



Dr. Andreas A. Busch
Senior Analyst Economics

Lebenszeichen vom US-Immobilienmarkt

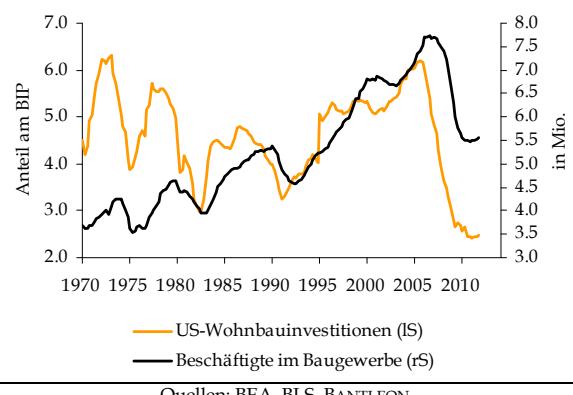
17. April 2012

www.bantleon.com

Beispielloser Absturz des US-Immobilienmarktes

Der US-Immobilienmarkt hat in den vergangenen Jahren eines der schwärzesten Kapitel seiner Geschichte durchlaufen. Nachdem 2006 die Spekulationsblase platzierte, verzeichnetet der Wohnungsbau einen Absturz nie da gewesenen Ausmaßes. In den fünf Jahren bis 2010 brachen die Bauinvestitionen um 60% ein. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt stürzten sie von einst 6,2% auf einen verschwindend geringen Anteil von knapp 2,5% ab und damit quasi in die Bedeutungslosigkeit. Parallel dazu hatten die Immobilienbesitzer einen Wertverlust ihrer Häuser von durchschnittlich über 30% zu verkraften und auch am Arbeitsmarkt waren die Auswirkungen verheerend: Die Beschäftigtenzahl in der Bauwirtschaft ging um 2,2 Mio. bzw. knapp ein Drittel auf rund 5,5 Mio. zurück (vgl. Abb. 1).

Abb. 1: Die Bauwirtschaft stürzte im Zuge des Immobiliencrashes in die Bedeutungslosigkeit



Zuletzt kehrte jedoch eine gewisse Ruhe ein. Die Preise begannen sich zu stabilisieren, der Beschäftigungsabbau wurde gestoppt und die Bauinvestitionen schrumpften nicht weiter und fungierten somit nicht mehr als Bremsklotz beim Wirtschaftswachstum. Darüber hinaus waren sogar einzelne Hinweise für eine Wiederbelebung zu beobachten, wie beispielsweise anzie-

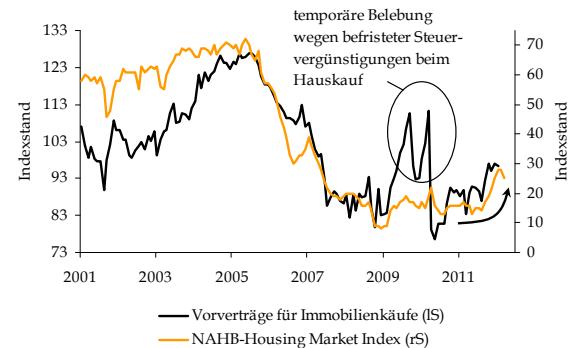
hende Stimmungsindikatoren. Sind diese Indizien ernst zu nehmen oder nur eine Episode, so dass der Immobilienmarkt auch 2012 in Lethargie gefangen bleibt?

Erste Anzeichen einer Wiederbelebung

Unter den positiven Signalen der vergangenen Monate stechen die Anstiege des NAHB-Wohnungsmarktindikators hervor, der von der *National Association of Home Builders* ermittelt wird, einem der grössten Verbände der Bau- und Immobilienbranche mit über 140.000 Mitgliedern. In den zurückliegenden sieben Monaten hat sich der Indexstand dieses Stimmungsbarometers – selbst nach dem jüngsten Rücksetzer – knapp verdoppelt und die höchsten Werte seit fünf Jahren erklossen (vgl. Abb. 2).

Wie die Details der NAHB-Umfrage zeigen, beobachten die Immobilienunternehmen zum einen ein deutlich zunehmendes Interesse potentieller Käufer. Zum anderen kommt es aber tatsächlich auch immer öfter zu Verkaufsabschlüssen. Bestätigt wird dies durch die aktuellen Zahlen des Maklerverbandes (NAR) zu den Vorverträgen von Immobilienverkäufen. Sieht man von dem künstlich erzeugten Kaufschub in den Jahren 2009 und 2010 infolge befristeter Steuererleichterungen beim Immobilienerwerb ab, wurde auch hier ein fast fünfjähriger Höchststand erreicht (vgl. Abb. 2).

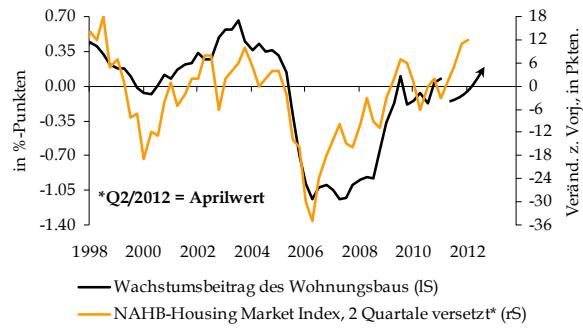
Abb. 2: Anzeichen für eine Wende zum Besseren



Quellen: NAR, NAHB, BANTLEON

Auch wenn sich der NAHB-Index absolut betrachtet noch auf niedrigem Niveau befindet, so sprechen jedoch die jüngsten Anstiege für den Beginn einer Erholung in der Baubranche in den kommenden Monaten. Angesichts der Tatsache, dass inzwischen seit einem halben Jahrzehnt die Neubauaktivität auf ein Minimum reduziert wurde, reicht bereits eine moderat anziehende Nachfrage aus, um die am Boden liegende Bauwirtschaft wiederzubeleben. Diesen Zusammenhang verdeutlicht Abbildung 3, bei der die Veränderung des NAHB-Wohnungsmarktindikators den Wohnbauinvestitionen der BIP-Statistik mit einem Vorlauf von zwei Quartalen gegenübergestellt ist.

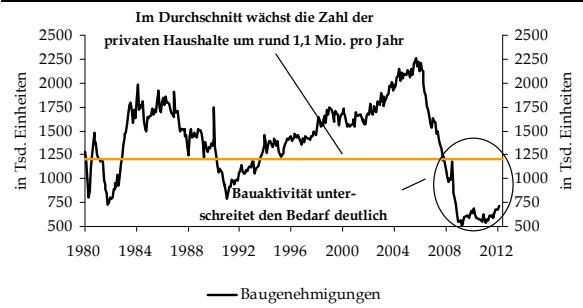
Abb. 3: Die Bauinvestitionen dürften endlich wieder deutlicher zulegen



Stehen die hohen Leerstände einer Erholung im Weg?

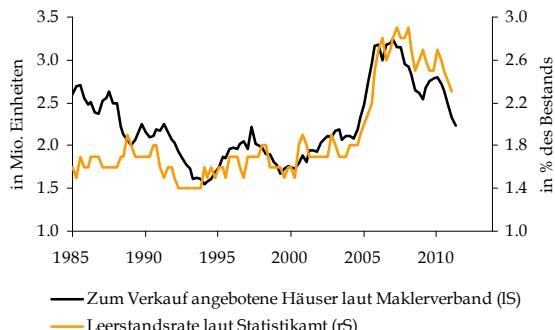
Wie gross der aufgelaufene Nachholbedarf beim Wohnungsbau ist, zeigt der beispiellose Absturz der Baugenehmigungen in den vergangenen Jahren. So werden seit 2008 von Jahr zu Jahr deutlich weniger Häuser gebaut als die rund 1,1 Mio., die eigentlich gebraucht würden, um der wachsenden Bevölkerung ein Dach über dem Kopf zu bieten (vgl. Abb. 4).

Abb. 4: Gemessen am Bevölkerungswachstum wurden zuletzt viel zu wenige Häuser gebaut



Skeptiker verweisen allerdings auf die weiterhin hohe Zahl der zum Verkauf angebotenen Häuser. Ihrer Einschätzung nach sind im Laufe der Boomphase in den Jahren 2000 bis 2006 so viele Häuser gebaut worden, dass immer noch ein lärmendes Überangebot besteht. Als Beleg wird dabei auf die nach wie vor hohen Leerstandsquoten verwiesen, die mit 2,3% weiterhin deutlich über dem Durchschnitt von 1,7% vor der Krise liegen (vgl. Abb. 5).

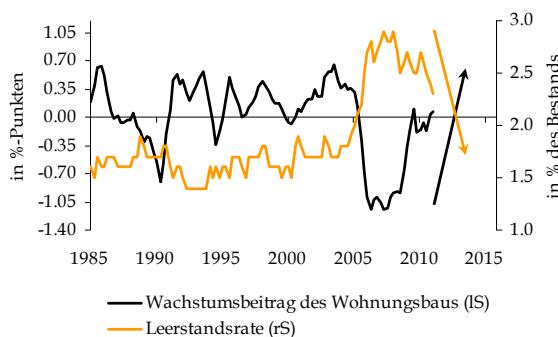
Abb. 5: Muss der Angebotsüberhang erst vollständig abgebaut werden?



So gross die Zahl der zum Verkauf angebotenen Häuser auch ist – bei der Beantwortung der Frage, ob das Überangebot an Häusern einer Belebung der Bauwirtschaft im Weg steht, hilft die Betrachtung des absoluten Niveaus der Leerstände nicht weiter.

Entscheidend ist stattdessen, dass der Angebotsüberhang durch eine anziehende Nachfrage reduziert wurde. Allein diese Verbesserung der Angebots-Nachfrage-Relation macht es für die Immobilienunternehmen interessant, neue Projekte in Angriff zu nehmen. Es ist also nicht so, dass die Zahl der zum Verkauf stehenden Häuser erst unter ein bestimmtes Niveau sinken muss, bevor die Bauwirtschaft wieder in Gang kommt (vgl. Abb. 6). Vielmehr hat die Vergangenheit gezeigt, dass es sich beim Abbau des Angebotsüberhangs und der Wiederbelebung der Bauaktivität um gleichzeitig ablaufende Prozesse handelt.

Abb. 6: Umfangreiche Leerstände stehen der Erholung nicht im Weg

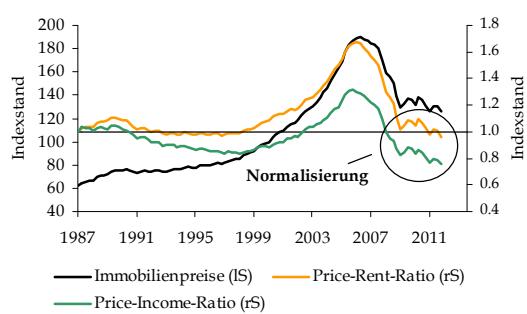


Die Reduktion des Überangebots wird dabei durch die beginnende Belebung keineswegs gestoppt, sondern allerhöchstens gebremst. Denn selbst wenn die Bauaktivität ausgehend von 670.000 Häusern Ende vergangenen Jahres kräftig um 20% anziehen würde, kämen mit gut 800.000 immer noch weit weniger Häuser auf den Markt, als die Zahl der privaten Haushalte zunimmt (durchschnittlich 1,1 Mio., s.o.). Die Leerstandsraten werden also weiter zurückgehen.

Sind die Preise genug gesunken?

Neben der Betrachtung der Angebots-/Nachfrageentwicklung zeichnet auch die Analyse der Immobilienpreise einen freundlichen Ausblick. So sind die Häuserpreise nach ihrem übertriebenen Steigflug in den Jahren 1998 bis 2006 mittlerweile um über 30% gesunken und haben damit die Hälfte des zuvor verbuchten Anstiegs wieder zunichte gemacht (vgl. Abb. 7)

Abb. 7: Die Immobilienpreise sind auf faire Niveaus zurückgefallen



Dass durch diese Rosskur die vorangegangenen Übertreibungen komplett ausgeglichen wurden, zeigt zum einen die Gegenüberstellung mit den Mieten: Im Zuge des Immobilienbooms war die »Price-Rent-Ratio« ausgehend von ihrem Gleichgewichtswert bei 1,0 kräftig angestiegen und liess damit erkennen, dass die Preise weit aus schneller zulegten als die Mieten – der Immobilienerwerb also immer unattraktiver wur-

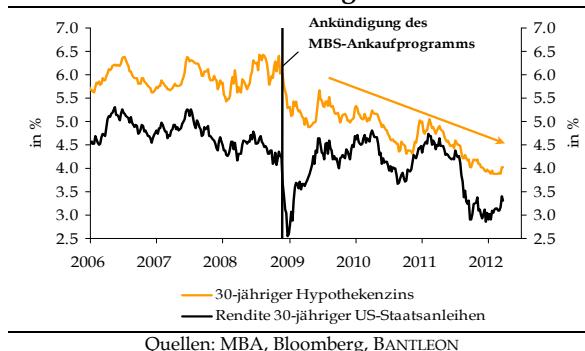
de. Die seit 2007 fallenden Preise haben diese Fehlentwicklung jedoch vollständig korrigiert. Die »Price-Rent-Ratio« ist sogar marginal unter 1,0% gefallen und spiegelt damit ein mindestens faires Preisniveau wider (vgl. Abb. 7).

In die gleiche Richtung deutet die »Price-Income-Ratio«. Während in der Boomphase die Preise weitaus schneller zulegten als die Haushaltseinkommen und den Immobilienerwerb damit immer schwerer machten, hat auch hier der Preisrückgang der vergangenen Jahre zu einer umfangreichen Korrektur geführt. Aus dieser Perspektive ist der Eigenheimerwerb sogar ausgesprochen attraktiv (vgl. Abb. 7).

Der Häuserkauf in den USA ist so erschwinglich wie nie

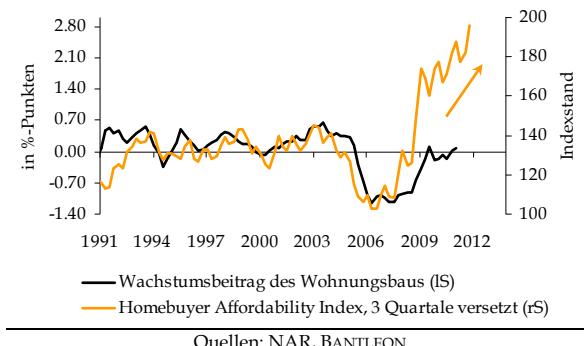
Die Gegenüberstellung der Preise mit den Einkommen der US-Bürger führt zu einem weiteren wichtigen Aspekt: der sogenannten »Erschwinglichkeit« von Häusern und Wohnungen. Neben dem Preis einer Immobilie und dem Einkommen des Käufers hängt diese auch von der Zinsbelastung ab, die mit der Hypothekenfinanzierung verbunden ist. Und hier haben sich die Rahmenbedingungen zuletzt ebenfalls deutlich verbessert.

Abb. 8: Die Zinsbelastung beim Hauskauf wurde massiv gesenkt



Wie in Abbildung 8 zu erkennen ist, sind die Hypothekenzinsen in den vergangenen Jahren massiv gesunken. Der Zinssatz für einen 30 Jahre laufenden Kredit schrumpfte beispielsweise von 6,5% im Jahr 2009 auf nur noch 4,0% zusammen. Ein wichtiger Grund für diesen Rückgang war die ultraexpansive Geldpolitik der US-Notenbank, die durch den Kauf von *Mortgage Backed Securities* in Höhe von 1.250 Mrd. USD und Anleihen der staatlichen Hypothekenfinanzierer *Fannie Mae* und *Freddie Mac* in Höhe von 175 Mrd. USD den Immobilienmarkt ins Zentrum ihrer monetären Lockerungen rückte.

Abb. 9: Der Immobilienerwerb ist so erschwinglich wie nie zuvor



Quellen: NAR, BANTLEON

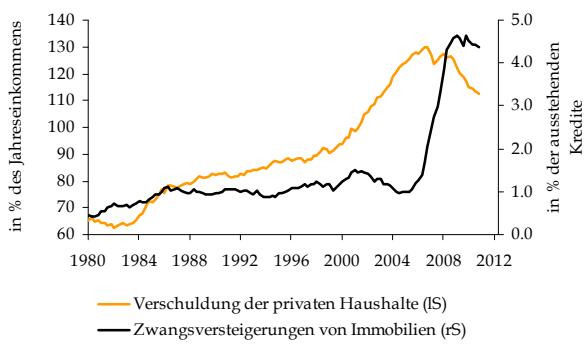
Das Zusammenspiel von Preis-, Zins- und Einkommensentwicklung bildet der »Homebuyer Affordability Index« ab. Dieser legte infolge der gesunkenen Preise, der niedrigeren Zinsen und der gleichzeitig gestiegenen Einkommen einen wahren Höhenflug hin und erreichte zuletzt immer neue Rekordstände (vgl. Abb. 9).

Eigentlich stehen alle Zeichen auf Erholung – wenn da nicht die hohe Verschuldung wäre

Die bisherigen Erläuterungen haben gezeigt, dass wichtige Voraussetzungen für eine Erholung des Immobilienmarktes gegeben sind. Gemessen an der Entwicklung des »Homebuyer Affordability Index« müsste die bevorstehende Wiederbelebung eigentlich sogar ausgesprochen dynamisch verlaufen.

Diese Schlussfolgerung greift aber zu kurz, denn sie blendet das Problem der hohen Verschuldung der US-Bürger aus. Während des Immobilienbooms kletterten die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte in Relation zu ihren verfügbaren Jahreseinkommen auf nie da gewesene 130%. Immer mehr US-Bürger konnten ihre Hypothek nicht mehr bedienen, sodass ihre Häuser zwangsversteigert werden mussten (vgl. Abb. 10).

Abb. 10: Die Bonität der US-Bürger hat stark gelitten



Quellen: Fed, BEA, MBA, BANTLEON

Inzwischen ist die Verschuldung der privaten Haushalte im Zuge des Deleveraging zwar auf 110% gesunken. Im historischen Vergleich ist sie aber immer noch aussergewöhnlich hoch und steht damit fremdfinanzierten Grossinvestitionen ins Eigenheim entgegen. Die Banken sind entsprechend vorsichtig bei der Kreditvergabe – die Ansprüche an die Bonität der Schuldner liegen derzeit deutlich höher als vor dem Absturz des Immobilienmarktes. Wir sehen darin eine schwere »Hypothek« der zuvor entstandenen Spekulationsblase, die einer kraftvollen Belebung des Wohnungsmarktes entgegensteht.

Fazit

Nach einem langjährigen Leidensweg hellt sich das Umfeld für den Wohnungsbau in den USA langsam auf. Zum einen hat der 2008 begonnene Absturz der Bauwirtschaft dafür gesorgt, dass seit vier Jahren deutlich weniger Häuser und Wohnungen gebaut werden, als die Zahl der Privathaushalte zunimmt. Der zuvor aufgelaufene Angebotsüberhang konnte dadurch zu einem nennenswerten Teil reduziert werden. Gleichzeitig haben die Immobilienpreise nach ihrem Höhenflug inzwischen eine umfangreiche Korrektur vollzogen. Gemäss den wichtigsten Kennzahlen bewegen sie sich wieder auf fairen Niveaus. Darüber hinaus sind die Hypothekenzinsen massiv gefallen. Der Hauskauf ist damit für den Durchschnittsamerikaner so attraktiv wie nie.

Mit diesen Entwicklungen ist ein wichtiger Grundstein für eine Erholung der Bauwirtschaft gelegt – die jüngsten Lebenszeichen sind daher durchaus ernst zu nehmen. In Anbetracht der hohen Verschuldung der US-Bürger und der Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe erwarten wir allerdings keinen euphorischen Aufschwung. Zumindest die Lethargie der zurückliegenden Jahre sollte aber ein Ende finden.

Konkret rechnen wir in 2012 mit einem Anstieg der Baugenehmigungen auf 800.000 Einheiten (ausgehend von 670.000 Ende 2011) und einem Zuwachs der Bauinvestitionen um rund 8,0% (was das kräftigste Plus seit 2004 darstellen würde). Der dadurch generierte unmittelbare Schub für das BIP-Wachstum hält sich zwar in Grenzen. Allerdings wird der Aufschwung am Immobilienmarkt auf andere Sektoren ausstrahlen und nicht zuletzt dem Arbeitsmarkt wichtige Impulse verleihen.

Nicht zu unterschätzen dürfte auch das psychologische Moment sein, wenn der historische

Immobilienmarkteinbruch endlich in eine Erholung mündet. Bei einem Ende des Preisverfalls dürften vor allem diejenigen Hausbesitzer neue Hoffnung schöpfen, bei denen die aufgenommenen Hypothekenkredite den Wert des Hauses übersteigen bzw. zu übersteigen drohen. In Anbetracht der grossen Zahl an Eigenheimbesitzern sollte sich daneben auch das Ausklingen des negativen Vermögenseffekts positiv bemerkbar machen, der in den vergangenen Jahren den privaten Konsum merklich belastet hat.