



WILHELM VON FINCK AG
VERMÖGENSVERWALTER

US-Hausmarkt und Wirtschaftswachstum

– Wie hart wird die Landung? –

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	Seite 2
US-Hausmarktboom – Eine Zustandsbeschreibung	Seite 4
US-Wohnungsboom – Treiber für den Konsum	Seite 6
Die Trendwende ist eingeleitet	Seite 9
Wie stark wird der Abschwung? – Die 5-Billionen-Dollar-Frage	Seite 13
Was ergeben sich für Auswirkungen auf die Finanzmärkte?	Seite 16
Fazit	Seite 20

US-Hausmarkt und Wirtschaftswachstum
– Wie hart wird die Landung? –



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

US-Hausmarkt und Wirtschaftswachstum – Wie hart wird die Landung? –

Nach einem jahrelangen Höhenflug verliert der US-Immobilienmarkt zurzeit massiv an Schwung. In den vergangenen beiden Jahren hatte es wiederholt Warnungen vor einem abrupten Ende des Immobilienbooms und den möglichen negativen Folgen für das Wirtschaftswachstum gegeben. Anders als bislang haben sich zuletzt allerdings tatsächlich die Indizien signifikant gehäuft, dass es bereits zu einer kräftigen Abschwächung gekommen ist.

Für die Akteure an den internationalen Finanzmärkten sind vor allem die Effekte auf den privaten Konsum in den USA und die Reaktionen der FED in diesem Zusammenhang von Bedeutung. Nachdem der Marktkonsensus von einer Abkühlung der US-Wirtschaft ausgeht (Konsensusprognose US-Bruttoinlandprodukt (BIP)-Wachstum 2007: 2,8 %) wird zunehmend auch die Gefahr einer Rezession diskutiert, die weder im Aktienmarkt, noch im Renten- oder Devisenmarkt eingepreist ist.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Schaum, aber keine Blase

Was charakterisiert eine "Blase"?

- zu stark steigende Preise
- exzessiver Leverage
- aufgeregte Medienberichterstattung
- grenzenloses Vertrauen der Investoren in die Assetklasse
- zu hohe Ertragserwartungen für die Zukunft
- der Friseur gibt eine Empfehlung für die Assetklasse aus

Unterschätzte Risiken charakterisieren jede Blase. Die Tendenz Wohnraum als Investment zu sehen, führt zu Immobilienblasen. Diese sind gefährlicher als Finanzmarktblasen, weil sie auf Kredit gebaut sind.

Ende 1996 warnte der damalige US-Notenbankchef Alan Greenspan vor "irrationaler Begeisterung" an den Aktienmärkten, die die Preise künstlich aufblähen und bei Anlegern unrealistische Hoffnungen auf hohe Gewinne und schnellen Reichtum wecke. Dreieinhalb Jahre später platzte dann die so genannte "Dot.com-Blase" mit den bekannten Folgen.

Im Sommer letzten Jahres betonte Greenspan, dass es trotz beträchtlicher Preissteigerungen in vielen Regionen keine landesweite "Immobilienblase" in Amerika gebe, aber es in einigen Regionen des Landes begonnen habe zu "schäumen". Die große Mehrzahl der Immobilienbesitzer verfüge aber über ein ausreichendes Vermögenspolster, um einen möglichen Rückgang der Preise abfedern zu lassen.

Weniger optimistisch wird die Lage von unabhängigen Ökonomen eingeschätzt, die das Überschwappen regionaler Einbrüche auf die Gesamtkonjunktur für möglich halten.



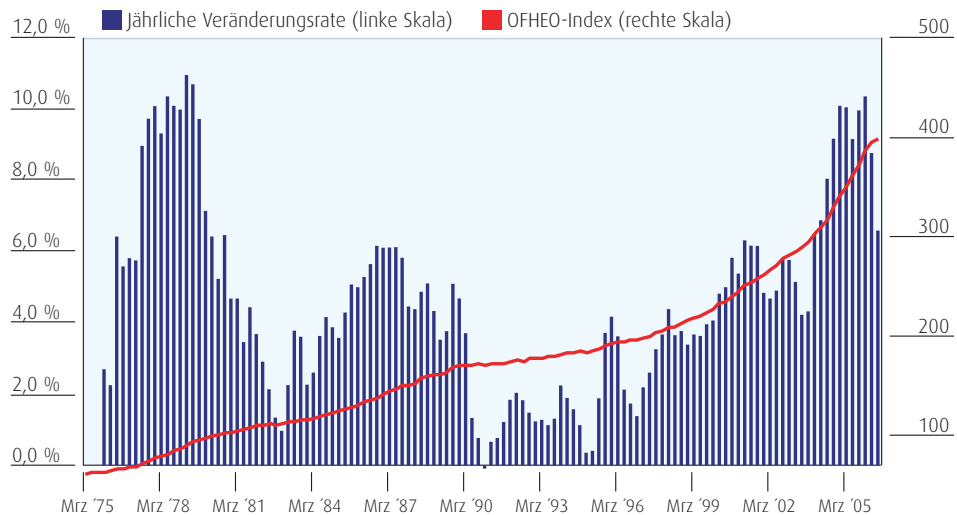
WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

US-Hausmarktboom – Eine Zustandsbeschreibung

Der von den Fachleuten vorzugsweise verwendete OFHEO-Preisindex (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) zeigt im 2. Quartal 2006 noch eine Jahresveränderungsrate von 10 % für die USA an. Die Quartalsveränderung betrug aber nur noch 1,2 % und ist damit die geringste Preissteigerung seit dem 4. Quartal 1999.

OFHEO-Hauspreisindex USA 1975 – 2006



Quelle: OFHEO

Das durchschnittliche US-Eigenheim hat sich, seitdem die US-Notenbank vor gut drei Jahren ihren Refinanzierungssatz auf 1 % heruntergeschleust hat, um gut 40 % auf 250.000 Dollar verteuert. Der amerikanische Wohnimmobilienmarkt ist sehr heterogen. Dies betrifft sowohl die unterschiedlichen Immobiliengattungen als auch die regionale Entwicklung. Während sich in den letzten Jahren in einigen Bundesstaaten die Preise um über 100 % erhöht haben (District of Columbia 120 %, Florida 112,6 %, Hawaii und Kalifornien 112 %, Nevada 105 %), bewegten sich in einigen Regionen die Preise (Ohio, Michigan, Indiana rund 18 %) nur moderat nach oben.

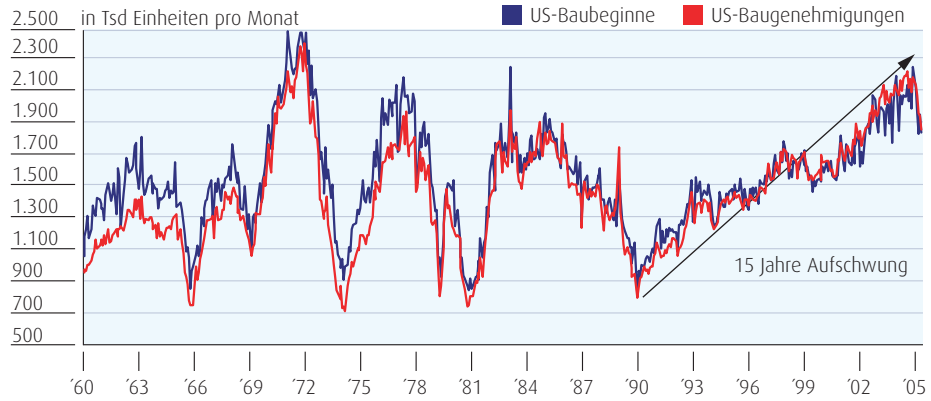
Der aktuelle Immobilienboom ist mit einer Dauer von 15 Jahren mit Sicherheit der längste seit Anfang der 60er Jahre, aber nicht unbedingt der kräftigste.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Baubeginne und Baugenehmigungen im US-Hausbau 1960 - 2006



Quelle: Bloomberg

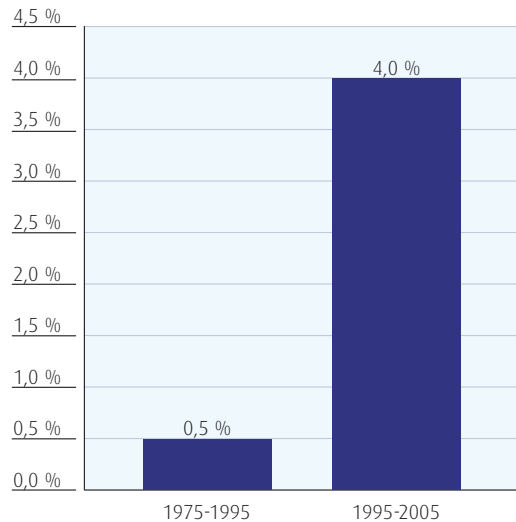
In den Vereinigten Staaten sind somit seit dem Jahr 2000 rund 10 Mrd. USD Vermögenszuwachs generiert worden.

Beim Vergleich des Preisanstiegs mit vergangenen Zyklen muss auch das Inflationsumfeld mit berücksichtigt werden. Nachdem die letzte Dekade von sehr geringen Inflationssteigerungen geprägt war, hat sich der durchschnittliche reale Preisanstieg am US-Hausmarkt zwischen 1995 und 2005 im Vergleich zum Zeitraum 1975-1995 nahezu verdoppelt.

Sind die Ausgaben im gewerblichen Bau seit Anfang 1998 nur moderat gestiegen, so haben sie sich im Wohnungsbau mehr als verdoppelt.

Realer Preisanstieg von US-Wohnimmobilien

1975 – 2005



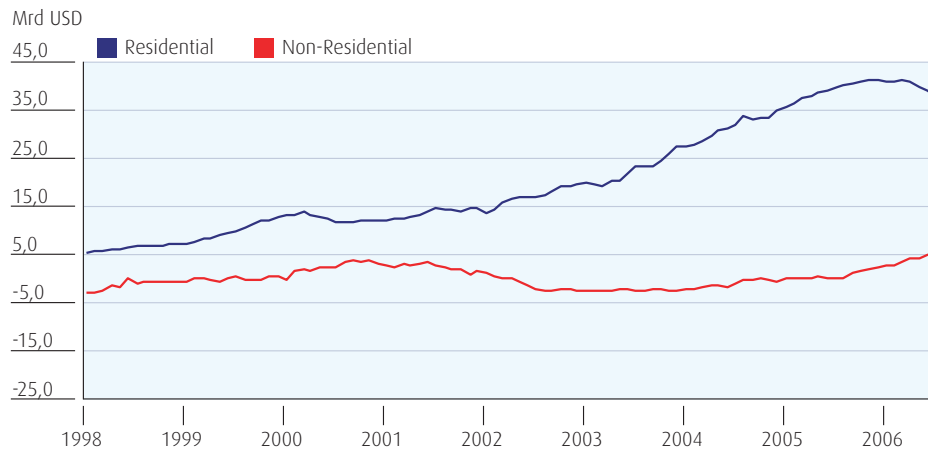
Quelle: OFHEO, Bloomberg, eigene Berechnungen



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Bauausgaben im gewerblichen und privaten Wohnungsbau



Quelle: Census Bureau

In der Vergangenheit gab es einen stabilen Zusammenhang zwischen Hauspreissteigerungen und Einkommenszuwachs in der US-Volkswirtschaft. Seit dem Jahr 2000 hat sich diese Korrelation verflüchtigt. Zuletzt stiegen die Hauspreise 9 Prozentpunkte stärker als die Einkommen.

Auch die Hauseigentümerquote erreicht mit 69 % einen historischen Gipfel und sollte sich eher wieder ermäßigen.

US-Wohnungsboom – Treiber für den Konsum

Viele Hausbesitzer haben in den vergangenen Jahren den steigenden Wert ihrer Immobilien und die bis Mitte letzten Jahres niedrigen Hypothekenzinsen zum Abschluss neuer, günstigerer Darlehensverträge genutzt. Das frei gewordene Kapital ist zum großen Teil in den Konsum geflossen und hat den Konjunkturmotor angetrieben. Allein im zweiten Quartal dürften Immobilienbesitzer Schätzungen zufolge ihren Eigenheimen gut 850 Milliarden Dollar an Kapital entzogen haben. Die Amerikaner haben ihr Haus jahrelang als Geldautomat benutzt. Experten gehen davon aus, dass dieser Mechanismus in den letzten drei Jahren je ein Prozentpunkt dem Konsumwachstum zugefügt hat.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Zahlreiche Finanzprodukte halfen außerdem, die erforderlichen Barmittel für den hohen Konsumbedarf zu generieren. Über so genannte Mortgage Equity Withdrawals oder Home Equity Loans konnten die Eigentümer ihre Immobilien zusätzlich beleihen.

Insbesondere die so genannten Adjustable Rate Mortgages (ARMs) stellen eine Zeitbombe für viele US-Hausbesitzer dar. Dahinter stecken so genannte exotische Immobilienkredite mit niedrigen Monatsraten zu Beginn der Laufzeit. Nach einer festgelegten Frist, typischerweise ein bis sieben Jahre, steigt jedoch die monatliche Zahlung – im Extremfall um mehr als das Doppelte. War im Jahr 2000 der Anteil dieser innovativen Hypothekenfinanzierung bei amerikanischen Hausinvestoren erst bei 1 %, so erreichte die Quote seit Mai 2005 bereits 33 %. Aufsichtsbehörden fordern bereits striktere Vergaberichtlinien von den Baufinanzierern. Laut Schätzung des US-Hypothekenverbandes endet die Niedrigzinsphase für diese Art der Bankkredite von 330 Mrd. USD in diesem Jahr. Weitere Schulden in Höhe von bis zu 3.000 Mrd. USD erleben bis Ende 2007 eine Adjustierung.

Ein bemerkenswertes Schlaglicht auf die aufkommenden Probleme mit diesen "phantasievollen" Finanzierungen gibt der Geschäftsbericht des Hypothekenfinanzierers Washington Mutual's (WaMu's):

"At the end of 2003, 1 % of WaMu's option ARMs were in negative amortization (payments were not covering the interest charges, so the shortfall was added to principal). At the end of 2004, the percentage jumped to 21 %. At the end of 2005, the percentage jumped again to 47 %. Negative amortization and other short-term loans on long-term assets don't work because eventually too many borrowers are unable to pay the loans down – or unwilling to keep paying for an asset that has declined in value relative to their outstanding balance. Even a relative brief period of rising mortgage payments,



WILHELM VON FINCK AG

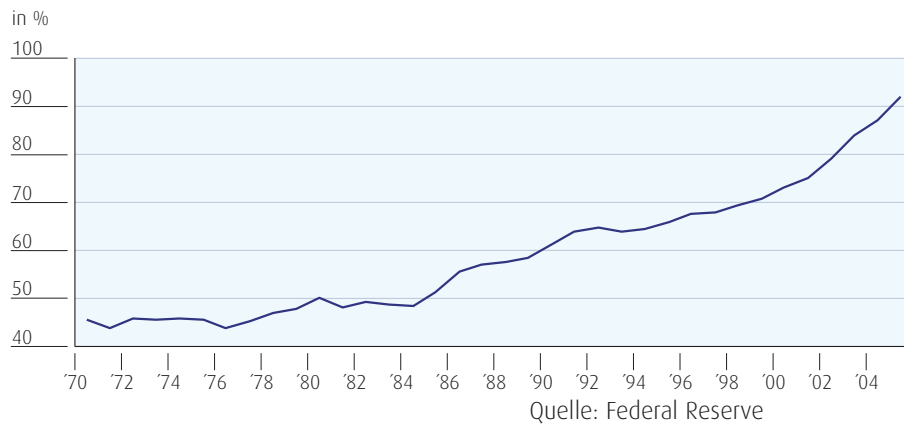
VERMÖGENSVERWALTER

rising debt and falling home values will collapse the system. And when the housing-finance system goes, the rest of the economy will go with it."

Quelle: Barron's

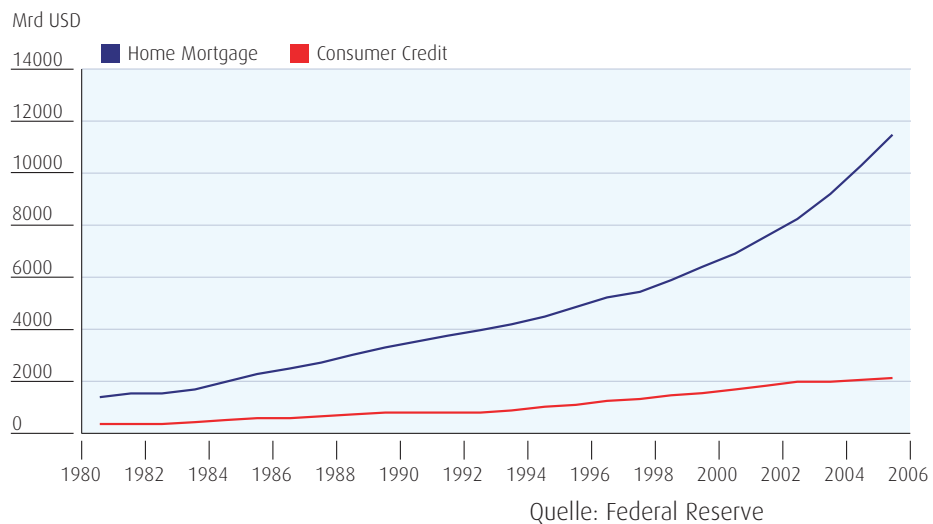
Die Verschuldungssituation der amerikanischen Haushalte hat sich in den letzten 35 Jahren kontinuierlich verschlechtert und beträgt mittlerweile rund 95 % des BIPs.

Haushaltsverschuldung in den USA in % des BIPs 1970 - 2006



Dabei hat sich der Anteil der Verschuldung für Eigenheime massiv dynamischer entwickelt, als die Aufnahme von Krediten für Konsumgüter.

Kredite für Hausfinanzierung und Konsumgüter 1980 - 2006



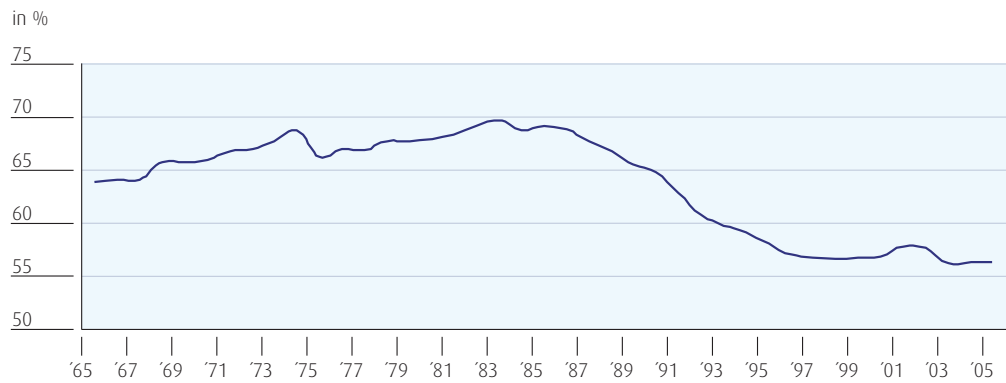


WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Besorgniserregend dabei ist vor allem die Entwicklung, dass immer weniger Eigenkapitaldeckung bei Eigenheimen zu verzeichnen ist.

Eigenkapital in % des Marktwertes von Eigenheimen 1965 - 2006

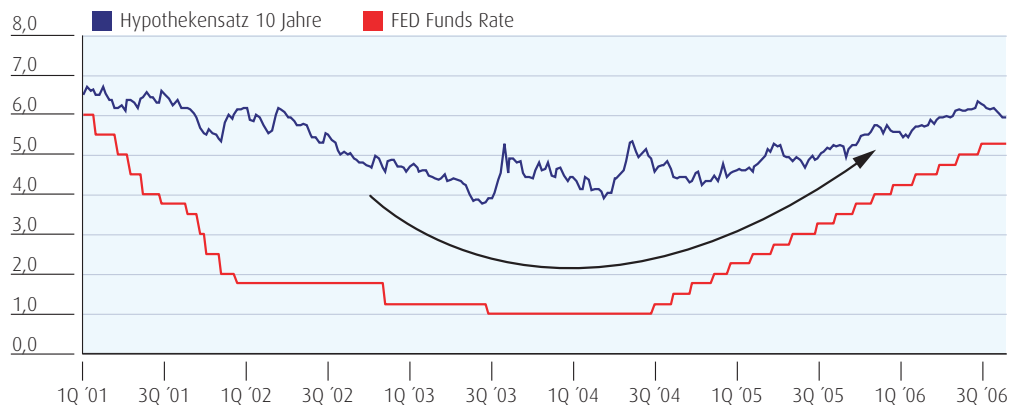


Quelle: Fed's Z-1

Die Trendwende ist eingeleitet

Der aktuelle Abschwung am Immobilienmarkt befindet sich erst am Anfang. Die gestiegenen FED-Funds-Rates und Hypothekenzinsen haben zu diesem Abschwung mit beigetragen.

FED-Funds-Rate und Hypothekenzinsen 10 Jahre 2001 -2006



Quelle: Bloomberg

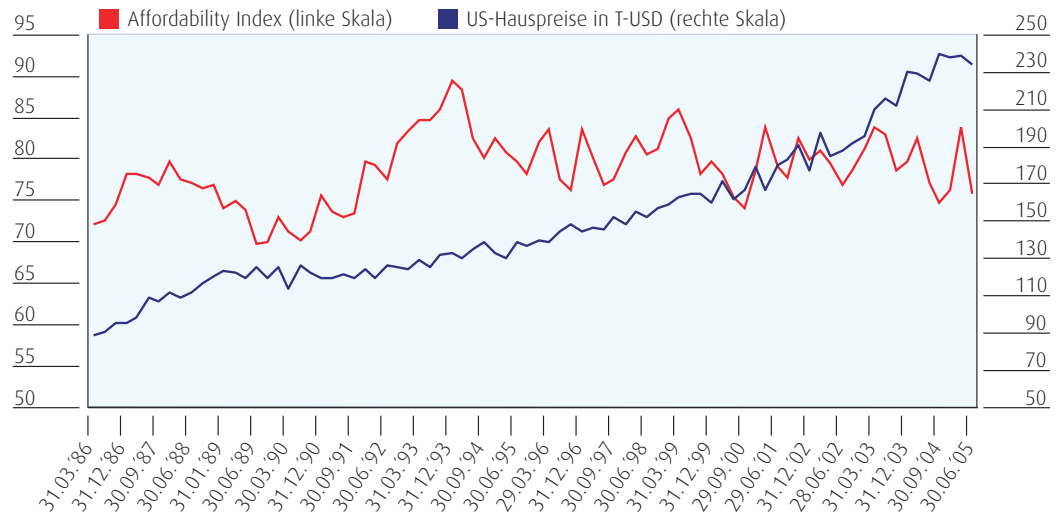
Ein anderer Grund ist, dass sich aufgrund der stark gestiegenen Preise die US-Bürger schlicht kein neues Eigenheim mehr leisten können. Der so genannte "Erschwinglichkeits-Index" zeigt eine deutliche Tendenz nach unten.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Affordability Index und US-Hauspreise 1986 - 2006



Quelle: Bloomberg

Bestände an nicht verkauften Häusern werden zunehmend zum Problem. Derzeit stehen rund 4 Millionen Eigenheime zum Verkauf. Das sind rund 30 % mehr als im Vorjahr. Das sind klare Vorboten, dass sich der Markt vom Verkäufermarkt zum Käufermarkt drehen wird. Verschärfend hinzukommt, dass mittlerweile 90 % der gewerblichen Hausbaugesellschaften börsennotierte Unternehmen sind, die einem ganz anderen Verkaufsdruck ausgesetzt sind, als der private Eigenheimbesitzer.

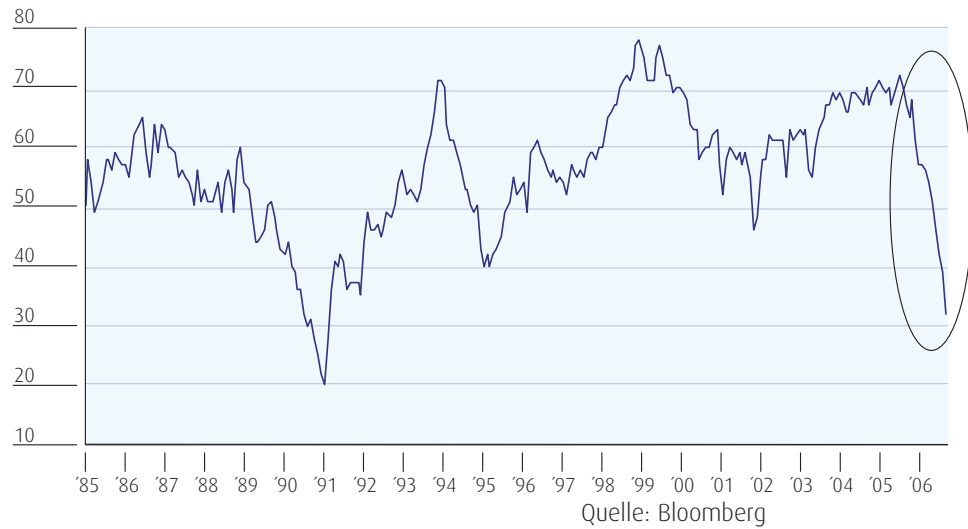
Der so genannte NAHB-Wohnungsmarkindex, der verschiedene Faktoren des US-Wohnungsmarktes zusammenfasst, bricht seit einiger Zeit geradezu ein.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

NAHB-Wohnungsmarkindex 1985 – 2006



Beispielhaft für eine Entwicklung in einer regionalen Überhitzungszone ist Florida. Im Juni fiel dort die Jahresveränderungsrate von Gebrauchtimmo- bilienverkäufen um rund 29 %. Die Preise für Häuser bzw. Eigentumswoh- nungen stagnieren oder fallen bereits.

Die Genehmigungen und Hausbaubeginne haben wie bereits dargestellt ihren Zenit seit einigen Monaten überschritten und nehmen fast monatlich ab. Die aktuelle Verlangsamung der Wohnungsbaukonjunktur erscheint im Vergleich zu anderen Zyklen aber erst am Anfang der Korrektur.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

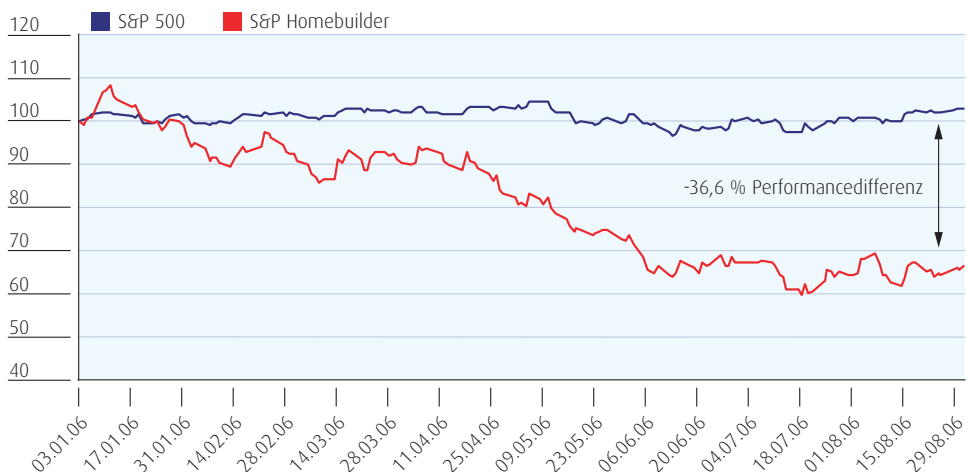
Abschwungphasen im Immobiliensektor

Zeitraum	Dauer (Monate)	Rückgang der Baubeginne	Anpassungsgeschwindigkeit*
02/64 bis 11/66	33	-54 %	-1,6
01/69 bis 01/70	13	-39 %	-3,0
10/72 bis 02/75	29	-64 %	-2,2
04/78 bis 11/81	44	-62 %	-1,4
01/86 bis 01/91	61	-60 %	-1,0
03/94 bis 03/95	13	-20 %	-1,5
Durchschnitt	32	-50 %	-2,0
01/06 bis ?	8	-21 %	-3,0

* durchschnittlicher Rückgang pro Monat in % Quelle: HVB Global Markets Research

Die gewerblichen Hausbauer wie Hovnarian, Toll Brothers, Pulte Homes oder KB Homes, die den Abschwung als Erste zu spüren bekommen, haben schon vor rückläufigen Erlösen und Gewinnen gewarnt. Die Performance des S&P-Homebuilder-Subindex hat seit Jahresanfang rund 40 % schlechter als der Gesamtmarkt abgeschnitten. Aktien von Hausbauunternehmen – gemessen am Kurs-/Gewinnverhältnis – preisen einen Marktzusammenbruch oder Rezession ein. Das KGV der fünf Hausbaugesellschaften im S&P 500 liegt zwischen 4 und 5.

Performance S&P 500 und S&P Homebuilder seit 31.12.2005



Quelle: Bloomberg



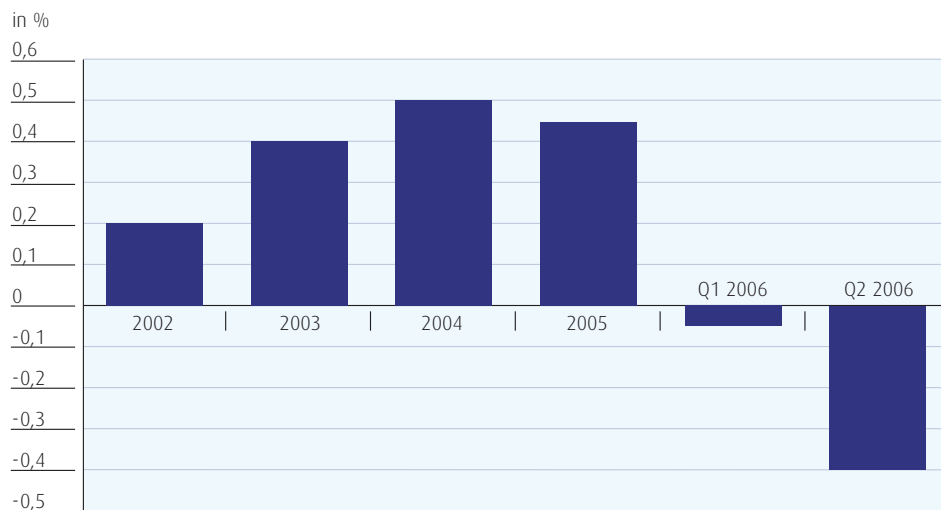
WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Wie stark wird der Abschwung? – Die 5-Billionen-Dollar-Frage

Der Abschwung in der Bauwirtschaft wird zunehmend zur Wachstumsbremse. Wohnungsbauinvestitionen haben in den vergangenen beiden Jahren jeweils noch gut einen halben Prozentpunkt zum BIP-Wachstum beigetragen, kosteten diesen im 2. Quartal 2006 0,4 Prozentpunkte an Wachstum.

Wachstumsbeiträge der Wohnungsbauinvestitionen



Quelle: Bureau of Economic Analysis

Der Transmissionseffekt des Wohnungsbaus in den USA ist relativ hoch. Jeder US-Dollar im Hausbau führt zu einem weiteren wirtschaftlichen Effekt von 1,27 US-Dollar (zum Vergleich – Gesundheitswesen 0,88, Handel 0,57, Finanzwesen 0,53). Nur der Effekt im verarbeitenden Gewerbe mit 1,37 US-Dollar ist noch größer.

Ein wesentliches Argument einiger Analysten, die sich gegen eine jahrelange Rezession im Wohnungsbausektor aussprechen, ist die moderate Entwicklung der Hypothekenzinsen. Die Zinsen hatten im Verlauf der drei vergangenen Baurezessionen im Mittel um 3 Prozentpunkte zugelegt und damit die Abschwächung am Hausmarkt weiter merklich verstärkt.



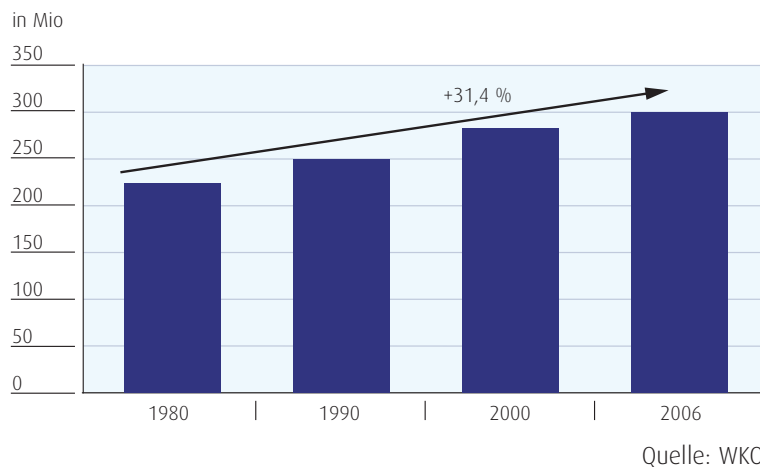
WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Das Niveau der Wohnungsbauinvestitionen stieg seit 1991 von 3,75 % auf derzeit 5,5 %. Von den Spitzenwerten der Boomphase der 60er und 70er (6,5 - 7 %) ist die amerikanische Volkswirtschaft aber noch weit entfernt.

Außerdem können demografische Trends dem Wohnungsmarkt eine Stütze geben. Gemäß der Vereinigung der amerikanischen Immobilienmakler befindet sich die Generation der Baby Boomers in der Lebensphase mit den höchsten Einkommen und der Trend zur Zweitwohnung nimmt deutlich zu. Die Kinder der Baby Boomers (Echo Boomers) kommen in das Alter, in dem man typischerweise zum ersten Mal Hauseigentum erwirbt. Und schließlich wächst die Bevölkerung in Amerika stetig durch Zuzug von Immigranten.

Bevölkerungsentwicklung USA 1980 – 2006-09-06



Zudem haben sich natürlich viele andere Fundamentaldaten seit dem Platzen der Internet-Blase massiv verbessert und bilden eine wichtige Stütze für die amerikanische Wirtschaft. Als Beispiele sind zu nennen:

- Das reale BIP hat seit August 2002 um kumulativ 13,5 % zugenommen.
- Seit August 2002 wurden rund 7,7 Millionen neue Jobs geschaffen.
- Die Unternehmensgewinne sind um rund 90 % gestiegen und förderten die Bruttoinvestitionen, die um rund 42 % gestiegen sind.
- Der Aktienmarkt in den USA ist seither um 40 % gestiegen und erzeugte damit bei der Bevölkerung positive Vermögenseffekte.

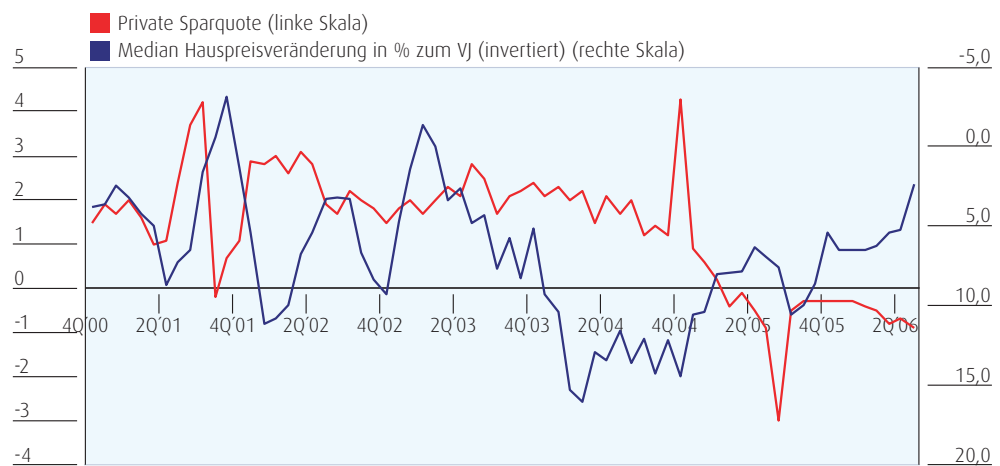


WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Wahrscheinlich wichtiger sind die indirekten Vermögenseffekte und deren Einfluss auf den privaten Konsum, der rund zwei Drittel des BIPs ausmacht. Es ist angesichts der vorliegenden Indikatoren nur eine Frage der Zeit bis die Jahresveränderungsrate der nominalen Hauspreise negativ wird. Die Haushalte haben bislang auf diese Entwicklung indes kaum reagiert. Die Sparquote ist in den vergangenen Monaten sogar noch weiter zurückgegangen.

Private Sparquote und Preisänderung für Immobilien 2000 - 2006



Quelle: Bloomberg

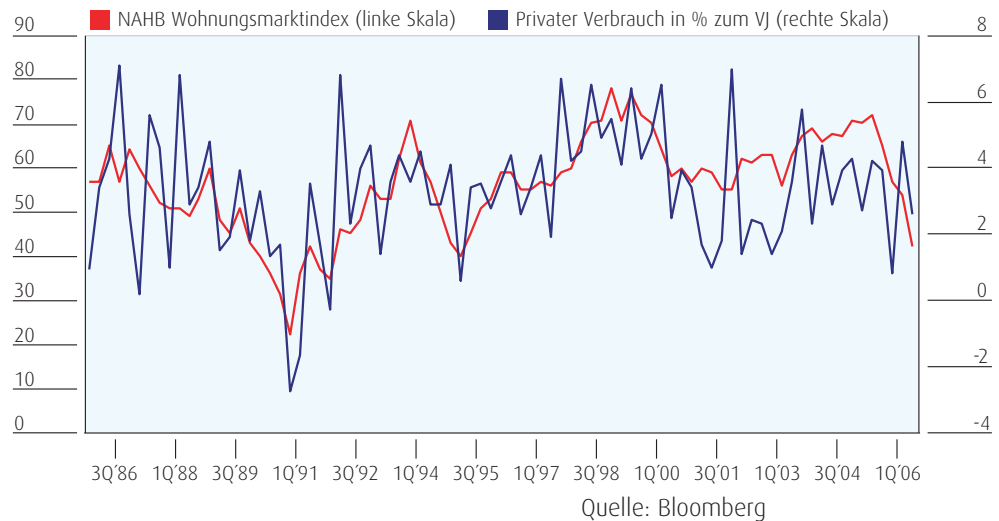
Die Korrelation zwischen privatem Verbrauch und Immobilienmarkt war in den letzten Jahren evident und wird auch in diesem Zyklus zu einer Abkühlung der Konsumneigung führen.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

NAHB-Wohnungsmarkindex und BIP-Entwicklung 1985 – 2006



Was ergeben sich für Auswirkungen auf die Finanzmärkte?

Basisszenario der Analysten ist das "Soft Landing" in den Vereinigten Staaten. Vermehrt sprechen einige Strategen aber bereits von der Gefahr einer Rezession, die vom Immobilienmarkt ausgeht. Angesichts der vorliegenden Indikatoren muss man diese Gefahr auf jeden Fall in seiner Anlagepolitik angemessen berücksichtigen.

US-Bonds und USD

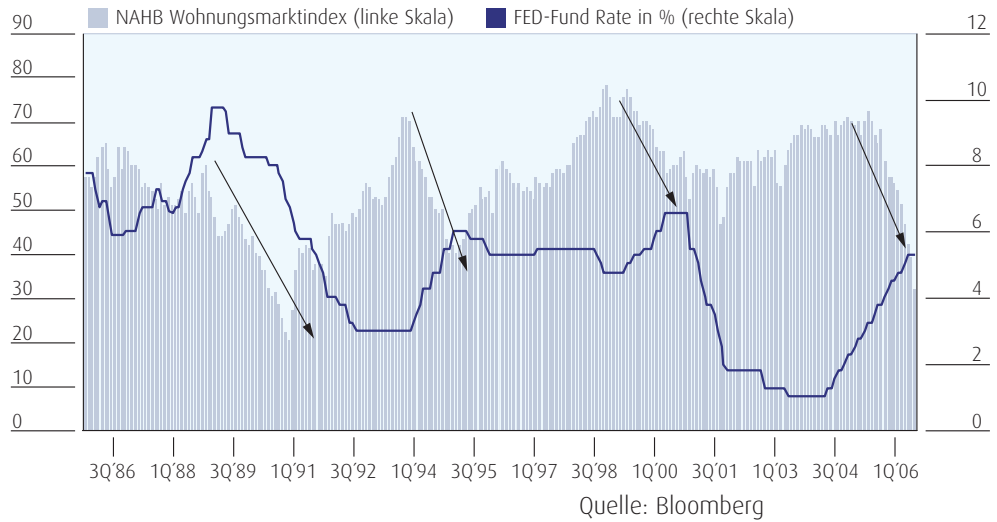
Mit großer Wahrscheinlichkeit wird die fragile Lage am US-Hausmarkt die FED von weiteren Zinserhöhungsschritten abhalten. In der Vergangenheit war es evident, dass die FED keine Zinserhöhungen durchführte, wenn gleichzeitig gewisse Immobilienindikatoren kritische Levels erreicht hatten.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

NAHB-Wohnungsmarkindex und FED-Funds 1985 - 2006



Damit dürften auch länger laufende Anleihen derzeit weniger der Gefahr für Zinserhöhungstendenzen ausgesetzt sein.

Eine sinkende Zinsdifferenz zu anderen Währungen hält den US-Dollar eher weiter unter Druck. Ein Abgleiten der US-Volkswirtschaft in die Rezession würde eine US-Dollarabwertung bis zu 1,40 Euro induzieren.

US-Aktienmarkt

In einer alarmierend erscheinenden Parallelität scheint der Wohnungsmarkt ein Vorlaufindikator für den US-Aktienmarkt zu sein.

Der amerikanische Aktienmarkt würde in einem verschärften Immobilienabschwung vor einer größeren Korrektur stehen. Insbesondere Baufirmen, konsumnahe Branchen und Banken mit großem Hypothekengeschäft würden die Auswirkungen unmittelbar spüren.

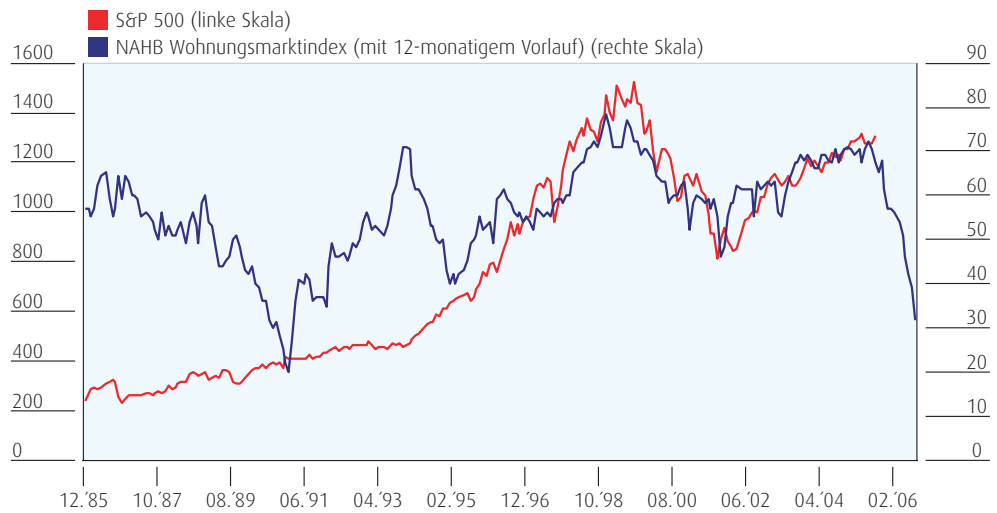


WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

US-Aktienmarktentwicklung in Abschwungphasen des

US-Wohnungsbaus 1985 - 2006

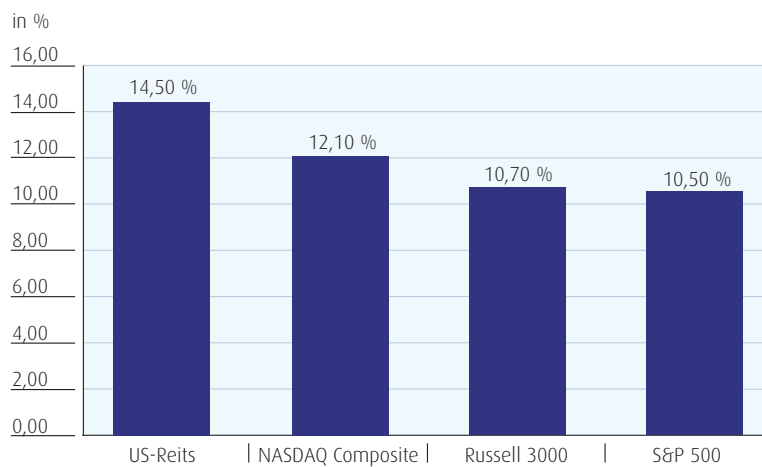


Quelle: Bloomberg

US-REIT-Markt

Investitionen in amerikanische Real Estate Investment Trusts (REITs) haben seit 1992 mit rund 14,5 % p.a. die breiten Aktienmärkte deutlich out-performed.

Performance US-REITs und US-Aktienindizes 1992 - 04/2006



Quelle: Bloomberg



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Dabei ist es interessant, dass rund 54 % der REITs>Returns aus Marktpreiszuwächsen resultieren und die Volatilität fast ausschließlich von diesen Komponenten herrührt.

REITs Ertragszusammensetzung 1992 - 2006

	Preisveränderung pro Monat	Laufender Ertrag pro Monat	Gesamtertrag pro Monat
Ertrag	0,65 %	0,56 %	1,20 %
Volatilität	3,73 %	0,21 %	3,74 %

Quelle: Russell Investment Group

Betrachtet man die Entwicklung der REITs-Preiskomponenten im Verhältnis zur Verbraucherpreisentwicklung, so stellt man seit dem Jahr 2000 eine signifikante Abkoppelung fest. Die Preiskomponenten der REITs haben sich in diesem Zeitraum fünfmal so stark entwickelt wie die Inflation.

Durchschnittliche monatliche REITs-Preissteigerung und

US-Inflationsrate 1972 - 2006

	US-Verbraucherpreise	US-REITs Preisperformance	Faktor
1972 bis 1999	0,32 %	0,42 %	1,31
1992 bis 1999	0,25 %	0,21 %	0,84
1992 bis 2006	0,22 %	0,65 %	2,95
2000 bis 2006	0,23 %	1,13 %	4,91

Quelle: Russell Investment Group

Im gleichen Zeitraum korreliert der REITs-Preisindex zudem sehr stark mit dem Preisanstieg für US-Eigenheime.



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Auch wenn Marktbeobachter von einer stabilen laufenden Ausschüttungsrendite von rund 4 - 4,5 % für US-REITs in den nächsten 12 Monaten ausgehen, werden die zu erwartenden Preisrückgänge am US-Wohnungsmarkt oder die Korrektur des überschießenden "Inflationsausgleichs" zu negativen Gesamtreturns führen.

Fazit

Der amerikanische Hausmarkt stellt eine wichtige Einflussgröße für die zukünftige Entwicklung der amerikanischen Volkswirtschaft und die Kapitalmärkte dar. Natürlich gibt es viele andere Faktoren, die bei der Entwicklung einer Anlagestrategie berücksichtigt werden müssen.

Es bleibt aber festzuhalten, dass dieses Thema ein gewichtiger Risikofaktor geworden ist, den wir in unserer Anlagepolitik angemessen berücksichtigen. Einerseits meiden wir strikt alle baunahen Branchen in den USA und verfolgen in den nächsten Monaten eher eine defensive Anlagepolitik.