

Wohl nie waren die USA so sehr Vorbild und Gestalter der Welt wie am Ende des Zweiten Weltkrieges. Nicht nur haben sie in Europa und Asien entscheidend gesiegt, sie haben in bewunderungswürdiger Weise ihre guten Ziele und Methoden in Politik, Kultur und Wirtschaft vermittelt. Japan und Deutschland haben von der Philosophie des Marshall-Plans und von der Nicht-Wiederholung des Versailler Vertrages in umfassender Weise profitiert. Die Gestaltung der internationalen Institutionen trägt die amerikanische Handschrift. Die Bretton-Woods-Konferenz im Juli 1944 war eine Sternstunde internationalen Gestaltungswillens. Amerika und seine Währung – der Dollar – wurden zum Kern dieser Ordnung. Kooperation war das Prinzip.

Dies war der Humus für die so erfolgreiche Globalisierung. In diesem Rahmenwerk haben sich regionale Wirtschaftsräume entwickelt und konnte die politische Integration Europas gedeihen. Die Offenheit des amerikanischen Systems, seine internationale Attraktivität, die Bereitschaft zum strukturellen Wandel, die Treiberrolle in Zukunftstechnologien haben Wohlstand und Freiheitsgrade für viele Gesellschaften auf diesem Planeten gefördert.

Aber der Taktgeber war auch Störenfried und Quelle von Fehlentwicklungen, etwa durch den Vietnamkrieg und seine politischen und mehr noch wirtschaftlichen Folgen nicht zuletzt für das Währungssystem. In den Übertreibungen der *New Economy* und der alchemistischen

Tätigkeit in einem entgleisenden Finanzmarkt waren die USA der bedeutendste Akteur, wahrscheinlich der Auslöser für dramatische internationale Krisen.

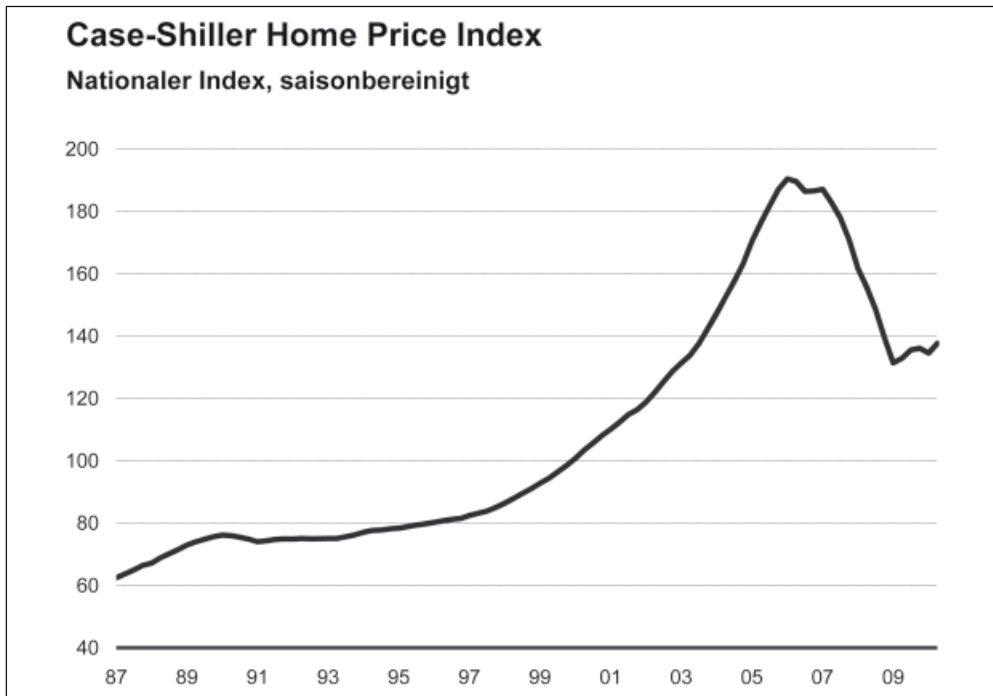
Die USA leben über ihre Verhältnisse

Im letzten Vierteljahrhundert haben die USA nicht nachhaltig gewirtschaftet. Sie haben die Entwicklung ihrer Vermögenswerte – insbesondere bei Immobilien und Aktien – zu Unrecht als festen Trend angesehen. Amerikaner glaubten, zur Zukunftsvorsorge nicht aus laufendem Einkommen sparen zu müssen. Sie glaubten, durch – notfalls geborgten – Aktien- und Immobilienbesitz dauerhaft reich werden zu können, daraus also später Ausbildung, Kranken- oder Altersvorsorge gut finanzieren zu können. Diese Auffassung schien durch die lang anhaltende Assetpreisentwicklung ebenso gestützt wie durch die Persistenz vergleichsweise niedriger Kreditzinsen. Ein Blick auf gut zwei Jahrzehnte Dow Jones und Case-Shiller Index (siehe Abbildungen 1 und 2) macht deutlich, wie dramatisch die (nominalen) Niveaus gestiegen sind. Gleichzeitig haben sich die *Verbraucherpreise* nur moderat erhöht, dies war im Wesentlichen eine Folge der fortschreitenden Integration vieler Arbeitnehmer aus Schwellen- und Entwicklungsländern in die internationale Arbeitsteilung. Die vergleichsweise moderate Verbraucherpreisentwicklung war der Grund für die US-Notenbank (FED), niedrige Zinsen für angemessen zu halten. Die langfristigen

Quelle: Wefa



Quelle: S&P/Case-Shiller



Quelle: OECD



Zinsen in den USA blieben auch niedrig, weil die Schwellenländer Leistungsbilanzüberschüsse erzielten und einen beträchtlichen Teil ihrer so überschüssigen Ersparnisse im als „safe haven“ angesehenen US-Markt anlegten. Dieses Bretton Woods II genannte System hat Dynamik in Schwellenländern (vor allem in Asien) und ein „Über-die-Verhältnisse-Leben“ in den USA ermöglicht. Es war aber auch Brutstätte für Asset-Bubbles auf beiden Seiten, insbesondere bei Aktien und mehr noch bei den Immobilien.

Die Finanzkrise – die Privaten verlässt der Mut

Die Natur von Bubbles ist instabil. Nach zu starken Übertreibungen platzen sie. Diesmal sind die Immobilien-Bubbles im Kontext der Finanzkrise geplatzt. Die mit großen Hebeln finanzierten Immobilien- und Übernahmeprojekte wurden immer

komplexer finanziert. Die Risiken, die man meinte, verteilt zu haben, lagen – als der Kapitalmarkt Liquidität nur mehr zögerlich bereitstellte – faktisch wegen der kontingenten Kreditzusage bei den Banken. Die Gläubiger komplexer Wertpapiere, deren Rating zumeist Triple A war, fanden sich plötzlich mit Wertverlusten konfrontiert, da wegen Liquiditätsmangel alle marktfähigen Wertpapiere gleichzeitig massiv verkauft wurden. Die Streuung in verschiedene Assetklassen versagte in dieser Krise als Risikoschutz, da alle Assets gleichzeitig Wertverluste erlitten. In diesem Prozess gerieten Banken in Schieflage. Anfangs wurden sie durch gut positionierte Finanzinstitute, später durch Staatsfonds aufgefangen. Als im Jahr 2008 mehr und größere Einrichtungen in Schieflage gerieten, verminderte sich die private Auffangbereitschaft. Als im September 2008

Lehman Brothers überraschend nicht gerettet wurde, war die Bereitschaft, durch Private Liquidität oder Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, verschwunden. Das Zahlungssystem wurde in dieser Zeit entscheidend durch die Bereitstellung von Notliquidität durch die Zentralbanken (nicht allein in den USA, sondern auch in Europa und Japan) sichergestellt. Nach dem Abflauen der zumeist rohstoffpreisbedingten Inflation im Herbst 2008 kam es überall zu Zinssenkungen auf historisch niedrige Niveaus.

Schon in der Phase vor dem Lehman-Kollaps brachen die Immobilienmärkte und die Baunachfrage ein. Im Sommer 2008 hörte die spekulative Nachfrage nach Rohstoffen schlagartig auf. Nach Lehman entstand der Eindruck kompletter Schockstarre. Das Vertrauen der Akteure in die Zahlungsfähigkeit der Partner verschwand. Käufer verschoben alle nicht lebensnotwendigen Entscheidungen. Damit fielen die Käufe von langlebigen Gebrauchsgütern ins Bodenlose. Investitionsentscheidungen wurden brutal gestoppt. Im Winter 2008/2009 war die Wirtschaft weltweit im freien Fall.

Die Liquiditätsfalle erzwingt riesige Konjunkturprogramme

Im vierten Quartal 2008 befanden sich große Teile der Weltwirtschaft und ganz sicher die USA in einer perfekten keynesianischen Situation. Es war damit klar, dass selbst reichlichste Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbanken die Gesamtnachfrage nicht stimulieren würde. Die sogenannte Liquiditätsfalle war zugeschnappt. Dies war die Stunde keynesianischer Nachfragestützung durch die Finanzpolitik. Die USA befanden sich in einer politisch äußerst schwierigen Situation: Die zweite Amtszeit von Präsident Bush jun. ging zu Ende, und ein offenes Rennen zwischen Obama und McCain machte die politischen Perspektiven unsicher. Die handelnden Akteure sind in

dieser Situation über sich hinausgewachsen. Auch der scheidende republikanische Präsident agierte keineswegs dogmatisch, und die neue Regierung nahm recht schnell das Heft des Handelns in die Hand, obwohl eine Reihe von Personalentscheidungen lange Zeit brauchte. Die USA brachten mit acht Prozent des US-Sozialproduktes das größte Konjunkturstimulierungsprogramm aller Zeiten auf den Weg. Teile des Programms waren rasch wirksam (*cash for clunkers*), andere – wie die Infrastrukturprogramme und die Förderung von Energieeffizienz – waren konjunkturell und strukturell erwünscht, aber brauchten längere Umsetzungszeit.

Der Umstand, dass der Lagerabbau vollzogen war, dass wichtige andere Länder auch Konjunkturprogramme auflegten (so etwa China mit fünfzehn Prozent und nach einem Zögern von Finanzminister Steinbrück auch Deutschland mit 5,5 Prozent des Bruttosozialproduktes), verhalf zu einer überraschend frühen Konjunkturwende und zu Zuwachsraten, die positiv überraschten. Alle Nachfragekomponenten (bis auf die Bautätigkeit) trugen zum Sozialprodukterstieg bei (Lageraufbau, Exporte, Konsum und eine Reihe von Modernisierungsinvestitionen). Die entschlossene und internationale (G20) koordinierte Bankenrettung und Konjunkturstimulierung haben erfolgreich die nach dem Lehman-Kollaps befürchtete Wiederholung der Depression der 1930er-Jahre vermieden. Zeitweise schien es so, als ob die Wirtschaft wieder den Anschluss an den Wachstumstrend aus der Zeit vor der Krise schafft. Dies traute man vornehmlich den USA und den Schwellenländern in Asien zu.

Asien und Kerneuropa stark – USA anämisch

Anfang 2011 wissen wir, dass dies für Asien eine zutreffende Erwartung war. China, aber auch Indien, Indonesien und

Korea haben diese alte Stärke wieder bewiesen. Auch Japan erreichte Zuwachsraten, die kaum jemand erwartet hatte. Europa galt – wie so oft – als zögerlich und schwach. Umso mehr überraschte es, dass unter der Führung Deutschlands der Kern Europas eher stärker und nachhaltiger wuchs als zuvor und als jene, die strukturell als die stärkeren Länder eingeschätzt wurden. Freilich Europa insgesamt, England und Irland insbesondere sowie die südlichen Peripherieländer waren durch die Krise nachhaltig beschädigt und haben sich kaum voranbewegt.

In den USA erwies sich jedoch bereits Anfang 2010 die Besserung als anämisch. Die Wirkung der Lagerkorrektur und die finanzpolitische Stimulierung wurden schwächer. Insbesondere aber blieb der Arbeitsmarkt in fragiler Verfassung, die Arbeitslosigkeit verharrte zäh auf fast zehn Prozent. Dies musste in den USA – in einem Jahr mit *mid-term elections* – zu wirtschaftspolitischem Aktionismus führen. Zu frisch war die Anklage „It’s the economy, stupid!“. Finanz- und Geldpolitik scharften mit den Hufen. Aber was kann man effektiv tun, wenn die Zentralbankzinsen faktisch bei null Prozent liegen und wenn die Staatskasse Schwindsucht hat? 2010 betrug das Gesamtstaatsdefizit zwölf Prozent des Sozialproduktes, und der Staatsschuldenstand näherte sich an hundert Prozent des US-Sozialproduktes: Die USA also auf dem Weg, Italien zu überholen! Besonders beachtet wurde in dieser Situation die Entschlossenheit der FED, mit einem neuerlichen Schub von „quantitative easing“ (QE2) in Höhe von 600 Milliarden US-Dollar für Käufe von US-Staatsanleihen in die Gestaltung der US-Zinsstruktur einzugreifen (oder besser eingreifen zu wollen). Seit diese Maßnahme diskutiert und umgesetzt wird, steigt – anders als intendiert – der Zins für längerfristige Staatsanleihen und liegt jetzt schon um einen halben Prozentpunkt höher als zu-

vor. Ein Ziel dieser Maßnahme war sicher auch, die Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen zu bewegen, ihre Wirtschaft stärker von Export- auf Binnen- nachfrage umzupolen, zum Teil natürlich auch durch die Veränderung der Wechselkurse. Beim Yuan sind Amerikaner (und andere) nicht zimperlich: Sie fordern eine beträchtliche, sicherlich zweistellige Aufwertung. Bei anderen Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen (Japan, Deutschland) gab es eher nur qualitative Forderungen, im Fall Japans vielleicht sogar Verständnis für dessen Widerstand gegen weitere Yen-Aufwertungen. Aber da China mit Kapitalverkehrskontrollen effektiv seinen Wechselkurs steuern kann (und will) und Japan und Europa dies nicht tun (und nicht wollen), wäre aus dieser Makrosicht eine beträchtliche Aufwertung von Yen und insbesondere Euro nicht nur nicht ausgeschlossen, sondern ausgesprochen plausibel, wenn, ja wenn *ceteris paribus* gelten würde. Mit der Staatsschuldenproblematik, besser mit der Perzeption, die die Finanzmärkte für mehrere Länder an der Peripherie Europas haben, gibt es ein bedeutendes Argument zur Schwächung des Euro. Übrigens wie 2009 schon einmal, als die Sau „mangelnde Kreditwürdigkeit Mittel- und Osteuropas, ja sogar Österreichs“ durchs Dorf getrieben wurde. Diese These ist zwanzig Monate später praktisch komplett verschwunden; so viel zur Nachhaltigkeit der Argumentation der Kapitalmärkte.

Die USA provozieren einen Handelskrieg

In den USA haben sich mit den *mid-term elections* die Gewichte im Kongress weg von internationaler Kooperation hin zu engerer nationalstaatlicher Politik verändert. Präsident Obamas prinzipiell kooperativer Stil wird zunehmend schwer durchsetzbar sein. Die Androhung von Sanktionen gegenüber China, falls dies

der Aufforderung zu kräftiger Yuan-Aufwertung nicht entspricht, ist ein deutlicher Hinweis auf solche Tendenzen. Eine solche Haltung erscheint einer Supermacht nicht gemäß. Sie provoziert Retorsionsmaßnahmen, könnte also Auslöser für einen Handelskrieg sein. Zudem bedenkt der amerikanische Kongress nicht, dass die Chinesen mit der faktischen Finanzierung der US-Leistungsbilanzdefizite weniger großzügig sein könnten, was dann zur Zinserhöhung für US-Staatsschulden und Hypothekenzinsen führen dürfte, eine Veränderung, die die amerikanische Wirtschaft derzeit ganz sicher nicht brauchen kann. Dass eine mögliche Abwertung des US-Dollar rasch zu einem Abbau des US-Leistungsbilanzdefizits führt, kann man hoffen, darauf setzen sollte man nicht. Empirische Erfahrungen zeigen, dass Exporterfolge eher das Produkt vieler Jahre Anstrengung sind und nicht mit dem Lichtschalter angeknipst werden können.

Was aber heißt all dies für die US-Wirtschaft? Viel spricht dafür, dass die US-Wirtschaft für eine ganze Weile – wegen des Ausbleibens von Exzessen im Immobilienmarkt und der Schwächung des Konsums auf gepumpter Basis – eher mit zwei Prozent als mit vier Prozent wächst. Damit ist ein rasches Verschwinden der Arbeitslosigkeit nicht sehr wahrscheinlich. Ebenso ist ein Herauswachsen aus der Staatsschuldenproblematik nicht zu erwarten. Harte Optionen sind es also, die es zu akzeptieren gilt. Auch die USA müssen privat sparen – wollen sie für die Zukunft vorsorgen –, und der Staat muss

entweder Ausgaben kürzen oder Steuern und Abgaben heraufsetzen. Das gilt auch für England und einige der europäischen Peripheriestaaten. Den bequemeren Weg, mit Gelddrucken und Schuldenmachen aus der konstitutionellen Krise zu kommen, gibt es nicht. Dies sind Drogen, die high, aber nicht gesund machen. Diese Wahrheit gilt nicht nur für kleine, sie gilt auch für große Länder. Eine Sonderstellung – außerhalb des Wettbewerbs – gibt es für die amerikanische Wirtschaft nicht und auch nicht für die amerikanische Währung. Airbus zwang Boeing, sich dem Wettbewerb zu stellen. Der Euro wird für den Dollar, was Airbus für Boeing bereits ist. Dieser Wettbewerb sorgt für gute Zivilflugzeuge und gute Weltreservewährungen. Die Existenz von Wettbewerb aus Europa bei der Währung erspart uns den Rückfall in archaische Währungslösungen auf der Basis von Gold.

Kooperative US-Führung wird gebraucht

2011 wird für Europa zum Test, ob es seine Integrationsmüdigkeit überwindet, seine Strukturen wiederbelebt, insbesondere die Kommission und das Europäische Parlament stärkt. Für die USA wird 2011 zum Test, ob sie in Unilateralismus zurückfallen oder die Statur wiedergewinnen, mit einer neuen Bretton-Woods-Konferenz der Welt erneut eine kooperative Lösung wie nach dem Zweiten Weltkrieg zu verordnen. Solche US-Führung wird gebraucht, nicht die Fortsetzung makroökonomischer Politik mit Drogen.

Brisante Lage

„Die Lage in den USA ist so brisant, dass nun offen über Staatspleiten diskutiert wird. Verfassungsrechtlich kann ein US-Bundesstaat bisher nicht Konkurs anmelden. Ausgerechnet dieser Tatsache verdanken die Staaten die Möglichkeit, sich derartig zu verschulden.“

Heike Buchter am 13. Januar 2011 in *DIE ZEIT*