

# Zeitenwende an den Kapitalmärkten? Über Debt- und Assetbubbles sowie die kommende Krise der US-Wirtschaft...

**Autor: Thorsten Schulte, Frankfurt am Main, 28. Mai 2007**

**Mailadresse: [Thorsten.Schulte1@gmx.de](mailto:Thorsten.Schulte1@gmx.de)**

## **Aus dem Inhalt:**

- 2007: Die US-Wirtschaft im Würgegriff von Asset- und Debtbubbles
- Wie die Immobilienbubble der US-Wirtschaft wieder auf die Beine half
- Die Bedeutung des Immobilienmarktes für den US-Arbeitsmarkt
- Warum der Immobilienmarkt so verwundbar ist
- Aktuelle Preisentwicklung bei Häusern und Eigentumswohnungen
- Zwei Gefahren für die US-Wirtschaft in 2007
- Warum der Aktienmarkt in dieser Situation nicht helfen kann
- Ausblick

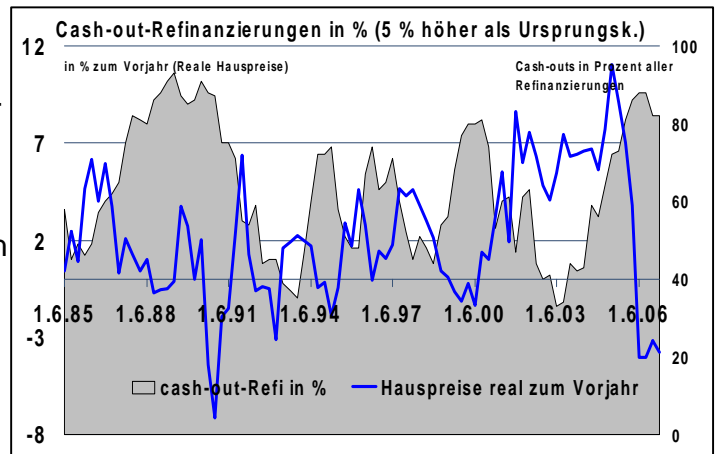
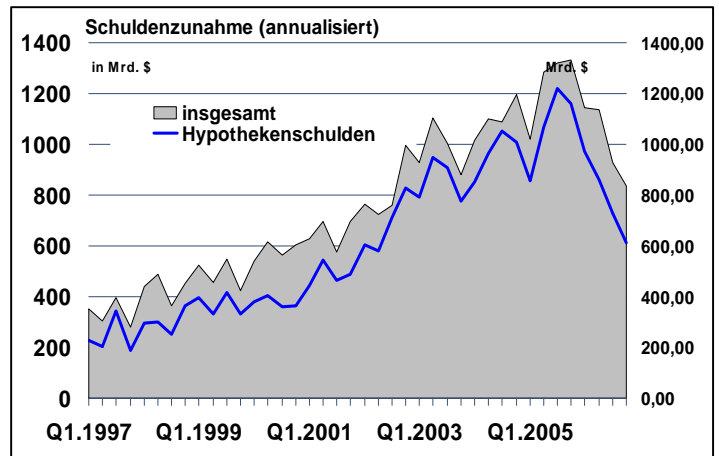
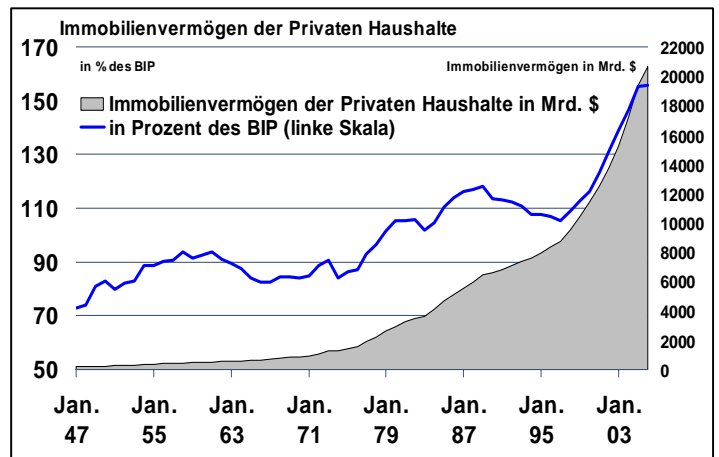
## 2007: Die US-Wirtschaft im Würgegriff von Asset- und Debtbubbles:

Das Jahr 2007 wird zeigen, inwieweit die Abschwächung des US-Immobilienmarktes die Schuldendynamik beeinträchtigen wird. Damit geriete der US-Konsument in große Nöte. Gleichzeitig droht der Rückgang der Bauausgaben viele Jobs, die in den zurückliegenden Jahren geschaffen wurden, zu vernichten. Die US-Konjunktur wird somit in 2007 auf zweierlei Weise durch das Platzen der Immobilienblase belastet. Mit dieser Denkschrift sollen die Gefahren nüchtern und sachlich aufgezeigt werden, wobei sich genaue Prognosen verbieten.

## Wie die Immobilienbubble der US-Wirtschaft wieder auf die Beine half

Noch immer wird von vielen Berufsauguren das Bestehen einer Immobilienblase verneint. Der Blick auf die nebenstehende Grafik sollte hier für Klarheit sorgen. Noch **im Jahre 2000** lag das Immobilienvermögen der Privaten Haushalte bei **11.412,6 Mrd. US-Dollar**. Im **4. Quartal 2006** waren es **stolze 20.620,8 Mrd. US-Dollar**. In Relation zum US-Bruttoinlandsprodukt waren es Ende 2006 noch nie zuvor gesehene 155,7 Prozent. Dieser Wert lag 1990 bei 113,4 %, 1980 bei 105,5 % und 1970 nur bei 84,2 %.

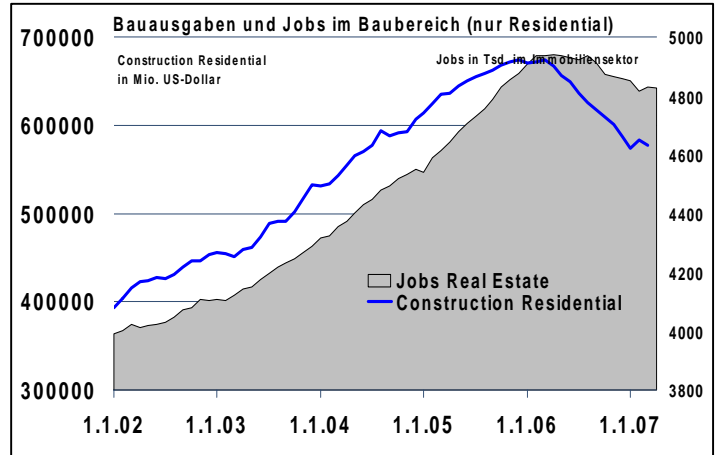
Gespeist wurde dieser Anstieg aus einer ungeheuren Zunahme der Hypothekenkredite. Alleine im Jahre 2005 stockten die US-Haushalte ihre Hypothekenkredite um 1.075 Mrd. US-Dollar auf. Der höchste Wert wurde im 3. Quartal 2005 mit 1.220,4 Mrd. US\$ auf Jahresbasis verzeichnet. Der **Schuldenbestand der US-Hausbesitzer stieg allein zwischen Ende 1999 und dem 31.12.2006 von 4.424,5 auf 9.675,7 Mrd. US\$**. 89 % aller Umschuldungen wurden im 2. Quartal 2006 (im 4. noch 84 %) von den Immobilienbesitzern genutzt, die Darlehn angesichts gestiegener Immobilienpreise aufzustocken um mehr als 5 % (Cash-outs). Die Fed schätzte 2005, dass auf diesem Weg bis zu 700 Mrd. US\$ 2005 in den Konsum flossen. So konnte die Konsumwut anhalten trotz negativer Sparquote, historisch einmalig hohem Schuldendienst, zurückgehender Realeinkommen etc.!



## Die Bedeutung des Immobilienmarktes für den US-Arbeitsmarkt:

Am Ende des Rezessionsjahres 2001 arbeiteten im US-Wohnungsbausektor gerade 3.996 Tsd., also rund 4 Millionen Menschen. Der maximale Wert wurde im Februar 2006 mit 4,94 Mio. erreicht.

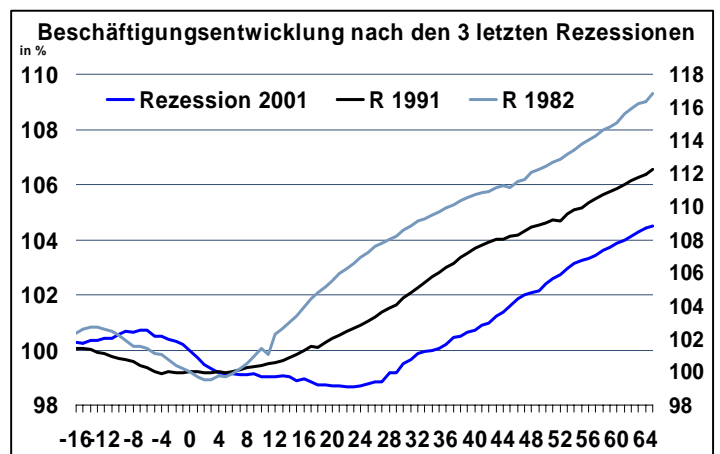
**In den Jahren 2002 bis Februar 2006** entstanden also in den unten aufgeführten drei Sektoren **ca. 940.000 Jobs**. Hinzu kommen im Sektor "Building material and garden supply stores" noch ca. 180.000 neue Jobs. Darüber hinaus sind ebenfalls nicht berücksichtigt die "Employees on Nonfarm Payrolls Furniture & Home Furnishing Stores", die von 532 Tsd. auf 595 Tsd. Jobs zugelegt haben. Laut Zeitungsberichten gibt es **über 1,2 Millionen Immobilienmakler** in den USA. Lässt man all diese Daten auf sich wirken, kann man einigermaßen ermessen, wie viele Jobs unmittelbar und mittelbar vom Immobilienmarkt betroffen sind. Die hier aufgelisteten Zahlen betreffen im Übrigen nur die unmittelbar vom US-Hausmarkt abhängigen Arbeitsplätze. Hinzu kommen die vielen Jobs im US-Einzelhandel, die vom auf der enormen Verschuldungszunahme basierenden Konsum leben. Schätzungen gehen davon aus, dass **40-50 Prozent aller nach der jüngsten Rezession entstandenen Jobs aus dem Boom des Immobiliensektors resultieren**.



### Jobs, die am privaten Immobilienmarkt hängen:

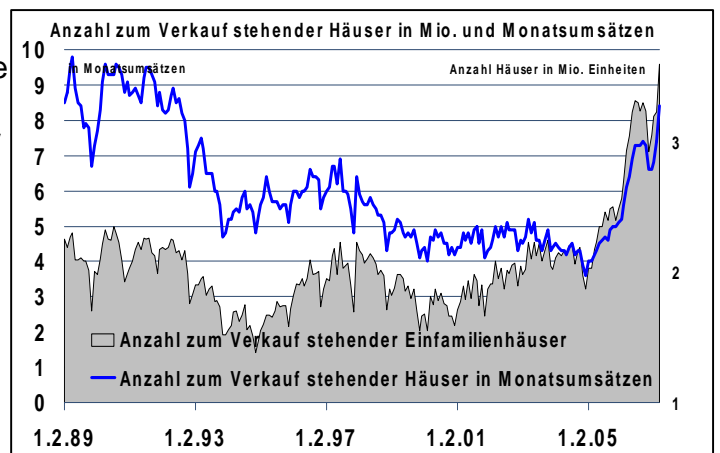
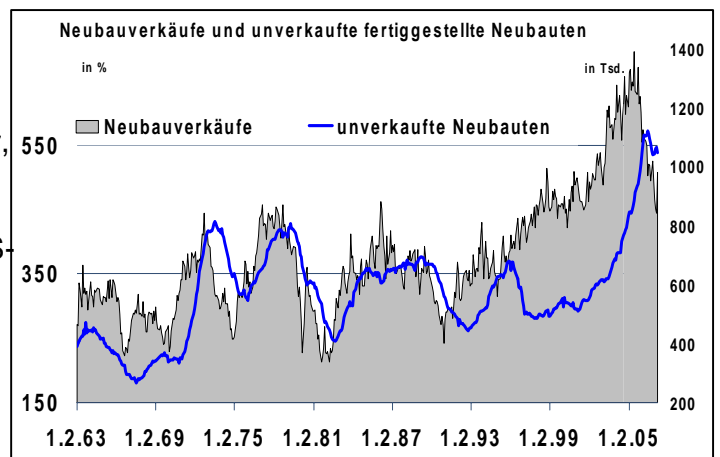
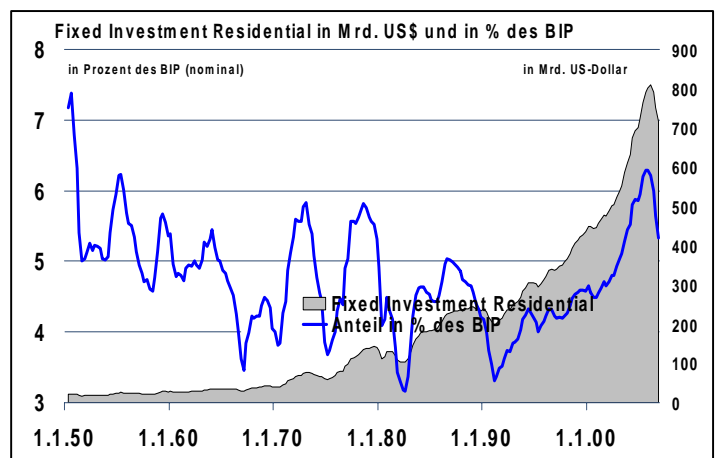
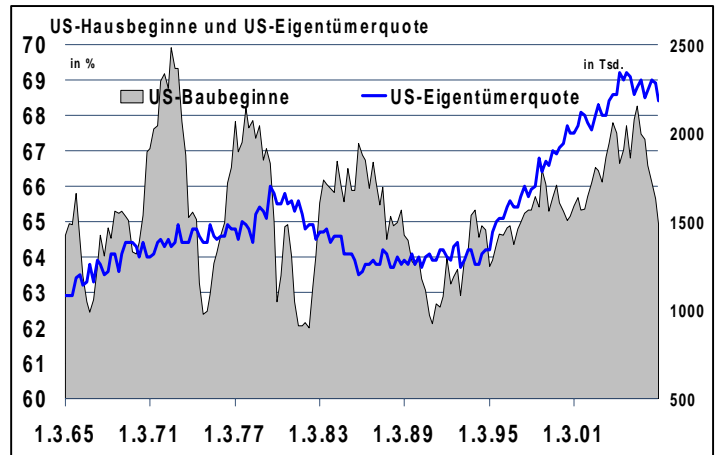
	April 2007	Hoch Feb. 2006	Jan. 2001
1. Construction of Buildings: Residential Building	996 Tsd.	1.011 Tsd.	783 Tsd.
2. Specialty trade contractors Residential specialty trade Contractors	2.307 Tsd.	2.430 Tsd.	1.818 Tsd.
3. Financial activities Real Estate	1.522 Tsd.	1.495 Tsd.	1.333 Tsd.
insgesamt:	4825 Tsd.	4.936 Tsd.	3.934 Tsd.

Der Immobiliensektor wirkte sich demzufolge enorm belebend auf den US-Arbeitsmarkt aus. **Umso enttäuschender fällt die Bilanz seit dem Ende der Rezession 2001 aus.** Die nebenstehende Grafik zeigt, dass die Dynamik weit hinter den Beschäftigungsgewinnen früherer Rezessionen zurückbleibt! (Rezessionsende = 100 %)



## Verwundbarkeit des Immobilienmarktes ist hoch:

Natürlich stellen steigende Zinsen eine Bedrohung für hoch verschuldete US-Immobilienbesitzer dar. Und selbstverständlich könnten wieder fallende Zinsen zu einer gewissen Aufhellung der Lage auf dem Häusermarkt führen. Aber bevor wir einen Blick richten auf die aktuelle Entwicklung des Marktes, sollte zur Sprache kommen, dass der Markt strukturell verwundbar ist. Warum? 69 Prozent der US-Bürger lebten im 3. Quartal 2006 in eigenen vier Wänden (siehe US-Eigentümerquote rechts). Gleichzeitig nahmen die Baubeginne in den letzten Jahren massiv zu und erreichten 2005 Spitzenniveaus der 70er und 80er Jahre. Die Häusernachfrage lässt sich angesichts einer Eigentümerquote auf historischem Hoch kaum noch steigern. Die Bauhochkonjunktur der letzten Jahre sorgte allerdings für Überkapazitäten von 2 bis 3 Mio. Häusern. Wie groß der Korrekturbedarf ist, lässt die nebenstehende Grafik erahnen. Danach liegt der Anteil der privaten Wohnbauinvestitionen mit 5,04 % des BIP (beides nominale Datenreihen) im 1. Quartal 2007 deutlich über dem Wert von 3,32 % im 1. Quartal 1991. Beide Grafiken sprechen dafür, dass der aufgestaute Korrekturbedarf nicht unterschätzt werden sollte. Die realen Bauausgaben sanken damals von 340,4 Mrd. US-Dollar im 4. Quartal 1988 über 9 Quartale auf 258,6 Mrd. US-Dollar im 1. Quartal 1991. Dies entsprach einem prozentualen Rückgang von über 24 Prozent. Seit dem Hoch im 3. Quartal 2005 mit 620,4 Mrd. US\$. fielen sie bis zum 4. Q. 2006 auf 540,8 Mrd. US\$, also um 12,8 Prozent. Damit wurde ca. die Hälfte des Weges der Korrektur von Ende 1988 bis Anfang 1991 zurückgelegt. Weitere Warnsignale sind: 538.000 unverkaufte, aber fertige Neubauten und 3,59 Mio. bestehende Häuser zum Verkauf im April 07 nach nur 1,87 Mio. im Jan. 2005 (siehe Grafik rechts).

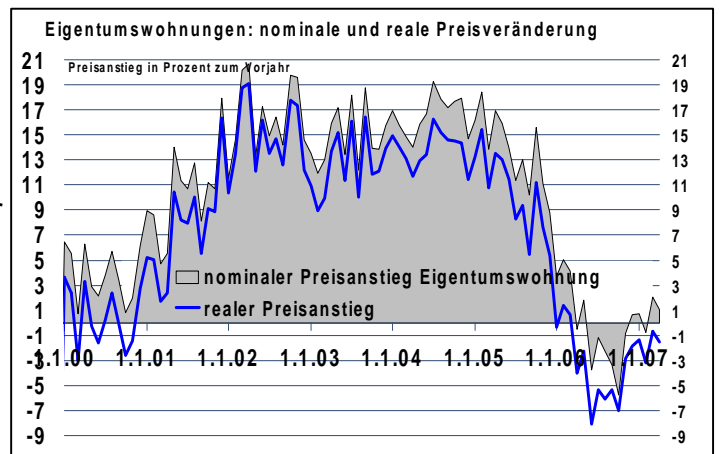
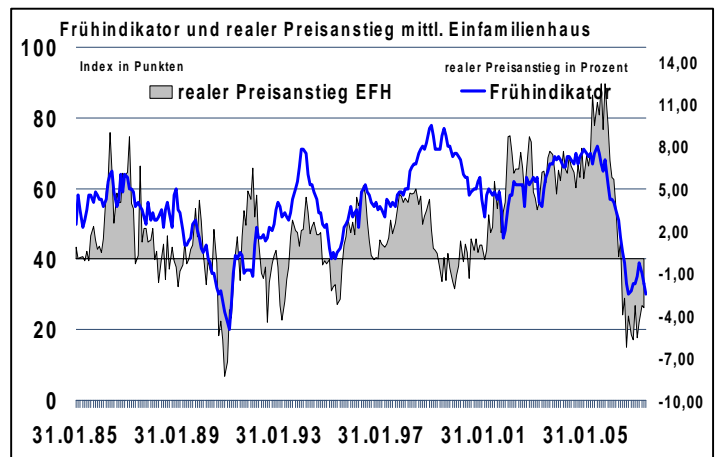
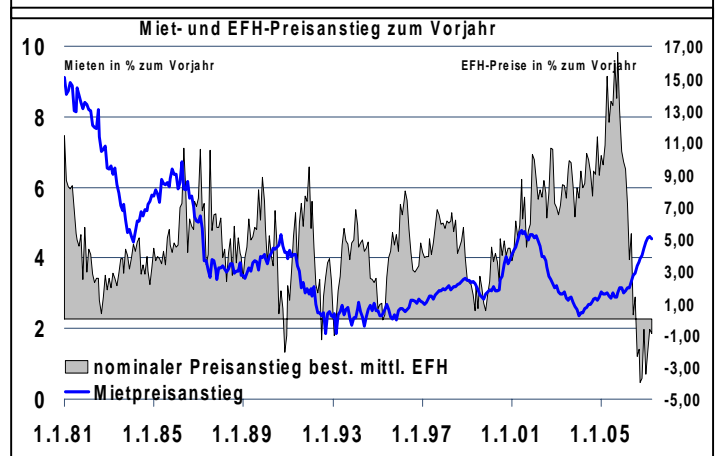
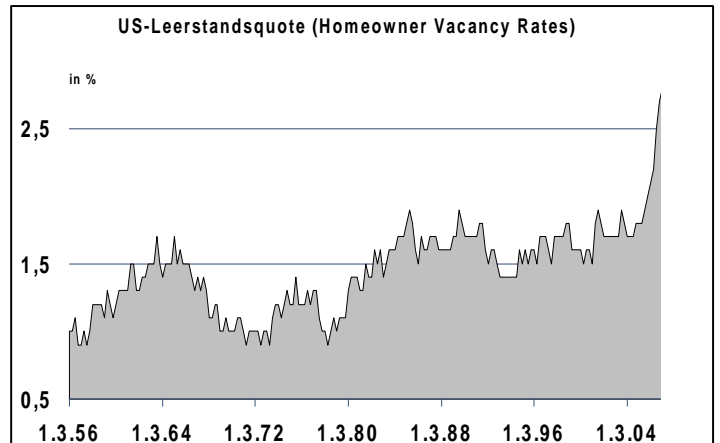


Die nebenstehende Grafik macht deutlich, dass die Leerstandsquote unter den US-Eigenheimen mit 2,8 Prozent im 1. Quartal 2007 so hoch ist wie noch nie zuvor in der Nachkriegsgeschichte.

Angesichts derartiger Datenreihen sollte die Frage erlaubt sein, ob die Normalisierung auf dem US-Immobilienmarkt nicht schmerzhafter verlaufen wird, als dies derzeit gemeinhin unterstellt wird. Eine längere Durststrecke kann also durchaus vor uns liegen.

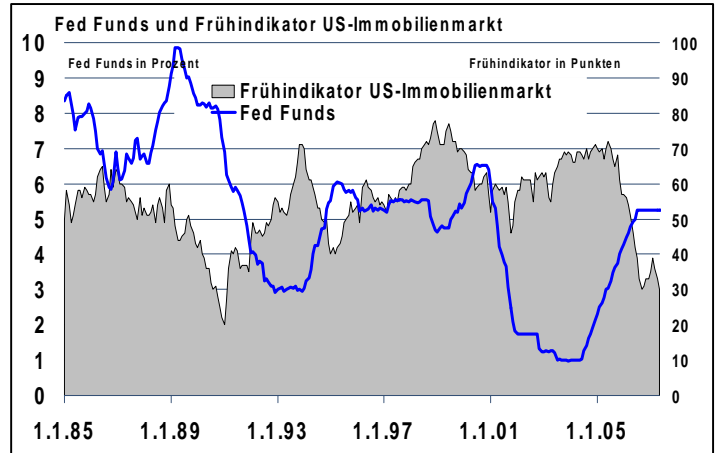
### Aktuelle Preisentwicklungen bei Häusern und Eigentumswohnungen:

Der US-Immobilienmarkt sah im Jahre 2006 eine dramatische Abkühlung. Der Preis eines mittleren Einfamilienhauses stieg noch im August 2005 um 16,88 Prozent zum Vorjahr an. Im Oktober 2006 fiel der Preis hingegen um 4 Prozent zum Vorjahr (04/07: - 0,9 %). Der höchste Rückgang seit Jahrzehnten (siehe nebenstehende Grafik)! Unter Berücksichtigung der Inflationsrate stieg der Preis im August 2005 noch um 12,83 Prozent zum Vorjahr, in 11/06 lag der Wert 5,7 Prozent unter dem Vorjahresniveau (02/07 – 5,0 %)! Der Frühindikator für den US-Häusermarkt fiel von seinem Hoch in 06/05 in Höhe von 72 Punkten auf 30 Punkte im Tief 09/06 (beide Datenreihen sind in der nebenstehenden Grafik ersichtlich)! Der Indikator erholte sich zwar bis 02/07 auf 39, fiel in 05/07 aber wieder auf das Tief von 30 im Sept. 06 zurück und liegt damit weiterhin deutlich im negativen Bereich. Die Preise für Eigentumswohnungen fielen von 229.100 US-Dollar (median) in 05/2005 auf 213.100 US-Dollar in 10/06. Im Okt. lagen sie damit 5,79 % unter dem Vorjahr nach dem Rekordwert von + 19,23 % im Juli 2004. Unter Berücksichtigung der Inflationsrate waren es im Oktober 2006 sogar – 7,1 % zum Vorjahr (beide Datenreihen siehe nebenstehende Grafik).





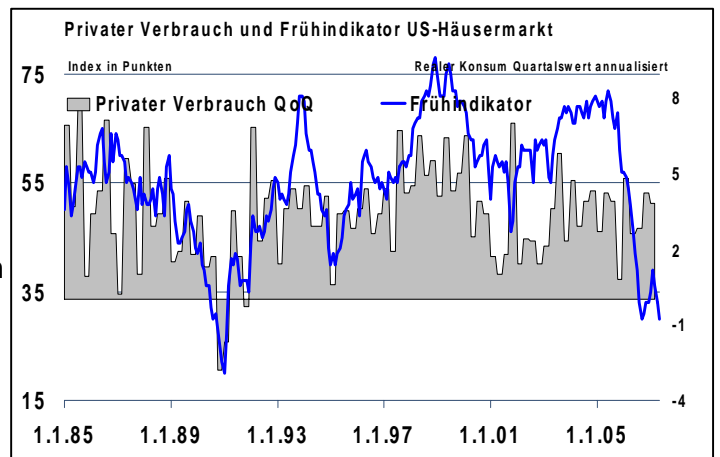
In der nebenstehenden Grafik ist ersichtlich, dass der Frühindikator für den US-Häusermarkt von 60 im Dez. 1988 auf 20 im Januar 1991 fiel. Die Fed Funds fielen damals von 9,75 % im Mai 1989 auf 6,75 % im Januar 1991 und dann weiter auf 3 % im September 1992. Der Frühindikator stieg daher von dem Januar-Tief (20) wieder schnell an um 21 Punkte auf 41 im April 1991 und 71 Punkte im November 1993. Damals konnte die Geldpolitik deutliche Hilfestellungen leisten. Heute allerdings befindet sich die **Fed in dem Spannungsfeld zwischen Zins und Dollar**.



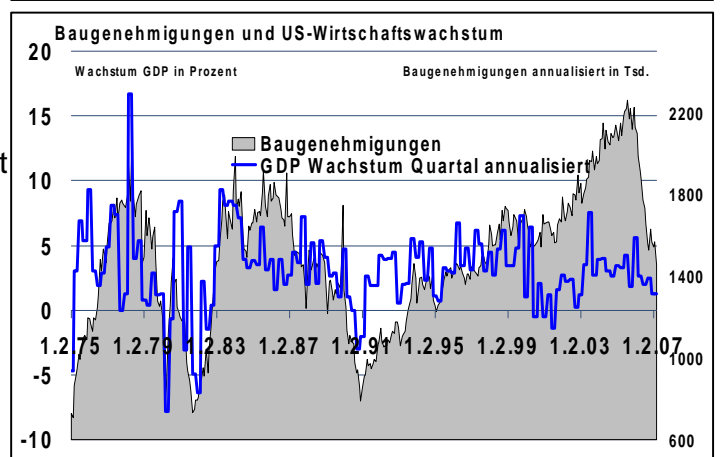
Einerseits müsste sie zur Stimulierung des Immobilienmarktes und zur Verhinderung eines scharfen Rückgangs der Schuldendynamik der Privaten Haushalte die Zinsen stark senken. Andererseits würde sie mit einem starken Leitzinsrückgang die Carry Trades (Verschuldung in Yen, Schweizer Franken, Euro etc. zu Zinsen, die deutlich unter den Dollarzinsen liegen) zerstören. Dies wäre eine Gefahr für den Dollar, der angesichts extremer Leistungsbilanzdefizite (über 800 Mrd. US-Dollar in diesem Jahr) und einer Auslandsverschuldung von vermutlich mehr als 3.000 Mrd. US-Dollar Ende 2006 ohnehin vom Ausland abhängig und damit verwundbar ist.

## Zwei Gefahren für die US-Wirtschaft in 2007:

Auf der ersten Seite wurde beschrieben wie der Immobilienmarkt einen Scheinvermögensgewinn für die US-Bürger auslöste. Die Konsumenten fühlen sich reicher und geben folglich mehr aus. Von einem Dollar Vermögenszuwachs im Häusermarkt fließen nach einer Fed-Studie 7 Cent binnen drei Jahren in den Konsum (bei Aktien nur 3 Cent). Die Hausbesitzer nutzten die massiv gestiegenen Preise, um ihre Darlehn im Rahmen von Umschuldungen zu erhöhen. Selbst eine Fed-Studie aus 2005 kam zu dem Ergebnis, dass in 2005 um die 700 Mrd. Dollar über diesen Effekt in die Kassen der Konsumenten flossen. Die Grafik oben rechts zeigt den engen Zusammenhang zwischen dem Häusermarkt (blaue Linie = Frühindikator) und dem Privaten Verbrauch (Quartalswerte annualisiert).



Die nebenstehende Grafik zu den Baugenehmigungen wirft ein Schlaglicht auf die



2. Gefahrenquelle für die US-Wirtschaft, nämlich die fallenden Bauausgaben. Aus dem US-Immobilienmarkt ergeben sich für 2007 mithin folgende Risiken:

- Verschuldung der Privaten Haushalte steigt deutlich schwächer (Abkühlung bereits sichtbar: Hypothekenkredite stiegen im 4. Quartal 2006 auf Jahresbasis nur noch um 611,7 Mrd. Euro nach noch 1.220,4 Mrd. US\$ im 3. Quartal 2005; siehe Grafik 2 auf der ersten Seite).
- Daher weniger Geld für Konsum zur Verfügung
- Bürger fühlen sich ärmer, Konsumbereitschaft sinkt (kein Reichtumseffekt mehr)
- Bauausgaben gehen weiter zurück (siehe Grafik oben: Baugenehmigungen)
- Jobs im Baubereich zunehmend gefährdet

Die US-Wirtschaft wird also in 2007 mit hoher Wahrscheinlichkeit sowohl auf der Konsumseite als auch auf dem Arbeitsmarkt (wegen des Wegfalls von Jobs im Bausektor) belastet. Es bleibt abzuwarten, wie sich die Fed vor diesem Hintergrund verhalten wird (siehe Ausführungen oben und am Ende).

### **Warum der Aktienmarkt in dieser Situation nicht helfen kann:**

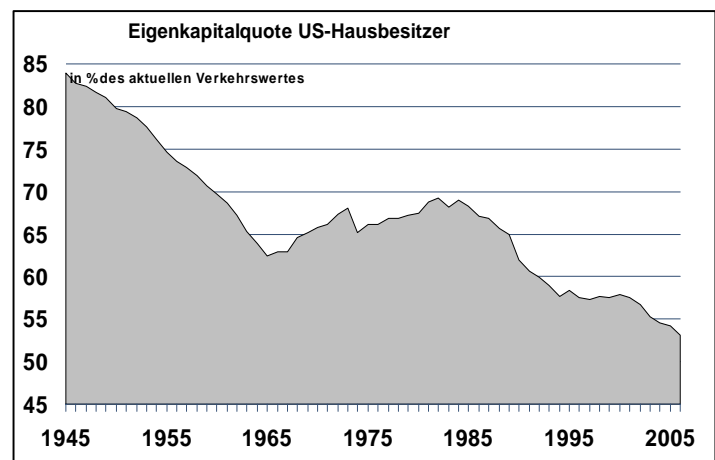
Dieser Tage wird oftmals ausgeführt, dass die steigenden Aktienkurse in dieser Phase helfen können. Nach dieser These werden die Aktiengewinne die Negativfolgen der Abschwächung des Immobilienmarktes kompensieren.

Dazu ist folgendes festzustellen:

- Immobilien-Marktkapitalisierung doppelt so hoch:

	Immobilien	Aktien
Marktkapitalisierung:	20.620 Mrd. US\$	ca. 10.000 Mrd. US\$

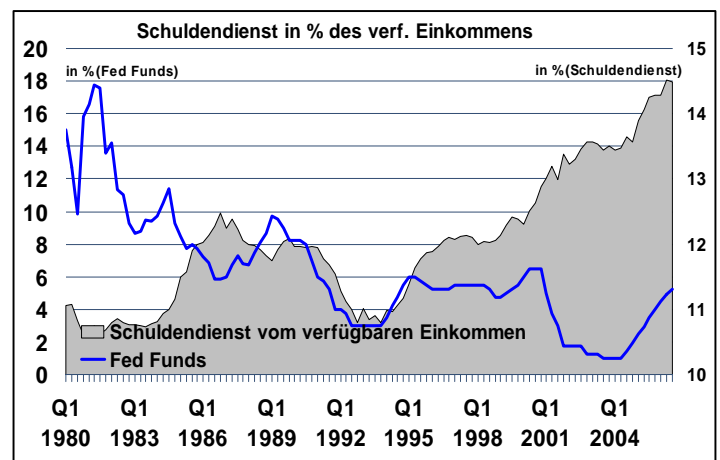
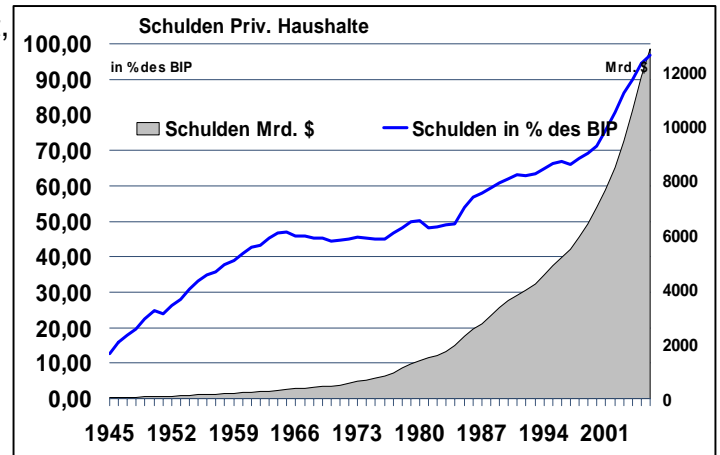
- Immobilien werden weitgehend auf Kredit gekauft (US-Eigenkapitalquote der Hausbesitzer im 4. Quartal 2006 mit nur noch 53,07 Prozent auf historischem Tief)! Aktien werden kaum auf Schuldenbasis gekauft (Volumen der Wertpapierkredite bei ca. 300 Mrd. US-Dollar)!
- Ungefähr 50 Prozent der US-Bürger sind Aktionäre, aber über 69 Prozent wohnen in eigenen vier Wänden
- Aktienvermögen weit ungleicher verteilt auf die US-Bevölkerung als das Immobilienvermögen



Wie anfällig der US-Konsument in Wahrheit ist, geht aus der nebenstehenden Grafik zur Höhe der Schulden der Privaten Haushalte in den USA hervor. Der Löwenanteil der insgesamt 12.815,9 Mrd. US\$ entfällt dabei wie schon auf Seite 1 erwähnt auf die Hypothekenkredite mit 9.675,7 Mrd. US\$.

Vor diesem Hintergrund ist es mehr als fraglich, ob die Aktienmärkte in dieser Situation helfen können. Kurzfristig besteht zwar die Möglichkeit für die US-Haushalte, über die Veräußerung von Wertpapieren für Abhilfe zu sorgen. Wenn aber Annuitäten bei US-Hauskrediten angesichts gestiegener Leitzinsen stark steigen, werden viele Hausbesitzer in eine schwierige Lage kommen.

Dass der Schuldendienstaufwand in Prozent des verfügbaren Einkommens bereits heute auf historisch einmalig hohem Niveau liegt, kann niemanden verwundern (siehe nebenstehende Grafik). Der Konsument ist höchst verwundbar und bedarf der Hege und Pflege durch die US-Notenbank, die das Geschehen höchst aufmerksam verfolgen muss.



Hinzu kommt: In Kalifornien lag der Anteil von strukturierten Hypothekenkrediten 2005 bei über 50 Prozent. Bei diesen Krediten liegt der Zins in den ersten 2, 3 oder 4 Jahren bei 1 bis 2 Prozent. Die Zinsersparnis der ersten Jahre wird dann später auf die Darlehnschuld aufgeschlagen. Solange die Häuserpreise steigen ist das wenig problematisch. Aber wehe sie steigen nicht! Anfang 2007 werden viele Hausbesitzer mit höheren Annuitäten konfrontiert. Sollten sie diese nicht bedienen können, folgt nach 3 Monaten die Zwangsversteigerung. Damit könnte im Frühjahr 2007 die nächste Bewährungsprobe auf den US-Immobilienmarkt zukommen. (Anmerkung im Zuge des Updates am 27. März 2007: Die Krise der Subprime Lenders wirft ein Schlaglicht auf die heraufziehenden Probleme. Sie stellen eher den Beginn einer Krise als deren Ende dar.)

### **Zusammenfassung:**

Die Lage auf dem US-Immobilienmarkt kann sich als schwere Bürde für die US-Konjunktur erweisen. Sowohl die Auswirkungen auf den US-Konsum als auch die Gefahren einer deutlichen Korrektur der Bauausgaben und der unmittelbaren Effekte für den US-Arbeitsmarkt sollten keineswegs unterschätzt werden.



In dieser Situation kommt es entscheidend darauf an, **ob die Fed mit starken Leitzinssenkungen oder unkonventionellen Notenbankmaßnahmen (z. B. direkter Aufkauf von Anleihen durch die Notenbank wie von Bernanke im November 2002 beschrieben) gegensteuert.** Fraglich ist allerdings, wie der Devisenmarkt auf derartige mögliche Handlungsweisen der US-Notenbank reagieren wird.

**Wie auch immer: Handelt die Fed zu spät, besteht die Gefahr einer schweren Rezession, möglicherweise noch im 2. Halbjahr 2007 beginnend. Wird sie allerdings starke Ankurbelungen über Leitzinssenkungen und/oder unkonventionelle Notenbankmaßnahmen ergreifen, verheißt das nichts Gutes für die Geldwertstabilität...**

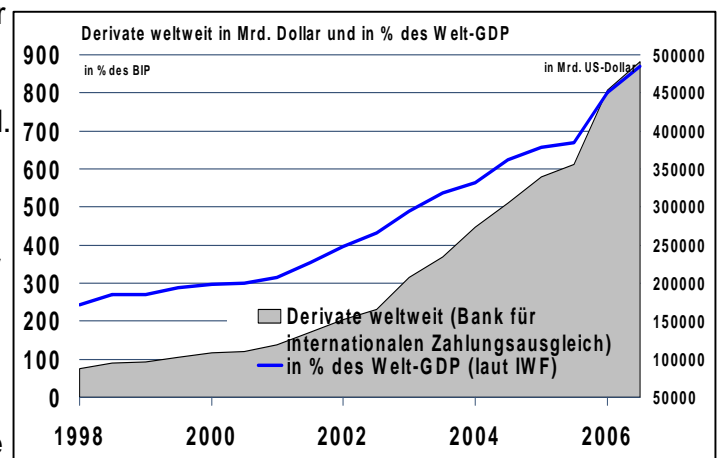
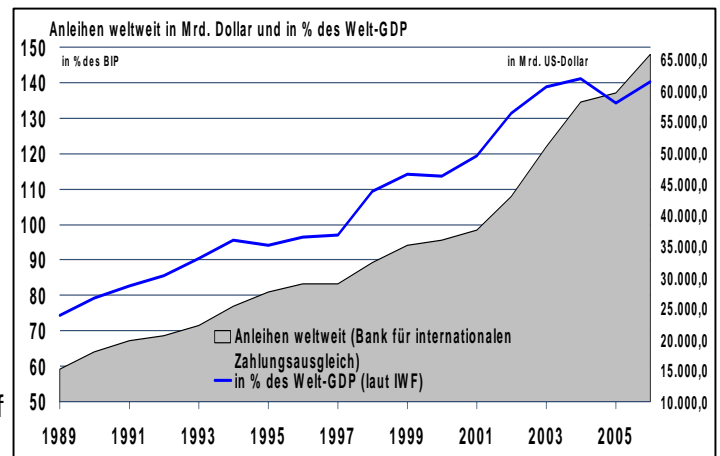
Gold und Silber sollten so oder so in den nächsten Jahren grosse Performancechancen besitzen angesichts der Fragilität des Weltfinanzsystems, der heraufziehenden US-Immobilienkrise, der enormen Verschuldung der Privaten US-Haushalte, der Ungleichgewichte im internationalen Handel, der gigantischen US-Auslandsverschuldung (auch abzulesen an dem Anstieg der Weltwährungsreserven von 2.322 Mrd. US\$ Anfang 2003 auf 5.053 Mrd. US\$ per 23.03.2007, wobei nach den zuordnungsbaaren Währungsreserven über 65 Prozent auf den Dollar entfallen), der weltweiten Anleihenschwemme (Anstieg von 15.200 Mrd. US\$ im Jahr 1989 auf 65.810 Mrd. US\$ Ende Sept. 2006, siehe Grafik oben rechts), eines weltweiten Derivatevolumens von 869 % der jährlichen Welt-Wirtschaftsleistung (siehe nebenstehende Grafik) und der Vervierzigfachung der weltweiten Geldmenge in den letzten 30 Jahren (gegenüber einer nur Vervielfachung der realen Gütermenge).

**Der in der Vergangenheit bereits vielzitierte „safe Haven“ wird irgendwann von der Anlegergemeinde wieder angesteuert. Fragt sich nur, ob Staatsanleihen dann wirklich Zuflucht bieten können.**

© Thorsten Schulte

Frankfurt, 28. Dezember 2006 (Update per 27. März 2007)

Eine Veröffentlichung erfolgte auf den Goldseiten mit folgendem Link:  
<http://www.goldseiten.de/content/diverses/artikel.php?storyid=3616>



Eine weitere Veröffentlichung erfolge am 28. März 2007 auf:

[http://www.hartgeld.com/filesadmin/pdf/Zeitenwende%202007 - US-Wirtschaft im Wuergegriff - Thorsten Schulte Update 2007 03 27.pdf](http://www.hartgeld.com/filesadmin/pdf/Zeitenwende%202007%20-%20US-Wirtschaft%20im%20Wuergegriff%20-%20Thorsten%20Schulte%20Update%202007%2003%2027.pdf)

Den folgenden Disclaimer bitte unbedingt beachten.

**Dieses Dokument wurde von Thorsten Schulte erstellt und ist zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan.**

**Diese Broschüre darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden und Personen, die in den Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen. Dieses Dokument stellt kein öffentliches Angebot von Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar.**

**Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments. Der Verfasser hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt der Verfasser keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.**

**Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines Beratungsgespräches sowie Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokuments. Die Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die Empfehlungen und Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Die hier vertretene Meinung entspringt der persönlichen Auffassung des Verfassers. Sie beinhaltet ein Alternativ-Szenario.**