



VSA:

Joachim Bischoff

Tickende Zeitbombe Finanzmärkte

Bankenkrise, globale Kreditketten
und Alternativen im Post-Kapitalismus

Joachim Bischoff
Tickende Zeitbombe Finanzmärkte

Joachim Bischoff ist Ökonom und Mitherausgeber der Zeitschrift *Sozialismus*. Zum Thema dieses Buches erschienen von ihm zuletzt: »Donald Trump – ein Präsident mit Risiko« (Hamburg 2017); »Götterdämmerung des Kapitalismus?« (gemeinsam mit Klaus Steinitz, Hamburg 2016); »Finanzgetriebener Kapitalismus. Eine Flugschrift zur Einführung« (Hamburg 2014).

Weitere Publikationen der letzten Jahre: »Berliner Republik: eine Klassengesellschaft« (gemeinsam mit Bernhard Müller, Hamburg 2019); »Rechtspopulismus und Gewerkschaften« (gemeinsam mit Dieter Sauer, Ursula Stöger, Richard Detje und Bernhard Müller, Hamburg 2018); »Rechtspopulistische Zerstörung Europas?« (gemeinsam mit Klaus Busch und Hajo Funke, Hamburg 2018); »Die Anatomie und Zukunft der bürgerlichen Gesellschaft« (gemeinsam mit Stephan Krüger und Christoph Lieber, Hamburg 2018); »Vom Kapital lernen. Die Aktualität von Marx' Kritik der politischen Ökonomie« (gemeinsam mit Fritz Fiehler, Stephan Krüger und Christoph Lieber, Hamburg 2017).

Joachim Bischoff

Tickende Zeitbombe Finanzmärkte

**Bankenkrise, globale Kreditketten und
Alternativen im Post-Kapitalismus**

VSA: Verlag Hamburg

www.vsa-verlag.de

© VSA: Verlag 2019, St. Georgs Kirchhof 6, 20099 Hamburg
Alle Rechte vorbehalten
Titelfoto: Arbeiter reinigen das Gebäude von NASDAQ am Times Square in
New York City (Foto: dpa/picture alliance)
Druck- und Buchbindearbeiten: CPI books GmbH, Leck
ISBN 978-3-89965-845-3

Inhalt

Einleitung	7
Verkaufswelle an den Weltbörsen – ein Signal?	7
Periodenwechsel des Wirtschaftszyklus	10
Höhepunkt des langjährigen Wirtschaftszyklus überschritten ...	14
Rückschlag an den Börsen	17
Kapitel 1	
Die Börsenhausse vor dem Ende	21
Endloser Konjunkturaufschwung?	23
Konjunkturzyklus	27
Langjähriger Aufschwung	29
Aufschwung der Weltwirtschaft bis 2018 breit abgestützt	30
Europa	35
China	37
Ende des Aufwärtstrends?	40
Höheres Wirtschaftswachstum – Trumps Wahlversprechen	42
Investitionslücke seit der großen Krise	45
Kapitel 2	
Vor einem drohenden Finanzkollaps?	51
Rückblick auf die Lehman-Pleite	51
Ursachen und Funktion der Finanzmarktkrise	54
Zehn Jahre später	58
Rückkehr des Krisenszenarios	59
Was steht hinter der Nervosität?	60
Kapitel 3	
Das Dollar-Regime als Waffe	71
Umkämpftes Zahlungssystem	74

Kapitel 4

Vom Volcker-Schock zum großen Knall am Londoner Finanzplatz ... 81

Liberalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte	81
Startschuss zur Liberalisierung der Finanzmärkte	84
Globalisierung des Kapitals	88

Kapitel 5

Finanzmärkte heute 91

Finanzderivate	97
Entwicklungstendenzen	99
Freigehandelte Derivate	101
Exchange Traded Products (ETP)	102
Risikoreiche Anleihen	103
Heuschrecken	105

Kapitel 6

Historische Trendwende: Normalisierung des Zinsniveaus 109

Folgenschwere Geldpolitik	115
Trendwende	117
Mehr als konjunkturelle Anpassung	117
Gibt es zu dieser Gratwanderung eine Alternative?	119
Alternativen zur Sozialisierung der Verluste	119

Kapitel 7

Ausblick 123

Schulden ermöglichen wirtschaftliche Entwicklung	126
Verschuldung als Warnsignal	126
Systemrelevante Regulierungen	127
Verschuldete Staaten, aufgeblähte Zentralbanken	128
Überteuerte Unternehmensanleihen	128
Fehlallokationen	129
Was müsste also unternommen werden?	131

Literatur 133

Einleitung

Der langjährige Aufschwung der US-amerikanischen Wirtschaft schwächelt. Unter Ökonom*innen herrscht weitgehend Einigkeit, dass der wirtschaftliche Aufschwung nicht ewig andauern wird. Laut einer Studie der National Association for Business Economics (NABE) (Kearns 2018) gehen 10% der befragten Wirtschaftswissenschaftler*innen davon aus, dass es 2019 zu einer verschlechterten Wirtschaftslage in den USA kommen wird.¹ Zwei Drittel der befragten Ökonom*innen prognostizieren eine Rezession der US-Wirtschaft für 2020 – das Jahr, in dem Trumps erste Amtszeit enden wird. Immerhin ein Drittel der US-Wirtschaftsexpert*innen, die im Rahmen der Studie um ihre Einschätzung gebeten wurden, erwartet einen wirtschaftlichen Abschwung erst für 2021 oder später. Während der US-Präsident und seine Befürworter*innen sich in ihrem wirtschafts- und arbeitsmarktpolitischen Kurs bestätigt fühlen, verweisen Kritiker*innen darauf, dass die amerikanische Wirtschaft schon vor der Ära Trump über mehrere Jahre hinweg Wachstum verzeichnen konnte.

Verkaufswelle an den Weltbörsen – ein Signal?

Der Konjunkturoptimismus war zu Beginn des Jahres 2018 kaum zu toppen. Die Akkumulation der Realökonomie bewegte sich seit Jahren aufwärts. Und: Jahrelang sind auch die Kurse an den Wertpapierbörsen nur gestiegen. Ende 2018 hat sich die Stimmung gedreht. Vor zehn Jahren taumelten die kapitalistischen Hauptländer in die größte Finanz- und Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit. Mit dem Kollaps des US-Subprime-Hypothekenmarkts standen viele internationale Großbanken am Rande der Pleite. Die zentralen Notenbanken stellten in großem Stil Liquidität bereit, um eine Systemkrise abzuwenden. Trotz staatlichen Rettungsschirmen und schärferen Re-

¹ Gleichwohl ist festzuhalten, dass die US-Ökonomie auch im 21. Jahrhundert der Rhythmus bestimmende Faktor der Globalökonomie bleibt.

geln im Bankensektor stellt sich nach zehn Jahren erneut die Frage: Wird es wieder zu einer ähnlichen Krise kommen?

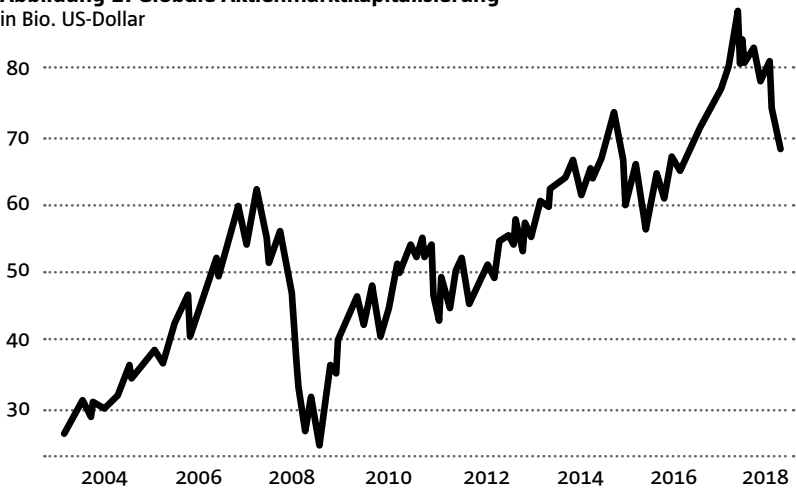
Nach einem langen Aufschwung sind die Vermögenspreise (Aktien, Bonds) erstmals wieder eingebrochen. Das globale Finanzsystem ist trotz Reformen immer noch fragil, da das Verschuldungsniveau von Staaten und Unternehmen heute deutlich höher ist. Über die Regulierungsbemühungen sagt die Wirtschaftswissenschaftlerin Anat Admati: »Es wird weitergewurstelt, jeden Tag kann es etwas besser werden oder etwas schlechter. Solange nichts schiefgeht und keine Bank implodiert, ist die Öffentlichkeit nicht beunruhigt. Ich sehe aber viele Institute, die unter normalen Bedingungen nicht existieren würden. ... Selbst die Zentralbanken können die Risiken von Bank-Derivaten nicht erfassen, die mittlerweile ein Volumen von 661.000 Mrd. \$ umfassen.« (Admati 2017) Allein der Derivative Sektor (siehe dazu im Detail S. 97ff.) beträgt aktuell 532 Bio. US-Dollar (vgl. auch Admati/Hellwig 2013).

Das Weltfinanzsystem, wir wissen es spätestens seit der Krise von 2007/08, steht auf unsicherem Grund. Schwindet das Vertrauen, sackt es in sich zusammen. Und doch ist es den maßgeblichen Finanzakteuren noch nach jedem Crash gelungen, die Zuversicht wiederherzustellen.

Im September 2008 löste die Insolvenz der viertgrößten Investmentbank der Welt, Lehman Brothers, eine Vertrauenskrise zunächst in den USA aus. Der größte Bankrott der US-Geschichte war ein Schock für die Wirtschaft und führte nachfolgend zu einer globalen Bankenkrise. Als die Aktienmärkte eröffneten, waren Finanzinstitute in Sippenhaft und verloren Milliarden an Kapitalisierung. Rasch standen weitere Gesellschaften vor dem Bankrott. An erster Stelle betraf dies den weltgrößten Versicherer American International Group. Die amerikanische Regierung musste aktiv werden, da ein System-Crash drohte. Am 16. September 2008 schnürte das US-Schatzamt ein Rettungspaket über 85 Mrd. US-Dollar, das in den nächsten Wochen auf 180 Mrd. US-Dollar wachsen sollte.

Der Flächenbrand im Weltfinanzsystem konnte gestoppt werden. Der Schreck führte die politischen Entscheider*innen zu der Botschaft: Nie wieder sollen die Steuerzahler*innen für den Schaden aufkommen, wenn eine Großbank kollabiert. Unter diesem Vor-

Abbildung 1: Globale Aktienmarktkapitalisierung
in Bio. US-Dollar

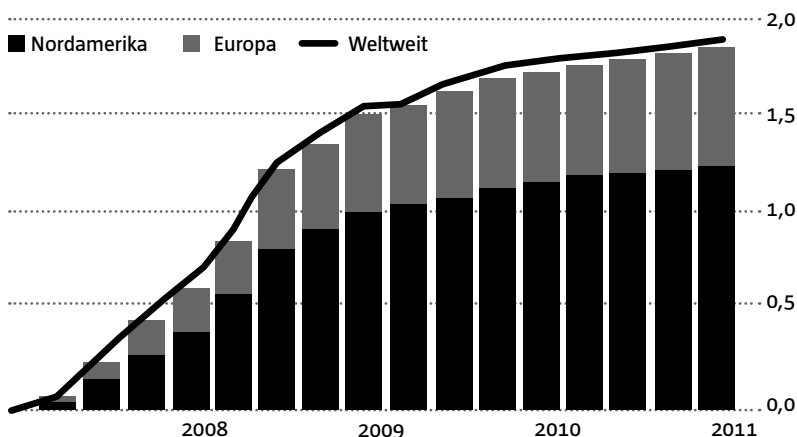


Quelle: Bloomberg, »Finanz und Wirtschaft«

satz sollten die Regeln für Unternehmen und Banken sowie die Finanzaufsicht nach der Krise grundlegend reformiert werden. Ein Jahrzehnt später fällt das Ergebnis ernüchternd aus. »Das System ist heute nicht viel sicherer«, sagt Anat Admati (2018). Die weltweit anerkannte Topexpertin zur Bankenregulierung kritisiert, dass systemrelevante Finanzinstitute noch immer ungenügend gegen Marktverwerfungen gewappnet sind und eine Gefahr für die Wirtschaft bleiben.

Die aktuelle Abschwächung der Akkumulationsdynamik in der Globalökonomie (siehe auch Pettifor 2018) und die massiven Wertberichtigungen an den internationalen Börsen haben die bis dahin zuversichtlichen Investoren beinahe weltweit überrascht: Der größte Kurseinbruch seit der Finanzkrise holt die Akteure auf eine unsichere Basis zurück. Die Kette von Börsenkorrekturen seit der Finanzkrise zwingt zu einer nüchternen Betrachtung des kapitalistischen Akkumulationsprozesses. Die globale Aktienmarktkapitalisierung lag zum Jahresanfang 2018 bei 81,25 Bio. US-Dollar – aktuell sind es noch 69,5 Bio. US-Dollar oder 11,75 Bio. US-Dollar weniger (siehe Abb. 1).

Abbildung 2: Rasche Anhäufung krisenbedingter Verluste
in Bio. US-Dollar



Quelle: BIS-Wirtschaftsbericht 2018: 54. Kumulierte Verluste und Abschreibungen der Banken vom 2. Quartal 2007 bis zum 2. Quartal 2011 (Datenreihe endet im 2. Quartal 2011).

Periodenwechsel des Wirtschaftszyklus

Die 2019 auslaufende wirtschaftliche Expansionsphase war eine der längsten in der US-Geschichte und, wegen der Lokomotivfunktion der US-Ökonomie, auch für die Weltwirtschaft. Ausgehend von einer wirtschaftlichen Erholung von der schwersten Finanz- und Wirtschaftskrise der Weltgeschichte, noch gravierender als die Weltwirtschaftskrise ab 1929, sahen wir ein synchronisiertes globales Wachstum. Erneut erwies sich die US-Ökonomie als Motor des langen Aufschwungs der Globalökonomie.

In der Finanzkrise 2008 haben die Zentralbanken der entwickelten kapitalistischen Länder Billionen von US-Dollar in die Wirtschaften der entwickelten Volkswirtschaften gepumpt, um einen System-Crash zu verhindern. Der damalige Vorsitzende der US-Notenbank, Ben Bernanke, fasst im Januar 2009 zusammen: »Obgleich das Debakel auf dem Subprime-Markt die Krise auslöste, waren die Entwicklungen auf dem US-amerikanischen Markt für Hypothekenkredite nur ein Aspekt eines sehr viel größeren und sehr viel umfassenderen Kreditbooms. Elemente des umfassenderen Kredit-Booms waren

- die Erosion von Haftungsstandards ...,
- Investoren und Ratingagenturen haben die Übersicht verloren,
- wachsende Abhängigkeit von komplexen und undurchsichtigen Kreditinstrumenten.« (Bernanke 2009)

Als die Kapitalströme versiegten, verwandelte sich die Krise bald in eine erdrückende Rezession der Realwirtschaft. Der »Große Handelseinbruch« des Jahres 2008 war der stärkste synchrone Rückgang des internationalen Handels, der je verzeichnet worden ist. Innerhalb von nur neun Monaten sanken die weltweiten Exporte vom Vorkrisen-Höchststand Mitte 2007 bis zum April 2008 um 22%.²

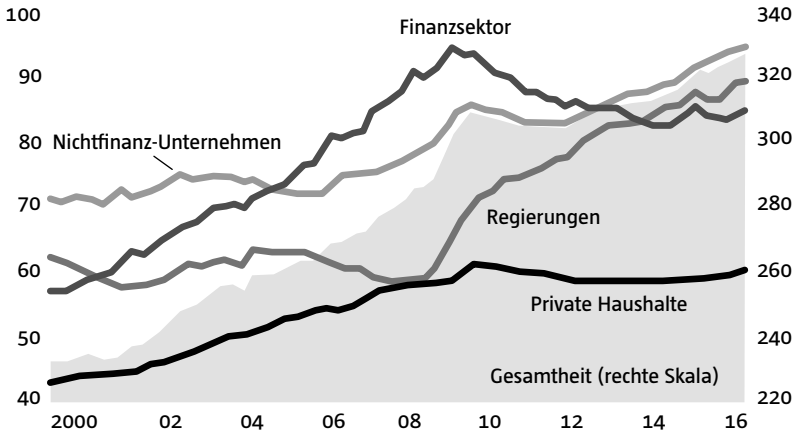
Die Weltwirtschaft benötigte nach Überwindung der großen Kapitalvernichtung³ seit Längerem keine zusätzlichen Wachstumsimpulse mehr. Die akkumulierten Verluste beliefen sich laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bis zur Einstellung der Verlufterfassung 2011 auf zwei Bio. US-Dollar (siehe Abb. 2).

Als die US-Immobilienblase 2007/08 platzte, löste dies eine Finanzkrise und eine Rezession aus, wie wir sie seit den 1930er Jahren nicht mehr erlebt haben. Beim Löschen des Flächenbrandes im Weltfinanzsystem gab es eine ernste Komplikation: Die Zinsen waren bereits so niedrig, dass die Fed (die führende US-Notenbank) kaum noch Spielraum hatte, die Geldpolitik mit traditionellen Mitteln zu lockern. Also musste sie ein neues Mittel erfinden: Liquiditätsspritzen aus ihrer eigenen Bilanz, die über noch nie dagewesene Wertpapierkäufe verabreicht wurden (lockere Geldpolitik). Statt über Zinssenkungen die Finanzierungsbedingungen zu verbessern, wird die Geldmenge direkt ausgeweitet, indem Wertschriften oder Devisen angekauft werden, ohne parallel dazu eine Restriktion in der Geldmenge durchzuführen. Im schlimmsten Fall erwerben No-

² Vgl. Tooze 2018b; Bischoff 2018c.

³ Geschätzter Abschreibungsbedarf für Finanzinstitute 2008: 2.800 Mrd. US-Dollar; Reduktion des Börsenwertes: 5.500 Mrd. US-Dollar; weltweite Wertverluste bei Wertpapieren: über 50 Bio. US-Dollar; Rückgang des Kreditvolumens um 2.000 Mrd. US-Dollar. Toxische Papiere Januar 2009: Großbritannien: ca. 400 Mrd. Pfund; Deutschland: 300 Mrd. Euro (davon ca. 75 Mrd. Euro abgeschrieben). Risikopapiere: ca. eine Bio. Euro. Die Banksysteme waren faktisch insolvent. In den USA wurden insgesamt 8,4 Bio. US-Dollar an staatlichen Kapitaleinschüssen und Garantien bereitgestellt.

Abbildung 3: Schulden weltweit – in Industriestaaten und Schwellenländern
in % des BIP



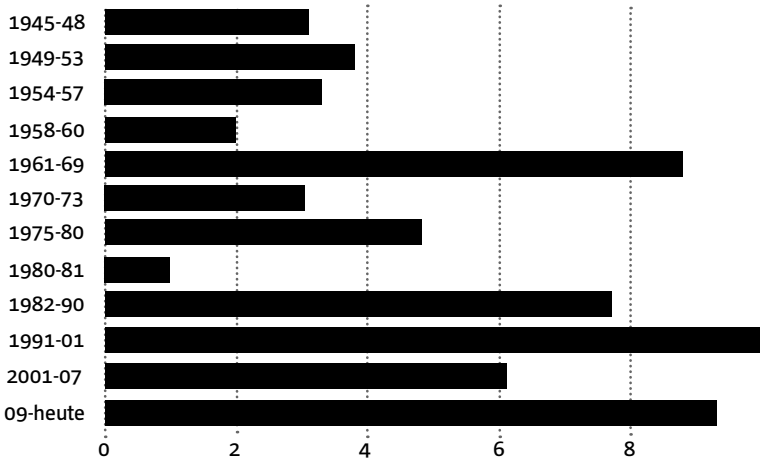
Quelle: Institute for International Finance Debt Monitor

tenbanken direkt die Schuldbriefe der Regierung und fördern damit eine expansive Schuldenpolitik des Staates.

Die Politik des billigen Geldes, d.h. der vergünstigten Kredite, wurde aber erst ab 2015 langsam zurückgenommen. Dieses Experiment, das als quantitative Lockerung (QE) bekannt ist, war erfolgreich. Aber die Notenbanken erwarteten, dass die Maßnahmen, die den leidenden Märkten auf die Sprünge halfen, auch zu einer nennenswerten Erholung der Realwirtschaft führen würden. Die Fed (nachfolgend auch die EZB) erhöhte den Einsatz mit zusätzlichen Runden quantitativer Lockerung – QE2 und QE3 – immer weiter, aber das reale BIP-Wachstum blieb von 2010 bis 2017 auf etwa 2% stecken – der Hälfte des Normalwerts früherer Erholungen. Ebenso wie nach dem Platzen der Wertpapierblase von 2000 blieb die Geldpolitik bis weit in die wirtschaftliche Erholungsphase hinein locker. Die US-Notenbank kehrte erst ab 2015 sehr langsam in Richtung Normalität zurück. So wurden die Märkte länger mit erleichterten Kreditbedingungen ausgestattet.

Mit dem Crash Ende 2018 wurde nicht nur die lange Aufwärtsbewegung der Akkumulation beendet, sondern letztlich die Krise des Jahres 2008 aktualisiert, die durch die Maßnahmen der Noten-

Abbildung 4: Wirtschaftliche Expansionsphasen seit 1945 in Jahren



Quelle: Wall Street Journal, Commerce Department

banken, vor allem der Fed, in Verbindung mit politischen Kriseninterventionen nur unterbrochen worden ist. In den vergangenen zehn Jahren sind etliche Regulierungen der Finanzsektoren auf den Weg gebracht worden, allerdings haben die Verbindlichkeiten auf hohem Niveau weiter zugenommen (siehe Abb. 3), und die ökonomischen Verhältnisse sind durch die monetären Eingriffe letztlich stärker verzerrt worden.

Nun, da die Vermögenspreisblasen erneut platzen, wird das System einer weiteren harten Belastungsprobe unterzogen. Wir sehen eine potenzierte Komplikation: eigentlich haben die führenden Notenbanken (bis auf die Bank of Japan) eine schrittweise Rückführung der lockeren Geld- und Kreditpolitik eröffnet. Jetzt signalisieren aber die nationalen Akkumulationsprozesse und die gravierenden Rückschläge an den Wertpapierbörsen ein Auslaufen des langjährigen Wirtschaftszyklus (siehe Abb. 4). Eigentlich wären jetzt stützende Maßnahmen der Notenbanken – Senkung der Leitzinsen und Erleichterung der Kreditbedingungen – angesagt. Wenn sich die Notenbanken vom »Normalisierungsprozess« zurückziehen, werden wir den umgekehrten Effekt erleben – eine Verstärkung der Unsicherheit: Die Finanzmärkte, d.h die Investoren, müssen sich auf eine

höhere Volatilität und auf Kursrückschläge einstellen. Insbesondere Schuldner, die sich in US-Dollars finanzieren, sind gefährdet.

Die amerikanische Zentralbank wird ihren Kurswechsel in der Zinspolitik wohl mindestens verlangsamen; sie hat in Aussicht gestellt, im Laufe des Jahres 2019 den Leitzins weiter anzuheben. Sollte sie dazu im Verbund mit dem bereits erhöhten Zinssatz auch die Verringerung ihres Wertpapierbestandes aussetzen oder gar wiederum Wertpapiere in größerem Umfang kaufen, würde dies wahrscheinlich eine Abwärtsbewegung des US-Dollar bewirken. Letztlich könnten die politischen Eliten im Übergang zu einem neuen Akkumulationszyklus mit einer Dollar- sowie einer Staatsschulden- und Bankenkrise konfrontiert werden.

Höhepunkt des langjährigen Wirtschaftszyklus überschritten

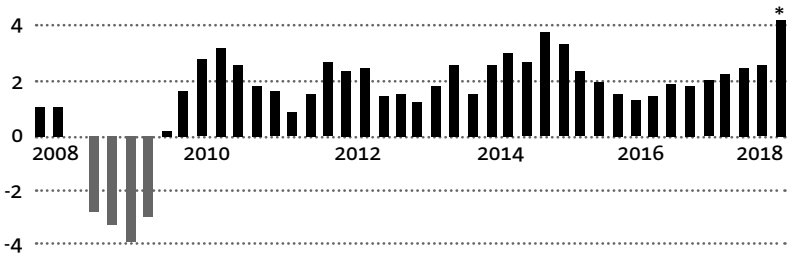
Seit der zweiten Hälfte 2018 läuft der Motor der Weltwirtschaft nicht mehr rund. Das Wachstum ist also global weniger synchron. In den USA lässt die Dynamik nach. Das milliardenschwere Ausgabenprogramm (Militär und innere Sicherheit) sowie die große Steuerentlastung treiben noch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Auch in China unterstützen die staatlichen Ausgabenprogramme das Wachstum einer schwächelnden Ökonomie. Dagegen schwächelt das Wachstum in der Eurozone, in Japan und in Großbritannien stärker.

Während es einigen Ländern gut geht, zeigen etwa die Schwellenmärkte deutliche Abschwächungssymptome. Außerdem wachsen die Risiken eines Umschlages durch die Gefahr eines Handelskriegs. Die Spannungen zwischen den USA und China nicht nur beim Handel, sondern auch in Bezug auf den Technologietransfer und die ausländischen Direktinvestitionen werden eskalieren. Die Risikofaktoren eines Abbruches der Aufwärtsbewegung waren seit Langem bekannt: Die üblichen Verdächtigen – höhere Zinsen, überzogene Gewinnerwartungen und Vermögensbewertungen, Handelskrieg und geopolitische Spannungen – waren alle schon länger bekannt.

Fast unaufhörlich sind die Börsenkurse gestiegen, und die Anleger konnten jedes Jahr satte Zuwächse verbuchen. Ende 2018 hat eine längst erwartete Korrektur die Bilanzen verhägelt.

Abbildung 5: Stärkstes Wachstum seit der Finanzkrise

US-Wirtschaftswachstum seit 2008 (je Quartal). Reales Wachstum des BIP in %



* Provisorische Schätzung. Quelle: Fed, der Standard

Trump hatte den langanhaltenden Boom und die bisherige Hausse seiner Wirtschaftspolitik (siehe Abb. 5) zugeschrieben. Jetzt ist er dabei, einen Sündenbock zu attackieren: Immer wieder griff der amerikanische Präsident den Fed-Chef Jerome Powell scharf an. Während Obama in seiner Amtszeit von sinkenden Zinsen profitiert habe, habe die Fed in seiner – also Trumps – Amtszeit den Zinssatz immer nur erhöht. Er bezeichnete die Zentralbank als die größte Gefahr für den Konjunkturaufschwung.

Die Fed hat seit Ende 2015 ihren Leitzins mehrfach in kleinen Schritten auf 2,25 bis 2,5% angehoben. Das ist im historischen Vergleich ein eher langsames Straffungstempo. Trump hat weder einen Blick für die Risiken der Niedrigzinspolitik noch für andere Schattenseiten des langjährigen Aufschwunges. Er klagt: »Ich bin sehr unglücklich mit der Fed, weil Obama Nullzinsen hatte.« Für ihn »ist die Fed das größte Risiko, weil ich meine, dass die Zinsen zu schnell angehoben werden«. Eigentlich habe er gedacht, Powell sei ein »Niedrigzinstyp«. Jetzt stelle sich heraus, dass das nicht der Fall sei.

Trumps oberflächliche Polemik gegen die US-Notenbank entlarvt eine naive Sichtweise auf die Ökonomie. Faktisch sind die Wirtschaft sowie die Börse und andere Vermögensgütermärkte in den vergangenen Jahren durch eine aktive Politik der Notenbanken und deren geld- und fiskalpolitische Maßnahmen sowie durch die implizite Erwartung »gepusht« worden, Notenbank und Regierung würden wie in der Großen Finanz- und Wirtschaftskrise stabilisierend eingreifen, sobald die Akkumulationsbewegung ins Trudeln gerät.

Die Problemlage ist eindeutig: Wir hatten den längsten »Bullenmarkt« der Geschichte. Wir haben niedrige Zinsen gehabt. Wir hatten reichlich Geld. Das wird jetzt schrittweise wieder zurückgenommen. Im Rahmen der Korrekturen wäre ein Umschlag in eine Rezession, also einen mehr oder minder heftigen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, nicht ungewöhnlich.

Es gibt Indizien dafür, dass der laufende Akkumulationszyklus und der boomende Kreditzyklus mit seinen Vermögensgewinnen durch eine übliche kapitalistische – mehr oder minder schwere – Krise beendet werden. Solche Krisen beginnen häufig in den »Emerging Markets«, den aufstrebenden Märkten. Grund ist deren hohe Dollarverschuldung, die durch die von den USA eingeleitete Zinsbewegung und den Abzug des in den Schwellenländern angelegten Kapitals eingeleitet wird. Im Prinzip ist der Cocktail für eine Krise angerichtet und die Handelskonflikte, der Vollzug des Brexits sowie die Auseinandersetzung um die Überschuldung Italiens sind weitere Zutaten. Unternehmen, Investoren, Aktionäre und Politiker*innen sollten sich auf unruhige Zeiten einrichten. Denn die Zeichen stehen auf Sturm.

Präsident Trump hat von seinem Vorgänger Obama eine Ökonomie übernommen, die eine der heftigsten Krisen überstanden hatte. Sehr viel Weitsicht hat die Administration 2017 nicht demonstriert. Trotz gutlaufender Konjunktur und einer massiven Schuldenlast der öffentlichen Haushalte senkte Trump die Steuern und setzte neue öffentliche Ausgabenprogramme durch eine Ausweitung der Schulden durch. Zugleich kämpft er gegen eine Normalisierung der Notenbankpolitik.

Die Notenbank der USA musste die Zinsschraube anziehen sowie die aufgeblähte Bilanz abbauen, auch wenn dabei unvermeidlich die Renditen am Obligationenmarkt steigen. Genau dieser Politikwechsel hat in der Vergangenheit zu starken Kursrückschlägen an den Wertpapierbörsen geführt. Die Anleger wollen meist nicht daran glauben, bis es zu spät ist.

»Trumponomics« – das ist eine Mischung aus Steuersenkungen, Deregulierung und Protektionismus (vgl. dazu Bischoff 2017b). Dass sie ähnlich wie die »Reaganomics« zum Symbol für ein neues Wirtschaftswunder in den USA werden, ist fraglich. Der Wachstums-

schub ist eher ein Strohfeuer, ausgelöst von Trumps massiven Steuerenkungen.

Rückschlag an den Börsen

Die Wall Street rauschte im Dezember 2018 in die Tiefe. Wenig überraschend kam es danach zu einer Erholung der Kurse. Diese Erholung sagt nicht sonderlich viel aus, und insofern sollten die kurzzeitigen Kursavancen nicht überbewertet werden. Die von Trump ausgehende Instabilität im geopolitischen und wirtschaftspolitischen Bereich wird immer größer, und die fundamentalen Aussichten trüben sich ein. Viele Wertpapiere sehen im Moment zwar günstig aus. Das kann sich aber schnell ändern, sobald die Anzahl der Insolvenzen zunimmt und selbst solide Firmen beginnen, ihre Gewinnprognosen zu senken. Die Gesamtbewertung bleibt negativ: Die Wertpapierbörsen realisieren einen deutlichen Rückschlag seit Beginn der Aufwärtsbewegung nach den Krisenjahren 2007/08.

Es gibt einige Gründe für die negative Stimmung unter den Finanzmarktakteuren auf dem Handlungsparkett zum Jahresende 2018:

- Zwar erwarten die meisten Forschungsinstitute und Ökonom*innen einen spürbaren Rückgang der globalen Wirtschaftskonjunktur, sie prognostizieren allerdings keine rezessive Entwicklung. Das Weltwirtschaftswachstum liegt immer noch bei über 3%. Allerdings sei der obere Scheitelpunkt der Konjunktur überschritten, bestätigt auch der Präsident des Bundesverbandes Großhandel, Außenhandel, Dienstleistungen (BGA), Holger Bingmann. Die Branche rechnet für 2019 nahezu mit Stagnation. Die Großhändler bewerteten ihre Aussichten in der jüngsten Unternehmerumfrage zurückhaltender als noch im Sommer. »Dabei spielen auch die zahlreichen internationalen Unsicherheiten eine gewichtige Rolle ... Viele Unternehmen halten sich daher mit Investitionen in Kapazitätsausweitungen zurück und investieren nur in die Modernisierung ihrer Unternehmen.«
- Bei den Handels- und Zollkonflikten, die von der US-Administration ausgelöst worden sind, gibt es überwiegend Meldungen über weitere Verhandlungen. Gleichwohl werden Signale vom Weißen

Haus (Umbau der Regierung, Rückzug der US-Truppen aus Syrien und Afghanistan) als Fortführung der Konfliktstrategie gegenüber der bisherigen Weltordnung gedeutet.

- Donald Trump erzeugt den Eindruck einer wahren Kernschmelze im politischen Machtzentrum. So ordnete der Präsident gegen Jahresende 2018 den Abtritt von Pentagon-Chef James Mattis – erobert wegen dessen Protest-Rücktrittsschreiben – für den 1.1.2019 an, zwei Monate vor dem geplanten Abgang. Trump bekräftigte auch den Abzug der US-Truppen aus Syrien, eine auch von seiner eigenen Partei heftig kritisierte einsame Entscheidung.

Auslöser des verstärkten Abwärtstrends an der Wall Street war die Zuspitzung des Konfliktes zwischen der US-Administration und der amerikanischen Notenbank. Angesichts der boomenden Wirtschaft und Tiefstwerte bei der registrierten Arbeitslosigkeit hat die Fed in diesem Jahr die Zinsen vier Mal erhöht, um die Inflation in Schach zu halten und die Dynamik der Kapitalakkumulation durch Verteuerung der Kredite zu steuern. Im Dezember 2018 wurden die Leitzinsen – trotz erklärtem Missfallen des US-Präsidenten – auf eine Spanne von 2,25 bis 2,5% angehoben. Damit will die Fed ihrem Mandat nachkommen, Vollbeschäftigung und stabile Preise zu befördern.

Attacken auf die Notenbank sind für einen US-Präsidenten normalerweise tabu, nicht jedoch für den derzeitigen Amtsinhaber: Die Fed sei das einzige Problem der Wirtschaft. Laut Medienberichten soll Trump auch erwogen haben, den Fed-Präsidenten, Jerome Powell, zu entlassen. Über Twitter ließ US-Finanzminister Steven Mnuchin zwar ausrichten, Trump hege keine solchen Pläne und er gehe auch nicht davon aus, das Recht für eine Entlassung Powells zu haben. Dennoch ist der letzte Akt im Drama zwischen Trump und der Fed wohl noch nicht gespielt, wie ein weiterer Tweet des Präsidenten am 24. Dezember 2018 belegt. So lästerte er: »Die Fed ist wie ein mächtiger Golfer, der nicht einlochen kann, weil er kein Gefühl hat. Er kann nicht putten!« Trump fürchtet, dass die Notenbank mit ihrem Vorgehen den Aufschwung der US-Wirtschaft abwürgen könnte. Steven Mnuchin hatte zuvor versucht, die Märkte zu beruhigen, was zu einem kolossalen Eigentor führte. Er telefonierte mit den CEOs der größten Banken und versicherte danach die »hohe Stabilität« der US-Finanzsysteme. Abzusehen war, dass

dieser Beruhigungsversuch für noch mehr Unsicherheit unter Börsianern sorgen würde. Die Chefs der sechs größten US-Banken hätten ihm allesamt bestätigt, dass sie reichlich Liquidität für sämtliche Marktoperationen zur Verfügung hätten. Die Banken hätten keinerlei Probleme und die Märkte funktionierten weiterhin normal, hieß es weiter im Communiqué des Finanzministeriums, das Mnuchin auf Twitter versandte. Mnuchin und die Arbeitsgruppe des Präsidenten für Finanzmärkte – so die Ankündigung – würden zusammenkommen, um über »Koordinationsmaßnahmen zur Sicherung normaler Marktoperationen« zu diskutieren.

Befremdlich daran: Die Nachfragen bei der Bank of America, Citi, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley und Wells Fargo kommen in den Augen von Investoren aus heiterem Himmel. Zwar hatten die Aktienmärkte zuvor deutliche Verluste verzeichnet, doch Sorgen um die Liquidität der Banken standen vor Mnuchins Tweet nicht im Vordergrund. Die Intervention Mnuchins war vermutlich kein positives Zeichen, weil es offenbar Sorgen gebe, die über Verluste aufgrund von Repositionierungen am Markt zum Jahresende hinausgingen, zitiert die Nachrichtenagentur Bloomberg einen Asset-Manager. Auch nach den Verlusten der vergangenen Wochen hätten Marktteilnehmer nicht an Liquiditätsengpässe bei Banken gedacht, Mnuchin jedoch habe diese Sorgen nun aufs Tapet gebracht.

Als ein wichtiger Faktor für die erneuten Verluste ist die letzte Zinserhöhung der US-Notenbank Federal Reserve und deren politische Verarbeitung im US-Kabinett anzusehen. Derzeit könne man den Eindruck bekommen, dass es in den nächsten sechs bis zwölf Monaten zu einer globalen Rezession kommen müsse, kommentierten Investoren die Entwicklung. Für die verschiedenen Unsicherheitsfaktoren sei ein Abschlag eingepreist worden. Sollten sich die Rezessionsängste nicht bewahrheiten, könnte es laut der Bank in den nächsten Wochen zu einer deutlichen Kurserholung kommen.

Die Notenbank und ihr Vorsitzender Powell haben sich durch die politischen Attacken des Präsidenten nicht von ihrer Analyse und den Steuerungszielen abbringen lassen. Abwägend beschrieb Powell auch die Konjunkturprognose für 2019. Amerika werde für 2018 zwar das kräftigste Wachstum seit dem Ende der Rezession ausweisen. »Uns ist aber bewusst, dass die Wirtschaft im nächsten

Jahr möglicherweise nicht so wohlwollend zu unserer Prognose ist wie in diesem Jahr«, räumte er ein.

Keine Überraschung gibt es, was das aktuelle Zinsniveau betrifft. Diesen Entscheid haben die zehn stimmberechtigten Mitglieder im Fed-Gremium einhellig beschlossen. Es ist inzwischen die neunte Straffung, seit der Zinszyklus im Dezember 2015 begonnen hat. Anders als bei den Zinsen zeigt Powell beim Abbau der Bilanz wenig Kompromissbereitschaft. »Ich erwarte nicht, dass wir daran etwas ändern werden«, bekräftigte der Fed-Chef. Die US-Notenbank hat im Oktober 2017 mit dem Verkauf der Wertschriften in ihrem Portfolio begonnen und schrumpft es gegenwärtig bis zu 50 Mrd. US-Dollar pro Monat. Inzwischen hat sie die Bilanz dadurch um 400 auf 4.100 Mrd. US-Dollar gekürzt.

Die strengere Geldpolitik in den USA wird an den Finanzmärkten als einer der Hauptgründe für die Kursverwerfungen erachtet. Der Aktienindex S&P 500 hat seit dem Rekordhoch von Ende September vergangenen Jahres mehr als 13% an Wert verloren. Deutlich zurückgekommen sind auch die Renditen an den Bondmärkten. Zehnjährige US-Staatsanleihen notierten Mitte Dezember 2018 auf 2,81%, nachdem es Anfang November über 3,2% waren. Der Dollar gewann im Zuge des Zinsentscheids Auftrieb. Die Notenbank erwartet, dass die US-Wirtschaftsleistung 2019 um 2,3% expandieren wird. Im Herbst hatte sie mit 2,5% gerechnet. Auch die Prognose zur Kerninflation ist leicht gesunken, von 2,1% auf 2%. Unverändert bleibt die Einschätzung zum Jobmarkt. Dort erwartet die Fed, dass die Arbeitslosenquote von aktuell 3,7% bis Ende 2019 auf 3,5% sinkt.