

Trevor Evans

---

## Die Rolle finanzieller Faktoren im US-amerikanischen Wirtschaftsboom der 90er Jahre

Der konjunkturelle Aufschwung der US-amerikanischen Wirtschaft hat nach den offiziellen Daten im März 1991 begonnen. Er ist damit, wie schon oft betont wurde, der längste Aufschwung seit der systematischen Erfassung von Wirtschaftsdaten, die im 19. Jahrhundert begann. In den ersten Jahren des Aufschwungs blieb das Wirtschaftswachstum jedoch sehr niedrig; erst seit Ende 1995 wurden die hohen Wachstumsraten erreicht, auf die in der öffentlichen Debatte immer wieder verwiesen wird. Wie im jüngsten Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) betont wurde, liegen die durchschnittlichen Wachstumsraten für das Sozialprodukt, die Beschäftigung und die Produktivität deutlich niedriger als in den vorigen konjunkturellen Aufschwüngen, wenn man die gesamte Periode von 1991 bis Ende 1999 betrachtet (BIZ 2000: 14, Table II.2).

Dass die stärkere Phase des Wachstums mit einem historisch einmaligen Boom des US-amerikanischen Aktienmarktes zusammengefallen ist, hat Spekulationen über möglicher Zusammenhänge zwischen diesen beiden Ereignissen ausgelöst. So hat z.B. Robert Boyer, ein bekannter Vertreter der französischen Regulationsschule, das Modell eines ‚finanzgetriebenen‘ Akkumulationsregimes skizziert, welches das fordistische Akkumulationsmodell der Nachkriegszeit ablösen könnte (Boyer 2000). Im fordistischen Modell waren kontinuierliche Realloohnerhöhungen ein maßgeblicher Faktor für das Wachstum der aggregierten Nachfrage, die ihrerseits das Wirtschaftswachstum antrieb. Im ‚finanzgetriebenen‘ Modell sind es die großen Kapitalanleger, die von den Unternehmen fordern eine höhere Rendite als früher zu erwirtschaften und damit den ‚Shareholder Value‘ beständig zu steigern. Diese Strategie hätte innerhalb des fordistischen Modells zu einem Druck auf die Löhne und damit zu einer mangelnden Nachfrage geführt. Im neuen Modell sollten aber auch die Arbeitnehmer Aktien besitzen, entweder direkt oder indirekt über Investmentfonds, so dass ihre Konsumausgaben nicht nur durch die Löhne bestimmt wären, sondern auch durch den Vermögenseffekt von steigenden Ak-

tienkursen. Die Arbeitnehmer würden einerseits erkennen, dass zurückhaltende Lohnforderungen einen positiven Effekt auf den Vermögenswert ihrer Aktien haben und andererseits würde eine Erhöhung der unternehmerischen Profite, wie sie von den Anlegern gefordert wird, nicht notwendigerweise zu einer geringeren Nachfrage führen.

In der Tat deutet vieles darauf hin, dass die großen institutionellen Anleger wie Pensions- und Investmentfonds oder Versicherungen in den USA seit Anfang der 80er Jahre einen größeren Einfluß auf die Aktienkurse gewonnen haben, da sie die Unternehmen verstärkt unter Druck setzten ihre Profite auch kurzfristig zu erhöhen (vergl. dazu Guttman 1998). Da sich viele Autoren aber auf die neuen Entwicklungen auf den Aktienmärkten konzentrieren, wird oft übersehen, dass der amerikanische Wirtschaftsaufschwung der 90er Jahre auch von einer bedeutenden Kreditexpansion abhängig war. Tatsächlich sind die Aktienmärkte für die Gesamtheit der Kapitalgesellschaften in den USA keineswegs eine besonders wichtige Finanzierungsquelle. Obwohl eine Reihe von Unternehmen über die Ausgabe neuer Aktien neues Kapital erhalten haben, traten die Kapitalgesellschaften als Gesamtheit betrachtet eher als Nettokäufer von Aktien in Erscheinung, da viele Unternehmen eigene Aktien zurückgekauft haben, um damit die Rendite der übrigen, sich noch im Umlauf befindlichen Aktien zu steigern. Der größte Teil der Investitionen in Sachkapital wurde durch Eigenmittel finanziert, darüberhinaus haben sich die Unternehmen in den 90er Jahren auch immer stärker auf die Kredite gestützt. Auch wenn das erhebliche Wachstum der Konsumausgaben seit Mitte der 90er Jahre zum Teil ein Resultat des Vermögenseffektes steigender Aktienkurse ist, muß berücksichtigt werden, dass die steigenden Konsumausgaben sehr stark über Konsumentenkredite finanziert wurden.

Die sowohl von der Verschuldung der Unternehmen wie von derjenigen der privaten Haushalte ausgehende Kreditexpansion wurde in erster Linie durch die massiven Zuflüsse ausländischen Kapitals ermöglicht. Kapitalzuflüsse in dieser Größenordnung bergen aber erhebliche Risiken. Da die ausländischen Kapitalanleger in den USA außergewöhnlich hohe Renditen erwarten, können sich bei den ersten Anzeichen für eine Enttäuschung dieser Erwartung die Kapitalströme sehr schnell umkehren. Im schlimmsten Fall könnte es zu einem Sturz des Dollarkurses kommen, was die amerikanische Notenbank zu einer massiven Erhöhung der Zinsen zwingen würde, um die Währung zu stützen. Damit würden aber viele der hochverschuldeten Unternehmen und Haushalte in ernsthafte Zahlungsschwierigkeiten geraten.

## Der Unternehmenssektor<sup>1</sup>

Das Verhalten der amerikanischen Unternehmen in den 90er Jahren hat seine Wurzeln in der Härte der Rezession von 1980-82 und der ungewöhnlichen Dynamik der finanziellen Faktoren in der Aufschwungphase 1983-90. Aufgrund der Hochzinspolitik der amerikanischen Zentralbank standen die Unternehmen während der Rezession 1980-82 unter massivem Druck, der zu Massenentlassungen führte. Mit dem Amtsantritt der Reagan-Regierung 1981 wurden die Staatsausgaben (vor allem durch eine massive Aufrüstung) erhöht und damit die Konjunktur angekurbelt. Gleichzeitig wurde die Steuerbelastung der Unternehmen (hauptsächlich über verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten) gesenkt. Trotzdem blieb die Rentabilität während des Aufschwungs der 80er Jahre relativ niedrig. Auch die Anlageinvestitionen nahmen mit Ausnahme einer kurzen Phase zu Beginn des Aufschwungs weniger stark zu und blieben niedriger als in den vorangegangenen Aufschwüngen. Allerdings wurde in dieser Periode eine bedeutsame Restrukturierung des Unternehmenssektors durchgesetzt.

Erstens wurde aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit und der gewerkschaftsfeindlichen Politik der Reagan-Regierung die Position der Kapitaleite gegenüber den Arbeitnehmern deutlich gestärkt. Eine Konsequenz dieser Entwicklung war, dass während des Aufschwungs der 80er Jahre die Reallöhne der Mehrheit der Beschäftigten stagnierten. Fast die ganzen Einkommenszuwächse entfielen auf die 20 Prozent der Bevölkerung mit den höchsten Einkommen (Thurow 1996: 2).

Zweitens gab es eine Welle von Fusionen und Übernahmen, die zu einer erheblichen Konzentration führte. Darüberhinaus hat in einer ganzen Reihe von Großunternehmen das Management, finanziert über Kredite, die Aktien der eigenen Firma aufgekauft. In allen Fällen folgten weitgehende Rationalisierungsmaßnahmen und die Liquidierung der wenig profitablen Unternehmensbereiche, was zu einer oft erheblichen Reduzierung der Zahl der Beschäftigten führte. Die ohnehin niedrige Zunahme der Produktivität in den 80er Jahren verdankte sich vor allem solchen Rationalisierungsmaßnahmen und nicht etwa produktivitätssteigernden Investitionen in Sachkapital.

Obwohl die Sachinvestitionen niedrig waren, führte die Finanzierung der Fusionen und Übernahmen zu einer enormen Expansion des Kredits. Dadurch befand sich am Ende der 80er Jahre das amerikanische Bankensystem in ei-

---

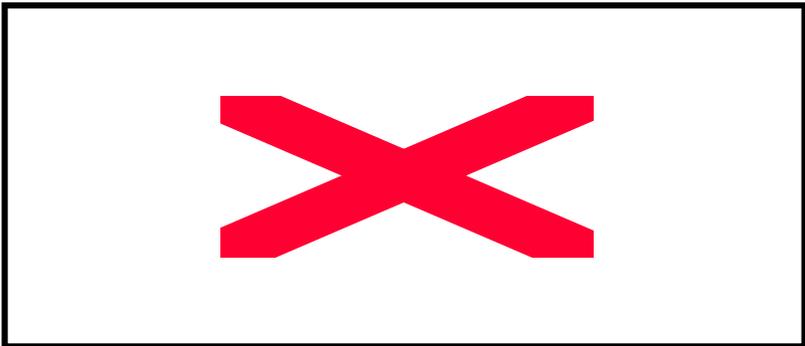
1 Wenn im folgenden von Unternehmen und Unternehmenssektor die Rede ist (insbesondere bei statistischen Angaben), dann ist damit der „corporate non financial sector“ gemeint, d.h. Kapitalgesellschaften (Aktiengesellschaften) ohne Banken und Versicherungen. Nicht eingeschlossen sind die „private firms“, die etwa den deutschen Personengesellschaften, GmbHs etc. entsprechen. Da die Form der Aktiengesellschaft in den USA viel weiter verbreitet ist als in Deutschland, wird hier der Einfachheit halber vom „Unternehmenssektor“ gesprochen, auch wenn sich die Angaben strenggenommen nicht auf den gesamten Sektor beziehen.

ner gefährlich angespannten Lage (vgl. Akhtar 1993/94). Tatsächlich war die Zentralbank so besorgt über die Anfälligkeit des Bankensystems, dass sie 1989 – also noch vor der Rezession von 1990-91 – die Leitzinsen senkte.

Gleichzeitig hatte 1990 der Schuldenstand der Unternehmen die Rekordmarke von 43% des BIP erreicht und die Zinszahlungen nahmen fast 40% der Bruttogewinne (d.h. der Gewinne vor Steuern und Zinsen) ein. Nur durch eine erhebliche Reduktion ihrer Ausgaben während der Rezession von 1990-91 konnten die Unternehmen ihre wachsenden Schulden unter Kontrolle bringen. So ist die Kreditaufnahme von 4% des BIP Anfang 1989 auf etwa *minus* 1% des BIP (d.h. per saldo wurden mehr Kredite getilgt als neu aufgenommen) 1991 gesunken. Damit haben die Unternehmen ihre finanzielle Lage bis zu einem gewissen Grade saniert und die Basis für eine neue Phase der Akkumulation geschaffen.

Der Aufschwung, der 1991 einsetzte, ist im Unterschied zum Aufschwung der 80er Jahre durch ein ständiges Ansteigen der Rentabilität gekennzeichnet. Dies wird durch die Entwicklung der Profitquote illustriert, die ist bis Ende 1997 kontinuierlich angestiegen ist und ein Niveau erreichte, das deutlich über dem der 80er Jahre lag. Allerdings wurde nicht die Höhe der 70er Jahre erreicht (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: *Die Entwicklung der Profitquote (prozentualer Anteil der Gewinne am BIP) in den USA 1970 – 2000*



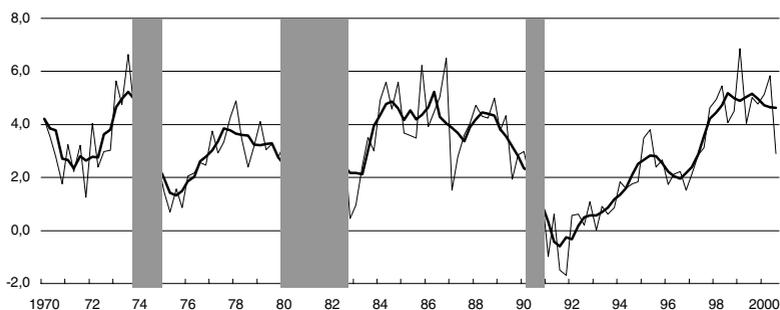
Quelle: Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts*. Dicke Linie: gleitende Durchschnitte von jeweils fünf Quartalen. Dunkel unterlegte Bereiche: Rezessionsphasen.

Ebenfalls im Unterschied zu den 80er Jahren sind die Anlageinvestitionen im Lauf des Aufschwungs der 90er Jahre beständig gestiegen. Wie schon erwähnt, war das Wirtschaftswachstum in den ersten Jahren des Aufschwungs relativ bescheiden. Im Gegensatz zum Anfang jedes anderen Aufschwungs der Nachkriegszeit, hat sowohl die Bush- als auch die Clinton-Regierung aufgrund der Angst vor dem in den 80er Jahren entstandenen riesigen Haus-

haltsdefizits keine expansive Fiskalpolitik betrieben. Allerdings hat die Abwertung des Dollar (eine Folge des niedrigen Niveaus der amerikanischen Zinsen) zu Beginn der 90er Jahre die US-Exporte angekurbelt und dadurch das Wirtschaftswachstum unterstützt. Ab 1996 stieg der Dollarkurs wieder an und übte gemeinsam mit der restriktiven Fiskalpolitik der Clinton Regierung eine dämpfende Wirkung auf das Wirtschaftswachstum aus. Aber die steigenden Investitionsausgaben und vor allem die starke Zunahme der Konsumausgaben sorgten weiterhin für hohe Wachstumsraten.

Die in den 90er Jahren steigenden Investitionsausgaben der Unternehmen wurden anfangs vor allem aus Eigenmitteln (d.h. aus nicht ausgeschütteten Gewinnen und Abschreibungen) gedeckt. Allerdings wurde ab 1996 die Lücke zwischen Investitionsausgaben und Eigenmitteln zunehmend größer, so dass die externe Finanzierung von etwa 1% auf 2% des BIP anstieg. Die Unternehmen hatten aber auch deshalb einen wachsenden Finanzierungsbedarf da sich zum einen der Prozeß der Übernahmen fortsetzte und zum anderen wegen des schon erwähnten Aktienrückkaufs, der den Aktienkurs steigern sollte.<sup>2</sup> Im Resultat hatte die Nettokreditaufnahme der Unternehmen im Laufe des Wirtschaftsaufschwungs andauernd zugenommen: sie stieg von etwa 0% des BIP Anfang 1992 auf 6% im Jahr 2000 (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2: Nettokreditaufnahme der amerikanischen Unternehmen in Prozent des BIP



Quelle: Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts*. Dicke Linie: gleitende Durchschnitte von jeweils fünf Quartalen. Dunkel unterlegte Bereiche: Rezessionsphasen.

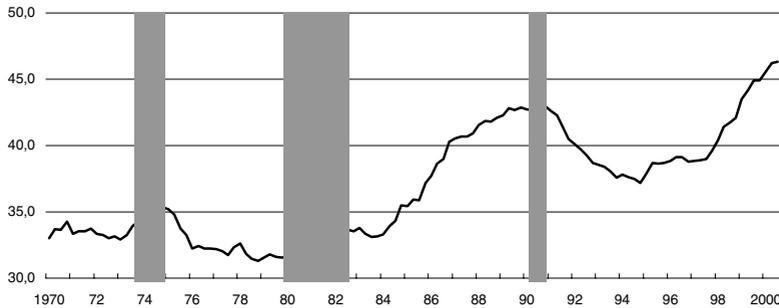
Die Gesamtverschuldung der Unternehmen ist aufgrund der niedrigeren Neuverschuldung während der Rezession 1990-91 und in den ersten Jahren

2 Das Interesse der Unternehmen am Anstieg ihres eigenen Aktienkurses resultierte (1) aus der Notwendigkeit die Großanleger zu befriedigen, (2) sollte damit der Gefahr einer feindlichen Übernahme vorgebeugt werden und (3) entwickelten die Vorstände und leitenden Mitarbeiter, die zunehmend Aktienoptionen als Teil ihrer Bezahlung erhielten, ein Eigeninteresse an einem steigenden Kurs.

des Aufschwungs relativ zum BIP zurückgegangen. Mit der dann wieder zunehmenden Neuverschuldung stieg auch die Gesamtverschuldung ab 1995 wieder an. Sie lag im Jahr 2000 bei 46% des BIP und damit sogar über dem Niveau Ende der 80er Jahre, das die amerikanische Zentralbank als problematisch eingeschätzt hatte (siehe Abbildung 3).<sup>3</sup>

Trotz des im Vergleich zu den 80er Jahren höheren Bestands an Schulden sind die Zinszahlungen nicht mehr wie damals die größte Last für die Bruttogewinne: in den 90er Jahren wurden sie von der Dividendenzahlungen

Abbildung 3: Verschuldung der amerikanischen Unternehmen in Prozent des BIP



Quelle: Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts*. Dunkel unterlegte Bereiche: Rezessionsphasen.

überholt. So entfielen auf Zinszahlungen nur noch 20% der Bruttogewinne, auf Dividendenzahlungen dagegen 35% (siehe Abbildung 4). Diese Entwicklung ist ein Zeichen für die verstärkte Position der institutionellen Anleger gegenüber den Unternehmen und die Forderung der Anleger, den ‚Shareholder Value‘ zum Maßstab unternehmerischen Handelns zu machen. Allerdings ist das Gewicht der Zinsen seit 1995 leicht gestiegen und eine starke Erhöhung der amerikanischen Zinssätze könnte die Unternehmen wegen der Größe ihres Schuldenbestands unter einen noch stärkeren finanziellen Druck setzen als Ende der 80er Jahre.

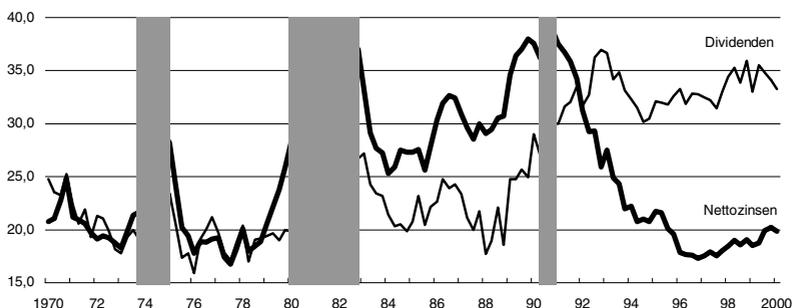
Das hohe Niveau der Dividendenzahlungen in den 90er Jahren bildete die Basis für den Anstieg der Aktienkurse. Von März 1991, dem Anfang des Aufschwungs, bis Ende 1994 stieg der Dow Jones von 2776 auf 3834 Punkte, was einem Zuwachs von etwa 10% pro Jahr entspricht. Ab 1995 entwickelte sich dann aber eine klassische Blase, Ende 1999 stand der Dow Jones bei

3 Es ist auch zu berücksichtigen, dass wegen der seit Anfang der 80er Jahre niedrigeren Inflationsrate die Altschulden viel weniger abgewertet werden als in den 60er und 70er Jahren.

11497 Punkten, was für die vorangegangenen fünf Jahre einem durchschnittlichen Anstieg von 25% pro Jahr entsprach. Nach allen gewöhnlichen Kriterien entspricht dies einer massiven Überbewertung der Aktien:

- Wie von einer Vielzahl von Studien betont wird, setzen solche Kurssteigerungen ein Wachstum der zukünftigen Gewinne voraus, das völlig unrealistisch erscheint.<sup>4</sup>
- Das inflationsbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis lag auf dem amerikanischen Aktienmarkt zu Beginn des Jahres 2000 bei 45 – der langfristige Durchschnitt liegt bei 15. Dieser Wert ist nur vergleichbar mit dem September 1929 als er kurz vor dem großen Crash 33 erreichte (Shiller 2000).
- Gemessen am Verhältnis von Marktkapitalisierung der Aktiengesellschaften zu den Wiederbeschaffungskosten des Kapitals (Tobin's berühmtes  $q$ ) waren die amerikanischen Aktien Anfang 2000 um ca. 60% überbewertet (Smithers/Wright 2000).

Abbildung 4: Zins- und Dividendenzahlungen der amerikanischen Unternehmen in Prozent der Bruttogewinne



Quelle: US Department of Commerce, *National Income and Product Accounts*. Dicke Linie: gleitende Durchschnitte von jeweils fünf Quartalen. Dunkel unterlegte Bereiche: Rezessionsphasen.

## Die privaten Haushalte

Der beständige Zuwachs der Realeinkommen, der die Nachkriegszeit charakterisierte, fand in den USA 1973 sein Ende. Seither kann die Mehrheit der amerikanischen Haushalte ihren Konsumstandard nur dadurch halten, dass es mehr als einen Verdiener gibt. Mit der gegenüber den Arbeitnehmern seit Anfang der 80er Jahre gestärkten Position des Kapitals, hat sich die Ein-

4 So z. B. Wadhvani (1999: 90): „the consensus, five year-ahead earnings growth assumption ... has climbed steadily in recent years, and is now at a staggering 14 per cent! (in an economy where nominal GNP growth has averaged around 5 per cent).“

kommensverteilung in den USA noch stärker polarisiert. Während sich zwischen 1979 und 1989 das Realeinkommen der obersten 1% mehr als verdoppelte, blieb das Einkommen der Mehrheit der Einkommensbezieher konstant und das Einkommen der untersten 20% sank um ca. 10% (Frank/Cook 1996: 5). Als Folge der Rezession von 1990-91 und des zunächst nur schwachen Aufschwungs sind die Realeinkommen in der ersten Hälfte der 90er Jahren für viele Haushalte nochmals gesunken. Erst ab 1996 kam es zu einer deutlichen Senkung der Arbeitslosigkeit und einer Erhöhung der Realeinkommen. Allerdings hatten die Realeinkommen erst 1999 wieder das Niveau von 1989 erreicht (Mishel/Bernstein/Schmitt 1999).

Trotz dieser bescheidenen Entwicklung der Realeinkommen wurde der Wirtschaftsaufschwung der 90er Jahre, vor allem ab 1996, von einer starken Zunahme der Konsumnachfrage getragen. Diese ist zum einen durch eine Senkung der Sparquote zu erklären, die von 8,3% 1991 auf 0,2% Anfang 2000 gefallen ist (Department of Commerce 2000: Table 2.1). Zum anderen wird dafür auch der Vermögenseffekt steigender Aktienkurse verantwortlich gemacht. Die amerikanische Zentralbank schätzt, dass ein Anstieg der Aktienwerte um 1 \$ zu einer Erhöhung der Konsumausgaben um 4 Cent führt (Ludvigson/Steindel 1999).

Nach den Daten der von der Zentralbank alle drei Jahre erhobenen *Survey of Consumer Finance* hat der Anteil der amerikanischen Haushalte, die entweder direkt oder über Investment- und Pensionsfonds Aktien besitzen von 31,6% (1989) auf 48,8% (1998) zugenommen (Recent Changes... 2000: 15). Außerdem ist den Marktwert der Aktien im Besitz von Haushalten dramatisch angestiegen: von 3,682 Billionen Dollar im Dezember 1989 auf 6,730 Billionen im Dezember 1995 und 13,331 Billionen im Dezember 1999 (Potterba 2000: 101).<sup>5</sup> Nichtsdestoweniger ist der Aktienbesitz unter den Haushalten extrem ungleich verteilt. So besaßen 1998 die obersten 1% der Haushalte etwa die Hälfte aller Aktien, die sich im Besitz der Haushalte befanden, die unteren 80% aber nur 4,1% (siehe Tabelle 1). Läßt man den indirekten Aktienbesitz aufgrund von Pensionsfonds unberücksichtigt, dann sinkt der Anteil der unteren 80% der Haushalte auf nur 1,7%. Diese Zahlen deuten darauf hin, dass der Vermögenseffekt steigender Aktienkurse zwar den stark gestiegenen Luxuskonsum der oberen Klassen angeregt haben könnte, dass er aber für die Konsumausgaben der Mehrzahl der Haushalte, deren Aktienvermögen nach wie vor klein ist, kaum eine Rolle gespielt haben dürfte.

---

5 Die Werte für 1989 und 1995 sind auf der Basis der Entwicklung der Konsumentenpreise auf das Jahr 1999 umgerechnet.

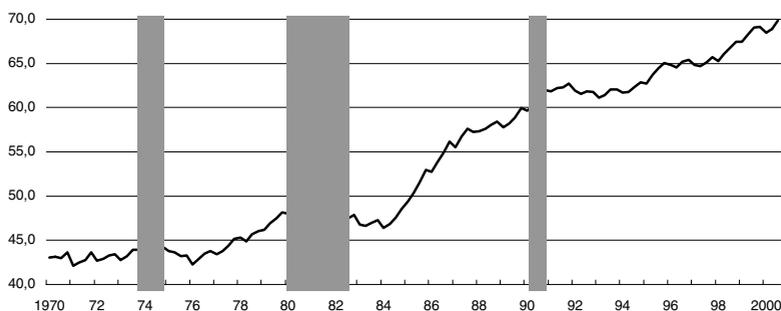
Tabelle 1: Anteiliger Vermögensbesitz der amerikanischen Haushalte 1998

	Aktien ohne Pensionsfonds	Sämtliche Aktien	Andere Geld- vermögen	Immobilien	Netto- vermögen
Obere 0.5%	41,4	37,0	24,2	10,2	25,6
Nächste 0.5%	11,8	10,7	7,8	4,6	8,4
Nächste 4%	27,7	27,2	26,2	20,5	23,4
Nächste 5%	10,3	11,3	14,0	15,4	11,4
Nächste 10%	7,2	9,8	13,9	20,1	12,8
Untere 80%	1,7	4,1	14,0	29,3	18,5

Quelle: Poterba (2000: 102) auf der Basis des Survey of Consumer Finances 1998.

Tatsächlich wurden die steigenden Konsumausgaben der Haushalte sehr stark über Kredite finanziert: die Verschuldung der Haushalte stieg im Laufe des Aufschwungs von 62% des BIP (1992) auf 70% (2000) an (siehe Abbildung 5). Als Ergebnis mußte 1998 die Mehrheit der Haushalt ca. 17,7% ihres Einkommens für den Schuldendienst verwenden – bei den unteren Einkommensgruppen lag dieser Wert sogar bei 20% (Recent Changes... 2000: 24). Bei einer derartigen Kreditabhängigkeit der Konsumausgaben wird deren Wachstum bei den ersten Zeichen von steigender Arbeitslosigkeit schnell gestoppt werden und die Konsumausgaben könnten dann sogar sinken, ganz ähnlich wie am Ende des Aufschwungs der 80er Jahre.

Abbildung 5: Verschuldung der amerikanischen Haushalte in Prozent des BIP



Quelle: Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts*. Dunkel unterlegte Bereiche: Rezessionsphasen.

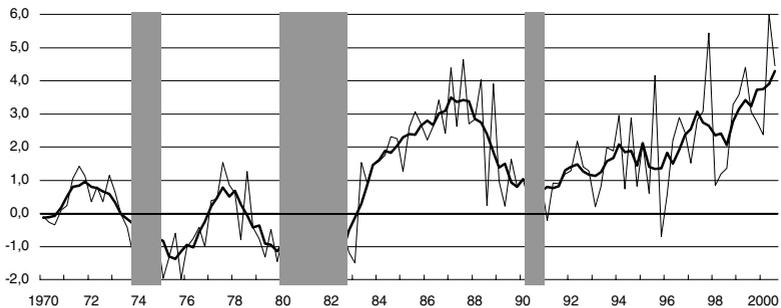
## Der Auslandssektor

Die wachsende Verschuldung der Unternehmen und der privaten Haushalte wurde durch den enormen Zufluß von Kapital aus dem Ausland ermöglicht. Die Netto-Kapitalzuflüsse sind erstmals während des Aufschwungs in den

80er Jahre stark angestiegen, sie sind dann aber während der Rezession von 1990-91 fast völlig versiegt. In der Aufschwungphase der 90er Jahre sind diese Zuflüsse dann aber noch stärker gewachsen als in der 80er Jahren und im Jahr 2000 erreichten sie eine Höhe von über 4% des BIP (siehe Abbildung 6).

Der größte Teil der Kapitalzuflüsse in den 90er Jahren erfolgte in Form von Finanzinvestitionen, sie gingen vor allem in festverzinsliche Staatsanleihen, zunehmend auch in festverzinsliche Unternehmensanleihen. Diese beiden Posten waren bedeutender als der Kauf von Aktien durch ausländische Anleger. An zweiter Stelle standen – was bei einem System flexibler Wechselkurse überraschend ist – die Zunahme an Währungsreserven. Und schließlich haben auch die internationalen Bankgeschäfte einen kleinen Beitrag zum Kapitalzufluß geleistet. Direktinvestitionen von Ausländern in den USA waren zwar in absoluten Zahlen hoch, allerdings stehen ihnen die traditionell hohen Direktinvestitionen der USA im Ausland gegenüber. Lediglich in der zweiten Hälfte der 90er Jahre leistete der Saldo der Direktinvestitionen einen kleinen Beitrag zu den Kapitalzuflüssen in die USA.

Abbildung 6: *Netto-Kapitalzuflüsse in die USA in Prozent des BIP*



Quelle: Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts*. Dicke Linie: gleitende Durchschnitte von jeweils fünf Quartalen. Dunkel unterlegte Bereiche: Rezessionsphasen.

Trotz der umfangreichen ausländischen Investitionen, die von amerikanischen Unternehmen getätigt wurden, kamen die USA schon ab 1985 infolge der massiven Kapitalzuflüsse in eine Netto-Schuldner Position. Aufgrund der hohen Renditen, die von den ausländischen Direktinvestitionen der amerikanischen Unternehmen abgeworfen wurden, blieb der Netto-Vermögenszufluß der USA aber bis 1997 positiv. Obwohl die amerikanischen Auslandsinvestitionen immer noch sehr rentabel sind, erreichten die daraus resultierenden Gewinne aber nicht mehr die Höhe Zins- und Dividendenzahlungen, die an die ausländischen Anleger flossen, die in den USA investiert hatten. Im Resultat müssen die USA jetzt Kapital im Ausland leihen um Zinsen und Divi-

denden für die ausländischen Anleger zu finanzieren – einen Zustand der von Hyman Minsky als ‚Ponzi-Finanzierung‘ bezeichnet wurde.

Die großen Kapitalzuflüsse in der zweiten Hälfte der 90er Jahre verdankten sich den hohen Renditen, die in den USA zu erzielen waren. Die Zentralbank hatte 1994 die Leitzinsen erhöht, um nach vier Jahren Aufschwung einer möglichen Inflation vorzubeugen. Damit lagen die amerikanischen Zinsen über den europäischen und weit über denen in Japan. Aber nicht nur das hohe Zinsniveau war für ausländische Anleger attraktiv; das kräftige Wirtschaftswachstum und die steigenden Profite begünstigten auch ausländische Direktinvestitionen, die Ende der 90er Jahre sogar die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland übertrafen. Die Nettozuflüsse an Kapital trieben den Wechselkurs des Dollar nach oben, was die Rendite einer Investition in den USA für Ausländer noch weiter verbesserte. Wann immer die Vorteile einer Abwertung des Dollar für die amerikanische Leistungsbilanz angesprochen wurde, betonten Finanzminister Robert Rubin und sein Nachfolger Larry Summers das Interesse der USA an einem starken Dollar: dieser war einfach notwendig, um weiterhin ausländisches Kapital in die USA zu ziehen.<sup>6</sup> Abgesehen von den negativen Auswirkungen für den Export der USA wirft der starke Dollar aber auch das Problem einer eventuell unkontrollierten Abwertung auf, was die internationalen Finanzmärkte erheblich destabilisieren würde.

## Das Ende des Aufschwungs

Die Basis des Wirtschaftsaufschwungs der USA in den 90er Jahren lag in dem umfangreichen Restrukturierungsprozeß begründet, den die großen amerikanischen Unternehmen in den 80er Jahren hinter sich gebracht hatten. Obwohl der Aufschwung zunächst mit niedrigen Wachstumsraten begann, stieg im Unterschied zu den 80er Jahren die Rentabilität stark an. Die höhere Rentabilität regte zu Anlageinvestitionen an und ab Mitte der 90er Jahre kam es zu einem beschleunigten Wachstum, das mit einer deutlichen Zunahme der Arbeitsproduktivität verbunden war. Diese stärkere Phase des Aufschwungs wurde vor allem von einer Zunahme der Binnennachfrage getragen; jene war allerdings sowohl auf Seiten der Unternehmen wie auch auf Seiten der privaten Haushalte vor allem über Kredite finanziert. Im Unterschied zur Europäischen Zentralbank war die amerikanische Notenbank bereit, diese Kreditexpansion zu tolerieren.

Die starke Zunahme der Verschuldung sowohl der Unternehmen wie auch der Haushalte kann aber nicht unbegrenzt weitergehen.<sup>7</sup> Ein Wandel in der

---

6 Außerdem hielt der starke Dollar die Importpreise und damit auch die Inflationsrate niedrig.

7 Vgl. zu den Konsequenzen einer Fortsetzung des aktuellen Verschuldungsprozesses in den USA die Schätzungen in Godly (1999).

Bereitschaft der Unternehmen und der Haushalte sich weiter zu verschulden oder eingeschränkte Möglichkeiten des amerikanischen Finanzsystems weitere Kredite zu vergeben, würde dem Aufschwung ein Ende setzen. Das erste Zeichen für ein Ende des Aufschwungs machte sich schon 1998 bemerkbar, als sich der Rentabilitätswachstum der amerikanischen Unternehmen deutlich verlangsamte. Als jedoch die amerikanischen Leitzinsen im Herbst 1998 gesenkt wurden, um eine Krise des Finanzsystems in Folge des Zusammenbruchs des Hedgefonds *Long-Term Capital Management* (LTCM) zu verhindern, gab dies dem Wirtschaftswachstum einen weiteren Schub.<sup>8</sup> Als sich der Aufschwung dann 1999 verstärkt fortsetzte, war die amerikanische Notenbank und ihr Chef Alan Greenspan sehr besorgt darüber, dass es zu einer Überhitzung der Wirtschaft mit anschließender Rezession und einem Crash der immer weiter steigenden Aktienkurse kommen könnte. Zwischen Juni 1999 und Mai 2000 wurden daher in sechs Schritten die Leitzinsen von 4,75% auf 6,5% erhöht. Das ehrgeizige Ziel bestand darin, das Wirtschaftswachstum zu dämpfen ohne eine Rezession auszulösen und ohne die überhöhten Aktienkurse platzen zu lassen.

Zu Beginn des Jahres 2000 fand der Boom des Aktienmarkts dann sein Ende. Der Dow Jones Index erreichte im Januar bei einem Stand von 11908 Punkten seinen Höhepunkt, Ende 2000 lag er nur noch bei 10787. Indes waren die Kursverluste bei den neuen High-Tech Firmen viel stärker. Der Index der NASDAQ, an der diese Aktien vor allem gehandelt werden, erreichte im März 2000 seinen Gipfel bei 5132 Punkten, am Jahresende lag er noch bei 3028. Die Entwicklung des Wirtschaftswachstums war nicht so eindeutig. In der ersten Hälfte des Jahres 2000 lag die Wachstumsrate des BIP immer noch bei 5%, im dritten Quartal sank sie dann auf 2,2%. Es scheint, dass der entscheidende Bruch im vierten Quartal stattgefunden hat, allerdings waren bei Abfassung dieses Artikels noch keine makroökonomischen Daten verfügbar. In der Zeit zwischen der Präsidentschaftswahl Anfang November und ihrem endgültigen Ergebnis im Dezember hat sich das Geschäftsklima in den USA deutlich geändert. Eine ganze Reihe von amerikanischen Großunternehmen, darunter so bekannte Namen wie Intel, Motorola, National Semiconductor, Apple und Gateway, veröffentlichten Gewinnwarnungen (vgl. z.B. Coggan 2000, Hill 2000, 2000a), was erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte hatte. Dies hat sich am deutlichsten im Markt für die hochriskanten ‚junk bonds‘ gezeigt. Ihr Zinsunterschied gegenüber den sicheren staatlichen Schatzbriefen liegt zum Teil bei über 10% – und neue Emissionen solcher Papiere sind gegenwärtig so gut wie ausgeschlossen (Plender 2000, Silver-

---

8 LTCM der zu etwa 95% mit Kapital arbeitete, das von den großen New Yorker Investment Banken geliehen war, hatte im Verlauf der Russischen Finanzkrise mehrere hundert Milliarden Dollar Verluste gemacht. Vgl. zur Rolle der US-Notenbank in dieser Krise Woodward (2000: 199-208).

man/Chaffin 2000). Die Entwicklungen an den Finanzmärkten haben auch die Großbanken getroffen. Kurz vor Weihnachten haben zwei der bekanntesten New Yorker Investmentbanken – Goldman Sachs und Morgan Stanley – Gewinnwarnungen veröffentlicht (Silverman 2000). Und es wird schon diskutiert, ob die gesunkenen Profiterwartungen und die teurer werdenden Kredite nicht zu einer nachhaltigen Kürzung der Investitionspläne der amerikanischen Unternehmen führen werden (Abrams 2001).

Ende November 2000 teilte das amerikanische Arbeitsamt mit, dass die saisonbereinigte Arbeitslosenquote zwar immer noch bei extrem niedrigen 4% liege, dass aber die monatliche Zahl von neu gemeldeten Arbeitslosen so stark zugenommen hat, wie seit der Rezession am Anfang der 90er Jahren nicht mehr – dies könnte auch bedeuten, dass sich die starke Konsumbereitschaft der letzten Jahre bald abschwächt. Eine andere interessante Entwicklung zeichnet sich in den neuen High Tech Industrien ab, wo die Angestellten einen Teil ihrer Bezahlung in Aktien erhalten: hier wächst aufgrund der sinkenden Aktienkurse die Unzufriedenheit (Skapinker 2000).

Aufgrund der zunehmenden Befürchtungen, dass eine neue Rezession bevorstehen könnte, hat die Zentralbank unerwartet und außerhalb ihres normalen Terminplans bereits Anfang Januar 2001 die Leitzinsen um 0,5% gesenkt; eine weitere Senkung, ebenfalls um 0,5%, folgte Ende Januar. Hier sieht man nochmals wie die amerikanische Zentralbank während des Amtszeit von Alan Greenspan ein Vorliebe für makroökonomische Feinsteuerung entwickelt hat – ganz im Gegensatz zur dominanten neoklassischen Wirtschaftslehre.

Mit den jüngsten Maßnahmen wurde eine ‚weiche Landung‘ der wirtschaftlichen Entwicklung angestrebt: eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, das sich aber nicht zu einer Rezession auswachsen soll. Zwar ist es nicht auszuschließen, dass dieses Ziel erreicht wird, doch scheint es eher unwahrscheinlich zu sein, da Konjunkturbewegungen einen stark kumulativen Charakter haben. Wie schon häufig zu beobachten war, zuletzt am Ende des Aufschwungs der 80er Jahre, haben sinkende Profite, abnehmende Anlageinvestition, geringere Beschäftigungszuwächse und schrumpfende Konsumausgaben die Tendenz sich gegenseitig zu verstärken. Entscheidend für die Art des Abschwungs sind allerdings die Entwicklungen im Finanzsystem.

Vieles deutet darauf hin, dass sich das amerikanische Bankensystem nach mehreren Jahren umfangreicher Kreditvergabe wieder in einer äußerst angespannten Situation befindet. Das bedeutet, dass die Finanzierung einer weiteren Expansion der Investitionen und des Konsums aus dieser Quelle schwieriger wird, da die Banken zunächst einmal ihre eigene Liquiditätsposition verbessern müssen. Die große Frage ist, ob es, aufgrund von Zahlungsschwierigkeiten seitens einer oder mehrerer Großbanken, zu einer abrupten Einschränkung der Kreditvergabe kommen könnte. In diesem Zusammenhang ist es bemerkenswert, dass die amerikanische Zentralbank bei der Begründung

ihrer Zinssenkung Anfang Januar explizit auf die angespannte Situation des Kreditmarkts verwiesen hat.

Auch die nach allen üblichen Kriterien immer noch überhöhten Aktienkurse können für das amerikanische Finanzsystem eine Gefahr darstellen. Ein weiterer starker Kursverfall könnte bei einigen Großbanken zu Zahlungsschwierigkeiten führen, da viele Aktiengeschäfte über Kredite finanziert wurden, die dann eventuell abgeschrieben werden müssten. Zwar ist anzunehmen, dass die Zentralbank in einem solchen Fall das Bankensystem mit zusätzlichem Geld versorgen würde, um einen Zusammenbruch zu verhindern – so wie sie es nach dem Börsencrash von 1987 oder 1998 als Folge der Finanzkrisen in Asien und Rußland gemacht hat. Derartige Interventionen verringern aber den Reinigungseffekt der Krise. Eine Rezession würde dann zwar nicht so hart ausfallen, allerdings wäre auch der folgende Aufschwung nicht sehr ausgeprägt.

Die größte Gefahr für die amerikanische Wirtschaft besteht jedoch in der Möglichkeit, dass die ausländischen Investoren ihr Kapital nicht mehr im selben Umfang wie bisher in den USA anlegen oder es sogar zu einem nennenswerten Kapitalabfluß kommt. In diesem Fall würde der Dollar auch eine starke Abwertung erfahren. Bei einem stark sinkenden Dollarkurs müsste die amerikanische Regierung entweder – nach vielen Jahren, in denen sie dies abgelehnt hat – mit den anderen führenden kapitalistischen Ländern eng zusammenarbeiten, um die internationalen Finanzmärkte zu stabilisieren. (In dieser Weise haben die Europäischen Länder und Japan 1985-87 die letzte große Abwertung des Dollar abgedeckt.) Oder es müssten die amerikanischen Zinsen stark angehoben werden, um in Dollar denominierte Vermögenswerte für internationale Anleger wieder attraktiv zu machen. Damit würden sich aber zugleich die Probleme der hoch verschuldeten Unternehmen und des Bankensystems verschärfen und eine tiefe Rezession nicht nur in den USA auslösen.

## Literatur

- Abrahams, Paul (2001): Systems failure, *Financial Times*, 10 January.  
 Akhtar, M. A. (1993/94): Causes and Consequences of the 1989-92 Credit Slowdown, in: *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter S. 1-23.  
 BIZ (2000): Bank for International Settlements, *70<sup>th</sup> Annual Report*, Basel, June 2000.  
 Boyer, Robert (2000): Is finance led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, in: *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, February 2000, S. 111-145.  
 Coggan, Philip (2000): The growls get louder, *Financial Times*, 25/26 November  
 Department of Commerce (2000), *National Income and Product Accounts*, Washington.  
 Frank, Robert; Cook, Philip (1996): *The Winner Takes All Society*, New York.  
 Godly, Wynne (1999): *Seven Unsustainable Processes: Medium Term Prospects for the United States and the World, Special Report*, Jerome Levy Institute, New York.  
 Guttmann, Robert (1998): Die strategische Rolle der Pensionsfonds, in: *PROKLA* 113, S. 643-650.  
 Hill, Andrew (2000): Facing lean times, *Financial Times*, 12 December;  
 – (2000a): Hard times mean hard landing for corporate profits, *Financial Times* 19 December.

- Ludvigson, Sydney; Steindel, Charles (1999): How Important is the Stock Market Effect on Consumption, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, July.
- Mishel, Lawrence; Bernstein, Jared; Schmitt, John (1999): *The State of Working America 1998-99*, Economic Policy Institute, Washington.
- Plender, John (2000): Feeling the squeeze, *Financial Times*, 29 November.
- Poterba, James (2000): Stock Market Wealth and Consumption, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, no. 2, Spring.
- Recent Changes in US Family Finances: Results from the 1998 Survey of Consumer Finances, *Federal Reserve Bulletin*, January 2000.
- Shiller, Robert (2000): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.
- Silverman, Gary (2000): Top US investment banks squeezed, *Financial Times*, 20 December.
- Silverman, Gary; Chaffin, Joshua (2000): Credit squeeze feared as high-risk liquidity dies up, *Financial Times*, 19 December.
- Skapinker, Michael (2000): Meet the new boss, *Financial Times*, 30 November.
- Smithers, Andrew; Wright, Stephen (2000): *Valuing Wall Street: Protecting Wealth in Turbulent Markets*, McGraw Hill.
- Thurow, Lester (1996): *The Future of Capitalism*, London.
- Wadhvani, Sushil B. (1999): The US stock market and the global economic crisis', *National Institute Economic Review*, London, January
- Woodward, Bob(2000): *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*, New York.