

# BÖRSENBLATT

---

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

### Nr. 22, September 2005

Paul Krugman, Ökonom an der besten Universität der Welt (Princeton, natürlich) hat den Zustand der US-Wirtschaft neulich in der *New York Times* auf den Punkt gebracht: „*these days, Americans make a living selling each other houses, paid for with money borrowed from the Chinese.*“ Schöner kann man es nicht sagen.

Seit einiger Zeit beobachten wir dieses Phänomen. Je länger es anhält, desto mehr gewöhnen wir uns daran und halten es für normal. Aber, liebe Leser, es ist nicht normal. Normal ist, wenn man für sein Geld arbeitet indem man eine Sache oder eine Dienstleistung produziert. Wenn man jedes Jahr etwas mehr produziert, mehr investiert und mehr konsumiert, steigert man das Bruttoinlandsprodukt (BIP). Eine solche Steigerung führt zu einer Mehrung des Wohlstandes eines Landes.

Kapitalgewinne – das ist das, wovon die Amerikaner sich ernähren – steigern nicht das BIP: Höhere Preise für Anlagen, Ausrüstungen oder Immobilien schlagen sich zwar in der Kostenstruktur einer Volkswirtschaft nieder (es führt zu Inflation), aber sie führen nicht zu einer realen Steigerung der Produktion.

Auf diesen Umstand hat Alan Greenspan in seiner ersten großen [Abschiedsrede](#) vor der Finanzwelt hingewiesen. Er hat in Jackson Hole, Wyoming, wo die Elite der Zentralbanken sich jedes Jahr im Sommer versammelt, eine bemerkenswerte Rede gehalten: Zum **Abschied** nach 18 Jahren an der Spitze der US-Zentralbank gibt Greenspan den Anlegern zwei praktische Ratschläge:

1. Die Struktur der Wirtschaft wird sich weiter schnell wandeln. Der Einfluss von Kapitalgewinnen auf die reale Wirtschaft wird sich verstärken. Daher wird die Politik der Zentralbank sich immer mehr darum kümmern müssen, ob die Bewertung von Assets gerechtfertigt ist oder nicht. **Im Klartext: Die Zentralbank wird in Zukunft Blasen an den Aktien-, Renten- oder Immobilienmärkten konsequent bekämpfen. Die Immobilienblase in den USA wir das erste Opfer sein.**

2. Die Risikobereitschaft, die wir derzeit in den USA beobachten können, kann nur in Tränen enden. Wir haben uns an wirtschaftliche Stabilität gewöhnt und immer höhere Bewertungen akzeptiert. In den letzten 10 Jahren sind die Aktienkurse um 10% p.a. gestiegen und doch wird die Mehrheit der Marktteilnehmer befinden, dass die letzten 10 Jahre schwierig waren (Asienkrise! Russlandkrise! Al Quaida! Technologie-Blase!).



Dr. Georg Graf von Wallwitz

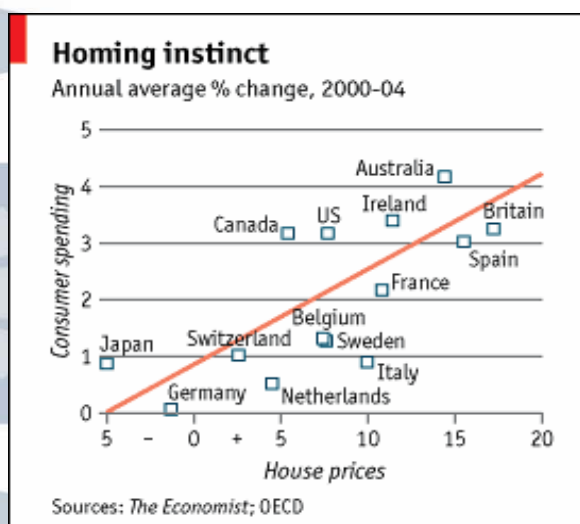
Die Gewinne, die mit den Kurssteigerungen gemacht wurden, müssen nicht von Dauer sein: Die Liquidität, die die Bewertungen nach oben gespült hat, kann auch wieder verschwinden: „Any onset of increased investor caution elevates risk premiums and, as a consequence, lowers asset values and promotes the liquidation of the debt that supported higher asset prices. This is the reason that history has not dealt kindly with the aftermath of protracted periods of low risk premiums.“ Im Klartext: **Die extrem niedrigen Risikoprämien, die derzeit in**

**fast allen Anlagekategorien üblich sind, werden aller Erfahrung nach mittelfristig korrigiert: Wir werden fast überall stagnierende oder rückläufige Kursentwicklungen haben.**

Greenspan ist in dieser Rede für seine Verhältnisse besonders deutlich geworden. Sein Ausblick zum Abschied kann allerdings nicht als besonders ermutigend für Eigentümer von Assets in den USA angesehen werden. Auf die nächsten zehn Jahre gesehen sind für den Dow Jones Steigerungsraten von etwa 2,5% p.a. zu erwarten. Mehr nicht.

### Wenn die Häuser billig werden ...

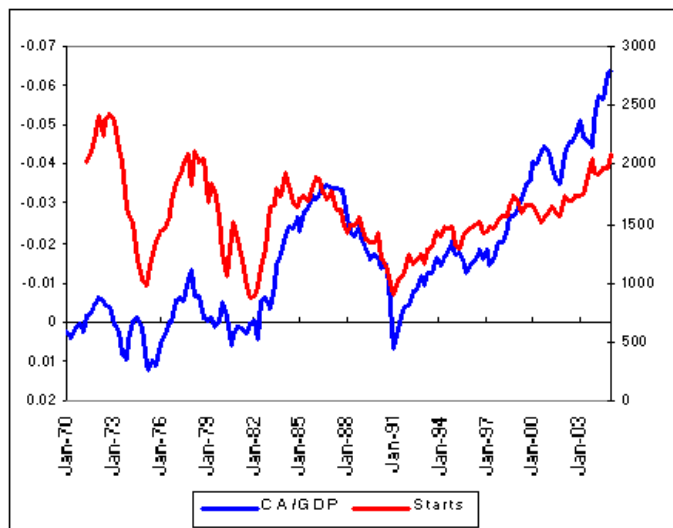
Das Wohlergehen der Wirtschaft in den USA bestimmt die Geschicke der Weltwirtschaft maßgeblich. Daher kann es auch dem Rest der Welt nicht egal sein, ob die Amerikaner ihren Häuslebaubtrieb zu überhöhten Preisen ausleben oder nicht. Wie die untenstehende Grafik zeigt, gibt es einen engen Zusammenhang zwischen Kauflust und Immobilienvermögen. Je mehr meine Immobilie wert ist, desto leichter freunde ich mich mit größeren Ausgaben an.



Unten links, das ist Deutschland

Wenn sich in den USA aber ein Konsumklima wie in Mecklenburg-Vorpommern verbreitet, dann hat die Weltwirtschaft ein echtes Problem: Etwa 15% des Welt-BSP hängen direkt am US-Konsum.

Der Grund, warum Europa und Asien ein dickes Problem mit dem Zustand des US-Wohnungsbaus bekommen, ersieht man aus der folgenden, etwas technischen Grafik.



### Ein schwäbischer Traum wird wahr!

Die blaue Linie zeigt das **Handelsbilanzdefizit** der USA an (als Prozentsatz vom BIP) Die Rote Linie zeigt die Anzahl der **Neubaubeginne** in den USA. Die Korrelation ist seit mindestens 25 Jahren recht hoch. Sie legt nahe, dass die Bereitschaft der Ausländer, das Defizit der USA zu finanzieren einerseits und die niedrigen Zinsen andererseits (und damit die Baulust der Amerikaner) einander bedingen.

Wenn die Bauaktivität (die ja nur ein allgemeiner Hinweis auf eine gesunde Wirtschaft ist) und damit auch der Zustrom von neuem Geld in die USA nachlässt, kann das nur bedeuten, dass der Dollar schwächer wird. Die Jobs, die in der Bauindustrie verloren gehen (das ist der Sektor, in dem derzeit die meisten Jobs neu geschaffen werden), werden erst dann in anderen Industriezweigen ersetzt werden können, wenn der **Dollar tief** genug steht, um US-Produkte (nicht Häuser, sondern Waren und Dienstleistungen, s.o.) wieder wettbewerbsfähig zu machen.

### ... und das Öl teuer wird ...

Neben dem Immobilienmarkt in den USA sind es vor allem die hohen Ölpreise, die sich auf die Seelen der Marktteilnehmer wie

ein schwarzer Schleier gelegt haben. Das prominenteste Opfer ist lustigerweise ein OPEC-Mitglied: **Indonesien**. In besseren Zeiten hatte das Land mal Öl exportiert und sich dem entsprechenden Kartell angeschlossen, wie man das so macht. Nun aber ist das Öl fast weg und das Land muss importieren. Leider hat sich die Bevölkerung in den letzten Jahrzehnten an extrem billiges Öl gewöhnt und die Regierung hat diese Illusion in den letzten Jahren nur durch Subventionen aufrechterhalten können. Indonesien gibt mittlerweile gut ein Drittel seines Staatshaushaltes für Ölsubventionen aus, sozusagen für das Gegenteil von Ökosteuern. Das entspricht dem Vierfachen dessen, was man für die Opfer des Tsunamis übrig hatte. Um die Ölimporte zu bezahlen, muss das Land darüber hinaus massiv Dollars kaufen und entsprechend ist die Landeswährung im freien Fall. Das hört sich an wie eine Krise, schmeckt wie eine Krise, muss aber keine sein.

Jedenfalls ist es illusorisch, zu glauben, der hohe Ölpreis hätte keine Auswirkungen auf die reale Wirtschaft. Manche trifft es härter (Länder mit viel produzierendem Gewerbe (Emerging Markets), Länder ohne Sinn für Energiesparen (USA) und Länder mit hoher Steuerbelastung auf Energie (seufz)), manche weniger hart. Aber für alle bis auf die großen Ölexporture wirkt der Ölpreis wie eine Steuererhöhung.

In den USA wurde diese Steuererhöhung bislang dadurch kompensiert, dass die steigenden Hauspreise das verfügbare Einkommen erhöht haben. Wenn dieser Effekt ausläuft<sup>1</sup>, wird auch der amerikanische Konsument auf die steigenden Ölpreise reagieren.

### **...kommt die Frage nach der wirtschaftlichen Gesundheit auf**

Dass die USA ein wirtschaftliches Problem haben – oder bald haben könnten – darauf deuten nicht nur die grundsätzlichen

Erwägungen zu Immobilien- und Ölpreisen hin, sondern mittlerweile auch zwei handfeste Indikatoren. Die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen in den USA ist fast bei Null angekommen. In der Vergangenheit war dies häufig ein Zeichen für eine bevorstehende Rezession. Zudem ist der Einkaufsmanager-Index für den mittleren Westen der USA so schlecht wie seit langem nicht mehr berichtet worden und deutet ebenfalls auf eine Rezession hin.

Das sind alles frühe Warnungen und es muss nicht so schlimm kommen. Aber jeder, der jetzt Aktien kauft, weil es der Wirtschaft so gut geht, tut dies auf eigene Gefahr. Mehr als eine Warnung von Alan Greenspan kann man nicht verlangen.

Für die Asset Allocation bedeutet das, dass man den Dollar noch immer nicht mögen kann, dass man bei den Emerging Markets diejenigen Länder bevorzugt, die nicht stark vom US-Konsum und vom Öl abhängen (d.h. Osteuropa), dass man bei Europäischen Aktien vorsichtiger ist als in der Vergangenheit. Und man freut sich an einer gehörigen Portion Cash.

<sup>1</sup> Im Juli ist das [verfügbare Einkommen](#) bereits um 0,3% gefallen. Das sind immerhin 27,2 Mrd. Dollar, die für den Konsum verloren sind.