



Dr. Norbert Wagner ist Leiter der Außenstelle der Konrad-Adenauer-Stiftung in Washington.

DIE INTERNATIONALE FINANZKRISE UND DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA

Norbert Wagner

Die internationale Finanzkrise hat im Wesentlichen in den USA ihren Ausgang genommen und sich von dort auf die Finanzmärkte anderer Länder ausgeweitet. Als Ursache der Krise wird vielfach auf zu laxe Regulierung der Finanzmärkte verwiesen. Bei genauerer Betrachtung der Krise zeigt sich, dass mangelnde Regulierung nur einer von mehreren Ursprüngen war. Massive Interventionen von Seiten der Politik und eine verfehlte Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank haben die gegenwärtige Krise erst möglich gemacht.



Washington Post, 21. Oktober 2008

FANNIE MAE UND FREDDIE MAC

Privates Wohneigentum gehört zu den Kernelementen des *American dream*. In den neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts konnten sich mehr als 60 Prozent der Familien in den USA diesen Traum leisten. Ziel der Politik in den USA war und ist es, diesen Prozentsatz zu erhöhen. Dabei lagen der US-Politik besonders Minderheiten und soziale Randgruppen am Herzen.

Auch heute noch (20. Oktober 2008) findet sich auf der Internetseite des Weißen Hauses das „Homeownership Policy Book“ vom Juni 2001.

Kapitel 1 ist überschrieben mit „Expanding the dream: Innovative financing measures to promote homeownership“ und zählt verschiedene Instrumente auf, wie Familien geholfen werden kann, die sich ein Haus oder eine Wohnung eigentlich nicht leisten können, den Traum dennoch zu verwirklichen.

Kapitel 2 trägt die Überschrift „Mobilizing the Private Sector: America’s Homeownership Challenge“, gefolgt von den wichtigsten Zielen:

- Establish a national goal of at least 5.5 million new minority homeowners before the end of the decade.
- Challenge the private sector real estate and mortgage finance industries to dramatically increase their efforts to reduce the barriers to homeownership faced by minority families and to work with the nonprofit sector in a concerted effort to achieve this goal through national and local partnerships.
- Convene a White House Conference on Increasing Minority Homeownership, to highlight the homeownership barriers faced by minorities and develop proposed solutions.

Dies ist nur ein Beispiel für staatliche Intervention zur Förderung von Wohneigentum.

Die wesentlichen Akteure zur staatlichen Förderung des Haus- bzw. Wohnungsbesitzes in den USA waren die beiden privat organisierten, aber staatlich gestützten (Government Sponsored Enterprises, GSE) Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac. Beide Banken sind im Hypotheken-Sekundärmarkt aktiv und besichern Hypotheken, die sie von priva-

Auslöser der globalen Finanzkrise war eine Blase auf dem Immobilienmarkt der USA, wo privates Wohneigentum zum Kern des *American dream* gehört und wo der Staat offen in die Wirtschaft eingreift, um eben diesen Traum für Millionen wahr werden zu lassen. Im Zentrum des Geschehens stehen die von Washington gestützten Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac, deren Kreditvergabesteigerung Risiken generierte, die niemanden zu interessieren schienen. Manipulierte Buchführungen, Korruption und ein unverantwortliches Verhalten vieler Akteure blieben in Zeiten hoher Immobilienpreise und niedriger Zinsen lange folgenlos. Doch mit dem Fall der Preise kam die Katastrophe. An mangelhafter Regulierung krankt auch der Derivatemarkt. Richten solls nun das Bailout-Programm der Regierung, ein bereits beim Start verunglücktes Projekt, dem die US-Bürger vor allem eines zutrauen – ein „Rausbauen“ der verantwortlichen Wall Street-Akteure und Banken-CEOs.

ten Banken aufkaufen. Diese Hypotheken bündeln sie zu Wertpapieren (securities), welche sie an interessierte Investoren weiterreichen. Einen Teil der Securities halten sie auch selbst. So gewährleisteten sie die Liquidität im Hypotheken-Primärmarkt. Auf diese Weise führen beide Banken etwa 50 Prozent der gesamten in den USA vergebenen Hypotheken in ihren Büchern.

Erklärte Aufgabe der beiden Banken seit ihrer Gründung (1968 und 1970) war die Förderung von Wohneigentum. Immer wieder kam es zu Interventionen seitens der Politik, diese Ziele aggressiver zu verfolgen. Die Clinton-Administration übte (1999) Druck aus, Anforderungen an die Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer zu lockern, um mehr Kredite vergeben zu können. Im Jahr 2004 wurden die Regeln geändert, so dass auch riskantere Hypothekarkredite wieder möglich wurden.

Frühe Warnrufe wurden ignoriert: Die *New York Times* schrieb bereits am 30.9.1999, „Fannie Mae is taking on significantly more risk, which may not pose any difficulties during flush economic times. But the government-subsidized corporation may run into trouble in an economic downturn, prompting a government rescue similar to that of the savings and loan industry in the 1980's.“ Und am 7.8.2003 warnte die *New York Times* erneut: „Fannie Mae's risk is much larger than is commonly held.“

Korruption spielte ebenfalls eine große Rolle. Im Jahr 2004 wurde die Rechnungslegung von Fannie Mae untersucht. Der Bericht stellte fest, dass die Quartalsberichte während der vorangegangenen fünf Jahre Unregelmäßigkeiten in Höhe von 10,6 Milliarden Dollar aufwiesen, „deliberately and systematically created“.

Der spätere Republikanische Präsidentschaftskandidat John McCain war schon damals einer der heftigsten Kritiker von Fannie Mae und verlangte strengere Auflagen: „The Office of Federal Housing Enterprise Oversight's report goes on to say that Fannie Mae employees deliberately and intentionally manipulated financial reports to hit earnings targets in order to trigger bonuses for senior executives. In the case of Franklin Raines, Fannie Mae's former chief executive officer, OFHEO's report shows that over half of Mr. Raines' compensation for the 6 years through 2003 was directly tied to meeting

earnings targets. The report of financial misconduct at Fannie Mae echoes the deeply troubling \$5 billion profit restatement at Freddie Mac.“ Der Chief Executive Officer (CEO) von Fannie Mae fälschte demnach die ausgewiesenen Gewinne, da sich sein Bonus nach der Höhe der Gewinne richtete.

Der Chief Executive Officer (CEO) von Fannie Mae fälschte die ausgewiesenen Gewinne, da sich sein Bonus nach der Höhe der Gewinne richtete.

McCain beklagte ferner, dass die Leitung von Fannie Mae Druck auf den Kongress auszuüben versuchte, um die Untersuchung zu beeinflussen. „The OFHEO report also states that Fannie Mae used its political power to lobby Congress in an effort to interfere with the regulator’s examination of the company’s accounting problems.“

In der Tat liest sich die Liste der Senatoren und Kongressmitglieder, welche Spenden von Fannie Mae und Freddie Mac erhielten, wie ein Who is Who des Kongresses. An der Spitze der Spendenempfänger (1989 bis 2008) steht interessanterweise Senator Christopher Dodd, Chairman des Senate Banking Committee. An zweiter Stelle folgt Senator Barack Obama. Auch der Chairman des House Financial Services Committee, Barney Frank, rangiert im vorderen Feld der Spendenempfänger.

Senator Chuck Hagel (R-NE) brachte im Jahr 2005 einen Gesetzentwurf zur Verschärfung der Regulierung der beiden Banken ein (Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act). Senator McCain schloss sich (2006) als Co-sponsor an. Unter anderem sah die Reform vor, die beiden Banken den Rechnungslegungsstandards der Securities and Exchange Commission (SEC) zu unterwerfen. Die Reform scheiterte am Widerstand vieler Demokraten, die fürchteten, die beiden Banken könnten dann weniger Hypotheken aufkaufen.

Damals führte John McCain aus, „If Congress does not act, American taxpayers will continue to be exposed to the enormous risk that Fannie Mae and Freddie Mac pose to the housing market, the overall financial system, and the economy as a whole.“

Fannie Mae und Freddie Mac wurden also dazu missbraucht, Verteilungsziele (Wohneigentum) zu erreichen, ohne dass dafür das Staatsbudget aufkommen musste. Aufsicht und

strikte Regulierung waren da nur hinderlich. Mangelnde Regulierung war somit nur die Folge. Ursache war die bewusste politische Intervention in den Markt für Hypothekarkredite.

MARKT FÜR HYPOTHEKEN

Hinzu kam natürlich auch das oft unverantwortliche Verhalten der Hauptbeteiligten auf dem Markt für Hypothekarkredite, der Kreditnehmer und der Banken. Für Immobilienkäufer in den USA ist es nicht ungewöhnlich, eine Immobilie zu 100 Prozent zu finanzieren. Mitunter waren die Banken sogar bereit, eine Hypothek abzuschließen, die über dem Wert des Objekts lag. All dies in der Erwartung, dass die Immobilienpreise kontinuierlich ansteigen würden, was in den ersten Jahren des *Housing-booms* ja auch der Fall war. Auch mit der Prüfung der Kreditwürdigkeit der Käufer machten sich die Banken nur wenig Mühe. Angaben über die Höhe des Einkommens waren vielfach bewusst übertrieben und wurden nicht geprüft.

Mitunter waren die Banken sogar bereit, eine Hypothek abzuschließen, die über dem Wert des Objekts lag.

Hinzu kam, dass Banken bereit waren, den Wert von Immobilien nach einigen Jahren zu aktualisieren und eine weitere Hypothek auf den Wertzuwachs auszuzahlen. Diese Beträge nutzten die Eigentümer dann für Reparaturen, den Kauf eines Autos, Urlaubsreisen oder andere Konsum- oder Investitionsausgaben.

Der gefühlte Vermögenszuwachs ließ die Konsumneigung der Amerikaner kräftig anwachsen und trug auf diese Weise zu einem weltweiten Konjunkturaufschwung bei. Entsprechend sank die Sparquote kontinuierlich und erreichte schließlich sogar negative Werte.

Das geht so lange gut, wie die Immobilienpreise nicht fallen und die Zinsen nicht ansteigen. Beides geschah indes ab Mitte 2006. Viele Käufer hatten für die ersten Jahre der Laufzeit ihres Kredits niedrige feste Zinsen vereinbart, gefolgt von variablen Zinsen in den späteren Jahren. Im Jahr 2006 stiegen nun die Zinsen fühlbar an, viele Käufer konnten die höhere Belastung nicht mehr tragen und gerieten mit der Zahlung von Zins und Tilgung in Verzug.

Gleichzeitig, teils ebenfalls bedingt durch den Zinsanstieg, fielen die Immobilienpreise. Manche Eigentümer sahen sich

plötzlich in einer Situation, in welcher der Wert ihrer Immobilie geringer war als die Hypothek, die darauf lastete. Spätestens beim Versuch, das Haus zu verkaufen, wurde die Diskrepanz offenkundig. Mitunter forderten aber auch die Banken diese Differenz schon vorher ein, um den Kreditbetrag dem aktuellen Wert der Sicherheit anzupassen. Oft mit dem Ergebnis, dass der Eigentümer Zahlungsunfähigkeit erklären musste.

Eine weitere Besonderheit kommt hinzu. In der Phase des Immobilienbooms waren manche Banken auch bereit, als Sicherheit für einen Hypothekarkredit nur die Immobilie selbst zu akzeptieren, ohne Zugriff auf das sonstige Vermögen des Eigentümers zu haben. Kommt dann der Eigentümer mit den Zinszahlungen in Verzug und sieht den Wert seines Hauses unter den Betrag der Hypothek fallen, zieht er einfach aus und überlässt das Haus der Bank.

Da die Periode sinkender Immobilienpreise noch nicht abgeschlossen ist, dürfte diese Entwicklung noch einer großen Zahl von Immobilienbesitzern drohen. Bis es dann im schlimmsten Fall zur Zwangsversteigerung kommt, können bis zu 18 Monate vergehen. Die Immobilienkrise in den USA wird uns also noch eine Weile begleiten.

DERIVATEMARKT

Die Diagnose fehlender oder zu laxer Regulierung trifft wohl für den Derivatemarkt zu, der in den letzten Jahren drastisch gewachsen ist. Viele Experten und Finanzmarktakteure hatten das damit verbundene Risiko kommen sehen. Schon im Jahre 1993 verfasste Jim Leach, Mitglied des Repräsentantenhauses aus Iowa, einen 900-Seiten Bericht und verlangte „regulation to protect against systemic risk“. Im Jahre 1998 begann eine längere, heftige Auseinandersetzung zwischen der damaligen Vorsitzenden der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) Chicago, Brooksley Brown, auf der einen Seite und Alan Greenspan, Federal Reserve Chairman, Robert Rubin, Secretary of the Treasury, und Arthur Levitt, Chairman Securities and Exchange Commission (SEC) auf der anderen Seite. Brown plädierte für eine stärkere Aufsicht über den rapide wachsenden „Schwarzen Markt“ der Derivate. Greenspan, Rubin und Levitt widersetzten sich dem heftig, unterstützt u.a. von Senator Richard Lugar, damals

Viele Experten und Finanzmarktakteure hatten das mit der fehlenden oder zu laxen Regulierung verbundene Risiko kommen sehen.

Vorsitzender des Agrarausschusses des Senats. Brown wurde schließlich aus dem Amt gedrängt und Greenspan und der Nachfolger von Rubin, Larry Summers, konnten verhindern, dass die CFTC die Aufsicht über den Derivatemarkt erhielt.

Weitere Warnrufe verhallten ungehört. Im September 2005 versammelte der Präsident der Federal Reserve Bank of New York, Timothy Geithner, Banker von 14 Wall Street-Firmen und auch Vertreter aus Großbritannien, Deutschland und der Schweiz, um zu beraten, wie das von den Derivaten ausgehende Risiko für die Finanzmärkte eingedämmt werden könne. Von Mitte 2002 bis Mitte 2005 war allein der Markt für Credit Default Swaps auf das Neunfache angewachsen. Die Sorge wuchs, dass bei einem derart rasch wachsenden Markt ohne ein geeignetes elektronisches System zum Nachvollzug der Abschlüsse und ohne entsprechende Sicherheiten das systemische Risiko unkalkulierbar sei. Seitdem ist der globale Derivatemarkt weiter rapide angewachsen und betrug zum 30. Juni 2008 530 Billionen (= 530 000 Milliarden) US-Dollar (an ausstehenden Kontrakten), einschließlich 55 Billionen US-Dollar der plötzlich so populären Credit Default Swaps.

GELDPOLITIK DER FED

Eng verbunden mit dem rapiden Wachstum des Derivatemarktes ist die Geldpolitik der Federal Reserve seit Ende der neunziger Jahre. Als im Jahr 1997 Banken und Märkte in Asien zusammenbrachen, entschloss sich die US-Regierung, den befürchteten Rückgang der globalen Nachfrage durch die Stimulierung der eigenen Wirtschaft aufzufangen. Die Fed senkte die Zinsen deutlich. Ein Nachfrage-Boom, getrieben von Technologie-Investitionen, war die Folge. Leider hielt die Fed die Zinsen viel zu lange niedrig. Sie legte damit die Grundlage für die Blase auf den internationalen Aktienmärkten. Die Fed-finanzierte Technologie-Blase platzte im Jahr 2001.

Um die folgende Krise und die Gefahr einer Rezession zu mildern, griff die Fed erneut zum bewährten Instrument. Sie senkte die Zinsen und versorgte die Wirtschaft überreichlich

mit Liquidität. Auch diesmal war dies wohl der richtige Schritt. Leider wurden die Zinsen aber erneut zu lange niedrig gehalten. Eine ursprünglich richtige Maßnahme hatte infolgedessen sehr nachteilige Konsequenzen. Die Fed

Leider wurden die Zinsen erneut zu lange niedrig gehalten. Eine ursprünglich richtige Maßnahme hatte infolgedessen sehr nachteilige Konsequenzen.

ermöglichte den *Housing-Bubble*. Zwischen 2001 und 2006 stiegen die Hauspreise um 130 Prozent. Auch diese Blase ist geplatzt. Seit ihrem Höhepunkt Mitte 2006 sind die Hauspreise um 21 Prozent gefallen. Das Ende ist noch nicht in Sicht.

Das rasche Wachstum der Immobilienvermögen und die Geldpolitik der Fed haben zu einem Nachfrageboom geführt, der nicht allein aus inländischer Produktion befriedigt werden konnte. So wuchsen die US-Importe, vor allem aus Asien, drastisch an. Exportindustrien weltweit erlebten einen ungeahnten Boom. Das US-Außenhandelsdefizit explodierte und im gleichen Zuge das US-Zahlungsbilanzdefizit. Vor allem asiatische Zentralbanken akkumulierten enorme Bestände an US-Schuldverschreibungen. Für diese Länder hatte dies wiederum weitreichende Auswirkungen auf Zinssätze, Inflation, Überschuss-Kapazitäten und Blasen auf den Aktien- und Immobilienmärkten. Wird auch diese Blase platzen? Und wann?

Vielen Beobachtern war klar, dass ein derart künstlich erzeugtes Wachstum der Weltwirtschaft (von 5,2 Prozent) nicht Bestand haben könne. Überhitzung und Inflation sowie schließlich Abschwung waren die unausweichliche Folge.

WALL STREET BAILOUT

Das Bailout-Programm der US-Regierung war von Beginn an und ist noch immer äußerst unpopulär. Schon die Erwartung des US-Finanzministers Henry Paulson, der Kongress werde ihm für ein 700-Milliarden-Dollar-Programm auf der Grundlage eines dreiseitigen Gesetzentwurfs freie Hand geben, war abenteuerlich. Eine wichtige Ursache für die anfängliche Blockade im Repräsentantenhaus hatte indes mit den Reaktionen der Bürger zu tun. Die Büros der Senatoren und Abgeordneten wurden überrollt von einer Woge Tausender Emails und Telefonanrufe. Auch nachdem einige Zeit verstrichen ist, lehnt die überwiegende Mehrheit (53 Prozent gegenüber 28 Prozent) der Befragten das Bailout-Programm weiterhin ab (*New York Times*, 18. Oktober 2008).

Nur mit der Beschwörung einer unkalkulierbaren Krise und mit Hilfe zusätzlicher Earmarks in Höhe von netto 105 Milliarden US-Dollar (einschließlich Steuererleichterungen für aus Holz gefertigte Pfeile zum Bogenschießen) konnte schließlich eine Mehrheit im Kongress organisiert werden.

Viele Kongressmitglieder fürchten zu Recht, dass ihr Abstimmungsverhalten in dieser Frage negative Konsequenzen für ihre Wiederwahl am 4. November haben werde.

Maßnahmen zur Bekämpfung der Finanzkrise

124 Mrd. Dollar	Wirtschaftlicher Anreiz	Februar 2008
29 Mrd. Dollar	Kauf Bear Stearns	März 2008
9 Mrd. Dollar	Indymac	Juli 2008
300 Mrd. Dollar	Hypothekenversicherung	Juli 2008
200 Mrd. Dollar	Übernahme Fannie Mae und Freddie Mac	September 2008
123 Mrd. Dollar	Übernahme AIG	September 2008
700 Mrd. Dollar	Bailout Programm	Oktober 2008
110 Mrd. Dollar	Steuererleichterungen als Teil des Bailout-Pakets	Oktober 2008

Dabei machen die 700 Milliarden US-Dollar des Bailout-Programms weniger als die Hälfte des Betrages von insgesamt 1640 Milliarden US-Dollar aus, der in den USA seit Anfang dieses Jahres für Maßnahmen zur Bekämpfung der Finanzkrise beschlossen wurde (Quelle: *Washington Post*, 18. Oktober 2008).

Nur 28 Prozent der Befragten erwarten von dem Programm positive Wirkungen für die gesamte Wirtschaft (*New York Times*, 18. Oktober 2008). Nahezu zwei Drittel

Nahezu zwei Drittel der Befragten (63 Prozent) sind der Überzeugung, dass das Bailout-Programm lediglich bewirken wird, was die schlecht gewählte ursprüngliche Bezeichnung besagt, Wall Street „rauszuhauen“.

der Befragten (63 Prozent) sind der Überzeugung, dass das Programm lediglich bewirken wird, was die schlecht gewählte ursprüngliche Bezeichnung besagt, Wall Street „rauszuhauen“, d.h. einigen Investoren und Wall Street-Mitarbeitern, vor allem CEOs von großen Banken und Investmenthäusern, zugute kommen wird, etwa in Form von *Golden handshakes* oder *Golden parachutes*. Da passt es ins Bild, dass kurz nach der Übernahme von AIG durch den Staat Vorstandsmitglieder dieses größten Versicherungsunternehmens der Welt ein Wochenende in einem der teuersten Resorts in Kalifornien verbrachten (Kosten für das Unternehmen: 440000 US-Dollar).

Viele Bürger sind darüber hinaus besorgt, dass die schiere Größe des Betrages für das Bailout-Programm und die übr-

Viele Bürger sind darüber hinaus besorgt, dass die schiere Größe des Betrages für das Bailout-Programm und die übr-

gen Maßnahmen die Rolle des Staates beträchtlich ausweiten werden. Zum ohnehin schon als überhöht empfundenen Bundeshaushalt (3100 Milliarden US-Dollar) kommen weitere Ausgaben in Höhe von 1640 Milliarden US-Dollar hinzu. Das Haushaltsdefizit wird dadurch im Haushaltsjahr 2008 auf 455 Milliarden US-Dollar (3,2 Prozent des BIP) anwachsen (nach 165 Milliarden US-Dollar im Vorjahr). Im Haushaltsjahr 2009 könnte das Defizit sogar auf 750 Milliarden US-Dollar ansteigen. Die deutliche Reduktion der Staatsausgaben, *Small government* und *Fiscal conservatism*, wofür viele Bürger und Politiker eintreten, bleiben da auf der Strecke. Als „Sozialismus“ wird diese Ausweitung der Staatsausgaben bezeichnet.

Fragen nach unzureichender Regulierung, politischer Intervention und verfehlter Geldpolitik stellen sich die meisten US-Bürger nicht. Mehr Regulierung und Aufsicht wird ironischerweise nun vor allem von jenen verlangt, die sich in der Vergangenheit erfolgreich dagegen gesträubt haben (z. B. der Kongressabgeordnete Barney Frank).

So sind die meisten US-Bürger davon überzeugt, dass das Bailout-Programm Wall Street helfen wird, nicht aber Main Street. Dagegen ist die Mehrheit der US-Bürger besorgt, dass die Finanzkrise, die von Wall Street ausging, nun sehr bald bei ihnen in der Realwirtschaft ankommen wird. Die ersten Anzeichen sind bereits nicht zu übersehen.

Die meisten US-Bürger sind davon überzeugt, dass das Bailout-Programm Wall Street helfen wird, nicht aber Main Street.

Das Manuskript wurde am 20. Oktober 2008 abgeschlossen.