

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

RAGHURAM G. RAJAN

FAULT LINES – VERWERFUNGEN

RAGHURAM G. RAJAN



FAULT LINES
VERWERFUNGEN

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

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie.
Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:

rajan@finanzbuchverlag.de

1. Auflage 2012

© 2012 FinanzBuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

Original edition copyright © 2010 by Princeton University Press. All rights reserved.
Die Originalausgabe erschien 2010 unter dem Titel »Fault Lines« bei Princeton University Press,
41 William Street, Princeton, New Jersey 08540 USA. All rights reserved.

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung,
vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein
anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwen-
dung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Übersetzung: Almuth Braun
Lektorat: Silke Grauenhorst
Satz: HJR, Manfred Zech, Landsberg am Lech
Druck: CPI Ebner & Spiegel, Ulm

ISBN Print 978-3-89879-685-9
ISBN E-Book (PDF): 978-3-86248-258-8

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de
www.facebook.com/finanzbuchverlag.de
www.twitter.com/finanzbuchverlag

INHALT

Danksagung	7
Einführung	9
Kapitel 1 – Gebt ihnen Kredite	39
Kapitel 2 – Wachstum über Exporte	79
Kapitel 3 – Flüchtiges Auslandskapital	112
Kapitel 4 – Ein schwaches Sicherheitsnetz	134
Kapitel 5 – Von Blase zu Blase	162
Kapitel 6 – Wenn Geld zum Maßstab aller Dinge wird	191
Kapitel 7 – Wenn Haus und Hof verwettet werden	212
Kapitel 8 – Finanzreformen	242
Kapitel 9 – Gleiche Chancen für alle	285
Kapitel 10 – Die moderne Version der Bienenfabel	313
Nachwort	347
Anmerkungen	355
Stichwortverzeichnis	375

DANKSAGUNG

Ein Buch ist fast immer das Ergebnis einer kollektiven Anstrengung, selbst wenn es nur von einem Autor geschrieben wurde. Ich verdanke viele Ideen in diesem Buch der anregenden Atmosphäre der Booth School of Business der Universität von Chicago, an der ich den größten Teil meiner wissenschaftlichen Karriere verbracht habe. Auch die Beiträge, die ich gemeinsam mit Douglas Diamond und Luigi Zingales verfasst habe, sind für einige der in diesem Buch vorgestellten Konzepte von maßgeblicher Bedeutung. Auch die Anmerkungen von Anil Kashyap, Richard Posner, Amit Seru und Amir Sufi waren sehr hilfreich. Besonderen Dank schulde ich Viral Acharya von der Stern School of Business der Universität von New York, der mir sehr ausführliche Kommentare zu den Kapiteln über Finanzen gab. Außerdem habe ich sehr von Gesprächen mit Marshall Bouton, John Cochrane, Arminio Fraga, Shrinivas Govindarajan, David Johnson, Randall Kroszner, Charles Prince, Edward Snyder, Joyce van Grondelle, Robert Vishny, Martin Wolf und Naomi Woods profitiert. Und ich danke Rishabh Sinha und Swapnil Sinha für ihre Rechercheassistenten.

Die Zeit, die ich von August 2003 bis Dezember 2006 beim Internationalen Währungsfonds verbracht habe, hat mich viel über die politischen Aspekte der internationalen Finanzen gelehrt. Ich habe sehr viel von Anne Krueger und Rodrigo de Rato gelernt, aber auch von meinen Kollegen in der Forschungsabteilung des IWF, vor allem von Timothy Callen, Charles Collyns, Kalpana Kochhar, Paolo Mauro, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Eswar Prasad, David Robinson und Arvind Subramanian. Ken Rogoff, mein Vorgänger am IWF, hat sich stets großzügig Zeit genommen und ist eine Quelle wertvoller Ratschläge gewesen.

Setz Ditchik, mein Lektor von der Princeton University Press, hat meine Ideen auf unschätzbare Weise zu einem kohärenten Buch geformt. Der Direktor Peter Dougherty hat im Verlauf der Buchentstehung große Unterstützung geleistet. Außerdem danke ich den anderen Mitarbeitern von

Princeton University Press sowie den Mitgliedern von Princeton Editorial Associates, die zur Veröffentlichung dieses Buches beigetragen haben.

Dieses Buch wäre ohne die Unterstützung, den Ansporn, die Ratschläge und ausführlichen Anmerkungen meiner Frau Radhika nicht entstanden. Sie ist mir auf dem ganzen Weg stets eine echte Partnerin gewesen. Und schließlich danke ich meinen Kindern Tara und Akhil, dass sie mein großes Arbeitsvolumen ausgehalten haben. Vielleicht waren sie sogar ganz froh, weil ich ihrem Leben dadurch keine ungeteilte Aufmerksamkeit widmen konnte. Auf jeden Fall geben mir die beiden allen Grund zu versuchen, die Welt für die kommenden Generationen zu verbessern.

Chicago, Februar 2010

EINFÜHRUNG

Der Finanzkollaps des Jahres 2007 und die »Große Rezession«, die anschließend einsetzte, trieben viele Ökonomen in die Defensive. Nachrichtenprogramme, Magazine, Experten und sogar die Königin von England stellten mit wenigen Variationen alle dieselbe Frage: Warum haben Ökonomen die Ereignisse nicht kommen sehen? Einige Wirtschaftsexperten schrieben Artikel oder veranstalteten Konferenzen, um zu untersuchen, wie es hatte passieren können, dass sie mit ihren Prognosen so falsch lagen; andere holten zu einer umfassenden Verteidigungsrede für ihre Profession aus.¹ Für viele, die den Grundannahmen der herrschenden Wirtschaftslehre stets sehr kritisch gegenübergestanden hatten, war die Krise der Beweis, dass sie die ganze Zeit recht gehabt hatten: Des Kaisers neue Kleider entpuppten sich als Schimäre und ließen den Kaiser plötzlich nackt dastehen. In der öffentlichen Wahrnehmung war das Vertrauen in die maßgeblichen Autoritäten in den Grundfesten erschüttert.

Es ist natürlich nicht richtig zu sagen, niemand habe diese Krise kommen sehen. Einige Hedgefonds-Manager und Händler von Investmentbanken richteten ihre Anlagestrategien entsprechend aus, anstatt große Reden zu schwingen. Einige Regierungsvertreter und Vertreter der Federal Reserve Bank drückten ihre tiefe Sorge aus. Eine Reihe von Ökonomen, wie zum Beispiel Ken Rogoff, Nouriel Roubini, Bob Shiller und Bill White sprachen wiederholte Warnungen über das hohe Preisniveau von US-Wohnimmobilien und die hohe Verschuldung der amerikanischen Privathaushalte aus. Der Historiker Niall Ferguson zog Parallelen zu vergangenen Boomzeiten, die in großem Katzenjammer geendet hatten. Das Problem war nicht, dass niemand vor den heraufziehenden Gefahren gewarnt hätte, sondern dass diejenigen, die von der überhitzten Wirtschaft profitierten – und dazu gehörten viele Menschen –, kaum Anreize hatten, den Kassandrarufer Aufmerksamkeit zu schenken. Kritiker wurden oft als genau das gebrandmarkt: als Kassandra oder als »Perma-Bears«, wie es in Finanzkreisen heißt. Der Vorwurf, der allen Kritikern gemacht wurde, lautete, dass sie natürlich irgendwann recht behalten würden, wenn sie lan-

ge genug einen Abschwung prophezeiten – so wie auch eine kaputte Uhr zweimal am Tag die richtige Uhrzeit anzeigt. Ich weiß das, weil ich eine dieser Kassandras war.

Jedes Jahr kommen die Spitzenvertreter der weltweiten Zentralbanken für drei Tage in Jackson Hole, Wyoming, zusammen, wo sie mit Analysten aus dem Privatsektor, mit Ökonomen und Finanzjournalisten über eine Reihe Themenpapiere diskutieren, die speziell für diese Konferenz erarbeitet wurden. Nach jedem Konferenztag unternehmen die Teilnehmer ausgedehnte Wanderungen durch den wunderschönen Grand Teton National Park, wo sie inmitten einer beeindruckenden Berglandschaft über ihre Arbeit als Zentralbankpräsidenten sprechen: So diskutieren sie vor dem Hintergrund rauschender Bergbäche intensiv über den Wicksell'schen Prozess.

Die Jackson-Hole-Konferenz von 2005 war die letzte, an der der damalige US-Notenbankchef Alan Greenspan teilnahm. Das vorherrschende Thema der Konferenz war daher das Vermächtnis der Greenspan-Ära. Damals war ich Chefökonom des Internationalen Währungsfonds, beurlaubt von der University of Chicago, an der ich fast 20 Jahre Bank- und Finanzwesen gelehrt hatte. Ich wurde gebeten, einen Vortrag darüber zu halten, wie sich der Finanzsektor während der Amtszeit Alan Greenspans als oberster Währungshüter entwickelt hatte.

Damals beschrieb ein typischer Aufsatz über den Finanzsektor in atemloser Prosa das dramatische Wachstum der Finanzmärkte weltweit. Üblicherweise betonte er die Wunder der Verbriefung, die es Banken erlaubte, ihre riskanten Immobilien- oder Kreditkartenkredite zu Paketen zu schnüren und Anteile an diesen Paketen an den Finanzmarkt zu verkaufen. Die Verbriefung ermöglichte es den Banken, die riskanten Kredite aus ihren Büchern zu nehmen. Gleichzeitig ermöglichte sie langfristigen Finanzinvestoren, wie zum Beispiel Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften, kleine Anteile an diesen riskanten Paketen zu erwerben, die sie dank ihres langen Investitionshorizonts und ihrer diversifizierten Asset-Portfolios leichter halten konnten als Banken. Da das Risiko dieser Papiere auf viele finanzkräftige Schultern verteilt wurde, sollte die Rendite,

die Investoren für die Akzeptanz des Risikos verlangten, theoretisch sinken, was den Banken wiederum erlaubte, niedrigere Kreditratenzahlungen anzubieten und die Kreditvergabe auf breitere Bevölkerungsschichten auszuweiten.

Im Rahmen der Vorbereitung meines Vortrags bat ich meine Mitarbeiter, Grafiken und Tabellen zu erstellen. Als wir sie durchsahen, fielen mir einige auf, die merkwürdig erschienen. Das waren grafische Darstellungen der unterschiedlichen Messgrößen für das Risiko großer US-Banken, und sie deuteten darauf hin, dass das Risiko der Banken im Verlauf des letzten Jahrzehnts eher gestiegen als gesunken war. Das war überraschend, denn wenn Banken ihre riskanten Kredite aus der Bilanz nehmen konnten, hätten sie eigentlich sicherer werden müssen. Schließlich erkannte ich, dass ich die Kardinalsünde eines Ökonomen beging, nämlich von *ceteris paribus* auszugehen, das heißt, anzunehmen, dass außer dem untersuchten Phänomen – in diesem Fall die Verbriefung – alles andere unverändert bleiben würde. Üblicherweise bleibt aber nicht alles gleich. Wie ich später erklären werde, hatten insbesondere die Deregulierung sowie Entwicklungen wie die Verbriefung dafür gesorgt, dass der Wettbewerb angeheizt wurde, wodurch der Anreiz für Banker (und Finanzmanager im Allgemeinen) gestiegen war, komplexere Risikoformen einzugehen.

Nachdem ich das erkannt hatte, schrieb sich der Aufsatz praktisch von alleine und trug den Titel: »Hat die finanzielle Entwicklung die Welt riskanter gemacht?« Und so berichtete das *Wall Street Journal* in einem Artikel aus dem Jahr 2009 über meinen Vortrag auf der Konferenz von Jackson Hole:

Die Anreize im Finanzsektor waren völlig verzerrt: Finanzjongleure strichen hohe Boni für Gewinne ein und wurden für Verluste kaum bestraft, so Rajan. Das spornte Finanzgesellschaften dazu an, in komplexe Produkte zu investieren, die potenziell hohe Renditen boten, gelegentlich aber zu spektakulären Verlusten führen konnten. Rajan wies dabei insbesondere auf »Credit Default Swaps« hin, die gegen Zahlungsausfälle auf Anleihen versichern sollen. Rajan zufolge erzielten Versicherungsgesellschaften und andere Investoren hohe

Renditen mit dem Verkauf dieser strukturierten Finanzinstrumente, die dem Anschein nach nur mit einem geringen Risiko behaftet waren, wengleich die Verluste im Falle eines womöglichen Zahlungsausfalls immens hoch sein konnten.

Rajan argumentierte zudem, da die Banken einen Anteil ihrer selbst erschaffenen Kreditsicherheiten in ihren Büchern hielten, sei das Bankensystem als Ganzes bedroht, falls diese Papiere notleidend würden. Seinen Worten zufolge würden sich die Banken in diesem Fall nicht mehr gegenseitig trauen. »Der Interbankenmarkt könnte austrocknen und das könnte durchaus zu einer ausgewachsenen Finanzkrise führen.«

Zwei Jahre später ist genau das passiert.«²

Diese Prognose erforderte damals kein besonderes Vorauswissen; ich verband mithilfe von Rahmenkonzepten, die meine Kollegen und ich entwickelt hatten, lediglich die vorhandenen Anhaltspunkte, um zu sehen, was tatsächlich geschah. Was ich allerdings nicht voraussah, war die Reaktion des normalerweise höflichen Publikums. Ich übertreibe kaum, wenn ich sage, dass ich mich wie einer der allerersten Christen fühlte, der sich versehentlich in eine Zusammenkunft halb verhungertes Löwen begeben hatte. Als ich das Podium verließ, nachdem ich (bis auf einige rühmliche Ausnahmen) von nicht wenigen der anwesenden Koryphäen harsch angegriffen worden war, fühlte ich mich unbehaglich. Nicht wegen der Kritik an sich – nach Jahren erhitzter Debatten in Fakultätsseminaren hat man normalerweise eine dicke Haut, denn wenn Sie sich alles, was Ihre Zuhörer so von sich geben, zu Herzen nehmen, würden Sie nie mehr irgendetwas veröffentlichen –, sondern weil die Kritiker zu ignorieren schienen, was sich direkt vor ihren Augen abspielte.

Das Problem war, dass mein Vortrag ein Misston in der allgemeinen Botschaft darstellte. Es war August 2005 und einige der vorhergehenden Vorträge hatten sich auf die aktuelle Frage konzentriert, ob Alan Greenspan der beste Zentralbankvorsitzende aller Zeiten oder nur einer der besten war. Jemand, der plötzlich alles infrage stellte und andeutete, die Situation sei möglicherweise nicht so rosig wie angenommen, und eine bessere Regulierung der Finanzmärkte forderte, konnte kaum eine Laudatio

erwarten, vor allem angesichts Greenspans bekannter Skepsis gegenüber der Effektivität von Regulierungen. Zum Teil war die Reaktion defensiv: War es nicht die Schuld der Regulierer, die an den Schalthebeln schiefen, wenn der Finanzsektor derart auf Abwege geraten war? Und zum Teil war sie überheblich. Die Federal Reserve Bank hatte die Rezession in den Jahren 2000 und 2001, die von der geplatzten Dotcom-Blase ausgelöst worden war, erfolgreich bekämpft und glaubte zu wissen, wie sie das System relativ schmerzlos retten konnte, falls es erneut in Schwierigkeiten geriet.

Zwar machte ich mir in meinem Vortrag über die Anreize im Bankwesen und die regulatorischen Motive im Anschluss an die Krise Sorgen – es hatten sich inzwischen viele weitere Kommentatoren und Regulierer meiner Sichtweise angeschlossen –, aber ich glaube inzwischen, dass das nur die Spitze des Eisbergs ist. Die wahren Ursachen der Krise, die wir erlebt haben, sind nicht nur breiter gestreut, sondern auch versteckter. Wir sollten der Versuchung widerstehen, uns auf die offensichtlichsten Verdächtigen einzuschließen und sie als einzige Krisenverursacher zu betrachten. Gierige Banker können mithilfe von Regulierungen in ihre Schranken verwiesen werden; unfähige Regierungsvertreter können ersetzt werden. Das sind jedoch bequeme Bauernopfer, weil sie sich leicht als Schuldige ausmachen lassen und weil man etwas gegen gesetzeswidriges Verhalten und Pflichtvergessenheit unternehmen kann. Überdies spricht das alle anderen von uns, die wir unseren Beitrag zur Entstehung dieser Krise geleistet haben, von jeder Verantwortung frei.

Wir sollten uns auch davor hüten zu glauben, hier handele es sich lediglich um eine weitere Krise von vielen, um eine, die allen früheren finanziellen Krisen ähnelt, nur dass dieses Mal der Immobilienmarkt und Auslandskapitalströme im Mittelpunkt stehen. Zwar weisen alle finanziellen Krisen in ihren Fehlentwicklungen breite Ähnlichkeiten auf, diese Krise betraf jedoch das nach Wahrnehmung vieler am höchsten entwickelte Finanzsystem der Welt.³ Was geschah mit den üblichen regulatorischen Kontrollen? Wo war die Disziplin, zu der die Märkte normalerweise zwingen? Was geschah mit dem Selbsterhaltungstrieb des Privatsektors? Ist das System des freien Unternehmertums grundsätzlich erschüttert? Diese Fragen würden sich nicht stellen, wenn es sich »nur um eine weite-

re« Krise der aufstrebenden Märkte handeln würde – wobei wir uns angesichts der Kosten dieser Krise keine leichten oder falschen Antworten leisten können.

Zwar halte ich die grundsätzlichen Ideen des Systems des freien Unternehmertums für solide, aber die Verwerfungslinien, die die Krise ausgelöst hat, sind in der Tat systemischer Natur. Ihre Ursachen lassen sich nicht allein an konkreten Personen oder Institutionen festmachen; tatsächlich ist die Liste der Krisenverantwortlichen wesentlich länger: Dazu gehören einheimische Politiker, ausländische Regierungen und Menschen wie Sie und ich. Was uns überdies den Blick trübte, war keine kollektive Hysterie oder Manie. Erschreckenderweise tat jeder Einzelne von uns das, was angesichts der bestehenden Anreize vernünftig und nachvollziehbar erschien. Zwar häuften sich die Hinweise, dass sich die Dinge in die falsche Richtung entwickelten, aber da es letztlich nie Gewissheit gibt, hielten wir uns alle an der Hoffnung fest, dass es schon gut gehen würde – denn das war in unserem Interesse. Unser kollektives Verhalten brachte die Weltwirtschaft jedoch an den Rand des Abgrunds, und das könnte erneut geschehen, wenn wir nicht erkennen, was genau falsch gelaufen ist, und die richtigen Schritte zur Korrektur der Fehlentwicklungen unternehmen.

In der Weltwirtschaft gibt es tiefe Verwerfungslinien, die entstanden sind, weil in einer integrierten Wirtschaft und in einer integrierten Welt die Dinge, die für den Einzelnen am besten sind, nicht immer gut für das System sind. Die Verantwortung für einige der gefährlicheren Verwerfungslinien liegt nicht bei der Wirtschaft, sondern der Politik. Unglücklicherweise wussten wir nicht, wo diese Verwerfungslinien verliefen, bis die Krise sie sichtbar machte. Jetzt wissen wir es besser, aber es besteht die Gefahr, dass wir sie weiterhin ignorieren. Heute schwören Politiker: »Nie wieder!«, aber sie konzentrieren sich naturgemäß nur auf einige wenige Sündenböcke. Das liegt nicht nur daran, dass sich das System nur sehr schwer verändern lässt, sondern auch daran, dass die Politiker feststellen könnten, dass einige der Verwerfungslinien mitten durch sie hindurch führen. Richtiges Handeln wird besonders schwierig, wenn eine schnelle Wirtschaftserholung die Anreize zur Beibehaltung des Status quo verstärkt. Dieses Buch ist daher der Versuch, die Warnungen aus dieser Krise

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.⁴ 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.

Die tagtäglich spürbaren Konsequenzen für die Mittelschicht sind stagnierende Gehälter bei zunehmender Arbeitsplatzunsicherheit. Die Politiker fühlen die Belastung ihrer Wähler, aber es ist äußerst schwierig, die Qualität der Bildung zu verbessern, weil das auf einem Gebiet, auf dem zu viele Eigeninteressen auf dem Beibehalt des Status quo beharren, einen echten und effektiven Systemwandel erfordert. Abgesehen davon dauert es Jahre, bis sich Reformen im Bildungssektor bemerkbar machen. Sie sind daher nicht geeignet, die derzeitigen Sorgen und Ängste der Wähler zu beseitigen. Aus diesem Grund haben sich Politiker auf andere, schnellere Wege verlegt oder wurden dorthin gelenkt, um ihre Wähler zu besänftigen. Wir glauben seit Langem, dass es nicht auf das Einkommen ankommt, sondern auf den Konsum. In der Quintessenz heißt das: Wenn der Mittelschichtskonsument irgendwie seinen Konsum steigern kann, wenn er sich alle paar Jahre ein neues Auto und gelegentlich einen exotischen Urlaub leisten kann, dann wird er sich vielleicht nicht so sehr damit beschäftigen, dass sein Gehalt stagniert.

Die politische Antwort auf die zunehmende Ungleichheit – ob sie nun sorgfältig geplant wurde oder eine unbedachte Reaktion auf die Forderungen der Wählergemeinde war – bestand daher in einer Ausweitung der privaten Kreditvergabe, insbesondere auf einkommensschwache Haushalte. Die Vorteile – ein wachsender Konsum und die Entstehung neuer Arbeitsplätze – waren unmittelbar spürbar, während sich die Rechnung für diese Lösung auf einen unbestimmten Zeitpunkt in der Zukunft verschieben ließ. So zynisch es auch klingen mag, wurden Kredite im Verlauf der gesamten Geschichte von Regierungen, die unfähig sind, sich direkt mit den tiefer liegenden Ängsten und Sorgen der Mittelschicht auseinanderzusetzen, als Linderungsmaßnahme eingesetzt. Politiker finden es jedoch erbaulicher und überzeugender, das Ziel mit eindrucksvollen Worten zu verbrämen, als einfach von einer krassen Konsumsteigerung zu sprechen. In den USA war die Ausweitung des Immobilienbesitzes – ein Kernelement des amerikanischen Traums – auf Haushalte mit mittlerem und niedrigem Einkommen der gerechtfertigte Dreh- und Angelpunkt, um den sich die breiteren Ziele einer erleichterten Kreditvergabe und einer Steigerung des allgemeinen Konsums ansiedeln ließen. Das Problem entsteht, wenn das Geld, das von einer spendablen Regierung

lockergemacht wird, die mit Sicherheit die besten Absichten verfolgt, auf die Gewinnmotive eines hoch entwickelten, hoch wettbewerbsintensiven und amoralischen Finanzsektors trifft – an dieser Stelle bildet sich eine tiefe Verwerfungslinie.

Das ist selbstverständlich nicht das erste Mal in der Geschichte, dass eine Ausweitung der Kreditvergabe dazu benutzt wurde, die Sorgen einer vernachlässigten Bevölkerungsgruppe zu beschwichtigen, und es wird auch nicht das letzte Mal gewesen sein. Tatsächlich muss man nicht einmal außerhalb der USA suchen, um Beispiele dafür zu finden. Die Deregulierung und das rapide Wachstum des Bankwesens zu Beginn der 1920er-Jahre war in vielfältiger Hinsicht eine Reaktion auf die populistische Bewegung, die von kleinen und mittleren Farmbetrieben gestützt wurde, die feststellten, dass sie auf der Strecke blieben, und eine erleichterte Kreditvergabe forderten. Eine exzessive ländliche Kreditvergabe war übrigens einer der wichtigen Gründe dafür, dass während der Großen Depression so viele Banken bankrottgingen.

Exportgetriebenes Wachstum und Exportabhängigkeit

Üblicherweise braucht der schuldenfinanzierte Konsum eines Landes zwei weitere Zutaten, um funktionieren zu können: eine Reihe von Ländern, die die Konsumgüter liefern, und Länder, die die Finanzierung zur Verfügung stellen, wobei das durchaus dieselben Länder sein können. Länder wie Deutschland, Japan und in zunehmendem Maße China, das in jüngster Zeit eine rasante Entwicklung erfahren hat, lieferten die Konsumgüter. Aber wie ich in Kapitel 2 darstellen werde, ist ihre Fähigkeit, diese Güter liefern zu können, kein Ausdruck von Stärke, sondern von Schwäche in ihrem Wachstumsmuster, die in einer exzessiven Abhängigkeit von ausländischen Konsumenten besteht. Diese Abhängigkeit bildet die zweite Verwerfungslinie.

Warum sind so viele Volkswirtschaften vom Konsum in anderen Ländern abhängig? Wie ich in Kapitel 2 erklären werde, ergibt sich diese Abhängigkeit aus dem Wachstumsmodell, das diese Länder gewählt haben, um

möglichst schnell aus den Trümmern des Zweiten Weltkriegs wiederaufzuerstehen oder um sich aus der Armut zu befreien. Regierungen (und Banken) intervenierten ausgiebig in diese Volkswirtschaften, um starke Unternehmen und wettbewerbsfähige Exporteure zu schaffen, typischerweise zulasten des privaten Binnenkonsums.

Mit der Zeit schufen diese Länder einen hocheffizienten exportorientierten Fertigungssektor – Unternehmen wie Canon, Toyota, Samsung und Formosa Plastics sind weltweit anerkannte Marktführer auf ihrem jeweiligen Gebiet. Die Notwendigkeit, in Auslandsmärkten wettbewerbsfähig zu sein, hielt die Exporteure stets auf Trab. Doch während der globale Wettbewerb die schädlichen Effekte von Regierungsinterventionen in den Exportsektor begrenzte, gab es im binnenmarktorientierten Produktionssektor keine derartigen Einschränkungen. Dem Bankwesen, dem Einzelhandel, der Gastronomiebranche und Baufirmen ist es mithilfe ihres Einflusses auf die Regierungspolitik gelungen, den einheimischen Wettbewerb in ihrem jeweiligen Sektor zu beschränken. Im Ergebnis sind diese Sektoren äußerst ineffizient. Zum Beispiel gibt es keine japanische Großbank, die HSBC in ihrer globalen Reichweite Konkurrenz machen könnte; es gibt keinen japanischen Einzelhändler, der Walmart auch nur annähernd das Wasser reichen könnte, was Größe oder wettbewerbsfähige Kosten angeht, und keine japanische Restaurantkette, die McDonald's im Hinblick auf die Zahl der Franchise-Niederlassungen Konkurrenz machen könnte.

Obwohl diese Volkswirtschaften außerordentlich schnell wuchsen und sich in die Riege der reichen Nationen einreihen, begann der politisch starke, aber äußerst ineffiziente binnenmarktorientierte Sektor das intern generierte Wachstum ernsthaft zu bremsen, als der anfängliche Vorteil niedriger Löhne verschwand und der Export schwieriger wurde. Für diese Länder ist es nicht nur in normalen Zeiten schwer, aus sich selbst heraus zu wachsen, noch schwieriger ist es, in konjunkturschwachen Zeiten das Binnenwachstum ohne umfangreiche staatliche Ausgabenprogramme anzukurbeln. Der natürliche Impuls einer Regierung, die zu konjunkturfördernden Maßnahmen gedrängt wird, besteht darin, einflussreiche, aber ineffiziente einheimische Produzenten zu begünstigen, was praktisch

nichts zum langfristigen Wachstum beiträgt. Um sich aus einem Konjunkturtief zu befreien, sind diese Volkswirtschaften daher auf die Auslandsnachfrage angewiesen, insbesondere auf die direkte oder indirekte Konsumnachfrage der USA.

Die Zukunft sieht nicht viel rosiger aus. Mit der zunehmenden Überalterung ihrer Bevölkerung wird eine Veränderung für Länder wie Deutschland und Japan nicht nur immer schwieriger, auch ihre Exportabhängigkeit wird steigen. Und so, wie sich China, das in einer nicht allzu fernen Zukunft wahrscheinlich zur größten Volkswirtschaft der Welt aufsteigen wird, derzeit entwickelt, bewegt es sich auf einem ähnlich gefährlichen Pfad. China muss grundlegende Veränderungen einleiten, wenn es nicht wie die übrigen Mitglieder dieser Gruppe zu einer Belastung für die Weltwirtschaft werden, sondern der Motor des weltweiten Wachstums sein will. Leider weist derzeit alles darauf hin, dass sich diese Verwerfungslinie, die aus übertriebenen Abhängigkeiten zwischen Volkswirtschaften entstanden ist, eher noch vertieft.

Der Zusammenprall der Systeme

Die Exportnationen lieferten eine notwendige Zutat, um den schuldenfinanzierten Konsum der USA zu ermöglichen: Konsumgüter. Die zweite Zutat war die Finanzierung beziehungsweise das Kapital. Woher kam es? Das exportbasierte Wachstumsmodell bedeutet nicht automatisch, dass die Entwicklungsländer gleichzeitig die Käufer ihrer Waren finanzieren müssen. Obwohl Länder wie Korea und Malaysia ausgesprochen exportfokussiert waren, hatte ihr rasantes Wachstum in den 1980er- und frühen 1990er-Jahren umfangreiche Importe von Kapitalgütern und somit Handelsbilanzdefizite zur Folge – das heißt, sie mussten sich an den Weltkapitalmärkten Geld beschaffen, um ihre Investitionen zu finanzieren.

Mit den Finanzkrisen der 1990er-Jahre veränderte sich das, weil die Entwicklungsländer erkannten, dass die Aufnahme umfangreicher Schulden bei Industrieländern zur Finanzierung von Investitionen ein Rezept für erhebliche Probleme war. In Kapitel 3 erkläre ich die Gründe dafür; im

Wesentlichen entsteht eine tiefe Verwerfungslinie, wenn zwei unterschiedliche Finanzsysteme aufeinandertreffen, die auf unterschiedlichen Prinzipien basieren.

In den hoch wettbewerbsintensiven, unabhängigen Finanzsystemen von Ländern wie den USA und Großbritannien liegt die Betonung auf Transparenz und einer leichten juristischen Durchsetzbarkeit von Verträgen. Finanzgeber haben Vertrauen, weil sie die internen Geschehnisse ihrer Kreditnehmer sehen und verstehen können und weil sie die Gewissheit haben, dass ihre Forderungen juristisch geschützt und durchsetzbar sind. Im Ergebnis sind sie bereit, langfristige Forderungen zu halten, wie zum Beispiel Direktbeteiligungen und langfristige Schuldtitel, und den Endkreditnehmer direkt zu finanzieren, anstatt sich über Kreditvermittler, wie zum Beispiel Banken, zu engagieren. Jede Transaktion ist eine unabhängige Transaktion, und zwar in dem Sinne, dass sie sich aus sich selbst heraus rechtfertigen muss und über ein Bieterverfahren durchgeführt wird. Diese Beschreibung ist zwar in gewisser Weise eine Karikatur – in der jüngsten Krise ließ unter anderem die Transparenz sehr zu wünschen übrig –, aber sie beschreibt grob die wesentlichen Merkmale des Systems.

Im Gegensatz dazu sind die Finanzsysteme, in denen Banken- und Regierungsinterventionen im Verlauf des volkswirtschaftlichen Wachstums eine große Rolle spielten, völlig anders beschaffen. Die öffentliche Finanzinformation ist sehr begrenzt, vielleicht weil die Regierung und die Banken die Finanzströme lenken und keine öffentliche Aufsicht brauchten oder wollten. Wenngleich sich die Regierungen in den meisten dieser Länder aus der Steuerung der Finanzströme zurückgezogen haben, spielen die Banken nach wie vor eine wichtige Rolle, und Informationen werden innerhalb einer Gruppe von Systeminsidern immer noch streng gehütet. Aufgrund der kärglichen öffentlich zugänglichen Informationen findet die Durchsetzung vertraglicher Forderungen zum größten Teil innerhalb des Kontextes langfristiger Beziehungen statt. Der Schuldner zahlt den Kredit an den Gläubiger zurück oder handelt in gutem Glauben die Bedingungen neu aus, weil er in einem System, in dem Beziehungen die wertvollste Tauschwährung sind, den Verlust der Beziehungen und die negativen Konsequenzen fürchtet, die sich daraus ergeben würden.

Das bedeutet, externe Finanzgeber, vor allem Ausländer, haben wenig Chancen, in dieses System einzubrechen. Und genau das ist, was dieses System funktionsfähig macht, denn wenn ein Schuldner seine Gläubiger gegeneinander ausspielen könnte, wie es in einem wettbewerbsintensiven, unabhängigen Finanzsystem möglich ist, würde die Durchsetzung vertraglicher Forderungen in einem Beziehungssystem zusammenbrechen.

Was geschieht also, wenn Industrieländer als unabhängige Investoren gebeten werden, Unternehmensinvestitionen in einem Entwicklungsland mit einem Beziehungssystem zu finanzieren, wie es Anfang der 1990er-Jahre der Fall war? Die ausländischen Investoren, die die undurchsichtigen und intransparenten Insiderbeziehungen nicht durchschauen, machen drei Dinge: Sie minimieren ihre Risiken, indem sie nur kurzfristig Geld verleihen, damit sie ihr Geld kurzfristig wieder abziehen können. Sie vergeben Kredite in Fremdwährung und nicht in der Landeswährung des Schuldners, damit ihre Forderungen nicht von einer hohen Inlandsinflation oder einer Währungsabwertung gemindert werden können. Und sie verleihen ihr Geld über die lokalen Banken, damit die Regierung des Entwicklungslands im Zweifelsfall gezwungen ist, die Banken ihres Landes zu unterstützen, um einen breiten Wirtschaftsschaden zu vermeiden, falls die Gläubiger ihr Geld zurückfordern und die lokalen Banken nicht zahlen können. Auf diese Weise erhalten Auslandsinvestoren eine implizite Regierungsgarantie. Ihre Bereitschaft, in ein für sie intransparentes Beziehungssystem zu investieren, basiert also auf der Drohung eines erheblichen Kollateralschadens für die Wirtschaft des kreditnehmenden Landes, sollten die Schuldner ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen.

Mitte der 1990er-Jahre war das Problem in Ostasien allerdings, dass die durch diese Maßnahmen geschützten Auslandsinvestoren wenig Anreiz hatten, die Qualität der finanzierten Vorhaben zu prüfen. Und das einheimische Bankensystem, dessen Kreditvergabe bis dahin von der Regierung gelenkt und garantiert war, war selber nicht in der Lage, eine eigene sorgfältige Beurteilung vorzunehmen, insbesondere wenn die Kreditnehmer in komplexe, kapitalintensive Projekte investierten und technologisch relativ hoch entwickelt waren. Die Kreditnehmer waren offensichtlich glücklich über die leicht verfügbaren Kredite und hatten keine Lust, Fragen zu stel-

len. Wenn sich die Projekte, die von dieser schlecht gesteuerten Kreditvergabe finanziert wurden, jedoch negativ entwickelten, zogen die Auslandsinvestoren zügig ihre Gelder ab. Daher erlebten die Entwicklungsländer, die sich im Wesentlichen auf Auslandskapital zur Finanzierung ihrer Investitionen verließen, in regelmäßigen Abständen große Auf- und Abschwünge, die Ende der 1990er-Jahre in der Asienkrise kulminierten.

Diese Krisen waren sowohl verheerend als auch demütigend. Der Einbruch des indonesischen Bruttoinlandsprodukts von seinem höchsten Stand betrug zum Beispiel fast 25 Prozent und fiel damit ähnlich hoch aus wie der Einbruch, den die USA während der Großen Depression erlitten hatte. Indonesiens Wirtschaftseinbruch vollzog sich jedoch im Zeitraum von kaum einem Jahr! Als die Wirtschaft ins Bodenlose stürzte, verloren Millionen von Arbeitnehmern ihre Arbeit, ohne dass sie mit irgendeiner Unterstützung rechnen konnten. In der Folge kam es in Indonesien zu Rassenunruhen und politischem Aufruhr. Als Krönung musste ein stolzes Land, das geglaubt hatte, sich von seinen Kolonialherren befreit und ein gewisses Maß an Wirtschaftsfreiheit erlangt zu haben, mit gesenktem Kopf beim Internationalen Währungsfonds (IWF) vorstellig werden und um Kredite betteln – und sich im Gegenzug dazu verpflichten, eine lange Liste an Bedingungen zu erfüllen. Einige dieser Bedingungen wurden direkt von den Regierungen der reichen Industrieländer diktiert, die damit ihre Eigeninteressen durchsetzen wollten und in Indonesien Wut über den wahrgenommenen Souveränitätsverlust auslösten.

Es ist daher keine Überraschung, dass eine Reihe von Entwicklungsländern beschloss, sich nie wieder von internationalen Finanzmärkten (oder dem IWF) abhängig zu machen. Anstatt im Ausland Geld zu leihen, um ihre Investitionen zu finanzieren, beschlossen die Regierungen und Unternehmen der Entwicklungsländer, auf umfangreiche Investitionsprojekte und schuldenfinanziertes Wachstum zu verzichten. Darüber hinaus beschloss eine ganze Reihe von Ländern, ihre Exportgeschäfte zu verstärken, indem sie ihre Währung bewusst unterbewerteten. Mit dem umfangreichen Ankauf von Devisen, mit dem sie den Wechselkurs auf einem niedrigen Niveau hielten, bauten sie daneben enorme Devisenreserven auf, die als »Notgroschen« dienen können, falls Auslandsinvestoren

jemals wieder in Panik geraten sollten. Und so reduzierten die Entwicklungsländer Ende der 1990er-Jahre ihre Investitionen und verwandelten sich von Nettoimporteuren in Waren- und Kapitalexporthoren.

Kurz nach dem Platzen der Dotcom-Blase brachen auch die Investitionen der Unternehmen aus Industrieländern ein und die Welt geriet in eine Rezession. Da Länder wie Deutschland und Japan aufgrund ihrer ausgeprägten Exportorientierung nicht in der Lage waren, einen Beitrag zur Erholung der Weltwirtschaft zu leisten, fiel die Last, das Wachstum anzukurbeln, erneut den USA zu.

Aufschwung ohne Arbeitsplätze und der Druck auf staatliche Konjunkturanreize

Zwar lieferten die USA die notwendige Stimulierung der Weltwirtschaft, um die Rezession von 2001 zu überwinden, aber die Regierung stellte fest, dass bei diesem Aufschwung keine Arbeitsplätze geschaffen wurden – ähnlich der Wirtschaftserholung von 1991. Angesichts der kurzen Dauer der Arbeitslosenunterstützung in den USA erzeugte diese Situation einen enormen politischen Druck auf die Fortsetzung der staatlichen Konjunkturförderung, bis neue Arbeitsplätze entstehen würden. Wie ich in Kapitel 4 darlegen werde, ist ein Aufschwung ohne Schaffung von Arbeitsplätzen in den USA nicht unbedingt ein historisches Phänomen. Tatsächlich entstehen auch in dem derzeitigen Aufschwung kaum neue Arbeitsplätze. Ein Aufschwung ohne Schaffung von Arbeitsplätzen ist besonders schädlich, weil der politisch motivierte Konjunkturstimulus, der einen unwilligen Privatsektor dazu bewegen soll, Arbeitsplätze zu schaffen, dazu neigt, die Anreize zu verzerren, und das gilt besonders für den Finanzsektor. Hier bildete sich eine weitere Verwerfungslinie, die aus dem Zusammenspiel von Politik und Finanzsektor entstand, wobei diese Verwerfungslinie im Verlauf des Konjunkturzyklus variiert. Dazu eine nähere Erklärung:

Das Muster der US-Rezessionen nach 1960 bis zur Rezession von 1991 war dergestalt, dass die Wirtschaft schnell einbrach und sich genauso schnell wieder erholte. Von der Talsohle der Rezession betrug die durch-

schnittliche Zeit, bis die Wirtschaft sich auf das Vorkrisenniveau erholte, weniger als zwei Quartale, und es dauerte im Schnitt acht Monate, bis die verlorenen Arbeitsplätze wiederhergestellt waren.⁵

Die Wirtschaftsaufschwünge nach den letzten beiden Rezessionen im Jahr 1991 und 2000 bis 2001 verliefen dagegen völlig anders. Zwar erholte sich die Produktion 1991 innerhalb von drei Quartalen und im Jahr 2001 sogar innerhalb von einem Quartal, aber 1991 dauerte es 23 Monate und im Jahr 2001 38 Monate, bis die verlorenen Arbeitsplätze wiederhergestellt waren.⁶ Tatsächlich wurden während des einsetzenden Wiederaufschwungs weiterhin Arbeitsplätze abgebaut, womit sich diese beiden Wirtschaftsaufschwünge die Bezeichnung als Aufschwünge ohne Arbeitsplätze verdient haben.

Bedauerlicherweise sind die USA ganz schlecht auf Aufschwünge ohne Arbeitsplätze vorbereitet. Die Dauer der Arbeitslosenunterstützung ist wesentlich kürzer als in den meisten anderen Industrieländern: Üblicherweise beträgt sie sechs Monate. Darüber hinaus ist die Krankenversicherung oft an den Arbeitgeber geknüpft, sodass Arbeitslose neben ihren Arbeitseinkünften auch den Zugang zu einer bezahlbaren Krankenversicherung verlieren.

Die Arbeitslosenunterstützung auf wenige Monate zu begrenzen, mag angemessen gewesen sein, als sich die Konjunktur noch schnell erholte und mit einer umfangreichen Schaffung von neuen Arbeitsplätzen verbunden war. Die Sorge vor dem Verlust von Sozialleistungen, bevor eine neue Arbeitsstelle gefunden ist, mag Arbeitnehmern als Anreiz gedient haben, genauer hinzusehen und bessere Entscheidungen zu treffen, um den richtigen Arbeitgeber zu finden. Heute, da kaum neue Arbeitsplätze entstehen, hat sich ein positiver Anreiz in eine Quelle großer Unsicherheit und Ängste verwandelt, und das nicht nur unter Arbeitslosen: Selbst diejenigen, die die Arbeit haben, fürchten sich vor einem Arbeitsplatzverlust und den sozialen und wirtschaftlichen Konsequenzen.

Die Politiker ignorieren die Sorgen der Bevölkerung auf eigenes Risiko – US-Präsident Bush senior hat nach allgemeiner Auffassung seine

Wiederwahl verloren, obwohl er einen populären Krieg gewonnen hatte, weil er den Anschein erweckte, als kümmere er sich nicht um die Sorgen der Bevölkerung über den Konjunkturaufschwung ohne Arbeitsplätze, der nach der Rezession von 1991 einsetzte. Diese Lektion haben die Politiker vollumfänglich verinnerlicht. Bei der Wirtschaftserholung steht inzwischen allein die Schaffung von Arbeitsplätzen im Mittelpunkt und nicht die Produktion, und Politiker sind bereit, die Konjunktur mit fiskal- und geldpolitischen Anreizen zu stützen, bis neue Arbeitsplätze entstehen.

Theoretisch spiegelt das Demokratie im besten Sinne wider. In der Praxis führt der öffentliche Druck auf schnelle Maßnahmen dazu, dass Politiker die üblichen Kontrollen der Regierungspolitik rücksichtslos übergehen oder außer Kraft setzen. Langfristige Strategien werden unter dem Schatten einer Notsituation verabschiedet, wobei die Partei, die zum Zeitpunkt des Wirtschaftsabschwungs gerade am Ruder sitzt, ihre Lieblingsprojekte durchboxt. Das führt zu größeren Fluktuationen in der Gestaltung der Politik, als es die Wähler eigentlich wünschen. Außerdem lädt es zu einem übertriebenen Ausgabenverhalten ein und beeinträchtigt die langfristige finanzielle Gesundheit der Regierung.

In Kapitel 5 stelle ich detailliert dar, auf welche Art und Weise die amerikanische Geldpolitik von derartigen politischen Überlegungen beeinflusst wird. Selbstverständlich ist die Geldpolitik das Herrschaftsgebiet der offensichtlich unabhängigen Federal Reserve Bank, aber es bedarf schon eines sehr mutigen Zentralbankchefs, um die Politik mit einer Anhebung der Zinssätze herauszufordern, bevor die Jobmaschine wieder angelaufen ist. Es gehört sogar zum Mandat der Federal Reserve Bank, für eine hohe Beschäftigungsquote zu sorgen. Wenn die Arbeitslosenquote auf einem hohen Niveau verharrt, ist eine Lohninflation – inzwischen die vorrangige Sorge der Zentralbanken – unwahrscheinlich, sodass sich die Fed in ihrer Niedrigzinspolitik voll bestätigt fühlt. Das hat allerdings Konsequenzen: Ein Problem ist, dass eine Reihe anderer Märkte, darunter die Auslandsmärkte, auf die lockere Geldpolitik reagiert. Zum Beispiel steigt die Wahrscheinlichkeit, dass Rohstoffpreise in die Höhe getrieben werden, zum Beispiel die Preise für Öl und Metalle. Und auch die Vermö-