

Harold James

Finanzmarkt macht Geschichte

Lehren aus den Wirtschaftskrisen



Jena Center

Geschichte des 20. Jahrhunderts
20th Century History

Wallstein

Harold James
Finanzmarkt macht Geschichte

Vorträge und Kolloquien
Band 13



Jena Center

Geschichte des 20. Jahrhunderts
20th Century History

Harold James

Finanzmarkt macht Geschichte

Lehren aus den Wirtschaftskrisen

Wallstein Verlag

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© Wallstein Verlag GmbH 2014

Vom Verlag gesetzt aus der Sabon und der Univers

Umschlaggestaltung: werkraum.media, Weimar

Druck und Verarbeitung: Hubert & Co, Göttingen

ISBN (Print) 978-3-8353-1118-3

ISBN (E-Book, pdf) 978-3-8353-2415-2

Inhalt

I.

Clios Aufgabe.

Das Finanzwesen und die Geschichte _____ 7

Die Finanzkrise und die internationale Ordnung.

Lehren aus der Geschichte _____ 13

Die Wiedergeburt der (protestantischen) Ethik.

Die Finanzkrise und die disziplinäre

Herausforderung des Naturrechts _____ 37

Schulden und Geschichte.

Wege aus der Krise _____ 50

Das amerikanische Trauma.

Die Große Depression von 1929 _____ 66

Eine unglückliche Ehe.

Europa und die globale Wirtschaftsordnung _____ 75

Margaret Thatcher.

Ein neuer Blick auf die Eiserne Lady _____ 90

Georg Solmssen.

Der Bankier, der die »Banksters« bekämpfen wollte _____ 98

II.

»Es gibt keine Patentlösungen«.

Ein Gespräch über den Auftrag der

Wirtschaftsgeschichte _____ 109

Bibliographie Harold James	129
Nachwort von Norbert Frei	137
Abkürzungen	139
Namenverzeichnis	140

Clios Aufgabe

Das Finanzwesen und die Geschichte

Seit der Finanzkrise von 2007 hat sich eine neue Sensibilität für die Bedeutung historischer Erfahrungen entwickelt. Ein Bericht der britischen Chartered Financial Analyst Society (CFA) diagnostizierte Ende 2011 eine »finanzielle Amnesie« bei individuellen Akteuren der Finanzbranche ebenso wie bei Regulierungsbehörden und ganzen Märkten – eine Amnesie, die mit einer Unterschätzung von Risiken einhergeht und die Entstehung von Blasen und Krisen befördert. Um diesem Gedächtnisverlust zu begegnen, riet die CFA, sollten Anlageexperten künftig zum Studium der Finanzgeschichte gezwungen werden¹.

Vor der Krise waren Risikomodelle in der Regel auf Grundlage »historischer« Daten erstellt worden, die allerdings lediglich eine relativ kurze Zeitspanne von zehn oder oft auch nur fünf Jahren abdeckten. Die Gründe hierfür liegen auf der Hand: Jenseits dieses engen Datenrahmens wird die Vergleichbarkeit von Daten schwierig, denn neuartige Finanzprodukte finden unter den althergebrachten Handelsinstrumenten keine Entsprechung; die Regulierungspraxis in der Geldpolitik hat sich geändert. Die Finanzgeschichte erschien somit als eine Art Ruhestätte; Investoren dachten, sie seien am »Ende der Geschichte« angekommen. Seit der Krise herrscht nun aber eine tiefe Verunsicherung. Weit zurückliegende und zuweilen recht sonderbare historische Ereignisse wie die Tulpenmanie oder die Südseeblase scheinen plötzlich wieder sehr nützliche Hinweise geben zu können.

Finanzmakler verkaufen in der Regel ein bestimmtes Produkt, und ein Teil ihrer Verkaufskunst besteht darin, kenntnisreich und informiert zu wirken. Sie erhalten gleichsam eine Prämie auf ihre Fähigkeit, eine Geschichte erzählen zu können, welche die Stimmung eines Augenblicks einfängt.

Die Vergangenheit bietet hierbei eine nie versiegende Quelle für Ammenmärchen, aus der sich wahllos schöpfen lässt.

Übrigens ist das wiedererwachende Interesse an der Geschichte in einer Phase des Zweifels, der Unsicherheit und der Krise ein relativ konstantes menschliches Verhaltensmuster. Diese Hinwendung zur Geschichte in Krisenzeiten manifestiert sich vor allem in der Politik, wo historische Analogien oft als letzte Rettung der wirklich Verzweifelten erscheinen. Adolf Hitler etwa beschwor in den letzten Tagen des Zweiten Weltkriegs die Erinnerungen an die Wendung des Geschicks Friedrichs des Großen nach dem Tod der Zarin Elisabeth, wie sie Thomas Carlyle berichtete. Und auch die Finanzwelt kennt diese Hinwendung zur Geschichte: Während der Großen Depression nach dem »Schwarzen Freitag« vom Oktober 1929 interessierten sich die Amerikaner plötzlich für den Crash von 1907, so wie sie sich 1907 an die Panik von 1876 erinnerten hatten.

Doch was genau möchten die Menschen durch den Blick in eine ziemlich ferne Vergangenheit herausfinden? Es gibt drei Möglichkeiten, die Vergangenheit nutzbar zu machen – oder sie zu missbrauchen. Erstens dient die Geschichte als eine Quelle für Handlungsmuster. Dies war es vermutlich, was die CFA vor allem im Sinn hatte, als sie der Finanzbranche empfahl, Lehren aus der Geschichte zu ziehen. Die Geschichte bietet eine Reihe anschaulicher Präzedenzfälle, die zunächst jedoch nur als Analogien erscheinen, ohne dass damit schon erklärt wäre, warum eine Parallele existieren sollte. In ähnlicher Weise besteht immer eine gewisse Unsicherheit darüber, warum die bei Wertpapieranalytikern so beliebte Identifizierung vermeintlicher Muster wirklich für Zukunftsprognosen nützlich sein sollte.

Geschieht dies alles, weil die Massenpsychologie besonderen Gesetzen gehorcht, so wie die Wechselwirkungen von Partikeln in Flüssigkeiten oder Gasen den Gesetzen der Bewegung folgen (die auch jetzt oft als Analogien zu den Wechselwirkungen von Milliarden individueller Entscheidungen

in Finanzmärkten angeführt werden)? Oder weil viele Menschen an dieselben irrationalen Verhaltensmuster glauben, um – als Verfechter technischer Analysen – daraus eine sich selbst erfüllende Prophezeiung werden zu lassen? Einige der einflussreichsten jüngeren Schriften über Krisen gehören in diese Kategorie. So konstatierten Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff etwa, dass von Banken Krisen begleitete Rezessionen häufiger auftreten als Rezessionen ohne Banken Krisen, und sie geben uns Auskunft über die durchschnittliche Dauer eines Abschwungs.

Der zweifellos häufigste Grund für den Rekurs auf Geschichte in Finanzkrisen ist – zweitens – der, dass Geschichte eine Quelle für politische Beratung bieten kann. Dies vermittelt ein Gefühl der Vorhersehbarkeit politischer Ergebnisse. Das war selbst in den stürmischen Boomjahren des gerade begonnenen neuen Jahrtausends gängige Praxis, als einige Zentralbanker auf die Geschichte verwiesen, um vor der Möglichkeit einer Deflation und Depression zu warnen. Seit der Krise von 2007 ist die politikbezogene Anwendung von Geschichte allgemein üblich. Unmittelbar nach der Lehman-Pleite gab es einen breiten, auf historische Interpretation gestützten Konsens darüber, dass antizyklische Fiskal- und Geldpolitik eine Weltwirtschaftskrise stoppen könne. Keynesianer und Monetaristen mögen zwar unterschiedliche Ratschläge geben, beide gehen jedoch davon aus, in der makroökonomischen Politik Lehren aus den dreißiger Jahren des 20. Jahrhunderts ziehen zu müssen.

In Reaktion auf die Krise trug die Geldpolitik in der Tat zu einer Stabilisierung der Erwartungen bei, aber die Auswirkungen der fiskalpolitischen Stimuli waren enttäuschend. Das US-Konjunkturpaket galt als notwendig, um die Arbeitslosenquote unter neun Prozent senken zu können; gemessen an diesem Ziel blieb es wirkungslos. Der chinesische Anreiz von vier Billionen Renminbi hielt das Wachstum zwar in Gang – jedoch auf Kosten einer Vermögens- und Bankenblase, die nun zu platzen droht.

Die europäischen Staaten wurden von der EU und auch von anderen Ländern – vor allem von den USA – aufgefordert, Anreize zu koordinieren. Aber das machte viele von ihnen nur umso verletzlicher, als die Nachhaltigkeit der Staatsschulden neu bewertet wurde. Es gibt verschiedene politische Dilemmata, in denen Ziele langfristiger Stabilisierung in Konflikt mit kurzfristigen Verwertungszielen zu geraten scheinen. In jedem Fall gibt es dabei Analogien zur Großen Depression.

In vielen Ländern wird die Geldpolitik durch die Devisenkurse eingeschränkt. Die Mitgliedstaaten der Eurozone sind vom Wechselkurs als Instrument der Politik abgerückt, genau wie jene Staaten, die in den zwanziger Jahren zum Goldstandard zurückgekehrt waren. Damit einher gehen jedoch eine Neubewertung der Schulden und eine Erhöhung der Schuldenlast, die bereits als unerträglich betrachtet wird. Dabei zu bleiben oder auszusteigen – in beiden Fällen handelt es sich um schmerzhaft Entscheidungen.

Fiskalarithmetik produziert ähnliche Dilemmata. Wir wissen nicht, wie die steuerlichen Probleme zu handhaben sind, die durch die Finanzkrise aufgeworfen wurden. Zweifel an der Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung erzeugen ein plötzliches Anschwellen der Zinssätze, so wie Risikoprämien mit der Furcht vor der Ausfallwahrscheinlichkeit steigen. Sie wachsen dabei nicht linear, sondern treten plötzlich auf. Für Länder, die auf der Kippe stehen, folgt daraus eine paradoxe Logik: Der staatliche Schuldendienst ist wegen des niedrigen Zinsumfelds generell einfacher geworden, aber Hinweise auf neue finanzielle Unbedachtsamkeiten oder auf den Abschied von einer geplanten langfristigen Schuldenkonsolidierung und -verringering würden die Fremdkapitalkosten dramatisch hochfahren. Unter diesen Umständen übersteigen die zusätzlichen Kosten des Schuldendienstes leicht die Gewinne, die aus einem gewissen Maß an steuerlicher Entspannung entstehen könnten.

Außerdem vergrößert sich die Ansteckungsgefahr durch die Folgen der Instabilität im Bankensektor, wie es schon in

der Zeit der Großen Depression in einigen Ländern der Fall war. Im Sommer 1931 ging von mitteleuropäischen Banken eine Panikwelle aus, die sich zunächst auf Großbritannien und dann auf die USA, schließlich auf Frankreich und die ganze Welt ausbreitete. Für das Umschlagen einer schlechten Rezession (von der sich die USA im Frühjahr 1931 bereits deutlich erholt hatte) in die Große Depression war diese Panik ganz entscheidend.

Einen Ausweg aus dieser Lage zu finden fällt heute ebenso schwer wie schon in den dreißiger Jahren. Es gibt keine einfachen makroökonomischen Lösungen für solche finanziellen Notsituationen. Lösungsansätze könnten in der langsamen und schmerzhaften Bereinigung von Bilanzen sowie in der Gestaltung eines Anreizsystems liegen, welches die Banken zwingt, weniger Risiken einzugehen. Aber eine erzwungene Bereinigung verleitet die Banken vermutlich dazu, ihre Kreditvergabe zu reduzieren, was die Krise zusätzlich verschärfen würde. Folglich gibt es in jedem Land eine komplizierte Debatte darüber, ob eine Bank solche Aufräumarbeiten gerade wirklich nötig habe. In der Debatte über eine Reform des Finanzsektors gibt es inzwischen zwar einen Konsens über gleitende oder schrittweise Eigenkapitalvorschriften, aber viele »systemrelevante« Banken wurden als Folge der Krise eher größer als kleiner.

Drittens: Die Geschichte verdeutlicht uns, wie schwierig es ist, vorausschauend die richtige Entscheidung zu treffen. Im Fall von niedrigen Zinsen können Schulden auf längere Zeit tragbar erscheinen – wenn aber unvorhergesehene Entwicklungen eintreten und die Zinsen steigen, werden die Schuldenquoten zur Belastung. Die Mitgliedstaaten der Eurozone haben durch die Krise in Griechenland erkannt, wie fragil solche Prognosen sind. Für den europäischen Fall gibt es weder einen Präzedenzfall noch eine reelle Chance, die Entwicklung auf Basis berechneter Wahrscheinlichkeiten oder einfach nur im Bewusstsein der Fragilität jeder Prognose zu beurteilen.

Eine allzu naive Anwendung historischer Lehren kann zu falschen Maßstäben verleiten und bietet daher keine Patentlösungen. Die beste Art, über Geschichte nachzudenken, ist es, sie als eine Möglichkeit zur Prüfung von Hypothesen zu betrachten – vor allem dann, wenn es um die Bewertung von Marktchancen geht (indem bei den Marktteilnehmern entweder falsches Vertrauen oder übertriebene Verzweiflung erzeugt wird). Althergebrachtes Denken bietet lediglich einen auf Rosen gebetteten Weg in die Verdammnis – ob in finanziellen oder in anderen Debatten. Clios Aufgabe lautet, uns andere Wege aufzuzeigen.

Aus dem Englischen von Boris Spornol

_1 Simon Mundy, »Financial Amnesia«, a Factor Behind Crisis, in: Financial Times, 27.12.2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/d5182878-2c99-11e1-8cca-00144feabdco.html#axzzz2LAvRjUrk>.

Die Finanzkrise und die internationale Ordnung

Lehren aus der Geschichte

Die Geographie der Macht verändert sich, vor allem durch den Aufstieg Chinas. Das bleibt nicht ohne Folgen für die Strukturen und Funktionen des internationalen Systems. In der Vergangenheit haben politische und wirtschaftliche Großbeben stets auch die moralischen Fundamente der Gesellschaft erschüttert, haben Kriege oder Finanzkrisen zu Verwirrung und Unsicherheit über die grundlegenden – materiellen wie ideellen – Werte geführt. Können wir auf den Goldstandard vertrauen, auf den US-Dollar, auf den Euro oder auf das Pfund Sterling? Wie erreicht man die bestmögliche Ordnung der Wirtschaft, der Gesellschaft oder eines politischen Systems? Und wie lässt sich Ordnungspolitik legitimieren?

Eine internationale Ordnung ist nicht einfach nur angewandte Machtpolitik, sie entsteht auch aus einer Art Ideenbausatz. Wenn wir die weltpolitischen Ordnungssysteme der Vergangenheit betrachten, sehen wir sie gerne als Produkte der Politik bestimmter Staaten, die eine große Vision verwirklichen wollten – denken wir nur an die auf John Bright oder Richard Cobden zurückgehende britische Idee einer grundlegenden »Wohltätigkeit« des Handels im 19. Jahrhundert oder auch an den universellen Geltungsanspruch der amerikanischen Vorstellung vom Wohlstand durch Freihandel in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Doch auch visionäre Weltordnungen sind nicht von Dauer. Eine Reihe von Ereignissen und Daten – 1688, 1776, 1789 oder auch 1914 – stehen für epochale Verwerfungen. Auch wir befinden uns gerade inmitten einer solchen Zäsur. Das »lange 20. Jahrhundert«, von dem die Historiker später sprechen werden, endete nicht mit den Terroranschlägen vom 11. September 2001. Das Ende dieser Epoche wird vielmehr durch den Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 markiert.

Ein historisches Beispiel bietet eine besonders markante Analogie zu den derzeitigen Umwälzungen im wirtschaftlichen und weltpolitischen Machtgefüge. Als sich Großbritannien in der Finanzkrise des Jahres 1931 gezwungen sah, den Goldstandard für das Pfund Sterling aufzugeben, war das bereits ein schwerer Schlag für die Wirtschaftskraft des Landes. Doch erst ein Vierteljahrhundert später, als die Suez-Krise von 1956 die militärische Ohnmacht und finanzielle Erpressbarkeit Großbritanniens offenbarte, bekamen die Briten die machtpolitischen Auswirkungen jener währungspolitischen Weichenstellung in ihrer ganzen Breite zu spüren. Der britische Anspruch, in der internationalen Ordnung die Position des Schiedsrichters einzunehmen, war nach dieser außenpolitischen Demütigung hinfällig geworden.

Die Briten reagierten mit Bestürzung und Unbehagen auf die neue Weltordnung. Quer durch das gesamte politische Spektrum teilten sie eine bittere Abneigung gegen den neuen, amerikanischen Hegemon und gegen die Werte, für die er stand: Die politische Rechte verachtete die ungehobelte Meritokratie einer jungen Kommerzkultur, die Linke prangerte vor allem die soziale Ungleichheit und die Rassenschranken in der US-Gesellschaft an. Ein typisches Beispiel für die Mischung dieser antiamerikanischen Ressentiments ist die Tatsache, dass niemand im Foreign Office auch nur das geringste Erstaunen über den abgrundtiefen und ungeschminkten Amerika-Hass Kim Philbys zeigte, des führenden britischen Geheimdienstmanns in Washington, der als Doppelagent für die Sowjetunion spionierte hatte.

Parallelen zwischen Großbritannien zur Zeit der Suez-Krise und den USA nach ihrem Einmarsch im Irak 2003 scheinen offensichtlich: Auch die Vereinigten Staaten sind durch Verschiebungen im internationalen Machtgefüge wirtschaftlich und politisch unter Druck geraten. Wie einst die Briten, so zeigen sich jetzt auch die Amerikaner tief verunsichert. Die amerikanische Rechte mag sich nicht mit dem Gedanken an einen Triumph des kommunistischen Regimes