

KfW-Research.

Nr. 22, Mai 2006

MakroScope.

Ende des Booms an den US-Immobilienmärkten?

KfW Bankengruppe
Palmengartenstraße 5-9, 60325 Frankfurt am Main
Telefon 069 7431-0; Telefax 069 7431-2944
www.kfw.de

Herausgeber/Redaktion:

KfW Bankengruppe, Abteilung Volkswirtschaft
Telefon 069 7431-3453 (Petra Ott-Laubach); Telefax 069 7431-3503
research@kfw.de

Frankfurt am Main, Mai 2006

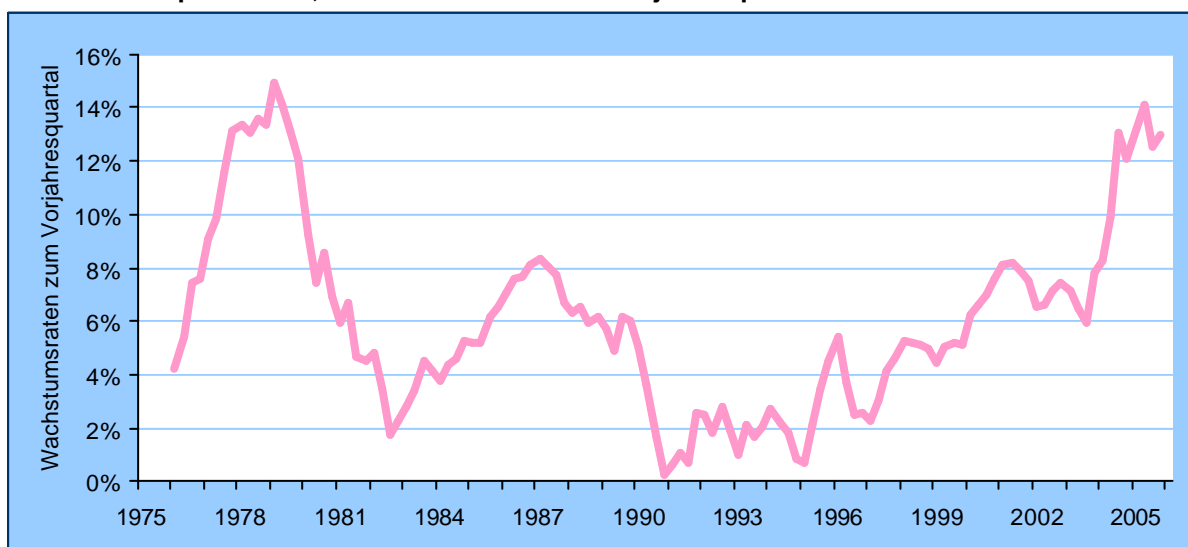
Ende des Booms an den US-Immobilienmärkten?

Im Gegensatz zu Ländern wie Deutschland oder Japan, in denen der Boom der Immobilienmärkte schon seit Jahren vorbei ist, haben die Preise für Wohneigentum (im Folgenden auch als Immobilien- oder Eigenheimpreise bezeichnet) in vielen entwickelten Volkswirtschaften in der letzten Dekade neue historische Rekordhöhen erreicht. Der Wert aller Immobilien in den entwickelten Volkswirtschaften weltweit hat sich von 2001 bis 2005 um insgesamt ca. 30 Billionen auf über 70 Billionen US-Dollar erhöht. Diese Steigerung entspricht der Summe der Bruttoinlandsprodukte dieser Länder. Auch in den Vereinigten Staaten, die im Folgenden näher betrachtet werden sollen, war eine „Immobilienhausse“ zu beobachten. Mit dem Ende des „New-Economy-Booms“ haben die stark expansive Geldpolitik und die entsprechenden Rahmenbedingungen auf dem Kreditmarkt zu extremen Preissteigerungen bei Wohnimmobilien geführt. Ein Anstieg von Spekulationskäufen hat die Herausbildung vieler lokaler Preisblasen auf dem Immobilienmarkt gefördert. Die Haushalte haben aufgrund positiver Vermögenseffekte ihrem Wohneigentum immer mehr liquide Mittel entzogen und zum großen Teil dem Konsum zugeführt, der die wirtschaftliche Dynamik der Vereinigten Staaten getragen hat. Die einsetzende Abkühlung am Immobilienmarkt und der damit einhergehende Rückgang des Liquidierungsumfangs von Vermögenseffekten, eine aktuell restriktiver ausgerichtete Geldpolitik, sich ändernde Bedingungen auf dem Kreditmarkt und ein gestiegenes Risikobewusstsein amerikanischer Haushalte werden in der zweiten Jahreshälfte und vor allem 2007 zu einer schwächeren Zunahme der privaten Konsumausgaben führen. Der Rückgang der Bautätigkeit dürfte das Wirtschaftswachstum zusätzlich dämpfen.

1 Die Entwicklung der Immobilienpreise.

Im Jahr 2005 erhöhten sich die durchschnittlichen Preise für Wohneigentum in den USA im Vergleich zum Vorjahr um 13,0 %. Ein Jahr zuvor lag dieser Wert bei 12,0 %¹.

Grafik 1: Hauspreisindex, Wachstumsraten zum Vorjahresquartal



Quelle: Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)

¹ OFHEO; 4. Quartal des jeweiligen Jahres, Veränderungen zum Vorquartal.

Schon seit vielen Jahren übersteigen die Preissteigerungen bei Wohneigentum die Inflationsrate deutlich. Abbildung 1 stellt die Preissteigerungen für Eigenheime von 1975 bis 2005 dar. Im 2. Quartal 2005 erhöhten sich die Hauspreise gegenüber dem Vorjahresquartal um reichlich 14 %. Dies war die höchste Zunahme seit Ende der 70er Jahre.

Um ein umfassendes Bild der Situation am US-Immobilienmarkt zu erhalten, ist aber eine lokale Differenzierung nötig, denn es bestehen starke regionalspezifische Unterschiede. Während in vielen Staaten der West- und Ostküste (inklusive Florida) – jene mit hoher Bevölkerungsdichte – ein starker Anstieg der Immobilienpreise zu verzeichnen war, verharrten die Veränderungsraten der Preise im Inneren des Landes auf vergleichsweise niedrigem Niveau.

An der Westküste wurden in Kalifornien bzw. Nevada Spitzenwerte registriert. Dort haben sich – basierend auf einer Auswertung der Daten des Jahres 2004 – die nominalen Preise binnen eines Jahres um durchschnittlich ca. 23 % bzw. 32 % und innerhalb von fünf Jahren um ca. 102 % bzw. 79 % erhöht. An der Ostküste (einschließlich Florida) gibt es ebenfalls eine Vielzahl von Staaten mit nominalen Jahreswachstumsraten der Eigenheimpreise von weit über 12 %, wie zum Beispiel Virginia, New Jersey, Maryland und Florida mit einem Spitzenwert von ca. 19 %. Im Gegensatz dazu stehen Bundesstaaten im Inneren des Landes, von denen ein Großteil 2004 nur Preissteigerungen zwischen 3 und 5 % aufwies. Im größten Staat Texas erhöhten sich die Wohneigentumspreise lediglich um durchschnittlich knapp 4 %².

Dies wirft folgende Fragen auf: Wie konnte es in Teilen des Landes zu diesem Boom kommen? Sind die Immobilien überbewertet bzw. hat sich durch die Überhitzung eine Preisblase gebildet? Sind nachhaltige Korrekturen zu erwarten, und welche Folgen könnten diese haben? Um die Auswirkungen besser analysieren zu können, muss die Bedeutung des Immobilienmarktes für die US-Wirtschaft und dessen Wachstumsbeitrag näher beleuchtet werden.

2 Gründe für den Boom am Immobilienmarkt.

Ein Ansteigen der Immobilienpreise konnte verstärkt nach dem Ende des „New-Economy-Booms“ und dem damit einhergehenden Platzen der globalen Aktienblase 2000 / 2001 beobachtet werden. Aktienkurse brachen binnen kürzester Zeit erheblich ein und eine enorme Menge an Geldwerten wurde vernichtet. Nachwirkungen dieses „Crashs“ waren lange an den Aktienmärkten zu spüren.

Dies hatte zwei wesentliche Einflüsse auf den Immobilienmarkt. Zum einen verloren viele Anleger das Vertrauen in Aktien als Anlage- und Wertsteigerungsinstrument, was Substitutionseffekte nach sich zog: Immobilien wurden für Anleger zunehmend attraktiver. Zum anderen ergaben sich positive Effekte für den Immobilienmarkt aus der Geldpolitik der Federal Reserve Bank. In Reaktion auf das Platzen der „New-Economy-Blase“, schwenkte die Fed nämlich unverzüglich auf einen stark expansiven Kurs ein und senkte die Leitzinsen schrittweise auf 1%. Mehr als ein Jahr lang lag die Fed-Funds-Rate unterhalb der Inflation (so genannter „Notstandszins“). Die Geldmenge erhöhte sich binnen zweier Jahre um 20 %. Somit war die Voraussetzung für einen Boom am Immobilienmarkt gegeben: Liquidität. Auch die langfristigen Zinsen blieben auf sehr niedrigem Niveau. Kredite wurden erheblich billiger und dadurch der Zugang zum Immobilienmarkt erleichtert. Auf dem Kreditmarkt entstanden zudem immer neue Finanzierungsmodelle, die es den Privathaushalten immer einfacher und attraktiver

² USA TODAY; „Bubble or not, high home prices can hurt“ (11.05.2005).

machten, Wohneigentum zu erwerben. Als Beispiele seien die „Adjustable Rate Mortgages“ (ARM) und „Interest-only“-Kredite genannt³. Aufgrund positiver Vermögenseffekte durch Preissteigerungen beim Wohneigentum verbesserte sich zusätzlich die Kreditwürdigkeit vieler Privathaushalte und erhöhte tendenziell die Neigung zur Anschaffung einer Immobilie als Zweitwohnsitz. Die erhöhte Nachfrage traf auf dem Immobilienmarkt auf ein kurzfristig unflexibles Angebot und trieb die Preise in die Höhe.

Darüber hinaus wuchs die Bevölkerung sowie die Zahl von Immigranten in den oben genannten Staaten, die sich durch hohe Preissteigerungen beim Wohneigentum auszeichnen, erheblich schneller als im Durchschnitt. Dies führte ebenfalls zu einer erhöhten Nachfrage und somit zu Preissteigerungen auf dem Immobilienmarkt.

3 Zur Rolle des Immobilienmarktes in der US-Wirtschaft.

Obwohl der Anteil des Immobilienbesitzes am Gesamtvermögen der privaten Haushalte in den USA niedriger liegt als in Europa, hat der Immobilienmarkt eine enorme Bedeutung für die US-Wirtschaft. So wurden im Jahr 2004 zwei Fünftel aller in der Privatwirtschaft entstandenen Jobs im Bausektor geschaffen, so dass die Entwicklung am Immobilienmarkt erheblichen Einfluss auf den US-Arbeitsmarkt hat. Darüber hinaus beträgt der Anteil der Wohnbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt ca. 6 % (1991: 3,8 %), und die Umsätze am Häusermarkt belaufen sich aktuell auf mehr als 2 Billionen US-Dollar jährlich.

Der Immobilienmarkt bestimmte in den letzten Jahren maßgeblich die Dynamik des US-amerikanischen Wirtschaftswachstums. So trugen das Wohnbaugewerbe und der private Konsum mit bis zu 90 % zum nominalen Wachstum des Bruttoinlandsproduktes bei – etwa 70 % des BIP-Wachstums kamen allein aus der Ausweitung der Konsumausgaben. Was hat aber der inländische private Konsum mit dem Immobilienmarkt zu tun? Neben den direkten Einflüssen auf das Wirtschaftswachstum, die von Veränderungen des Tätigkeitsumfangs im Wohnbaugewerbe und in immobiliennahen Dienstleistungen ausgehen, haben Preisänderungen bei Eigenheimen Einfluss auf die Konsumneigung der Hausbesitzer und somit auf die gesamtwirtschaftlichen Konsumausgaben. Ziehen die Preise am Immobilienmarkt an, dann steigt der Wert des Wohneigentums und damit eröffnet sich die Möglichkeit zu einem so genannten „Mortgage Equity Withdrawal“ (MEW). Die Privathaushalte können ihrem Wohnbesitz also immer mehr Kapital über „Cash-out Refinancing“ oder „Home Equity Loans“ entziehen und es für Konsumzwecke liquidieren⁴.

Ob bzw. in welchem Ausmaß diese zusätzlichen liquiden Mittel gesamtwirtschaftlich zu mehr privatem Konsum und somit zu zusätzlichem Wirtschaftswachstum führen, hängt nicht zuletzt von dem Anteil der Hausbesitzer an der Gesamtbevölkerung ab. Personen ohne Eigenheim streben tendenziell die Anschaffung eines solchen an. Steigen die Preise für Wohneigentum, werden diese Haushalte mögli-

³ Bei ARMs sind die Zinssätze variabel und abhängig vom allgemeinen Zinsniveau. Da dieses sich zu Beginn dieses Jahrtausends auf niedrigem Niveau bewegte, waren ARMs in kurzer Frist sehr attraktiv. Bei „Interest-only“ müssen über die Kreditlaufzeit nur Zinsen gezahlt werden. Die Kreditsumme wird erst am Ende der Laufzeit im Ganzen getilgt. Diese Finanzierungsform ist somit kurzfristig ebenfalls sehr „billig“.

⁴ Bei „Cash-Out Refinancing“ handelt es sich um eine neue, höhere Hypothek anstelle der bestehenden. Im Falle der „Home Equity Loans“ wird eine zweite Hypothek auf das im Hausbesitz gebundene Kapital aufgenommen. Beide Formen ermöglichen es, im Haus gebundenes akkumuliertes Kapital zu liquidieren.

cherweise ihren Konsum einschränken, um irgendwann in der Lage zu sein, sich den eigenen Wohnraum leisten zu können. Dies konterkariert den positiven Effekt auf die Konsumneigung der Hausbesitzer. Ist der Anteil der Hausbesitzer jedoch wie in den USA sehr hoch – er entspricht hier 69 %⁵ – ergeben sich hingegen gesamtwirtschaftlich positive Effekte.

Gemäß einer Analyse der US-Notenbank haben Hausbesitzer im Jahr 2004 ihrem Wohneigentum ungefähr 640 Mrd. US-Dollar entzogen. Empirische Analysen haben des Weiteren gezeigt, dass ca. 50 % des entzogenen Kapitals in den Konsum fließen. Damit haben „Mortgage Equity Withdrawals“ (MEWs) allein im Jahr 2004 etwa 40 % des nominalen Wirtschaftswachstums der Vereinigten Staaten ausgemacht. Die Jahresrate der Volumina der MEW im ersten Quartal 2005 betrug 715 Mrd. US-Dollar⁶. Aufgrund von Abkühlungstendenzen zum Ende des vergangenen Jahres erscheint eine Annahme von 600 Mrd. US-Dollar für das Gesamtjahr 2005 realistisch. Somit dürften die MEWs auch 2005 für ca. 40 % des Wirtschaftswachstums gesorgt haben (vgl. Tabelle 1).

Tabelle 1:

BIP	2003	2004	2005
nominales BIP (in Mrd. US-Dollar)	10971,3	11734,3	12485,7
<i>Veränderung nominales BIP</i>	4,8	7,0	6,4
persönliche Konsumausgaben (in Mrd. US-Dollar)	7709,9	8214,3	8746,2
<i>Veränderung Konsumausgaben (%)</i>	4,9	6,5	6,5
Anteil Konsumwachstum am BIP-Wachstum (%)	71,6	66,1	70,8

Mortgage Equity Withdrawals (MEW)	2003	2004	2005
MEW (in Mrd. US-Dollar)	450	640	600(1)
konsumwirksame MEW (in Mrd. US-Dollar)(2)	225	320	300
Anteil Konsum aus MEW am BIP-Wachstum (%)	44,8	41,9	39,9

Quelle: Federal Reserve Bank, eigene Berechnungen

(1) Annahme

(2) Annahme: 50 % der MEW wird konsumwirksam

Diese Zahlen untermauern, dass der Immobilienmarkt in Verbindung mit Rahmenbedingungen im Kreditgewerbe und auf dem Geldmarkt im Hinblick auf das Wirtschaftswachstum in den USA eine wichtige Rolle spielt.

4 Das Ausmaß der Überbewertungen.

Wie bereits zuvor näher erläutert, hat die Federal Reserve Bank in den letzten Jahren durch ihre stark expansive Geldpolitik für eine Liquiditätsschwemme gesorgt, die notwendige Bedingung für den Immobilienboom war. Die entsprechenden Rahmenbedingungen auf dem Kreditmarkt stützten die hohe

⁵ Federal Reserve Bank, Survey on Consumer Finance.

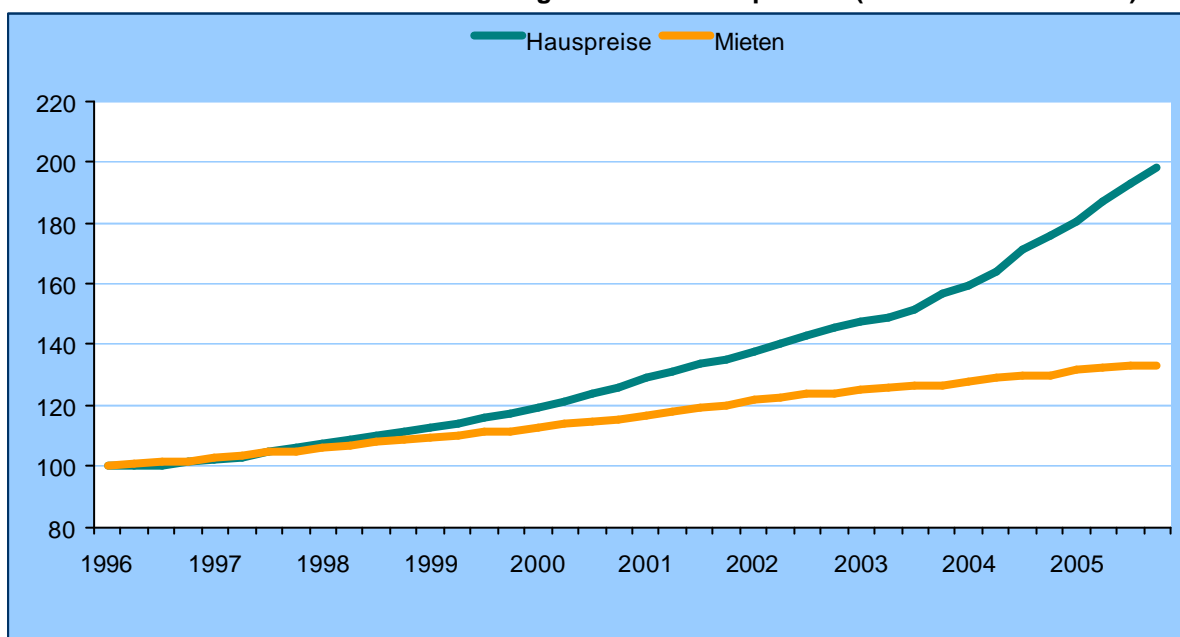
⁶ BMO Nesbitt Burns, Inc.; „Viewpoint – a monthly perspective of the U.S. Economy“, January 2006.

Nachfrage und begünstigten somit den Prozess der Preissteigerung. Dies wirft einige Fragen auf: Wie überhitzt ist der Immobilienmarkt aktuell? Welche Rolle spielen dabei Spekulationskäufe?

- Überwertungen am Markt für Wohneigentum -

Einer der wichtigsten Indikatoren für Überbewertungen am Immobilienmarkt ist die Differenz zwischen Mieten und Immobilienpreisen. Seit 1996 ist hier eine Divergenz zu beobachten. Anhand der Abbildung 2 wird deutlich, dass sich der Index der Hauspreise erheblich stärker erhöht hat als der Mietindex. Während die Mieten vom 1. Quartal 1996 bis zum 4. Quartal 2005 lediglich um 33 % gestiegen sind, haben sich die Hauspreise im gleichen Zeitraum annähernd verdoppelt.

Grafik 2: Indizes von Mieten in urbanen Regionen und Hauspreisen (1. Quartal 1996 = 100)



Quelle: OFHEO, Bureau of Labor Statistics Data, eigene Berechnungen

Somit wäre bei den Eigenheimen ein nominaler Preisrückgang von rd. 30% vonnöten, um die Hauspreise wieder den Mieten anzupassen.

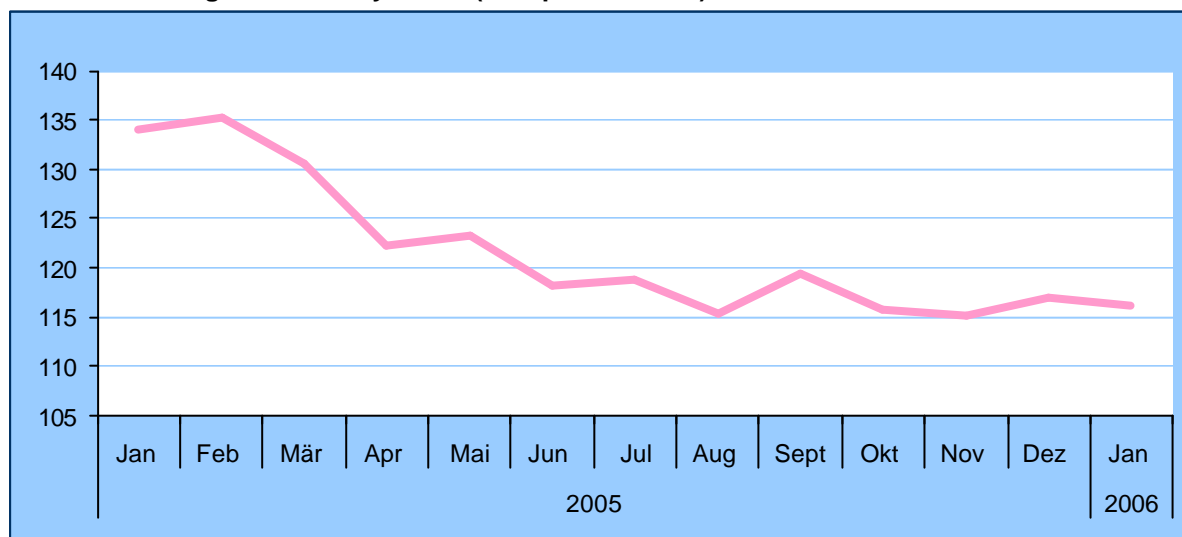
Auch das Verhältnis der Hauspreise zum jährlich verfügbaren Einkommen ist gemäß Angaben der HSBC-Bank in Regionen mit starker Hauspreisüberbewertung von 2001 bis 2005 von unter fünf auf knapp acht gestiegen. Im Jahr 2004 erhöhten sich beispielsweise die Hauspreise im nationalen Durchschnitt um 12,0 %, während das verfügbare Einkommen pro Person nur um 4,7%⁷ zunahm. Berücksichtigt man, dass bei den Hauspreissteigerungen starke regionale Unterschiede bestehen, so hat sich die Diskrepanz zwischen Einkommen und Preisen in überbewerteten Teilsegmenten des Marktes besonders stark ausgeweitet. Goldman Sachs schätzt, dass die Immobilienpreise in den gesamten Vereinigten Staaten ungefähr 15 % überbewertet sind, mit starken regionalen Unterschieden von 0 % in Houston bis 50 % in Los Angeles.

Die Veränderung der Relation von Hauspreisen zu Einkommen zeigt, dass sich die Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien verschlechtert hat. Der „Housing Affordability Index“ (HAI) der National Associa-

⁷ Quelle: US Census Bureau, „USA Statistics in Brief—Income“.

tion of REALTORS (NAR) ist eine Maßzahl für die finanzielle Fähigkeit eines US-Haushaltes mit einem Median-Familieneinkommen, sich eine Hypothek auf ein Haus mit einem Medianpreis leisten zu können. Damit ist der HAI auch negativ mit dem Zins korreliert. Trotz überproportional zum Einkommen gestiegener Eigenheimpreise hat sich der HAI von 2000 bis 2003 kaum verändert. Die schon beschriebenen Rahmenbedingungen am Kreditmarkt – niedrige Zinsen und Kreditverträge mit nur geringer Belastung auf kurze Sicht – dürften in der Vergangenheit den Index trotz stark steigender Neuverschuldung der Privathaushalte auf hohem Niveau gehalten haben. Seit dem Jahr 2004 nimmt der HAI – hauptsächlich aufgrund weiter steigender Preiswachstumsraten – allerdings ab. Während er im Jahresdurchschnitt 2003 noch einen Wert von 138,4 erreichte, verringerte er sich 2004 auf 132,4 und 2005 auf 121,0. Somit hat der HAI vor allem im Jahresverlauf 2005 kräftig verloren. Im Vergleich zum Vorjahresmonat hat er im Januar 2006 um mehr als 13 % abgenommen und liegt darüber hinaus seit August des letzten Jahres auf dem niedrigsten Niveau seit 14 Jahren⁸. Die bedeutet, dass das Einkommen von immer weniger Leuten ausreicht, um sich ein Durchschnittshaus leisten zu können – ein deutliches Zeichen einer Überbewertung. Abbildung 3 zeigt die monatliche Entwicklung des Index von Januar 2005 bis Januar 2006.

Grafik 3: Housing Affordability Index (Composite Index)



Quelle: National Association of REALTORS

- Welche Rolle spielt die Immobilienspekulation? -

Immerhin jeder fünfte Hauskauf wird als reine Finanzinvestition und nicht mit der Absicht des ständigen oder vorübergehenden Wohnsitzes getätigt. Dies ist auf Anlagesubstitutionen nach dem Platzen der Aktienblase zurückzuführen. Viele Häuser wechseln mehrmals den Besitz, bevor erstmals jemand die Immobilie bewohnt. Viele kaufen im Wissen, dass die Immobilie überbewertet ist und nehmen sogar vergleichsweise zu geringe Mieten in Kauf, in der Hoffnung auf einen weiteren starken Preisanstieg und somit auf kurzfristige Spekulationsgewinne. Das Entstehen einer Immobilienblase wird dadurch unterstützt. Durch den hohen Anteil von Spekulanten am Markt ist die Gefahr eines kurzfristigen starken Preisabfalls höher, da deren Nachfrage schnell einbricht, wenn sich erste Abkühlungstendenzen erkennen lassen.

⁸ Quelle: National Association of Realtors.

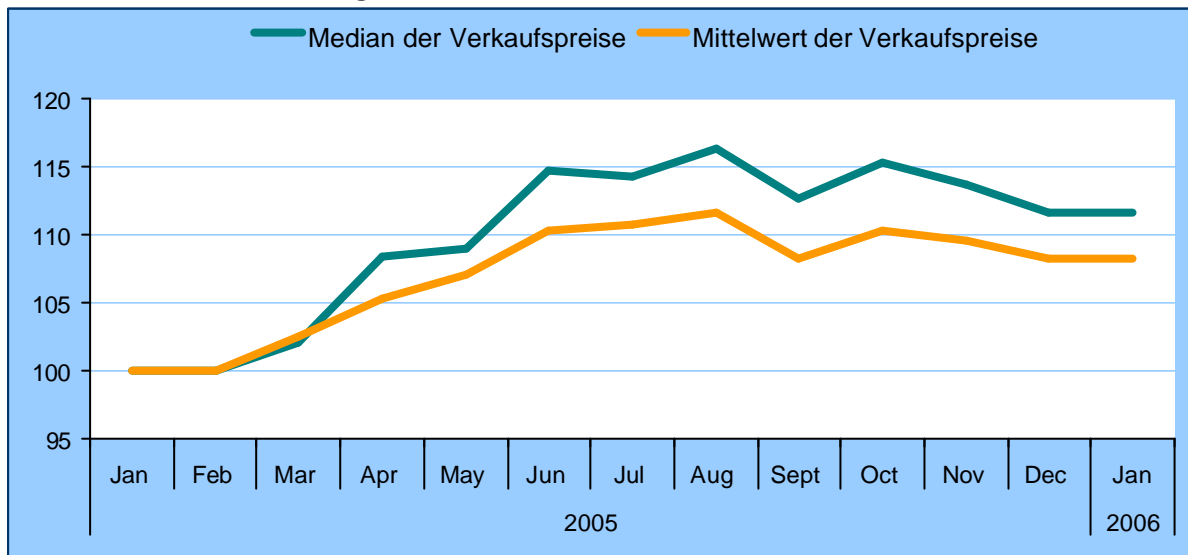
Zusammenfassend kann gesagt werden, dass starke Überbewertungen in Teilmärkten zu beobachten sind und dass dabei Spekulationskäufe eine wichtige Rolle spielen.

5 Sind Abkühlungstendenzen zu erkennen?

- Erste Hinweise für eine Preisabschwächung -

Die Hinweise mehren sich, dass die Spitze des Immobilienbooms vorbei ist. Erstes Anzeichen sind natürlich die Preise selbst. Von August des letzten Jahres bis Januar 2006 ist der Median der Preise für bestehende Häuser von 220.000 auf 211.000 US-Dollar – also um reichlich 4% – gesunken (vgl. Abbildung 4) – einer der stärksten Rückgänge seit vielen Jahren. Noch liegen die Medianpreise aber deutlich über ihrem Vorjahresniveau (+11,6% gegenüber Januar 2005). Ähnlich verhielten sich die durchschnittlichen Hauspreise. Diese lagen im Januar 2006 um ca. 3% unter denen vom August 2005. Ein eindeutiger Abwärtstrend ist jedoch noch nicht feststellbar.

Grafik 4: Indizes von Existing Homes, Januar 2005=100



Quelle: National Association of REALTORS

- Rückläufiger „Housing Affordability Index“ -

Zu beachten ist auch der oben beschriebene „Housing Affordability Index“. Aufgrund von extremen Hauspreissteigerungen ist der Index in der ersten Jahreshälfte 2005 stark zurückgegangen. Trotz aktuell leicht rückläufiger Preise für Wohnimmobilien ist keine Verbesserung der Erschwinglichkeit zu erkennen. Dies liegt vor allem an den sich ändernden Bedingungen auf dem Kreditmarkt, auf die später noch genauer eingegangen werden soll. Immer größere Bevölkerungsschichten können sich kein Eigenheim mehr leisten – geschweige denn einen Zweitwohnsitz – was die Nachfrage zunehmend abschwächen dürfte.

- Sinkende Verkaufszahlen für bestehende Wohnimmobilien -

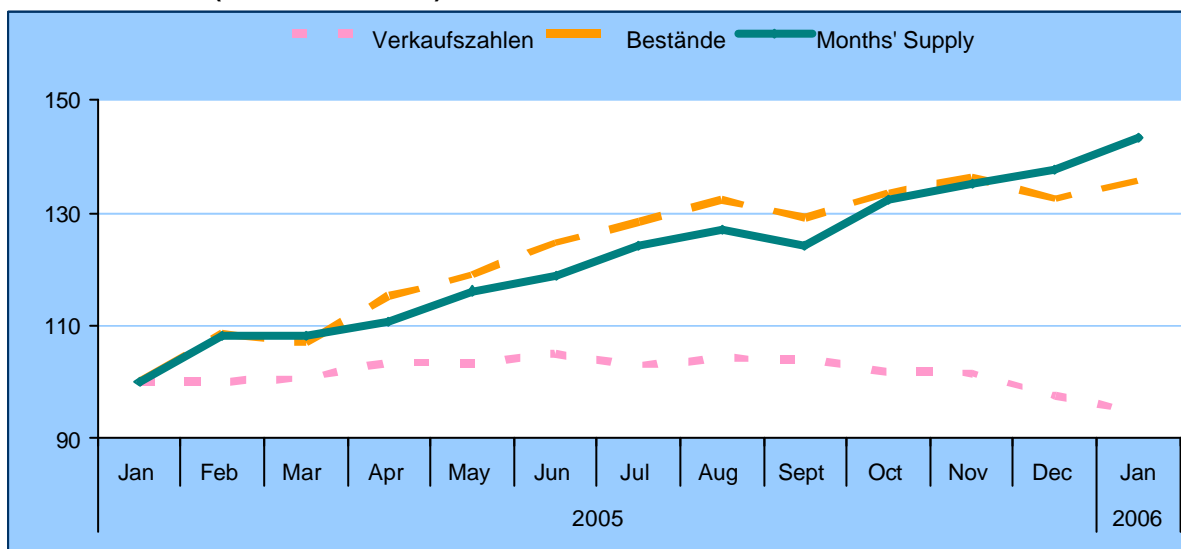
Die Verkaufszahlen für bestehende Wohnimmobilien sind seit September des letzten Jahres zurückgegangen. Insgesamt lag die saisonbereinigte Jahresrate der Verkäufe im Januar mit 6,6 Millionen knapp 9 % unter der vom September 2005. Die Zahl von 6,6 Millionen verkauften Häusern jährlich ist – trotz des Rückgangs – gemessen am langjährigen Durchschnitt noch stark überhöht und deutet auf weiterhin rege Aktivitäten am Immobilienmarkt hin. Die Verkaufszahlen bestehender Häuser müssten gemäß Angaben der HSBC auf ca. 4,5 Millionen fallen, um von einer „Normalisierung“ sprechen zu können. Nichts desto trotz zeigt der jüngste Rückgang, dass der Immobilienmarkt sich in diese Richtung bewegt.

- Zunehmender Bestand unverkaufter Häuser -

Eine gegenläufige Entwicklung hat der Bestand nicht verkaufter Immobilien genommen. Dieser lag im Januar um 35 % höher als noch im Vorjahr. Der so genannte „Months'-Supply“, ein Quotient aus Immobilienangebot und -nachfrage, erreichte zum Ende des Jahres 2005 sowohl bei neuen als auch bei bestehenden Häusern langjährige Höchststände ⁹. Darüber hinaus hat sich die Stimmung im Bausektor in den letzten Monaten eingetrübt, und die Aktienkurse von Bauunternehmen zeigten 2005 eine unterdurchschnittliche Performance.

Viele Indikatoren deuten somit auf ein Ende des Immobilienbooms hin. Abbildung 5 illustriert nochmals die oben genannten Punkte.

Grafik 5: Indizes: Jahresrate der Verkaufszahlen, Bestände und „Months' Supply“ von bestehenden Häusern (Januar 2005=100)



Quelle: National Association of REALTORS, eigene Berechnungen

⁹ Quelle: BMO Nesbitt Burns, Inc.; „Viewpoint – a monthly perspective of the U.S. Economy“, January 2006.

6 Umfang möglicher Preiskorrekturen und Auswirkungen auf die US-Wirtschaft.

Angesichts der klaren Hinweise auf ein Ende des Immobilienbooms, rückt die Frage in den Fokus, ob und in welchem Umfang Preiskorrekturen zu erwarten sind.

- Verstärkung möglicher Wachstumshemmnisse durch Rahmenbedingungen am Kreditmarkt -

Um den Umfang möglicher Preiskorrekturen und Auswirkungen beurteilen zu können, müssen zunächst die Bedingungen am Kreditmarkt analysiert werden. Viele amerikanische Haushalte haben sich in den letzten Jahren stark verschuldet, um am Aufschwung des Immobilienmarktes teilzuhaben. Dazu passend wurden durch Banken immer risikobehaftetere Finanzierungsformen, wie ARM oder tilgungsfreie Kredite („Interest-only“), offeriert. Aufgrund stark gestiegener Hauspreise waren ARMs und tilgungsfreie Kredite für immer mehr Haushalte die einzige Möglichkeit, Hauseigentum zu erwerben. Zinszahlungen bei ARMs sind im Vergleich zu Festzinshypotheken stärker vom kurzfristigen Zinsniveau, also dem von der Fed festgelegten Leitzins, abhängig. Es gibt eine große Anzahl verschiedener ARMs, die in der Dauer des Fixzinszeitraums nach Aufnahme der Hypothek und der Häufigkeit der Zinsanpassungen variieren. Ein „5/1 ARM“ wird beispielsweise nach einer fünfjährigen Festzinsperiode jährlich angepasst. Steigen nun die kurzfristigen Zinsen, wird es häufiger Zinsanpassungen nach oben geben. Dies erhöht die monatlichen Zahlungen von ARMs und dürfte zur Einschränkung des privaten Konsums führen. Um beurteilen zu können, wie groß der Effekt von Zinserhöhungen seitens der Fed auf den privaten Konsum ist, müssen die Strukturen auf dem Kreditmarkt – insbesondere die Anteile von ARMs am gesamten Hypothekenvolumen – genauer betrachtet werden.

Angesichts der stark gestiegenen Preise für Wohnimmobilien wählten Hauskäufer häufiger Hypotheken mit geringeren monatlichen Zinszahlungen, um sich die monatlichen Raten leisten zu können. Aufgrund des niedrigen Zinsumfeldes und entsprechend attraktiverer Konditionen von zinsvariablen Hypotheken stieg der Anteil von ARMs an den Neuzusagen von Hypotheken seit dem Ende des „New-Economy-Booms“ deutlich an. (vgl. Abbildung 6).

Grafik 6: Prozentualer gewichteter Anteil von ARMs⁽¹⁾ an den Neuzusagen



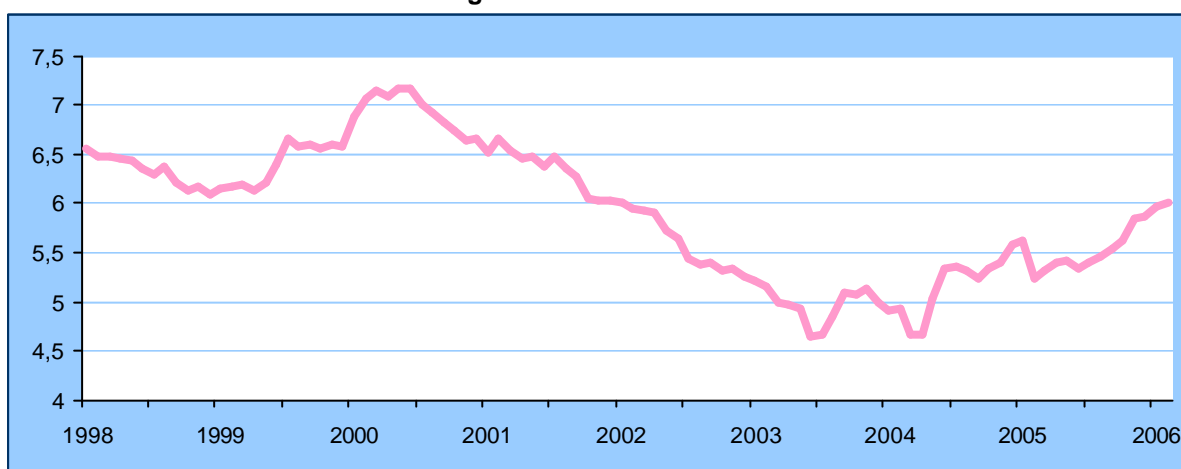
Quelle: Freddie Mac

(1) ARM: zinsvariable Hypotheken

Im Februar 2001 lag der Anteil – gemäß Angaben von Freddie Mac – noch bei 9 %. Bis zur Jahresmitte 2004 stieg er kontinuierlich an und erreichte im Mai 2004 einen Spitzenwert von ca. 36 %. Anfang dieses Jahres war ein Anteil der ARMs von rund 32 % zu beobachten. Die höheren Anteile zinsvariabler Hypotheken bedingen eine stärkere Sensibilität auf dem Kreditmarkt hinsichtlich von Zinsänderungen seitens der Fed.

Im Zuge des expansiven Kurses der Fed sind die durchschnittlichen Zinssätze, die in neuen Verträgen von ARMs festgelegt wurden, vom Juni 2000 bis zum Juni 2003 kontinuierlich von 7,16 % auf 4,65 % zurückgegangen. Im Zuge der seit Juni 2004 erfolgten Leitzinsanhebungen sind die durchschnittlichen Zinssätze von ARMs jedoch wieder gestiegen. Im Februar 2006 erreichte der Zins erstmal seit 4 Jahren wieder die Marke von 6 % und lag damit ungefähr 0,8 Prozentpunkte über dem Zins des Vorjahresmonats. Abbildung 7 zeigt die Entwicklung der Zinssätze von 1998 bis Februar 2006.

Grafik 7: Zinssätze neuer ARM-Verträge



Quelle: www.economagic.com; FHFB

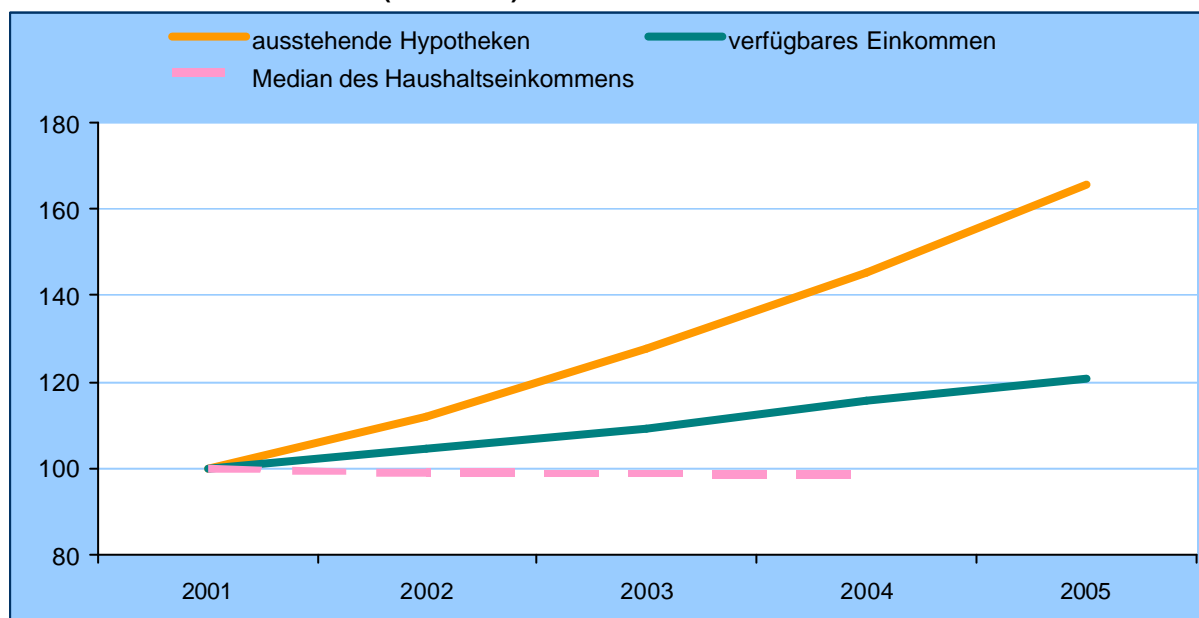
Aufgrund der Fortsetzung des geldpolitischen Restriktionskurses sind Anpassungen der Zinssätze bei ARMs zu erwarten. Selbst wenn die Fed keine weiteren Zinserhöhungen mehr vornehmen würde, werden über Anpassungsmechanismen bei Hypotheken aus der Tiefzinsphase die durchschnittlichen Zinszahlungen steigen. Höhere monatliche Raten werden somit sukzessive die Ausgabenspielräume der privaten Haushalte beschneiden.

Neben den Hauspreisen und den Zinssätzen für ARMs sind 2005 auch die Zinssätze für MEWs gestiegen. Betrachtet man den nationalen Durchschnittszins für „Home Equity Loans“ in Höhe von 30.000 US-Dollar, zeigt sich, dass dieser sich von ca. 6,9 % auf knapp unter 7,6 % erhöht hat. Haushalte haben also für liquide Mittel Darlehen mit immer höheren Zinsen aufgenommen. Die Verschuldung im Zusammenhang mit Immobilienmarktinvestitionen lässt sich an der „Financial Obligation Ratio“ (FOR) der Federal Reserve Bank für Belastungen von Hausbesitzern ablesen. Die so genannte „Homeowner Mortgage FOR“ vergleicht anfallende Zahlungen für Hypothekenschulden und Versicherungen für Hausbesitzer mit dem verfügbarem Einkommen. Der Anteil dieser Zahlungsverpflichtungen am Einkommen hat von Anfang 2000 bis zum dritten Quartal 2005 von 9,03 auf 10,76 zugenommen.

Darüber hinaus übersteigen die Zahlungen in Verbindung mit dem Hausbesitz (Steuern, Zinsen, Tilgung und Instandhaltung) die finanziellen Mittel vieler Haushalte schon jetzt bei weitem. Durch eine Abkühlung am Immobilienmarkt, eine Abschwächung von positiven Vermögenseffekten und einen

damit einhergehenden Rückgang des Potenzials für MEWs werden die finanziellen Spielräume der Haushalte stark eingeschränkt und es muss teilweise entspart werden. Sind keine ausreichenden Spareinlagen vorhanden, droht die Zahlungsunfähigkeit. Um dies zu untermauern, sollen im Folgenden die Indizes ausstehender Hypotheken und des verfügbaren Einkommens betrachtet werden (vgl. Abbildung 8). Es wird deutlich, dass das Volumen ausstehender Hypotheken im Vergleich zum Einkommen überproportional zugenommen hat. Betrachtet man darüber hinaus den Median des Haushaltseinkommens, der real sogar leicht zurückgegangen ist, zeigt sich, dass Einkommenssteigerungen hauptsächlich in oberen Einkommensschichten stattgefunden haben. Vor allem in mittleren und unteren Einkommensschichten besteht somit die Gefahr, dass die Haushalte in Zukunft ihre Zahlungen nicht mehr leisten können. Da auch die Banken bei der Kreditvergabe oft das Risiko außer acht gelassen haben – im Jahr 2005 musste in 42 % der Fälle keine Anzahlung gemacht werden – könnte ihnen eine größere Anzahl an Kreditausfällen drohen¹⁰. So hat zum Beispiel im Boommarkt Kalifornien die Zahl der Kreditausfälle im letzten Quartal 2005 im Vergleich zum Vorjahresquartal stark zugenommen. Es war ein Anstieg der so genannten „Default Notices“ von 15,6 % zu verzeichnen¹¹.

Grafik 8: Vergleich ausstehender Hypotheken mit dem verfügbaren Einkommen und dem Median des Haushaltseinkommens(2001=100)



Quelle: Federal Reserve Bank; eigene Berechnungen

Die einstmals günstigen, die Immobilienhausse stützenden Rahmenbedingungen auf dem Kreditmarkt scheinen sich somit aktuell umzukehren. Es besteht die Gefahr, dass dadurch die von der Abkühlung am Immobilienmarkt ausgehenden wachstumsdämpfenden Effekte verstärkt werden.

- Umfang von Preiskorrekturen -

Aufgrund geringerer Marktliquidität bedingt durch hohe Transaktionskosten und den realen Nutzwert von Wohnimmobilien für private Haushalte ist – im Gegensatz zum Aktienmarkt der Jahre 2000 / 2001 – ein kurzfristig starker Preisabfall auf dem Immobilienmarkt nicht zu erwarten. Wahrscheinlicher ist ein gemäßigter Rückgang bzw. eine längerfristige Stagnation der Preise. Wie sich die Preise genau

¹⁰ Quelle: The Economist (June 18th 2005), special report: "In come the waves".

¹¹ DataQuick Information Systems.

verhalten, ist anhand der aktuellen Datenlage schwer einzuschätzen. Es erscheint aber unwahrscheinlich, dass sich die Immobilienhausse fortsetzen wird. Trotz einer möglichen „weichen Landung“ der Immobilienpreise werden die Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft möglicherweise dennoch gravierender sein, als man es von anderen „Housing-Booms“ in der Geschichte der Vereinigten Staaten gewohnt ist.

- Auswirkungen auf die US-Wirtschaft -

Wie weiter oben bereits beschrieben, trugen das Wohnbaugewerbe und der private Konsum in den letzten Jahren bis zu 90 % zum Wachstum des nominalen Bruttoinlandsproduktes bei. Immerhin 40 % könnten allein aus den „Mortgage Equity Withdrawals“ stammen. Bezieht man diesen Anteil auch auf das Realwachstum, so bedeutet dies, dass bei einem Wirtschaftswachstum der USA von 4,2 % im Jahr 2004 und 3,5 % im Jahr 2005 ungefähr 1,7 Prozentpunkte bzw. 1,4 Prozentpunkte des Wachstums auf privaten Konsum, der durch Vermögenseffekte aufgrund von Hauspreissteigerungen induziert wurde, zurückzuführen war. Wenn die Preissteigerungen sich nun verlangsamen, wird sich diese Quelle des Konsums abschwächen und, unter Beachtung zusätzlicher negativer Effekte aus einer schwächeren Bautätigkeit, zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstum der USA führen. Freddie Mac prognostiziert für das eigene Kreditgeschäft aufgrund der zu erwartenden verhalteneren Entwicklung der Preise von Wohnimmobilien im Jahr 2006 einen Rückgang der „Home Equity Extractions“ um insgesamt mehr als 50 % oder 126 Mrd. US-Dollar. Bleibt man bei der Annahme, dass etwa die Hälfte solcher dem Eigenheim entzogenen liquiden Mittel in den Konsum fließen, würde allein ein solcher Rückgang bei Freddie Mac – im Vergleich zur Situation mit konstantem Volumina von entzogenen Mitteln – das Wachstum 2006 um ungefähr 0,6 Prozentpunkte¹² verringern.

Im Hinblick auf die weiteren Tendenzen am US-Immobilienmarkt darf auch ein wichtiger psychologische Effekt nicht vergessen werden. Die exzessive Kommunikation dieses Themas in den amerikanischen Medien hat die Haushalte sensibel für mögliche Korrekturen gemacht. Gibt es keine zusätzlichen oder geringere Vermögenseffekte aus Immobilienpreissteigerungen, werden die Haushalte ihren laufenden Konsum zunehmend an ihren Erwartungen über zukünftige Ausgaben ausrichten. Hypothekenzahlung werden in den meisten Fällen – aufgrund der oben beschriebenen Kreditformen – mit fortgeschrittener Laufzeit zunehmen oder es steht an einem gewissen Punkt die endgültige Tilgung der gesamten Kreditsumme an. Aufgrund dieser höheren zukünftigen Ausgaben wird das Sicherheitsbedürfnis von Haushalten steigen, und sie dürften ihren Konsum einschränken, um verstärkt Spareinlagen zu bilden¹³. Dies könnte teilweise über die aktuell geringe Inflationsrate verstärkt werden. Ende der 80er bis Mitte der 90er Jahre sind die realen US-Hauspreise um mehr als 10 % gesunken (bis zu 38 % in einigen wirtschaftstarken Regionen). Ein vergleichbarer Rückgang der realen Hauspreise würde aufgrund der niedrigen Inflation auch zum Rückgang der nominalen Hauspreise führen.

Abkühlungstendenzen auf überhitzten, lokalen Immobilienmärkten könnten zur Verlangsamung des Konsumwachstums führen. Viele Ökonomen argumentieren, dass ein Preisabfall keinen signifikanten Einfluss auf das Wachstum der Gesamtwirtschaft der Vereinigten Staaten haben wird, da es sich nur um lokale Überbewertungen handelt – besonders an der West- und Ostküste. Jedoch sind zum einen – im Vergleich zu früheren Immobilienbooms – sehr viele Regionen betroffen, zum anderen sind dies meist Regionen mit hohen Bevölkerungsanteilen und einer enormen Wirtschaftskraft. Immerhin 43%

¹² Eigene Berechnungen.

¹³ Die Sparquote in den USA ist aktuell negativ. Es wurden im Jahr knapp 34 Mrd. US-Dollar „entspart“. Quelle: Federal Reserve Bank.

aller Wohneinheiten der USA sind Regionen mit starker Überbewertung zuzuordnen. Sie machen sogar ungefähr 57 % des Wertes aller Wohnimmobilien aus¹⁴.

Nicht zu vernachlässigen sind neben den schon beschriebenen Spekulationskäufen, die die Gefahr eines stärkeren Preiseinbruchs erhöhen, auch die Reaktionen seitens des Gesetzgebers. Aufgrund der beunruhigenden Entwicklung auf den Kreditmärkten und der dadurch bedingten erhöhten Risiken sollen neue Richtlinien für die Kreditaufnahme geschaffen werden. Diese haben zum Ziel, den exzessiven Gebrauch risikobehafteter Finanzierungsformen einzuschränken. Beispielsweise werden striktere Zeichnungsnormen für neuartige Hypotheken geprüft.

Auch wenn es noch eine Weile dauern wird, bis die Richtlinien umgesetzt werden können, dürfte allein schon durch ihre Ankündigung das Risikobewusstsein der US-Privathaushalte und insbesondere der Finanzinstitute deutlich steigen. Dies birgt die Gefahr, dass der Liquiditätsstrom, der große Teile des privaten Konsums trägt, sogar im Falle eines weiterhin hohen Potentials für MEWs zurückgehen könnte.

7 Fazit.

In den Vereinigten Staaten mehren sich per Saldo die Anzeichen für ein Ende des Immobilienbooms. Mittelfristig, wahrscheinlich schon in der zweiten Jahreshälfte 2006, dürfte ein gedämpfter Privatkonsum das Wirtschaftswachstum der USA bremsen. Die zeitliche Ausdehnung und das Ausmaß der Korrekturen wird darüber entscheiden, ob die amerikanische Wirtschaft in eine Rezession läuft oder ob es sich um eine „weiche Landung“ mit nur moderaten Auswirkungen auf das Wachstum handeln wird. Zudem dürfte die Sparquote steigen. Viele Haushalte werden möglicherweise aufgrund von Überschuldung vor finanziellen Schwierigkeiten stehen, die nicht mehr über die Liquidierung von Wertsteigerungen des Eigenheims kompensiert werden können. Auch die Banken könnten mit einer zunehmenden Anzahl von Kreditausfällen zu kämpfen haben.

Der abklingende Nachfrageboom wird auch den Bausektor, in dem im Zuge des Immobilienbooms viele neue Arbeitsplätze geschaffen wurden, betreffen. Auftragseingänge und Umsätze dürften sich abschwächen, und viele Arbeitsplätze könnten verloren gehen.

2006 vor allem aber 2007 dürften von einem gebremsten Wachstum aufgrund der zuvor beschriebenen Effekte geprägt sein. Auch wenn im Moment noch schwer einzuschätzen ist, wann diese genau eintreffen werden und in welchem Ausmaß sie zu erwarten sind, ist per Saldo – im Vergleich zum Szenario eines weiterhin boomenden Immobilienmarktes – im Jahr 2007 ein wachstumsdämpfender Effekt von bis zu 2 Prozentpunkten denkbar. Gemäß Consensus Forecast bewegen sich die gegenwärtigen Prognosen für das reale BIP-Wachstum der US-Wirtschaft im Jahr 2007 in einer Bandbreite von 2,3% bis 3,3% nach Zuwachsraten von 4,2% und 3,5% in den Boomjahren 2004 und 2005. Vor allem die am unteren Spektrum angesiedelten Prognosen dürften eine ungünstigere Einschätzung der weiteren Immobilienmarktentwicklung und damit einhergehend stärkere negative Effekte auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum widerspiegeln.

Autor/in: Kai Hielscher und Petra Ott-Laubach (069) 7431-3453

¹⁴ HSBC.