

Das finanzielle Dilemma der USA:

Der einzige Ausweg aus der Nullzinspolitik ist ein Crash

8. Juli 2023 | Michael Hudson

Zusammenfassung

Die zinstragende Verschuldung wächst exponentiell, in einem Aufschwung. Die nicht finanzielle Realwirtschaft (Produktion und Konsum) wächst langsamer, da das Einkommen abgezweigt wird, um die Schuldenlast zu tragen. Zu einem Crash kommt es, wenn ein großer Teil der Wirtschaft nicht mehr in der Lage ist, den geplanten Schuldendienst zu leisten. Dieser Punkt war für die US-Wirtschaft 2008 erreicht, wurde aber durch eine Bankenrettung abgemildert, gefolgt von einem 14-jährigen Boom, als die Federal Reserve die Liquidität der Banken durch ihre Nullzinspolitik (ZIRP, Zero Interest Rate Policy) erhöhte. Die Flutung der Kapitalmärkte mit leichten Krediten führte zu einer Verfünffachung der Aktienkurse und dem größten Boom auf dem Anleihemarkt in der Geschichte der USA, aber nicht zu einer Wiederbelebung der Sachkapitalinvestitionen, der Reallöhne oder des Wohlstands in der Realwirtschaft insgesamt.

Die Umkehrung der Nullzinspolitik im Jahr 2022 ließ die Anleihenkurse fallen und beendete den Anstieg der Aktien- und Immobilienpreise. Der große, 14 Jahre andauernde Schuldenanstieg wurde mit stark steigenden Zinskosten konfrontiert, und im Frühjahr 2023 scheiterten einige Banken, aber alle ihre Einleger wurden von der FDIC und der Federal Reserve gerettet.

Die offene Frage ist nun, ob die US-Wirtschaft den Finanzcrash erleben wird, der seit 2009 durch die enorme Ausweitung der Verschuldung im Rahmen der Nullzinspolitik hinausgezögert wurde, die die Schuldenlast der Wirtschaft noch erhöht hat.

1. Einleitung

Im Laufe der Geschichte hat die Anhäufung von Schulden in der Regel die Zahlungsfähigkeit der Schuldner überstiegen. Bei jedem Zinssatz verdoppelt sich die Verschuldung im Laufe der Zeit (z.B. beträgt die Verdopplungszeit bei 3 Prozent fast 25 Jahre, bei 5 Prozent jedoch nur 14 Jahre). Die Zahlung von Zinskosten auf die steigenden Schulden verlangsamt die Wirtschaft und damit ihre Zahlungsfähigkeit. Das ist die Dynamik der Schuldendeflation: steigender Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen. Die Buchführungskosten können steigen, um das wachsende Risiko von Zahlungsausfällen widerzuspiegeln, da Zahlungsrückstände und Zahlungsausfälle zunehmen. Die Realwirtschaft, d. h. die Produktion und der Konsum, wachsen langsamer und verjüngen sich in einer S-Kurve, da das Einkommen von neuen materiellen Investitionen abgezogen wird, um die Schulden zu tragen (siehe Abbildung 1). Der Absturz erfolgt in der Regel schnell.



Abbildung 1: Muster der Finanzkrise im Vergleich zum Konjunkturzyklus

Die Regierungen können versuchen, ihre Gesellschaften aus der Verschuldung heraus zu inflationieren, indem sie noch mehr Kredite schaffen, um den unvermeidlichen Absturz hinauszuzögern, indem sie Kreditgebern oder Schuldnern aus der Patsche helfen – vor allem den Kreditgebern, die die Kontrolle über die Regierungspolitik übernommen haben. ***Letztendlich muss die Schuldenkrise jedoch entweder durch die Übertragung von Eigentum von Schuldnern auf Gläubiger oder durch die Abschreibung von Schulden gelöst werden.***

In der Nationalen Einkommens- und Produktrechnung (NIPA) wird der Finanzsektor als Produzent eines Produkts gezählt, und seine Zinserträge und anderen Finanzkosten werden der Wirtschaft als „Erträge“ zugerechnet, statt sie als Rentierkosten abzuziehen. Der Anstieg des Finanzvermögens, der „Kapitalgewinne“, der Zinsen und der damit verbundenen Gläubigerforderungen an die Wirtschaft wird als produktiver Beitrag betrachtet und nicht als extraktive Belastung, die der Wirtschaft weniger für neuen Konsum und Investitionen übrig lässt.

Das Problem verschärft sich, je größer diese finanzielle Extraktion wird. Als die Kreditvergabe und die Verschuldung im Jahrzehnt vor der Schrotthypothekenkrise 2008 zunahmen, fanden die Banken weniger kreditwürdige Projekte vor und wandten sich an weniger tragfähige Kreditmärkte. Die Banken vergaben Hypothekendarlehen mit steigenden Schulden/Einkommens- und Schulden/Vermögensverhältnissen. Rassistische und ethnische Minderheiten waren die am stärksten überforderten Kreditnehmer, die in Zahlungsverzug gerieten und in Verzug gerieten. Die Immobilienpreise stürzten ab, so dass der Marktwert der faulen Hypothekenkredite unter den Wert fiel, den viele Banken ihren Einlegern schuldeten.

Es gibt nichts „Natürliches“ oder Unvermeidliches daran, wie eine solche Bankinsolvenz und negatives Eigenkapital gelöst werden. Die Lösung ist immer politisch. Es geht um die Frage, wer den Verlust auffängt: die Einleger, die verschuldeten Kreditnehmer, die Anleihegläubiger und Aktionäre der Banken oder die Regierung über die Einlagensicherung (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) und die Rettungsmaßnahmen der Federal Reserve?

Weniger häufig wird gefragt, wer die Gewinner sein werden. Seit 2009 sind es Amerikas größte Banken und das reichste eine Prozent – genau die Parteien, deren Gier und kurzsichtige Politik den Crash verursacht haben. Sie wurden als „systemrelevant“ eingestuft, d. h. als „Too Big To Jail“

(TBTJ, manchmal bereinigt zu „Too Big To Fail“, TBTF), und wurden gerettet. Und heute (2023) macht sie dieser Sonderstatus zu den Nutznießern einer Flucht in die Sicherheit, denn die Einlagensicherung hat nach dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank entschieden, dass selbst große Einleger keinen Cent verlieren sollten, egal wie schlecht ihre Banken mit der Fed-Politik steigender Zinsen zurechtgekommen sind, die den Marktwert der Vermögenswerte ihrer Banken verringert haben. Das wurde durch die sinkende Nachfrage nach Büroflächen nach dem Covid-Ende noch verschlimmert, was zu niedrigeren Geschäftsmieten und zu Hypothekenausfällen führte.

Wieder einmal, diesmal durch den Schutz der Einleger, versuchen die Federal Reserve und das Finanzministerium, den Schuldenberg der Wirtschaft vor dem Absturz zu bewahren und die nominalen Bankkredite und andere Finanzanlagen, die nicht bezahlt werden können, zu vernichten.

Das übliche Ergebnis eines Zusammenbruchs ist eine Welle von Zwangsvollstreckungen, durch die Eigentum von Schuldnern auf Gläubiger übertragen wird, aber führende Banken können auch zahlungsunfähig werden, wenn ihre Schuldner ausfallen. Das bedeutet, dass ihre Anleihegläubiger verlieren und die Gegenparteien nicht bezahlt werden können.

Beim Crash von 2008 verloren schätzungsweise acht bis zehn Millionen Hauskäufer mit zu hohen Hypotheken ihre Häuser, aber die Banken wurden von der Federal Reserve und dem Finanzministerium gerettet. Anstatt die lange angesammelten Schulden der Wirtschaft abzuschreiben, erhöhte die Federal Reserve die Liquidität der Banken durch ihre Nullzinspolitik. Dadurch erhielten die Banken genügend Liquidität, um der Wirtschaft zu helfen, sich „aus der Verschuldung herauszuborgen“, indem sie zinsgünstige Kredite zum Kauf von Immobilien, Aktien und Anleihen mit höheren Renditen nutzten.

Der 14-jährige Boom, der aus dieser Schuldenaufnahme resultierte, war eine Innovation in der Fähigkeit der Wirtschaft, das Wachstum ihrer Schuldenlast aufrechtzuerhalten: Der Schuldendienst wurde nicht nur aus dem laufenden Einkommen bezahlt, sondern größtenteils aus den Kursgewinnen von Vermögenswerten – „Kapital“-Gewinne, d. h. Finanz-Kapitalgewinne, die durch Fintech, die Finanztechnologie, erzielt wurden. Niedrigere Zinssätze eröffneten die Möglichkeit, Kredite aufzunehmen, um Immobilien, Aktien und Anleihen mit höherer Rendite zu kaufen. Diese Arbitrage (Kursunterschiede) führte zu einer Verfünffachung der Aktienkurse und zum größten Boom auf dem Anleihemarkt in der Geschichte der USA, aber auch zu einem Immobilienboom, der vor allem durch private Kapitalgesellschaften als abwesende Eigentümer von Mietobjekten geprägt war. Doch die Sachkapitalinvestitionen erholten sich nicht, ebenso wenig wie die Reallöhne und der Wohlstand in der Nicht-Finanzwirtschaft insgesamt.

Die Beendigung der Nullzinspolitik im Jahr 2022 kehrte diese Arbitrage-Dynamik um. Steigende Zinsen führten zu einem Rückgang der Anleihekurse und beendeten den Anstieg der Aktien- und Immobilienpreise – in einer Wirtschaft, deren Schuldenberg stark angestiegen war, anstatt nach 2008 ausgelöscht zu werden. In diesem Sinne sind die heutige Schuldendeflation und die damit verbundene finanzielle Fragilität, die bereits zum Zusammenbruch einiger Banken geführt hat, immer noch Teil der Nachwirkungen des Versuchs, die Schuldenkrise zu lösen, indem eine Flut von Schulden geschaffen wird, um der Wirtschaft genügend Kredite zu gewähren, damit die Vermögenspreise in die Höhe getrieben und die Schulden bezahlt werden können.

Das wirft eine grundsätzliche Frage auf: Kann eine Schuldenkrise wirklich dadurch gelöst werden, dass noch mehr Schulden gemacht werden? Auf diese Weise werden Schneeballsysteme am Leben erhalten. Aber wann kommt die „lange Phase“, in der, wie Keynes einst bemerkte, „wir alle tot sind“?

Der restliche Teil des Artikels ist wie folgt aufgebaut: In Abschnitt 2 wird Präsident Obamas Entscheidung zur Rettung der Wall Street erörtert, in Abschnitt 3 wird die durch die Nullzinspolitik der Fed verursachte Inflation der Vermögenspreise untersucht und in Abschnitt 4 werden die negativen Auswirkungen der Beendigung der Nullzinspolitik durch die Fed analysiert. Abschnitt 5 befasst sich mit der Zukunft der finanzialisierten US-Wirtschaft.

2. Die Entscheidung der Obama-Regierung, die Wall Street zu retten und nicht die Wirtschaft

Der Crash von 2008-2009 wurde durch US-Banken verursacht, die betrügerische Kredite ausstellten, sie verpackten und an leichtgläubige Pensionsfonds, deutsche Staatsbanken (!) und andere institutionelle Käufer verkauften. Die Mainstream-Presse machte den Begriff „Schrotthypothek“ populär, womit ein Kredit gemeint ist, der weit über die angemessene Zahlungsfähigkeit von NINJA-Kreditnehmern hinausgeht – also von Menschen ohne Einkommen, ohne Arbeit und ohne Vermögen. Es verbreiteten sich Geschichten über betrügerische Hypothekenmakler, die Gutachter anheuerteten, um fiktiv hohe Immobilienbewertungen zu melden, um Kredite an Käufer zu rechtfertigen, die sie dazu brachten, ein fiktiv hohes Einkommen anzugeben, um den Anschein zu erwecken, dass diese Schrotthypotheken tragbar wären.

Es herrschte ein weit verbreitetes Bewusstsein dafür, dass sich ein unhaltbarer Schuldenberg auftürmte. Selbst im Vorstand der Federal Reserve warnte Ed Gramlich (1997-2005) vor diesen fiktiven Bewertungen. Doch der Vorsitzende Alan Greenspan (1987-2006) verkündete, er glaube nicht, dass es für die Banken ein gutes Geschäft sei, die Menschen in die Irre zu führen, so dass dies undenkbar sei. Er vertrat die libertäre, regulierungsfeindliche Philosophie, die zu seiner Ernennung zum Fed-Vorsitzenden geführt hatte, und weigerte sich zu erkennen, ***dass die Bankmanager auf kurze Sicht leben und sich nicht um langfristige Beziehungen oder die negativen Auswirkungen ihrer Finanzgeschäfte auf die Gesamtwirtschaft kümmern.***

Dieser blinde Fleck scheint eine Voraussetzung zu sein, um in der akademischen Welt und im Regulierungsclub der Regierung aufzusteigen. Der Gedanke, dass eine Schuldenpyramide nicht nachhaltig sein könnte, taucht in den Modellen, die in den heutigen neoliberalen Wirtschaftsfakultäten gelehrt und in den Regierungskreisen, in denen ihre Absolventen arbeiten, verfolgt werden, nicht auf. Es wurde also nichts unternommen, um die Finanzpyramide der spekulativen Hypothekenpakete zu stoppen.

Im Vorfeld der Wahlen im November 2008 versprach Präsident Obama den Wählern, Hypothekenschulden auf ein realistisches Marktpreisniveau abzuschreiben, damit die Opfer der Banken ihre Häuser behalten können. Die Einhaltung dieses Versprechens hätte jedoch zu schweren Verlusten für die Banken geführt, und die größten Wahlkampfspender der Demokratischen Partei waren die Wall Street-Giganten. Die größten Banken, bei denen sich der Hypothekenbetrug weitgehend konzentrierte, waren auch die zahlungsunfähigsten, angeführt von Citigroup und Wells Fargo, gefolgt von JP Morgan Chase. Dennoch wurden diese größten Banken als „systemrelevant“ eingestuft, zusammen mit Brokerhäusern wie Goldman Sachs und anderen großen Finanzinstituten, die von der

Obama-Regierung als „Banken“ umdefiniert wurden, damit sie im Gegensatz zu den unglücklichen Opfern der räuberischen Schrotthypotheken die Großzügigkeit der Federal Reserve erhalten konnten.

Die Vorsitzende der FDIC, Sheila Bair, wollte die Citibank, den bekanntesten Übeltäter, in staatliche Hände nehmen. Aber die Lobbyisten der Banken behaupteten, dass die Gesundheit und sogar das Überleben der Wirtschaft den Schutz des Finanzsektors erforderten und dass die berüchtigtsten Versager nicht übernommen werden dürften. Indem sie die übliche ökonomische Schrottlogik nachplappern, die durch Nobelpreisverleihungen und Fernsehauftritte in den Medien beglaubigt wird, wiesen die Banker darauf hin, dass ein Großteil des Finanzsektors zahlungsunfähig würde, wenn man ihnen die Kosten für die Abschreibung ihrer fiktiv hohen Hypotheken auf ein realistisches Marktniveau und die Zahlungsfähigkeit der Schuldner aufbürden würde, und behaupteten dann, dass sie gerettet werden müssten, um die Wirtschaft zu retten. Diese Logik wird auch heute noch angewandt, wenn es darum geht, Banken vor dem negativen Eigenkapital zu retten, das sich aus der Beendigung der Nullzinspolitik der Federal Reserve ergibt.

Im Jahr 2009 wurde nicht erkannt, dass die Nichtabschreibung fauler Kredite dazu führen würde, dass Millionen von Familien ihre Häuser verlieren würden. Die heutigen Erbauer von Wirtschaftsmodellen nennen solche Überlegungen „externe Effekte“. Die soziale und ökologische Dimension, die zunehmende Einkommens- und Vermögensungleichheit und die steigende Verschuldung werden im Tunnelblick des Finanzsektors und der von ihm geförderten NIPA- und BIP-Buchhaltungskonzepte als „extern“ abgetan [1].

Diese vorsätzliche Blindheit von Ökonomen, Regulierungsbehörden und Finanzinstituten, die egoistisch darauf bedacht sind, ihre eigenen Verluste zu vermeiden, ohne sich um den Rest der Wirtschaft zu kümmern, ermöglichte die TBTJ/F-Ausrede, Banker nicht strafrechtlich zu verfolgen und ihre betrügerischen Hypothekenkredite abzuschreiben. Stattdessen versorgte die Fed die Banken mit genügend Geld, um zu verhindern, dass ihre Anleihegläubiger den Verlust auffangen mussten, und die Einlagensicherungsgrenze der FDIC von 100.000 Dollar wurde im Juli 2010 auf 250.000 Dollar erhöht.

Die Banken hatten ein großes politisches Druckmittel in der Hand: Sie drohten mit einem weitreichenden wirtschaftlichen Zusammenbruch, wenn sie nicht ihren Willen bekämen, und mussten die Verantwortung für ihr finanzielles Missmanagement übernehmen. Anstatt faule Hypothekenkredite abzuschreiben, wurden diese Schulden in den Büchern belassen und schätzungsweise acht bis zehn Millionen US-Familien vertrieben. Die „reale“ Wirtschaft musste die Verluste aus den faulen Krediten auffangen [2].

Unter Zwangsvollstreckung stehende Häuser wurden größtenteils von privaten Kapitalgesellschaften aufgekauft und in Mietobjekte umgewandelt. Die Wohneigentumsquote in den USA – das Abzeichen für die Zugehörigkeit zur Mittelschicht, das es ihr ermöglicht, sich als Immobilieneigentümer mit einer Interessenharmonie mit den Mietern statt als Lohnempfänger zu betrachten – fiel von 69 Prozent im Jahr 2005 auf 63,7 Prozent im Jahr 2015 (Abbildung 2 – fehlt leider). Die Verschuldungsquote der Haushalte stieg von nur 37 Prozent im Jahr 2000 auf 55 Prozent im Jahr 2014 (siehe Abbildung 3). Mit anderen Worten: Das Eigenkapital der Eigenheimbesitzer erreichte im Jahr 2000 einen Höchststand von 63 Prozent, fiel dann aber stetig auf nur noch 45 Prozent im Jahr 2014

– was bedeutet, dass die Banken den größten Teil des Wertes der Eigenheime in den USA besaßen [3].

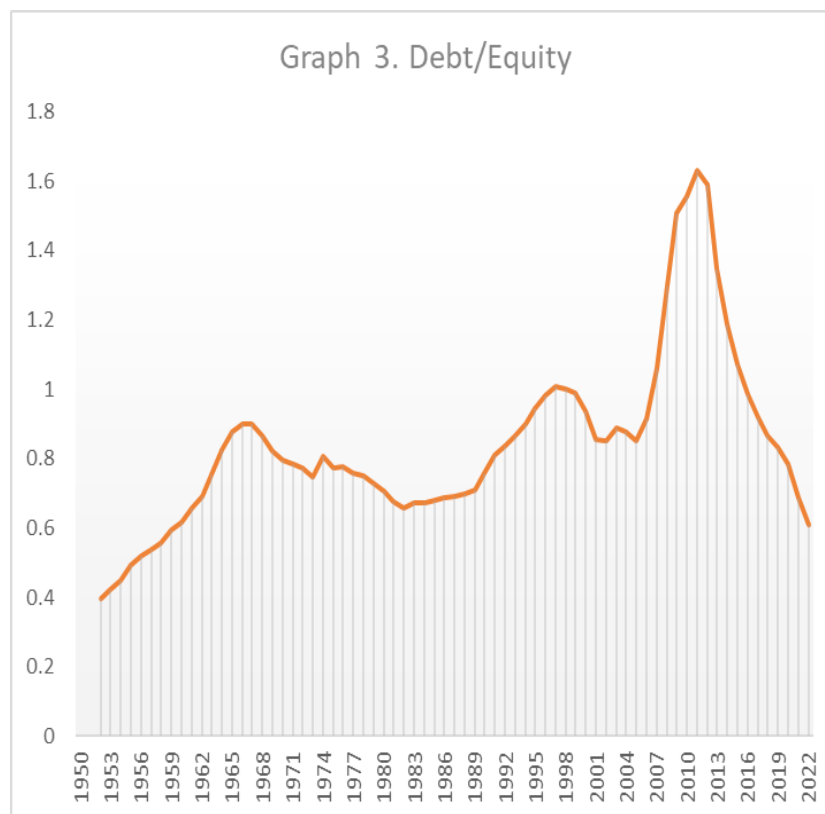


Abbildung 3: Schulden/Eigenkapital

Finanzfeudalismus

Im Großen und Ganzen können wir feststellen, dass der lange Kampf der klassischen Ökonomen im 19. Jahrhundert um die Befreiung des industriellen Kapitalismus von der Klasse der Grundbesitzer und der wirtschaftlichen Rente einer wieder auflebenden Rentierwirtschaft Platz gemacht hat. Der Finanzsektor ist die neue Rentierklasse und verwandelt die Volkswirtschaften wieder in einen Rentierkapitalismus, in dem die Miete als Zins gezahlt wird, während die abwesenden Immobiliengesellschaften ihre Hauptrendite in Form von „Kapital“-Gewinnen, d. h. einer finanzierten Vermögenspreisinflation, suchen.

3. Aufblähung der Vermögenspreise durch Überflutung der Finanzmärkte mit Krediten

Aus Sicht der Federal Reserve bestand das wirtschaftliche Problem nach dem Crash von 2008 darin, die Solvenz der ihr angeschlossenen Banken wiederherzustellen und sogar zu verbessern, und nicht darin, die „reale“ Wirtschaft oder die Wohneigentumsquote zu schützen. Die Fed orchestrierte eine enorme „Kreditlockerung“, um die Preise für Immobilien, Aktien und Anleihen zu erhöhen. Dies hat nicht nur die Bewertung von Vermögenswerten, die als Sicherheiten für Hypotheken und andere Bankkredite verpfändet wurden, wiederbelebt, sondern auch eine 15-jährige Inflation der Vermögenspreise angeheizt. Die Fed tat dies, indem sie ihre Deckung für Bankreserven von 2 Billionen Dollar im Jahr 2008 auf heute 9 Billionen Dollar erhöhte. Diese Politik der leichten Kreditvergabe in Höhe von 7 Billionen Dollar senkte die Zinssätze für kurzfristige Schatzwechsel und die Zinsen, die Banken ihren Sparern zahlten, auf 0,2 Prozent.

Das Grundprinzip der Nullzinspolitik war einfach. Der Preis eines jeden Vermögenswertes wird theoretisch durch die Division seines Einkommens durch den Diskontsatz* bestimmt: $\text{Preis} = \text{Einkommen} / \text{Zins}$ ($P = Y/i$). Als die Zinssätze auf nahezu Null sanken, stieg der Kapitalwert von Immobilien, Unternehmen, Aktien und Anleihen im umgekehrten Verhältnis. Der Fed-Vorsitzende Ben Bernanke (2006-2014) wurde als Retter der Wall Street gefeiert, die von den populären Medien als Synonym für die Wirtschaft insgesamt dargestellt wurde.

* Der **Diskontsatz** ist ein von der Zentralbank definierter Zinssatz, zu dem Banken Wechsel verpfänden können.

Das Ergebnis war der größte Boom auf dem Anleihemarkt in der Geschichte. Die Immobilienpreise erholten sich und ermöglichten es den Banken, Verluste bei Hypotheken zu vermeiden, da sie in einem sich „erholenden“ Markt, dessen Charakter sich von Eigenheimen zu Mietwohnungen wandelte, zwangsversteigerte Häuser veräußerten. Die Aktienkurse, die im März 2009 auf 6.594 gefallen waren, übertrafen ihren Höchststand von 14.165 im Oktober 2007 weit und vervielfachten sich bis 2020 auf über 35.000 (Dow Jones). Der Löwenanteil der Gewinne kam den reichsten zehn Prozent der Wirtschaft zugute, hauptsächlich dem einen Prozent, das die meisten Anleihen und Aktien besitzt.

Künstlich niedrige Zinssätze ermöglichten es dem privaten Finanzkapital und den Unternehmen, günstige Bankkredite aufzunehmen, um die Preise für Immobilien, Aktien und Anleihen in die Höhe zu treiben, deren Mieten, Gewinne und Festzinserträge die gesunkenen Kreditkosten überstiegen. Die höheren Verschuldungsquoten der Nullzinspolitik trieben die Immobilien- und Aktienpreise in die Höhe, um den Banken und anderen Gläubigern zu helfen, indem sie eine Fülle von Finanzgewinnen schufen. Aber nur die Preise von Vermögenswerten wurden aufgebläht, nicht aber die Löhne oder das verfügbare persönliche Einkommen nach Zahlung des Schuldendienstes. Die Immobilienpreise stiegen, aber auch die Schuldenlast der Wirtschaft. Die Nullzinspolitik führte somit zu einer Belastung der finanziellen Tiefe: Was sollte geschehen, wenn die Zinssätze wieder auf ein normaleres Niveau zurückkehren würden?

In einem aktuellen Bericht von McKinsey (2023) wird berechnet, dass die Inflation der Vermögenspreise in den zwei Jahrzehnten von 2000 bis 2021 „etwa 160 Billionen Dollar an ‚Papiervermögen‘ geschaffen hat“, obwohl „das Wirtschaftswachstum schleppend war und die Ungleichheit zunahm“, so dass „die Bewertungen von Vermögenswerten wie Aktien und Immobilien schneller stiegen als die reale Wirtschaftsleistung. ... Insgesamt wuchs die globale Bilanz 1,3 Mal schneller als das BIP. Sie vervierfachte sich auf 1,6 Billionen Dollar an Vermögenswerten, bestehend aus 610 Billionen Dollar an realen Vermögenswerten, 520 Billionen Dollar an finanziellen Vermögenswerten außerhalb des Finanzsektors und 500 Billionen Dollar innerhalb des Finanzsektors.“

Dieser enorme „Kapitalgewinn“ oder „Papierreichtum“ wurde durch Schulden finanziert. „Weltweit wurden für jede Nettoinvestition von 1,00 Dollar 1,90 Dollar an zusätzlichen Schulden gemacht. Ein Großteil dieser Schulden diente der Finanzierung neuer Käufe bestehender Vermögenswerte. Steigende Immobilienwerte und niedrige Zinssätze bedeuteten, dass die Haushalte mehr Kredite für bestehende Häuser aufnehmen konnten. Steigende Aktienwerte bedeuteten, dass Unternehmen Fremdkapital einsetzen konnten, um ihre Kapitalkosten zu senken, Fusionen und Übernahmen zu finanzieren, Aktienrückkäufe durchzuführen oder ihre Liquiditätspuffer zu erhöhen. Auch die Regierungen erhöhten ihre Verschuldung, insbesondere als Reaktion auf die globale Finanzkrise und die Pandemie“ [4].

4. Die Fed hebt die Nullzinspolitik auf, um eine Rezession zu verursachen und zu verhindern, dass die Löhne steigen

Im März 2022 kündigte die US-Notenbank an, dass sie die steigenden Löhne („Inflation“) mit einer Zinserhöhung bekämpfen wolle. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell (2018-heute) erklärte, dass es notwendig sei, die Wirtschaft zu verlangsamen, um genügend Arbeitslosigkeit zu schaffen, um die Löhne niedrig zu halten. Seine rechtsgerichtete Illusion war, dass die Inflation durch steigende Löhne verursacht wurde (oder dadurch, dass die Regierung zu viel Geld in die Wirtschaft investierte, was die Nachfrage nach Arbeitskräften erhöhte und damit das Lohn- und Preisniveau ansteigen ließ).

In Wirklichkeit wurde die Inflation natürlich größtenteils durch die US-NATO-Sanktionen gegen russische Exporte im Jahr 2022 verursacht, die die Weltmarktpreise für Energie und Lebensmittel in die Höhe trieben, während die „Gierflation“ der Unternehmen die Preise dort ansteigen ließ, wo es genug Monopolmacht gab, um dies zu tun. Auch die Mieten stiegen stark an, nachdem die Immobilienpreise durch die Flut von Hypothekenkrediten für abwesende Eigentümer in die Höhe geschossen waren.

4.1 Die Beendigung der Nullzinspolitik kehrte die Fed-Politik der Inflation der Vermögenspreise um

Als die Fed ihre Absicht ankündigte, die Zinssätze zu erhöhen, warnte sie die Anleger, dass dies die durch die ZIRP angeheizte Vermögenspreisinflation umkehren würde. Steigende Zinssätze senken den Kapitalisierungssatz für Anleihen, Aktien und Immobilien. Um Kursverluste bei diesen Vermögenswerten zu vermeiden, verkaufte das „kluge Geld“ (d. h. wohlhabende Anleger) langfristige Anleihen und andere Wertpapiere und ersetzte sie durch kurzfristige Schatzanweisungen und hochliquide Geldmarktfonds. Ihr Ziel war es einfach, den bemerkenswerten Anstieg des Finanzvermögens, der während der Nullzinspolitik 2009-2022 subventioniert wurde, zu erhalten.

Das Ziel der Fed bei der Anhebung der Zinssätze war es, dem Arbeitsmarkt zu schaden, indem sie eine Rezession herbeiführte, und nicht, ihren Bankkunden zu schaden. Die Beendigung der Nullzinspolitik stellte die Banken jedoch vor ein systemisches Problem: Sie waren insgesamt zu groß, um den Spielraum zu haben, den Privatanleger genießen. Wenn die Banken massenhaft versuchten, aus langfristigen Anleihen und Hypotheken auszusteigen, indem sie ihre Bestände an 30-jährigen Hypotheken und Staatsanleihen verkauften, würden die Preise für diese Wertpapiere einbrechen – auf ein Niveau, das den von der Fed angestrebten Zinssatz von 4 Prozent widerspiegelt.

Für die Banken gab es kaum einen Ausweg, um sich durch den Kauf von Hedge-Kontrakten gegen den voraussichtlichen Preisverfall der Vermögenswerte zu schützen, die ihre Kredite und Einlagen unterlegen. Jeder vernünftige Hedge-Verkäufer hätte kalkuliert, wie viel er für die Garantie von Wertpapieren angesichts steigender Zinssätze, die dazu führen, dass Wertpapiere mit einem Nennwert von z.B. 1.000 Dollar auf z.B. 700 Dollar fallen, verlangen könnte. Ein Absicherungskontrakt, der der Bank eine Zahlung von 1.000 Dollar verspricht, hätte mindestens 300 Dollar kosten müssen, um den erwarteten Kursrückgang zu decken.

Das Bankensystem als Ganzes war also darauf festgelegt, Kredite und Wertpapiere zu halten, deren Marktpreis fallen würde, wenn die Federal Reserve die Kreditvergabe straffte. Steigende Zinssätze

drohten viele Banken in ein negatives Eigenkapital zu treiben – das Problem, mit dem die Banken bereits 2008-2009 konfrontiert waren.

Die Aufsichtsbehörden auf Bundes- und Landesebene ignorierten diese Bedrohung der Solvenz der Banken durch die Zinssätze. Sie konzentrierten sich ausschließlich darauf, ob die Schuldner des Bankensystems und die Emittenten von Anleihen ihre Schulden begleichen konnten. Es war offensichtlich, dass das Finanzministerium weiterhin Zinsen auf Staatsanleihen zahlen konnte, da es das Geld dafür jederzeit einfach drucken kann. Und die Hypotheken für Wohnhäuser waren angesichts des Booms der Immobilienpreise sicher. Offener Betrug war also keine große Sorge mehr. Das neue Problem, das die Aufsichtsbehörden anscheinend nicht vorhergesehen hatten, bestand darin, dass die Kapitalisierungsraten bei steigenden Zinsen sinken würden, wodurch die Preise für Vermögenswerte sinken würden und die Banken nicht mehr genügend Reserven hätten, um ihre Einlagenverbindlichkeiten zu decken.

Die Vorschriften für die Berichterstattung der Banken verlangen nicht, dass sie den tatsächlichen Marktwert ihrer Vermögenswerte angeben. Sie dürfen sie zu ihrem ursprünglichen Anschaffungspreis in ihren Büchern behalten, selbst wenn dieser ursprüngliche „Buchwert“ nicht mehr realistisch ist. Wären die Banken verpflichtet, die sich entwickelnde Marktrealität zu melden, wäre es offensichtlich gewesen, dass das Finanzsystem in ein nicht tragfähiges Schneeballsystem verwandelt worden war, das nur durch die Überflutung des Marktes mit Liquidität durch die Fed am Leben erhalten wurde.

Seit den Mississippi- und Südseeblasen der 1710er Jahre in Frankreich und England werden solche Blasenwirtschaften dem „Volkswahnsinn“ zugeschrieben. Aber alle Finanzblasen wurden von Regierungen gesponsert. Um ihrer Staatsverschuldung zu entkommen, tauschten Frankreich und England Aktien von Unternehmen, die ein Monopol im Sklavenhandel und in der Plantagenlandwirtschaft – den Wachstumssektoren des frühen 18. Jahrhunderts – gegen Zahlungen in Form von Staatsanleihen. **Die Börsenblase von 2009 bis 2023 wurde jedoch zur Rettung des Privatsektors konstruiert, und zwar größtenteils auf Kosten des Staates, anstatt dass dieser der Nutznießer war. Das ist ein Hauptmerkmal des heutigen Finanzkapitalismus.**

Das Wesen der „Vermögensbildung“ im Finanzkapitalismus besteht darin, „Kapital“-Gewinne aus Vermögenswerten zu erzielen. Doch die wirtschaftliche Realität, dass solche finanzierten Gewinne nicht von Dauer sein können, führte bereits im 19. Jahrhundert zur Verwendung des Begriffs „fiktives Kapital“. Die Vorstellung, dass eine Aufblähung der Vermögenspreise die Volkswirtschaften in die Lage versetzen kann, ihre Schulden nicht nur kurzfristig aus den Gewinnen des Finanzkapitals zu begleichen, wurde durch eine unrealistische Wirtschaftstheorie gefördert, die davon ausgeht, dass jeder Vermögenspreis den inneren Wert widerspiegelt und nicht etwa eine Panikmache oder eine finanzielle Manipulation der Aktien-, Anleihe- und Immobilienpreise.

Die heutigen Bankaktiva liegen schätzungsweise 2 Billionen Dollar unter ihrem nominalen Buchwert. **Aber die Banken konnten diese Realität ignorieren**, solange sie nicht damit beginnen mussten, ihre Immobilienhypotheken und Staatsanleihen zu verkaufen. Sie mussten lediglich befürchten, dass die Einleger ihr Geld abziehen würden, wenn sie die wachsende Diskrepanz zwischen den typischen 0,2 Prozent Zinsen, die die Banken auf Spareinlagen zahlten, und dem, was die Regierung auf sichere US-Staatsanleihen zahlte, bemerkten.

Dieses Zinsgefälle führte im Frühjahr 2023 zum Ausbruch von Bankzusammenbrüchen. Zunächst schien es sich um ein isoliertes Problem zu handeln, das nur bei den einzelnen lokalen Banken auftrat. Als der FTX-Betrug von Sam Bankman-Fried die Probleme von Kryptowährungen als Anlage aufzeigte, begannen die Inhaber zu verkaufen. Was als „Peer-to-Peer“-Kreditvergabe bezeichnet wurde, entpuppte sich als Investmentfonds, bei denen die Käufer von Kryptowährungen Geld von den Banken abzogen und es den Kryptofondsmanagern überließen, ohne dass es einer Regulierung unterlag. Die „Peers“ am anderen Ende entpuppten sich als die Manager hinter einer undurchsichtigen Bilanz. Diese Erkenntnis veranlasste die Kunden, ihr Geld abzuheben, und die Krypto-Websites begegneten diesen Abhebungen, indem sie ihre eigenen Bankeinlagen abhoben. Viele Insolvenzen waren die Folge dieser Schneeballsysteme. Zwei Banken scheiterten, weil sie hohe Kredite an den Kryptowährungssektor vergeben und sich auf dessen Einlagen verlassen hatten: Die Silvergate Bank am 8. März und die Signature Bank in New York am 12. März.

Die andere Gruppe von gescheiterten Banken waren solche mit einem hohen Anteil an Großkunden: Die Silicon Valley Bank (SVB) am 10. März und die benachbarte First Republic Bank in San Francisco am 1. Mai. Ihre Hauptkunden waren private Kapitalgeber lokaler Start-ups der Informationstechnologie. Diese großen, finanziell versierten Einleger lagen deutlich über dem von der FDIC versicherten Limit von 250.000 Dollar und waren auch am ehesten bereit, ihr Geld in Staatsanleihen und Schuldscheine zu investieren, die höhere Zinsen als die 0,2 Prozent brachten, die die SVB und andere Banken zahlten.

Eine weitere Gruppe von Banken mit hohem Risiko sind Gemeinschaftsbanken mit einem hohen Anteil an langfristigen Hypothekendarlehen für Gewerbeimmobilien. Die Preise für Büroimmobilien sinken, da die Belegungsraten zurückgehen, da die Arbeitgeber feststellen, dass sie viel weniger Platz für ihre Mitarbeiter vor Ort benötigen, da viele Arbeitnehmer aufgrund von Covid von zu Hause aus arbeiten. In einem kürzlich erschienenen Bericht des Wall Street Journal heißt es: „Rund ein Drittel aller gewerblichen Immobilienkredite in den USA sind variabel verzinst ... Die meisten Kreditgeber von variabel verzinsten Krediten verlangen von den Kreditnehmern den Kauf einer Zinsobergrenze, die ihr Risiko bei steigenden Zinsen begrenzt. ... Diese Absicherungen zu ersetzen, wenn sie auslaufen, ist jetzt sehr teuer. Eine dreijährige Zinsobergrenze von 3 Prozent für ein 100-Millionen-Dollar-Darlehen kostete im Jahr 2020 23.000 Dollar. Eine einjährige Verlängerung kostet jetzt 2,3 Millionen Dollar“ [5].

Es ist billiger, hoch verschuldete Immobilien zu verschulden. Große Immobilienunternehmen wie Brookfield Asset Management (mit einem Vermögen von 825 Mrd. USD), dessen Hypothekenzahlungen im vergangenen Jahr um 47 Prozent gestiegen sind, ziehen sich zurück, da die Mieten für Gewerbeimmobilien die Kosten für ihre variabel verzinsten Hypotheken nicht decken. Auch Blackstone und andere Unternehmen steigen aus. Die Börsenkurse von Real Estate Investment Trusts (REITs) sind seit Beginn der Covid-Pandemie im Jahr 2020 um mehr als die Hälfte gesunken und spiegeln den Preisverfall bei Bürogebäuden wider, der bisher bei etwa einem Drittel liegt und weiter anhält.

Viele Banken bieten den Einlegern jetzt Zinsen im Bereich von 5 Prozent an, um einen Abfluss von Einlagen zu verhindern, zumal sich die Einlagen durch eine „Flucht in die Sicherheit“ auf die großen „systemrelevanten Banken“ konzentrieren, die mit FDIC-Garantien gesegnet sind, wonach die Kunden ihr Geld auch dann nicht verlieren, wenn ihre Einlagen das nominale FDIC-Limit über-

schreiten. Dies sind genau die Banken, deren Verhalten am rücksichtslosesten war. Wie Pam Martens auf ihrer E-Site „Wall Street on Parade“ dokumentiert hat, sind JP Morgan Chase, Citigroup und Wells Fargo Serientäter, die am meisten für die rücksichtslose Kreditvergabe verantwortlich sind, die überhaupt erst zum negativen Eigenkapital des Finanzsystems beigetragen hat. Dennoch wurden sie zu den Gewinnern gemacht, zu den neuen Zufluchtsorten in der schuldengeplagten Wirtschaft von heute.

Es stellt sich heraus, dass „systematisch wichtig“ zu sein bedeutet, dass man zu der Gruppe von Banken gehört, die die Regierungspolitik des Finanzsektors zu ihren eigenen Gunsten kontrollieren. Es bedeutet, dass man wichtig genug ist, um sich der Ernennung von Beamten der Federal Reserve, der Bankenaufsicht und des Finanzministeriums zu widersetzen, die diese Banken nicht vor Regulierung, vor strafrechtlicher Verfolgung wegen Betrugs und vor der Übernahme durch die FDIC und die Regierung schützen würden, wenn ihre Vermögensverluste ihr Eigenkapital übersteigen und sie als Zombie-Banken zurücklassen.

4.2 Wie geht es mit der finanzialisierten US-Wirtschaft weiter?

Steigende Zinssätze drehen die Uhr zurück auf den gleichen Zustand des negativen Eigenkapitals, mit dem das Bankensystem 2008-2009 konfrontiert war. Als der „nicht realisierte Verlust“ der Silicon Valley Bank in Höhe von 163 Milliarden Dollar aufgrund der fallenden Preise für ihre Staatsanleihen und Hypotheken ihre Eigenkapitalbasis überstieg, war dies lediglich ein maßstabsgetreues Modell für den Zustand vieler großer US-Banken Ende 2008.

Das Problem ist diesmal nicht der Hypothekenbetrug der Banken, sondern der Preisverfall von Vermögenswerten infolge der Zinserhöhung durch die Fed. Dahinter verbirgt sich ein grundlegendes Problem: Das Produkt des Bankensystems ist die Verschuldung, die einen immer größeren Anteil des Volkseinkommens verschlingt. Die Wirtschaftswissenschaftler, die Federal Reserve, die Bankenaufsichtsbehörden und das Finanzministerium haben einen blinden Fleck, wenn es darum geht, sich mit dem Ausmaß der Verschuldung auseinanderzusetzen, die der „realen“ Wirtschaft, d. h. der Produktion und dem Konsum, Einkommen entzieht.

Die Billionen Dollar an nominalem Finanzvermögen, die die Anleihe-, Aktien- und Immobilienmärkte seit der Einführung der Nullzinspolitik verzeichneten, wurden mit noch mehr Krediten in den Kauf von Vermögenswerten gesteckt, um den Preisanstieg mit steigender Verschuldung aufrechtzuerhalten und die finanziellen Ansprüche auf Eigentumsrechte, insbesondere Mietforderungen, in die Höhe zu treiben. All diese Finanzialisierung wurde gegenüber „echten“ Kapitalinvestitionen steuerlich begünstigt.

Die 7 Billionen Dollar, mit denen die Fed das Bankensystem bei der Kreditvergabe unterstützte und die Preise für Immobilien, Aktien und Anleihen in die Höhe trieb, hätten zur Senkung der Buchführungskosten für Häuser und andere Immobilien verwendet werden können. Dies hätte der Wirtschaft helfen können, ihre Wohn-, Lebens- und Beschäftigungskosten zu senken und wettbewerbsfähiger zu werden. Stattdessen bestand die Rolle der Federal Reserve und des privatisierten Bankensystems darin, noch mehr Kredite zu schaffen, um die Preise für Vermögenswerte weiter in die Höhe zu treiben.

Die Nutznießer waren hauptsächlich die reichsten ein Prozent, nicht die Wirtschaft insgesamt. Die inflationsbereinigten Löhne sind in der Flaute geblieben, so dass die Unternehmensgewinne und der

Cashflow gestiegen sind – aber über 90 Prozent dieser Unternehmenseinnahmen wurden als Dividenden ausgeschüttet oder für Aktienrückkaufprogramme ausgegeben und nicht in greifbare neue Produktionsmittel oder Arbeitsplätze investiert. Viele Unternehmensmanager haben sogar Kredite aufgenommen, um ihre Aktienkurse zu erhöhen, indem sie ihre eigenen Aktien zurückkauften.

Das heutige Finanzsystem hat es versäumt, die Kreditschöpfung und den Wohlstand so zu steuern, dass die Wirtschaft wachsen kann. Die durch Schulden aufgeblähten Immobilienpreise haben die Kostenstruktur der Wirtschaft erhöht, und die Schuldendeflation blockiert die Erholung. Der Haushaltssektor, der Unternehmenssektor sowie die staatlichen und kommunalen Haushalte sind vollständig verschuldet, und die Ausfallquoten bei Autokrediten, Studentenkrediten, Kreditkartendarlehen und Hypothekendarlehen, insbesondere für gewerbliche Bürogebäude, steigen, wie bereits erwähnt.

Rückblickend auf die letzten Jahrzehnte haben die Federal Reserve und das Finanzministerium eine Bankenkrise immensen Ausmaßes verursacht, indem sie Geschäftsbanken und jetzt sogar Brokerhäuser und das Schattenbankensystem als zu bedienende Kunden geschützt haben, anstatt die Finanzmärkte so zu gestalten, dass sie das allgemeine Wirtschaftswachstum fördern. Hinter dieser Finanzkrise verbirgt sich eine Krise der Wirtschaftstheorie, die größtenteils ein Produkt der akademischen und medialen Lobbyarbeit des Finanz-, Versicherungs- und Immobiliensektors (FIRE) ist, die darauf abzielt, Einkommens- und Vermögensansprüche von Rentiers als Teil der Produktions- und Konsumwirtschaft darzustellen und nicht als eine extraktive Schicht außerhalb der Wirtschaft.

Und hinter dieser neoliberalen Theorie, die die klassische politische Ökonomie ersetzt hat, steht die Rentier-Dynamik des Finanzkapitalismus. Im Wesentlichen geht es um die Finanzialisierung der Industrie, nicht um die Industrialisierung des Finanzwesens. Das Geld- und Kreditsystem wurde zunehmend privatisiert, und die Finanzaufsichtsbehörden wurden von den Sektoren vereinnahmt, die sie eigentlich im langfristigen Interesse der Wirtschaft regulieren sollten. ***Der Finanzsektor hat notorisch in der Kurzfristigkeit gelebt und versucht, sich von jeder Beschränkung seines extraktiven und geradezu räuberischen Verhaltens zu befreien, das die Nicht-Finanzwirtschaft belastet.***

Die exponentiell ansteigende Verschuldung ist das finanzielle Äquivalent zur Umweltverschmutzung, die zur globalen Erwärmung führt und die Wirtschaft ebenso behindert, wie der lange Covid die Menschen behindert [6]. Das Ergebnis ist heute ein wirtschaftliches Dilemma – etwas, das ernster ist als nur ein „Problem“. Ein Problem kann gelöst werden, aber ein Dilemma hat keine Lösung. Jeder Schritt wird die Situation noch verschlimmern. Mathematiker bezeichnen dies als „optimale Position“: eine Position, von der aus jeder Schritt die Situation verschlimmern würde.

Das ist die optimale Situation, in der sich die US-Wirtschaft heute befindet. Wenn die Fed und andere Zentralbanken die Zinsen hoch halten, um eine Rezession herbeizuführen, die die Löhne senkt, wird die Wirtschaft schrumpfen und ihre Fähigkeit, ihre Schulden zu tragen – und weitere Kursgewinne an den Aktienmärkten und bei Immobilien zu erzielen – wird untergraben. Die sich bereits jetzt auftürmenden Schuldenrückstände werden zu Zahlungsausfällen führen, die im gewerblichen Immobiliensektor bereits zu beobachten sind.

Der Versuch, zu einer Nullzinspolitik zurückzukehren, um die Preise von Vermögenswerten zu stützen, ist angesichts der heutigen Altlasten der Schulden nach 2009 viel schwieriger – ganz zu schweigen von den Schulden vor 2009, die zusammengebrochen sind. Die Bankreserven sind

geschrumpft, und die Wirtschaft ist ohnehin weitgehend „verschuldet“ und kann kaum noch neue Schulden aufnehmen. Das Endergebnis der Nullzinspolitik – und des Versäumnisses der Obama-Regierung, den Schuldenberg der Wirtschaft abzuschreiben – muss also auf die eine oder andere Weise ein Absturz sein.

Aber ein Crash würde nicht bedeuten, dass das Schuldenproblem der Wirtschaft „gelöst“ wird. Solange das Leitprinzip der Politik „Der große Fisch frisst den kleinen Fisch“ bleibt, wird sich die Wirtschaft polarisieren und die Konzentration des Finanzvermögens wird sich beschleunigen, da die schuldenbelasteten Vermögenswerte in die Hände der Gläubiger übergehen, deren Vermögen seit 2009 so gewaltig gestiegen ist.

© Michael Hudson

1. Ich habe meine Analyse dargelegt in *Rent-seeking and asset-price inflation: A total-returns profile of economic polarization in America*, *Review of Keynesian Economics* 9 (2021): 435-460, und *Finance is Not the Economy: Reviving the Conceptual Distinction* mit Dirk Bezemer, *Journal of Economic Issues*, 50 (2016: #3):745-768.
<http://dx.doi.org/10.1080/00213624.2016.1210384>
2. Diese Entwicklung habe ich zusammengefasst in: *Killing the Host: How Financial Parasites and Debt Destroy the Global Economy* (ISLET 2015).
3. Neuere Statistiken sind insofern fragwürdig, als die Verschuldungsquote im Jahr 2022 auf nur noch 28 Prozent sank, weil privates Beteiligungskapital in den Wohnungsmarkt eindrang und die Mieteinnahmen die Kreditkosten für Großinvestoren weit überstiegen. Es scheint, dass viele kleine Vermieter ihre überschuldeten Häuser an Großinvestoren verloren haben, während der Rückgang der Hypothekenzinsen eine gewisse Erholung der Wohneigentumsquote auf heute 65,8 Prozent ermöglichte.
4. McKinsey, *The Future of Wealth and Growth is in the Balance*, 24. Mai 2023.
<https://www.mckinsey.com/mgi/overview/the-future-of-wealth-and-growth-hangs-in-the-balance#all-scenarios>. Der Bericht fügt hinzu: „In den Vereinigten Staaten stieg die Verschuldung vom 2,5fachen auf das 2,8fache des BIP, im Vereinigten Königreich vom 2,5fachen auf das 2,8fache, in Japan vom 3,4fachen auf das 4,3fache und in China vom 1,6fachen auf das 2,7fache. In Deutschland blieb die Verschuldung stabil bei etwa dem 2,0fachen des BIP. (S. 13).
5. *Even Top Property Owners Can Default*, Wall Street Journal, Heard on the Street, 23. Mai 2023.
6. Ich habe meine Analyse ausführlich dargelegt in *How an ‘Act of God’ Pandemic is Destroying the West: The U.S. is Saving the Financial Sector, not the Economy*,“ Cynthia McKinney, ed., *WHEN CHINA SNEEZES: From the Coronavirus Lockdown to the Global Politico-Economic Implications* (Clarity Press, Atlanta, 2020):111-120; “‘Creating Wealth’ through Debt: The West’s Finance-Capitalist Road,” *World Review of Political Economy*, Vol. 10, No. 2 (Summer 2019); und “Capital gains, total returns and saving rates,” *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention* (EJEEP), Vol. 10 #2: 2013:221-230. [↑](#)