

RAGHURAM G. RAJAN

# FAULT LINES

» VERWERFUNGEN «

**Warum sie noch immer die Weltwirtschaft  
bedrohen und was jetzt zu tun ist**

FBV

» *Fault Lines*  
muss man  
gelesen haben! «  
Nouriel Roubini

zu befolgen, ein besseres Verständnis der Fehlentwicklungen zu gewinnen und anschließend einige harte politische Entscheidungen zu skizzieren, die die wahren Ursachen dieser und möglicher zukünftiger Krisen bekämpfen.

Zur Gewinnung dieses Verständnisses wollen wir dort beginnen, wo nach breiter Auffassung die Wurzeln der jüngsten Krise liegen.<sup>4</sup> Diese Krise ist zum Teil ein Kind früherer Krisen. Ende der 1990er-Jahre beschloss eine Reihe von Entwicklungsländern (aus Gründen der Kürze verwende ich den Begriff »Entwicklungsland« für Länder mit einem relativ niedrigen Pro-Kopf-Einkommen und »Industrieland« für Länder mit einem hohen Pro-Kopf-Einkommen), die sich früher – angetrieben von Auslandskrediten – in regelmäßigen Abständen in Ausgabenexzesse gestürzt hatten, ab sofort eisern zu sparen. Auch Japan, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, befand sich damals in einer zunehmenden Rezession. Damit sich die Weltwirtschaft nicht deutlich abkühlte, musste irgendjemand anderes in die Bresche springen und ausgiebig konsumieren oder investieren. Die gute Nachricht für alle konsumwilligen Länder war, dass die inzwischen hohen Überschussersparnisse der Entwicklungsländer und Japans, die kurz darauf von den Exportüberschüssen Deutschlands und der ölproduzierenden Länder ergänzt werden sollten, zur Finanzierung ihrer Kaufkraft zur Verfügung standen.

Ende der 1990er-Jahre waren dieser »irgendjemand« Unternehmen aus den Industrieländern, die sich in ausgesprochener Investitionslaune befanden, vor allem auf den Gebieten der Informationstechnologie und Kommunikation. Unglücklicherweise folgte auf diesen Investmentboom, der als Dotcom-Blase bekannt ist, Anfang des Jahres 2000 ein Zusammenbruch, in dessen Verlauf die Unternehmen ihre Investitionen dramatisch zurückfuhren.

Mit zunehmender Abkühlung der US-Wirtschaft wechselte die Federal Reserve Bank in den Schnellgang und nahm eine drastische Zinssenkung vor, in der Hoffnung, die niedrigen Zinsen würden der Konjunktur in zinssensiblen Wirtschaftssektoren wieder Auftrieb geben. Üblicherweise bedeutet das eine Wiederankurbelung der Investitionen, aber

die Unternehmen hatten bereits überinvestiert und sahen keinerlei Anreiz, noch mehr zu investieren. Stattdessen führten die niedrigen Zinsen dazu, dass die amerikanischen Privathaushalte vermehrt Häuser kauften. Das wiederum führte zu stark ansteigenden Immobilienpreisen, die ihrerseits die Investitionen in Wohnimmobilien anheizten. Ein erheblicher Anteil der zusätzlichen Nachfrage stammte von einem völlig neuen Bevölkerungssegment mit schlechter Kreditbewertung beziehungsweise negativer Kredithistorie – die sogenannten Subprime- und Alt-A-Segmente –, das nun Zugang zu Krediten hatte, die ihm bis dahin verwehrt gewesen waren. Darüber hinaus konnten die Kreditnehmer aus dem Subprime-Segment ihre Kredite aufgrund der steigenden Immobilienpreise zu niedrigen Zinssätzen refinanzieren (und somit den Zahlungsausfall verhindern), selbst wenn sie das bereits gebildete Immobilienkapital für Konsumzwecke entnahmen. Vielen erschien die Notwendigkeit, ihre Kredite zurückzuzahlen, als eine ferne und unwahrscheinliche Möglichkeit.

Die Geldflut, die sich bis vor die Türen der Kreditnehmer ergoss, stammte zum Teil von Investoren in weit entlegenen Ländern, die dieses Geld mit dem Warenexport in die USA verdient hatten und die Konsumgewohnheiten der amerikanischen Bevölkerung finanzierten. Doch auf welche Weise war der Zahnarzt in Stuttgart an der Vergabe von Immobilienhypotheken an Kreditnehmer mit schlechter Bonität in Las Vegas beteiligt? Der deutsche Zahnarzt konnte natürlich keine direkten Kredite vergeben, weil die Kosten für die Recherchen über die Kreditwürdigkeit von Kreditnehmern aus Las Vegas, die Verfahren zur Anpassung der Kredite an alle lokalen rechtlichen Anforderungen, das Zahlungsmanagement und die Einleitung der entsprechenden Schritte bei Zahlungsausfall viel zu hoch waren. Außerdem war das Zahlungsausfallrisiko jedes einzelnen Subprime-Kreditnehmers vermutlich wesentlich höher, als es das Nervenkostüm eines konservativen Zahnarztes zugelassen hätte.

An diesem Punkt kam der hoch entwickelte US-Finanzsektor ins Spiel, der mithilfe der Verbriefung viele dieser Risiken und Sorgen minimierte. Waren die Hypothekenkredite von Subprime-Kreditnehmern mit Hypothekenkrediten aus anderen Gebieten zu einem Paket verschnürt, ließ

die Diversifizierung das Risiko sinken. Außerdem konnten die Anteile an dem Forderungspaket mit dem höchsten Risiko an Kunden verkauft werden, die in der Lage waren, dieses Risiko zu bewerten, und außerdem entsprechend risikofreudig waren, während die sichersten mit Triple-A bewerteten Anteile direkt an den ausländischen Zahnarzt oder seine Bank verkauft werden konnten.

So schloss der US-Finanzsektor die Kluft zwischen den übertrieben konsumfreudigen und überstimulierten USA und dem konsumscheuen und unterstimulierten Rest der Welt. Gestützt wurde dieses Gebäude vom Immobilienboom. Durch den Neubau von Wohnhäusern und den Verkauf bestehender Immobilien entstanden neue Arbeitsplätze in der Bauindustrie, im Immobilienmaklergeschäft und in der Immobilienfinanzierung, während die steigenden Immobilienpreise das Immobilienkapital lieferten, um alte Kredite zu refinanzieren und neuen Konsum zu finanzieren. Andere Länder konnten sich aus der heimischen Konjunkturkrise befreien, indem sie ihre Waren an die scheinbar unersättlichen US-Konsumenten exportierten, während sie den USA gleichzeitig das Geld liehen, um die Importe zu bezahlen. Die Welt befand sich an einem sogenannten Sweetspot, an dem alles glücklich ineinanderfloss – nur dass dieser Zustand alles andere als nachhaltig war.

Das große Erwachen kam, als die Federal Reserve Bank die Zinssätze anhob und damit den bisher unaufhaltsamen Anstieg der Immobilienpreise, der den Kreditirrsinn untermauert hatte, abrupt bremste. Nun stellte sich heraus, dass die Qualität der Subprime-Hypotheken, die hinter den hypothekenbesicherten Wertpapieren standen, wesentlich schlechter war, als ursprünglich beworben – und ihr Wert begann zu verfallen. Überraschenderweise hatten scheinbar intelligente Banken erhebliche Anteile dieser hoch bewerteten, aber qualitativ minderwertigen Wertpapiere in ihren Bilanzen, obgleich sie gewusst haben mussten, welchen Sprengstoff sie enthielten. Und sie hatten diese Anlagen mit gewaltigen Summen an kurzfristigen Schuldentiteln finanziert. Das Ergebnis war, dass die Gläubiger der kurzfristigen Schuldtitel in Panik gerieten und den Banken bei Fälligkeit dieser Titel eine Refinanzierung verweigerten. Einige Banken gingen pleite, andere wurden dagegen gerettet, während das gesamte System

auf den Abgrund zuwankte. Es setzte eine weltweite Rezession ein, von der sich die Weltwirtschaft nur langsam erholt.

Diese Geschichte lässt allerdings viele Fragen unbeantwortet. Warum floss die Geldflut aus dem Ausland in die Finanzierung von Subprime-Krediten? Warum gelang es den USA anders als Deutschland und Japan nicht, sich über Exporte aus der Rezession von 2001 zu befreien? Warum finanzieren ärmere Entwicklungsländer wie China den auf Dauer untragbaren Konsum reicher Länder wie den USA? Warum hielt die Federal Reserve Bank die Zinsen so lange auf einem derart niedrigen Niveau? Warum vergaben Banken und Hypothekeninstitute Kredite an Menschen, die kein Einkommen, keine Arbeit und keine Sicherheiten besaßen – eine Praxis, die so weitverbreitet und so üblich war, dass dafür ein eigenes Akronym entstand: Ninja-Kredite. Warum hielten die Banken, sozusagen die Würstemaker, so viele Würste für den persönlichen Konsum bereit, wenn sie doch wussten, was sie enthielten?

Ich will versuchen, alle diese Fragen in diesem Buch zu beantworten. Lassen Sie mich damit beginnen, dass ich keine singuläre Ursache als Erklärung für diese Krise nennen kann. Und somit habe ich auch nicht die eine Patentlösung, mit der sich zukünftige Krisen verhindern lassen. Eine einseitige Erklärung wäre zu vereinfachend. Genauso wie eine Serie von sich überschneidenden Verwerfungen ein heftiges Erdbeben auslösen kann, so löste das Zusammenspiel mehrerer Kräfte die jüngste Krise aus. Aus diesem Grund verwende ich auch die Metapher »Verwerfungslinien«. In der Geologie sind Verwerfungslinien Risse in der Erdoberfläche, die von zwei aufeinanderstoßenden tektonischen Platten verursacht werden. Entlang dieser Verwerfungslinien baut sich ein immenser Druck auf, der sich gelegentlich entlädt. Ich werde die Verwerfungslinien, die sich in der Weltwirtschaft gebildet haben, als Ergebnis der Reibung zwischen drei verschiedenen »Platten« beschreiben.

Die erste Kategorie an Verwerfungslinien entsteht, wenn Politik und Finanzmärkte aufeinandertreffen. Jede Finanzkrise hat letztlich politische Ursachen. Diese Ursachen sind zwar jedes Mal andere, aber nichtsdestotrotz sind sie politischer Natur, denn es sind starke politische Kräfte nötig,

um die Sicherheitskontrollen zu überwinden, die es in Industrienationen normalerweise gibt, um einen finanziellen Überschwang zu verhindern. Die zweite Kategorie an Verwerfungslinien entsteht aus dem Kontakt zwischen Ländern, vor allem Ländern mit einem übertriebenen Konsum, wie zum Beispiel die USA, und konsumschwachen Ländern, wie Deutschland, Japan und in zunehmendem Maße China. Die letzte Kategorie an Verwerfungslinien entsteht, wenn die unterschiedlichen Finanzsysteme der Welt aufeinandertreffen – vor allem wenn die transparenten, unabhängigen Finanzsysteme in Ländern wie den USA oder Großbritannien weniger transparente Finanzsysteme in einem Großteil der übrigen Welt finanzieren oder von diesen finanziert werden. Da unterschiedliche Finanzsysteme nach unterschiedlichen Prinzipien arbeiten und unterschiedliche Formen der Regierungsintervention beinhalten, neigen sie dazu, ihre gegenseitige Funktionsweise zu verzerren, wenn sie in engen Kontakt miteinander kommen. Ich will das nachfolgend näher erläutern.

### Zunehmende Ungleichheit und der Druck auf eine Ausweitung von Immobilienkrediten

Die erste Verwerfungslinie, die auch das Thema des ersten Kapitels sein wird, ist aus der wachsenden Einkommenskluft in den USA und dem politischen Druck auf eine erleichterte Kreditvergabe entstanden. Seit den 1980er-Jahren sind die Durchschnittslöhne in den USA wesentlich langsamer angestiegen als die Einkommen der Angehörigen der obersten 10 Prozent der Einkommensverteilung. Das liegt im Wesentlichen daran, dass der technische Fortschritt, der in den USA stattgefunden hat, von Arbeitnehmern zwar eine bessere berufliche Qualifizierung verlangt – während für unsere Eltern noch ein Highschool-Abschluss ausreichte, ist ein College-Abschluss heute kaum noch ausreichend für irgendeine Bürotätigkeit –, das amerikanische Bildungssystem aber nicht genügend entsprechend qualifizierte Arbeitskräfte hervorbringt. Die Probleme wurzeln in einer undifferenzierten Sozialisierung und einer ebenso undifferenzierten frühkindlichen Lernförderung sowie in Grund- und weiterführenden Schulen, die zu viele amerikanische Schüler nicht ausreichend für ein College-Studium qualifizieren.