

Joachim Becker/Johannes Jäger

Aktualisierte Fassung des Beitrags in Kurswechsel 2/2008
vom September 2008

Die US-Finanzkrise und ihre globalen Auswirkungen

Seit Anfang September hat sich die US-Finanzkrise stark zugespitzt. Der Investment-Bankensektor ist verschwunden. Die größte Versicherung stand vor dem Kollaps, und die US-Regierung intervenierte mit immer stärkeren staatlichen Rettungsaktionen, um eine offene Systemkrise abzuwenden.

Die aktuelle Krise hat zwei Aspekte. Einerseits gibt es die aktuelle Finanzkrise in den USA, andererseits gibt es erhebliche globale Ungleichgewichte zwischen Ländern mit einem Defizit in der Leistungsbilanz, wie etwa den USA, und Ländern mit einem großen Überschuss, wie China, Deutschland und Japan. Beide Aspekte hängen eng zusammen.

Diese doppelte Krise hat in den unterschiedlichen Entwicklungsmodellen ihre Wurzeln. In den USA hat die Wirtschaftspolitik die Finanzakkumulation begünstigt. Bereits im Jahre 2000 ist die so genannte dot.com Blase an der Börse geplatzt. Die Konsequenzen davon waren überraschender Weise sehr limitiert. Nichts desto trotz hat sich die Blase in den Immobiliensektor verlagert. Die Immobilienpreise sind seit 2002 um über 7% (und seit 2004 über 10%) pro Jahr gewachsen. Kredite wurden zu immer riskanteren Bedingungen vergeben und es entstand das Kreditsegment für Gruppen mit sehr geringem Einkommen. Diese wurden NINA-Kredite (no income, no assets) genannt. Nachdem die Preise zu steigen aufgehört hatten, wurde es immer deutlicher, dass viele SchuldnerInnen nicht im Stande waren, die Kredite weiterhin zu bedienen.

Die Immobilienkrise ist ein Symptom eines größeren Problems. Das Wachstum der USA war auf kreditbasiertem Konsum aufgebaut. Die Sparquote der US-amerikanischen Haushalte geht gegen Null. Es gab Jahre, in denen die Konsumausgaben über dem Einkommen lagen. Ein Wirtschaftsmodell mit derartigen Charakteristika ist nicht langfristig durchhaltbar. Darüber hinaus fußte dieses Modell auf dem Import von Kapital und Waren. Im Jahr 2006 belief sich das Defizit in der Leistungsbilanz auf 6,6% des BIP. Die USA sind weltweit der wichtigste Kapitalimporteur. Im Jahr 2002 absorbierte das Land 76% der weltweiten Nettokapitalimporte.

Im September spitzte sich die Krise zu. Am 7. September übernahm das Schatzamt die Kontrolle über die beiden Hypothekenriesen Fannie Mae und Freddie Mac, um den Immobilien- und Hypothekenmarkt vor dem Einsturz zu retten. Am 15. September musste Lehman Brothers, eine der renommiertesten US-Investmentbanken, den Bankrott erklären. Dies war das Signal zum Verschwinden dieses Bankensegments, das auf Emission und Handel mit Wertpapieren spezialisiert war und nur einer sehr schwachen Regulierung unterlag. Die beiden verbliebenen selbständigen Investmentbanken sind kurz darauf in normale Geschäftsbanken umgewandelt worden, die der normalen Finanzaufsicht unterstehen. Dies bedeutet eine institutionelle Zäsur im US-Finanzkapitalismus.

Als nächstes traf die Krise den Versicherungssektor, konkret den riesigen Konzern AIG. Diese hatte sich sehr stark in der Absicherung von komplexen Anleihen, darunter speziell auch zweitklassige US-Hypothekenanleihen, engagiert. Mit der Krise des Hypothekenmarktes rutschte AIG in die Krise und verlor die Kreditwürdigkeit. AIG ist nicht nur mit vielen Finanzmarktakteuren verbunden, vielmehr drohte nun auch Millionen US-Amerikanern der Verlust der Pension. Die Regierung griff ein. Die Notenbank Fed stellte einen Kredit von 85 Mrd. US\$ zur Verfügung und stellte die AIG unter Kuratel. Nunmehr zeichnete sich eine Systemkrise ab.

Am 19. September kündigte die Regierung eine staatliche Auffanggesellschaft zur Übernahme fauler Kredite an. Dieser soll für 700 Mrd. US\$ Finanzinstitute von dubiosen Engagements entlasten. Beim Aufkauf dieser Titel und ihrem späteren Weiterverkauf soll das Finanzministerium sehr weitreichende Kompetenzen erhalten. Die Details sind Gegenstand komplizierter Verhandlungen im Kongress, wo die Demokratische Partei parlamentarische Kontrolle und Stützungen für von Pfändung bedrohte HausbesitzerInnen fordert. Die BankaktionärInnen kämen ungeschoren davon, ihre zumindest teilweise Enteignung ist nicht vorgesehen. Damit würden die Verluste ohne jede Gegenleistung sozialisiert. Hiergegen ist Kritik im Kongress laut geworden. Auch eine Junktimierung mit wesentlich verschärften Kontrollen ist nicht erkennbar. Somit wird der Wiederholung nicht vorgebeugt.

Die staatliche Schuldenübernahme schränkt die wirtschaftspolitischen und budgetären Handlungsspielräume in einer Situation empfindlich ein, in der auch andere Segmente des US-Finanzsystems, beispielsweise der Kreditkartenmarkt, als wacklig gelten. Die Bereitschaft des Auslands, US-Papiere zu kaufen und so zur Finanzierung des rapide steigenden US-Budgetdefizits beizutragen, ist erkennbar gering. Der Dollarkurs gibt erneut nach. Der US-Dollar ist als internationale Reservewährung angeschlagen. Dies engt die wirtschaftspolitischen Spielräume der US-Regierung weiter ein.

Die Auswirkungen der Finanzkrise

Die Krise expandierte über zwei Kanäle: Die direkte Ansteckung über die Finanzmärkte und vermittelt über die Exporte. Die Krise blieb damit nicht auf die Immobilienkredite beschränkt. Die Kredite wurden in Finanztitel umgewandelt und an andere Banken verkauft. Die Probleme wurden damit auf andere Banken, insbesondere auch in Europa, übertragen, wo mehrere Banken enorme Verluste hinnehmen mussten (z.B. UBS, Deutsche Bank, Sächsische Landesbank-Girozentrale). Andererseits hat sich auch der Interbankenmarkt durch diese Krise sehr betroffen gezeigt. In einigen Ländern war das Wirtschaftsmodell auch sehr stark auf den Finanzsektor und/oder Immobiliensektor gebaut. Aus diesem Grund erleben Länder wie Großbritannien, Spanien oder Irland eine Krise, die eher als strukturell denn als konjunkturell einzuschätzen ist.

Eine zweite Ländergruppe zeigt sich vor allem über die Exportentwicklung von der Krise betroffen. Einerseits sind dies Länder wie Deutschland, Japan oder China, die sich durch einen ausgeprägten Merkantilismus, d.h. einer Politik die auf einen Überschuss in der Leistungsbilanz abzielt, auszeichnen. Andererseits sind es Rohstoffexporteure, wie etwa viele lateinamerikanische Staaten, die einen Rückgang der Nachfrage im den Staaten des Zentrums in Form einer Wachstumsabschwächung für ihre Exporte hinnehmen müssen. Für viele Rohstoffe kann sich der Preisboom als sehr vergänglich herausstellen. Eine Ausnahme können möglicherweise Erdöl und Ergas sein, wo eine Erschöpfung der Ressourcen schon

am Horizont absehbar ist, und daher tendenziell Preissteigerungen zu erwarten sind. Das heißt jedoch nicht, dass es nicht ausgeprägte konjunkturelle Schwankungen geben kann. Derartige Schwankungen und die US-Krise führten Mitte September bereits zu starken Verunsicherungen in Russland, auf welche der Kreml mit starken Finanzspritzen reagierte.

Es gibt jedoch noch eine dritte Ländergruppe, die noch anfälliger für Krisenansteckung ist. Dabei handelt es sich um Länder die über externe Kredite finanziert werden und ein sehr hohes Leistungsbilanzdefizit aufweisen. Ihre finanzielle Instabilität verschärft sich aufgrund des Rückgangs der Exportdynamik. Außerdem ist es sehr wahrscheinlich, dass die Finanzanleger der Fragilität in den Zahlungsbilanzdaten mehr Aufmerksamkeit schenken werden. Zahlreiche zentral- und osteuropäische Länder weisen sehr hohe Wachstumsraten ihrer Auslandsschuld und ihres Leistungsbilanzdefizits auf. Insbesondere handelt es sich dabei um Länder mit einem currency board (wie es etwa in Argentinien bis zur Krise praktiziert worden ist) oder einer sehr rigiden Wechselkurspolitik in Verbindung mit einer relativ peripheren Rolle in der internationalen Arbeitsteilung. Im Jahre 2007 wiesen Lettland und Bulgarien ein Leistungsbilanzdefizit von über 20% des BIP auf. Das ist viermal soviel wie die 5%-Grenze, die normalerweise bereits als problematisch gilt. In zwei baltischen Staaten, Estland und Lettland, ist das Wachstum bereits abrupt eingebrochen. Ihr Länderrating wurde reduziert und die Zinsen steigen. Hier ist die Spekulationsblase bereits geplatzt und die dort sehr stark engagierten schwedischen Banken sind mit erheblichen Problemen konfrontiert. Österreichische und italienische Banken sind ebenfalls stark in zentral- und südosteuropäischen Ländern mit problematischer Leistungsbilanz bzw. einer sehr rasch steigenden Privatverschuldung, die der Finanzierung von Immobilien und Konsum dient, engagiert. Auch die Situation der Türkei und – zu einem geringeren Grad – die Südafrikas erscheint sehr fragil. In diesen Ländern ist eine Krise, wie sie in den 1990er Jahren so häufig war, nicht auszuschließen.

Die Wirtschaftspolitik angesichts der Krise

Die Antwort auf die Finanzkrise fiel im Zentrum gänzlich anders aus als die Rezepte, die während ähnlicher Krisen in der Peripherie angewandt wurden. Während in der Peripherie von Brasilien bis Südkorea Zinserhöhungen und eine sehr restriktive Fiskalpolitik erfolgten, stellten die Zentralbanken in den USA wie in der EU dem Finanzsystem ausreichend Liquidität zur Verfügung. Die USA reduzierten den Zinssatz dramatisch und implementierten eine expansive Fiskalpolitik. Banken wurden gerettet und zum Teil sogar verstaatlicht. Zuletzt wurde in den USA das Projekt zum Aufkauf fauler Kredite lanciert. D.h. die Antwort auf die Krise war primär keynesianisch. Die EU war allerdings vergleichsweise wesentlich restriktiver. Es gibt daher unterschiedliche Nuancen in der Reaktion auf die Krise. Eine Debatte über eine striktere Regulierung des Finanzsystems hat begonnen. Auch erste konkrete Vorschläge, wie einen Mindestselbstbehalt von 20% bei der Verbriefung und Veräußerung von Krediten seitens des deutschen Finanzministers Peer Steinbrück, liegen jetzt vor. Doch gehen die wirtschaftspolitischen Maßnahmen das Problem bislang noch nicht in seinem Kern an.

Ebenso hat man nicht begonnen, die Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen in einer systematischen Art und Weise anzugehen sowie Maßnahmen gegen Instabilität der Wechselkurse zu setzen. Die Abwertung des US-Dollars hat in einigen Regionen eine Abschwächung der Exporte gebracht, nicht jedoch den Handel mit China getroffen. Die chinesische Regierung erlaubte nur eine leichte Aufwertung des chinesischen Yuan im Vergleich zum Dollar um 19% seit 2005. Dies reichte nicht

aus, um den enormen Handelsbilanzüberschuss Chinas im Vergleich zu den USA zu reduzieren. Die billigen Importe aus China waren eines der Fundamente des Überkonsums in den USA. Aus diesem Grund war die Position der USA gegenüber dem Handel mit China auch nicht eindeutig. Eine internationale Vereinbarung zur Koordination der Zinsen und zur Reduktion der Handelsbilanzungleichgewichte scheint ohne China nicht möglich. Nichts desto trotz sind die Handelsströme ein Teil der Gleichung. Der andere Teil sind die in den USA angelegten Gelder. China hat sehr viele finanzielle Mittel in den USA investiert. Aufgrund der leichten Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Yuan haben die chinesischen Aktiva gemessen in Yuan bereits an Wert verloren. Mit einer zukünftigen Aufwertung des Yuan würden diese Gelder weiter an Wert verlieren. Angesichts dieser Tatsachen hat China begonnen die Entwicklungsstrategie stärker nach Innen zu orientieren.

Eine Reduktion der Handelsungleichgewichte würde sowohl die neo-merkantilistischen als auch die auf Überkonsum basierenden Modelle in Frage stellen. In beiden Fällen würde eine Veränderung des Modells auch eine Veränderung der Einkommenspolitik beinhalten. Im Fall der neo-merkantilistischen Länder wären höhere Löhne und eine stärker ausgeglichene Einkommensverteilung nötig, um entsprechend auch mehr Produkte am internen Markt absetzen zu können. Im Fall des Überkonsums können nur höhere Löhne den Konsum der unteren Einkommensschichten aufrecht erhalten.

Die Finanzkrise ist ein Symptom für die Erosion der dominanten Position der USA. Washington kann angesichts dieser Tatsache nicht mehr so reagieren wie Ende der 1970er, als die Zinsen abrupt angehoben wurden. Derzeit ist die Fragilität des US-amerikanischen Finanzsystems so groß, dass so eine Maßnahme nicht empfehlenswert wäre. Außerdem ist der Euro im Vergleich zur Deutschen Mark ein wesentlich stärkerer Konkurrent. Dennoch hat der Euro auch mit seinen eigenen Problemen zu kämpfen. Die geldpolitischen Regeln der Europäischen Zentralbank sind zu rigide. Die Entwicklung innerhalb der EU ist sehr ungleich und es gibt enorme Ungleichgewichte zwischen den EU-Ländern. Während Deutschland einen Leistungsbilanzüberschuss von 5,1% im Jahr 2006 aufwies, hatten einige andere Länder der Eurozone ein Defizit von rund 10%. In einigen Ländern außerhalb der Eurozone sind die Defizite noch größer.

Die Krise ist noch nicht gelöst ...

Joachim Becker ist Professor an der Wirtschaftsuniversität Wien und Analyst des Institute for Studies in Political Economy (IPE) in Wien,
Johannes Jäger ist Volkswirt an der Fachhochschule des bfi Wien.