sind keine Studien bekannt, die diesen Effekt für die Zeit der Großen Depression zu quantifizieren versuchen. Bernanke und James verweisen in ihrer Ländervergleichsstudie auf „data problems“ (Bernanke/James, Gold Standard, S. 34/35).

Rückgang der Geldmenge ist nicht unmittelbar auf eine Verringerung des von der Zentralbank in Umlauf gebrachten Geldes zurückzuführen. Im Gegenteil, die Zentralbankgeldmenge hat sich sogar noch erhöht. Ein neuer Faktor kommt ins Spiel. Und er setzt an der Erkenntnis an, daß es mehr als eine Geldmenge gibt.

3.7 Der Geldmultiplikator und die Bankenkrise

Geld ist das anerkannte Zahlungsmittel in einer Volkswirtschaft, das allgemeinverbindliche Tauschmittel bei der Abwicklung von Transaktionen. Im Unterschied zu anderen Formen der Wertaufbewahrung – Aktien, Grundbesitz – muß es nicht erst umgewandelt werden, bevor es für Zahlungen zur Verfügung steht. Deshalb bezeichnet man Geld als die liquideste Form der Vermögenshaltung. In diesem Sinne sind die Noten und Münzen, die die Zentralbank ausgegeben hat, Geld – aber es gibt noch andere Formen des Geldes. Praktisch genau so liquide sind Einlagen auf Girokonten: Ein Großteil aller Transaktionen wird durch Überweisungen von Konto zu Konto oder durch Ausstellen und Einlösen von Schecks abgewickelt, ohne daß zu irgendeinem Zeitpunkt die Noten der Zentralbank verwendet werden. Das Geld auf den Konten gibt es nicht im physischen Sinne, es ist Buchgeld. Und Buchgeld wird nicht durch die Zentralbank geschaffen, sondern durch die normalen Geschäftsbanken und ihre Kunden. Das Zentralbankgeld – Scheine und Münzen, die sogenannte Geldbasis – vermehrt sich.

Der Prozeß dieser wundersamen Geldvermehrung ist in Wahrheit sehr profan. Angenommen, die Zentralbank hat einen bestimmten Geldbetrag – Bargeld – in Umlauf gebracht, der sich im Besitz verschiedener Haushalte befindet. Diese Haushalte behalten davon einen Teil für sich und zahlen den Rest auf Girokonten ein. Die Banken, die dieses Bargeld bekommen, bewahren ihrerseits einen gewissen Anteil dafür auf, daß die Einzahler Abhebungen vornehmen. Das ist ihre Reservehaltung für den Geschäftsbetrieb. Das Übrige bringen sie wieder neu in Umlauf, indem sie es gewinnbringend verleihen. Damit entsteht neues Geld: Den weiterverliehenen Teil der Einzahlungen gibt es jetzt doppelt, als Buchgeld auf den Girokonten der Erstbesitzer und als ausgezahlten Kredit. Die Münzen und Noten sind wieder neu in Umlauf – als zusätzliches Geld.⁷⁸

⁷⁸ Zu Verwirrung führt manchmal, daß der Begriff „Geld“ umgangssprachlich auch für Vermögen verwendet wird. Geld und Vermögen sind jedoch zweierlei. Durch den Prozeß der Geldvermehrung ist kein neues Vermögen entstanden. Die Banken bringen das Geld als Kredite in Umlauf. So mancher ist jetzt zu Geld gekommen, der es vorher nicht hatte – aber auf Pump. Reicher ist dadurch niemand geworden. Aber liquider, mit größerem finanziellem Spielraum, ist man schon.

Der Prozeß der Geldschöpfung – so wird dieser Vorgang bezeichnet – läßt sich fortsetzen. Die vergebenen Kredite werden von denjenigen, die sie in Anspruch genommen haben, wieder nur zum Teil als Bargeld gehalten, die übrige Summe bei den Banken eingezahlt. Die halten wie zuvor etwas davon als Reserve zurück und bringen den Restbetrag erneut in Umlauf, woran sich dann die nächste Runde der Geldvermehrung anschließt. Das wiederholt sich immer wieder. Am Ende ist eine Geldmenge aus Bargeld und Einlagen auf Girokonten entstanden, die um ein Vielfaches größer als der reine Bargeldbestand ist. Die gesamte Geldmenge aus Bar- und Giralgeld bezeichnet man kurz als M_1 ; das von der Notenbank zur Verfügung gestellte Bargeld heißt, weil es dem Zyklus aus Einzahlungen und Kreditvergabe zugrunde liegt, Geldbasis. Der Faktor, um den die Geldmenge M_1 größer ist als die Geldbasis, wird Geldmultiplikator genannt. Es ist dieser Geldmultiplikator, der im folgenden eine Schlüsselrolle spielt.

Um wieviel genau die breit bemessene Geldmenge (M_1) die Geldbasis übersteigt, hängt von zwei Faktoren ab: erstens davon, welchen Teil ihres Geldbestandes die privaten Akteure in bar, welchen in Giroeinlagen halten wollen. Je mehr Geld sie in bar bei sich zurückhalten, je mehr das Verhältnis von Bar- und Giralgeld (die sogenannte Barzahlungsquote oder *currency-deposit ratio*) sich dem Bargeld zuneigt, desto weniger Geld wird wieder ins Bankensystem eingespeist und „recycled“; desto niedriger also fällt der Multiplikator aus. Und zweitens ist die Recyclingquote um so niedriger, je mehr die Banken als Reserven zurücklegen und so dem Kreislauf entziehen. Eine hohe Neigung zur Reservehaltung senkt den Multiplikator also ebenfalls.

Im Normalfall wird die Geldmenge aber nicht in erster Linie vom Multiplikator, sondern von der Geldbasis beeinflusst: Der Multiplikator hängt von den Geschäftsgewohnheiten der Banken und ihrer Kunden ab und ist deshalb im Regelfall einigermaßen stabil. Geldpolitisches Handeln setzt an der Geldbasis an. Das ist die Geldmenge, über die die Zentralbank die direkte Kontrolle ausübt (mit Hilfe der Druckerpresse). Eine Veränderung der Geldbasis wird durch den Multiplikator verstärkt. Schon eine geringe Variation der Geldbasis führt zu einer starken Schwankung der breiten Geldmenge. Wegen dieser Hebelwirkung bezeichnet man die Geldbasis auch als *high-powered money*. Die Bewegungen der genannten Komponenten – Geldbasis, breite Geldmenge, Multiplikator – verliefen in der US-Depression jedoch sehr ungewöhnlich. Die Geldbasis erhöhte sich, aber die breite Geldmenge brach ab Herbst 1930 ein. Der Grund ist eine dramatische Verringerung des Multiplikators (Abb. 7, Abb. 8).⁷⁹

⁷⁹ Hier ist nicht die Geldmenge M_1 zu sehen, sondern eine noch breitere Geldmengendefinition namens M_2 zugrunde gelegt. Sie umfaßt zusätzlich zu Zentralbankgeld und Einlagen

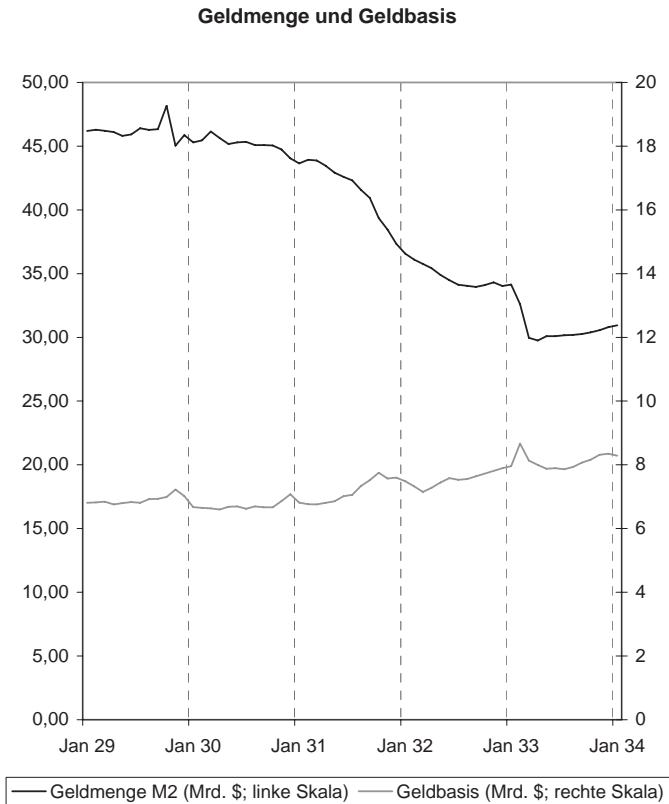


Abb. 7 – Daten: NBER Macrohistory Database, Serie 14144 (Money Stock, Commercial Banks Plus Currency Held By Public, Seasonally Adjusted); Geldbasis berechnet aus Serie 14135b (Total Currency Outside the Treasury and Federal Reserve Banks), 14070 (Total Deposits, Federal Reserve Banks).

Hinter der Veränderung des Multiplikators verbirgt sich die massive Krise des US-Bankensystems: Denn in den Jahren 1930 bis 1933 mußte die unglaubliche Zahl von 9096 Banken ihre Türen schließen.⁸⁰ Der Multiplikatoreffekt, die Vermehrung des Basisgeldes, ist das Ergebnis der Kreditvergabe durch die Banken. Wird das Bankensystem beschädigt oder zerstört, trägt es zur Vervielfachung des Basisgeldbestandes weniger oder nichts mehr bei. Diese Wirkung ist allerdings

auf Girokonten – also M_1 – auch noch Termineinlagen (s. o. S. 36 Anm. 63). Diese Geldmenge wird im folgenden verwendet.

⁸⁰ Elmus R. Wicker: *The Banking Panics of the Great Depression*, Cambridge/New York/Melbourne 1996 (Studies in Monetary and Financial History), S. 1.

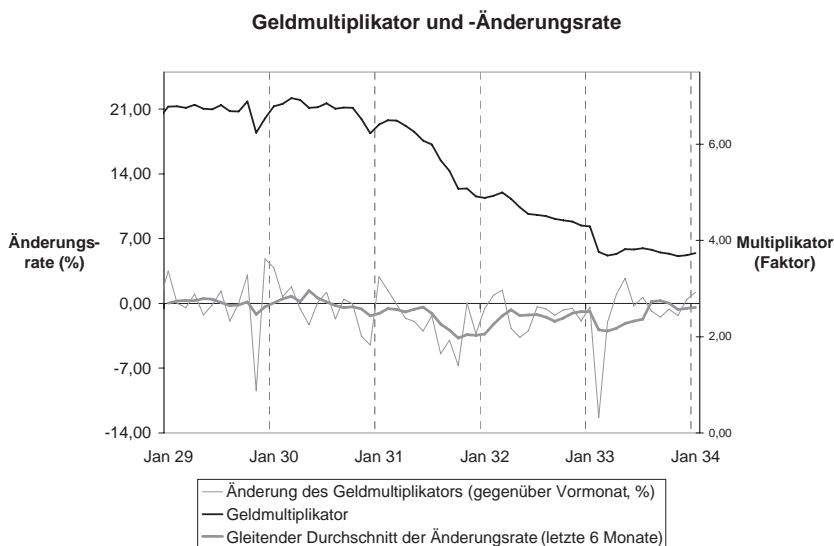


Abb. 8 – Daten: berechnet aus NBER Macrohistory Database, Serie 14144 (Money Stock, Commercial Banks Plus Currency Held By Public, Seasonally Adjusted), 14135b (Total Currency Outside the Treasury and Federal Reserve Banks), 14070 (Total Deposits, Federal Reserve Banks).

keine Frage der reduzierten Anzahl der Banken: Wie groß der Umfang der vergebenen Kredite ausfällt, ist zunächst einmal nicht davon abhängig, auf wie viele Banken sich die Kreditvergabe verteilt. Die verheerenden Folgen einer Bankenkrise für Geldschöpfung und Kreditvergabe erwachsen aus der Verhaltensänderung in der Bevölkerung und bei den *überlebenden* Banken.

Der eigentliche Wesenszug des Bankensystems ist die Vermittlung, die Weitervergabe der deponierten Gelder. Es liegt in der Natur dieser Tätigkeit, daß das Geld der Kontoinhaber bis auf einen kleinen Anteil, der als Reserve in den Tresoren der Banken lagert, nicht auf Abruf verfügbar ist – und das, obwohl die Kunden das Recht auf einen sofortigen Abruf haben. Die Kredite der Banken sind mit einer gewissen Laufzeit vergeben und nicht auf der Stelle zurückholbar. Banken verdienen mit der Umwandlung liquider Einlagen in weniger liquide Kredite ihr Geld. Das bedeutet aber auch: Wollen die Kunden einer Bank ihr Geld zurückhaben – gleichzeitig, nicht mit der üblichen statistischen Streuung, für die die Reservehaltung ausreicht –, dann ist es nicht da.

Wenn die Information die Runde macht, eine bestimmte Bank habe wirtschaftliche Probleme und müsse möglicherweise schließen, ist es für einen Kunden dieser Bank höchste Zeit, sich um die Auflösung seines Kontos zu bemühen, solange

deren geringe Reserven noch nicht aufgebraucht sind. Denn ist die Konkursgefahr erst einmal publik, ist der Konkurs auch sicher. Keine Bank kann es überleben, wenn der Großteil ihrer Kunden auf einen Schlag seine Konten liquidiert. Weil aber die Kunden genau das wissen, reagieren sie schnell, und ein Run auf die Bank beginnt.⁸¹ Unsicherheit über das Verhalten der anderen Bankkunden trägt dazu genauso bei wie Zweifel an der Vertrauenswürdigkeit der Bank. Die zuvor kolportierte Gefährdung der Bank kann, aber muß nicht den Tatsachen entsprechen haben. Wenn der Zusammenbruch von Banken ein reales Risiko darstellt – ob nun durch die wirtschaftliche Schwäche der Banken oder durch die erhöhte Wahrscheinlichkeit eines Ansturms nervöser Anleger –, dann ist es sinnvoll, das eigene Geld diesem Risiko nicht mehr auszusetzen. Die Bargeldhaltung nimmt zu, die Giroeinlagen schrumpfen. Mit anderen Worten: Eine Verhaltensänderung der Bankkunden in der Bankenkrise führt zu einer erhöhten Barzahlungsquote und einem niedrigeren Multiplikator. Und genau das geschah in der amerikanischen Depression, als es zu der ersten spektakulären Welle von Bankzusammenbrüchen kam. Ab November 1930 stieg die Barzahlungsquote rasch an, und die Geldmenge ging zurück.⁸²

⁸¹ Das Motiv der Kontoinhaber bei einem solchen Run ist die Rettung ihrer Einlagen. Es käme nicht zu dem Ansturm, wenn die Bankkunden sicher sein könnten, daß ihr Geld nicht in Gefahr ist. Eine Einlagensicherung, die die Auszahlung der Guthaben staatlich garantiert, hat es in den USA zu dieser Zeit nicht gegeben. Für diese Aufgabe wurde die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) geschaffen. Sie nahm ihre Arbeit erst 1934 auf (Friedman/Schwartz, *Monetary History*, S. 434/35).

⁸² Friedman/Schwartz, *Monetary History*, S. 333 Abb. 31; zur ersten Bankenkrise S. 308–13. Temin bestreitet, daß die erste Bankenkrise diesen Namen überhaupt verdient, da der Löwenanteil der betroffenen Einlagen beim Kollaps einer einzigen Bank vernichtet wurde, der Bank of the United States (eine trotz ihres Namens rein private Geschäftsbank). Weder die Zahl der schließenden Banken noch der Umfang der verlorenen Einlagen sei, gemessen an den Maßstäben dieser Zeit, besonders hoch gewesen, wenn man den Zusammenbruch der Bank of the United States einmal ausklammert. Von einer nationalen Panik könne keine Rede sein (Temin, *Lessons*, S. 50/51). Seine Interpretation wird durch verschiedene Untersuchungen der Bankenkrise von 1930 gestützt. White stellt fest, daß sich die Schwierigkeiten von 1930 in ihrem Charakter nicht von den Problemen des US-Bankensystems unterschieden, die schon in den vorangegangenen Jahren immer wieder für Bankzusammenbrüche gesorgt hatten (Eugene White: *A Reinterpretation of the Banking Crisis of 1930*, in: *Journal of Economic History* 44 (1984), S. 119–138, hier S. 133–37). Andere Studien führen zu dem Ergebnis, daß es 1930 zwar zu regionalen Bankproblemen und Runs gekommen ist, sich diese aber nicht zu einer *nationalen* Bankenkrise und -panik ausgeweitet haben (Charles W. Calomiris/Joseph R. Mason: *Causes of U.S. Bank Distress During the Depression*, Cambridge (Mass.) 2000 (NBER Working Paper 7919), S. 32/33; Elmus R. Wicker: *Interest Rate and Expenditure Effects of the Banking Panic of 1930*,

Auf seiten der überlebenden Banken kam es ebenfalls zu Konsequenzen. Es überstanden nur die Banken die Krise, die ihre bankentypische Rolle im Prozeß der Kreditvermittlung aufgaben und treffender als Geldverwahungsinstitute zu bezeichnen wären. Mit anderen Worten: Die Reservehaltung der Banken schoß zwischen 1930 und 1933 in die Höhe, und auch das trug zum fallenden Multiplikator bei.⁸³ Damit spielt die Bankenkrise eine Schlüsselrolle für den Rückgang der Geldmenge.⁸⁴ Der Rückgang der Geldmenge war der Motor der Deflation. Die Deflation wiederum ist verantwortlich für die Dauer und die Schwere der Depression.

Die Bankenkrise wirkte also über einen monetären Kanal auf den Output. Sie konnte jedoch auch über einen nichtmonetären Mechanismus direkt auf die Produktion einwirken. Bernanke hat darauf hingewiesen, daß Banken das Risiko bei

in: *Explorations in Economic History* 19 (1982), S. 435–45, hier S. 445; Wicker, *Banking Panics*, S. 58). Unterhalb der Schwelle einer Panik – also eines Runs, der nicht durch die wirtschaftliche Lage der betroffenen Banken gerechtfertigt ist – kann ein psychologischer Effekt von diesen Studien jedoch nicht erfaßt werden. Zudem sind in den Resultaten auf regionaler und lokaler Ebene Anzeichen zu erkennen, die auf Panikeinflüsse hindeuten (Calomiris/Mason, *Causes*, S. 32/33). Der Rückgang der *currency-deposit ratio* setzt mit der ersten Bankenkrise ein. Er ist ein unzweideutiger Hinweis auf eine Verhaltensänderung im amerikanischen Geschäftsgebaren und ein starkes Indiz für solch einen psychologischen Effekt, der die Kunden der Banken von nun an eine größere Vorsicht an den Tag legen ließ (zu anderen Einflüssen auf die *currency-deposit ratio* s. u. Anm. 84).

⁸³ Friedman/Schwartz, *Monetary History*, S. 333 Abb. 31; Galbraith, *Money*, S. 195.

⁸⁴ Es soll hier nicht verschwiegen werden, daß auch der Zinssatz und das Einkommen eine Rolle beim Rückgang des Multiplikators gespielt haben könnten; zumindest eine Studie deutet darauf hin, daß diese beiden Faktoren die Barzahlungsquote (die *currency-deposit ratio*) beeinflußt haben. Zinssätze haben im allgemeinen keinen Einfluß darauf, wieviel Geld in bar und wieviel auf (unverzinsten) Girokonten gehalten wird. Die Autoren der Studie vermuten, daß der Zinseffekt zustande kommt, weil bis 1933 Banken auch auf mittlere und große Giroeinlagen Zinsen zahlten (Boughton/Wicker, *Currency-Deposit Ratio*, S. 416). Daß sie die Zahl der kollabierten Banken als Maß für die Stärke der Bankenkrise verwenden, ist ein plausibler Ansatz, aber die psychologische Auswirkung der Zusammenbrüche auf die Barzahlungsquote kann ihnen bei dieser Methode trotzdem entgehen. Das ist Boughton und Wicker auch bewußt (ebd., S. 409, S. 412/13). Hinzu kommt, daß die Schockwirkung speziell der ersten Bankenkrise nicht so sehr von der Zahl der betroffenen Banken als vielmehr von der Bedeutung, sprich Größe, einiger dieser Banken abhing. Sie kann nur erfaßt werden, wenn die Höhe der vernichteten Einlagen berücksichtigt wird; in anderen Fällen mag die Zahl der Banken ein besseres Maß sein. Die Beschränkung der Analyse auf nur eine dieser beiden Variablen – egal welche – macht das Verfahren für den Effekt der Bankenkrise teilweise blind. Diese Sachlage schwächt die Aussagekraft des Ergebnisses. Solange die Untersuchung von Boughton und Wicker nicht durch andere Studien bestätigt wird, ist ihr Resultat in seiner Bedeutung schwer zu bewerten.

der Vergabe eines Kredites einschätzen können, da sie ihren Kundenstamm und ihr Geschäftsumfeld genau kennen. Sie können die Kreditwürdigkeit im Einzelfall durch ihre Erfahrung beurteilen. Mit dem Kollaps einer Bank geht diese Erfahrung verloren. Die Kreditvergabe wird nun von Banken ohne Spezialkenntnisse übernommen. Da sie die Risiken nicht so gut beurteilen können, werden sie sich bei der Kreditgewährung zurückhaltender verhalten. In einem Geschäftsumfeld wie dem der US-Depression heißt das, daß Kunden mit Kreditwünschen vorsichtshalber abgewiesen wurden – man spricht in diesem Zusammenhang von Kreditrationierung. Die Beschränkung der Kredite brachte Unternehmen in Schwierigkeiten: Sie konnten ihre Vorhaben nicht finanzieren und gingen möglicherweise sogar pleite, weil sie dringende Überbrückungskredite nicht bekamen. Auf diese Weise reduzierte die Bankenkrise die gesamtwirtschaftliche Produktion.⁸⁵

3.8 Die Ursachen der Bankenkrise

Es scheint, als ob für die Erklärung eines entscheidenden Aspektes der Depression „nur“ noch zu bestimmen ist, wo die Schuld für die Bankenkrise liegt. Monetaristische und keynesianische Positionen geraten an dieser entscheidenden Stelle wieder einmal aneinander. Die monetaristische Interpretation legt dabei wenig Wert auf den konkreten Anlaß der Bankenkrise. Einmal in Gang gekommen, hatte das schwindende Vertrauen in das Bankensystem weitere Runs zur Folge. Der Ansturm der Kunden und deren Verlangen, das Geld auf ihren Konten ausgezahlt zu bekommen, zwang die Banken, sich schleunigst Bargeld zu beschaffen. Die Fed expandierte die Bargeldmenge aber nicht im erforderlichen Umfang, so daß sich die Banken nur damit behelfen konnten, ihre verkäuflichen Vermögenswerte

⁸⁵ Ben S. Bernanke: Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, in: *American Economic Review* 73 (1983), S. 257–76, hier S. 263–72; auch Bernanke/Gertler, *Black Box*, S. 40–42. Dieser Effekt sollte vor allem Kleinunternehmen und Selbständige treffen, während Großunternehmen über den nötigen Bekanntheitsgrad und einen entsprechenden Ruf nicht nur bei ihrer Hausbank, sondern auch bei fremden Banken verfügen. Außerdem steht ihnen die Möglichkeit offen, sich über Wertpapieremissionen (Bonds) die benötigten Mittel auf dem Kapitalmarkt zu besorgen, wenn ihnen Bankkredite vorenthalten werden (Bernanke, *Nonmonetary Effects*, S. 265). – Der von Bernanke beschriebene Mechanismus ist umstritten. Es wird zwar prinzipiell nicht angezweifelt, daß es ihn gibt, aber seine quantitative Bedeutung in der Depression wird sowohl von Temin als Vertreter der keynesianischen Richtung als auch von Meltzer für die monetaristische Schule in Frage gestellt (Temin, *Lessons*, S. 52–54, S. 161–63; Meltzer, *Transmission Processes*, S. 66–68). Sowohl Bernanke als auch Temin und Meltzer untermauern ihre Positionen mit ökonometrischen Tests. Eine Diskussion und Bewertung der Tests führt m. E. zu keiner eindeutigen Entscheidung; sie würde hier aber zu weit führen.

auf dem Markt zu Geld zu machen. Anders als direkt vergebene Bankkredite sind Wertpapiere handelbar. Von einem Run bedrohte Banken trennten sich davon in Massen, mit dem Ergebnis, daß die Preise für diese Wertpapiere fielen. In den Tresoren der Banken, die bisher nicht in einer gefährdeten Position gewesen waren und deshalb ihre Wertpapiere noch besaßen, hatte diese Vermögenskomponente nun an Wert verloren. Einige von ihnen kamen in die Nähe der Insolvenz, was die Kunden beunruhigte und zu weiteren Wertpapierverkäufen zwang. Gerade in einer Phase der Panik und des besonderen Ansturms waren Bonds, deren Verkauf das so dringend benötigte Bargeld bringen mußte, besonders wenig wert, denn sie kamen in großen Mengen auf den Markt.⁸⁶

Wenn man dieser Interpretation folgt, dann reflektierten fallende Preise für Wertpapiere die Knappheit von Geld gegenüber anderen Vermögenswerten. Daß die Fed nicht in genügendem Umfang Basisgeld in Umlauf brachte, hat die Banken zum Verschleudern ihres Wertpapierbestandes gezwungen. Diese monetaristische Auffassung blieb natürlich nicht ohne Widerspruch. Die entsprechende keynesianische Gegeninterpretation geht davon aus, daß die fallenden Preise für Bonds zunächst nichts mit der Bankenkrise zu tun hatten, sondern den miserablen Zustand der produzierenden Wirtschaft widerspiegelten. Bonds sind nichts anderes als Schuldscheine. Am Ende ihrer Laufzeit muß das Unternehmen, das sie in Umlauf gebracht hat, die Schuld zurückzahlen. Wenn das Risiko steigt, daß das Unternehmen dazu eventuell nicht in der Lage ist, dann sinkt der Wert des Schuldscheins. Es ist deshalb möglich, daß sich in den fallenden Bondpreisen das gestiegene Konkursrisiko der Unternehmen ausdrückte. Die erhöhte Wahrscheinlichkeit von Konkursen war ihrerseits ein Produkt der extrem schwierigen Situation auf dem Gütermarkt. Zugleich waren potentielle Käufer von Bonds in Anbetracht der katastrophalen Wirtschaftslage risikoscheuer geworden, also weniger bereit als vor der Depression, ein *gegebenes* Risiko einzugehen. Sowohl ein gestiegenes Risiko als auch eine erhöhte Risikoscheu drückten auf die Bondpreise. Beide Faktoren gehen auf die Schwierigkeiten zurück, die auf den Gütermärkten bestanden, und nicht auf etwaige Geldmarktprobleme – wie das in einer keynesianischen Interpretation auch nicht anders zu erwarten ist. Die Bankprobleme, die durch die fallenden Preise für Bonds ausgelöst wurden, waren nichts anderes als die Fortsetzung der Gütermarktkrise im Bereich der Finanzen.⁸⁷

Diese Position wird auch von einer anderen Seite gestärkt. In der Forschung mehren sich die Hinweise, daß es Panik – im Sinne eines ungerechtfertigten Ansturms auf überlebensfähige Banken – nur in lokal begrenztem Rahmen gegeben

⁸⁶ Friedman/Schwartz, *Monetary History*, S. 355/56; Schwartz, *Understanding*, S. 37/38.

⁸⁷ Temin, *Monetary Forces*, S. 103–10.

hat.⁸⁸ Die Ausnahme von dieser Regel war die Panikwelle, die 1933 zur Schließung von Banken in allen Bundesstaaten der USA führte und in die Ausrufung eines „national bank holiday“ mündete, so daß für eine Woche nicht eine einzige Bank in den Vereinigten Staaten geöffnet hatte. Diese administrative Notbremse beendete einen akuten Ansturm auf die Banken, bei dem die gesunden von den gefährdeten Geldhäusern nicht mehr unterschieden wurden. Doch diese wirkliche Panik stand am Ende der Talfahrt. Auch davor hatte es solche Wellen des Anlegeransturms gegeben, wenn auch in kleinerem Maßstab. Sie hatten jedoch insofern einen anderen Charakter, als vorwiegend Banken getroffen wurden, deren wirtschaftliche Position tatsächlich gefährdet war.⁸⁹ Und mehr als 60% der von 1930 bis 1932 kollabierten Banken schlossen außerhalb dieser Phasen ihre Türen.⁹⁰ Es liegt daher nahe, die anhaltenden Schwierigkeiten der Banken mit den Schwierigkeiten ihrer Schuldner in Verbindung zu bringen: den Firmen, dem realen Sektor.

Dieses Ergebnis deutet darauf hin, daß die Bankenkrise mit der Gütermarktkrise eng verbunden war. Das heißt jedoch nicht, daß hinter der Gütermarktkrise eine Nachfrageschwäche steht, wie es die keynesianische Position unterstellt. Denn die Schwierigkeiten des realen Sektors sind nach 1930 eine Folge der Deflation. Damit wird die Argumentation zirkulär: Es steckt nicht nur die Bankenkrise hinter der Deflation, sondern die Deflation steckt auch hinter der Bankenkrise. Wenn ein fallendes Preisniveau zahlreiche Firmen in den Konkurs treibt, fällt das Eigentum der kollabierenden Unternehmen an ihre Gläubiger: die Banken. Die von den Banken vergebenen Kredite waren nominell fixiert, ihr Wert wurde also durch die Deflation nicht vermindert. An die Stelle nicht rückforderbarer Kredite ist nun jedoch die Konkursmasse der insolventen Unternehmen getreten – also Sachwerte –, und deren Wert *hat* sich vermindert. Auf der anderen Seite sind die Ansprüche der Kontoinhaber gegenüber den Banken so hoch wie zuvor. Die Schuldendeflation, von der zuvor im Zusammenhang mit verschuldeten Betrieben die Rede war, trifft nach deren Konkurs die Banken.⁹¹

Der Feedback-Effekt, der sich daraus ergibt – Deflation, Konkurse verschuldeter Unternehmen, Bankenkrise, Flucht der Bankkunden in vermehrte Bargeldhaltung, fallender Multiplikator, fallende Geldmenge, und damit wieder Deflation – bedeutet, daß andere Faktoren nur noch einen beschränkten Beitrag zu leisten haben, wenn dieser Kreislauf einmal in Gang ist (wie groß dieser externe, außerhalb des Kreislaufs liegende Antrieb sein muß, hängt von der Stärke des Feedbacks ab).

⁸⁸ Wicker, *Banking Panics*, S. 28–30, S. 102/3; Calomiris/Mason, *Causes*, S. 32/33.

⁸⁹ Calomiris/Mason, *Causes*, S. 32/33.

⁹⁰ Wicker, *Banking Panics*, S. 1.

⁹¹ Bernanke, *Nonmonetary Effects*, S. 260/61, S. 265/66.

Weder der Auslöser der Bankenkrise noch der Mechanismus selber ist dann noch besonders interessant. Für die Dauer der Depression ist unter diesen Umständen vor allem verantwortlich, daß der Kreislauf nicht gestoppt wurde.

Die Deflation war seit 1930 maßgeblich von der Verringerung der Geldmenge bestimmt – wenn auch nicht allein, denn das Preisniveau fiel bis Sommer 1931 immer noch mit einer schnelleren Rate als die Geldmenge.⁹² Wenn der Geldmengenzugang, der auf die Veränderung des Multiplikators zurückzuführen ist, durch eine entsprechend große Expansion der Geldbasis, des *high-powered money*, kompensiert worden wäre, hätte sich die Deflation jedoch stark verlangsamen oder zum Stillstand bringen lassen. Die Kontrolle der Geldmenge fällt der Zentralbank zu. Sie kann prinzipiell durch eine Senkung der Leitzinsen die Geschäftsbanken dazu motivieren, sich bei ihr mit Krediten zu versorgen, da diese Kredite durch die Zinssenkung billiger geworden sind. Solche Kredite speisen zusätzliches Geld in das Bankensystem ein und sorgen deshalb dafür, daß sich die Zirkulation von *high-powered money* erhöht. Wenn der Anreiz niedrigerer Zinsen nicht zu dem gewünschten Ergebnis führt oder, wie in der Depression, das Zinsniveau bereits sehr niedrig ist, kann sich die Zentralbank jedoch auch eines anderen Instruments bedienen, das es ermöglicht, die Basisgeldmenge auch ohne die aktive Beteiligung der Geschäftsbanken zu wachsen zu lassen: Dazu kauft sie auf dem Markt Wertpapiere auf; das Geld, mit dem sie diese Käufe bezahlt, kommt neu in Umlauf und erhöht somit die Geldbasis. Diese Operationen – sogenannte Offenmarktgeschäfte – wären in der Depression das Mittel der Wahl gewesen. Eine aggressive Offenmarktpolitik hätte das Fallen des Multiplikators ausgleichen und den Zyklus von Deflation, Konkursen und Bankenkrise durchbrechen können. Ein wesentliches Element der US-Depression ist daher nicht ein Ereignis oder eine Handlung, sondern eine Unterlassung solcher Maßnahmen.⁹³

⁹² S. o. S. 36 Abb. 5. In Abschnitt 2 geht das Preisniveau immer noch schneller als die Geldmenge zurück. In Abschnitt 3 ist das Verhältnis dann umgekehrt.

⁹³ Friedman/Schwartz, *Monetary History*, S. 356/57; Schwartz, *Understanding*, S. 30/31. Die Fed hatte 1932 für einige Monate von diesem Instrument Gebrauch gemacht und damit tatsächlich den Fall der Geldmenge und die Deflation gebremst (Friedman/Schwartz, *Monetary History*, S. 322/23). Diese Entwicklung ist in Abb. 5 im dritten Abschnitt als Abflachung der Kurven deutlich zu erkennen. Die Fed war zu diesem Kurs nur widerwillig und unter Druck von seiten des Kongresses bereit (ebd., S. 384–89). Der Einsatz von Offenmarktgeschäften zur Geldmengensteuerung wurde durch die Zwänge des Goldstandards behindert, zusammen mit gesetzlichen Beschränkungen des Handlungsspielraums der Fed, die bis 1932 bestanden (s. u. S. 75). Friedman und Schwartz werfen der Fed darüber hinaus Inkompetenz vor: „a group of people, no one of whom knows what should be done, who jointly decide that nothing can be done“ (ebd., S. 407–419, Zitat S. 415/16).

In dieser Arbeit wird die US-Depression auf zwei kausale Stränge zurückgeführt, die einander ergänzen. Der eine Strang besteht aus Wirkungszusammenhängen innerhalb der USA, der andere bezieht sich auf die amerikanische Einbindung in globale wirtschaftliche Verflechtungen. Die externen Einflüsse sind der Gegenstand des folgenden Kapitels. Die inneramerikanische Erklärung der Depression ist an dieser Stelle im wesentlichen abgeschlossen. Das Ergebnis ist, daß die US-Notenbank die monetäre Kontraktion zwar nicht aktiv herbeiführte, sich aber ihre Inaktivität als entscheidender Faktor für den Fortgang der Depression erwiesen hat. Eine aggressive Expansion der Geldbasis wäre das probatere Mittel gewesen, um der Deflation Einhalt zu gebieten, doch die Fed konnte sich zu einer entschiedenen Politik von Offenmarktgeschäften nicht durchringen. Die bescheidene Vermehrung des *high-powered money*, die sich in Abb. 7 betrachten läßt, hat dazu nicht gereicht.⁹⁴ Ob der deflationäre Kreislauf zu Beginn von einer Rezession ausgelöst wurde, hinter der eine Schwäche der Güternachfrage stand, ist von untergeordneter Bedeutung.⁹⁵ Die Probleme des Gütermarkts, die hohe Arbeitslosigkeit

⁹⁴ Um die Geldbasis im nötigen Umfang ausweiten zu können, hätten die USA zunächst den Goldstandard verlassen müssen. Dazu mehr im folgenden Kapitel.

⁹⁵ Das Ergebnis, eine Erhöhung der Geldbasis durch Offenmarktgeschäfte sei *das* geeignete Instrument zur Bekämpfung der Depression gewesen, haben Friedman und Schwartz aus einer monetaristischen Depressionserklärung abgeleitet. Wie hier gezeigt wurde, ist es jedoch nicht nötig, von einer *vollständig* monetären Ursache der Depression auszugehen, um zu demselben Ergebnis zu gelangen. Noch einen Schritt weiter geht Krugman. Er betrachtet die gesamte Krise als Nachfrageproblem: Die Wirtschaftslage sei so schlecht und die Investitionsanreize so gering gewesen, daß die Depression in einem extremen keynesianischen Sinn als Angelegenheit des Gütermarkts betrachtet werden kann. Diesen theoretischen Ausgangspunkt bezeichnet man als „Liquiditätsfalle“: Egal wie niedrig die Zinsen sind, egal wieviel Liquidität bei Haushalten und Banken vorhanden ist, sie können sich der Überschußliquidität einfach nicht entledigen, weil die Unternehmen nicht investieren *wollen*, durch nichts zu Kreditaufnahme zu bewegen sind (anders als beim Ansatz beispielsweise der Kreditverknappung, demzufolge die Unternehmen mangels Liquidität nicht investieren *können*). Einzig und allein das schlechte Wirtschaftsumfeld, die äußerst geringe Nachfrage ist in diesem Sinn an der Depression schuld; in Krugmans Ansatz braucht man nicht einmal davon auszugehen, daß die Deflation (und der hohe Realzins) erwartet war. Trotzdem ist auch unter den Bedingungen des lupenreinen Keynesianismus der Griff zu massiven Offenmarktgeschäften der theoretisch korrekte Weg aus der Krise. Denn das von ihnen initiierte Geldmengenwachstum beseitigt eventuell vorhandene Deflationserwartungen oder, wenn es solche Erwartungen gar nicht gab, erzeugt Inflationserwartungen. Auf diese Weise wird der erwartete Realzinssatz relativ zu seinem vorherigen Stand, wie auch immer er war, drastisch gesenkt und die Investitionstätigkeit in Schwung gebracht. Das funktioniert immer, denn spätestens wenn der Realzins negativ wird, heißt das, daß Investitionen real nichts mehr kosten und der investierende Unternehmer für seine Bereitschaft zur Kreditaufnahme sogar noch Geld dazubekommt. Ein erwart-

und die Flut der Konkurse sind nach 1930 vor allem von der Deflation bedingt. Ob erwartet oder unerwartet, die Deflation zwang die Firmen in die Knie. Und mit den Firmen verschwanden die Banken, die sie finanzierten.⁹⁶

Unabhängig von ihrem Anlaß hing die Krise der Banken sehr eng mit der strukturellen Schwäche des US-Bankensystems zusammen. Daß ein deflationärer Kreislauf in Gang kam, ist nicht nur auf die unzureichende Expansion der Geldbasis, also auf eine geldpolitische Entscheidung zurückzuführen. Hinzu kam, daß

teter negativer (oder stark gesenkter) Realzins ist jedoch nur dann zu erreichen, wenn die Geldmengenerweiterung glaubwürdig ist: nur, wenn die Unternehmen davon überzeugt sind, daß sie lange genug fortgeführt wird, um über einen längeren Zeitraum Inflation zu generieren (oder die Deflation zu stoppen, wenn man zuvor hohe Deflationsraten erwartete). Zaghafte Handeln der Zentralbank kann das nicht erreichen; einzig klare, entschiedene Signale führen zum Ziel. Krugman zeigt, daß selbst bei radikalsten keynesianischen Annahmen über den Ursprung der Depression der Weg zu Offenmarktgeschäften führt: nicht weil sie die tatsächlich vorhandene Deflation beseitigen, worauf Friedman und Schwartz abheben, sondern weil sie die Zukunftserwartungen der Marktteilnehmer verändern können (Paul Krugman: It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, http://web.mit.edu/krugman/www/bpea_jp.pdf (1998), S. 3/4, S. 22–25; Paul Krugman: Thinking about the Liquidity Trap, <http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html> (Paper for NBER/CEPR/TCER Conference in Tokyo, Dec. 1999) [ohne Seitenzahlen]).

⁹⁶ Die Frage der Erwartungen bestimmt nur über den Weg, auf dem sich der deflationäre Impuls bemerkbar machte: durch die Erhöhung des realen Zinssatzes, einen Reallohnanstieg oder Schuldendeflation. Keiner dieser Übertragungswege zählt zu den klassischen keynesianischen Kanälen. – Ein Modell, daß das deflationäre Abrutschen einer Volkswirtschaft durch immer stärker werdende Deflationserwartungen beschreibt, schlägt Krugman vor. Ein Rückgang der Nachfrage am Beginn des von Krugman beschriebenen Prozesses muß so stark ausfallen, daß zwei Bedingungen erfüllt sind: a) der nominale Zinssatz fällt bis auf Null (oder fast Null) und kann deshalb nicht weiter sinken, und b) die Preise fallen wegen mangelnder Nachfrage, und die beobachtbare Deflation führt auch zu Deflationserwartungen (zu fallender Nachfrage und fallenden Zinsen s. o. S. 27). Das hat zur Folge, daß der Realzins steigt, die Investitionen zurückgehen und deshalb die Nachfrage weiter sinkt (zum Anstieg des Realzinses und der Investitionsgüternachfrage s. o. S. 32, S. 40). Das heizt dann Deflation und Deflationserwartungen an, der Realzins steigt weiter und die Nachfrage sinkt immer mehr. Eine deflationäre Spirale ist im Gang (Paul Krugman: Deflationary Spirals, <http://web.mit.edu/krugman/www/spiral.html> (1999) [keine Seitenzahlen]). Der offensichtliche Nachteil eines solchen Modells, wenn man es auf die US-Depression anwenden will, ist seine Abhängigkeit von einer klaren Aussage über die Entwicklung der Deflationserwartungen. Es ist in der analytischen Pattsituation, der man sich in dieser Frage gegenüber sieht, daher nicht sinnvoll einzusetzen. Wäre es sicher, daß die Deflationserwartungen massiv gestiegen sind, würde sich eine interessante Ergänzung des bisher beschriebenen Prozesses ergeben, der den Fortbestand der Deflation mit nur einem Feedback-Effekt erklärt. Zu der Rückkoppelung zwischen Deflation und Bankenkrise käme dann eine weitere Rückkoppelung zwischen Deflation und Deflationserwartungen hinzu.

die amerikanischen Banken ihrerseits anfällig für die destabilisierenden Impulse in der Depression waren. Als schwerwiegendes Problem erwies sich, daß viele Banken nur an einem Ort präsent waren. Da die amerikanische Bankregulierung die Gründung von Zweigstellen sehr erschwerte, bestanden Banken häufig nur aus einer einzigen Niederlassung und unterschieden sich darin nicht grundsätzlich von dem ortsansässigen Krämer. Eine Diversifizierung des Geschäftsrisikos war so nicht möglich. Wurden beispielsweise die Farmer der Umgebung, denen sie Kredit gaben, insolvent, dann wurden die Banken es auch. Kam es zu einer rein örtlichen Panik, konnte das für sie das Ende bedeuten (und der Zusammenbruch der Bank dann im Nachbarort für die nächste Panik sorgen). Banken mit einem ausgedehnten System von Zweigstellen waren gegen solche Einflüsse resistenter und verfügten durch ihre Größe über umfangreichere Reserven, um mit begrenzten Turbulenzen fertig zu werden. Kanada war sehr ähnlichen ökonomischen Einflüssen ausgesetzt wie die USA; die Banken dort waren aber überwiegend in einem Netz von Zweigstellen organisiert. In den USA gingen die Banken zwischen 1929 und 1933 zu Tausenden ein. In Kanada kollabierte nicht eine einzige Bank.⁹⁷

3.9 Bilanz: Die Diskussion um die US-Depression

Monetäre Faktoren spielten nach 1930 – durch die Bankenkrise bedingt – zweifellos eine Rolle. Die Verringerung des Geldmultiplikators war ein Schlüsselement in der Beschleunigung der Deflation, die ihrerseits Rückwirkungen auf die Realwirtschaft, den Bankensektor und zuletzt wieder den Geldmultiplikator hatte. Wie die Entwicklungen von 1930 zu bewerten sind, konnte dagegen nicht geklärt werden. Ob die monetäre Krise der Folgezeit von einem autonomen Rückgang der Güternachfrage in Gang gebracht wurde oder auf restriktive Geldpolitik zurückgeht, ist strittig. Die Verlagerung der Gewichte in den monetären Bereich ist es nicht. Die langanhaltende Deflation und die Bankenkrise waren die herausgehobenen Merkmale der Depression.

In der obigen Analyse haben sich im Zusammenhang mit dem Beginn der Depression jedoch Hinweise ergeben, daß monetäre und reale Aspekte eng miteinander verflochten sind. So war zwar ein Rückgang der Geldmenge in der Anfangszeit nur in einer einmaligen heftigen Bewegung unmittelbar nach dem Wall-Street-Crash zu verzeichnen. Aber in der Wirtschaftspresse wurde 1930 die Vermutung laut, eine kontraktive Geldpolitik der Fed stehe bevor, und öffentliche Äußerungen aus dem Führungszirkel der Zentralbank haben dieser Vermutung Nahrung gegeben. Wenn auf diese Weise die Erwartung geschürt wurde, die geldpolitische

⁹⁷ White, Reinterpretation, S. 131/32.

Antwort auf die realwirtschaftliche Krise werde in einer längeren Phase der „reinigenden“ Deflation gesehen, dann waren monetäre Faktoren – insbesondere der Anstieg des Realzinssatzes durch die höhere Deflationsprognose – am Werk, auch wenn die Bewegungen der Geldmenge diese Politik noch gar nicht reflektierten.⁹⁸ Wenn eine reale Krise eine monetäre Kontraktion erwarten läßt, dann übt der Geldmarkt einen Einfluß auf die Krise aus, ohne daß sich dort sichtbar etwas tun muß. Derartige Verbindungen machen eine Entflechtung der Ursachen in unabhängige monetäre und reale Komponenten unmöglich. Wenn die Geldkontraktion eine Folgerscheinung der Gütermarktkrise ist und die Gütermarktkrise eine Funktion der (erwarteten) Geldkontraktion, ist Kausalität nicht auf der einen oder der anderen Seite der Gleichung, sondern in der Verknüpfung zu suchen. Der Streit um die Ursache der Depression wird an solchen Punkten zu einer Frage von Henne und Ei.

Wenn eine Streitfrage sich dermaßen hartnäckig der Klärung entzieht, kommt der Verdacht auf, daß das Problem vielleicht in der Frage liegt. Der Versuch, einen komplexen Vorgang aufzuspalten und unabhängige Ursachen zu isolieren, wird in seinem Sinn in Frage gestellt, wenn es Rückkopplungseffekte gibt. Hinzu kommt, daß sich Entwicklungen mit unterschiedlichem Zeithorizont überlagert haben. Das bedeutet, daß man zur Benennung von Ursachen willkürliche Zäsuren zu setzen hat. Es muß definiert werden, ab welchem zeitlichen Abstand, ab welcher Zahl von Zwischenschritten ein Impuls noch die Bezeichnung als Ursache verdient, wenn er der Krise lange vorausläuft oder nur indirekt, über eine Kette sekundärer Effekte, auf sie einwirkt. Bei Einflüssen, die mit unterschiedlicher Vorlaufzeit zwischen Impuls und Wirkung in ein und denselben Prozeß eingehen, ist die analytische Trennung der Anteile am Ergebnis obendrein sehr schwierig.

In der Frage des Beginns der Depression spielt beispielsweise eine Rolle, daß die geldpolitische Kontraktion der Federal Reserve ab 1928 einen bremsenden Einfluß auf die Investitionstätigkeit ausgeübt hat. Der Planungshorizont und die Vorlaufzeit von Investitionsprojekten sind jedoch lang. Es dauert seine Zeit, bis der ursprüngliche Impuls der monetären Kontraktion auf den Gütermärkten seine volle Wirkung entfaltet hat, und die Vermittlung des Impulses erfolgt auf unterschiedlichen – auch unterschiedlich schnellen – Wegen. Die monetäre Kontraktion übt Druck auf die Zinssätze aus, deren Aufwärtstrend Kredite verteuert; sie senkt, meist langsam, das Güterpreisniveau und führt zu einem günstigeren Preis für bestehendes Realkapital im Vergleich zu den Kosten der Neuproduktion. Aus beidem resultiert nach einer Weile, in seiner Wirkung über einen längeren Zeitraum

⁹⁸ Nelson, Deflation, S. 43; s. o. S. 36 Anm. 64. Dieses Beispiel unterstellt für 1930 hohe Deflationserwartungen. Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß dieser Einschätzung auch heftig widersprochen wird.

verteilt, eine Reduzierung der Investitionsgüternachfrage, die ihrerseits Folgen für Produktion, Einkommen und Konsumtätigkeit hat. Das löst weitere Anpassungsprozesse aus, die dann auch wechselseitig aufeinander einzuwirken beginnen. Die Aufzählung ließe sich fortsetzen, aber irgendwann stellt sich die Frage, inwiefern das Spiel fortgesetzter Wechselwirkungen noch als Produkt des ursprünglichen monetären Impulses bezeichnet werden kann. Für ein statisches System mag das noch möglich sein, aber in einer Wirtschaft, die nicht ruht, sondern neben dem lange zurückliegenden Impuls ständig neuen Einflüssen ausgesetzt ist, wird die Zuordnung schwierig bis unmöglich.

So wurde der langsame Prozeß, den eine kontraktive Geldpolitik nach sich zieht, von anderen, schnelleren Abläufen überlagert. Zu Beginn der Krise hatte der Schock des Börsencrashes Unsicherheit und Panik zur Folge, die die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern zurückgehen ließen. Genauso ist davon auszugehen, daß die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung sich auf die Investitionsbereitschaft auswirkte. In solche Entscheidungen spielen notorisch ungreifbare Erwartungsparameter hinein. Es brachten zu Beginn der Depression also nicht nur verschiedene Einflüsse mit unterschiedlichen Zeithorizonten ein gemeinsames Ergebnis hervor: Die Veränderung der Erwartungen, die diese Einflüsse auslösten, spielte auch noch mit hinein. Das Zusammenwirken von alledem ist bisher nicht durch ökonometrische Verfahren zufriedenstellend in seine Bestandteile getrennt worden. Oder eher: diese Trennung ist zu vielen Studien jeweils mit überzeugenden Ergebnissen gelungen, aber die Ergebnisse widersprechen sich.⁹⁹ Und wenn zu viele stimmige, einander ausschließende Resultate vorliegen, ohne daß für die Entscheidung zwischen ihnen ein Kriterium existiert, kann *keines* von ihnen gesicherte Gültigkeit beanspruchen.

In der Behandlung des Problems, das durch nicht entscheidbare Fragen entsteht, gibt es die Möglichkeit, sich nach sorgfältiger Abwägung für eine der konkurrierenden Positionen zu entscheiden. Damit ist jedoch kein Problem gelöst, sondern nur ein Prozeß der *Meinungsbildung* abgeschlossen. In der obigen Diskussion der US-Depression wurde versucht, im Umgang mit offenen Fragen einen anderen Weg zu gehen. Sie wurden als gleichrangige Möglichkeiten in Betracht gezogen und die logischen Konsequenzen, nicht die Feststellung des Sachverhalts, einer Prüfung unterzogen. Dabei ergab sich, daß unabhängig von den Annahmen darüber, in welchem Umfang die Deflation erwartet war, die Spur zu einem Zyklus von Bankenkrise, Geldmengenschumpfung, Outputrückgang und Deflation führt.

⁹⁹ Vgl. die oben angesprochenen Streitfragen um den Realzinssatz und die Deflationserwartungen, außerdem die zitierten Studien von Meltzer, Hamilton, Schwartz, Romer und Temin.

Der interne Mechanismus dieses Kreislaufs ist von der Wahl der Ausgangsannahmen berührt, seine Existenz nicht. Es wurde schon gesagt: In einem solchen Kreislauf ist es wenig hilfreich, einzelnen seiner Elemente den Status einer Ursache zuschreiben zu wollen. Der Motor der Depression, der Grund für ihre Länge und Schwere, ist nicht allein in den Bestandteilen des Prozesses zu suchen, sondern auch in ihrer Verknüpfung zu einem Zyklus. Zerlegt man ihn in einzelne Teile, wird man nichts mehr finden.

Es gibt jedoch Einflüsse auf den Verlauf der US-Depression, die bis zu diesem Punkt noch gar keine Berücksichtigung gefunden haben. Der auffällige Anstieg der Zinsen im Herbst 1931 (s. o. Abb. 4) ist Ergebnis einer Einwirkung von außen. Stichworte sind der Goldstandard und die internationale Finanz- und Währungskrise. Die globalen Aspekte der Weltwirtschaftskrise sind Gegenstand des folgenden Kapitels; an dessen Ende wird es möglich sein, noch einmal auf die US-Depression zurückzukommen.