

Börsenkrise: 2000 – 2003 ist nicht 1929 – 1932

Immer wieder machen Angstmacher von sich reden, die behaupten, die Börsenkrise der vergangenen Monate sei mit der Krise vor der Depression 1929 vergleichbar. Alles falsch, wie Jean-Pierre Béguelin, Chefvolkswirtschaftler von Pictet & Cie, nachweist.

Seit etwa drei Jahren sind die Börsen rückläufig. Dieser allgemeine Aktienrückgang an den wichtigsten Märkten liess viele befürchten, die Wirtschaft könnte in eine Depression mit Deflation, Unterbeschäftigung und weit verbreiteter Not abgleiten. Darum soll hier die gegenwärtige Wirtschaftslage mit derjenigen der Deflationsphase der 30er Jahre verglichen werden. Wir wollen jedoch nur die USA betrachten, denn trotz Euro-Einführung scheint das Grippe-syndrom – wenn die USA niesen, hat Europa schon Schnupfen – heute mehr denn je zuzutreffen, vor allem bei den Finanzmärkten.

Mehr als doppelt so hohe Verluste 1929 bis 1932

Von März 2000 bis November 2002 verlor der amerikanische S&P Composite Index zwar etwa 40%; im April 1932 aber, 31 Monate nach dem Crash von 1929, hatte er bereits 80% verloren, um dann bis zum absoluten Tiefpunkt des Marktes im Juli 1932 weitere 25% einzubüssen. Auch ein Vergleich der Wirtschaftsdaten ist frappierend: Das amerikanische Bruttoinlandprodukt sackte in den 30er Jahren buchstäblich in sich zusammen – um 32% zwischen dem höchsten und dem tiefsten Stand der Krise –, während es heute trotz einer Rezession im Jahr 2001 und den Attentaten vom 11. September 2001 um etwa 4% über seinem Niveau von Anfang 2000 steht. Auch die Arbeitslosenzahlen erreichten im Jahr 1933, in der schlimmsten Rezessionszeit, 25%, während sie heute bei 6% stehen. So einfach diese Vergleiche auch sein mögen, so machen sie doch deutlich, wie stark sich die Finanz- und Konjunkturlage zwischen den beiden Krisen unterscheidet.

Wo ist das Schreckgespenst «Deflation»?

Aber was ist mit der in der Presse so oft erwähnten Deflation? In den USA sanken die Konsumentenpreise, die am wenigsten volatil sind, von Oktober 1929 bis April 1933 jährlich um 7,8%. Von März 2000 bis September 2001 hingegen stiegen sie im Jahresdurchschnitt um 2,3%.

Seit Nobelpreisträger Milton Friedman und seine Mitarbeiterin Anna Schwartz 1963 «A Monetary History of the United States» veröffentlichten, ist den meisten Ökonomen klar, dass die schlechte Geldpolitik des Federal Reserve Board (Fed) die Rezession von 1929 bis 1930 in die Depression der Jahre 1931 bis 1933 ausarten liess.

Während die breitere Geldmenge M2 (Banknoten und Sichteinlagen) zwischen 1929 und 1933 deutlich abnahm, kamen immer mehr Banknoten in Umlauf, denn die Öffentlichkeit befürchtete Bankpleiten (damals waren Bankkonten noch nicht garantiert) und wandelte ihre Bankeinlagen immer mehr in Bargeld um. Das Fed stellte damals diese Geldscheine bereit, aber nicht genug davon. Wäre jeder bei der Bank abgehobene Dollar durch eine Banknote über den gleichen Betrag ersetzt worden, so wäre die Geldmenge M2 gleich geblieben, weil ein Zahlungsmittel ganz einfach das andere ersetzt hätte. Demgegenüber sind Sichteinlagen aufgrund der relativen Effizienz des Interbank-Clearingsystems (beziehungsweise ihrer höheren Umlaufgeschwindigkeit) ein leistungsfähigeres Zahlungsmittel als Banknoten. Für die Finanzierung der gleichen Anzahl Transaktionen werden somit wesentlich mehr Banknoten als Sichteinlagen benötigt.

Weiter wurde die Kreditschöpfungsfähigkeit des Bankensystems durch das Horten der Banknoten immer mehr eingeschränkt – technisch ausgedrückt verringerte sich der Geldschöpfungsmultiplikator –, so dass ständig weniger Liquidität verfügbar war. Das Fed war sich über dieses Phänomen nicht ganz im klaren, denn es verfügte nicht über häufig genug erhobene Bankbilanzdaten. Es sah nur, dass die Menge der in Umlauf befindlichen Banknoten wuchs, und gewann den Eindruck, eine ausreichend oder gar allzu expansive Geldpolitik zu betreiben. Gerade aufgrund dieser verzerrten Sicht sahen sich die amerikanischen Behörden veranlasst, Anfang 1932 den Diskontsatz von 1,5 auf 3,75% heraufzusetzen, um nach der britischen Abwertung 1931 eine Goldflucht aus den USA zu verhindern. Diese Straffung mitten in einer Rezession löste die tiefgehende Depression der Folgejahre aus. (Zuvor hatte das Federal Reserve Board den Diskontsatz 1930 und 1931 von 6 auf 1,5% gesenkt, was aber angesichts des einsetzenden Preisverfalls eindeutig zu spät geschah.)

Lernfähige US-Notenbank

Im nachhinein scheint der Fall klar zu sein. Hier soll nicht der Stab über die Verantwortlichen gebrochen werden, die anhand ihrer Kenntnisse, Informationen und Erfahrungen bestmöglich zu handeln glaubten. Heute haben die amerikanischen Währungsbehörden die gleichen Fehler zum Glück nicht wiederholt. Es bleibt zu hoffen, dass sie in Zukunft noch weiser handeln werden. ●