

Trevor Evans

---

## Das Ende der Immobilienblase in den USA

Der Boom der US-amerikanischen Wirtschaft in den späten 1990er Jahren war eng mit der ausgeprägten Spekulationsblase am Aktienmarkt verbunden. Nachdem diese Blase im Frühjahr 2000 geplatzt war, gingen die Investitionen in Fixkapital stark zurück und die Wirtschaft wurde in eine Rezession gestürzt, die entsprechend den offiziellen Zahlen bis Ende 2001 andauerte. Die neue Aufschwungphase, die im Jahr 2002 begann, ging ebenfalls mit einer deutlichen Spekulationsblase einher, diesmal aber im Immobilienmarkt. In den fünf Jahren bis zum September 2006 stiegen die Immobilienpreise im landesweiten Durchschnitt um 55%, in sechs Staaten, darunter so bevölkerungsreichen wie Kalifornien, Florida und Washington D.C., stiegen sie sogar um mehr als 100%. Im Jahre 2006 begann der Immobilienboom jedoch zu wanken. Im zweiten und dritten Quartal verlangsamte sich der Anstieg der Immobilienpreise dramatisch und in einigen Staaten begannen die Preise sogar zu fallen. Dies führte zu einer angstvollen Debatte darüber, wie weit die Immobilienpreise wohl fallen würden und ob dieser Preisverfall der Vorbote einer neuen Rezession ist. Gegenwärtig sind drei mögliche Szenarios im Gespräch: erstens ein moderater Rückgang des Wirtschaftswachstums, die sogenannte weiche Landung, die vor allem von Ben Bernanke, dem Chef der Zentralbank angepriesen wird (Bernanke 2006 und 2007); zweitens ein deutlicher Rückgang des Wirtschaftswachstums, was von Paul Krugman (2006) oder Wolfgang Münchau (2007) für wahrscheinlich gehalten wird; und drittens eine ernste Rezession, die seit dem Juli vergangenen Jahres von Nouriel Roubini, dem führenden Kommentator des einflussreichen RGE Monitors vorhergesagt wird (Roubini 2006).

### Der gegenwärtige Aufschwung

Viele der gegenwärtigen Eigenschaften der US-amerikanischen Ökonomie gehen auf die 1980er Jahre zurück. Die anhaltende Rezession zu Beginn der 1980er Jahre hatte zusammen mit den einschneidenden Eingriffen der Reagan Regierung ins Arbeitsrecht zu einer ernsthaften Schwächung der Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer geführt. Der Aufschwung, der seit 1983 folgte, brachte dann zwar eine deutliche Erhöhung der Unternehmensgewinne, doch war dies vor allem die Folge einer Restrukturierung, die von einer massiven

Welle von Fusionen und meistens kreditfinanzierten Übernahmen ausgingen. Da auf diese Fusionen meistens die Schließung der am wenigsten profitablen Unternehmensteile folgte, bedeutete dies eine weitere Schwächung der Position der Arbeitnehmer.

Eine Kreditverknappung durch das überforderte Bankensystem führte zu einer kurzen Rezession zu Beginn der 1990er Jahre. Doch als die Zentralbank durch eine Zinssenkung den Druck vom Finanzsystem nahm, kam es zu einer Schwächung des Dollars, die zu einem Anwachsen der US-amerikanischen Exporte führte, was den Ausgangsimpuls für das starke Wachstum der 1990er Jahre bildete: in der zweiten Hälfte der 90er Jahre verstärkten sich hohe Wachstumsraten, die Investitionen in Informationstechnologien und ein boomender Aktienmarkt wechselseitig. Über 20 Millionen neue Arbeitsplätze entstanden und während einer kurzen Periode am Ende der Dekade, als die Arbeitslosigkeit unter 4% fiel, war es den Arbeitnehmern möglich Reallöhnerhöhungen durchzusetzen, in vielen Fällen die ersten seit den 1970er Jahren. Als jedoch die Investitionen im Jahre 2001 zurückgefahren wurden, fielen auch Sozialprodukt und Beschäftigung und kurze Zeit später begannen auch die Reallöhne wieder abzunehmen.

Obwohl im Jahre 2002 eine neue Expansionsphase begann, war die Erholung zunächst schwach und die Arbeitslosigkeit stieg noch bis Ende 2003 weiter an. Die Erklärung dafür liegt in der Entwicklung des Unternehmenssektors. Vom Beginn des Aufschwungs an nahmen die Gewinne stark zu. 2006 hatte die Summe der Unternehmensgewinne vor Steuern einen Anteil am BIP von über 10%: ein Niveau, das zuletzt in den 1960er Jahren erreicht wurde. Aufgrund der Überinvestition während der späten 1990er Jahre gab es erhebliche Überkapazitäten als der Aufschwung begann. Daher begannen die Investitionen erst ab 2004 zu wachsen und blieben auch dann geringer als während des Booms der 1990er Jahre.

Die wichtigste Quelle des 2002 einsetzenden Wirtschaftswachstums waren die steigenden Konsumausgaben der privaten Haushalte. Die starke Zunahme des Konsums hatte schon den Ausfall der Investitionen während der Rezession im Jahre 2001 gedämpft und seit 2002 haben vor allem die Konsumausgaben zum Wachstum des BIP beigetragen. Dies ist auf den ersten Blick etwas überraschend, insbesondere für die Jahre 2002 und 2003 als die Arbeitslosigkeit relativ hoch blieb. Die Erklärung findet sich im Boom der Immobilienpreise, die es den US-amerikanischen Haushalten ermöglicht haben, sich in einem bislang unbekanntem Ausmaß zu verschulden.

## Der Anstieg der Immobilienpreise

Wie in einer Reihe anderer entwickelter Länder auch begannen die Immobilienpreise in den USA Mitte der 1990er Jahre schneller zu wachsen als üblich.

Dies war Teil des allgemeinen Preisanstiegs von Vermögensgegenständen als Folge einer Periode starken Wirtschaftswachstums. Stark stimulierend wirkte dann auch die Geldpolitik, mit der die Zentralbank auf das Platzen der Aktienblase und der im Jahr 2001 folgenden Rezession reagierte. Zwischen Januar 2001 und Juni 2003 senkte sie die Leitzinsen von 6,5% auf 1%. In den USA hatten die Immobilienpreise schon immer eine stark negative Korrelation mit den Zinssätzen und als letztere fielen stiegen erstere stark an (IMF 2004). Bis zum Jahr 2005 waren die jährlichen Preissteigerungen von Immobilien bis auf 15% angewachsen (Office of Federal Housing Enterprise Oversight 2006).

Der Anstieg der Immobilienpreise hatte einen enormen Einfluss auf die Bauindustrie. Die Bauinvestitionen stiegen von 503 Mrd. Dollar (2002) auf 770 Mrd. Dollar (2005) an. Die Größenordnung dieses Booms lässt sich am Anteil der Bauinvestitionen am BIP ablesen: im Jahre 2005 waren dies 6,2%, der höchste Wert seit 1950 als es ein massives Wohnungsbauprogramm für heimkehrende Soldaten gab.

Die starke Zinssenkung zwischen 2001 und 2003 führte auch zu einer Welle von Hypothekenumschuldungen. Seit den Zeiten von Roosevelt werden in den USA Häuser üblicherweise durch 30jährige Hypotheken finanziert, deren Zinssatz sich an dem bei Aufnahme der Hypothek herrschenden Zinssatz langfristiger Staatsanleihen orientiert. Da diese Zinssätze seit 2001 ebenfalls fielen, verbilligten sich neue Hypotheken und viele Schuldner lösten ihre alte durch eine neue Hypothek ab.<sup>1</sup>

Da außerdem der Immobilienboom dazu geführt hatte, dass der Wert der meisten Häuser gestiegen war, liehen sich viele Haushalte eine weit größere Summe als zur Ablösung ihrer alten Hypothek erforderlich war. Die Größenordnung dieser zusätzlichen Summe war erheblich.<sup>2</sup> Im Jahre 2005, als diese Entwicklung ihren Höhepunkt erreicht hatte, handelte es sich um 350 Mrd. Dollar was ungefähr 65% der zusätzlichen Konsumausgaben dieses Jahres ausmacht.

Doch das war noch nicht alles. Die Haushalte nahmen außer Hypotheken auch weitere Kredite auf die inzwischen erfolgten Wertsteigerungen ihrer Häuser auf (*equity loans*). Zwischen 2002 und 2005 machten diese *equity loans* zusammen mit den nicht zur Refinanzierung benötigten Hypothekenkrediten mehr als 90% der zusätzlichen Konsumausgaben aus.

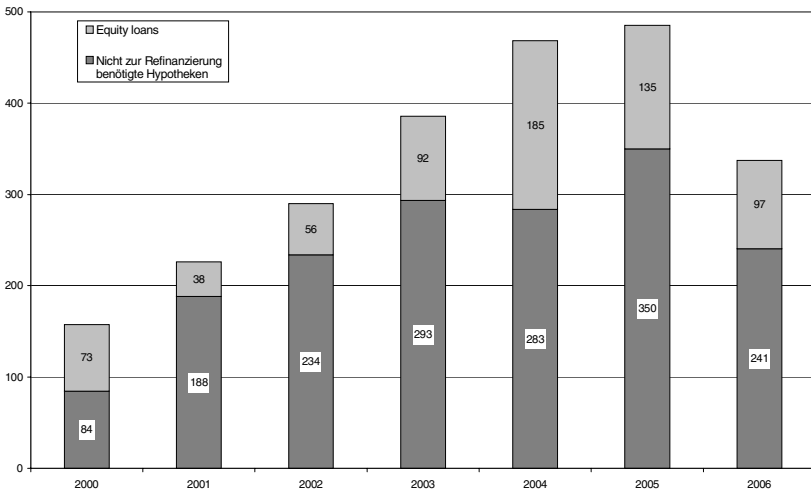
Diese enorme Zunahme der Verschuldung der US-amerikanischen Haushalte ermöglichte eine erhebliche Steigerung der Konsumausgaben, obwohl die Löhne seit der Rezession 2001 stagnierten. Allerdings führte sie auch zu einer schwerwiegenden Verschlechterung der Finanzsituation der Haushalte.

---

1 In den USA können Hypotheken ohne oder mit nur geringen Kosten für den Schuldner abgelöst und refinanziert werden. Das Zinsrisiko liegt also beim Gläubiger.

2 Ich danke Jim Kennedy für eine Aktualisierung der Daten in Greenspan/Kennedy (2005).

### Nicht zur Refinanzierung benötigte Immobilienkredite in Mrd. Dollar



Die Verschuldung der US-amerikanischen Haushalte hat kontinuierlich zugenommen. 1980 lag sie im Durchschnitt bei 60% des jährlichen Privateinkommens (Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts*, Table L1). Nach einer starken Zunahme der Verschuldung während den Aufschwungphasen in den 1980er und 1990er Jahren stieg dieser Wert im Jahr 2000 auf 83%. Im Jahre 2006 ist er auf bislang unerreichte 115% geklettert.

Eng mit dieser Entwicklung verbunden ist der Rückgang der Sparquote. Von den 1950er Jahren bis zu den frühen 1980er Jahren wurden vom verfügbaren Einkommen etwa 10% gespart. Seitdem haben die Haushalte jedoch versucht ihre Konsumausgaben zu erhöhen, obwohl die Reallöhne nur wenig oder manchmal auch gar nicht angestiegen sind, so dass sich die Sparquote kontinuierlich vermindert hat. Sie lag 1990 noch bei 7% und fiel im Jahr 2000 auf 2,3%. Seit dem Aufschwung von 2002 hat sie noch weiter abgenommen und ist inzwischen sogar unter Null gefallen: im Jahre 2005 lag sie bei -0,4% und 2006 bei -1% (Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*, Table 2.1).

### Immobilienpreise und Wirtschaftswachstum

Das erneute Wachstum der US-amerikanischen Wirtschaft begann 2002 und war von 2004 bis 2006 sehr stark. Der Beitrag des privaten Konsums dazu ist überaus deutlich: im Jahr 2004 gingen von den 3,9% realen Wachstum 2,7% auf das Konto der gestiegenen Konsumausgaben, im Jahr 2005 waren es 2,3% von 3,2% Wachstum. Das bedeutet, dass ohne die erheblich gestiegenen Kredite

auf Immobilien, die nicht alle zur Refinanzierung der älteren Hypotheken notwendig waren, die Konsumausgaben erheblich niedriger gewesen wären und das Wachstum um 1,5% bis 2% niedriger ausgefallen wäre.

### *Beiträge zum realen Wirtschaftswachstum der USA in Prozentpunkten*

	2002	2003	2004	2005	2006*
Wachstumsrate des BIP	1.6	2.5	3.9	3.2	3.4
Privater Konsum	1.9	1.94	2.71	2.44	2.25
Private Bruttoinvestitionen	-0.41	0.54	1.49	0.87	0.75
Anlageinvestitionen ohne Bauinvestitionen	-1.06	0.1	0.58	0.67	0.75
Bauinvestitionen	0.22	0.41	0.53	0.5	-0.26
Veränderungen des Warenbestands	0.43	0.04	0.38	-0.3	0.26
Nettoexport von Gütern und Dienstleistungen	-0.69	-0.44	-0.65	-0.26	-0.02
Exporte	-0.23	0.12	0.88	0.68	0.93
Importe	-0.46	-0.56	-1.53	-0.94	-0.95
Staatsausgaben	0.8	0.47	0.36	0.17	0.4
Verteidigungsausgaben	0.29	0.37	0.27	0.08	0.09
Bundesausgaben ohne Verteidigung	0.14	0.08	0.03	0.03	0.05
Einzelstaaten und Städte	0.37	0.02	0.06	0.06	0.26

\* Vorläufige Daten

Quelle: US Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*, Table 1.1.2

Während der Beitrag der Gesamtinvestitionen zum Wachstum schwächer war als in den 1990er Jahren, wo er regelmäßig 1,5 Prozentpunkte zum Wachstum des realen BIP beigetragen hat, hat die Bedeutung von Bauinvestitionen zugenommen. Wie aus der Tabelle zu ersehen ist, hatten die Bauinvestitionen zwischen 2003 und 2005 jeweils einen Anteil von etwa 0,6 Prozentpunkten am Wachstum.

Der Beitrag des Außenhandels und der Staatsausgaben waren dagegen begrenzt. Aufgrund des großen Handelsbilanzdefizits war der Wachstumsbeitrag des Außenhandels negativ. Die Exporte stiegen zwar an, doch die Importe sind noch schneller gewachsen. Die steigenden Staatsausgaben hatten zwar einen positiven Einfluss, im Jahr 2002 leisteten sie einen Wachstumsbeitrag von 0,8 Prozentpunkten, doch danach nahm dieser Beitrag immer weiter ab. Dabei haben zwischen 2002 und 2004 die Verteidigungsausgaben allein einen Beitrag von 0,3 Prozentpunkten geleistet, der danach jedoch stark abgenommen hat.

## Das Ende des Immobilienbooms

Die Periode außergewöhnlich niedriger Zinssätze fand 2004 ihr Ende: Das Wachstum hatte erneut begonnen, die Arbeitslosigkeit war gefallen und die Inflationsrate hatte angefangen zu steigen. Zwischen Juni 2004 und Juni 2006 wurden die Leitzinsen schrittweise von 1% auf 5,25% angehoben. Da die expansive Geldpolitik zuvor zu steigenden Immobilienpreisen geführt hatte, war zu erwarten, dass diese auch von der nun eher restriktiven Geldpolitik beeinflusst werden. Allerdings stiegen die Immobilienpreise bis Ende 2005 noch weiter stark an, der Boom kam erst im Frühjahr 2006 an sein Ende.

Von verschiedenen Seiten wurde für 2007 eine Rezession prognostiziert, da man erwartet, dass die Konsumausgaben stark abnehmen werden. Dies wird mit zwei Argumenten begründet. Zum einen wird vermutet, dass die Immobilienpreise zusammenbrechen werden, was die Haushalte zu einer dramatischen Kürzung ihrer Konsumausgaben veranlassen würde. Prognosen der Wertentwicklung von Vermögensbeständen sind aber bekanntermaßen sehr unzuverlässig. Auf Grundlage der verfügbaren Daten zeichnet sich seit Ende 2006 eine Stabilisierung der Immobilienpreise ab (vgl. z.B. National Association of Realtors 2007). Obgleich die Preise in einigen Regionen schon gefallen sind, scheint ein allgemeiner Preisverfall von Immobilien – wie in Japan während der 1990er Jahre – im Moment noch nicht bevor zu stehen.

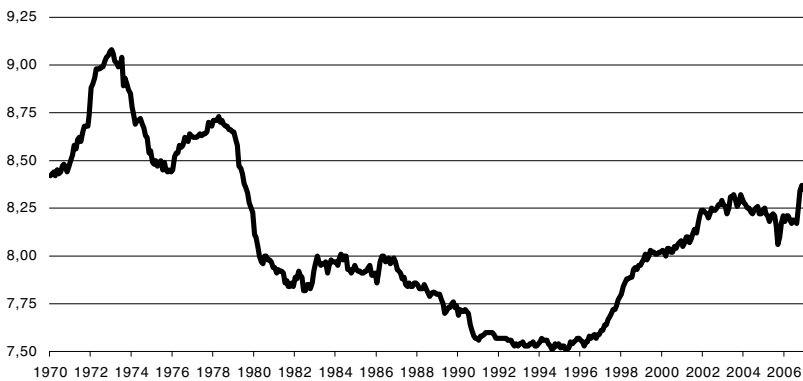
Zum anderen wird argumentiert, dass bereits ein Ende des Steigens der Immobilienpreise zu einem erheblichen Einbruch des privaten Konsums führen würde, da die Haushalte stärker sparen würden, um ihre verbrauchten Ersparnisse zu kompensieren. Derartiges könnte durchaus passieren – etwas Ähnliches war bereits zu Beginn der kurzen Rezession von 1990 ein wichtiger Faktor gewesen, als die Haushalte im Vergleich zu heute viel weniger verschuldet waren. Es ist sicher, dass die Zahl der Haushalte mit ernsthaften finanziellen Problemen zunimmt, was z.B. daran deutlich wird, dass die Kreditausfälle am Hypothekenmarkt Ende 2006 deutlich zugenommen haben (*Wall Street Journal*, 6. Februar 2007). Aus der Vergangenheit wissen wir jedoch, dass eine Abnahme der Konsumausgaben dann am wahrscheinlichsten wird, wenn es zu einem ökonomischen Abschwung und einem Anstieg der Arbeitslosigkeit kommt.

In früheren Konjunkturzyklen war das deutlichste Zeichen für das bevorstehende Ende einer Wachstumsperiode eine Abnahme der Profitabilität. Diese hatte in der Regel 12 bis 18 Monate vor dem Anfang der Rezession ihren Höhepunkt erreicht. Die letzte Spitze, die im Jahr 1997 auftrat, stellte allerdings eine Ausnahme dar: sie trat ganze drei Jahre vor der 2001 einsetzenden Rezession auf. Allerdings hätte auch in diesem Fall der Abschwung wahrscheinlich schon früher eingesetzt, wenn die Zentralbank die Leitzinsen 1998 nicht gesenkt hätte, um das US-amerikanische Finanzsystem angesichts der russischen

Finanzkrise und des Zusammenbruchs des New Yorker Hedge Fonds *Long Term Capital Mangement* (LTCM) zu stabilisieren.

Ende 2006 war die Profitabilität in den USA allerdings auf einem Allzeithoch. Allerdings hat der Aufschwung inzwischen auch zu einer Verknappung der Arbeitskraft geführt. Zwischen 2003 und 2006 sind 8 Millionen neuer Jobs entstanden, die Gesamtzahl der Beschäftigten liegt nun bei 146 Millionen, während die Arbeitslosigkeit von 6% auf 4,5% zurückging. Dies hat sich nicht sofort in den Löhnen niedergeschlagen. Aufgrund der Inflation sind die Real-löhne 2004 und 2005 sogar leicht gefallen. Im Jahre 2006 gab es aber schon erste Berichte über Arbeitskräftemangel in einigen Sektoren und in der zweiten Jahreshälfte nahmen die Löhne um 3% zu. Trotz dieses Anstiegs wurde damit aber noch nicht einmal der reale Stundenlohn der 1970er Jahre erreicht.

*Durchschnittliche Stundenlöhne in den USA, gemessen in Dollars mit der Kaufkraft von 1982*



Quelle: Bureau of Labor Statistics

Den relativ starken Anstieg der Löhne in den späten 1990er Jahren konnten die Unternehmen dank des ungewöhnlich starken Produktivitätswachstums, das zwischen 1996 und 2000 im Jahresdurchschnitt 2,4% betrug (The Conference Board 2007), kompensieren. Etwas unerwartet stieg die Produktivität auch zwischen 2002 und 2004 um durchschnittlich 2% pro Jahr an. Seither hat sich das Produktivitätswachstum allerdings verlangsamt; 2005 und 2006 lag es bei etwa 1,5%, was dem langjährigen Durchschnitt der Zeit vor der Einführung der Informationstechnologie entspricht. Wenn die Löhne weiterhin um mehr als 1,5% steigen, wie dies in der zweiten Hälfte des Jahres 2006 der Fall war, dann wird dies entweder den Profit der Unternehmen vermindern, oder, falls die Unternehmen die Preise erhöhen, um ihre Gewinnmargen zu verteidigen, wird es zu einer Beschleunigung der Inflation kommen.

Nach drei Jahren, in denen die Zentralbank die Leitzinsen kontinuierlich angehoben hat, liegen sie seit Juni 2006 konstant bei 5,25%. Als sich das Wachstum im Laufe des Jahres 2006 abschwächte und mit der Befürchtung, dass sich das Wachstum aufgrund des Verfalls der Immobilienpreise noch weiter abschwächen könnte, entstand die Erwartung, dass die Zinsen 2007 erneut gesenkt werden könnten. Falls die Inflation allerdings zunehmen sollte, würde dies die Position der Falken in der Zentralbank stärken und es würde schwieriger werden, mittels Geldpolitik den Folgen eines verfallenden Immobilienmarktes entgegenzuwirken.

Die Finanzmärkte haben sich bereits auf fallende Zinsen eingestellt: Ende 2006 waren die Zinsen für langlaufende Anleihen *niedriger* als für kurzfristige, während sie normalerweise ungefähr zwei Prozent *höher* liegen. Diese Zinsinversion reflektiert zum Teil die enorme Masse von überschüssigem Kapital, das auf den internationalen Märkten zirkuliert und von dem ein Teil in den US-amerikanischen Anleihemarkt fließt, und dort auf die Zinsen drückt. Allerdings erfolgt eine solche Inversion lang- und kurzfristiger Zinssätze im allgemeinen am Ende eines Konjunkturzyklus. Paul Krugman folgert daher aufgrund von Erfahrungen aus der Vergangenheit, dass die Ökonomie kurz vor einer Rezession steht (Krugman 2006).

## Ausblick

Der ökonomische Aufschwung, den die USA seit 2002 erlebt haben, war sehr stark von Konsumausgaben abhängig, die durch Kredite auf die im Preis steigenden Immobilien finanziert wurden. Nachdem die Immobilienpreise nicht mehr weiter steigen wird es nicht möglich sein ein weiteres Wachstum in der selben Weise zu finanzieren. Im Unterschied zum Crash der Aktienmärkte im Jahre 2000 sind die Immobilienpreise nicht zusammengebrochen, sie haben sich, mit Ausnahme weniger Regionen, lediglich auf hohem Niveau stabilisiert. Mit dem Ende des Immobilienbooms begann sich das US-amerikanische Wachstum abzuschwächen. Dies wird wahrscheinlich so weitergehen, es sei denn es finden sich andere Quellen zur Stärkung der Nachfrage. Die vorläufigen Daten für das vierte Quartal 2006 legen nahe, dass Beschäftigung und Löhne steigen, was die Konsumausgaben stimulieren würde. Aber falls dies der Fall sein sollte, wäre die Folge entweder eine abnehmende Profitabilität oder eine zunehmende Inflation.

Im Jahre 2001 führte nicht der Crash am Aktienmarkt zur Rezession, sondern der auf den Crash folgende Rückgang der Investitionen in fixes Kapital. In den letzten drei Quartalen des Jahres 2006 fielen die Bauinvestitionen dramatisch mit einer aufs ganze Jahr berechneten Rate von 18%. Während dies für die Baubranche erhebliche Auswirkungen hatte, blieben die Gesamtinvestitionen etwa gleich, weil die Investitionen außerhalb des Bausektors weiterhin zu-



legten. Allerdings könnte sich dies schnell ändern, wenn die Profitabilität anfängt abzunehmen, oder wenn die Zentralbank, um einer steigenden Inflation Herr zu werden, die Zinsen erhöht. Das Ende des Immobilienbooms allein führt wahrscheinlich nur zu einer Verminderung der Wachstumsraten und nicht zu einer Rezession. Aber es könnte gut sein, dass es dem Unternehmenssektor nicht gelingt, die gegenwärtigen Rekordprofite aufrecht zu erhalten. Werden dann die Investitionen reduziert, würde dies unweigerlich ein Ende der gegenwärtigen Expansionsphase bedeuten.

*Übersetzung aus dem Englischen von Michael Heinrich*

## Literatur

- Bernanke, Ben (2006): *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress*, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 19 July 2006
- Bernanke, Ben (2007): *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress*, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 14 February 2007.
- Greenspan, Alan; Kennedy, James (2005): *Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four Family Residences*, Federal Reserve Board, FEDS working paper no. 2005-41
- IMF (2004): The Global House Price Boom, in: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, September 2004, pp. 71-89.
- Krugman, Paul (2006): Storm Signals, *New York Times*, 1 December
- Münchau, Wolfgang (2007): The good, the bad and the ugly scenarios for the year ahead, *Financial Times*, 3 January.
- National Association of Realtors (2007): 'Existing-Home Sales To Improve, With Later Recovery For New Homes', February
- Office of Federal Housing Enterprise Oversight (2006): *House Price Index Report*, November.
- Roubini, Nouriel (2006): Revising my July/August 2006 Prediction of a Recession in 2007, *RGE Monitor*, 2 December 2006, <http://www.rgemonitor.com>.
- The Conference Board and Groningen Growth and Development Centre (2007): *Total Economy Database*, January, <http://www.ggdc.net>