

NZZ LIBRO E-Book

# Vom Kredit zur Schuld

Wenn Verschuldung die Freiheit  
bedroht

Herausgegeben von  
Ivan Adamovich und  
Christoph A. Schaltegger



pr●gress  
FOUNDATION

NZZ LIBRO E-Book

## Vom Kredit zur Schuld

Wenn Verschuldung die Freiheit  
bedroht

Herausgegeben von  
Ivan Adamovich und  
Christoph A. Schaltegger



NZZ Libro





# Vom Kredit zur Schuld

Wenn Verschuldung die Freiheit bedroht

Herausgegeben von  
Ivan Adamovich und Christoph A. Schaltegger

NZZ Libro

*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.

© 2019 NZZ Libro, Schwabe Verlagsgruppe AG

Der Text des E-Books folgt der gedruckten 1. Auflage 2019 (ISBN 978-3-03810-443-8)

Lektorat: Jens Stahlkopf, Berlin

Umschlagsbild: Silvio Seiler, Speicher

Datenkonvertierung: CPI books GmbH, Leck

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werks oder von Teilen dieses Werks ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechts.

ISBN E-Book 978-3-03810-453-7

[www.nzz-libro.ch](http://www.nzz-libro.ch)

NZZ Libro ist ein Imprint der Schwabe Verlagsgruppe AG.

# Inhaltsverzeichnis

*Ivan Adamovich und Christoph A. Schaltegger*  
Einleitung

*Tobias Straumann*  
Schuld, Schulden und die deutsche Finanzkrise von 1931

*Kaspar Villiger*  
Staatsschulden: Fluch oder Segen?

*Claudia Aebersold Szalay*  
Schulden sind gut, zu hohe Schulden sind schlecht

*Ernst Baltensperger*  
Staatsverschuldung - Nutzen und Grenzen

*Christoph A. Schaltegger und Michele Salvi*  
Erfolgsmodell Schuldenbremse

*Jacob Bjorheim*  
Kreditmärkte - Problem oder Lösung

*Konrad Hummler und Reto Sonderegger*  
Die konsumierte Zukunft

*Ivan Adamovich*  
Budget, Zins, Schulden

*Martin Rhonheimer*  
Das Zurückzahlen von Schulden aus der Perspektive der

Gerechtigkeit

*Gerhard Schwarz*

Das Janusgesicht von Schulden

Autorenverzeichnis

Progress Foundation

# Einleitung

*Ivan Adamovich und Christoph A. Schaltegger*

## *Die Schulden steigen weltweit an*

Wir leben in Zeiten ständig wachsender Verschuldung. Die globalen Schulden von Staaten, Unternehmen und Haushalten betragen heute das Zwei- bis Dreifache der weltweiten Jahresproduktion an Gütern und Dienstleistungen - Tendenz steigend.

So hat insbesondere die Verschuldung der öffentlichen Haushalte in den letzten Jahren einen für Friedenszeiten neuen Höhepunkt erreicht. Mit über 100 Prozent Verschuldung gemessen am BIP ist man weit entfernt von den 60 Prozent, die der Stabilitäts- und Wachstumspakt der EU empfiehlt, und auch deutlich über der Schwelle von 90 Prozent, bei der gemäss Carmen Reinhard und Kenneth Rogoff das Wirtschaftswachstum einen Malus erfährt. Betrachtet man die zeitliche Entwicklung der Verschuldung, so deutet diese eher auf einen Sperrklinkeneffekt hin als auf langfristige Tragfähigkeit: Bei jeder Krise hat sich das allgemeine Verschuldungsniveau nochmals erhöht, ohne dass nach der Krise die Zeit für eine nennenswerte Entschuldung genutzt worden wäre.



Die Finanzmarktkrise von 2007/08 brach in den USA wegen fauler Immobilienkredite an private Haushalte aus. Auch Unternehmen hatten eine hohe Schuldenlast, während der Staat mit relativ soliden Finanzen aufwartete. Das Bild hat sich geändert. Die privaten Haushalte sind in Relation zum BIP inzwischen deutlich niedriger verschuldet, der öffentliche Sektor hingegen hat eine Schuldenquote von mittlerweile 105 Prozent des BIP. Und angesichts der Ende 2017 verabschiedeten kräftigen Steuersenkungen ist mit einem weiteren Anstieg der Schuldenquote zu rechnen. Dies bedeutet, dass das Angebot an Obligationen steigt. Sollte die US-Notenbank ihre Bilanzsumme tatsächlich einmal nachhaltig reduzieren, dürfte der Markt auf Dauer nur über höhere Zinsen funktionieren. Ein besonderes Problem sind die steigenden Unternehmensschulden: In den vergangenen zehn Jahren haben sie sich in den USA fast verdoppelt und liegen nun bei 5,3 Billionen US-Dollar. Sie haben damit ein Ausmass erreicht, das in früheren Zyklen mit Rezessionen verbunden war (2001, 2009). Dazu kommt eine ungewöhnlich hohe Konzentration von Fälligkeiten in den kommenden Jahren. Falls die Zinsen steigen, würde es hier wohl zu Refinanzierungsproblemen kommen.

Auch in den anderen grossen Wirtschaftsregionen der Welt lässt die Entwicklung der Verschuldung aufhorchen. Zwar hat sich die öffentliche Verschuldung in der Eurozone in den vergangenen Jahren stabilisiert und liegt noch bei 85 Prozent des BIP, doch vor allem die Entwicklung Italiens gibt Anlass zur Sorge. Dort liegt die Staatsverschuldung inzwischen bei rund 130 Prozent des BIP. In Asien fällt vor

allein die Situation in Japan auf: Mit über 230 Prozent des BIP ist das Land globaler Spitzenreiter bei der öffentlichen Verschuldung. Viele Ökonomen fragen sich seit Jahren, wie sich diese Situation einst auflösen wird. In China sticht dagegen der hohe Verschuldungsgrad im Unternehmenssektor heraus. Nachdem die Regierung den Anstieg zuletzt etwas gebremst hatte, scheint man aktuell die Kreditvergabe wieder stärker zu fördern, um eine durch den Handelsstreit mit den USA provozierte Wachstumsverlangsamung abzuwenden. Angesichts der Überkapazitäten, die in vielen Sektoren Chinas bestehen, kann man hier von einer Schuldenblase sprechen, auch wenn eine offene Finanzmarktkrise aufgrund der engen Kontrollmöglichkeiten durch den Staat vorerst als unwahrscheinlich erscheint.

Die Schweiz schneidet bei der öffentlichen Verschuldung international sehr gut ab. Zwar hatte die Schuldenquote während der 1990er-Jahre deutlich zugenommen und 1998 mit 49 Prozent des BIP einen Höchststand erreicht. Seit der Einführung der Schuldenbremse beim Bund 2003 sanken die Schulden jedoch wieder und betragen 2015 noch 30 Prozent des BIP. Die privaten Haushalte in der Schweiz weisen hingegen eine rekordhohe Verschuldung auf. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2007 ist diese deutlich gestiegen und betrug Anfang 2017 knapp 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) beziehungsweise CHF 100–200 pro Kopf – weltweit ein absoluter Spitzenwert. Die Schulden der Schweizer Privathaushalte bestehen vor allem aus Hypothekarschulden: 95 Prozent aller Kredite sind durch Immobilien gedeckt. Den über CHF

730 Milliarden an Hypothekarschulden – grossmehrheitlich bei Schweizer Banken – stehen derzeit Immobilien im geschätzten Gegenwert von mehr als CHF 1900 Milliarden gegenüber. Relativ zur Wirtschaftsleistung ist die Schweizer Volkswirtschaft (Staat, Unternehmen und Haushalte) damit ähnlich hoch verschuldet wie Italien, die USA oder China.

Dieser kursorische Überblick zeigt, dass die Verschuldungssituation zwar je nach betrachteter Region unterschiedlich ist, die Risiken in Bezug auf die langfristige Tragfähigkeit der Schuldenlast aber trotz der Tiefzinsphase seit 2008 nicht abgenommen haben – im Gegenteil. Insofern ist der Ausblick in vielen Ländern getrübt und es stellt sich die Frage der Resilienz von Haushalten, Unternehmen und Staaten, dies umso mehr, als die Alterung der Bevölkerung in den meisten Volkswirtschaften auch noch zu stark ansteigenden Finanzierungslasten für die Renten- und Gesundheitssysteme führen wird.

### *Kredit ist das Schmiermittel für die Wirtschaft*

Trotz aller Skepsis gegenüber der steigenden Verschuldung darf nicht vergessen werden, dass Schulden nicht per se etwas Schlechtes sein müssen. Schulden bedeuten immer gleichzeitig Kredit. Und ohne Kredite sind moderne Volkswirtschaften nicht denkbar. Auf ihnen basieren Fortschritt und Entwicklung der modernen Wohlstandsgesellschaften. So wurden zum Beispiel während der industriellen Revolution viele der grossen Investitionen in die Infrastruktur über Kredite finanziert –

man denke nur an die Gründung der Schweizerischen Kreditanstalt zur Finanzierung des damals noch privaten Eisenbahnbaus in der Schweiz. In der Ökonomie ist es unbestritten, dass das Kreditwesen durch Fristentransformation die Wohlfahrt und damit die Freiheitsgrade von Menschen in einer Volkswirtschaft steigern kann. Das gilt nicht zuletzt auch für die öffentlichen Haushalte, deren Ausgaben und Einnahmen im Zeitverlauf Schwankungen unterworfen sind, die sie mit kurzfristigen Schulden meist innerhalb eines Haushaltsjahrs oder eines Konjunkturzyklus ausgleichen können. Zudem gilt Staatsverschuldung im Sinn der goldenen Regel auch längerfristig als gerechtfertigt, sofern sie der Finanzierung wichtiger Zukunftsaufgaben dient. Investitionen zum Ausbau der Infrastruktur oder Bildungsausgaben kommen auch den folgenden Generationen zugute. Deshalb scheint es geboten, sie auch an der Finanzierung durch Schulden im Sinn vorgezogener Steuern zu beteiligen.

Durch Aufnahme längerfristiger Kredite kann der Staat kurz- und mittelfristig seinen finanziellen Spielraum erhöhen. Entsprechend kommt die moderne Staatsfinanzierung ohne Kreditwesen nicht aus, ebenso wie die moderne Wirtschaft ohne Finanzsektor und die Unternehmensführung ohne Kreditfinanzierung heute nicht vorstellbar sind. Doch zu viel Kredit kann in die Schuldenfalle führen. Diese wird dann besonders gravierend und gefährlich, wenn sie ganze Gesellschaften erfasst. Solche Schuldenkrisen haben in der Menschheitsgeschichte immer wieder verheerende

Schäden angerichtet, ganz gleich, ob sie aus dem privaten oder, mehr noch, aus dem öffentlichen Bereich kamen. Heute stellen sich die Wirtschaftswissenschaften deshalb nicht die Frage, ob Staaten Schulden machen sollen, sondern vor allem, wie viel Schulden sie machen sollten und wofür sie das geliehene Geld ausgeben. Die Antwort hängt wesentlich davon ab, ob der Staat die Verschuldung zur Finanzierung seiner Ausgaben nutzen kann, ohne die zukünftige Kreditwürdigkeit und Zahlungsfähigkeit zu beschädigen. Wo liegen also die Ursachen, wo die Grenzen übermässiger Verschuldung? Ab wann bedroht die Verschuldung unsere Freiheit? Und was kann dagegen unternommen werden?

### *Wenn der Kredit zur Schuld wird*

Schulden sind weder per se positiv noch grundsätzlich negativ zu bewerten. Sie sind die Grundlage für eine moderne Finanzierung von Staaten und Unternehmen. Doch es scheint, dass insbesondere die Staatsschulden Risiken bergen: Wie die Politische Ökonomie uns lehrt, neigt die parlamentarische Demokratie zu exzessiven Staatsausgaben. Die Idee, den Staatskonsum über gute und schlechte Zeiten hinweg zu glätten, leidet unter dieser politischen Dimension. In schlechten Zeiten werden die Staatsausgaben erhöht, doch in guten Zeiten werden sie nicht wieder zurückgenommen. Schulden sind dabei nicht das Problem, sondern nur Ausdruck des «deficit bias». Probleme tauchen dann auf, wenn die Märkte nicht mehr an die Zahlungsfähigkeit oder Zahlungswilligkeit der

Steuerbasis für das gegebene Ausgabenniveau glauben. Die Nebenwirkungen sind anschliessend beträchtlich: Es führt zu einem Einbruch von Konsum, Investitionen und Output, zur Kapitalflucht, zur Arbeitslosigkeit und, damit verbunden, zur Abwanderung von Humankapital. Das Gegenmittel für diese Art von Problem liegt in klugen Rahmenbedingungen. Nobelpreisträger James Buchanan meinte nicht zu Unrecht: «Good games depend on good rules more than they depend on good players.»

Dieses Buch ist aus einem interdisziplinären, mehrtägigen Workshop der Progress Foundation zum Thema «Schulden und Freiheit» entstanden und setzt sich mit verschiedenen Aspekten der Verschuldung auseinander. Aufgrund ihrer besonderen Bedeutung steht dabei die Verschuldung von Staaten vielfach im Mittelpunkt, auch wenn sich viele Gedanken durchaus auf die Verschuldung allgemein übertragen lassen und einige Beiträge sich dem Thema von anderen Seiten her nähern.

Zunächst geht es um eine historische Perspektive auf die Verschuldung. Ein interessantes Beispiel ist die deutsche Finanzkrise von 1931, der sich Tobias Straumann annimmt. Kaspar Villiger nimmt eine Einordnung des Themas vor, das von persönlicher Erfahrung als Finanzminister in einer Zeit grosser Herausforderungen geprägt ist. Als «Vater der Schuldenbremse» kommt seinen Reflexionen insbesondere ein politisches Gewicht zu. Claudia Aebersold Szalay fokussiert in ihrem Beitrag auf die Frage der richtigen Balance zwischen verantwortlichem Einsatz von Fremdkapital und der Versuchung, zusätzliche Ausgaben ohne sofortige Steuererhöhung mehrheitsfähig

zu machen. Ernst Baltensperger nimmt ebenfalls die Perspektive von Nutzen und Grenzen der Verschuldung ein. Christoph Schaltegger und Michele Salvi beschäftigen sich mit der Schweizer Schuldenbremse und gehen der Frage nach, ob diese Schweizer Innovation in der Finanzpolitik ursächlich für den Schuldenrückgang verantwortlich ist. Sie können dabei zeigen, dass ohne Schuldenbremse die Ausgabenneigung des Bundeshaushalts weit grösser gewesen wäre.

Der Beitrag von Jacob Bjorheim analysiert die Risiken, die sich aus der Geldschöpfung im Bankensektor ergeben können. Finanz- und Wirtschaftskrisen ergeben sich oft aus einer hohen Schuldenlast und fehlgeleiteten Finanzmitteln aus den Geschäftsbanken. Konrad Hummler und Reto Sonderegger halten fest, dass Schuldner und Gläubiger zwei Seiten derselben Medaille sind. Nicht die Höhe der Schuld ist entscheidend für die Beurteilung der Qualität, sondern die Frage, ob den Schulden ausreichend werthaltige, liquide Vermögenswerte gegenüberstehen. Ivan Adamovich befasst sich mit der Finanzdisziplin und den schädlichen Auswirkungen einer «Kultur der Rettung» vor dem Bankrott durch übergeordnete Institutionen wie Staaten, Zentralbanken und internationale Organisationen.

Martin Rhonheimer nimmt eine ganz andere Perspektive ein, nämlich jene der Gerechtigkeit. So kann es Situationen geben, in denen es gerecht ist, wenn ein Gut oder auch Geld gerade nicht zurückgegeben wird. Vor diesem Hintergrund erscheinen Staatsbankrotte, Schuldenerlasse, «haircuts» sowie Schulden von Diktatoren in einem anderen Licht. Gerhard Schwarz befasst sich schliesslich

explizit mit dem Thema Schulden und Freiheit. Seine Ausführungen bilden den Abschluss und eine Klammer um die verschiedenen Beiträge.

Im Titel dieses Buchs *Vom Kredit zur Schuld* ist der Begriff Schuld bewusst in seiner ambivalenten Bedeutung enthalten. Denn überall dort, wo sich Kollektive verschulden, gibt es eine Tendenz zur Verwässerung der Verantwortung, insbesondere dann, wenn der Staat direkt oder indirekt involviert ist. Wenn eine Gesellschaft wegen übermässiger Verschuldung in der Schuldenfalle landet, will niemand daran schuld sein – die Schuld wird auf das Kollektiv abgewälzt. Das Kollektiv wird mitschuldig. In diesem Sinn soll dieses Buch ebenso ein Plädoyer für die Übernahme von Verantwortung und gegen die organisierte Verantwortungslosigkeit sein. Diese Verantwortung tragen sowohl die Kreditnehmer als auch jene, die Kredite vergeben. Übernehmen beide diese Verantwortung nicht, dann droht mit der übermässigen Verschuldung die Schuldenfalle. Aus der Ausdehnung der Freiheit und grösseren Handlungsspielräumen, die sich aus Kredit und Kreditwürdigkeit ergeben, wird dann plötzlich Unfreiheit und Handlungsunfähigkeit.



# Schuld, Schulden und die deutsche Finanzkrise von 1931

*Tobias Straumann*

## *Die Warnung*

Im Januar 1930 reiste der Zürcher Bankier Felix Somary nach Heidelberg, um einen Vortrag über den Zustand der Weltwirtschaft zu halten. Der Anlass fand auf Einladung von Alfred Weber, dem Bruder des 1920 verstorbenen Soziologen Max Weber, statt und zog ein prominentes Publikum an. Somary präsentierte eine düstere Sicht der Dinge. Er glaubte, dass die Probleme der österreichischen Bodencreditanstalt und der Banque der Bruxelles im Anschluss an den Kurssturz der New Yorker Börse vom Oktober 1929 «die Einleitung zur schwersten seit einem Jahrhundert erlebten Krise bedeuten, die Einleitung nur, den ersten Akt und dass wir nicht in Wochen, auch nicht in Monaten, sondern erst in Jahren daraus herauskommen werden».

Somarys pessimistischer Ausblick fusste auf der Analyse der internationalen Schuldenverhältnisse, die sich aus dem Weltkrieg und dem Vertrag von Versailles ergeben hatten. «Was treibt uns in die Krise hinein? Das ungeheure Mass an unerfüllten Forderungen. Die europäischen Staaten sollen Schulden an Amerika abzahlen, und da niemand weiss, wie

dies auf die Dauer möglich sein soll, hat man den ganzen Betrag Deutschland als Reparationsverpflichtung angelastet.» Um den frühzeitigen Zusammenbruch der internationalen Finanzbeziehungen zu verhindern, hätten die amerikanischen Banken kurzfristige Kredite an Deutschland vergeben, aber dies habe die Verwundbarkeit des Systems nur noch erhöht. «Und hier kommen wir zum stärksten Gefahrenpunkt der Krise: Seit dem Gelingen der Währungsstabilisierung sind in wachsendem Mass auswärtige Kredite nach Deutschland und den österreichischen Sukzessionsstaaten gelegt worden, die Summe der in Deutschland allein arbeitenden fremden Gelder dürfte die ganze englische Vorkriegsstaatsschuld erheblich überschreiten.»<sup>1</sup>

Die Zuhörer Somarys in Heidelberg, darunter angesehene Wirtschaftsführer, Journalisten und Professoren, waren skeptisch. Sie glaubten nicht, dass eine grössere Krise im Anzug sei. Als Somary einen weiteren Vortrag wenige Wochen später im Hotel Kaiserhof in Berlin hielt, herrschte im Publikum eine ähnliche Skepsis vor. Der berühmte Berliner Professor Werner Sombart und der ehemalige Direktor der Siemens & Halske AG Max Haller glaubten, es handle sich nur um ein Gewitter, das schnell an Europa vorbeiziehen würde. Somary beharrte aber auf seiner Meinung und sollte bald recht behalten. Ein grosser Sturm war im Anzug und sollte in Europa und insbesondere Deutschland jahrelang grossen wirtschaftlichen Schaden anrichten, mit verheerenden politischen Konsequenzen.<sup>2</sup>

*Anatomie der deutschen Finanzkrise*

Zwischen 1929 und 1932 brach die globale Industrieproduktion um ein Drittel ein, der Welthandel schrumpfte um zwei Drittel, und die Rohmaterial- und Nahrungsmittelpreise sanken um die Hälfte. Besonders schlimm war die Kombination von Depression und Deflation in Deutschland und den Vereinigten Staaten. 1932 erreichte die Arbeitslosigkeit in beiden Ländern über 20 Prozent, in bestimmten Regionen näherte sie sich gar der Schwelle von 50 Prozent an. Es handelte sich um den schlimmsten Wirtschaftseinbruch seit Beginn der Industrialisierung.

In Deutschland kulminierte der Zerfall der Wirtschaft in der Finanzkrise im Sommer 1931. Ihren Anfang nahm sie, als anfangs Juni die Regierung unter Reichskanzler Heinrich Brüning anlässlich der Ankündigung von neuen Sparmassnahmen und Steuererhöhungen erklärte, dass «[d]ie Grenze dessen, was wir unserem Volke an Entbehrungen aufzuerlegen vermögen», erreicht sei. Ausserdem forderte die deutsche Regierung eine Revision der Reparationsverträge: «Die Regierung ist sich bewusst, dass die aufs äusserste bedrohte wirtschaftliche und finanzielle Lage des Reichs gebieterisch zur Entlastung Deutschlands von untragbaren Reparationsverpflichtungen zwingt.»<sup>3</sup>

Die Ankündigung löste sofort einen starken Abfluss von Devisen ins Ausland aus und brachte Deutschland in Liquiditätsnot. US-Präsident Herbert Hoover versuchte darauf, mit dem Vorschlag eines einjährigen Moratoriums aller Zahlungen auf kriegsbedingte Schulden die Situation zu beruhigen, aber weil die französische Regierung mehr als zwei Wochen gebraucht hatte, bis sie dem Hoover-Moratorium zustimmte, verpuffte die positive Wirkung des

Vorschlags. Gleichzeitig geriet die Darmstädter und Nationalbank (Danatbank), eine der Berliner Grossbanken, immer mehr in Schieflage. Einer ihrer grössten Kunden, der Bremer Textilkonzern Nordwolle, hatte grosse Verluste erlitten und stand vor der Insolvenz, wodurch die Danatbank grosse Abschreibungen vornehmen musste. Die Bank kam auch durch den kontinuierlichen Abfluss von ausländischen Guthaben unter Druck, war sie doch besonders schwach kapitalisiert und verfügte nur über wenig Liquiditätsreserven.<sup>4</sup> Kanzler Brüning beschloss deshalb, die Schalter der Danatbank am Montag, 13. Juli, geschlossen zu halten und eine Garantie für alle Einlagen zu übernehmen, um ein Ausbreiten der Vertrauenskrise zu verhindern. Genau das Gegenteil passierte. Es kam zu einem generellen Run auf die Grossbanken und einzelnen Sparkassen, worauf die Regierung zwei Bankfeiertage verordnete und die Börse vorübergehend schloss. Am Mittwoch, 15. Juli, verhängte Brüning Kapitalverkehrskontrollen, um den Abfluss von Gold und Devisen zu beenden. Mitte September vereinbarte Deutschland mit den Gläubigerbanken ein Stillhalteabkommen, was die kurzfristigen Gelder auf eine bestimmte Zeit einfrore. Auch diese Massnahme war gedacht, um den Abfluss von Gold und Devisen in den Griff zu bekommen.

### *Das Ende der Krise*

Die deutsche Finanzkrise hatte enorme Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. Sie war es, die die globale Rezession in eine Depression verwandelte.<sup>5</sup> Im September 1931 sah

sich die britische Regierung gezwungen, den Goldstandard aufzuheben und abzuwerten, weil die Panik auf den internationalen Finanzmärkten zu einem starken Gold- und Devisenverlust der Bank of England geführt hatte. Viele Regierungen folgten dem britischen Beispiel. Die Abwertung des Pfunds löste einen Run auf den US-Dollar aus, weil die Anleger befürchteten, dass auch die USA bald abwerten würden. Das Fed jedoch wollte dies nicht zulassen und erhöhte die Zinsen, was die Panik zwar erfolgreich beendete, dafür aber eine Bankenkrise auslöste, was die US-Wirtschaft weiter schwächte. Die Stabilität des Dollars war einstweilen gerettet, doch der Preis für diese Rettungsaktion war hoch.

Wegen der grossen Zahl von Krisen herrschte am Ende des Jahres 1931 tiefer Pessimismus. Der Historiker Arnold Toynbee bezeichnete es deshalb als «annus terribilis». In seinem jährlichen Bericht zuhanden des Royal Institute of International Affairs, der im Oktober 1932 publiziert wurde, schrieb Toynbee: «The year 1931 was distinguished from previous years - in the <post-war> and in the <pre-war> age alike - by one outstanding feature. In 1931, the men and women all over the world were seriously contemplating and frankly discussing the possibility that the Western system of Society might break down and cease to work.»<sup>6</sup>

Die Welle von Abwertungen, Schuldenstreichungen und Bankenrettungen war aber zugleich die entscheidende Voraussetzung für das Ende der Depression. Felix Somary publizierte deshalb im Juni 1932 ein Büchlein mit dem Titel *Krisenwende?*, indem er nicht mehr düstere Prognosen verbreitete, sondern gegen den herrschenden Pessimismus anschrieb. Denn Somary war überzeugt: «Ja, es ist Bankrott,

kein Zweifel. Aber sagen wir besser: Es ist auch Schluss des Bankrotts; denn was heute sich abspielt, ist nur ein Konkurs ohne Ende [...]. Will man Vertrauen schaffen, gehortetes Geld in die Wirtschaft zurückbringen, die internationalen Kreditbeziehungen wiederherstellen, so muss man endlich die Wahrheit sagen.»<sup>7</sup>

Auch diesmal lag Somary richtig. Die Kapitalverkehrskontrollen, die Sanierung der Banken und die Aussetzung der Kriegsschulden, die zunächst nur für ein Jahr galt und an der Konferenz von Lausanne im Juli 1932 dann offiziell sanktioniert wurde, gaben den deutschen Behörden Raum für eine expansive Geld- und Finanzpolitik. Bereits in der zweiten Jahreshälfte 1932 begann sich die deutsche Wirtschaft zu erholen. Politisch kam die Krisenwende freilich zu spät. Der Zusammenbruch der Banken und das weitere Absinken der Wirtschaftsleistung bis zum Sommer 1932 spielten den Nationalsozialisten und den Kommunisten in die Hände. Bei den Reichstagswahlen im Juli 1932 erreichte die NSDAP 37,3 Prozent, die KPD 14,3 Prozent. Im November 1932 erlitt die NSDAP zwar einen Verlust von 4,2 Prozent, aber die KPD und die republikfeindliche rechte Deutschnationale Volkspartei (DNVP) legten um 2,6 Prozent beziehungsweise um 2,4 Prozent zu. Im Januar 1933 ernannte Reichspräsident Paul von Hindenburg schliesslich Hitler zum Reichskanzler. Das Verhängnis nahm seinen Lauf.

### *Staatsschulden und Innenpolitik*

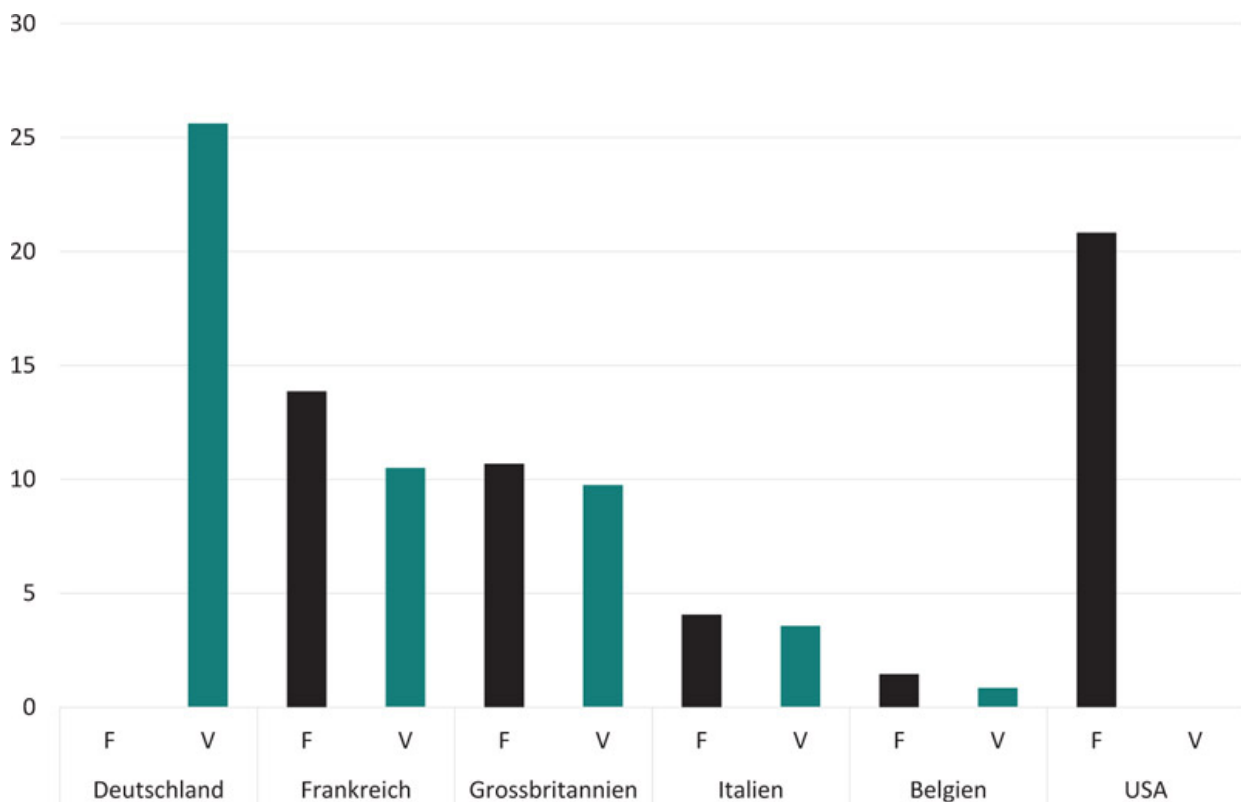
Bereits die Zeitgenossen, aber noch viel mehr die Nachgeborenen stellten sich immer wieder die Frage, ob es

möglich gewesen wäre, die tickende Zeitbombe die Schulden betreffend rechtzeitig zu entschärfen. Theoretisch hätte durchaus die Möglichkeit bestanden, die staatlichen und privaten Bilanzen nach dem Krieg möglichst schnell abzuschreiben. Aber sobald man die innenpolitischen Verhältnisse berücksichtigt, wird es schwierig, sich eine historisch realistische Alternative auszudenken. Überall gab es Vetokräfte, die sich einer Neuregelung der Schuldenverhältnisse entgegenstellten. US-Präsident Herbert Hoover schrieb 20 Jahre später in seinen Memoiren: «It is easy for the reader to look back and say that from the very beginning we should have anticipated the European storm and enacted in advance unprecedented measures to counteract it. America had never before been confronted with such a combined domestic and foreign storm and, therefore, had little experience by which it could be guided. Whatever our apprehensions may have been, it can be said at once that neither the American people nor the Congress would have approved such unprecedented measures before these ill winds began to strike our shores. It is not given to mortals clearly to foresee the violence of the emergence of hidden forces of destruction.»<sup>8</sup>

Natürlich hatte Hoover jeden Grund, seine allzu spät erfolgte Intervention zur Vermeidung der deutschen Finanzkrise zu rechtfertigen. Seine Einschätzung, dass die amerikanische Bevölkerung für einen frühzeitigen Schuldenschnitt nicht zu haben gewesen wäre, deckt sich mit derjenigen vieler zeitgenössischer Beobachter und der nachgeborenen Historiker.<sup>9</sup> Und solange Washington nicht bereit war, auf seine auf umfangreichen Kriegskrediten beruhenden Forderungen gegenüber Frankreich und

Grossbritannien zu verzichten, waren Paris und London auf hohe Reparationszahlungen Deutschlands angewiesen und einem Schuldenschnitt abgeneigt. Das britische Wirtschaftsmagazin *The Economist* bezeichnete die internationale Schuldensituation zu Recht als «colossal structure of inter-Governmental obligations».<sup>10</sup> Abbildung 1 zeigt die Verteilung der Forderungen und Verbindlichkeiten unmittelbar vor dem Inkrafttreten des Hoover-Moratoriums im Juli 1931.

Abbildung 1: Zwischenstaatliche Schulden am 1. Juli 1931 (in Milliarden US-Dollar)



Legende: F = Forderungen, V = Verbindlichkeiten. Quelle: Moulton und Pasvolsky (1932).

Wie sehr die amerikanische Weigerung, die Kriegskredite abzuschreiben, die Suche nach einer gangbaren Lösung



erschwerte, lässt sich an jedem der drei Reparationsabkommen zwischen dem Ende des Ersten Weltkriegs und dem Ausbruch der deutschen Finanzkrise 1931 nachweisen. Das erste Abkommen beruhte auf dem sogenannten Londoner Zahlungsplan vom Mai 1921, der mit einem Ultimatum an Deutschland verbunden war. Es versuchte, durch die Aufspaltung der Reparationszahlungen in drei Tranchen eine Balance zu finden zwischen dem innenpolitischen Bedürfnis nach Bestrafung Deutschlands, der deutschen Zahlungsfähigkeit und der amerikanischen Weigerung, die Forderungen drastisch zu reduzieren. Die deutschen Reparationen wurden in drei Tranchen eingeteilt. Die A-Bonds (12 Milliarden Goldmark) umfassten die eigentlichen Reparationen, das heisst die Entschädigungen für die im Krieg erfolgte Zerstörung von Land, Häusern und gewerblichem Eigentum. Im Verhältnis zum deutschen BIP (rund 20 Prozent) machten sie etwa gleich viel aus wie die Summe, die Frankreich 1871 den siegreichen Deutschen hatte bezahlen müssen. Die B-Bonds (38 Milliarden Goldmark) enthielten den Betrag, den Deutschland zur Abzahlung der britischen und französischen Schulden gegenüber den USA zu leisten hatte. Die C-Bonds (82 Milliarden Goldmark) schliesslich waren symbolisch, um die innenpolitischen Stimmen zu beruhigen, die ein hartes Vorgehen gegen das besiegte Deutschland forderten. Zusammen ergab sich daraus die fantastische Summe von 132 Milliarden Goldmark, was rund 250 Prozent der volkswirtschaftlichen Leistungsfähigkeit Deutschlands vor dem Weltkrieg entsprach. Um der deutschen Regierung zu signalisieren, dass die Summe zu einem wesentlichen Teil nur symbolischen Wert hatte, setzten die Alliierten die

jährlichen Zahlungen auf ein Mass an, das durchaus realistisch war.

Aber so ausgeklügelt das Schema auch war, letztlich handelte es sich doch nur um eine Quadratur des Kreises. Die hohe Summe von 132 Milliarden Goldmark diente nur symbolischen Zwecken, stärkte aber dennoch alle Revisionisten in Deutschland. Als Folge der aufgeheizten Stimmung verzögerte die deutsche Regierung die Zahlungen. Daraufhin besetzten im Januar 1923 belgische und französische Truppen das Ruhrgebiet, um die Reparationen in Form von Kohlelieferungen zu sichern. Die deutschen Arbeiter reagierten mit Arbeitsverweigerung, während die deutsche Regierung die dadurch entstandenen Lohnausfälle mit Notenbankgeld kompensierte. Das Anwerfen der Druckerpresse führte nach wenigen Monaten zu einer Hyperinflation und zum Absturz der Währung. Der Versuch der Alliierten, Deutschland dazu zu zwingen, angemessen hohe, aber auch ökonomisch tragbare Reparationen zu entrichten, war vollkommen gescheitert.

Mit dem Dawes-Plan von 1924, benannt nach dem amerikanischen Geschäftsmann, General und Politiker Charles Dawes, nahm man einen neuen Anlauf, um ein funktionierendes Zahlungsschema zu etablieren. Die beiden vorrangigen Ziele waren der Abzug der belgischen und französischen Truppen aus dem Ruhrgebiet und eine schnelle Erholung der deutschen Wirtschaft. Die Alliierten kamen Deutschland in vielerlei Hinsicht entgegen. Sie organisierten eine internationale Anleihe, deren Summe von 800 Millionen Goldmark zur Stärkung der Devisenreserven der Reichsbank und zur Zahlung der Reparationen gedacht war. Die jährlichen Zahlungen wurden vorübergehend

gesenkt, um der deutschen Wirtschaft und dem deutschen Staatshaushalt Luft zu verschaffen. Des Weiteren baute man einen sogenannten Transferschutz ein, der es Deutschland erlaubte, die Reparationszahlung auszusetzen, wenn es an den notwendigen Devisen fehlte. Damit wollte man sicherstellen, dass der Goldstandard nicht durch den Kapitalexport unterminiert werden konnte. Schliesslich sicherten Belgien und Frankreich zu, die Truppen bis August 1925 aus dem Ruhrgebiet zurückzuziehen und in Zukunft auf solche Strafaktionen zu verzichten.

Aber das Problem wurde nur entschärft, nicht gelöst. Die Alliierten setzten einen Generalbevollmächtigten für Reparationszahlungen in Berlin ein und stellten die Reichsbank und die Reichsbahn unter internationale Kontrolle. Dies wurde von vielen Deutschen als illegitimer Eingriff in die Souveränität verstanden. Zähneknirschend akzeptierte eine für die Rechtsgültigkeit erforderliche Zweidrittelmehrheit des Reichstags den Dawes-Plan, nur weil die Alternativen noch schlechter waren. Des Weiteren enthielt der Dawes-Plan keine definitive Reparationssumme, sondern regelte nur die jährlichen Zahlungen. Und schliesslich schuf die Einführung des Transferschutzes ein zusätzliches Problem. Die neue Klausel bedeutete nämlich, dass die privaten Gläubiger, die Geld an deutsche Firmen und Behörden liehen, Vorrang hatten gegenüber den Reparationsgläubigern. Dadurch befeuerte der Dawes-Plan die grossen Kreditströme nach Deutschland, die den Schuldenstand des Landes gegenüber ausländischen Gläubigern vergrösserten.<sup>11</sup> Eine Art internationales Ponzi-Schema entstand: Deutschland verschuldete sich bei amerikanischen Banken, um die Bezahlung der

Reparationen zu finanzieren, die von Frankreich und Grossbritannien teilweise dazu verwendet wurden, um ihre Schulden gegenüber den Vereinigten Staaten abzutragen. Der Wirtschaftshistoriker Stephen Schuker spricht deshalb zu Recht von «American Reparations to Germany».<sup>12</sup>

Verhängnisvoll war nicht nur, dass die amerikanischen Banken mit Euphorie den Kreditboom anheizten, weil sie davon profitieren konnten, dass die deutschen Schuldner wegen der unsicheren politischen Lage und der geschwächten Kapitalbasis der Wirtschaft besonders hohe Zinsen zu zahlen bereit waren, sondern dass auch die deutschen Behörden und Politiker grosses Interesse an hohen Schulden hatten, wie ein internes Memorandum des Auswärtigen Amts von 1927 zeigt: «Je grösser unsere private Verschuldung, umso kleiner unsere Reparationsleistungen. Indem wir einen Teil des Transfers mit privaten Schulden belegen, entziehen wir uns in gleichem Grade unseren Reparationsverpflichtungen.»<sup>13</sup> Berlin begann die Reparationsschulden und die Schulden gegenüber ausländischen Banken gegeneinander auszuspielen.

Der Generalbevollmächtigte für Reparationszahlungen in Berlin, der junge Amerikaner Parker Gilbert, merkte jedoch bald, welche negative Konsequenzen der Dawes-Plan hatte, und drängte auf eine Revision. Zudem ergaben Gespräche zwischen dem französischen Aussenminister Aristide Briand und seinem deutschen Amtskollegen Gustav Stresemann, dass Frankreich zu einem vorzeitigen Abzug seiner Truppen aus dem Rheinland bereit wäre, wenn ein definitives Reparationsabkommen vereinbart werden würde. Ein Expertengremium unter der Leitung des amerikanischen