

## BÜCHER

---

---

### **Die aktuelle Krise im wirtschaftshistorischen Vergleich mit der Großen Depression der 1930er-Jahre**

Rezension von: Barry Eichengreen, *Die großen Crashes 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt*, FinanzBuch Verlag, München 2015, 560 Seiten, gebunden, € 34,99; ISBN 978-3-89879-890-7.

---

---

#### **1. Einleitung**

Wie stellt sich die Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/09 aus einer wirtschaftshistorischen Perspektive dar? Inwieweit waren die Reaktionen wirtschaftspolitischer EntscheidungsträgerInnen in den USA und in Europa seit dem Ausbruch der Finanzkrise durch Erfahrungen und Lektionen aus der Großen Depression der 1930er-Jahre beeinflusst?

Diese Fragen stehen im Zentrum des vorliegenden Buches von Barry Eichengreen. Wer nach wirtschaftsgeschichtlicher Expertise sucht, wird kaum qualifiziertere Menschen als Eichengreen finden, der Professor für Ökonomie an der University of California (Berkeley) ist. Seit Langem zählt Eichengreen zu den renommiertesten Experten bezüglich der Geschichte der Großen Depression der 1930er-Jahre und des Goldstandards. Dies belegen nicht nur zahlreiche Fachpublikationen zu diesem Themenkreis, wie etwa das Buch „Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression“ (1996).

Eichengreen brachte sich seit 2008 auch wiederholt medienwirksam in die wirtschaftspolitische Debatte ein, indem er in aktuellen Fragen der Geld- und Fiskalpolitik sowie der Finanzmarktregulierung auf die Wichtigkeit wirtschaftshistorischer Zusammenhänge verwies.<sup>1</sup> Das Bemühen Eichengreens um eine fundierte historische Perspektive auf die Wirtschaftspolitik auf beiden Seiten des Atlantiks ist angesichts des ahistorischen Forschungszugangs eines großen Teils der neoklassisch geprägten *Mainstream*-ÖkonomInnen von besonderer Relevanz.

Im hier zu besprechenden Band liefert Eichengreen eine detail- und umfangreiche Vergleichsstudie zwischen der Großen Depression der 1930er-Jahre und den Ereignissen seit dem Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/09; jener Periode also, die unter „Große Rezession“ firmiert. Der Autor verweist auf interessante, nicht immer naheliegende Parallelen: So sieht er etwa historische Ähnlichkeiten zwischen der Häuserpreisblase im Florida der 1920er-Jahre und der explosionsartigen Entwicklung der Immobilienpreise in Spanien bzw. Irland bis 2007; zwischen beschwichtigenden Versicherungen von ÖkonomInnen und PolitikerInnen, die sowohl in den späten 1920er-Jahren als auch vor der Finanzkrise 2008/09 wortgewaltige Rechtfertigungen parat hatten, um Blasenbildungen an Immobilien- und Aktienmärkten als Ausdruck „gesunder Fundamentaldaten“

kleinzureden; zwischen der Verleugnung der Krise und ihres Ausmaßes seitens wirtschaftspolitischer VerantwortungsträgerInnen; zwischen einigen Bankenpleiten in 1929 und dem Beinahe-Kollaps des Finanzsystems aufgrund der Pleite von Lehman Brothers im Jahr 2008; und auch zwischen dem betrügerischen Wirken von Charles Ponzi in den 1920er-Jahren und jenem von Bernie Madoff sowie anderen FinanzmarktakteurInnen 80 Jahre später.

Bemerkenswert ist, dass Eichengreen sich nicht eingehend mit der Rolle von steigenden Einkommensungleichheiten in den Vorkrisenjahren von Großer Depression und „Großer Rezession“ im historischen Vergleich auseinandersetzt, obwohl einige Forschungsarbeiten mittlerweile darauf hinweisen, dass steigende Einkommensungleichheit in Verbindung mit der Deregulierung von Finanzmärkten zur Entstehung finanzmarktbezogener und makroökonomischer Instabilitäten beitragen.<sup>2</sup>

Gleichzeitig arbeitet Eichengreen auch zentrale historische Unterschiede heraus: Während sich bspw. die Finanzkrise der 1930er-Jahre in den USA auf das Bankensystem konzentrierte, spielte das Schattenbankensystem – „*[the system of] levered non-bank investment conduits, vehicles, and structures*“<sup>3</sup> – für den Crash 2008 eine besonders destabilisierende Rolle. Ein weiteres Beispiel für einen wesentlichen Unterschied besteht in der Bedeutung der automatischen Stabilisatoren für die Abfederung der Krise: Weil es heute stärker ausgebaute Sozialstaaten gibt als noch in den 1920er- und 1930er-Jahren, federten bspw. der automatische Anstieg der Staatsausgaben in Bezug auf Arbeitslosigkeit und andere Sozialausgaben das Ausmaß der Krise ab, weil sie die Einkommen breiter Bevölkerungsgruppen stabilisierten: „Das Wachstum des staatlichen Einflusses [gegenüber den 1930er-Jahren] stärkte die Effektivität fiskalischer Stabilisierungsmaßnahmen.“ (S. 349)<sup>4</sup> Zudem habe die internationale Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken und Regierungen der USA und Europas in der Finanzkrise ab 2008 deutlich besser funktioniert als dies nach dem Crash 1929 der Fall gewesen war, was die Effektivität der Krisenbekämpfung positiv beeinflusste.

## **2. Systemzusammenbruch verhindert, an wirtschaftlicher Erholung gescheitert**

Die zentrale These des Buches lässt sich folgendermaßen zusammenfassen: Als die Finanzkrise 2008 über die USA und Europa hereinbrach, setzten die wirtschaftspolitischen VerantwortungsträgerInnen – vielfach geleitet durch die Erfahrungen der tiefen Krise der 1930er-Jahre – zunächst auf beiden Seiten des Atlantiks im Großen und Ganzen die richtigen Maßnahmen. Die zuständigen Zentralbanken – die Fed in den USA und die EZB in Europa – stellten in enormem Ausmaß Liquidität bereit, um den totalen Zusammenbruch des Banken- und Finanzsystems zu verhindern. Kurzzeitig erkannten die handelnden Personen sowohl in den USA als auch in Europa die Notwendigkeit, über defizitfinanzierte Konjunkturprogramme auf koordinierte Weise den Wirtschaftskreislauf wieder in Gang zu bringen. Indem die Wiederholung zentraler Fehler der 1930er-Jahre – nämlich das Verfolgen einer restriktiven Fiskal- bzw. Geldpolitik, welche die Krise verschärft – vermieden wurde, konnte sich 2008/09 keine neue Große Depression Bahn brechen.

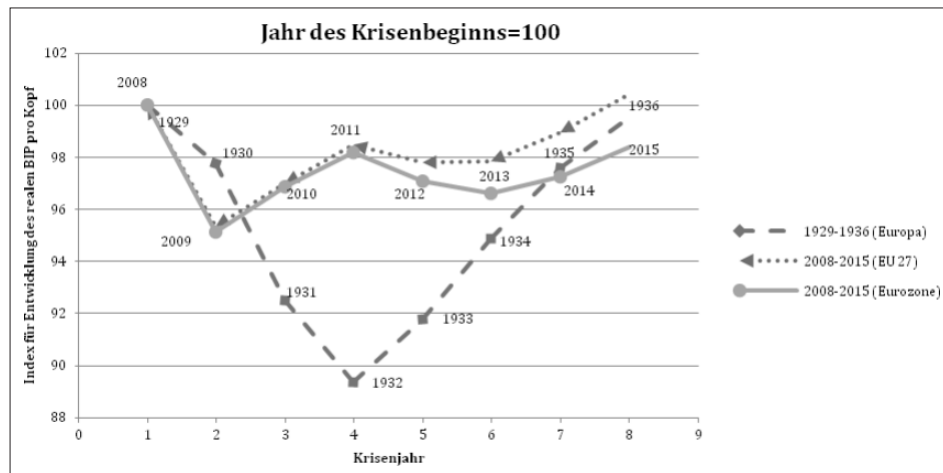
An diesem Punkt kommt Eichengreen jedoch auf den aus seiner Sicht zentralen Punkt zu sprechen, der die Basis für die schwache wirtschaftliche Erholung seit 2010 legt: „Es steckt eine Menge Ironie in der Tatsache, dass gerade die erfolgreiche Abwendung eines wirtschaftlichen Zusammenbruchs wie in den 1930er-Jahren verhinderte, dass die Politiker für eine stärkere Erholung sorgen konnten.“ (S. 20) Weil die handelnden Personen aus den Fehlern der 1930er-Jahren zumindest so weit die richtigen Lehren gezogen hatten, dass sie den totalen Systemzusammenbruch verhindern konnten, untergruben sie das Fundament für eine fortgesetzt expansive Wirtschaftspolitik, die jedoch notwendig gewesen wäre, um die Erholung weiter zu unterstützen. Zudem drängte der Banken- und Finanzsektor mithilfe seiner LobbyistInnen erfolgreich auf ein baldiges *business as usual* und schwächte die Argumente der Reformkräfte für eine radikale Veränderung der Regulierungsarchitektur. Eine fundamentale Neugestaltung des Finanzsystems, wie sie insbesondere Präsident Franklin D. Roosevelt in den USA während der 1930er-Jahre im Zuge des „New Deal“ durchgesetzt hatte, blieb auf beiden Seiten des Atlantiks aus. Die Konsequenz besteht darin, dass das Finanzsystem heute nicht weniger fragil ist als vor der Krise. So drohen etwa *Too-Big-To-Fail*-Banken, der unregulierte Schattenbankensektor und ein nach wie vor im Allgemeinen hypertropher Finanzsektor bei der nächsten Finanzkrise neuerlich nicht nur das Finanzsystem in den Abgrund zu reißen, sondern auch die zu weiteren Finanzmarkt-Rettungsaktionen gezwungenen Staaten in den fiskalischen Ruin zu treiben: „Genau der Erfolg, mit dem die Politiker den Schaden der schlimmsten Finanzkrise in 80 Jahren abwendeten, bedeutet, dass wir wahrscheinlich in weniger als 80 Jahren eine weitere solche Krise erleben werden.“ (S. 478)

### 3. Europa: Krise damals, Krise heute

Der Fokus von Eichengreens Ausführungen liegt im historischen Detail häufiger auf den USA als auf Europa; dennoch hat Eichengreen auch viel zu europäischen Geschehnissen und Begebenheiten zu sagen. Diese Buchbesprechung konzentriert sich aus den Gründen geografischer Nähe und wirtschaftspolitischer Relevanz nachfolgend vor allem auf einige wesentliche Fragen der europäischen Wirtschaftspolitik und Finanzmarktregulierung.

Eichengreens Buch kommt auf 560 Seiten gänzlich ohne Tabellen und Abbildungen aus. In Bezug auf die Erfahrungen Europas erscheint jedoch folgende Grafik geeignet, die wirtschaftliche Entwicklung im historischen Vergleich zu veranschaulichen: Abbildung 1 zeigt die Veränderung des realen BIP pro Kopf in den Jahren 1929-1936 für Europa (strichlierte Linie) sowie für die Jahre 2008-2015 jeweils für die EU-27 (gepunktete Linie) und für die Eurozone (durchgezogene Linie). Es lässt sich erkennen, dass der wirtschaftliche Einbruch in Europa während der Großen Depression der 1930er in den ersten Krisenjahren deutlich heftiger ausfiel als die Krise 2008/09; ab dem vierten Krisenjahr (1932) ist jedoch ein starker V-förmiger Erholungsverlauf zu erkennen.

Im historischen Vergleich erscheint die wirtschaftliche Entwicklung Europas zwischen 2008 und 2015 als besonders problematisch. Denn Abbildung 1 macht nicht nur deutlich, dass das reale BIP pro Kopf 2015 in der Eurozone noch unter

**Abbildung 1: Reales BIP pro Kopf in den Krisen 1929ff und 2008ff in Europa**

Daten: Maddison Project, AMECO (Stand: 5.11.2015); eigene Berechnungen.

dem Vorkrisenniveau lag, sondern auch, dass seit dem Eintreten der *Double-Dip*-Rezession im Jahr 2011 keine nennenswerte Erholungsdynamik zu verzeichnen ist. Europa hatte sich 1936 – im achten Jahr seit Ausbruch der Krise – bereits deutlich stärker von der Großen Depression erholt als dies für die Eurozone in Bezug auf die „Große Rezession“ der Fall ist. Vor diesem historischen Hintergrund erscheint es als durchaus gerechtfertigt, die anhaltenden makroökonomischen Probleme im Euroraum als wirtschaftliche „Depression“ zu bezeichnen.

Der Verlauf des realen BIP pro Kopf in Abbildung 1 drängt eine Frage auf: Wodurch ist die Erholung von der Finanzkrise in den Jahren 2010-2015 insbesondere in der Eurozone negativ beeinflusst worden? Folgt man Eichengreens Argumenten, ist die schwache wirtschaftliche Entwicklung maßgeblich auf wirtschaftspolitische Fehler zurückzuführen.

#### 4. Die geldpolitischen Fehler der EZB

Aus den Ausführungen des Berkeley-Professors lassen sich drei zentrale Fehler der Geldpolitik im Euroraum herausdestillieren: Erstens verabsäumte es die EZB, in den Jahren 2010/11 als *Lender of Last Resort* für Staatsanleihen zu fungieren. Dadurch ließ sie jene panikartigen Kursbewegungen an den Staatsanleihemärkten zu, die Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien aufgrund der sprunghaft steigenden Zinsbelastung in bedrohliche Finanzierungsschwierigkeiten trieb. Erst Mitte 2012 kündigte Mario Draghi an, dass die EZB alles in ihrer Macht Stehende tun werde, um den Euro zu retten, was auch zu einer Beruhigung an den Finanzmärkten führte.<sup>5</sup>

Zweitens erhöhte die EZB 2011 in zwei Schritten die Leitzinsen, obwohl die wirtschaftliche Erholung schwach und unvollständig war – eine Entscheidung, die historische Erfahrungen bezüglich schleppender Erholungen nach schweren Fi-

nanz- und Bankenkrise unberücksichtigt ließ. Drittens brachte die EZB erst Anfang 2015 ein *Quantitative-Easing*-Programm auf den Weg, welches das Ziel verfolgt, die Konjunktur und die Inflation in der Eurozone anzuheizen. Das aktuelle QE-Programm der EZB ist im vorliegenden Band aus zeitlichen Gründen noch gar nicht enthalten.

Die Fed setzte hingegen unter Ben Bernanke deutlich aggressivere Maßnahmen als die EZB unter Jean-Claude Trichet, um die amerikanische Konjunktur durch das Aufkaufen von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren zu unterstützen und um Deflationstendenzen vorzubeugen.<sup>6</sup>

Warum war die Geldpolitik der Fed deutlich expansiver? Eichengreen erklärt dies speziell damit, dass die „Inflationsparanoia“ – charakterisiert durch völlig übertriebene Warnungen vor kurz bevorstehender „explodierender Inflation“ trotz eines Umfelds extrem niedriger Zinsen und erheblicher wirtschaftlicher Unterauslastung – in europäischen Zentralbankkreisen noch stärker ausgeprägt ist als unter amerikanischen Notenbankern; und dass dementsprechend die Geldpolitik der EZB konservativer ausgerichtet ist. Die Deutsche Bundesbank ist die notorischste Verweigerin unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen. Die kontextunabhängige Angst vor plötzlich stark steigender Inflation erklärt Eichengreen mit den fest in der deutschen Zentralbankkultur verankerten, traumatischen Erfahrungen mit der Hyperinflation der frühen 1920er-Jahre. In den USA hingegen seien Schlüsselpersonen im Federal Reserve System stärker durch die Deflationserfahrungen während der Großen Depression der 1930er-Jahre geprägt, weshalb Bernanke, Yellen & Co. auch eine größere Bereitschaft zur aggressiven Nutzung der gesamten Zentralbankbilanz hätten als Issing, Weidmann & Co: „Tatsächlich hielt sich die Besorgnis lange, dass die Zentralbanken zur Entwertung der Währungen neigen könnten. In Europa war dies wegen der Erfahrungen der 1920er-Jahre tief verwurzelt. Diese Voreingenommenheit wurde nun durch die Sorge verstärkt, dass sich die monetären Behörden ins Marktgeschehen einmischten und den Druck verringerten, strukturelle Reformen durchzuführen, indem sie die Wirtschaft künstlich stützten. Diese Argumente veränderten die Politik zunehmend, auch wenn die Gefahren, auf die sie hinwiesen, größtenteils illusorisch waren.“ (S. 352)

### 5. Aktuelle Austeritätspolitik aus historischer Perspektive

Neben den genannten geldpolitischen Fehlern der EZB, die als Teil der Erklärung der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung der Eurozone seit 2010 ins Treffen geführt werden, sieht Eichengreen jedoch den zentralen wirtschaftspolitischen Fehler in der Eurozone in einer völlig verfehlten Fiskalpolitik. Der Schwenk zur Austeritätspolitik, der insbesondere in der Eurozonenperipherie einschneidende Staatsausgabenkürzungen und Steuererhöhungen bedeutete, führte ab 2010/11 in einen weiteren wirtschaftlichen Einbruch, was auch die durchgezogene Linie in Abbildung 1 ab dem vierten Krisenjahr zeigt. Gleichzeitig trug die fiskalpolitische Zurückhaltung in den „Kernländern der Eurozone“ – Deutschland, Österreich etc. – dazu bei, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in der Eurozone sich nicht nachhaltig von der Krise erholen konnte: „So verschoben sich die

Schwerpunkte nach einer kurzen Phase 2008 und 2009, als die Analogie zur Großen Depression im Mittelpunkt des Denkens der Politiker stand und die Priorität war, die Wirtschaft um jeden Preis zu stabilisieren. Jetzt hatte der Haushaltsausgleich Priorität [...] Diese Verschiebung geschah trotz der Tatsache, dass die Erholung weiterhin enttäuschend verlief. Statt die Fehler der 1930er-Jahre zu vermeiden, schienen die Politiker sie schon beinahe absichtlich zu wiederholen.“ (S. 353)

In diesem Zusammenhang verweist Eichengreen auf mehrere historische Perioden, in denen Budgetkonsolidierungsmaßnahmen zur Verschärfung negativer gesamtwirtschaftlicher Kreislaufeffekte in einer Krise beigetragen hatten: insbesondere auf die katastrophalen gesamtwirtschaftlichen Folgen der Sparpolitik unter dem bereits autoritär regierenden Kanzler Heinrich Brüning in Deutschland (Reichskanzler März 1930 bis Mai 1932), welche das Land in die Deflation führte; sowie auf den Glauben an die positiven Effekte eines ausgeglichenen Staatshaushaltes unter Präsident Herbert Hoover in den USA (1929-1933), als der damalige US-Finanzminister Andrew Mellon argumentierte, „man könne das Vertrauen wiederherstellen, indem man fiskalische und finanzielle Redlichkeit walten ließ und Interventionen der Regierung einschränkte“ (S. 193).<sup>7</sup> Diese Argumentation erinnert frappant an jene von hochrangigen wirtschaftspolitischen AkteurInnen seit 2010 in Europa. So verlangten etwa der deutsche Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble und der damalige EZB-Präsident Jean-Claude Trichet nicht nur drastische Kürzungen von Staatsausgaben, um das „Vertrauen“ der Finanzmärkte in die Staatshaushalte der Eurozonenländer wiederherzustellen; sie propagierten ab 2010 auch vehement die Vorstellung „expansiver Austeritätspolitik“, das heißt positiver Wachstumseffekte durch Budgetkonsolidierungsmaßnahmen.<sup>8</sup>

Die Erwartung „nicht-keynesianischer Effekte“ von fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen gründet auf der Annahme, dass die WirtschaftsakteurInnen antizipieren würden, dass heute durchgesetzte Staatsausgabenkürzungen eine geringere zukünftige Steuerlast bedeuten, weshalb KonsumentInnen mehr ausgeben und Unternehmen mehr investieren und so die negativen Wachstumseffekte der Budgetkonsolidierungsmaßnahmen mehr als kompensieren würden. Namhafte ÖkonomInnen nahmen durch fragwürdige Empfehlungen Einfluss auf wirtschaftspolitische EntscheidungsträgerInnen. So hielt Alberto Alesina, führender Ökonom im Bereich der Forschung zu „nicht-keynesianischen Effekten“ von Fiskalpolitik, im April 2010 einen Vortrag beim Ecofin-Meeting der EU-Wirtschafts- und FinanzministerInnen. Bei diesem Anlass versicherte er den anwesenden PolitikerInnen, es sei nicht davon auszugehen, dass einschneidende Budgetkonsolidierungsmaßnahmen einer Erholung der europäischen Wirtschaft im Weg stehen würden.<sup>9</sup>

Die von Alesina und anderen ÖkonomInnen vertretene Erwartung positiver Wachstumseffekte von Budgetkonsolidierungsmaßnahmen war von vornherein völlig verfehlt, wenn man ein wenig Vorwissen über die historischen Erfahrungen mit tiefen Wirtschaftskrisen und über gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge voraussetzt. Der zentrale Erklärungsfaktor für die schwache wirtschaftliche Erholung von der Finanz- und Wirtschaftskrise in Europa wird von Eichengreen im historischen Kontext dementsprechend klar herausgearbeitet: „Was fiskalische An-

reize betrifft, hätte man viel von John Maynard Keynes und anderen Fachleuten lernen können, deren Arbeiten von der Großen Depression beeinflusst wurden, aber es wurde auch vieles vergessen (S. 17) [...] Das Schlimmste, was Regierungen tun können, so schlussfolgerten Ökonomen [als Reaktion auf die Große Depression der 1930er-Jahre], [...] ist die Erhöhung der Steuern und die Kürzung der Staatsausgaben in Zeiten einer Wirtschaftskrise.“ (S. 350)

Unter den während der „Großen Rezession“ vorherrschenden makroökonomischen und institutionellen Rahmenbedingungen war Fiskalpolitik in Europa besonders effektiv, das heißt die Fiskalmultiplikatoren waren höher als eins.<sup>10</sup> Auch das ist eine Parallele zu den 1930er-Jahren, weil Eichengreen mit Ko-AutorInnen in einer empirischen Analyse besonders hohe Fiskalmultiplikatoren für die Große Depression fand.<sup>11</sup>

## 6. Goldstandard damals, Eurozone heute?

Für die aktuelle wirtschaftspolitische Debatte höchst relevante historische Erkenntnisse lassen sich zudem aus Eichengreens Ausführungen zu den Zeiten des Goldstandards ableiten. Laut Eichengreen galt der Goldstandard in den 1920er-Jahren als Garant für wirtschaftliche und finanzielle Stabilität; ähnliches kann für den Euro bis kurz vor der Krise gesagt werden. Zwar unterscheiden sich die institutionellen Charakteristika des Euro erheblich von jenen des Goldstandards, aber dennoch bestehen relevante Parallelen: Für Mitgliedsländer des Goldstandards war die Währung an den Goldpreis gebunden; dementsprechend konnten europäische Goldblockländer wie Deutschland, Frankreich oder Großbritannien nicht nach eigenem Ermessen ihre Währung abwerten. Sie mussten vielmehr ausreichende Goldreserven halten, um so zu demonstrieren, dass ihre Währung glaubwürdig an den Goldpreis gekoppelt war.

„[Der Goldstandard] verhinderte die Finanzkrise 1931 nicht, sondern trug zu ihrer Entwicklung bei“ (S. 22), schreibt Eichengreen. „Zunächst, weil er zu einem falschen Verständnis von Stabilität führte, wodurch große Mengen von Krediten in Länder flossen, die schlecht für den Umgang mit ihnen gerüstet waren. Das Ergebnis waren Anstürme auf die Banken und Zahlungsbilanzkrisen, weil die Investoren an der Fähigkeit der Behörden zweifelten, ihre Banken und Währungen zu verteidigen.“ (S. 22) Die Parallelen mit der Eurozone liegen auf der Hand: Da ist erstens der Umstand, dass der Euroraum ein fixes Wechselkursregime ist, in dem einzelne Mitgliedsländer keine Währungsabwertungen vornehmen können. Ähnlich der Situation der Goldblockländer in den 1920er- und 1930er-Jahren sind die geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten einzelner Euroländer stark eingeschränkt. Eurozonenländer haben *de facto* keine Kontrolle über die Währung, in der sie sich verschulden. Im Euroraum führte dies 2010/11 zu Panikverkäufen an den Staatsanleihemärkten, die mehrere Länder an den Rand des Staatsbankrottes trieben.<sup>12</sup>

Da ist zweitens die Entstehung von massiven Leistungsbilanzungleichgewichten in der Eurozone während der Vorkrisenjahre; zwischen Defizitländern wie etwa Spanien, Griechenland und Irland auf der einen Seite und Überschussländern wie Deutschland,<sup>13</sup> den Niederlanden und Österreich auf der anderen Seite

– wobei die Entstehung dieser Leistungsbilanzungleichgewichte nach der Einführung des Euro mit massiven Kapitalzuflüssen in die Eurozonenperipherie einherging. Drittens ist da die historische Ähnlichkeit bzgl. der verfehlten Einschätzung, die Einführung der gemeinsamen europäischen Währung sei ein Garant für Stabilität – ähnlich der Überzeugung, der Goldstandard mache die Entstehung von Ungleichgewichten und Finanzkrisen quasi unmöglich.

Eichengreen beschreibt, dass jene Länder, die Anfang der 1930er-Jahre den Goldstandard verließen – bspw. Großbritannien, Schweden, Dänemark und Norwegen – zu einer raschen Erholung ansetzten, nachdem sie ihre Währungen abgewertet hatten. Dies wird auch anhand des V-förmigen Erholungsverlaufes des BIP pro Kopf aus Abbildung 1 deutlich (strichlierte Linie). Während Goldblockländer in den 1930er-Jahren durch eine unilaterale Entscheidung den Goldstandard abschaffen konnten, ist ein Austritt aus dem Euro vertraglich nicht vorgesehen und aufgrund der institutionellen und wirtschaftlichen Gegebenheiten wesentlich problematischer als das Abschaffen des Goldstandards.

Im hier besprochenen Band scheut Eichengreen davor zurück, die entscheidende Frage klar zu beantworten, ob es für die Eurozonenländer am besten wäre, das Euro-Projekt aufzugeben, gleichwohl er eindringlich beschreibt, dass die Reformschritte der letzten Jahre – bspw. bezüglich der Errichtung einer Bankenunion – nicht ausreichen, um die gemeinsame Währung krisenfest und zukunftsfähig zu machen. An anderer Stelle zeigte Eichengreen (2010) jedoch vor einigen Jahren eindringlich die möglichen negativen Konsequenzen des Ausscheidens einzelner oder mehrerer Länder aus dem Euroraum auf. Dabei verwies er nicht nur auf das durch unkontrollierte Währungsabwertungen bedingte Risiko von Kaskadeneffekten, die kurzfristige Turbulenzen an den Finanzmärkten auf die Realwirtschaft hätten; vielmehr sah er auch wahrscheinliche negative mittel- und langfristige Konsequenzen als massives Problem, die sich in einem neuen europäischen Regime des nationalen Isolationismus vor allem aus einer Schädigung bilateraler und multilateraler Beziehungen zwischen den europäischen Ländern ergeben könnten. Ein Austritt einzelner Länder aus der gemeinsamen Währung zöge aus dieser Sichtweise enorme Folgekosten nach sich, die höchstwahrscheinlich die möglichen Vorteile des Austritts deutlich übertreffen würden; und zwar nicht nur für die austretenden Länder selbst, sondern auch für den Rest Europas.

Was wäre also aus Eichengreens Sicht wirtschaftspolitisch zu tun, um den Euro trotz der durch das fixe Wechselkursregime und die institutionellen Unvollkommenheiten der Währungsraum-Architektur (Stichwort: fehlende Fiskalunion) bedingten Einschränkungen wieder funktionsfähiger zu machen? Die Mindestanforderung besteht darin, dass auch in Überschussländern – allen voran Deutschland, aber auch in Österreich, den Niederlanden etc. – die Einsicht gedeihen müsste, dass der Euro als gemeinsame Währung ein System darstellt, in dem sowohl Defizit- als auch Überschussländer eine Verantwortung für die Stabilität der Finanzmärkte und der Makroökonomie tragen. Eine Anpassungsstrategie, die ausschließlich auf Lohnkürzungen und Austeritätspolitik in den Defizitländern setzt, würgt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ab und führt – wie dies im Euroraum bereits seit längerem der Fall ist – in Richtung Deflation. Vor allem Deutsch-



land müsste kräftige Lohnerhöhungen durchsetzen, um den Abbau der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse zu starten und die makroökonomische Anpassung in den Defizitländern zu erleichtern, wo aufgrund der deflationären Entwicklung die reale Schuldenlast immer weiter zunimmt. Die historischen Erfahrungen mit dem Goldstandard lehren, dass die makroökonomische Anpassung im Euroraum nur dann erfolgreich sein können, wenn sowohl Defizit- als auch Überschussländer ihren Teil beitragen.<sup>14</sup>

### **7. Wirtschaftliche Depression, Rechtsextremismus und Demokratie**

Wie dringlich das Finden wirtschaftspolitischer Lösungen für die anhaltenden makroökonomischen Probleme in der Eurozone ist, zeigt Eichengreen nicht zuletzt dadurch auf, dass eine ungelöste Krise den Aufstieg rechtsextremer Parteien begünstigt und damit die demokratischen Strukturen untergräbt. Der Berkeley-Professor untersuchte mit Ko-Autoren die Determinanten von rechtspolitischem Extremismus; mit dem zentralen Ergebnis, dass nicht das laufende Wirtschaftswachstum, sondern die kumulative Tiefe einer Wirtschaftskrise entscheidend für die Erklärung des Aufstiegs rechtsextremer politischer Gruppierungen ist. Mit anderen Worten: Ein Jahr tiefe Krise reiche noch nicht aus, um Rechtsextremismus zum Aufstieg zu verhelfen, aber eine über viele Jahre andauernde Depression schaffe einen idealen Nährboden.<sup>15</sup>

Für Europa bedeutet das nichts Gutes, wenn man Abbildung 1 noch einmal betrachtet: Die wirtschaftliche Erholung von der Finanz- und Wirtschaftskrise blieb auch im achten Krisenjahr äußerst schwach, die Arbeitslosigkeit verharrt dementsprechend auf hohem Niveau. Die weiter oben diskutierten wirtschaftspolitischen Fehler der letzten Jahre haben insbesondere die Eurozone in eine persistente Unterauslastungskrise gedrückt. Wer das Erstarken rechtsextremer Parteien in mehreren europäischen Ländern während der letzten Jahre verstehen bzw. erklären will, muss aus diesem Blickwinkel die anhaltende wirtschaftliche Depression in weiten Teilen Europas berücksichtigen. Die Arbeit von Eichengreen und anderen WirtschaftsforscherInnen ist somit auch für aktuelle Demokratiedebatten zur Entwicklung der politischen Systeme in Europa von hoher Bedeutung.

### **8. „Bailouts“, Finanzialisierung und Krise**

Eichengreen argumentiert, dass es den handelnden Personen nach Ausbruch der Finanzkrise auf beiden Seiten des Atlantiks gelang, den Zusammenbruch des Finanzsystems zu vermeiden, weil sie aus den Fehlern der 1930er-Jahre gelernt hatten. Aus einem Blickwinkel Kritischer Politischer Ökonomie ist die Sichtweise von Eichengreen sicherlich zu euphorisch: Die Rettungsaktionen für den Finanzsektor waren mehr durch den Zwang zum Handeln als durch eine durchdachte Strategie bestimmt; die Krise überraschte die an die Effizienz lax regulierter Finanzmärkte glaubenden EntscheidungsträgerInnen und traf sie nahezu völlig unvorbereitet. Die *Bailouts* waren nicht an strikte Bedingungen gekoppelt, die auch die Allgemeinheit an zukünftigen Gewinnen des Finanzsektors partizipieren hätte lassen: Die Bankenrettungsaktionen durch Zentralbanken und Staat verhinderten

enorme Verluste großer Finanzvermögen; gleichzeitig schulterten die SteuerzahlerInnen sowohl in den USA als auch in Europa die finanziellen Kosten und Risiken der Rettungspolitik. Die Kosten der Austeritätspolitik fielen nicht zuletzt in Form von sinkenden Einkommen, geschwächten sozialen Sicherungsnetzen und höherer Arbeitslosigkeit bei ArbeitnehmerInnen und sozial Unterprivilegierten an. Die VerursacherInnen der Exzesse des Finanzsektors kamen hingegen größtenteils ungeschoren davon.

Nicht nur blieb ein radikaler Regimewechsel in der Regulierung des Finanzsektors wie etwa unter Roosevelts „New Deal“ in den 1930er-Jahren aus, was Eichengreen mit den Erfolgen des verhinderten Systemzusammenbruchs erklärt; auch eine Verkleinerung hypertropher Finanzinstitutionen gelang nicht. Im Gegenteil: Der Bankensektor ist nicht nur in den USA, sondern vor allem in Europa heute stärker konzentriert und damit nicht weniger fragil als vor der Finanzkrise; und das Problem eines unregulierten Schattenbankensektors besteht weiterhin. Aus einer Perspektive der Kritischen Politischen Ökonomie kamen in all diesen und vielen anderen Aspekten die Widersprüche des Kapitalismus in der Phase nach dem Ausbruch der Finanzkrise der Jahre 2008/09 weit stärker zum Vorschein, als dies Eichengreen thematisiert.<sup>16</sup>

Während Eichengreen im historischen Detail sehr überzeugend Parallelen und Unterschiede zwischen der Großen Depression und der „Großen Rezession“ herausarbeitet, besteht ein Schwachpunkt seiner Analyse auch darin, dass er die Bedeutung der Finanzialisierung und des neoliberalen ideologischen Unterbaus für die Wirtschaftspolitik seit den 1980er-Jahren für die USA und Europa kaum thematisiert. Eichengreen ist freilich nicht blind für die ideologischen Entwicklungen in Zeiten des Neoliberalismus: „Insbesondere bei Leuten wie Fed-Chairman Greenspan traf die Theorie von den effizienten Märkten auf offene Ohren. Aber die Rolle von Ideologie ging über die Hallen der Fed hinaus. 1992 bewegte sich die Demokratische Partei [unter Bill Clinton] in eine unternehmensfreundliche Richtung.“ (S. 92) Und auch den Zusammenhang zwischen den Deregulierungsmaßnahmen der 1980er- und 1990er-Jahre und dem rasanten Wachstum des Finanzsektors lässt er nicht unerwähnt: „Das Resultat dieser [Deregulierungs-]Maßnahmen war ein massiver Anstieg der Größe, Komplexität und der Verschuldung der US-Finanzinstitute.“ (S. 93) Wer sich jedoch auf der Grundlage dieser zitierten Passagen eine eingehende Beschäftigung mit der Rolle von Ideologie für das Handeln von FinanzmarktakteurInnen und wirtschaftspolitischen EntscheidungsträgerInnen erwartet, wird bei Eichengreen nicht fündig werden. Warum haben neoklassisch geprägte *Mainstream*-ÖkonomInnen die Krise weitgehend unbeschadet überstanden, obwohl sie den Crash weder kommen sahen noch sinnvolle wirtschaftspolitische Lösungsansätze zu bieten hatten? Welche Rolle spielen die weiterhin sehr engen finanziellen und personellen Beziehungen zwischen makroökonomischer bzw. finanzmarktbezogener *Mainstream*-Forschung und dem Finanzsektor? Wer Antworten auf diese Fragen sucht, sollte sich nicht mit Eichengreens hier besprochenem Band, sondern mit den ideologiekritischeren Arbeiten von heterodoxen ÖkonomInnen wie Philip Mirowski beschäftigen.<sup>17</sup>

Der vorliegende Band stellt dennoch eine hervorragende Arbeit auf dem Gebiet wirtschaftsgeschichtlicher Forschung dar; er hat zudem höchste Relevanz für ak-

tuelle wirtschaftspolitische Debatten. Die Lektüre lohnt sich sowohl für akademische ÖkonomInnen als auch für wirtschaftspolitische EntscheidungsträgerInnen und geschichtlich Interessierte. Das Lesen des Buches setzt jedoch ein gewisses Vorwissen zu den geld-, fiskal- und regulierungspolitischen Debatten der letzten Jahre voraus; nicht alle Fachausdrücke werden eingehend erklärt, ein Grundverständnis für gesamtwirtschaftliche und finanzmarktbezogene Zusammenhänge wird vorausgesetzt. Davon abgesehen besticht Eichengreen jedoch durch seine einzigartigen Kenntnisse der historischen Zusammenhänge sowie durch zahlreiche Anekdoten und Geschichten zum Wirken der handelnden Personen; diese Kombination macht die Lektüre des dicken Wälzers erstaunlich kurzweilig. Abschließend sei erwähnt, dass die hier besprochene deutsche Übersetzung von Eichengreens Buch an vielen Stellen besser sein könnte. Wer nicht vor 500 Seiten englischsprachiger Wirtschaftsliteratur zurückschreckt, sollte deshalb die englische Originalversion lesen, die unter dem Titel „Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History“ erschienen ist.<sup>18</sup>

Philipp Heimberger

### Anmerkungen

- <sup>1</sup> Siehe z. B. Eichengreen, O'Rourke (2009); Eichengreen (2015a).
- <sup>2</sup> Siehe z. B. Belabed (2015); Stockhammer (2015); Trappl (2015); van Treeck (2015).
- <sup>3</sup> McCully (2007) 2.
- <sup>4</sup> Selbst der Internationale Währungsfonds veröffentlichte 2015 ein analytisches Kapitel zur Bedeutung automatischer Stabilisatoren für das Ausgleichen konjunktureller Schwankungen (IMF 2015).
- <sup>5</sup> Siehe z. B. Sarka et al. (2015).
- <sup>6</sup> Siehe z. B. Mody (2014).
- <sup>7</sup> Eine systematischere und umfangreichere Abhandlung zu den (ideen-)geschichtlichen Hintergründen von Austeritätspolitik liefert Blyth (2013). Siehe die Rezension in „Wirtschaft und Gesellschaft“ 41/4 (2015) 615ff.
- <sup>8</sup> Trichet (2010); Schäuble (2011).
- <sup>9</sup> Alesina (2010).
- <sup>10</sup> Siehe z. B. Blanchard, Leigh (2013).
- <sup>11</sup> Almunia et al. (2010).
- <sup>12</sup> Siehe z. B. DeGrauwe, Ji (2013).
- <sup>13</sup> Zur besonderen Rolle der deutschen Lohnzurückhaltungspolitik in den Vorkrisenjahren für die Entstehung der Leistungsbilanzungleichgewichte hat Eichengreen nicht viel zu sagen. Siehe hierzu etwa Bofinger (2015).
- <sup>14</sup> Siehe hierzu auch O'Rourke, Taylor (2013).
- <sup>15</sup> De Bromhead et al. (2013).
- <sup>16</sup> Für eine Vertiefung einiger der angeführten Argumente aus Sicht einer Kritischen Politischen Ökonomie siehe z. B. Jäger, Springler (2015).
- <sup>17</sup> Siehe Mirowski (2014).
- <sup>18</sup> Eichengreen (2015b)

**Literatur**

- Alesina, Alberto, Fiscal adjustments: lessons from recent history (= vorbereitete Rede für das Ecofin-Meeting am 15.4.2010 in Madrid); online: [http://scholar.harvard.edu/files/alesina/files/fiscaladjustments\\_lessons-1.pdf?m=1360040905](http://scholar.harvard.edu/files/alesina/files/fiscaladjustments_lessons-1.pdf?m=1360040905) (zuletzt abgerufen am 8.12.2015).
- Almunia, Miguel; Benetrix, Agustin; Eichengreen, Barry; O'Rourke, Kevin; Rua, Gisela, From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons, in: *Economic Policy* 25/4 (2010) 219-265.
- Belabed, Christian, Income Distribution and the Great Depression (= IMK Working Paper 153, Düsseldorf 2015).
- Blanchard, Olivier; Leigh, Daniel, Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers (= IMF Working Paper 1301, Washington, D.C., 2013)
- Blyth, Mark, Austerity. The history of a dangerous idea (Oxford und New York 2013).
- Bofinger, Peter, German wage moderation and the EZ crisis, in: *VoxEU* (30.11.2015); <http://www.voxeu.org/article/german-wage-moderation-and-ez-crisis> (zuletzt abgerufen am 8.12.2015).
- De Bromhead, Alan; Eichengreen, Barry; O'Rourke, Kevin, Political Extremism in the 1920s and 1930s: Do German Lessons Generalize?, in: *The Journal of Economic History* 73/2 (2013) 371-406.
- DeGrauwe, Paul; Ji, Yumei, From Panic-Driven Austerity to Symmetric Macroeconomic Policies in the Eurozone, in: *Journal of Common Market Studies* 51 (2013) 31-41.
- Eichengreen, Barry, Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939 (Oxford und New York 1996).
- Eichengreen, Barry, The break-up of the euro area, in: Alesina, Alberto et al. (Hrsg.), *Europe and the Euro* (Chicago 2010) 11-51.
- Eichengreen, Barry, Saving Greece, Saving Europe, in: *Project Syndicate* (13.7.2015a); <http://www.project-syndicate.org/commentary/greece-debt-agreement-risks-by-barry-eichengreen-2015-07> (zuletzt abgerufen am 9.11.2015).
- Eichengreen, Barry, Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History (Oxford und New York 2015b).
- Eichengreen, Barry; O'Rourke, Kevin, A Tale of Two Depressions, in: *VoxEU* (4.6.2009); <http://www.voxeu.org/article/tale-two-depressions-what-do-new-data-tell-us-february-2010-update> (zuletzt abgerufen am 9.11.2015).
- International Monetary Fund, Can Fiscal Policy Stabilize Output?, in: *Fiscal Monitor* „Now is the Time. Fiscal Policies for Sustainable Growth“ (April 2015) 21-48.
- Jäger, Johannes; Springler, Elisabeth (Hrsg.), *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures. Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives* (London und New York 2015).
- McCully, Paul, *Teton Reflection* (= Global Central Bank Focus by PIMCO, Newport Beach, CA, 2007).
- Mirowski, Philip, *Never Let A Serious Crisis Go To Waste. How Neoliberalism Survived the Financial Meltdown* (London 2014).
- Mody, Ashoka, The ECB must – and can – act, in: *Bruegel Blog* (6.5.2014); <http://bruegel.org/2014/05/the-ecb-must-and-can-act/> (zuletzt abgerufen am 30.11.2015).
- O'Rourke, Kevin; Taylor, Alan, Cross of Euros, in: *Journal of Economic Perspectives* 27/3 (2013) 167-192.
- Saka, Orkun; Fuertes, Ana-Maria; Kalotychou, Elena, ECB Policy and Eurozone Fragility: Was DeGrauwe Right?, in: *Journal of International Money and Finance* 54 (2015) 168-185.

- Schäuble, Wolfgang, Why austerity is the only cure for the eurozone, in: Financial Times (5.9.2011); online; <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/97b826e2-d7ab-11e0-a06b-00144feabdc0.html> (zuletzt abgerufen am 8.12.2015).
- Stockhammer, Engelbert, Rising inequality as a cause of the present crisis, in: Cambridge Journal of Economics 39/3 (2015) 935-958.
- Trappl, Stefan, Funktionale und personelle Einkommensverteilung in der „Großen Depression“ und in der „Großen Rezession“: Survey über Theorien, bisherige Ergebnisse und stilisierte Fakten, in: Wirtschaft und Gesellschaft 41/3 (2015) 409-447.
- Trichet, Jean-Claude, Interview with La Repubblica (16. June 2010); online: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100624.en.html> (zuletzt abgerufen am 8.12.2015).
- Van Treeck, Till, Inequality, the crisis and stagnation, in: European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention 12/2 (2015) 158-169.