

# DIE INTERNATIONALE FINANZKRISE – „MAYBE, WE CAN'T?“

*Norbert Wagner*



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

## GELDPOLITIK DER FED

Die internationale Finanzkrise hat ihre Ursprünge in einer Reihe von Faktoren. Eine über Jahre verfehlte Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank ließ die Kreditblase erst entstehen und ermöglichte den Preisanstieg auf den Immobilienmärkten. 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. Zu diesem Zeitpunkt war dies die richtige Politik. 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 Jahre 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 aber wiederum die Zinsen zu lange niedrig gehalten. Eine ursprünglich richtige Maßnahme hatte, da sie nicht rechtzeitig korrigiert wurde, sehr nachteilige Konsequenzen. Die Fed ermöglichte den *housing bubble*. Zwischen 2000 und 2006 stiegen die Hauspreise um fast

**Verursacht wurde die derzeitige Weltfinanzkrise durch viele Faktoren. Einer ist die Geldpolitik der US-Zentralbank selbst, die mehrfach ihre Zinsen da gesenkt hielt, wo deren Anhebung geboten gewesen wäre. So etwa bei der Gewährung billiger Kredite an all jene, denen man den Bau des eigenen Hauses auf dem eigenen Grundstück, ein Kernelement des *American dream* immerhin, ermöglichen wollte. Doch aus dem *housing-bubble* ist ein globales Problem geworden, dessen Auswirkungen in den USA selbst noch die Regierung Bush durch ein gigantisches Bailout-Programm abzufedern suchte. Inzwischen beträgt die Summe der von Washington beschlossenen Konjunkturmaßnahmen 7800 Milliarden US-Dollar. Und die Regierung, nunmehr von Obama geführt, denkt schon an weitere Spritzen. Bei all dem ist zu fragen, ob und wie die Stimulusprogramme überhaupt wirken können, zumal selbst die verantwortlichen Politiker allenfalls zu hoffen scheinen, dass die Vielzahl der lancierten Impulse und die Höhe der bereitgestellten Summe eines Tages den Durchbruch bringen werden.**

100 Prozent. Auch diese Blase ist geplatzt. Seit ihrem Höhepunkt Mitte 2006 sind die Hauspreise um rund 25 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 weitreichend Auswirkungen auf Zinssätze, Inflation, Überschuss-Kapazitäten und Blasen auf den Aktien- und Immobilienmärkten.

Vielen Beobachtern war klar, dass ein derart rapides Wachstum der Weltwirtschaft nicht Bestand haben könne. Die Produktion von Rohöl, Kupfer und anderen Rohstoffen würde mit der überschießenden Nachfrage nicht Schritt halten können. Zu diesem Zeitpunkt wäre eine deutliche Verringerung der weltweiten Liquidität und damit einhergehend ein Anstieg der Zinsen notwendig gewesen. Da dies aber ausblieb, waren Überhitzung und Inflation (z.B. bei Rohöl oder Immobilien) sowie schließlich Abschwung die unausweichliche Folge.

## **LIQUIDITÄT UND POLITISCHE INTERVENTION**

Die überreichliche Versorgung der Weltwirtschaft mit Liquidität ging einher mit laxer Regulierung, gepaart mit Interventionen der Politik zur Erreichung politischer Ziele.

Die Politik der Zentralbanken und die mit geringer Eigenkapitalquote operierenden Investmentbanken überschwemmten den Markt derart mit Liquidität, dass Risikoprämien nahezu verschwanden. So konnte beispielsweise Mexiko, trotz erheblicher interner politischer und wirtschaftlicher Probleme, eine 30-jährige Peso-Anleihe mit einem Zins von sechs Prozent auflegen.

Hypothekenkredite wurden Kreditnehmern gewährt, die bei ernsthafter Einschätzung ihrer Kreditwürdigkeit keine Hypothek hätten erhalten dürfen. Dabei spielte Intervention von Seiten der Politik eine wesentliche Rolle.

## **FANNIE MAE UND FREDDIE MAC UND DIE FÖRDERUNG DES „AMERICAN DREAM“**

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.

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 privaten 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 ist die Förderung von Wohneigentum. Immer wieder kam es zu Interventionen seitens der Politik, dieses Ziel 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.

**Immer wieder kam es zu Interventionen seitens der Politik, das Ziel der Förderung von Wohneigentum aggressiver zu verfolgen.**

Frühe Warnrufe verhallten ungehört: 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 NYT 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 CEO von Fannie Mae fälschte demnach die ausgewiesenen Gewinne, da sich sein Bonus nach der Höhe der Gewinne richtete. Zahlreiche Versuche besorgter Politiker (vor allem auch von John McCain) und von Vertretern der Finanzaufsicht zur strengeren Regulierung und Kontrolle dieser beiden Hypothekenbanken scheiterten am Widerstand aus der Politik.

### **IMMOBILIENBOOM**

Eine wesentliche Rolle spielte 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 oberhalb des Werts des Objektes abzuschließen. 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 wurden nicht überprüft und/oder bewusst überhöht angegeben.

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 zum weltweiten Konjunkturaufschwung bei. Entsprechend sank die Sparquote kontinuierlich und erreichte schließlich sogar negative Werte.

Das ging so lange gut, wie die Immobilienpreise nicht fielen und die Zinsen nicht anstiegen. 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 Folgejahren. Als die Zinsen fühlbar anstiegen, konnten viele Käufer die höhere Belastung nicht mehr tragen und gerieten mit Zahlung von Zins und Tilgung in Verzug.

**Viele Käufer hatten für die ersten Jahre der Laufzeit ihres Kredits niedrige feste Zinsen vereinbart, gefolgt von variablen Zinsen in Folgejahren.**

Gleichzeitig, teils auch 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 seine Zahlungsunfähigkeit erklären musste. Ist die Hypothek, die auf einem Haus lastet, höher als der Wert des Hauses, bezeichnet man das Haus als *under water*. Ende 2008 betraf das mindestens 20 Prozent der US-Hauseigentümer mit Hypothek. Das sind rund 8,3 Millionen Haushalte. Im Bundesstaat Nevada waren Ende 2008 55 Prozent der Hypotheken „Unter Wasser“-Hypotheken, in Michigan 40 Prozent, in Arizona 31,8 Prozent sowie in Florida und Kalifornien rund 30 Prozent.

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 Durchgriff auf das sonstige Vermögen des Eigentümers zu haben. Kam dann der Eigentümer mit den Zinszahlungen in Verzug und sah den Wert seines Hauses unter den Betrag der Hypothek fallen, zog er einfach aus und überließ das Haus der Bank.

Da die Periode sinkender Immobilienpreise noch nicht abgeschlossen ist, dürfte diese Entwicklung noch einer großen Zahl von Immobilienbesitzern drohen.

## **DERIVATE**

Ein Großteil dieser Hypothekenkredite wurde umstrukturiert und landete schließlich auf dem Markt der komplexen Derivate. Die Derivate waren wie *black boxes*, weder ihr Inhalt noch ihr Wert waren genau bekannt. Viele Experten und Finanzmarktakteure hatten das damit verbundene Risiko kommen

sehen. Im Jahr 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. 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.

**Die Sorge wuchs, dass bei einem derart rasch wachsenden Markt das systemische Risiko unkalkulierbar sei.**

Weitere Warnrufe verhallten ungehört. 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 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.

Das System der kurzfristigen Finanzierung langfristiger Verbindlichkeiten kollabierte, als der *credit crunch* einsetzte. Bear Stearns und Hypo Real Estate sind Beispiele hierfür.

### **BAILOUT – STIMULUS – BAD BANK**

Die US-Regierung hat seit dem Ausbruch der Finanzkrise eine Vielzahl von Programmen und Instrumenten konzipiert, die der heranrollenden Welle von Insolvenzen und der damit einhergehenden Rezession Einhalt gebieten sollen.

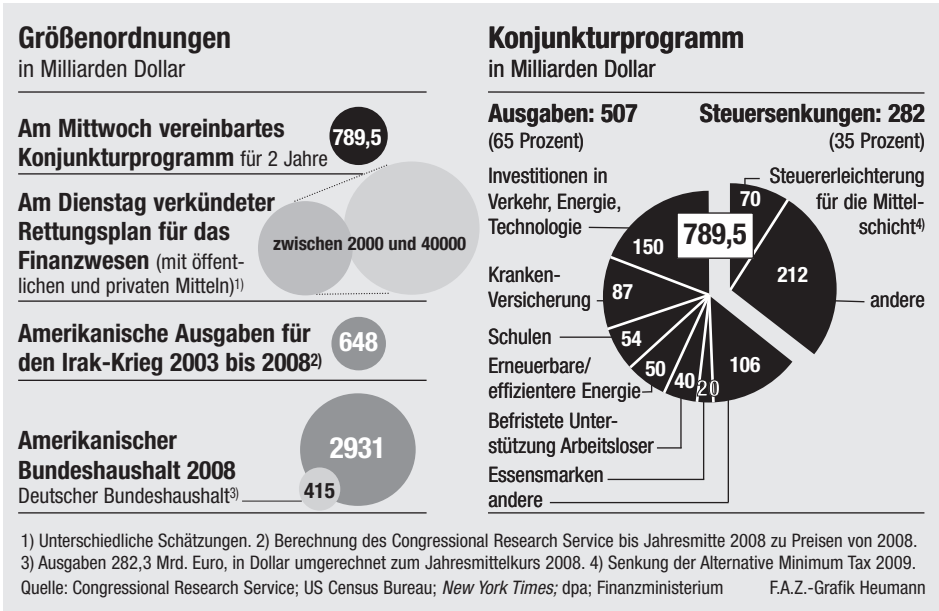
Schon das erste, noch von Präsident George W. Bush vorgeschlagene Bailout-Programm war äußerst unpopulär. Und die Erwartung von US-Finanzminister Henry Paulson, der Kongress werde ihm für ein 700-Milliarden-US-Dollar-Programm auf der Grundlage eines dreiseitigen Gesetzentwurfs freie Hand geben, war abenteuerlich.

Dabei machten die 700 Milliarden US-Dollar des ersten Bailout-Programms weniger als die Hälfte des Betrages von ins-



ter anderem zwischen Los Angeles und Las Vegas. Unterdes- sen ist ein offener Konflikt zwischen Präsident Obama und der Demokratischen Führung im Capitol über das Ausmaß der *earmarks* entstanden. Obama hatte im Wahlkampf verspro- chen, deren Anzahl drastisch zu verringern.

**Das amerikanische Konjunkturprogramm im Vergleich**



Quelle: FAZ

Der Abstimmung über dieses teuerste Gesetz in der amerikanischen Geschichte gingen intensive Verhandlungen zwischen Kongress und Weißem Haus sowie zwischen den beiden Häusern des Kongresses voraus. Der endgültige Gesetzestext (1075 Seiten) wurden dann innerhalb weniger Stunden beschlossen. Kein Mitglied von Repräsentantenhaus oder Senat nahm für sich in Anspruch, den Text vor der Abstimmung gelesen zu haben.

Bereits kurze Zeit nach der Abstimmung über das erste Stimulus-Paket des Jahres 2009 wird bereits über die Notwendigkeit eines weiteren Stimulus-Pakets diskutiert.

Kaum war die Tinte der Unterschrift Präsident Obamas unter dem Stimulusprogramm-Gesetz trocken, verkündete Finanzminister Geithner einen weiteren Rettungsplan für das Finanzwesen. Eine „Bad Bank“ solle die *toxic assets* übernehmen und es so den Banken wieder ermöglichen, Kredite zu



vergeben. Kosten des Plans: zwei bis vier Billionen (= 2000 bis 4000 Milliarden US-Dollar). Die Mittel sollten aus privaten und öffentlichen Quellen stammen. Da Geithner bei der Präsentation seines Plans kaum genaue Einzelheiten nennen konnte und insgesamt keinen überzeugenden Eindruck hinterließ, brachen die Kurse an der Wallstreet massiv ein. Das Geithner-Programm war zunächst einmal diskreditiert. Im Übrigen war auch schon im Rahmen des Paulson-Bailouts die Einrichtung einer Bad Bank vorgesehen. Als man an die Umsetzung dieses Plans ging, merkte man sehr schnell, dass die praktischen Probleme (insbesondere die Bewertung der *toxic assets*) sehr aufwendig oder gar nicht lösbar waren. Rasch wurde der Plan wieder fallengelassen. Viele Beobachter hatten nun ihre Hoffnung in Finanzminister Geithner gesetzt, der sich über Jahre mit diesen Fragen auseinandergesetzt hatte. Noch während der Phase seiner Anhörung im Senat und des drohenden Scheiterns seiner Kandidatur wegen nicht gezahlter Steuern wurde immer wieder darauf verwiesen, Geithner müsse unbedingt und trotz aller Probleme Finanzminister werden, denn er sei der einzige, der diese Probleme verstehe und sie richten könne. Um so mehr waren die Märkte von seiner „Performance“ enttäuscht.

**Da Geithner bei der Präsentation seines Plans kaum genaue Einzelheiten nennen konnte und insgesamt keinen überzeugenden Eindruck hinterließ, brachen die Kurse an der Wallstreet massiv ein.**

Gegen Ende März, mehr als sechs Wochen nach der ersten Vorstellung, präsentierte Treasury Secretary Geithner seinen detaillierten Plan zur Entlastung der Banken von den *toxic assets*. Danach sollen zwischen 75 und 100 Milliarden Dollar aufgewendet werden, um die Bankbilanzen von 500 bis 1000 Milliarden Dollar an *toxic assets* zu entlasten. Dabei sollen private Investoren und der Staat zu jeweils gleichen Teilen und unterstützt durch einen Kredit der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) *toxic assets* im Rahmen einer Auktion erwerben. Erweisen sich diese *assets* nach einiger Zeit als nicht mehr *toxic*, streichen der Investor und der Staat einen Gewinn ein. Andernfalls riskieren beide, nur einen geringen Betrag zu verlieren.

Das Finanzministerium könnte zusätzlich, zusammen mit der Federal Reserve, im Rahmen einer erweiterten Fazilität (Term Asset Backed Securities Loan Facility, TALF) bis zu einer Billion Dollar zum Kauf von *toxic assets* in den Markt pumpen. Der Vorteil all dieser Programme besteht darin, dass der Staat Kredite zum Kauf dieser *toxic assets* zur Verfügung

stellt und als Sicherheit nur das beliehene Gebäude heranzieht.

Der Geithner-Plan 2.0 wurde von den internationalen Kapitalmärkten mit einem Kursfeuerwerk begrüßt. Damit ist der wachsende Druck, der bis dahin auf Geithner lastete – selbst über seine Ablösung wurde bereits spekuliert – etwas gemindert. Nachdem die Experten den Plan genauer analysiert haben, ist allerdings die Euphorie geschwunden. Auch seine Autoren erwarten keine rasche Lösung des *toxic assets*-Problems. Vor Herbst dieses Jahres wird das Programm wohl nicht in Gang kommen.

**Im Rahmen eines neuen Programms in Höhe von 75 Milliarden Dollar sollen Hypotheken umstrukturiert und gestreckt werden, um den Bewohnern den Verbleib in ihrem Haus zu ermöglichen.**

Kurz nach der missglückten ersten Präsentation des Geithner-Plans stellte Präsident Obama ein weiteres Programm vor, diesmal zur Linderung der Schwierigkeiten von Hauseigentümern, denen eine Zwangsversteigerung droht. Im Rahmen dieses Programms in Höhe von 75 Milliarden Dollar sollen Hypotheken umstrukturiert und gestreckt werden, um den Bewohnern den Verbleib in ihrem Haus zu ermöglichen. Im vierten Quartal 2008 waren landesweit 4,58 Prozent aller Hypothekenschuldner im Verzug (d.h. hatten zwei Raten- und Tilgungszahlungen nicht geleistet) gegenüber 2,99 Prozent im letzten Quartal 2007. In Florida und Nevada lag der Prozentsatz gar bei neun Prozent.

Auch die Automobilindustrie kam, wie zu erwarten, mit den im Dezember 2008 gewährten 15 Milliarden Dollar nicht aus und fordert seit Wochen unter Verweis auf ihre angebliche Schlüsselfunktion für die US-Industrie zusätzliche Mittel.

Am 2. März 2009 ließ die Nachricht von einem Verlust des Versicherungsunternehmens AIG in Höhe von 61,7 Milliarden Dollar die Aktienmärkte in den USA und weltweit abstürzen. Der Dow Jones Index fiel um 4,2 Prozent und schloss damit erstmals seit April 1997 deutlich unter 7000, teilweise sogar bei nur rund 6700 Punkten. AIG erklärte, dass weitere 30 Milliarden Dollar staatlicher Hilfe notwendig seien. Wohlgemerkt: Erst im September 2008 hatte der US-Steuerzahler 123 Milliarden Dollar aufgewendet und AIG damit praktisch übernommen, um einen angeblich oder tatsächlich drohenden Domino-Effekt zu vermeiden.

## **780000000000 DOLLAR**

Alle Programme der US-Administration und der Fed seit Anfang 2008 belaufen sich auf 7,8 Billionen oder 7800 Milliarden Dollar. Eine Summe, die man kaum noch begreifen kann. Entsprechend vielfältig sind die Versuche der Medien, dem staunenden Publikum zu veranschaulichen, was diese Summe bedeutet.

Schließlich hat Präsident Obama Ende Februar noch seinen Entwurf für den Bundeshaushalt 2009/2010 in Höhe von 3600 Milliarden Dollar vorgestellt. Der Haushalt weist ein Defizit von 1200 Milliarden Dollar auf, d.h. ein Drittel des gesamten Budgets und zwölf Prozent des BSP. Nur in den Kriegsjahren 1942 bis 1945 war das Defizit höher.

Präsident Obama versprach zwar bei der Vorstellung des Budgets, das Defizit bis zum Jahre 2012 wieder auf die Hälfte zu reduzieren. Wie er das anstellen will, bleibt allerdings ein Rätsel.

### **CAN WE?**

Angeichts dieser schwindelerregenden Beträge stellt sich natürlich die Frage nach den Wirkungen und Erfolgsaussichten all dieser Programme. Aber auch nach den langfristigen Folgen für Verschuldung und Inflation. Es besteht die große Gefahr, dass versucht wird, Probleme, die durch eine überreichliche Geldversorgung erst entstanden sind, mit eben diesem Mittel zu kurieren.

### **VERMÖGENSEFFEKTE**

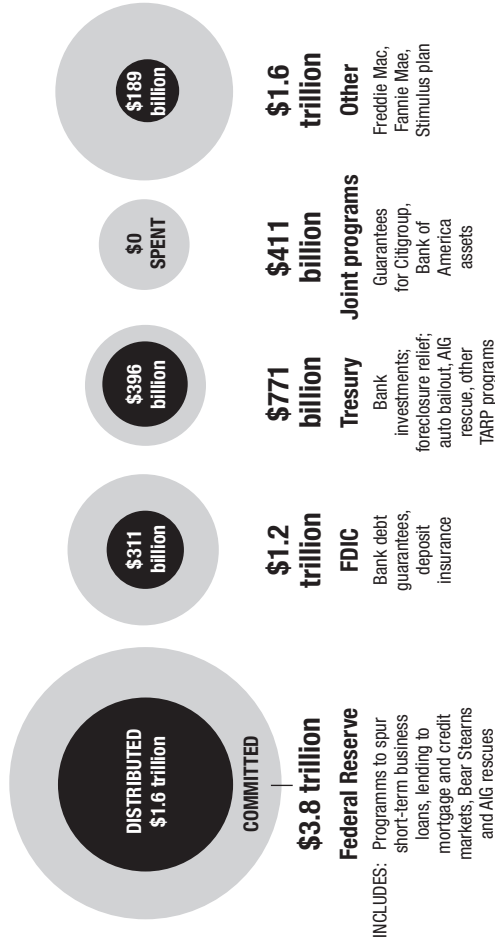
Eine der zentralen Ursachen der Finanzmarktkrise lag im inflationären Anstieg der Vermögenswerte (*asset price inflation*) insbesondere von Immobilien, aber auch Aktien etc. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise sind diese Vermögenswerte dramatisch gefallen. Offen ist, wie weit dieser Fall noch gehen wird. Viele Beobachter meinen, dass die Immobilienpreise ihren Tiefpunkt noch nicht erreicht haben. Einige sind der Auffassung, dies sei auch bei Aktien der Fall.

Infolge der internationalen Finanzkrise gingen nach Schätzungen der Asiatischen Entwicklungsbank (ADB) rund 50000 Milliarden Dollar an Vermögenswerten verloren, in den

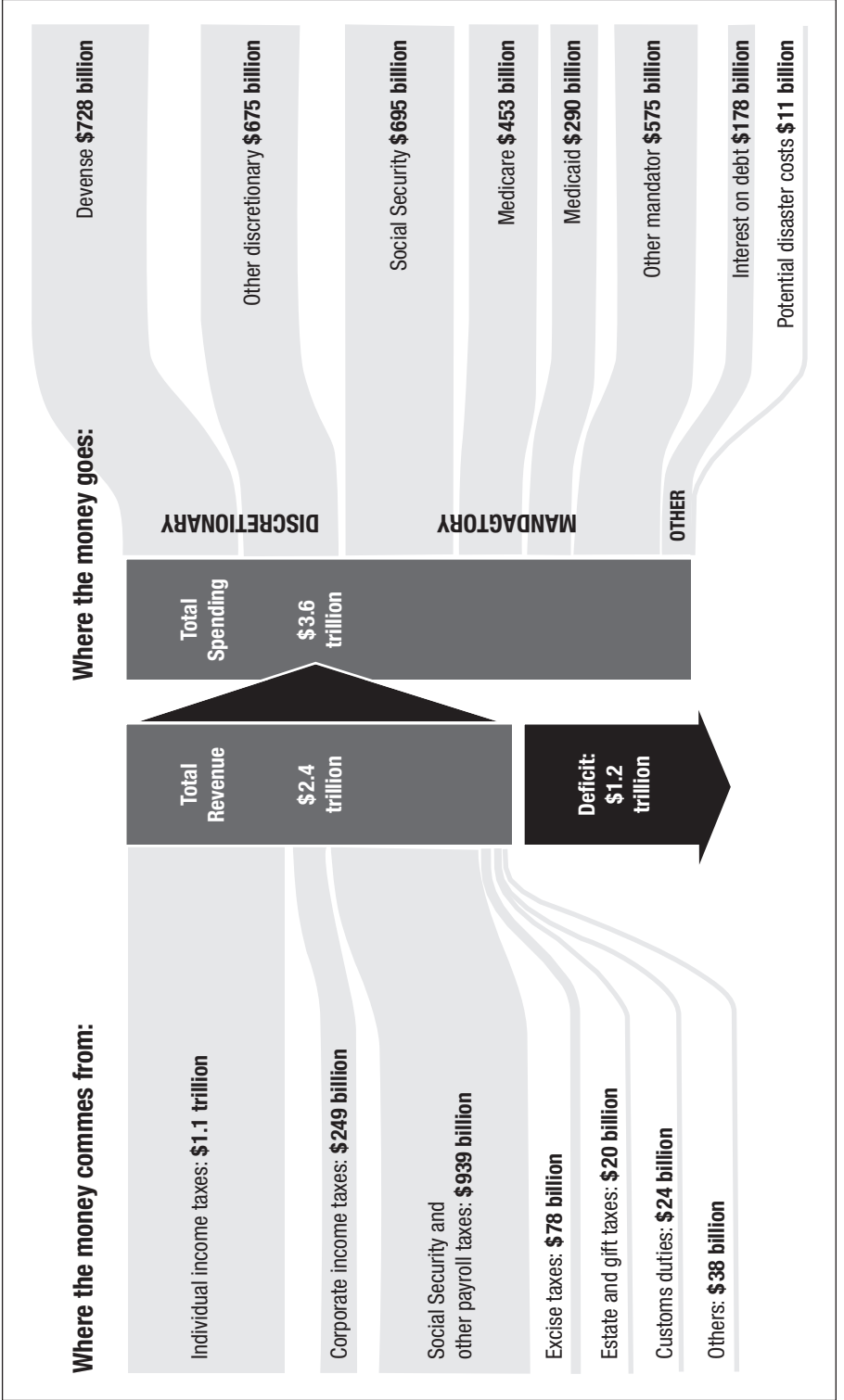
**Interventionen der Regierung**

To take pressure off the battered balance sheets of American companies, banks and households, the federal government has taken a series of historic moves, committing at least \$7.8 trillion in loans, investments and guarantees since the beginning of last year.

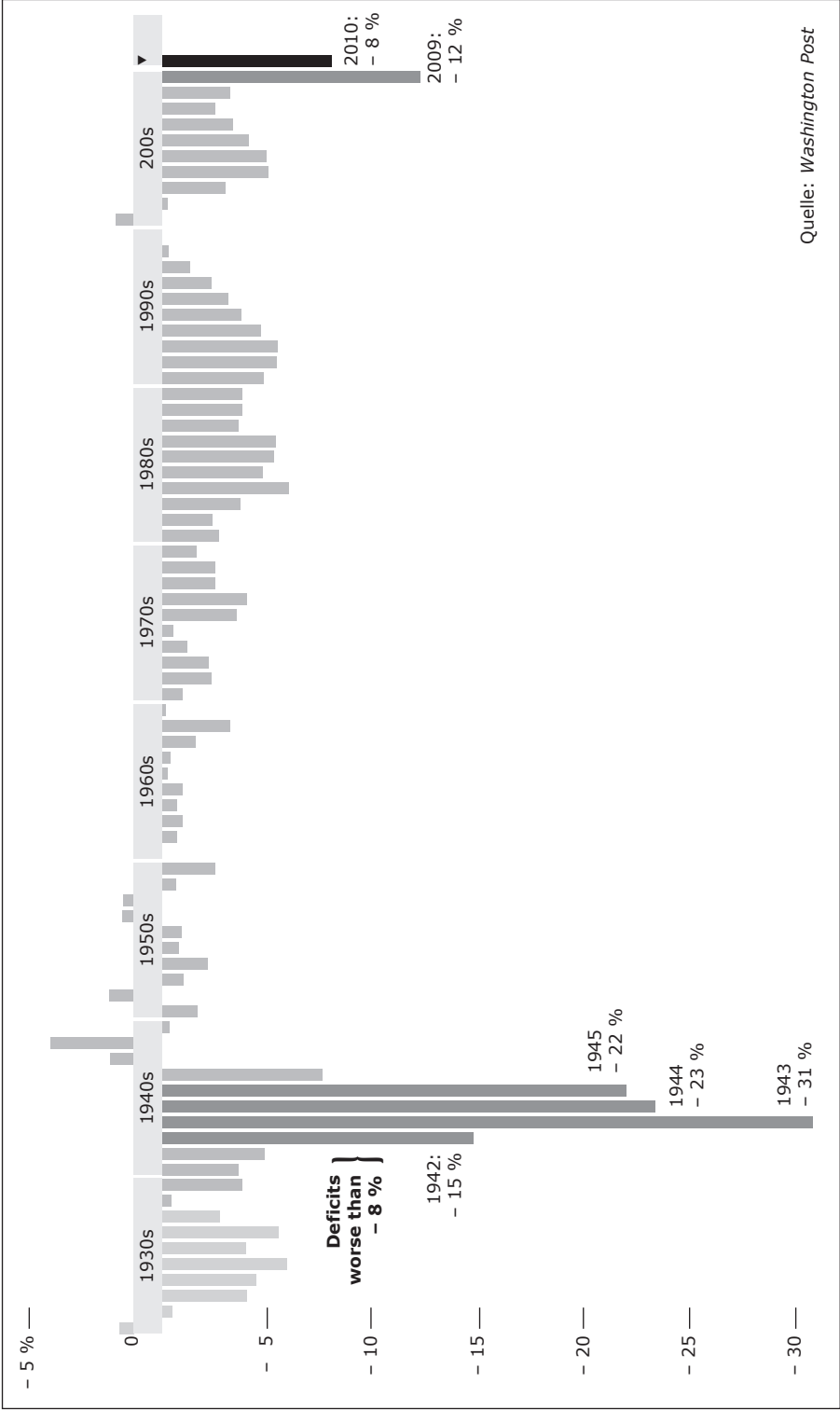
The Obama administration has also introduced two major economic initiatives in recent weeks – the \$787 billion economic stimulus package and a \$75 billion mortgage relief plan.



Quelle: Washington Post

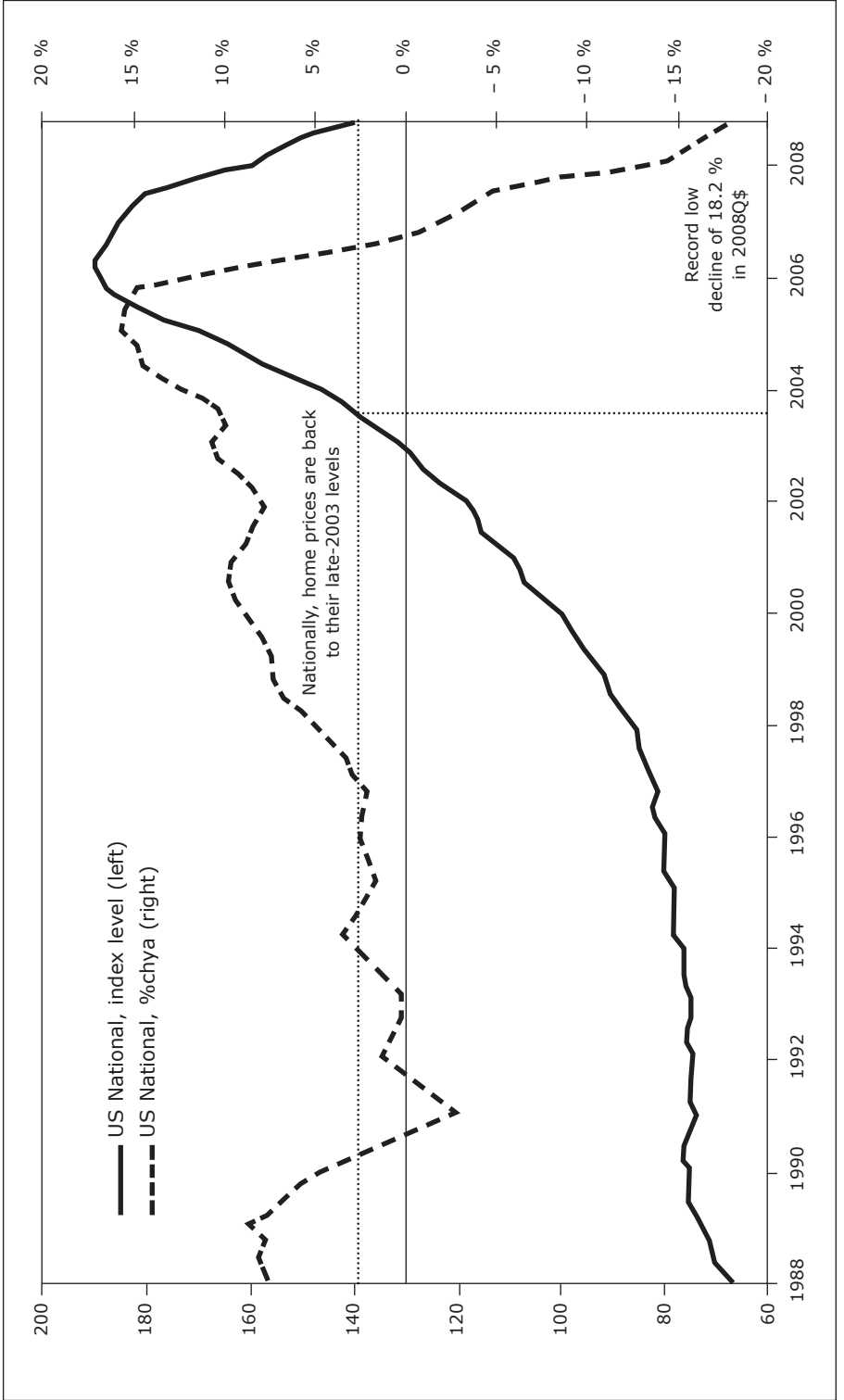


**Budgetdefizit in Prozent BSP**



Quelle: Washington Post

S&B/Case-Shiller U.S. National Home Price Index



**Zwischen 2000 und 2006 stiegen die Hauspreise in den USA um rund 90 Prozent. Seitdem sind sie wieder um etwa 25 Prozent gefallen. Was aber zugleich nahelegt, dass die Korrektur der Hauspreise in den USA noch bei weitem nicht abgeschlossen ist.**

USA belaufen sich die Schätzungen auf rund 10000 Milliarden Dollar. Zwischen 2000 und 2006 stiegen die Hauspreise in den USA um rund 90 Prozent. Seitdem sind sie wieder um etwa 25 Prozent gefallen. Was aber zugleich nahelegt, dass die Korrektur der Hauspreise in den USA noch bei weitem nicht abgeschlossen

ist. Nach dem S&P/Case-Shiller-Index lagen die Hauspreise in den USA Ende 2008 wieder auf dem Niveau von Ende 2003, aber noch weit über jenem des Jahres 2000.

Reichlich vorhandene Liquidität und damit einhergehende niedrige Zinssätze ließen die Wachstumserwartungen ansteigen und führten zu einem Nachfrageboom, gefolgt von einer deutlichen Ausweitung der weltweiten Produktionskapazitäten, beispielsweise von Automobilen (z.B. in den USA, Japan, Westeuropa) und von Konsumgütern (etwa in China). Aber auch zusätzliche Investitionen in teure Immobilien in den USA, in Großbritannien und in Spanien waren die Folge.

Der Vermögenseffekt dieses Booms nährte für eine gewisse Zeit die Fortsetzung des Nachfragebooms. Bis eines Tages dieser Boom nicht mehr fortsetzbar war und in sich zusammenbrach. Nun stellte sich heraus, dass das Angebot deutlich größer war als die Nachfrage, dass zu viele Autos produziert wurden, zu viele Konsumgüter und zu viele Häuser und Wohnungen. Anpassung der vorhandenen zu großen Produktionskapazitäten oder zu zahlreichen Immobilien an die gesunkene Nachfrage, darum geht es bei der gegenwärtigen Krise. Und deshalb sind Regierungsprogramme zur Eindämmung der Krise so schwierig.

Fraglich ist, wie die verschiedenen Bailout- und Stimulus-Programme hier wirken sollen und können. Wohl nicht, um den Fall der Vermögenswerte aufzuhalten, und die obsolet gewordenen Kapazitäten auszulasten. Dazu würden auch noch größere Beträge nicht ausreichen. Auch bei stabilen Einkommen wären die Konsumenten hierzu nicht mehr bereit. Ziel der Programme ist vielmehr vor allem, die Folgewirkungen zu lindern.

## **SYSTEMSTABILISIERUNG**

Zum einen geht es dabei um die Stabilisierung von Finanzinstitutionen, deren Vermögenswerte drastisch gesunken sind



und die ein systemisches Risiko für den Finanzsektor darstellen. Wobei in der Regel niemand die Behauptung, dass ein systemisches Risiko bestehe, gerne einem empirischen Test unterzieht. Der Zusammenbruch von Lehman Brothers wirkt immer noch nach. Wie erfolgreich dieses Argument offenbar ist, zeigt sich daran, dass nun auch die US-Automobilindustrie schon behauptet, ihr drohender Untergang beinhalte ein systemisches Risiko.

## **NACHFRAGEEFFEKTE**

Zum anderen geht es um die Sekundärwirkungen des Verlusts an Vermögenswerten auf Produktion und Beschäftigung.

Innerhalb kurzer Zeit seit dem Ausbruch der Finanzkrise weist das BSP der USA deutliche Bremsspuren auf (– 6,2 Prozent im vierten Quartal 2008); ging der private Konsum zurück (– 4,3 Prozent im vierten Quartal 2008) und stieg die Arbeitslosigkeit deutlich (auf 8,1 Prozent, 12,5 Millionen Februar 2009) an. Für Mitte 2009 werden bereits zehn Prozent Arbeitslose erwartet.

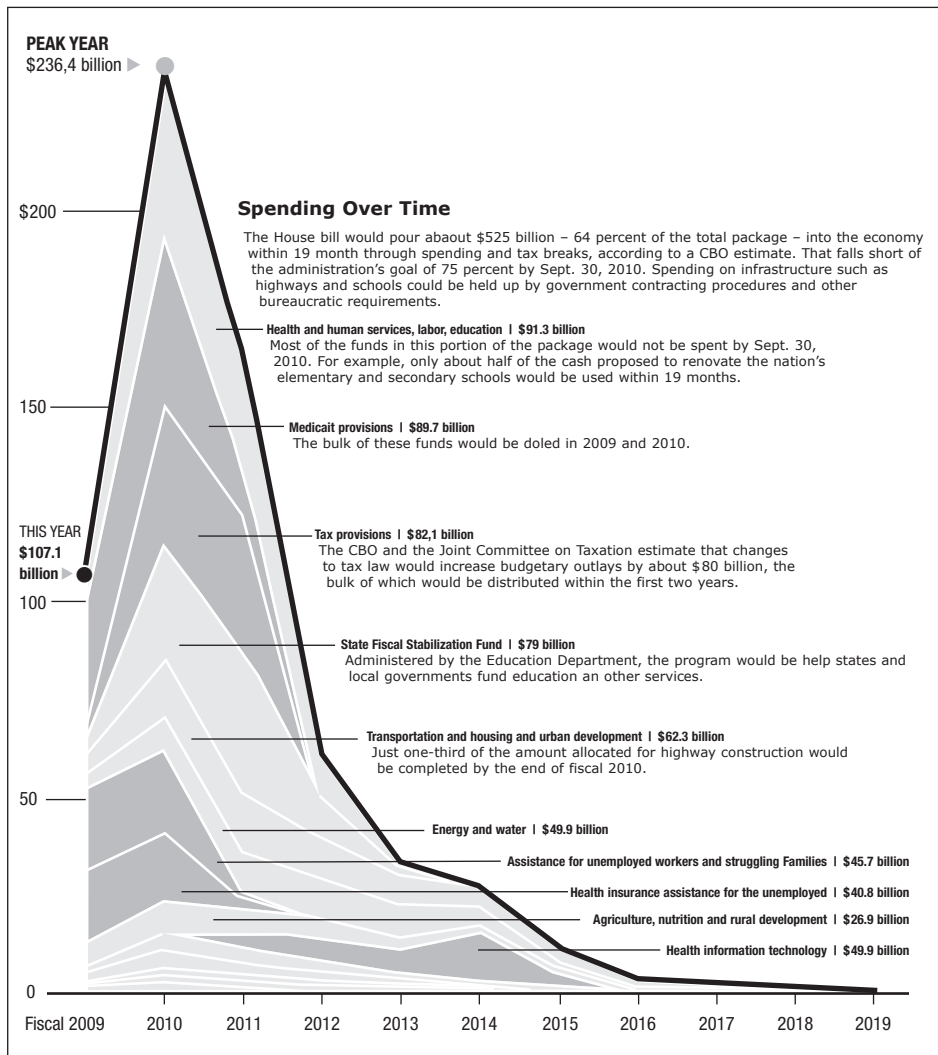
**Innerhalb kurzer Zeit seit dem Ausbruch der Finanzkrise weist das BSP der USA deutliche Bremsspuren auf**

## **STEUERERLEICHTERUNGEN VS. HÖHERE STAATSAUSGABEN**

Einen breiten Raum nimmt in der Diskussion in den USA dabei die Frage ein, ob Steuererleichterungen in diesem Zusammenhang wirksamer seien als zusätzliche Ausgaben. *Fiscally Conservatives* plädieren für Steuererleichterungen, Demokraten eher für höhere Ausgaben.

Steuererleichterungen haben den wesentlichen Vorteil, dass sie viel rascher wirksam sein können als zusätzliche Staatsausgaben. Das gerade beschlossene Stimulusprogramm hat eine Laufzeit von zehn Jahren, es benötigt eine gewisse Anlaufzeit bis Projekte in Auftrag gegeben werden können, der Höhepunkt der Ausgaben wird erst nach einiger Zeit erreicht und insgesamt werden die gesamten Ausgaben erst über eine längere Laufzeit wirksam. Nach Berechnungen des Congressional Budget Office wird das Stimuluspaket im Jahr 2009 „nur“ einen Stimuluseffekt von 185 Milliarden Dollar (einschließlich Steuererleichterungen) aufweisen, und von 399 Milliarden Dollar im Jahr 2010.

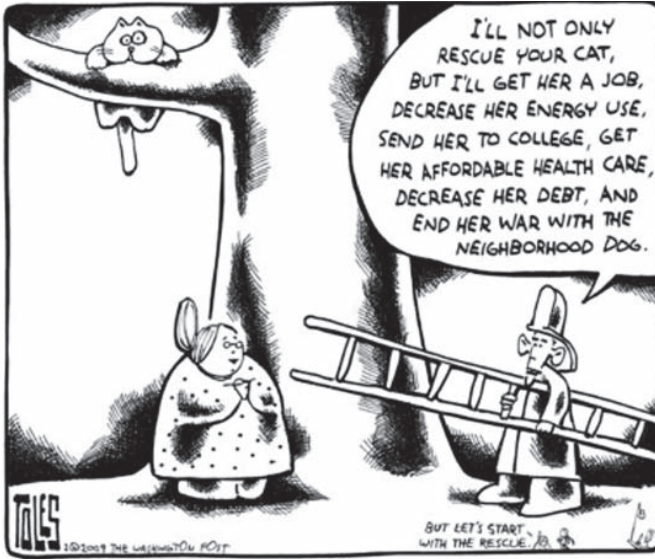
### Ausgabenverlauf im Rahmen des Stimulusprogramms Februar 2009



Quelle: *Washington Post*

Oft haben in der Vergangenheit diese Verzögerungen bei Konjunkturprogrammen dazu geführt, dass der höchste Stimuluseffekt erst zu verzeichnen war, nachdem die Konjunktur bereits wieder in Schwung gekommen war. Mit der Folge, dass die Kapazitäten noch knapper wurden und der inflationäre Druck anstieg. Offen ist natürlich, wie rasch die Konjunktur nach dem gegenwärtigen Einbruch wieder anspringt.

Andererseits wird angeführt, zusätzliche Staatsausgaben seien Steuererleichterungen wegen des höheren Multiplikatoreffektes überlegen. Das hängt natürlich sehr von der Höhe der



*Washington Post*

Sparquote der privaten Haushalte und der Art der Finanzierung der zusätzlichen Staatsausgaben ab. Finanziert der Staat die zusätzlichen Ausgaben über ein höheres Defizit, sind die stimulierenden Wirkungen tendenziell größer. Höhere Steuereinnahmen zur Reduzierung des Budgetdefizits wirken dagegen kontraproduktiv. Der Multiplikatoreffekt steigt außerdem, je geringer die Sparquote ist. In den letzten Jahren lag die Sparquote der Privaten in den USA bei Null, im letzten Quartal 2008 stieg sie allerdings deutlich an, was also den Multiplikatoreffekt zusätzlicher Staatsausgaben dämpfen wird. Außerdem hängt die stimulierende Wirkung zusätzlicher Staatsausgaben vor allem auch von der Aufteilung in Investitions- und Konsumausgaben ab. Höhere Ausgaben für den Konsum haben nur eine einmalige Wirkung. Investitionen weisen dagegen einen Multiplikatoreffekt auf.

Insgesamt ist also mehr als fraglich, ob Stimulus- und Bailout-Programme die erhofften Wirkungen zeigen werden. Natürlich kann man von der Politik nicht erwarten, dass sie untätig bleibt und dem wirtschaftlichen Niedergang nur zusieht. Andererseits bietet auch die Wirtschaftsgeschichte kaum Handlungsanweisungen zur Bekämpfung dieser Krise. Selbst hochrangige Politiker in den USA geben mitunter im internen Kreis zu, dass sie eigentlich kein Rezept zur Bekämpfung der Krise haben. Vielmehr hat man den Eindruck, dass sie so viele Programme wie möglich entwerfen in der Hoffnung, dass sich

**Selbst hochrangige Politiker in den USA geben mitunter im internen Kreis zu, dass sie eigentlich kein Rezept zur Bekämpfung der Krise haben.**

die eine oder andere Maßnahme als zündende Idee erweisen könnte und dass das schiere Ausmaß der aufgewendeten Mittel irgendwann seine Wirkung entfalten wird. Letztlich stolchert man jedoch nur mit dem Stock im Nebel.

Das Manuskript wurde Ende März 2009 abgeschlossen.