

## Immobilien global. . .

### DATEN

#### GLOBAL

- Glaubt man dem IMF, dann ist die globale Kreditklemme schlimmer als befürchtet, mit Folgen bis weit in das Jahr 2008.
- Den Aktienmarkt kümmert das wenig, die Finanzkrise ist bereits abgehakt. Analysten erläutern die Erholung der Kurse mit anhaltend hoher Liquidität, senken aber dennoch die Konjunkturprognosen (mehr dazu im Verlauf).
- Fazit: da es wenig logisch klingt, dass die Geldpolitik zwar die Börsenkurse beflügelt, nicht aber die Konjunktur, steht der Verdacht im Raum, dass die Wirtschaft in hohem Tempo den Hebel reduziert, wodurch das Wachstum sinkt, egal wieviel Liquidität ins Finanzsystem gepumpt wird.

#### USA

Das jüngste FED-Protokoll enthält kaum Gründe für die Leit-Zinssenkung; stabile Konsumausgaben und ein Rückgang im Export-Defizit unter \$58 Mrd signalisieren für Q3 ein überraschend starkes Wachstum von deutlich mehr als 3%; weitere Zinssenkungen sind damit ungewiss;

#### EUROPA

- Industrie-Produktion steigt im August mit +4,3% viel stärker als erwartet;
- Schweiz: Arbeitslosigkeit fällt im Sep auf 2.6%;

#### ASIEN

Daten aus der zweiten Reihe geben wenig neue Impulse;

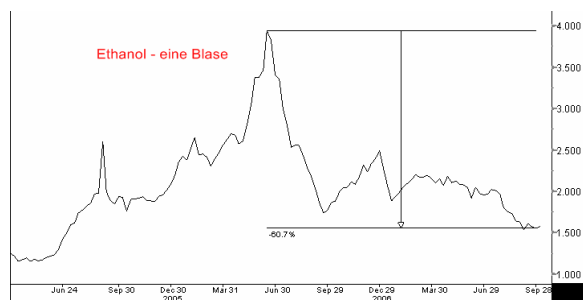
#### Zinsen

- Die EZB lässt den Leitzins unverändert und muss dem Markt per Tender €30 Mrd Überschuss-Liquidität entziehen; in England steigt die Inflation unerwartet stark an; die US-Kreditvergabe expandiert im Sept um +11%;

#### WER

- FED-Gouverneure äußern sich erstaunlich besorgt zur Dollar-Schwäche;

- Japan: Dollar-Reserven verzeichnen im Sep den höchsten Anstieg seit 3 Jahren (+\$13 Mrd auf \$946);
- Als nächstes fällt nun der Markt für **Ethanol** dem Muster klassischer Boom and Bust-Zyklen zum Opfer (Grafik: Preis-Rückgang -61%);



### KOMMENTARE

Es ist schon erstaunlich, dass die Wachstumsprognosen der Analysten deutlich fallen, obwohl die Konjunkturdaten unverändert robust bleiben.

Die Research-Analysten schwenken das Zepter der „Monetaristen“. Wer die Folgen der Kreditkrise für Konsum, Wachstum, Dollarkurs und Firmengewinne prognostizieren will, der analysiert nun das Ansteckungspotential via Immobilien. Wie ein Buschfeuer springt der Immobilien-Funke auf immer mehr Sparten und Sektoren über. Die Vermögenspreise, konkret die Immobilienpreise waren der Motor für die Global-Expansion, nun diktiert sie das Tempo und den Verlauf des Abschwungs. Der Immobilienmarkt gilt als Frühindikator, die Konjunktur als Spätindikator. Kurz: das Schicksal der Hauspreise bestimmt über die Zukunft der Börsenkurse und Zinsen.

Je länger die Bau-Krise andauert, desto trüber wird der Ausblick, wie die folgenden Beispiele zeigen. Die Deutsche Bank verweist auf den jüngsten Bericht der OECD, wonach der Kollaps der Immobilien-Inflation alles andere als ein isoliertes Risiko nur für die US-Wirtschaft darstellt. Laut OECD verläuft der europäische Immobilienzyklus im Tandem mit dem der

Tel.: +49 (0)6196 90 75 330 • Fax.: +49 (0)6196 90 75 340 • email: info@wup-finanz.de

WuP Investitions Management GmbH  
Am Limespark 2  
D-65843 Sulzbach / Ts

Umsatzsteuer-Nr.: 402 484 2570  
Umsatzsteuer-IdNr.: DE 813 562 929  
Handelsregister: Frankfurt/Main, HRB 73.612

USA. Für Amerika erwartet die Deutsche Bank, dass die Hauspreise im Verlauf der nächsten zwei Jahre weitere 5-15% fallen und schreibt dieses Szenario konsequent für Europa fort. Nachdem die Immobilien-Blase das Wachstum der Industrieländer überproportional angeheizt hat, wird eine deflationierende Blase die Wirtschaft doppelt hart treffen.

GoldmanSachs befürchtet einen globalen Rückgang, dessen Verlauf schneller und tiefer ausfällt, da die Wirtschaft den Hebel (Leverage) reduzieren muss.

Experten beschreiben die Gefahr für die europäische Wirtschaft anhand von Risiko-Szenarien als Folge eines Platzens der Blase in Spanien, wo insbesondere das Bankensystem als stark bedroht gilt.

Ähnlich wie in den USA sind auch für Spanien im Verlauf der nächsten fünf Jahre zwei Szenarien denkbar. In Szenario A verharren die Immobilienpreise auf dem heutigen Niveau, in Szenario B fallen sie nominal um 15% und inklusive Inflation (2,5% p.a.) real ca. 30%.

Das hat schwere Folgen für die Wirtschaft, denn der Bau stellt heute mehr als 13% aller Arbeitsplätze (historischer Schnitt 10%) sowie mit fast 10% aller Investitionen einen Anteil, der mehr als 50% über der historischen Norm liegt (6%). Gefahr droht aufgrund der extremen Korrelation zwischen Arbeitsmarkt, Bau- und Privat-Konsum, im Boom wie im Bust.

Bei Szenario A sinkt das Wachstum nur unter Trend, bei Szenario B kommt es zur Rezession (schwerer Konjunktur-Einbruch von 2008 - 2010). Das besondere Dilemma Spaniens ist die Kombination aus Objekt-Überhang am Bau und schrumpfender Käuferschicht (Erschwinglichkeit).

Eine weiche Landung ist unwahrscheinlich, da die Mitgliedschaft im EURO das klassische Instrument der Zinssenkung und Währungsabwertung ausschließt. Als einzige Waffe zur Bekämpfung solcher Krisen bleibt das Instrument der (lockeren) Fiskalpolitik. Aufgrund dieser Limitation wird der Bankensektor den größten Teil der Last schultern müssen (insbesondere der Sparkassensektor). Szenario B würde sogar zu einer Bankenkrise führen, da der bestenfalls rudimentäre Einlagensicherungs-Fonds die Gefahr eines „Run“ auf die Banken provoziert.

Wer eine steile Korrektur der Hauspreise befürchtet, für den ist es sinnvoll sich die Konsequenzen für die Wirtschaft vor Augen zu führen. Laut offizieller Statistik erreichte der Preisanstieg bei Immobilien seinen Zenit in

2003 mit +18,5%. Seitdem hat er sich auf real +3,2% abgeschwächt. Szenario B geht von einem Real-Rückgang von 30% aus. Selbst das optimistischere Szenario A mit nominal unveränderten Preisen bei 2,5% Inflation führt zu einem realen Rückgang von 15%. Sollte das zu dramatisch klingen, dann hilft der direkte Vergleich: der spanische Boom ist deutlich größer als jener in Deutschland nach der Wiedervereinigung Anfang der 90iger Jahre. In anderen europäischen Ländern kam es zu Rückschlägen von real 30-50% (Spanien 1977, Holland 1978, Schweiz/Finnland 1989).

Gemessen an den historischen Daten ist der Ausblick düster. Das Problem geht weit über den Angebotsüberhang hinaus (bei nur 45 Mio Einwohnern erreichen die Neubau-Beginne mittlerweile 56% jener in den USA!!). Schlimmer noch, die Verschuldung der Privathaushalte nimmt rapide zu. Konkret haben die Spanier aufgrund der von hoher Inflation geprägten Vergangenheit bevorzugt variable Zinsen bei der Finanzierung gewählt, womit die Haushalte bei steigenden Zinsen ähnlich exponiert sind wie die in den USA.

Fazit:

Die Gefahr einer abrupten Konjunktur im spanischen Immobilienmarkt ist erheblich. Der Bau hat einen historisch überproportionalen Anteil aller Arbeitskräfte und Investitionen und damit an der Gesamtkonjunktur. Aufgrund der signifikanten Korrelation trifft ein steiler Rückgang der Baupreise den spanischen Arbeitsmarkt und folglich den Konsum ins Mark. Weiter wird der spanische Bau in großem Stil von Zeitarbeitsplätzen und Immigranten gefüttert, die ihrerseits für hohe Nachfrage nach Wohnraum gesorgt haben. So wie der Bau-Boom viele Mini-Booms in anderen Bereichen ausgelöst hat, so würde eine Korrektur am Immobilienmarkt überall Sub-Krisen auslösen, mit negativen Folgen für die Gesamtwirtschaft.

Während Szenario A einen signifikanten Rückgang, aber keine dramatische Kontraktion verursacht, so reichen die Konsequenzen bei Szenario B vom Arbeitsmarkt über die Investitionen bis hin zum Risiko einer Rezession. Klassische Instrumente zur Gegenwehr wie Zinssenkungen oder die Abwertung der Währung fehlen aufgrund der EURO-Mitgliedschaft. Dank dieser erheblichen Limitation ist der Bankensektor viel stärker gefährdet als in vergleichbaren Ländern. Der Bauboom hatte einen Kreditboom zur Folge. Szenario B wird eine schwere Bankenkrise auslösen, da die spanische Einlagensicherung limitiert ist und ein Run auf die Banken droht.