

# Die Krise ist da

Doug Henwood

Montage: J. Römer · www.unterbilken.de

48

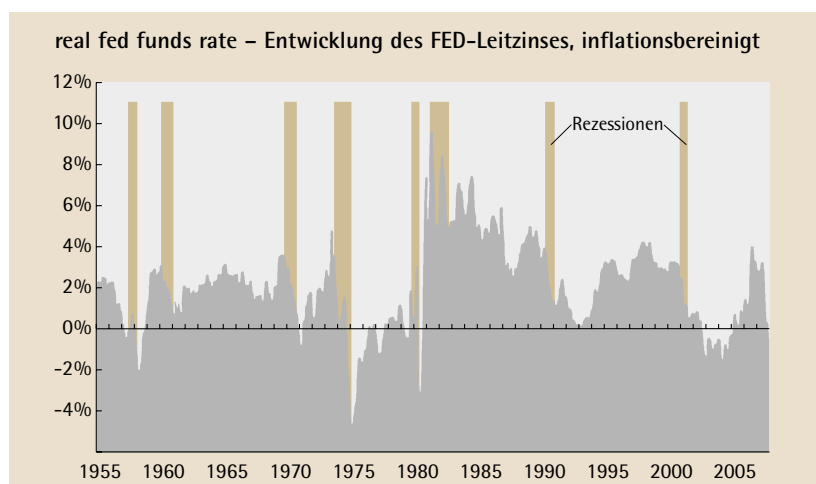
## Mit Geld und guten Worten kämpft die US-Regierung gegen die Rezession

Armer, armer Aktienmarkt: Er braucht fast jeden Tag einen neuen Schuss, oder er fällt in Ohnmacht. David Rosenberg, Chefökonom bei Meryll Linch, betont in seiner Analyse vom 14. März, dass jede neue Ankündigung einer Unterstützung dem Markt einen Schub für einen oder zwei Tage gab, der sich aber nach dem Ende der Euphorie sogleich ins Gegenteil verkehrte. Der Aktienindex Standard&Poors 500 zeigt diese Entwicklung des US-Markt seit dem Ausbruch der aktuellen Finanzkrise im letzten August. Größere Interventionen sind im Schaubild vermerkt: Zinssenkungen der Federal Reserve, die Ankündigungen der Regierungsprogramme zur Unterstützung von Hypothekenschuldnern (FHA Secure, Project Lifeline, Hope Now), Sonderprogramme der Fed zur Unterstützung der Bankenliquidität (Term Auction Facility, Term Securities Lending Facility), Aktionen zur Absicherung von Kreditversicherern usw. Die Tagesgewinne nach diesen Ankündigungen summieren auf insgesamt 22 Prozent – doch an den Tagen ohne solche Unterstützung, die zehnmal häufiger waren, fielen die Kurse um insgesamt 33 Prozent. So haben alle Aktionen den Fall der Kurse nicht aufhalten können – wenngleich es ohne die Pressemitteilungsmaschinerie wohl noch schlimmer gekommen wäre (Die Liste der Marktinterventionen haben wir von Rosenberg übernommen und aktualisiert.).

Der letzte Schub kam von der Leitzinssenkung der Fed am 18. März. Die Zinssenkung war erwartet worden. Sie fiel eher geringer aus, als der Markt gehofft hatte, und wurde von härteren Worten über die Preissteigerung begleitet, als von den Fed-Astrologen vorhergesagt. Trotzdem machte die Zinssenkung die Händler und Investoren für einige Stunden glücklich. Der Zinsschritt brachte den realen Tagesgeldsatz – den Zinssatz, zu dem die Banken einander kurzfristig Zentralbankgeld leihen, vermindert um die Preissteigerungsrate – deutlich unter Null. Der Tagesgeldsatz – die Federal Funds Target Rate – ist der empfindlichste Indikator für die Politik der Fed. Wie die Grafik unten zeigt, sind negative Realzinsen für Tagesgeld ziemlich selten, vor allem in

einer frühen Phase einer Rezession. Den Gang der Dinge haben die Zinssenkungen und außerordentlichen Kreditlinien und der ganze Rest nicht geändert: Auch wenn sie noch nicht schrumpft, so wirkt die US-Wirtschaft doch stetig schwächer. Die wichtigsten Indikatoren zeigen noch keinen Zusammenbruch, aber es ist auch keine Stabilisierung in Sicht.

**DIE RETTUNG VON BEAR STEARNS.** Die überraschendste Mitteilung wird im Kursdiagramm gar nicht deutlich: Die „Rettung“ von Bear Stearns – wenn Sie die praktische Liquidation einer 85 Jahre alten Firma eine Rettung nennen wollen. Es hatte einfach keinen Einfluss auf den Handel – nicht zu vergleichen mit dem Aufschwung einen Tag



später, obwohl die Fed weniger tat, als von ihr erwartet worden war. Trotzdem erregte der Deal große Aufmerksamkeit, sogar bei Menschen, die sich sonst kaum um die Wall Street kümmern.

War die Aktion notwendig? Die Antwort auf diese Frage läuft auf eine andere Frage hinaus: Was ist mit „notwendig“ gemeint? Wenn Sie ein Anhänger des Freihandels sind, so lautet die Antwort klar: „Nein, notwendig war sie nicht. Lasst die Pleite doch ihren Lauf nehmen, langfristig wird sich alles klären.“ (In einem ähnlichen Zusammenhang machte Keynes einmal die berühmt-berühmte Bemerkung, dass wir „langfristig alle tot“ sind.) Einige radikalere Linke scheinen dem zuzustimmen: Lasst das ganze verrottete System zusammenbrechen, dann können „wir“ es neu aufbauen. Das Problem bei der freihändlerischen Position besteht darin, dass die langfristige Klärung tatsächlich sehr lange dauern kann – zehn Jahre oder länger. Und das Problem bei der revolutionären, dass derzeit wenig von dem „wir“ zu sehen ist, das den Wiederaufbau bewerkstelligen soll. Und selbst wenn da etwas wäre – es gibt keine Garantie, dass „die anderen“ gerade „uns“ rufen würden.

Das Herauskaufen von Bear Stearns ist dagegen für solche Menschen notwendig, die nicht um einer politischen Konsequenz willen das Risiko eingehen wollen, Millionen arbeitslos zu machen. Die Firma war nicht so groß – „war“, denn sie wird nun in JP Morgan Chase untergehen –, aber sie ist verbunden mit einer Menge anderer Institutionen, Banken und Hedge Fonds. Wenn Bear Stearns pleite gegangen wären, hätten diese ihren Partner für viele aktuelle Geschäfte verloren, und viele hätten ebenfalls zumachen müssen – womit wieder neue Firmen hätten hingezogen werden können.

Auch abgesehen von solchen direkten Folgen für die Geschäftspartner wäre die Erschütterung des Vertrauens enorm. Ohne Vertrauen können die Finanzmärkte aber

nicht arbeiten: Wenn Bank A nicht glaubt, dass Bank B zahlen kann, wird sie mit ihr keine Geschäfte machen. Das würde das normale Kreditgeschäft mit Firmen und Privatkunden einfrieren lassen, so dass auch die Realwirtschaft rasch baden ginge.

**STEUERZAHLER GEFRAGT.** JP Morgan wollte weniger als zwei Dollar für eine Bear Stearns Aktie zahlen, ein Dreißigstel dessen, was die Investmentbank eine Woche vor der Übernahme gekostet hatte. Doch JP Morgan berücksichtigt auch die Risiken für einige der zweifelhafteren Vermögenswerte von Bear, die sich als nahezu wertlos herausstellen könnten. Deshalb bietet die Fed JP Morgan eine Garantie für den Worst Case von bis zu 30 Milliarden Dollar – die nötig werden oder auch nicht. Wie in diesem Fall hat die Fed bisher vor allem Versprechen gemacht, die sie noch nicht einlösen musste. Bisher gab es keinen nennenswerten Einsatz öffentlicher Gelder für diesen Ausverkauf oder eine der anderen außerordentlichen Maßnahmen der letzten Monate. Die Fed ist eine der seltenen Kreaturen, die, ohne verhaftet zu werden, Geld drucken können. Sie untersteht nicht der Finanzhoheit des Kongresses, weil sie keine Mittel aus dem Bundeshaushalt erhält, sondern finanziert sich selbst: Sie kauft mit ihren Noten Bundesanleihen und streicht die Zinsen dafür ein. Nachdem sie alles abgezogen hat, was sie für ihre Kosten hält, überweist sie den Rest als den Zentralbankgewinn – in der letzten Zeit etwa 25 Milliarden Dollar jährlich – wieder an das Finanzministerium.

Es ist jedoch ziemlich unwahrscheinlich, dass diese Krise ohne den Einsatz von Steuergeldern gelöst wird: Wahrscheinlich wird ein ganzer Haufen davon nötig sein. Die Lösung der US-Sparkassenkrise der achtziger Jahre kostete etwa 200 Milliarden an Bundesgeldern – erstaunlicher Weise weiß niemand, wie teuer es genau war. Unter Berücksichtigung der Inflation entspricht das heute etwa 400-500 Milliarden Dollar.

In den frühen neunziger Jahren brauchte Schweden etwa zwei Prozent seines Bruttoinlandsproduktes für die Lösung einer ähnlichen Finanzkrise – das entsprechende US-Äquivalent beträgt fast 300 Milliarden Dollar.

Da der Einsatz öffentlicher Gelder wahrscheinlich unvermeidlich ist, wäre es ziemlich nett, würde die breite Öffentlichkeit auch etwas für ihr Geld kriegen – wenn auch die Präzedenzfälle nicht ermutigend sind. In jedem Fall braucht das Finanzsystem eine Re-Regulierung jener Art wilder Spekulation, die in den letzten Jahrzehnten normal geworden ist. Die Typen von der Wall Street werden behaupten, ihnen würde so geschadet, und im übrigen sei eine Regulierung unmöglich. Doch diese Einwände sollte man schlicht ignorieren. Der ganze Boom- und Pleitenzyklus ist teuer und sehr gefährlich geworden. Schon das Platzen der new-economy-Blase und das Enron-Debakel hätten zu einer Re-Regulierung führen sollen. Aber dazu kam es nicht. Diesmal ist der Kater noch größer – wie soll es beim nächsten Mal ausgehen, wenn es so weitergeht? Einige Leute in Washington haben angefangen, über diese Dinge zu reden. Doch ohne ersten öffentlichen Druck wird die Kontrolle wohl sehr milde ausfallen.

Es wäre auch gut, würden neue Institutionen aus den Wracks des Subprime-Abenteuers entstehen: Zahlungsunfähige kleine Banken und Hypothekenhändler könnten in kommunale Träger oder gemeinnützige und genossenschaftliche Institutionen verwandelt werden. An Stelle von Zwangsversteigerungen könnten öffentliche Einrichtungen die betreffenden Häuser übernehmen und in genossenschaftliches Wohneigentum verwandeln. Dabei müssten die Nutzer weiterhin eine, wenn auch verminderte, Grundschuld tilgen, dürften ihr Eigentum aber nur zu kontrollierten Preisen und an die Genossenschaft verkaufen. Die nötigen Abschreibungen auf die alten, überhohen

Kreditforderungen müssten die Regierung und die betroffenen Banken übernehmen.

**DAS GRUNDLEGENDE PROBLEM.** Damit kommen wir zum nächsten Punkt: dem Wohnungsproblem selbst. Offensichtlich haben sich viele Leute gestreckt, um Häuser zu kaufen, die sie sich nicht leisten können. Sie sind nun in der peinlichen Lage, am Schuldendienst zu scheitern. Die Gläubiger waren verrückt und vergaben Hypotheken, ohne die Zahlungsfähigkeit der Schuldner prüfen. Und die Schuldner nahmen Kredite auf, die sie überforderten: Sei es, weil die Banker sie über die Konditionen belogen, sei es, weil sie die Banker über ihre Finanzen belogen oder hofften, steigende Immobilienpreise würden die Schuldenlast erträglich machen. In manchen Ecken des Landes kostet ein Bungalow eine halbe Million Dollar, da gibt es nicht viel Auswahl, wenn man kaufen muss. Da Hauseigentum aber ein amerikanischer Fetisch ist, ziehen viele Menschen eine Mietwohnung selbst dann nicht in Betracht, wenn sie nur halb so viel kostet wie ein Kauf.

Das ganze Finanzdrama dreht sich also um die schlichte Frage, dass Menschen Hypotheken aufgenommen haben, die sie nicht bedienen können – um damit Häuser zu kaufen, die nun im Wert sinken. Alles Wirbeln der Fed kann dieses Problem nicht wirklich lösen – ebenso wenig wie irgendeine Aktion der Regierung.

Der Immobilienboom seit der Mitte der neunziger Jahre ist ein völlig neuartiges Phänomen in der US-Wirtschaftsgeschichte. Nach Robert Shillers sehr weit zurückreichendem Index gab es immer Aufschwünge und Abschwünge der Immobilienpreise, die einander weitgehend aufhoben: bereinigt um die Inflation lagen die Hauspreise 1990 etwa da, wo sie 1890 waren. Das änderte sich jedoch ab 1996, bis Mitte 2006 stiegen die Immobilienpreise um 85 Prozent. Seit diesem Gipfel sind sie um 13 Prozent gesunken (Grafik S. 50). In

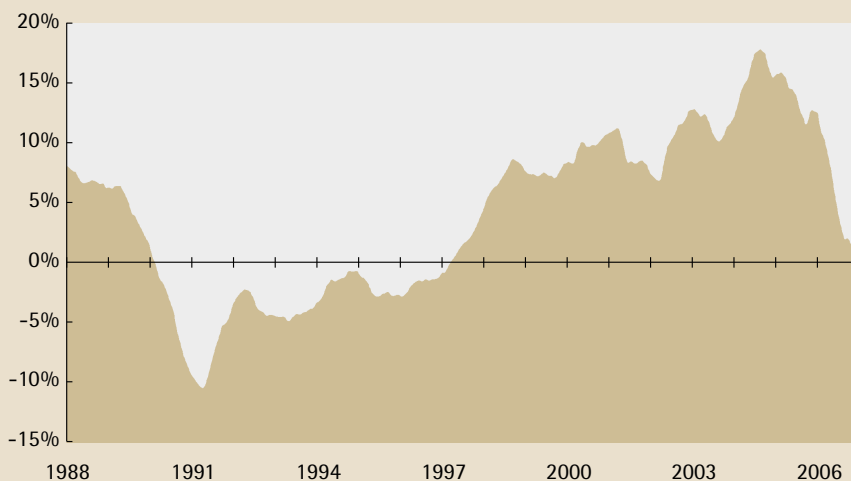
den letzten Zyklen fielen die Immobilienpreise im Abschwung etwa um die Hälfte des vorangegangenen Zuwachses, und die Abschwünge dauerten fast so lang wie die Aufschwungphasen. Demnach wäre jetzt etwa ein Viertel des Abschwung geschafft – allerdings bietet die Vergangenheit keine Garantie für den künftigen Verlauf.

Auch der Vergleich der Immobilienpreise mit den Haushaltseinkommen legt nahe, dass noch einiges bevorsteht. Lange Zeit betrug die Hauspreise etwa das Drei- bis Vierfache der durchschnittlichen jährlichen Haushaltseinkommen, während der Blase stiegen sie aber auf das Fünffache (Grafik S. 51). Seither sind sie ein wenig gefallen, aber entweder fallen sie noch um weitere 17 Prozent oder die Einkommen müssen ihnen langsam entgegenkriechen. Angesichts der Konjunkturaussichten kommt tatsächlich nur ein „Kriechen“ in Frage. Bei konstanten Immobilienpreisen und nominellen Einkommenszuwächsen von drei Prozent

immer wieder. Am Anfang war es die höchst erfolgreiche Strategie von Paul Volcker, der die Inflation der siebziger Jahre durch den Angriff auf die Position der US-Arbeiterklasse beenden konnte. Auf dem Höhepunkt der Hochzinspolitik konnte damals Mexiko seine Auslandsschulden nicht mehr bedienen, was die offene Schuldenkrise der Dritten Welt auslöste. Die ganzen achtziger Jahre gab es Befürchtungen, deshalb könne das gesamte Finanzsystem kollabieren. Einige Banken mussten Verluste hinnehmen, doch das Kapital – vertreten durch das US-Finanzministerium und den IWF – verwandelte die Krise in seine Chance. Es begann der lange Prozess der „Strukturanpassungen“ und Marktöffnungen, die uns die heutige neoliberale Welt beschernten. Und angesichts einer Arbeitslosenrate von 10,8 Prozent auf dem Tiefpunkt der Rezession Ende 1982 entsagte daheim die US-Arbeiterklasse der Militanz und Widerständigkeit der siebziger Jahre. Dann kam der Crash der Aktienmärkte von 1987, kurz

### Jährliche Wachstumsraten der Immobilienpreise in den USA

Standart & Poors / Case-Shiller-Weise Immobilienpreis-Index (Inflationsbereinigt)



würde es noch bis Mitte 2009 dauern, bis der langfristige Durchschnitt wieder erreicht wird.

**EIN RÜCKBLICK.** An einem ähnlichen Punkt standen wir in den letzten 25 Jahren

nach dem ersten „Geburtstag“ des Left Business Observer. Jung und naiv machten wir damals düstere Prophezeiungen, die nicht eintrafen. Dann brach der Boom kreditfinanzierter Unternehmensübernahmen zusammen, es kam die Sparkassenkrise –

aber immer noch keine Depression. Es folgten einige Jahre langsamen Wachstums der Beschäftigung und der Masseneinkommen, doch die Arbeitslosigkeit blieb mit maximal 7,5 Prozent unter dem Niveau von 1982 (ganz zu schweigen von den 24,9 Prozent des Jahres 1933). Es brauchte einige Jahre, bis sich die US-Wirtschaft vom Kater nach den Schulden der achtziger Jahre erholt hatte, doch 1994 lief die Konjunktur wieder heiß. Die Fed zog angesichts eines Beschäftigungswachstums von 3,5 Prozent die

Auf's neue wurden die Niedergangsprophezen laut: Die Massen müssten erwachen und das Joch der Konzerne abwerfen. Doch obwohl Millionen US-Bürger ihre Altersversorgung in großen Teilen oder sogar ganz verloren: Der Kollaps der Finanzmärkte blieb ebenso aus wie die Rebellion der Massen.

**WIRTSCHAFTLICHE AUSSICHTEN.** Und wie sehen heute die unmittelbaren wirtschaftlichen Aussichten aus? Als die Fed die Leitzinsen am 18. März nur um 75 statt der erwarteten 100 Basispunkte senkte, wurde in der Pressemitteilung in scharfer Form auf die Inflationsrisiken verwiesen. Sicher ist die Inflation mit etwa vier Prozent im Jahr höher, als die Fed

deflationäre Kraft, die fast alle Preise herunterdrückte. Das war das Thema der Business Week-Titelstory am 6. Dezember 2004: „Dies sind die drei härtesten Worte der US-Industrie: Kürze deinen Preis – um mindestens 30 Prozent oder verliere Deine Kunden.“ Bis heute drückt die chinesische Konkurrenz, doch sind die chinesischen Preise – die Inlandspreise für die chinesischen Konsumenten wie die Exportpreise in die USA – gegenüber der Niedrigpreisphase von 1997 bis 2005 bereits deutlich gestiegen. Wahrscheinlich kam die Titelstory, als die Geschichte schon fast vorüber war – ähnlich wie bei der berühmten Story vom Niedergang des Aktienhandels, genau drei Jahre vor Beginn des größten und nachhaltigsten Bullenmarktes der US-Geschichte.

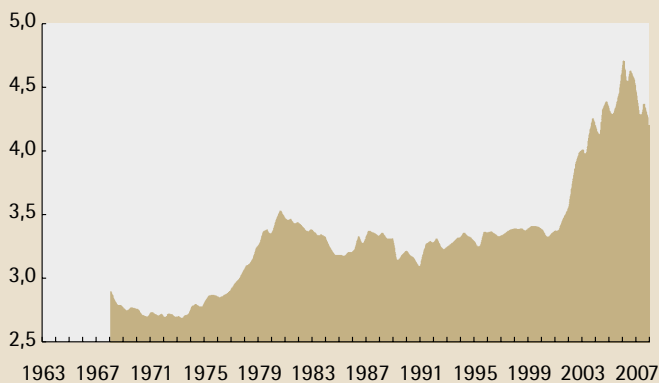
Es kann sein, dass die Warenpreise auch durch Spekulanten hochgetrieben werden, die angesichts der schlechten Aussichten für Finanzanlagen in solche Märkte ausgewichen sind. Einiges deutet darauf hin, dass solche spekulativen Positionen wieder aufgelöst werden, womit der Inflationsdruck bald zurückgehen könnte. Doch bislang verkomplizieren die Inflationsaussichten die Rettungsmission der Fed gründlich.

Die wichtigsten Indikatoren des Wachstums sehen nicht gut aus. Die Konjunkturindizes fallen seit einigen Monaten und bewegen sich in der Nähe der Daten aus der Zeit kurz vor den Rezessionen von 1990 und 2001. Allerdings sieht es bei weitem nicht so schlecht aus wie vor den Rezessionen von 1974/75 und 1981–82. Wenn also jetzt viele Gurus eine tiefe Rezession vorhersagen, so ist davon zumindest in der Statistik noch nichts zu sehen. Doch wer weiß, vielleicht kommt das noch.

Übersetzung: **Sebastian Gerhard**

**Doug Henwood** gründete 1986 den *Left Business Observer* (LBO). Er ist Mitherausgeber der Zeitschrift *The Nation*. Wichtigste Buchveröffentlichung: *Wall Street*, Verso, London 1997.

**Verhältnis der durchschnittlichen Hauspreise zum durchschnittlichen Haushaltseinkommen**



Leitzinsen wieder an: Wenn der Arbeitsmarkt leer gefegt ist, könnte die Militanz der Siebziger zurückkehren. Am Ende des Jahres stürzten die hohen Zinsen Mexiko in eine Finanzkrise und eine scharfe Rezession. Die übliche Bande, US-Finanzministerium, IWF & Co., organisierte die Wiederherstellung der mexikanischen Kreditwürdigkeit und verhinderte die Ausbreitung einer lokalen Finanzkrise auf das Weltfinanzsystem. Dafür musste die mexikanische Wirtschaft bluten. Nebenbei verdiente das Finanzministerium sogar noch an dem Deal.

Später folgte die Asienkrise von 1997–1998. Wieder griffen die monetären Institutionen ein, wieder wurde eine Kernschmelze des globalen Finanzsystems vermieden, wieder bezahlten die betroffenen Ländern wie Südkorea oder Thailand mit einer tiefen Rezession. Schließlich der Crash der New Economy und die Skandale um Enron & Co.

will. Sie ist auch höher als das, was wir alle in den letzten Jahren erlebt haben. Inflation plus Wachstumsschwäche – das wäre zusammen das Gespenst der siebziger Jahre, die Stagflation. Damals jedoch war die Inflation teilweise ein Ergebnis steigender Arbeitskosten. Seit der Politik von Ronald Reagan und Paul Volcker haben sich die Arbeitseinkommen aber nicht erholt. Heute wird die Inflation von steigenden Warenpreisen angetrieben: Öl natürlich, aber auch Metalle, Lebensmittel und andere materielle Dinge, von denen die Theoretiker der virtuellen New economy schon dachten, sie wären längst unwichtig geworden.

Eine der Triebkräfte des globalen Inflationsdrucks ist China, dessen rasches Wachstum eine unstillbare Nachfrage für die Grundlagen des wirtschaftlichen Lebens geschaffen hat. Dies ist ein bemerkenswerter Wandel in Chinas globaler Wirkung. Vor wenigen Jahren erschien das Land noch als große