

R O B E R T J . S H I L L E R

Der Autor des Bestsellers „Irrationaler Überschwang“

# DIE Subprime - LÖSUNG

WIE WIR IN DIE FINANZKRISE HINEINGERATEN SIND -  
UND WAS WIR JETZT TUN SOLLTEN







R O B E R T J . S H I L L E R

Der Autor des Bestsellers „Irrationaler Überschwang“

**DIE**  
**Subprime**  
**LÖSUNG**

WIE WIR IN DIE FINANZKRISE HINEINGERATEN SIND -  
UND WAS WIR JETZT TUN SOLLTEN

**Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek**

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel  
**The subprime solution: how today's global financial crisis happened,  
and what to do about it/Robert J. Shiller**

ISBN 978-0-691-13929-6

© Copyright der Originalausgabe:

Copyright © 2008 by Robert J. Shiller. All rights reserved.

This translation published under license.

Published by Princeton University Press, 41 William Street, Princeton,  
New Jersey 08540.

© Copyright der deutschen Ausgabe:

Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller

Gestaltung und Satz: Jürgen Hetz, Börsenmedien AG, Kulmbach

Druck: CPI – Ebner & Spiegel, Ulm

**ISBN 978-3-938350-95-9**

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,  
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken  
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Für Fragen rund um unsere Bücher:

[buecher@boersenmedien.de](mailto:buecher@boersenmedien.de)

Weitere Informationen unter:

**[www.boersenbuchverlag.de](http://www.boersenbuchverlag.de)**

**BÖRSEN  MEDIEN**  
A K T I E N G E S E L L S C H A F T

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach

Tel. 09221-9051-0 • Fax 09221-9051-4444





<b>Danksagungen</b>	<b>15</b>
<b>01/Einführung</b>	<b>19</b>
<b>02/Der Immobilienmarkt historisch</b>	<b>43</b>
<b>03/Blasen-Probleme</b>	<b>53</b>
<b>04/Der Immobilien-Mythos</b>	<b>81</b>
<b>05/Rettung unter falschem Namen</b>	<b>97</b>
<b>06/Das Versprechen der finanziellen Demokratie</b>	<b>123</b>
<b>07/Epilog</b>	<b>171</b>



„Ein allgemeines reinigendes Feuer ist dringend notwendig;  
wenn wir das nicht auf geordnete, gutmütige Art  
bewerkstelligen, sodass niemandem ernster Schaden zugefügt  
wird, dann wird es, wenn es schließlich doch ausbricht,  
zu einem Flächenbrand, der noch vieles andere zerstören wird.“

– John Maynard Keynes







# **Danksagungen**



Ich bin zutiefst dankbar für den Rat von Peter Dougherty, Direktor von Princeton University Press. Er sorgte dafür, dass die Gedanken, die ich über die aktuelle Finanzkrise geäußert hatte, weiter gesponnen und zu einem kurzen Buch zusammengefasst wurden. Während ich das Buch schrieb, dachte ich viel über das Werk des verstorbenen Franco Modigliani nach, der mein erster Mentor war und der mir den gesellschaftlichen Zweck der Volkswirtschaft beigebracht hat. Es sind auch Ideen von George Akerlof eingeflossen, denn wir haben zusammen ein Buch über den animalischen Geist geschrieben, das demnächst erscheinen wird. Andere Menschen, denen ich für die Hilfe bei diesem Buch Dank schulde, sind unter anderem: Sara Greenberg, Jessica Jeffers, Bjorn Johnson, Richard Kadlick, Terry Loeb, Daniel Luskin, Arthur Nacht, Jonathan Reiss, John Shiller, T.N. Shrinivasan, Ronit Walny und James Warrick-Alexander. Ohne die hingebungsvolle Unterstützung meiner Assistentin Carol Copeland hätte ich dieses Buch nicht zeitgerecht schreiben können. Und schließlich bin ich meiner Frau, Virginia Shiller, zu Dank verpflichtet – für ihre Geduld, ihre emotionale Unterstützung und für die klugen Beiträge zu meiner Arbeit, die sie in den dreißig Jahren unserer Ehe geleistet hat.



# 01 / Einführung

Subprime-Krise ist die Bezeichnung für einen historischen Wendepunkt in unserer Wirtschaft und in unserer Kultur. Im Kern ist sie das Ergebnis einer Spekulationsblase am Immobilienmarkt, die im Jahre 2006 in den Vereinigten Staaten zu platzen begann und die inzwischen in vielen anderen Ländern Einbrüche in Form von Finanzpleiten und eines weltweiten Kreditengpasses verursacht. Die Kräfte, die von der Subprime-Krise entfesselt wurden, werden wahrscheinlich noch jahrelang um sich greifen und mit weiteren Kollateralschäden drohen. Die Störung unserer Kreditmärkte hat bereits historische Ausmaße angenommen und sie wird bedeutende wirtschaftliche Konsequenzen haben. Noch wichtiger ist, dass diese Krise fundamentale gesellschaftliche Veränderungen in Gang gesetzt hat – Veränderungen, die unser Konsumverhalten betreffen, unsere Werte, unsere Beziehungen untereinander. Von jetzt an werden wir unser Leben und unsere Geschäfte ein wenig anders führen.

Wenn wir es zulassen, dass sich diese zerstörerischen Veränderungen ungehindert entfalten, könnten sie auf Jahrzehnte hinaus nicht nur der Wirtschaft, sondern auch dem sozialen Geflecht Schaden zufügen – dem Vertrauen und dem Optimismus, die die Menschen füreinander, für ihre gemeinsamen Institutionen und für ihren gemeinsamen Lebensstil empfinden. Das soziale Geflecht an sich ist so schwer messbar, dass es gern zu Gunsten kleinerer, deutlicher getrennter Elemente und Einzelheiten übersehen wird, aber das soziale Geflecht ist tatsächlich gefährdet und es sollte im Mittelpunkt unserer Aufmerksamkeit stehen, wenn wir auf die Subprime-Krise reagieren.

Die Geschichte beweist, wie wichtig die Wirtschaftspolitik für die Erhaltung des sozialen Geflechts ist. Europa wurde nach dem Ersten Weltkrieg von einem ganz bestimmten Wirtschaftsabkommen schwer beeinträchtigt: dem Vertrag von Versailles. Dieser Vertrag,

der den Krieg beendete, erlegte Deutschland Reparationen auf, die seine Zahlungsfähigkeit weit überstiegen. John Maynard Keynes trat aus Protest aus der britischen Versailles-Delegation aus und schrieb im Jahre 1919 *Krieg und Frieden. Die wirtschaftlichen Folgen des Vertrags von Versailles*. In diesem Buch sagte er voraus, dass der Vertrag in eine Katastrophe münden würde. Keynes wurde weitgehend übergangen, der Vertrag blieb in Kraft und tatsächlich schaffte es Deutschland nicht, die auferlegte Strafe zu bezahlen. Der intensive Unmut, den der Vertrag hervorrief, war einer der Faktoren, die eine Generation später zum Zweiten Weltkrieg führten.

Eine vergleichbare Katastrophe – wenn auch nicht ganz von der gleichen Größenordnung – braut sich auch heute zusammen, denn unsere Psyche wird von ähnlichen Besorgnissen traktiert. Wieder werden Menschen, die ihre Schulden nicht zurückzahlen können, von ihren Gläubigern aggressiv verfolgt. Wieder haben sie oft das Gefühl, dass nicht sie selbst diese Situation verursacht haben, sondern dass sie das Ergebnis von Kräften ist, die außerhalb ihrer Kontrolle liegen. Wieder sehen sie um sich her wirtschaftliche Institutionen zusammenbrechen, denen sie einst vertraut hatten. Wieder haben sie das Gefühl, dass sie belogen wurden – dass ihnen übertrieben optimistische Geschichten aufgetischt wurden, die sie dazu ermuntert haben, überzogene Risiken einzugehen.

Man kann die Art und das Ausmaß des Schadens, das die derzeitige ökonomische und soziale „Entgeisterung“ und Unordnung hervorrufen werden, unmöglich voraussagen. Aber ein Gutteil davon wird sich noch auf Jahre hinaus in Form von langsamerem Wirtschaftswachstum messen lassen. Wir könnten durchaus mehrere Jahre schlechter Konjunktur erleben, ähnlich wie es beispielsweise nach den überzogenen Hypotheken-Booms in Schweden und in Mexiko Anfang der 1990er-Jahre geschah. Es könnte sogar ein

neues „verlorenes Jahrzehnt“ geben, ähnlich dem Jahrzehnt, das Mexiko nach dem Ausgabenrausch während des Erdölbooms in den 1980er-Jahren erlitt, oder dem Jahrzehnt, das Japan in den 1990er-Jahren durchmachte, nachdem die Blase des dortigen Aktien- und Häusermarktes in den 1980er-Jahren geplatzt war.

Ich behaupte in diesem Buch, dass die Immobilienblase, die die Subprime-Krise erzeugt hat, letztlich deswegen so groß geworden ist, weil wir als Gesellschaft Spekulationsblasen nicht begreifen und weil wir nicht wissen, wie wir mit ihnen umgehen sollen. Sogar intelligente, gut informierte Menschen – die mit Sicherheit wussten, dass es im Laufe der gesamten Geschichte Blasen gegeben hat und die sogar Beispiele dafür anführen konnten – erfassten üblicherweise nicht, dass der Kern des Problems darin lag, dass die Leute wie wild und völlig überzogen Wohneigentum kauften, das sie sich nicht leisten konnten. Führungspersönlichkeiten in Politik und Wirtschaft wussten weder, wie sie mit dieser Situation umgehen sollten, noch errichteten sie die neuen Finanzinstitutionen, die sie hätten bewältigen können.

Die Ansicht, die letzte Ursache der globalen Finanzkrise sei die Psychologie der Immobilienblase (mit Beiträgen der vorangegangenen Aktienblase), wurde gewiss schon vorher geäußert. Es scheint jedoch, dass sich die meisten Menschen diese Ansicht nicht genügend zu Herzen genommen haben oder dass sie zumindest nicht sämtliche Nebenwirkungen erkannt haben. Vielmehr wird in Berichten über die Krise die Schuld vollständig Faktoren wie den folgenden zugeschrieben: zunehmenden Unehrlichkeit der Vergeber von Hypothekenkrediten, der zunehmenden Gier unter den Institutionen, die Garantien liefern, den Hedgefonds und den Ratingagenturen sowie den Fehlern von Alan Greenspan, des ehemaligen Vorsitzenden der Federal Reserve.

Es ist an der Zeit zu erkennen, was passiert ist, und grundlegende Maßnahmen zur Restrukturierung der institutionellen Fundamente der Immobilien- und der Finanzwirtschaft zu ergreifen. Das bedeutet, dass sowohl kurzfristige Schritte zur Linderung der Krise als auch längerfristige Schritte unternommen werden müssen, die die Entwicklung von Blasen verhindern, die den Häuser- und die umfassenden Finanzmärkte stabilisieren und die Haushalten sowie Unternehmen mehr Sicherheit bieten – und die bei alledem neue Ideen zulassen, die die finanzielle Innovation vorantreiben.

## Die Krise in der Blase

Inzwischen hat die ganze Welt die Geschichte von den Problemen am Markt für Subprime-Hypotheken gehört, die sich in den Vereinigten Staaten im Jahre 2007 zu zeigen begannen und sich dann auf andere Länder ausbreiteten. Hauspreise und Hausbesitz boomten seit Ende der 1990er-Jahre und die Investition in ein Haus schien ein sicherer Weg zu finanzieller Sicherheit und sogar zu Wohlstand zu sein.

Der Anteil der Hausbesitzer stieg von 1997 bis 2005 in allen Regionen der Vereinigten Staaten, in allen Altersgruppen, in allen Rassegruppen und allen Einkommensgruppen. Laut U.S. Census Bureau stieg die Hausbesitzerquote in diesem Zeitraum von 65,7 auf 68,9 Prozent (das ist eine Zunahme der von ihren Besitzern bewohnten Häuser um 11,5 Prozent). Am stärksten stieg die Hausbesitzerquote im Westen, bei den unter 35-Jährigen, bei Menschen mit einem geringeren als dem mittleren Einkommen, bei der hispanischen und bei der schwarzen Bevölkerung.

Es ist ein würdiges und bewundernswertes nationales Ziel, den Hausbesitz zu fördern. Das vermittelt ein Gefühl der Teilhabe und der Zugehörigkeit, und ein hoher Anteil von Hausbesitzern kommt

einer gesunden Gesellschaft zugute. Im weiteren Verlauf dieses Kapitels zeichne ich die Entwicklung der Systeme nach, die in den Vereinigten Staaten im 20. Jahrhundert zur Förderung des Hausbesitzes eingerichtet wurden. Aber das Subprime-Dilemma in den Vereinigten Staaten zeigt auf, dass die übertriebene Förderung des Hausbesitzes problematisch ist. Trotz aller Vorteile, die der Hausbesitz hat, ist er nicht für alle Menschen unter allen Umständen die optimale Form des Wohnens. Die Wahrheit dieser Aussage lernen wir jetzt zu würdigen, denn die Hausbesitzerquote geht in den Vereinigten Staaten seit dem Jahr 2005 wieder zurück.

Wie verlief die Ereigniskette der Subprime-Krise? Übertrieben aggressive Anbieter von Hypothekendarlehen, willfährige Gutachter und selbstgefällige Kreditnehmer fütterten gemeinsam den Immobilienboom. Die ursprünglichen Hypothekengeber, die vorhatten, ihre Hypotheken an Institutionen zu verkaufen, die sie zu Wertpapieren verbrieften, machten sich über das Rückzahlungsrisiko keine Gedanken mehr. Üblicherweise unternahmen sie nur oberflächliche Anstrengungen, die Rückzahlungsfähigkeit der Kreditnehmer einzuschätzen – häufig unterließen sie es, das Einkommen der Darlehensnehmer mit dem Finanzamt abzuklären, obwohl sie unterschriebene Formulare hatten, die ihnen die Erlaubnis dafür gaben.

Manchmal verlockten Kreditgeber naive Menschen mit schlechter Kreditvorgeschichte, in dem wie ein Ballon aufsteigenden Markt der Subprime-Hypotheken ein Darlehen aufzunehmen. Diese Hypotheken wurden dann auf ausgeklügelten, aber geheimnisvollen Wegen verpackt, verkauft und an Investoren auf der ganzen Welt weiterverkauft – und das bereitete die Bühne für eine Krise von wahrhaft globalen Ausmaßen. In Kombination mit dem Anreizprozess, der in dem Verbriefungssystem automatisch enthalten war, verstärkte die Immobilienblase das subjektive Risiko und

machte einige der schlimmsten Akteure unter den Hypothekengebern noch mutiger.

Die hohen Immobilienpreise machten den Hausbau profitabel und der Anteil von Wohnungsbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Vereinigten Staaten stieg im vierten Quartal 2005 auf 6,3 Prozent und damit auf den höchsten Stand seit dem Häuserboom in den Jahren vor dem Korea-Krieg, 1950-1951. Das riesige Angebot an neuen Häusern überschwemmte den Markt und trotz der optimistischen Aussichten der landesweit führenden Unternehmen begannen die Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten im Jahre 2006 zurückzugehen. Als die Preise immer schneller sanken, sackte der Hausbau-Boom in sich zusammen.

Gleichzeitig wurden die Hypothekenzinsen auf höhere Niveaus angepasst, denn die anfängliche „Lockphase“ ging zu Ende. Viele Kreditnehmer, vor allem Subprime-Kreditnehmer, konnten nicht mehr bezahlen; häufig hatten sie mehr Schulden, als das Haus wert war oder sie konnten die gestiegenen monatlichen Raten von ihrem Einkommen nicht mehr bestreiten. Und jetzt befinden sich die Finanzinstitutionen, die sich an der scheinbar schönen neuen Welt des wachsenden Hausbesitzes und der exotischen Finanzinnovationen beteiligt hatten, zu verschiedenen Graden in Not. Die Kreditmärkte der Welt weisen Anzeichen einer Blockierung auf.

Es könnte sein, dass wir eine schwere konjunkturelle Kontraktion vor uns haben, die Härten für Millionen Menschen erzeugen könnte und die sich weit über die Subprime-Kreditnehmer hinaus ausbreiten könnte, die im Zentrum der Krise stehen. US-amerikanische Banken und Brokerhäuser haben bedeutende Verluste erlitten. Die Chefs der Citibank, von Merrill Lynch und von Morgan Stanley haben ihren Job verloren. Die Situation ist nach wie vor kritisch.

Die Krise läuft in andere Sektoren neben dem Immobilienmarkt über. Die Zahlungsausfälle auf Kreditkarten und Autokredite

nehmen bedrohlich zu. Die Bonitätseinstufungen der Versicherer von kommunalen Anleihen werden gesenkt und daraus ergibt sich die Gefahr, dass sich das Problem auf die Finanzierung der Staats- und Kommunalverwaltungen ausbreitet. Der Markt für Bankschuldverschreibungen hat einen schweren Schock erlitten und der Markt für verbrieftete Firmenkredite scheint ebenfalls in Not zu geraten.

Außerdem machte die Subprime-Krise nicht an den Grenzen der Vereinigten Staaten halt. In vielen Ländern weisen die boomenden Immobilienmärkte Anzeichen dafür auf, dass sie den Höhepunkt überschritten haben oder sich zumindest abflachen. Die Auswirkungen der Finanzkrise sind ebenfalls in andere Länder durchgesickert – das bezeugen die Fehler der IKB Deutsche Industriebank AG, der SachsenLB, der WestLB und der BayernLB in Deutschland, die Pleite von Fonds, die von BNP Paribas finanziert wurden, in Frankreich, und der Run auf die Northern Rock Building Society im Vereinigten Königreich.

Und dann sind die Probleme von außerhalb der Vereinigten Staaten wieder in das Land zurückgeflossen; sie manifestieren sich in dem fallenden Dollar, in dem scheiternden Aktienmarkt und in weiteren Finanzpleiten, vor allem im Bankrott der ehrwürdigen US-Investmentbank Bear Stearns. Diese unerbittliche Rückkopplungsschleife – Probleme laufen von den Vereinigten Staaten in den Rest der Welt und wieder zurück in die Vereinigten Staaten – ist gewiss noch nicht zu Ende gelaufen.

Die gleiche Rückkopplung scheint derzeit auch eine globale Energiekrise und eine globale Nahrungsmittelkrise zu speisen. Die spekulative Begeisterung hat zu dem Anstieg des Ölpreises auf Rekordniveaus beigetragen und eine Nachfrage nach Ethanol-Treibstoffen erzeugt, die aus Getreide gewonnen werden, was wiederum das Angebot von Nahrungsmitteln gesenkt hat. Die Getreidepreise