

strömte das Geld primär in riskante Hypothekarkredite, die auf undurchsichtige Weise in Wertpapiere verwandelt wurden – bis die Immobilienpreisblase platzte und die weltweite Finanzkrise auslöste.

Die aktuelle Krise wird manchmal ausschließlich auf zu riskante Spekulationen des Finanzsektors zurückgeführt. Ohne diese Spekulationsabenteuer wäre nach dieser Argumentation die Wirtschaft der Industrieländer auf ihrem stabilen Wachstumspfad geblieben. Ich stimme dieser These nicht zu und möchte in diesem Artikel die realwirtschaftlichen Hintergründe beleuchten, die zur Entstehung der Finanzkrise beitrugen: Wegen der zunehmenden Ungleichgewichte der Realwirtschaft „schwammen die Banken im Geld“ und ließen sich auf immer riskantere Spekulationen ein.

Die Finanzkrise wurde somit aus zwei Quellen gespeist:

- der unverantwortlichen Kreditvergabe des Finanzsektors, die durch Deregulierung und Liberalisierung ermöglicht wurde, und
- zunehmenden Ungleichgewichten der Einkommensverteilung, der Leistungsbilanzen und der Vermögenspreisentwicklung.

## **2. Überschuldung der privaten Haushalte und Finanzinstitutionen**

Es besteht heute weitgehend Konsens, dass die Überschuldung der privaten Haushalte in den USA eine der zentralen Ursachen der Finanzkrise war. Irving Fisher hatte schon in den Dreißigerjahren erkannt, dass das Platzen von Kredit- und Vermögenspreisblasen Finanzkrisen auslöst. Einige Jahrzehnte später zeigte Hyman Minsky, wie bei blühender Wirtschaft stufenweise immer höhere Kreditrisiken eingegangen werden.

In den USA, dem Ursprungsland der weltweiten Finanzkrise, ist der Schuldenstand aller volkswirtschaftlichen Sektoren zwischen 1981 und 2008 exorbitant gestiegen: von 164% auf 369% des BIP (siehe Tabelle). Am stärksten fiel dieser Zuwachs bei den Finanzinstitutionen und den privaten Haushalten aus.<sup>1</sup> Die Finanzinstitutionen nehmen typischerweise kurzfristiges Geld auf und gewähren langfristige Kredite. Wenn Unsicherheit und Panik entstehen, dann werden die kurzfristigen Kredite nicht verlängert.<sup>2</sup>

Die Schulden des (nicht-finanziellen) Unternehmenssektors stiegen nur mäßig. Die Industrie- und Handelsunternehmen konnten ihre Investitionen weitgehend aus dem Cash-Flow finanzieren. Auch die Schulden des Staates nahmen bis zur Finanzkrise nicht dramatisch zu. Die Staatsschuldenquote erreichte 2007 in den USA 67% des BIP. Erst infolge der Krise stiegen die Staatsschulden stark an.

**Tabelle 1: Schuldenstand in % des BIP**

<b>USA</b>	<b>1981</b>	<b>2008</b>
Unternehmen	53	76
Finanzinstitutionen	22	117
Private Haushalte	48	100
Privater Sektor	123	293
Staat	41	76
<b>Insgesamt</b>	<b>164</b>	<b>369</b>

Quellen: privater Sektor: Roubini (2010) 118f, Staat: IMF.

Der Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Schuldenstands<sup>3</sup> hat seit Reagans Deregulierungspolitik eine neue Dimension erreicht. Die Ersparnisse, die dieser Kreditausweitung zugrunde liegen, stammen jedoch weitgehend aus Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen.

Im Allgemeinen wirken sich Kredite positiv auf die Wirtschaftsentwicklung aus, und zwar dann, wenn sie gut abgesichert sind und die Schuldenquote unter einer kritischen Grenze bleibt.<sup>4</sup> Beides war in den USA nicht der Fall. Die Schuldenquote der Banken und Privathaushalte übertraf die magische 100%-Marke, und das Platzen der Immobilienpreisblase brachte die Kreditsicherheiten ins Wanken. Es kam zu Nachschussforderungen und Notverkäufen.

## 2.1 Sparneigung geht weltweit über Investitionschancen hinaus

Die Finanzkrise war im Kern die Folge einer langfristig überzogenen Akkumulation von Finanzvermögen,<sup>5</sup> die eine Überschuldung durch riskante Kredite nach sich zog. Die Banken versuchten, mit allen erdenklichen und dubiosen Finanzinnovationen potenzielle Kreditnehmer in der ganzen Welt für die überschüssigen Ersparnisse zu finden. In den USA wurden privaten Hauskäufern Kredite durch spezielle Konditionen förmlich aufgedrängt. Die Kumulierung von Finanzierungsüberschüssen über Jahrzehnte bildete somit das Ausgangsmaterial für die Finanzkrise.

Bereits im Jahr 1943 sah Keynes voraus, dass es in einigen Jahrzehnten eine Phase der wirtschaftlichen Entwicklung geben werde, in welcher die profitablen Investitionsprojekte nicht mehr an die hohen Ersparnisse der privaten Haushalte heranreichen würden.<sup>6</sup> Genau das konstatierte Bernanke, als er über eine weltweite Sparschwemme schrieb. Diese „*savings glut*“ ist heute auf Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen konzentriert (China, erdölproduzierende Länder, Deutschland).

Infolge der hohen Sparneigung in den Überschussländern und der relativ mäßigen Investitionsbereitschaft der Unternehmen in den Industrielän-

dern sinken die langfristigen Zinssätze seit den Achtzigerjahren nahezu dramatisch. Der langfristige Rückgang der Zinssätze hängt weniger mit der expansiven Geldpolitik der USA als vielmehr mit dem weltweiten Sparüberschuss zusammen. Wenn „überzogene Staatsausgaben“ im Vorfeld der Finanzkrise dominiert hätten, dann hätte dies einen Anstieg der Zinssätze zur Folge haben müssen.

Der Rückgang der Zinssätze verringerte zwar die Last der Kreditrückzahlungen beträchtlich. Der steigende Schuldenstand erhöhte jedoch die Unsicherheit bei konjunkturell anziehenden Zinssätzen enorm.

### **3. Zunehmende Ungleichheit der Einkommen fördert Finanzkrisen**

Die Einkommensungleichheit hat vor allem in den USA seit den Siebzigerjahren dramatisch zugenommen. Dazu trug die Explosion der Managergehälter und Bonuszahlungen entscheidend bei. Vorstandsdirektoren und Aufsichtsratspräsidenten schoben sich wechselseitig Millionen zu – ein Auswuchs des wirtschaftlichen Liberalismus seit der Reagan-Thatcher-Ära.

In den USA verfügte das oberste Prozent der Haushalte 1976 über 8,9% der Einkommen. Dieser Anteil stieg bis 2007 fast auf das Dreifache: 23,7%.<sup>7</sup> Diese Bezieher von Spitzeneinkommen suchen riskante Anlagen, weil sie die Gier treibt und sie das Geld nicht zum Leben brauchen. Für die mittleren und unteren Einkommen ist das Netto-Realeinkommen seit Jahrzehnten nicht mehr gestiegen. Sie versuchen, ihren Lebensstandard durch Kredite zu halten bzw. zu verbessern. Rajan wies darauf hin, dass vor der Großen Depression billige Kredite an Landwirte, die von sozialem Abstieg bedroht waren, eine ähnliche Rolle spielten. „*Excessive rural credits was one of the important causes of bank failures during the Great Depression.*“<sup>8</sup>

Die dramatische Zunahme der Einkommensunterschiede in den USA trug wesentlich zum rasanten Tempo des Schuldenaufbaus der privaten Haushalte und damit zum Ausbruch der Finanzkrise bei. Kumhof und Rancière konnten zeigen, dass nicht nur 1983-2008, sondern auch im Jahrzehnt vor der Großen Depression (1920-1929) die Einkommensungleichheit und Verschuldung der Privathaushalte stark angestiegen sind.<sup>9</sup>

In den zwei Jahrzehnten nach der Weltwirtschaftskrise kam es dann zu einer starken Verringerung der Spitzeneinkommen. Ein solcher Rückgang sollte auch jetzt wieder erreicht werden, um einen Neustart der Kredite zu ermöglichen.

Eine exzessive Haushaltsverschuldung kann durch Umverteilungspolitik zur Sicherung des Lebensunterhalts in unteren Einkommenskategorien sowie durch sozialen Wohnungsbau verhindert werden.