

Nicht zuletzt ist Obamas nationaler Diskurs – „We Are All United“ – in hohem Maße problematisch. Mit seinem Nationalismus ebnet er genau diejenigen Klassenwidersprüche ein, die in der aktuellen Wirtschaftskrise aufbrechen und aus linker Perspektive aufgegriffen und thematisiert werden müssten. Obama hat ein offenes Ohr für die Probleme „der Mittelklasse“, doch der im Englischen durchaus geläufige Begriff „Working Class“ will ihm nicht über die Lippen kommen. Seine Rhetorik ist integrativ und vermeidet die Konfrontation entlang von Klassenidentitäten. Auch außenpolitisch hat das Folgen: Obama gibt den Amerikanern den nationalen Stolz wieder, der ihnen unter Bush abhanden gekommen ist. Dabei war der kollektive Scham über Guantánamo und Abu-Ghraib vielleicht gar nicht so schlecht. Doch anstatt die Anti-Bush Stimmung in einen Friedensdiskurs zu überführen, öffnet Obama nun Tür und Tor für einen „weichen US-Imperialismus“ à la Clinton.

### Die Weichen werden gestellt

Bereits zwei Tage nach seinem Wahlsieg ernannte Obama den ehemaligen Clinton Berater und konservativen Demokraten Rahm Emanuel zu seinem „Chief of Staff“. Die Botschaft richtete sich vor allem an die Eliten im Land: Obama ist eine sichere Option – der Status quo ist nicht gefährdet. Und für den Fall, dass die linken Teile der demokratischen Basis es nicht verstanden hatten, interpretierte der Fraktionsvorsitzende der Demokraten im Senat, Harry Reid, den Wahlsieg noch einmal für alle: „Obamas Sieg ist kein Mandat für eine bestimmte Partei oder für eine Weltanschauung, sondern ein Mandat, die Dinge, die uns trennen, zu überwinden, und uns darauf zu konzentrieren, die Arbeit anzupacken.“ (*San Francisco Chronicle*, 6. November 2008). Nancy Pelosi, die demokratische Sprecherin im Abgeordnetenhaus, beeilte sich hinzuzufügen: „Das Land muss aus der Mitte heraus regiert werden!“ (ebd.). Kurz nach dem Wahlsieg haben die Demokraten damit begonnen, diesen politisch auszugestalten. Obama selbst hält sich weiterhin bedeckt. Und unter seinen Kampagnenaktivisten macht sich der erste Unmut breit, dass er seinen Beraterstab nun aus den Reihen ehemaliger Clinton-Mitarbeiter rekrutiert. In den nächsten Wochen werden die Weichen neu gestellt. Es bleibt abzuwarten, ob die US-amerikanische Linke in diesen Prozess zu intervenieren vermag.

Trevor Evans

## Die gegenwärtige Finanzkrise und die Grenzen der US-amerikanischen Geldpolitik

Die gerade erfolgten Wahlen in den USA fanden in einer ähnlichen Situation statt, wie diejenigen, bei denen George W. Bush vor acht Jahren zum ersten Mal zum Präsidenten gewählt wurde. Wie damals geht gerade ein Wirtschaftsaufschwung zu Ende. Im Jahr 2000 endete mit dem Platzen der Aktienblase der „New Economy“-Boom und 2001 folgte eine Rezession. Die gegenwärtige Situation ist allerdings viel ernster. Der ökonomische Aufschwung, der 2002 begann, war noch viel mehr als sonst vom privaten Konsum abhängig. Dieser wurde zu einem großen Teil dadurch finanziert, dass viele Haushalte die steigenden Immobilienpreise nutzten, um immer weitere Hypotheken aufzunehmen. Die Immobilienpreise begannen aber Ende 2006 zu fallen und seit August 2007 schlitterte der US-amerikanische Finanzmarkt in die größte Krise seit den 1930er Jahren. Nachdem sich diese Krise im September 2008 nochmals dramatisch verschärfte, legte die amerikanische Regierung ein 700 Mrd. Dollar Programm auf, um faule Kredite und schlechte Wertpapiere aufzukaufen. Aber nicht einmal damit konnte die Abwärtsspirale aufgehalten werden, eine Teil-Verstaatlichung von einigen der größten Banken des Landes wurde notwendig. Damit konnte zwar bislang ein finanzieller Kollaps vermieden werden, doch bereits seit 2007 hatte sich das Wirtschaftswachstum abgeschwächt, ein Trend, der durch die Finanzkrise nochmals erheblich verstärkt wird, so dass eine ernsthafte Rezession bevor steht.

Die gegenwärtige Krise stellt den Kulminationspunkt einer Entwicklungsphase des US-amerikanischen Kapitalismus dar, die in den frühen 1980er Jahren begonnen hat. Diese Phase war vor allem durch die Versuche der Großunternehmen beherrscht, einen Ausweg aus den ökonomischen Schwierigkeiten der 1970er Jahre zu finden. Sie war aber auch stark durch die von der Regierung Reagan in den 1980er Jahren begonnene Deregulierungspolitik bestimmt, die von Clinton in den 1990er Jahren noch weiter verstärkt wurde. Die wesentlichen Eigenschaften dieser Phase sind allgemein bekannt:

- Der Finanzsektor erhielt eine größere Bedeutung. Banken und andere Finanzunternehmen eigneten sich einen größeren Teil der gesamten Profitmasse an und sie zwangen die übrigen Unternehmen dazu, stärker auf kurzfristige fi-

nanzielle Erträge zu achten. Gleichzeitig engagierten sich viele Nicht-Finanzunternehmen im Finanzmarkt und erzielten dort steigende Teile ihres Gewinns.

- Die wichtigen Großunternehmen haben ihre Aktivitäten schon lange global geplant. Die US-amerikanischen Unternehmen haben in den 1950er Jahren extensiv in Kanada und in den 1960er Jahren in Europa investiert. Seitdem haben sie ihre Auslandsinvestitionen auch auf viele Entwicklungs- und Schwellenländer ausgedehnt. Diese Auslandsinvestitionen US-amerikanischer Konzern waren deutlich profitabler als die Investitionen ausländischer Konzerne in den USA.

- Die Verhandlungsmacht der Arbeiterklasse, aber auch der Beschäftigten aus der Mittelschicht wurde erheblich geschwächt. Dies hatte zur Folge, dass sich die Einkommensverteilung deutlich zugunsten der oberen 20 Prozent und noch deutlicher zugunsten des obersten einen Prozents entwickelt hat.

- Die aggregierten Ausgaben von Haushalten, Unternehmen und dem Staat übersteigen bei weitem den Wert des Bruttoinlandprodukts, die USA haben daher ein enormes Leistungsbilanzdefizit, sie importieren weit mehr Güter und Dienstleistungen als sie exportieren. Dieses Defizit ist nur möglich, weil permanent ausländisches Finanzkapital in die USA fließt, womit die Schulden von Haushalten, Unternehmen und dem Staat finanziert werden.

Trotz der neoliberalen Forderung nach Deregulierung spielte der Staat makroökonomisch eine wichtige Rolle und dies hatte auch einen gewichtigen Einfluss auf die Struktur des Konjunkturzyklus. Seit den 1980er Jahren gab es drei Aufschwungphasen und jede wurde von einer enormen Ausweitung des Finanzsektors begleitet. Am Ende dieser Aufschwungphasen hat der Staat jedesmal mit einer expansiven Geldpolitik reagiert, um den Abschwung aufzuhalten. Im Ergebnis waren zwar die eigentlichen Rezessionen, bei denen das Bruttoinlandprodukt abnimmt, nur kurz. Es gab aber langgezogene Phasen eines nur ganz schwachen Wachstums, die oft mit steigender Arbeitslosigkeit einher gingen. Der Staat hat zwar die Konsequenzen des Abschwungs gemildert, aber die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Probleme wurden mitgeschleppt und haben sich im Lauf der Zeit immer weiter vergrößert. Es waren diese Probleme, die erklären, warum sich die Schwierigkeiten bei den „subprime“-Hypothesen, die nur einen relativ kleinen Teil des US-amerikanischen Finanzmarktes ausmachen, zu einer großen Finanzkrise führen konnten.

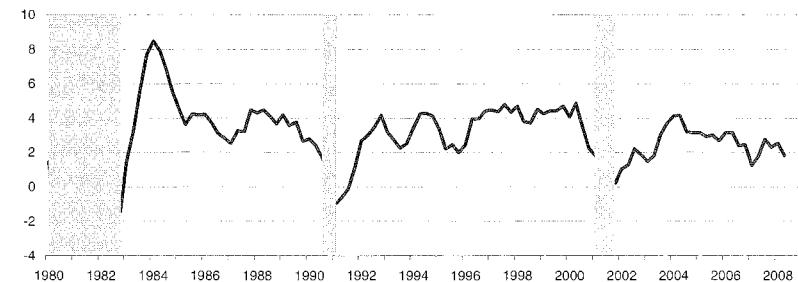
In weiten Teilen der US-amerikanischen Bevölkerung hat die gegenwärtige Entwicklung der Ökonomie zu einem bislang unbekanntem Ausmaß von Belastungen und Unzufriedenheit geführt. Während der letzten Aufschwungphase blieben die Realeinkommen eines Großteils der Bevölkerung im besten Fall stabil. Viele Haushalte konnten ihren Lebensstandard aber nur durch eine zusätzliche Verschuldung aufrecht erhalten. Der starke Anstieg der Lebensmittel- und der

Energiepreise im Jahre 2008 verschlechterte ihre Situation zusätzlich. Überraschenderweise spielte diese Unzufriedenheit während der frühen Phase des Präsidentschaftswahlkampfes nur eine begrenzte Rolle. Erst mit der Verschärfung der Krise im September rückten sie ins Zentrum der Auseinandersetzungen und haben wohl auch nicht unerheblich zum Sieg von Barack Obama beigetragen.

## Die Konturen des Wachstums

Der Verlauf der konjunkturellen Auf- und Abschwungsphasen seit 1980 ist in Abbildung 1 dargestellt. Die erste Aufschwungphase von 1983 bis 1989 war sehr stark von einer expansiven Fiskalpolitik getragen: die Reagan Administration erhöhte erheblich die Militärausgaben und senkte die Unternehmenssteuern. Allerdings ging dies mit einer restriktiven Geldpolitik einher, welche für hohe Zinsen sorgte. Durch das hohe Zinsniveau wurde viel ausländisches Kapital angezogen, womit das Defizit des Staatshaushaltes finanziert werden konnte. Allerdings blieben die Anlageinvestitionen während des gesamten Aufschwungs vergleichsweise niedrig. Stattdessen kam es zu einer Reihe von Unternehmensfusionen und Unternehmensübernahmen, die durch eine weitgehende Deregulation des Finanzsektors erleichtert wurden, da den Firmen erlaubt war sogenannte „junk-bonds“ auszugeben: hochriskante Anleihen (da die Rückzahlung z.B. vom Erfolg eines Übernahmeversuchs abhing), die aber auch weit höher als die üblichen Unternehmensanleihen verzinst wurden. Auf die Übernahmen folgte dann eine Phase der Rationalisierung, bei der auch einzelne Fabriken, die zu dem übernommenen Konzern gehörten, geschlossen wurden, so dass viele Arbeitskräfte bereit waren Lohneinbußen hinzunehmen, um ihre Arbeitsplätze zu behalten. Dieser Aufschwung erreichte 1989 sein Ende, als das Bankensystem nach einer Phase expansiver Kreditvergabe, weitere Ausleihungen stark einschränkte. 1990 folgte eine kurze Rezession.

Abbildung 1: Prozentuale Wachstumsraten des realen BIP der USA



National Income and Product Accounts, Table 1.1.6. Dunkle Flächen zeigen Rezessionen an

Der nächste Aufschwung, der von 1992 bis zum Jahr 2000 dauerte, war zunächst schwach. Die US-Zentralbank hatte auf die Kreditklemme und die Rezession mit einer Senkung der Leitzinsen reagiert und diese blieben auch bis 1994 niedrig. Als daraufhin Dollaranlagen für internationale Anleger weniger attraktiv wurden, sank der Wechselkurs des Dollars und die US-amerikanischen Exporte nahmen zu. Aufgrund der riesigen Staatsverschuldung aus der Reagan-Ära wollten die Regierungen von Bush (senior) und Clinton die Fiskalpolitik aber nicht als Stütze der Ökonomie benutzen. Allerdings wurde die Wirtschaft durch den automatischen Anstieg der Zahlungen von Arbeitslosenunterstützung (mehr Menschen waren arbeitslos) und die sinkenden Steuern stabilisiert. Nach einer Periode schwachen Wachstums in den frühen 1990er Jahren, das kaum zusätzliche Jobs brachte, folgte in der zweiten Hälfte der 90er Jahre aufgrund der Booms der Informationstechnologie das stärkste Wachstum, das die USA seit den 1960er Jahren erlebt hatten. Während dieser Zeit stiegen die Steuereinnahmen so stark, dass der Staatshaushalt sogar einen Überschuss aufwies. Da außerdem die Arbeitslosigkeit zurückging, begannen die Reallöhne zum ersten Mal seit den 1970er Jahren wieder zu steigen. Der Aufschwung hing nun sehr stark von der Kreditaufnahme der Unternehmen ab. Diese finanzierten damit einerseits erhebliche Anlageinvestitionen, andererseits benutzten sie die Kredite aber auch zum Aktienrückkauf, was die Aktienkurse in die Höhe trieb. Letzteres nutzte den institutionellen Investoren (Versicherungen, Pensionsfonds) sowie dem Top-Management, dessen Aktienbesitz in den 1990er Jahren erheblich zugenommen hatte, da ein guter Teil ihrer Bezahlung vermittels Aktienoptionen (Vorkaufsrechte zu besonders günstigen Kursen) erfolgte. In den späten 1990er Jahren zeigte der Aktienmarkt alle Anzeichen einer klassischen Blase: die Aktienkurse stiegen weit schneller als die Unternehmensgewinne. Als die Blase im Jahr 2000 platzte, strichen die Unternehmen ihre Anlageinvestitionen zusammen und die Ökonomie fiel in die nächste Rezession.

Die jüngste Aufschwungphase, die im Jahr 2002 begann, war zunächst ebenfalls schwach. Die Zentralbank hatte auf die Rezession besonders stark reagiert und zwischen 2001 und 2003 die Leitzinsen mehrfach gesenkt. Zusätzlich senkte die Bush-Administration, die 2001 ins Amt gekommen war, noch einmal erheblich die Steuern. Dieses Steuersenkungspaket war zwar schon vor der Rezession konzipiert worden und es begünstigte vor allem die 20 Prozent der Haushalte mit den höchsten Einkommen, aber trotzdem diente es dazu, die Nachfrage zu stärken. Die niedrigen Zinsen setzten eine neue Welle von Fusionen und Übernahmen in Gang, die in vielen Fällen von „private equity“-Firmen (Firmen, die mit privatem Beteiligungskapital und hohen Krediten Unternehmen aufkaufen) initiiert wurden. Wie inzwischen gut bekannt ist, vermehrten sich auch die Hypothekenkredite sehr stark und trotz eines Booms der Bauwirtschaft stiegen die Preise für Häuser in vielen Teilen des Landes

ganz erheblich. Da die Realeinkommen der meisten Haushalte stagnierten, nutzten viele Haushalte die steigenden Immobilienpreise zur Erhöhung ihrer Hypotheken und benutzten das zusätzlich geliehene Geld für die Finanzierung zusätzlichen Konsums. Obwohl auch die Wirtschaft seit 2004 wieder wuchs, war dieses Wachstum gemessen an US-amerikanischen Maßstäben nicht sehr stark.

Wie man aus Tabelle 1 ersehen kann, war das durchschnittliche Wachstum in der Periode von 2002 bis 2007 schwächer als in den beiden vorangegangenen Perioden. Tabelle 1 zeigt auch, dass das Wachstum in dieser Periode fast ausschließlich am privaten Konsum hing. Die Staatsnachfrage, die wenn auch weit weniger, das Wachstum stützte, verdankte sich vor allem den zwischen 2002 und 2004 signifikant gestiegenen Militärausgaben.

Tabelle 1: Beiträge zum Wachstum des BIP

	1983-89	1992-2000	2002-07
Jährliches BIP Wachstum in Prozent	4,33	3,68	2,57
<i>Beiträge zum BIP Wachstum</i>			
Privater Konsum	2,82	2,62	2,10
Anlageinvestitionen	0,86	1,22	0,28
Veränderungen privater Bestände	0,19	0,11	0,06
Nettoexport von Gütern u. Dienstleistungen	-0,31	-0,49	-0,24
Staatskonsum und -investition	0,78	0,21	0,39

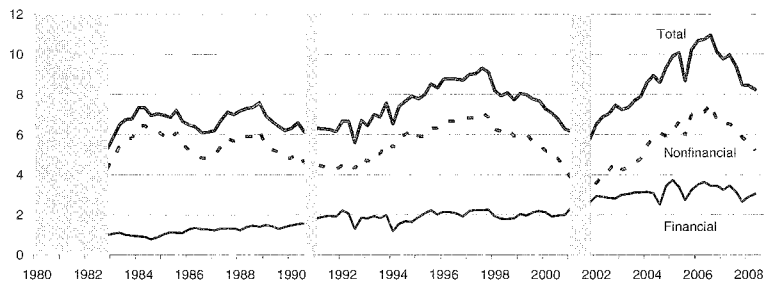
National Income and Product Accounts, Table 1.1.2.

Auf den Ausbruch der Finanzkrise im August 2007 reagierte die Zentralbank mit mehreren Zinssenkungen. Trotzdem stagnierte die Ökonomie im vierten Quartal 2007 und im ersten Quartal 2008, da die Konsumausgaben stagnierten und – als Folge des Kollapses der Bauwirtschaft – die Wachstumsrate der Investitionen stark abnahm. Etwas unerwartet kam es im zweiten Quartal 2008 zu einem leichten Wachstum, aber dies war lediglich die Folge eines Exportanstiegs aufgrund des fallenden Dollarkurses. Als die Rezessionsängste im Frühjahr 2008 stärker wurden, kündigte die Bush-Regierung eine expansive Fiskalpolitik an und stellte 168 Mrd. Dollar bereit; 100 Mrd. Dollar wurden den Haushalten im Juni und Juli als Steuerrückzahlung ausgezahlt und der Rest beinhaltete zusätzliche Investitionsanreize für die Unternehmen. Trotz dieser fiskalischen Maßnahmen stieg die Arbeitslosenrate weiter an.

## Steigende Profitabilität

In der letzten Aufschwungphase war das Wachstum zwar nicht sehr stark, doch die Unternehmensprofite waren außergewöhnlich stark angestiegen. Zwischen 2002 und 2006 hatten sich die Gewinne vor Steuern nahezu verdoppelt, sie stiegen von 730 Mrd. auf 1.400 Mrd. Dollar. Wie in Abbildung 2 zu sehen ist, stieg auch Anteil der Gewinne vor Steuern am Bruttoinlandprodukt (BIP) stark an. Im Jahr 2006 erreichte dieser Anteil ein Niveau, das man zuletzt in der Mitte der 1960er Jahre beobachten konnte, als die USA den Höhepunkt des Nachkriegsbooms erlebten.

Abbildung 2: Anteil des Vorsteuergewinns US-amerikanischer Unternehmen am BIP



National Income and Product Accounts, Table 1.14. Dunkle Flächen zeigen Rezessionen an.

Abbildung 2 zeigt auch wie die Profitabilität des Finanzsektors seit den 1980er Jahren stetig zugenommen hat. Überraschenderweise wurde dieser Anstieg, zumindest bis jetzt, nicht durch den Verlauf des Konjunkturzyklus beeinflusst, sondern hielt auch während der Rezession von 2001 an. Im Unterschied dazu zeigte die Profitabilität der nicht im Finanzsektor tätigen Unternehmen einen stark zyklischen Verlauf mit einem besonders starken Wachstum zwischen 2002 und 2006.<sup>1</sup>

Mehrere Faktoren trugen zu diesem starken Anstieg der Profitabilität bei. Ein ganz offensichtlicher Grund war die Stagnation der Reallöhne bei gleichzeitig steigender Arbeitsproduktivität.<sup>2</sup> Der Anteil der Löhne an der Wertschöpfung fiel von 75% im Jahr 2002 auf 68% im Jahr 2006 (National Income and Product Accounts, Table 1.14).

1 Dabei war der Anteil der Profite der nicht im Finanzsektor tätigen Unternehmen am BIP im Jahr 2006 etwas höher als 1997, die Profitraten auf das vorgeschossene Kapital aber etwas niedriger (Lally/Hodge/Corea 2008).

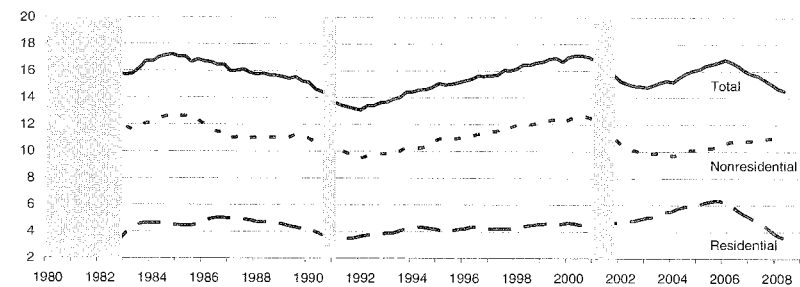
2 Nach Angaben des Department of Labor betrug der durchschnittliche jährliche Anstieg der Arbeitsproduktivität zwischen 1996-2000 2,5%, zwischen 2002-2004 3,5% und zwischen 2005-2007 1,7% (www.bls.gov).

Ein zweiter Faktor, der besonders von William Milberg (2007) betonte wurde, betrifft wachsende Kosteneinsparungen aufgrund der Verlagerung von wichtigen Teilen der Verarbeitungsprozesse in Niedrig-Lohn-Länder. Milberg schätzt, dass derartige Kosteneinsparungen im Jahr 2006 insgesamt etwa 2,8% des BIP betragen haben. Ein bedeutender Wert, wenn man berücksichtigt, dass der Anteil der Unternehmensprofite am BIP in diesem Jahr etwa 11% betragen hat.

Ein dritter Faktor, der zur steigenden Profitabilität beigetragen hat, war die Abwertung des Dollar. Damit stieg der Dollarwert der Profite, die die US-amerikanischen Unternehmen in anderen Ländern erzielt hatten. Ungefähr 20% der Unternehmensprofite werden im Ausland erzeugt, etwa die Hälfte davon in Europa.<sup>3</sup> Der größte Teil der aus Europa stammenden Profite kommt aus Ländern der Eurozone bzw. Ländern deren Währung eng an den Euro gekoppelt ist. Der Wechselkurs des Euro stieg von 0,94 Dollar (2002) auf 1,25 Dollar (2006), ein Anstieg um 33%.

Zwar stieg die Profitabilität während der Aufschwungphase stark an, doch gilt dies nicht im selben Maß für den Umfang der Anlageinvestitionen. Wie man in Abbildung 3 sehen kann, stieg der prozentuale Anteil der Gesamtinvestitionen am BIP zwischen 2003 und 2005, aber dies war im wesentlichen eine Folge des Booms in der Bauwirtschaft, der im Jahr 2006 endete. Der BIP-Anteil der Anlageinvestitionen außerhalb der Bauwirtschaft stieg nur langsam und blieb unter dem Niveau der späten 1990er Jahre.

Abbildung 3: Prozentualer Anteil der privaten Anlageinvestitionen am BIP



National Income and Product Accounts, Table 1.1.5. Dunkle Flächen zeigen Rezessionen an.

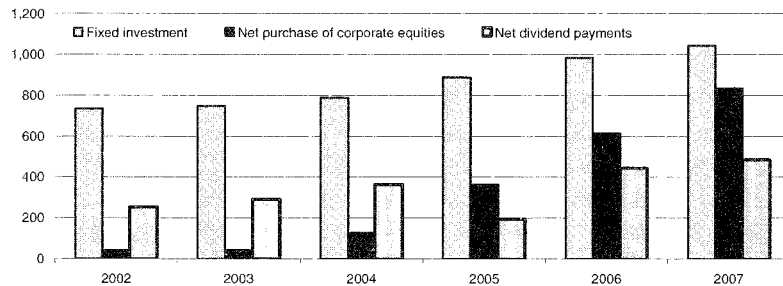
Anlageinvestitionen werden normalerweise von nicht im Finanzsektor tätigen Unternehmen vorgenommen. Dass die Anlageinvestitionen im Aufschwung

3 Im Jahr 2002 betragen die Profite aus dem Ausland 145 Mrd. Dollar oder 19,9% des BIP, davon stammten 65 Mrd. aus Europa, allein 11 Mrd. aus Großbritannien. Im Jahr 2006 waren die Profite aus dem Ausland auf 328 Mrd. Dollar oder 23,4% des BIP angewachsen, wovon 156 Mrd. aus Europa und davon 27 Mrd. aus Großbritannien stammten (Department of Commerce, US International Transactions, Table 1, Table 12, www.bea.gov).

nur schwach zugenommen haben, reflektiert die Stärke des Finanzsektors und ein daraus resultierendes verändertes Verhalten der nicht-Finanzunternehmen: *Erstens* gab es einen signifikanten Anstieg desjenigen Teils der Profite, die als Dividenden ausgeschüttet wurden. In den 1980er Jahren waren dies ungefähr 20% der Vorsteuergewinne; in den 1990er Jahren erhöhte sich dieser Wert auf ca. 40% und in der jüngsten Aufschwungperiode waren es 50% (National Income and Production accounts, Table 1.14). Selbst im Jahr 2001, als die Gewinne deutlich einbrachen, hielten die Unternehmen ihre Dividendenzahlungen nahezu unvermindert aufrecht, so dass in diesem Jahr fast sämtliche Profite ausgeschüttet wurden.

*Zweitens* wurden ungeheure Summen für den Rückkauf eigener Aktien ausgegeben. Diese Praxis begann in den 1980er zunehmend wichtig zu werden und hat in der jüngsten Aufschwungphase ein bisher noch nie da gewesenes Niveau erreicht.<sup>4</sup> Wie man aus Abbildung 4 entnehmen kann, haben nicht-Finanzunternehmen im Jahr 2007 Netto-Aktienkäufe in Höhe von 836 Mrd. Dollar getätigt, was nicht viel weniger war als ihre Ausgaben für Anlageinvestitionen in Höhe von 1045 Mrd. Dollar. In den Jahren 2006 und 2007 wurden die Anlageinvestitionen von der Summe aus Aktienrückkäufen und ausgeschütteten Dividenden sogar übertroffen – dies war „share-holder-value“ vom Feinsten.

Abbildung 4: Ausgaben der nicht-Finanzunternehmen für Anlageinvestitionen, Aktienrückkäufe und Dividenden in Mrd. Dollar



Federal Reserve, *Flow of Funds Accounts*, Table F102.

Um sowohl die Anlageinvestitionen als auch die umfangreichen Aktienrückkäufe finanzieren zu können, mussten sich die Unternehmen verschulden, was nicht so sehr über Bankkredite sondern vor allem über Unternehmensanleihen erfolgte. Die unternehmenseigenen Mittel (Gewinne nach Steuern und Divi-

4 Aktienrückkäufe steigern den Kurs und sind deshalb für Aktienbesitzer vorteilhaft. Gegenüber höheren Dividendenausschüttungen haben Aktienrückkäufe steuerliche Vorteile und sie wecken auch nicht die Erwartung, dass sie jedes Jahr stattfinden könnten, was bei einer erhöhten Dividende durchaus der Fall sein kann (vgl. ausführlicher dazu Lazonick 2008).

denden zusammen mit Abschreibungen auf entwertete Anlagen) waren ausreichend, um die Anlageinvestitionen zwischen 2002 und 2005 zu finanzieren. Auch als die Investitionen 2006 und 2007 stiegen, waren nur wenige zusätzliche Mittel notwendig. Trotzdem stieg die Verschuldung der Nicht-Finanzunternehmen während der letzten Aufschwungperiode erheblich: von 80 Mrd. im Jahr 2003 auf 624 Mrd. Dollar 2007. Im vorangegangenen Aufschwung erreichte die Verschuldung in der Spitze (1998) nur 380 Mrd. Dollar (Flow of Funds Accounts, Table F.102).

Neben den Anlageinvestitionen und den Aktienrückkäufen wird der dritte große Ausgabenposten unter der Sammelrubrik „Andere Finanzanlagen“ aufgelistet, er lag im Jahr 2007 bei 448 Mrd. Dollar. Nicht einmal die Statistiker der US-Zentralbank wissen genau, was sich alles hinter dieser Bezeichnung verbirgt. Allerdings ist die Größe dieser Rubrik ein deutliches Zeichen dafür, dass sich auch Nicht-Finanzunternehmen zunehmend am Finanzmarkt engagieren und dort einen Teil ihrer Profite erwirtschaften.

Das vergleichsweise schwache Wachstum der Anlageinvestitionen in der letzten Aufschwungperiode war von einer ebenfalls schwachen Zunahme der Beschäftigung begleitet. In den Jahren 2002 und 2003, den ersten beiden Jahren des Aufschwungs, nahm die Beschäftigung absolut sogar ab. Erst im Jahr 2005 erreichte sie wieder das Niveau des Jahres 2000. Bis 2007 nahm die Zahl der Beschäftigten zu, im Jahr 2008 begann sie wieder zu fallen. Diese Entwicklung reflektierte sich auch in der Arbeitslosenrate. Sie hatte 2003 mit 6,4% ihren Höchststand erreicht; bis März 2007 war sie auf 4,4% gesunken, dann stieg sie wieder und lag im September 2008 bei 6,1% (Bureau of Labor Statistics, Current Population Survey, [www.bls.gov](http://www.bls.gov)).

### Die wahnwitzige Steigerung der höchsten Einkommen

In den 1980er Jahren nahmen die Realeinkommen der Arbeiter und Arbeiterinnen ab, während sie bei der Mittelklasse stagnierten. In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre, einer Periode steigender Beschäftigung, stiegen die Realeinkommen beider Gruppen. Im neuen Jahrzehnt stagnierten die Realeinkommen beider Gruppen erneut.<sup>5</sup> Im Unterschied dazu haben die Spitzeneinkommen enorm zugenommen.

Nach detaillierten Untersuchungen von Pickerty/Saez (2003) und einem Update bis zum Jahr 2006 (<http://elsa.berkeley.edu/lisaez/>) stiegen die Realeinkommen des einen Prozent der Einkommensbezieher mit dem höchsten Einkommen zwischen 2002 und 2006 (dem letzten Jahr für das Daten vorliegen) um durchschnittlich 10,9% pro Jahr. Wie Tabelle 2 zeigt, vereinigte dieses eine Prozent der Einkommensbezieher 73% aller Einkommenssteigerungen in dieser Periode auf sich.

5 Genaue Daten sind beim Bureau of Labor Statistics ([www.bls.gov](http://www.bls.gov)) verfügbar.

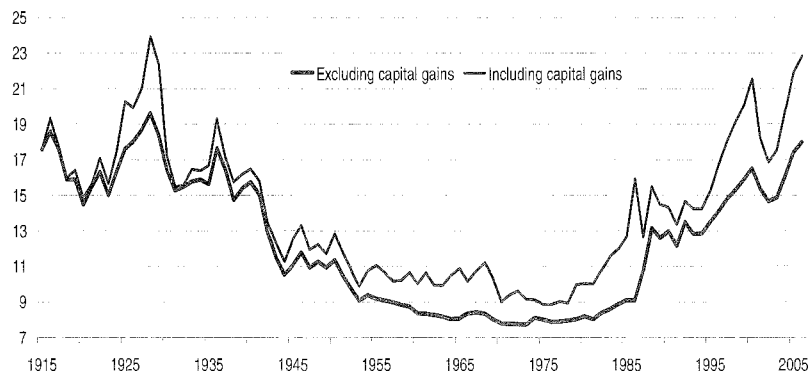
Tabelle 2: Jährliches Wachstum der Realeinkommen

	Durchschnittliches jährliches Wachstum			Anteil der höchsten 1% am Zuwachs der Einkommen
	der Einkommen im Durchschnitt	der höchsten 1%	der unteren 99%	
Clinton Aufschwung 1993-2000	4,0%	10,3%	2,7%	45%
Bush Aufschwung 2002-2006	2,9%	10,9%	1,0%	73%

Pickerty/Saez, Updated data, July 2008, <http://elsa.berkeley.edu/~saez/>

Der Anstieg des prozentualen Anteils der höchsten Einkommen am Gesamteinkommen (Abbildung 5) ist Teil einer langfristigen Verschiebung, die eine Umkehrung des Trends der Nachkriegszeit deutlich macht. Wie Abbildung 5 zeigt, fiel der Anteil des obersten Prozent der Einkommensbezieher am Gesamteinkommen in den 1930er und 1940er Jahren. In den 1950er und 1960er Jahren lag er bei ca. 10%. Seit Mitte der 1970er Jahre ist dieser Anteil jedoch stark gewachsen. Lediglich nach dem Aktiencrash im Jahr 2000 gab es eine kleine Delle. Inzwischen liegt dieser Anteil bei ca. 20%, ein Niveau, das zuletzt in den 1920er Jahren erreicht wurde. Allerdings haben sich die Quellen der hohen Einkommen verschoben: während in den 1920er Jahren Dividenden den größten Teil dieser Topinkommen ausmachten, sind es heute Gehälter. Darin drückt sich die enorme Steigerung in der Bezahlung des Topmanagements seit den 1980er Jahren aus (zu ähnlichen Resultaten wie Pickerty/Saez kamen auch Frydman/Saks 2008).

Abbildung 5: Prozentualer Anteil der Spitzeneinkommen (das höchste 1% der Einkommensbezieher) am Gesamteinkommen zwischen 1915-2006



Pickerty/Saez, Updated data, July 2008, <http://elsa.berkeley.edu/~saez/>

Wie schon weiter oben bemerkt wurde, reagierten viele Haushalte während der letzten Aufschwungphase auf ihre stagnierenden Einkommen, in dem sie zusätzliche Kredite auf ihre im Wert steigenden Häuser aufnahmen. Der Case-Shiller Immobilienpreisindex ([www.econ.yale.edu/~lshiller/](http://www.econ.yale.edu/~lshiller/)) zeigt, dass sich der Wert durchschnittlicher Häuser zwischen 2002 und 2006 nahezu verdoppelt hat. Die zusätzliche Kreditaufnahme erklärt zu einem großen Teil die Zunahme des privaten Konsums während des letzten Aufschwungs (vgl. ausführlicher dazu Evans 2007). Allerdings hat sich dadurch die Verschuldung der Haushalte wie nie zuvor erhöht. Sie stieg von 7 Billionen Dollar im Jahr 2000 (72% des BIP) auf 13,8 Billionen Dollar 2007 (100% des BIP).

In Zukunft werden die niedrigen Einkommen nicht mehr in dieser Weise kompensiert werden können. Die Sparquote der Privathaushalte liegt bereits fast bei Null, bezieht man Kreditkartenschulden mit ein, ist sie wahrscheinlich sogar schon negativ. Zusätzlich zeigt der Case-Shiller Index, dass die Preise der Häuser im Juni 2006 ihren Spitzenwert erreicht hatten und bis zum Juli 2008 um 21% gefallen sind. Man schätzt, dass über 20% der Hypotheken höher sind als der aktuelle Marktwert der beliebten Immobilien (Feldstein 2008) und die Zahl der Haushalte, die ihre Zins- und Tilgungszahlungen nicht mehr leisten können, steigt weiter. Da viele Eigentümer gezwungen sind, ihre Häuser zu verkaufen bzw. diese durch die kreditgebende Bank zwangsversteigert werden, ist mit einem weiteren Fall der Hauspreise zu rechnen.

### Expansive Geldpolitik

Die US-Zentralbank reagierte auf den Aktiencrash im Jahr 2000 und die 2001 beginnende Rezession mit wiederholten Zinssenkungen. Von 6,5% im Januar 2001 wurden die Leitzinsen bis auf 1% in den Jahren 2003 und 2004 zurückgenommen. Damit wurde zwar eine größere Krise vermieden und die Rezession blieb vergleichsweise kurz, aber das Verhalten der Zentralbank spielte eine wichtige Rolle bei der Entstehung der 2007 ausgebrochenen Krise.

Nach der Senkung der Leitzinsen senkten auch die Geschäftsbanken ihre Kreditzinsen, und die Zinsen der langlaufenden Wertpapiere am Kapitalmarkt gaben ebenfalls nach. Zwischen 2002 und 2004 fiel der Zinssatz für langfristige Staatsanleihen auf ca. 4%, der niedrigste Wert seit Mitte der 1960er Jahre. Auch als die Zentralbank die Zinsen zwischen 2004 und 2006 wieder anhub und die Zinsen für kurzfristige Kredite stiegen, blieben die Zinsen für langfristige Staatsanleihen immer noch bei etwa 5%. Diese niedrigen, langfristigen Zinsen reflektierten die ungewöhnlichen Liquiditätsbedingungen im US-amerikanischen Kapitalmarkt während des jüngsten Aufschwungs.

Wie schon weiter oben bemerkt, erzielten die US-Unternehmen während des letzten Aufschwungs außerordentlich hohe Profite, wobei die Anlageinvestitionen aber niedrig blieben, so dass die Finanzanlagen der Unternehmen zu-

nahmen. Gleichzeitig verfügten institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionsfonds über große Summen und die stark steigenden Einkommen der Spitzenverdiener bildeten eine weitere Quelle von Geldkapital, das am Finanzmarkt investiert wurde. Darüberhinaus gab es auch signifikante Kapitalzuflüsse aus dem Ausland. Die größten Zuflüsse kamen von den Industrieländern Asiens, zunächst von Japan, dann aber auch zunehmend aus China, das seine Handelsbilanzüberschüsse zu einem großen Teil in US-amerikanischen Staatsanleihen anlegte. Ein kleinerer, aber immer noch bedeutender Nettokapitalzufluss kam aus Europa.

Ein zweiter Faktor, der zum niedrigen Stand der langfristigen Kapitalmarktzinsen beigetragen hat, war die für US-amerikanische Verhältnisse relativ niedrige Inflationsrate, die zwischen 2002 und 2004 unter 2% lag. Mit Ausnahme weniger sehr kurzer Perioden hatte es dies seit den 1960er Jahren nicht mehr gegeben. Die Preise für viele Rohstoffe waren seit den 1980er Jahren bis zum Jahre 2002 beständig gefallen. Dies war eine direkte Folge davon, dass viele Entwicklungsländer von Weltbank und IWF zu Exportsteigerungen gezwungen wurden, um ihre Schulden abzutragen. Da die meisten Entwicklungsländer aber nur Rohstoffe exportieren konnten, führte diese Politik zu sinkenden Rohstoffpreisen. Darüberhinaus führten die Exportsteigerungen Chinas, insbesondere nach seinem WTO Beitritt, zu einer erheblichen Zunahme des Angebots an billigen Industriegütern – für kurze Zeit wurde in den USA deshalb sogar eine Deflation befürchtet.

Die niedrigen Zinsen für langfristige Staatsanleihen beeinflussen auch andere langfristige Zinsen, die üblicherweise durch einen Aufschlag auf die Zinsen für Staatsanleihen gebildet werden. Dazu gehören die Zinsen für Unternehmensanleihen, die für die US-amerikanischen Unternehmen das wichtigste Mittel zur Kreditaufnahme sind, sowie die Zinsen für die üblichen 30 Jahre laufenden Hypotheken. Auch sie sanken auf ein historisch niedriges Niveau.

### Die Ausweitung der Kreditvergabe

Die während der Anfangsphase des Aufschwungs ungewöhnlich niedrigen kurz- und langfristigen Zinsen wurden von einer massiven Ausweitung der Kreditvergabe begleitet. Diese Kredite dienten einerseits zur Finanzierung von Unternehmensübernahmen, vor allem durch „Private Equity“-Firmen zum anderen nahm der Umfang der Hypotheken zu und zwar vor allem der „subprime“-Hypotheken, die an Haushalte mit niedrigen Einkommen und geringen Sicherheiten vergeben wurden (vgl. hierzu ausführlicher: Evans 2008). Die Zinsen dieser subprime Hypotheken lagen um etwa 5% über dem Zinsniveau der gewöhnlichen 30jährigen Hypotheken. Im Jahr 2006 umfassten die Subprime Kredite etwa 15% aller neu vergebenen Hypotheken.

Die Ausdehnung des Kredits wurde durch zwei herausragende Eigenschaften charakterisiert. Die erste ist die sog. „Verbriefung“ der Kredite: Die Banken bündeln eine große Zahl von Hypotheken und anderen Krediten, die als Sicherheit für ein neu geschaffenes Wertpapier benutzt werden, das dann auf dem Kapitalmarkt verkauft wird. Damit verdiente die Bank zwar an den Kreditgebühren, musste den Kredit aber nicht mit Eigenkapital absichern. Dieser Prozess wurde von den Investmentbanken noch weiter getrieben, indem sie Wertpapiere mit einem niedrigen (die Sicherheit des Papiers betreffenden) Rating nahmen, etwa solche, die durch subprime Kredite abgesichert waren, und auf dieser Grundlage hochkomplexe neue Wertpapiere schufen, sog. „collateral debt obligations“, von denen viele das höchst mögliche Rating erreichten (vgl. dazu Kregel 2008). Da diese Papiere höhere Erträge versprachen als Papiere mit einem vergleichbar guten Rating, stießen sie auf hohe Nachfrage bei den Finanzinvestoren.

Die zweite wichtige Eigenschaft dieser Kreditausweitung bestand im schnellen Wachstum des sog. „Schattenbankensystems“. Dies schloss die Investmentbanken<sup>6</sup> ein, sowie die von den „kommerziellen“ Banken gegründeten „structured investment vehicles“, mit denen vermieden wurde, dass riskante Wertpapiere in den eigenen Bilanzen auftauchten, sowie Hedgefonds. Sie alle engagierten sich in hochriskanten Finanzgeschäften, ohne dabei der Regulation durch die Zentralbank zu unterliegen. Dabei benutzten sie alle die „Hebelwirkung“ von kreditfinanzierten Spekulationsgeschäften, was zwar die Gewinne erfolgreicher Investitionen enorm vermehrte, aber auch die möglichen Verluste vergrößerte.<sup>7</sup>

Der jüngste Aufschwung erwies sich als besonders profitabel für die Banken und das Schattenbankensystem, insbesondere zwischen 2004 und 2006 als der Immobilienboom seinen Höhepunkt hatte.<sup>8</sup> 2006 platzte jedoch die Immobilienblase und als 2007 die Hauspreise zu fallen begannen, nahm auch der

6 Das eigentliche Geschäft der Investmentbanken ist der Handel mit Wertpapieren. Im Unterschied zu den Investmentbanken nehmen die von der Zentralbank kontrollierten „commercial banks“ Depositen entgegen und vergeben Kredite. In den 1980er Jahren verwandelten sich die größten Investmentbanken in Aktiengesellschaften und begannen in großem Stil mit spekulativen Finanztransaktionen auf eigene Rechnung.

7 Bei diesen Geschäften kommt zum investierten Eigenkapital ein mehrfacher kreditfinanzierter Betrag dazu. Liegt der Ertrag des Spekulationsgeschäfts über den Kreditzinsen vermehrt sich der Ertrag des Eigenkapitals um diesen Überschussbetrag. Bei hohen Verlusten reicht der Restwert des Spekulationsobjektes aber eventuell nicht einmal mehr dafür aus, um den Kredit zurückzuzahlen. In diesem Fall ist nicht nur das eingesetzte Eigenkapital zu 100% verloren, es muss auch noch Geld nachgeschossen werden, um die verbliebenen Kredite zurückzuzahlen.

8 Für Details siehe Federal Reserve (2008). Zur Diskussion der Frage, warum Banken eine so viel höhere Profitrate erreichen können als nicht im Finanzsektor tätige Unternehmen siehe Crotty (2007).

Wert der mit Hypotheken besicherten Wertpapiere stark ab.<sup>9</sup> Aufgrund der Unsicherheit über das Ausmaß, in dem die einzelnen Banken diese Verluste zu tragen hatten, brach das Vertrauen zwischen den Banken weitgehend zusammen. Damit begann die Bankenkrise, die bis zur Abfassung dieses Artikels vier Hauptphasen durchlaufen hat.

### Der Ausbruch der Bankenkrise

Die erste Phase der Krise begann am 9. August 2007, als der Vertrauensverlust unter den Banken zu einem fast vollständigen Zusammenbruch des Interbankenhandels führte.<sup>10</sup> Banken müssen keinerlei Sicherheit stellen, wenn sie sich von anderen Banken kurzfristig Geld leihen. Aufgrund der großen Unsicherheit zogen es die Banken vor, ihre kurzfristig überschüssige Liquidität zu horten und auf den möglichen Zinsertrag zu verzichten. Die US-amerikanische Zentralbank begann sofort große Mengen an Geld in das Bankensystem zu pumpen (also mit eigenem Geld die kurzfristigen Kreditwünsche zu befriedigen) und Anfang September begann sie die Leitzinsen zu senken. Zwar gelang es der Zentralbank die Zinsen für „Über-Nacht-Ausleihungen“ herunterzudrücken, aber die Zinsen für Ausleihungen über einen Monat und über drei Monate blieben relativ hoch.

Die zweite Phase begann im Dezember. Die Krise verschärfte sich nachdem die Berichte für das dritte Quartal veröffentlicht worden waren und deutlich wurde, dass viele Banken große Verluste gemacht hatten. Gemeinsam mit den anderen großen Zentralbanken pumppte die US-amerikanische Zentralbank erneut große Geldmengen in das Bankensystem. Sie schuf außerdem mit der *Term Auction Facility* eine neue Kreditmöglichkeit, die gewährleisten sollte, dass diejenigen Banken Geld bekamen, die es am meisten benötigten. Die Beträge waren relativ hoch, zunächst 30 Mrd. Dollar, dann 75 Mrd. und schließlich 150 Mrd. und sie wurden auch für vergleichsweise lange Zeiträume (28 oder 35 Tage) ausgeliehen. Bei den Sicherheiten, die die Banken für diese Kredite stellen mussten, war die Zentralbank wesentlich großzügiger als in der Vergangenheit. Darüberhinaus wurden auch die Leitzinsen noch weiter gesenkt. In dieser Phase begannen die Banken, nach neuem (Eigen)Kapital zu suchen und wendeten sich Quellen zu, die sie in der Vergangenheit wahrscheinlich verschmäht hätten, etwa den staatlichen Investitionsfonds von China oder den Staaten aus dem Mittleren Osten.

9 Ebenfalls im Jahr 2007 nahmen die Ausfälle der subprime-Hypotheken bedeutend zu. Bei vielen dieser Hypotheken endete nämlich die ein- oder zweijährige Anfangsfrist niedriger Raten, bei denen zum Teil nicht einmal die Zinsen vollständig gezahlt werden mussten. Als die Raten dann erhöht wurden, waren viele Haushalte nicht in der Lage sie zu zahlen.

10 Da auch europäische Banken in die riskanten US-amerikanischen Wertpapiere investiert hatten, brach ungefähr gleichzeitig auch der Interbankenhandel in der Eurozone und in Großbritannien zusammen.

Die dritte Phase der Krise entwickelte sich seit März 2008. Die Banken verlangten von den Hedgefonds Kreditrückzahlungen, da die als Sicherheit gestellten Wertpapiere rapide an Wert verloren. Um die Kredite zurückzahlen zu können, waren die Fonds gezwungen die Papiere zu verkaufen, was deren Kurs noch weiter drückte. Dies brachte insbesondere für die Investmentbanken Probleme mit sich, da sie ihren Wertpapierbestand an jedem Monatsende mit den aktuellen Marktpreisen bewerten müssen und somit deutlich wurde, dass sie eine Masse entwerteter Papiere hielten. Vor allem Bear Stearns, eine der fünf großen New Yorker Investmentbanken, die bei der Schaffung von Wertpapieren auf der Grundlage von subprime-Hypotheken besonders aktiv gewesen war, erhielt am Markt keinen Kredit mehr. Um eine ganze Kette von Bankzusammenbrüchen zu verhindern, versorgte die US-Zentralbank JPMorgan mit einem Kredit in Höhe von 29 Mrd. Dollar, damit diese Bear Stearns übernehmen konnte. Diese Stufe der Krise war durch weitere Geldspritzen der Zentralbank, weitere Senkungen der Leitzinsen und die Schaffung von zwei neuen Möglichkeiten Zentralbankkredit zu erhalten, gekennzeichnet.

Eine dieser neuen Kreditmöglichkeiten (*Term Securities Lending Facilities*) richtete sich an Investmentbanken und Wertpapierhändler. Sie konnten sich von der Zentralbank staatliche Wertpapiere leihen. Als Sicherheit wurde eine Vielzahl anderer Wertpapiere akzeptiert, darunter auch die inzwischen weitgehend unverkäuflichen, mit Hypotheken besicherten. Mit der anderen Kreditmöglichkeit (*Primary Dealer Credit Facility*) erhielten Wertpapierhändler zum ersten Mal direkte Kredite der Zentralbank, obwohl sie nicht deren Aufsicht unterstanden.

Mit diesen neuen Kreditmöglichkeiten reagierte die Zentralbank auf die Krise. Allerdings wurde damit noch nicht das zugrunde liegende Problem angegangen, dass nämlich die Banken eine Vielzahl von Wertpapieren hielten, insbesondere auf Hypothekenkrediten beruhende, die erheblich an Wert verloren hatten. Außerdem hatte sich im Vergleich zur Periode nach 2001 die Situation am Kapitalmarkt vollständig geändert. Statt dass mit den Leitzinsen auch die Hypothekenzinsen fielen, stiegen letztere. Dies hatte zur Folge, dass trotz der expansiven Geldpolitik der Fall der Immobilienpreise nicht gestoppt werden konnte.

Die vierte Phase der Krise begann im September. Zu Beginn des Monats wurden die beiden führenden Hypothekeninstitute de facto verstaatlicht. Die Federal National Mortgage Association (*Fannie Mae*) war 1938 während der Roosevelt-Ära gegründet worden, um Haushalten, die sich ein Haus kaufen wollten, zu einer langfristigen Finanzierung zu verhelfen. 1968 wurde Fannie Mae unter der Regierung Johnson privatisiert, die Erlöse sollten helfen die Kosten des Vietnamkriegs zu decken. 1970 wurde eine zweite, ähnliche Institution gegründet, die Federal Home Loan Mortgage Corporation (*Freddie Mac*) um für etwas Wettbewerb zu sorgen. Obwohl beide Einrichtungen private Eigentümer hatten, handelte es sich um staatlich gesponserte Einrichtungen.



Man ging davon aus, dass es so etwas wie eine implizite staatliche Garantie für sie gab. Sie konnten sich daher am Kapitalmarkt Geld zu günstigsten Bedingungen leihen und dies bildete die Hauptquelle für die Finanzierung der normalen („prime“) Hypotheken. Im Sommer 2008 hielten die beiden Institute Hypotheken im Wert von 5,2 Billionen Dollar, knapp die Hälfte der gesamten Hypotheken im Wert von 12 Billionen Dollar. Mit der Immobilienkrise mehrten sich aber die Befürchtungen, dass viele dieser Hypotheken wohl notleidend wären. Hinzu kamen Bedenken aufgrund der schmalen Eigenkapitalbasis der beiden Institutionen und der Art und Weise wie sie gemanagt wurden. Daher hatten Fannie Mae und Freddie Mac Probleme neues Kapital zu erhalten und im Juli versuchte die Regierung sie zu stützen. Als ihre Aktienkurse fielen und die Gefahr bestand, dass sie bankrott gehen und dadurch auch andere Finanzinstitutionen bedrohen könnten, beschloss der Finanzminister Hank Paulson sie unter Staatskontrolle zu stellen. Vom Kongress erhielt er die Erlaubnis beide Unternehmen mit jeweils bis zu 100 Mrd. Dollar zu unterstützen – die bis dahin größte Rettungsaktion, die jemals stattgefunden hat.

### Der Bankrott von Lehman Brothers

Das entscheidende Ereignis der vierten Krisenphase ereignete sich am 15. September, als Lehman Brothers, die fünftgrößte New Yorker Investment Bank in den Bankrott gezwungen wurde, nachdem es ihr nicht gelungen war, zusätzliches Kapital zu erhalten. Versuche in letzter Minute einen Käufer zu finden, scheiterten; Regierung und Zentralbank weigerten sich einzugreifen.<sup>11</sup> Die Entscheidung der US-Behörden den Bankrott von Lehman Brothers zuzulassen, erwies sich schnell als einer der größten wirtschaftspolitischen Fehler, denn nun wurde eine Kette von Ereignissen in Gang gesetzt, die sowohl das US-amerikanische als auch das internationale Finanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs brachten.

Erstens kam es zu weiteren Zusammenbrüchen von Finanzinstitutionen die direkt oder indirekt mit Lehman Brothers verbunden waren. Den Anfang machte die American International Group (AIG), die größte Versicherungsgesellschaft der USA. Da es ihr nicht möglich war, weiteres privates Kapital zu er-

11 Um einem ähnlichen Schicksal zu entgehen, kündigte Merrill Lynch, die viertgrößte Investment Bank an, dass sie sich selbst für 50 Mrd. Dollar an die Bank of America verkaufen wird, eine Maßnahme, die offensichtlich auf Betreiben der US-amerikanischen Behörden durchgeführt wurde. Eine Woche später erklärten die beiden verbliebenen unabhängigen Investment Banken, Goldman Sachs und Morgan Stanley, dass sie ihren Sonderstatus aufgeben und zu normalen Geschäftsbanken würden. Damit unterwarfen sie sich der Kontrolle der Zentralbank und höheren Eigenkapitalverpflichtungen, allerdings erhalten sie dann auch die Möglichkeit, sich bei der Zentralbank zu verschulden. Damit hoffen sie dem Schicksal von Bear Stearns, Lehmann Brothers und Merrill Lynch zu entgehen. Gleichzeitig endet damit die Ära, in welcher die großen Investmentbanken die führenden Akteure der Wall Street waren.

halten und der Konkurs drohte, wurde sie de facto vom Staat übernommen. Von der Zentralbank erhielt sie einen Kredit in Höhe von 85 Mrd. Dollar – es war das erste Mal, dass die Zentralbank einen Kredit an eine Versicherungsgesellschaft vergab – und zwar mit einem Strafzins von 12 Prozent. Als Sicherheit erhielt die Zentralbank 80 Prozent der Aktien von AIG. Viele der ausgedehnten Aktivitäten dieses Versicherungsriesen waren profitabel, aber seit den 1990er Jahren hatte er in einer Weise mit Finanzprodukten operiert, die denen einer Investment Bank glich. AIG hielt große Mengen an Derivaten und da sie komplexe Verbindungen mit nahezu allen größeren US-amerikanischen Finanzinstitutionen hatte, wurde ein Konkurs als zu riskant betrachtet. Eine weitere Bank, die zusammenbrach, war Washington Mutual, die größte Hypothekenbank der USA, sowie kurz darauf Wachovia, eine der größten Geschäftsbanken.<sup>12</sup> Zweitens erreichte die Krise am Geldmarkt eine bislang nicht gekannte Zuspitzung. Die Zinsen für „Über-Nacht-Ausleihungen“ stiegen auf 6,44% was mehr als drei Mal so viel war, wie das Zinsziel der Zentralbank von 2%. Tatsächlich hörten die meisten Banken überhaupt auf, anderen Banken Geld zu leihen. Nicht benötigte Liquidität wurde in Schatzanweisungen (kurzfristige staatliche Wertpapiere) gesteckt. Aufgrund der hohen Nachfrage sank deren effektive Verzinsung auf 0,03%, der niedrigste Wert seit den frühen 1940er Jahren. Da der Geldmarkt nicht mehr funktionierte, wurde auch die Kreditvergabe der Banken, selbst an bekannte Unternehmen, stark beschnitten.

Drittens griff die Krise in der zweiten Oktoberwoche sowohl in den USA als auch in den wichtigsten kapitalistischen Ländern auf den Aktienmarkt über. Bis dahin waren in erster Linie die Kurse der Bankaktien gefallen. Aber aufgrund wachsender Ängste zogen viele Anleger ihre Gelder aus Investmentfonds ab, so dass diese gezwungen waren Aktien zu verkaufen. Die US-Zentralbank und die europäischen Notenbanken senkten in einer koordinierten Aktion die Leitzinsen, doch der Preisverfall der Aktien ging weiter. Ende der Woche waren die Kurse in den wichtigsten Märkten um ca. 20% gefallen.

Außerdem gab es zwei weitere potentielle Gefahren. Die eine bestand in dem schon länger bestehenden Problem, dass ein Abzug ausländischen Kapitals aus den USA zu einem Absturz des Dollar führen könnte. Offensichtlich war dies eine der Befürchtungen, als die Regierung entschied, die beiden Hypothekengiganten Fannie Mae und Freddie Mac zu retten. Mehrere ausländische Zentralbanken, darunter auch die chinesische, hatten dort große Teile ihrer Reserven investiert.<sup>13</sup>

12 Dem Kollaps von Lehman Brothers folgten in Europa weitere Bankzusammenbrüche, unter anderem Bradford & Bingley, eine britische Hypothekenbank, Fortis, eine belgisch-niederländische Bank, Hypo Real Estate, eine große deutsche Hypothekenbank und beinahe das gesamte isländische Bankensystem.

13 Nach einem Bericht der *Zeit* vom 25.9.2008 nutzte China, das 328 Mrd. Dollar in Fannie Mae und Freddie Mac investiert hatte, die Anwesenheit von Präsident Bush bei den Eröff-

Die andere große Gefahr resultierte aus den Kreditausfall-Swaps, Derivate mit denen der Ausfall von Krediten versichert wurde.<sup>14</sup> Dieser Markt war seit Beginn des Jahrzehnts enorm gewachsen und erreichte 2008 ein Volumen von 62 Billionen Dollar – dem fünffachen des US-amerikanischen BIP. Von diesem Markt geht eine enorme Gefahr für das Finanzsystem aus, da viele Institute, die solche Swaps ausgegeben hatten, gar nicht über die Mittel verfügten, um sämtlichen Kreditausfällen begegnen zu können. Dies war wohl ein entscheidender Faktor bei der Rettung des Versicherers AIG, der solche Swaps in Höhe von ca. 513 Mrd. Dollar ausgegeben hatte (*New York Times*, 28. September 2008). Wäre AIG kollabiert, dann hätten viele Unternehmen Wertpapiere gehalten, die nicht mehr versichert gewesen wären. Aufgrund des höheren Risikos wäre dann auch das Kreditrating dieser Unternehmen zurückgestuft worden, was eventuell zu weiteren Zusammenbrüchen geführt hätte.

### Die Antwort der Regierung

Als sich die Situation an den US-amerikanischen Finanzmärkten in den Tagen nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers weiter verschlechterte, traf sich der Finanzminister Hank Paulson mit den Spitzen des Kongresses. Er warnte sie eindringlich vor einer katastrophischen Entwicklung des Finanzmarktes und erhielt so ihre Zustimmung zu einem 700 Mrd. Dollar Rettungspaket, mit dem schlechte Wertpapiere aufgekauft werden sollten, um die Situation der Finanzinstitutionen zu verbessern.<sup>15</sup> Der ursprüngliche Vorschlag für dieses Rettungsprogramm war gerade einmal drei Seiten lang und hätte dem Finanzminister die alleinige Befugnis über die Verteilung des Geldes gegeben, ohne dass es irgendeine Aufsicht gegeben hätte. Trotz des Ernstes der Lage wurde diese Fassung des Programms vom Kongress zurückgewiesen, vor allem weil eine Reihe republikanischer Abgeordneter gegen Staatsinterventionen waren, aber auch weil sowohl Republikaner als auch Demokraten auf die allgemeine Kritik reagierten, dass nun ausgerechnet jene Banker gerettet werden sollten, die in den vergangenen Jahren derart riesige Gehälter eingestrichen hatten. Einige Demokraten beharrten auch darauf, dass jedes Rettungspro-

nungsfeierlichkeiten der Olympischen Spiele, um auf eine Rettung der angeschlagenen Institute zu drängen. Andernfalls würde China seine Reserven zugunsten des Euro umschichten.

14 Um diese Swaps zu kaufen, war es nicht nötig, das versicherte Wertpapier zu besitzen. Die Swaps wurden zu einem großen Teil aus rein spekulativen Zwecken gehalten.

15 Der Finanzminister kündigte außerdem ein sechsmonatiges Verbot von Leerverkäufen an. Durch solche Leerverkäufe (man leiht sich Aktien um sie zu verkaufen, bei gesunkenen Kursen werden sie zurückgekauft und dann zurückgegeben), waren die Kurse von Bear Stearns und Lehman Brothers nach unten gedrückt wurde und es bestand die Gefahr, dass es anderen Banken ähnlich ergehen würde. Außerdem wurde ein 50 Mrd. Dollarprogramm zur Garantie von Einlagen in Geldmarktfonds, die im Unterschied zu Bankguthaben nicht versichert sind, angekündigt.

gramm für die Banken von Erleichterungen für Hausbesitzer, denen die Räumung droht, begleitet sein sollte.

Das Problem ausreichend Unterstützung für das Rettungspaket zu finden, wurde noch dadurch verschärft, dass Bush vor allem aufgrund des Irakkrieges extrem unpopulär war. Es war auch nicht gerade hilfreich, dass Paulson, bevor er Finanzminister geworden war, im Vorstand der Investmentbank von Goldman Sachs gesessen hatte, die vom Rettungspaket stark profitieren würde, und dass er selbst über ein Privatvermögen von ca. 700 Mill. Dollar verfügte.

Das Rettungsprogramm wurde vom Kongress erst nach intensiven Verhandlungen und weitreichenden Veränderungen angenommen. Zusätzlich wurden auch Steuersenkungen von 150 Mrd. Dollar für vom Kongress geforderte Projekte bereit gestellt. Trotzdem erfüllten sich die verzweifelten Hoffnungen der Regierung, die Krise aufhalten zu können, nicht. Die Krise griff auf den Aktienmarkt über. Am Freitag dem 10. Oktober, nach einer Woche sinkender Kurse, erklärte Dominique Strauss Kahn, der Direktor des Internationalen Währungsfonds (IWF), dass die Gefahr eines Zusammenbruchs des Finanzsystems bestehe. Am selben Abend beschlossen die Finanzminister der G7-Staaten, die alle zur Jahrestagung von IWF und Weltbank in Washington versammelt waren, gemeinsame und koordinierte Aktionen, um dem Kollaps zu entgehen.

Das US-Finanzministerium beschloss am selben Wochenende einen Teil des 700 Mrd. Rettungspaketes zur direkten Kapitalhilfe für die Banken zu nutzen. Eine solche Möglichkeit war in dem vom Kongress gebilligten Paket vorgesehen, obwohl vorher nicht viel Aufhebens davon gemacht worden war, wahrscheinlich um nicht jene republikanischen Abgeordneten zu verschrecken, die grundsätzlich gegen Staatsinterventionen waren. Die Spitzen der acht größten US-amerikanischen Banken wurden ins Finanzministerium eingeladen, wo sie ein Dokument unterschreiben mussten, das dem Staat erlaubte sich an ihrem Aktienkapital zu beteiligen.

Tabelle 3: US-Staatsbeteiligungen an den größten Banken in Mrd. Dollar

	Regierungs-investition	Aktiva	Eigenkapital	Abschreibungen und Verluste
Citigroup	25	2.100,4	136,4	60,8
Bank of America	25	1.831,2	161,0	21,2
JPMorgan Chase	25	1.775,7	133,2	18,8
Goldman Sachs	10	1.081,8	49,2	4,9
Morgan Stanley	10	987,4	35,4	15,7
Wells Fargo	25	609,1	48,0	10
Bank of New York	2-3	201,2	28,6	unbekannt
State Street	2-3	146,2	14,0	unbekannt

*New York Times*, 14. Oktober 2008

Die Beteiligung an den acht größten Banken kostete 125 Mrd. Dollar und es wurde angekündigt, dass weitere 125 Mrd. Dollar für Beteiligungen an einer größeren Zahl kleinerer Banken benutzt werden sollen. Zur selben Zeit erklärte die Regierung, dass sie während der nächsten drei Jahre für 1,5 Billionen Dollar Bankschulden bürgen würde, womit vor allem der Interbankenhandel angekurbelt werden sollte. Ähnliche Maßnahmen wurden auch in Großbritannien und von den Regierungen in der Eurozone ergriffen. Im Unterschied zu Europa verlangte die US-Regierung von den Banken aber keine Einschränkungen bei Managergehältern oder Dividendenzahlungen.

Als am Montag, dem 13. Oktober die Börsen öffneten, verschärfte sich die Finanzkrise zum ersten Mal seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers nicht mehr weiter. Die Entscheidung für eine Teilverstaatlichung des Bankensystems hatte die Abwärtsspirale erst einmal gestoppt. Die Geldmarktzinsen begannen zu sinken und auch die Aktienkurse erholten sich ein wenig. Allerdings rückte nun die Ökonomie außerhalb der Finanzsphäre in den Mittelpunkt des Interesses, es gab Anzeichen für eine ernsthafte Rezession. Mit den Aussichten auf stark reduzierte Unternehmensgewinne, begannen die Aktienkurse erneut zu fallen, diesmal nicht wegen der Bankenkrise sondern wegen der stark verschlechterten wirtschaftlichen Aussichten in der Gesamtwirtschaft

### Schlussfolgerung

Das ökonomische Modell, das in den USA seit den 1980er Jahren vorherrschte, hatte zu einer massiven Einkommensumverteilung zugunsten der Spitzeneinkommen geführt, ein Prozess, der sich während der Aufschwungphase 2002-2007 noch verstärkte. Die Reallöhne stagnierten im besten Fall, während die Unternehmensgewinne ein Niveau erreichten, das sie zuletzt in den 1960er Jahren gehabt hatten, die Vorstandsgehälter massiv anstiegen und riesige Summen über Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe an die Vermögensbesitzer ausgeschüttet wurden.

Die zentrale Komponente dieses Modells war die Deregulation der Finanzsphäre und die gewaltige Bedeutungszunahme dieser Sphäre, sowohl was ihre Größe als auch was ihren Einfluss angeht. Der von den Finanzinstitutionen ausgehende Druck auf die Unternehmen für kurzfristige Profitabilität zu sorgen, verbunden mit der beständigen Drohung einer Unternehmensübernahme, hat die Verhandlungsmacht der Beschäftigten nachhaltig geschwächt. Als Folge blieb die Entwicklung der Reallöhne weit hinter den Steigerungen der Produktivität zurück. Die Gesamtnachfrage wurde zunehmend von einer Ausweitung des Kredits abhängig, der seinerseits auf einer Vermögenspreisinflation beruhte (Aktien in den 1990er Jahren, Immobilien in diesem Jahrzehnt). Wann immer dieser Prozess stockte, wie in den Rezessionen von 1990-91 und 2001, antwortete die Zentralbank mit einer expansiven Geldpolitik. Dieses

geldpolitische Regime ist nun aber an seine Grenzen gekommen, es reichte nicht mehr aus die Zinsen zu senken.

Die Finanzkrise, die im August 2007 begann und sich nach dem Kollaps von Lehman Brothers im September 2008 weiter verschärfte, markiert das Ende der Ära finanzieller Deregulation, die seit den frühen 1980er Jahren vorherrschte. Allerdings ist noch längst nicht klar, wie eine kohärente Regulation des Finanzsektors aussehen wird und inwieweit davon die einzelnen Bestandteile des US-amerikanischen Wirtschaftsmodells, insbesondere die enorme Einkommensumverteilung, davon beeinflusst sein werden.

Im Moment sieht es so aus, als sei es mit der Teilverstaatlichung der Banken gelungen, die Kette von Zusammenbrüchen, die auf den Kollaps von Lehman Brothers folgte, zu unterbrechen. Allerdings ist noch immer nicht klar, ob die einzelnen Finanzinstitutionen bereits ihre gesamten Verluste öffentlich gemacht haben. Noch immer fallen die Immobilienpreise und die Masse an prekären Derivaten, insbesondere die Kreditausfall-Swaps könnten die Krise noch weiter verschlimmern. Zusätzlich könnte die US-amerikanische Wirtschaft in eine sehr tiefe Rezession geraten. In diesem Fall würden sich die Probleme des Finanzsektors und diejenigen des Unternehmenssektors wechselseitig verstärken.

*Aus dem Englischen übersetzt von Michael Heinrich*

### Literatur

- Crotty, James (2007): *If financial market competition is so intense, why are financial firms profits so high? Reflections on the current 'Golden Age' of finance*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amhurst, Working Paper no 134, April.
- Evans, Trevor (2007): *Das Ende der Immobilienblase in den USA*, *PROKLA* 146, S. 129-138.
- Evans, Trevor (2008): *Die internationalen finanziellen Turbulenzen*, in: Etzezarreta, Miren et al, *Euromemo 2007*, Hamburg VSA Verlag, S. 143-162.
- Federal Reserve (2008): *Profits and Balance Sheet Developments at US Commercial Banks in 2007*, *Federal Reserve Bulletin*, Juni.
- Feldstein, Martin (2008): *How to shore up America's crumbling housing market*, *Financial Times*, 27 August.
- Frydman, Carola; Saks, Raven (2008): *Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective*, NBER Working Paper no. 14145, Juni.
- Kregel, Jan (2008): *Minsky's cushion of safety: Systemic Risk and the Crisis in the US Subprime Market*, *Public Policy Brief No. 93*, The Levy Economics Institute.
- Lally, Paul; Hodge, Andrew; Corea, Robert (2008): *Returns of Domestic Nonfinancial Business*, *Survey of Current Business*, US Department of Commerce, Mai 2008.
- Lazonick, William (2008): *The Quest for Share-Holder Value: Stock Repurchases in the US Economy*, University of Massachusetts Lowell, September 2008.
- Milberg, William (2007): *Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains*, Schwartz Center for Economic Policy Analysis, The New School, Working Paper 2007-9.
- Pickerty, Thomas; Saez, Emmanuel (2003): *Income inequality in the US, 1913-1999*, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, no. 1.