

# Zeitenwende

Zeitenwende

an den Kapitalmärkten?

Über Debt- und Assetbubbles sowie die kommende Krise der US-Wirtschaft...

Thorsten Schulte, 30. Mai 2007

[Thorsten.schulte1@gmx.de](mailto:Thorsten.schulte1@gmx.de) sowie Tel. 0172 5225 765

(ausschließlich Meinung des Verfassers!)

# Inhalt

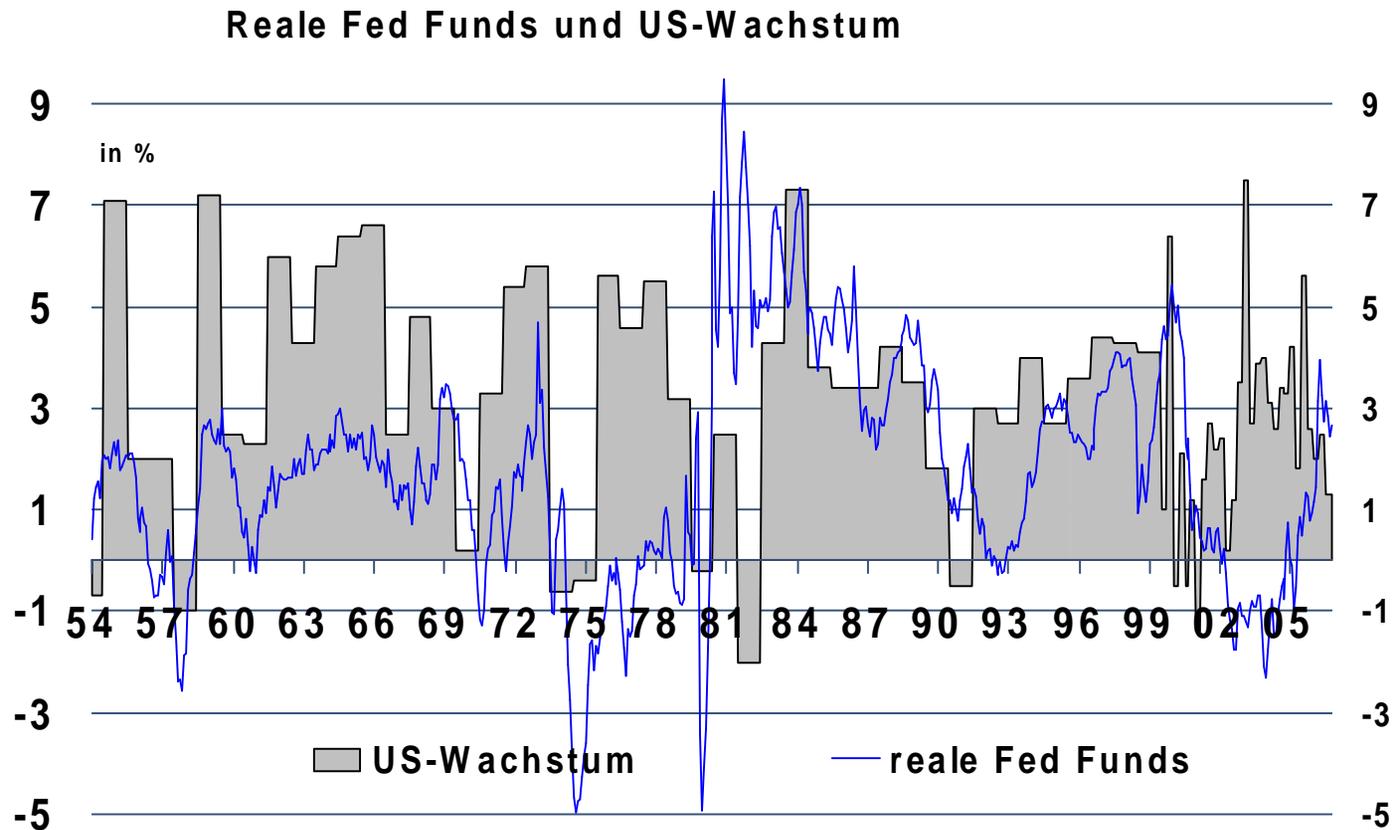
- 1 Aktuelle Einflüsse USA
- 2 US-Schuldenproblematik
- 3 Situation des US-Konsumenten
- 4 Immobilienblase?
- 5 Arbeitsmarkt
- 6 Außenwirtschaft
- 7 Taugt der Euro als sicherer Hafen?
- 8 Deflation oder Neuaufgabe der 70er?
- 9 Zusammenfassung

## 3 Gründe für den US-Aufschwung 2003 bis 2005

- **Beispiellose expansive Geldpolitik**
- **Fiskalpolitik**
  - Massive Steuersenkungen
  - Ausgabenerhöhungen für Verteidigung, Terrorbekämpfung
- **Ausländische Notenbankkäufe verhinderten:**
  - Dollarkollaps
  - Starke Renditeanstieg

# 1. Grund: Monetäre Expansion

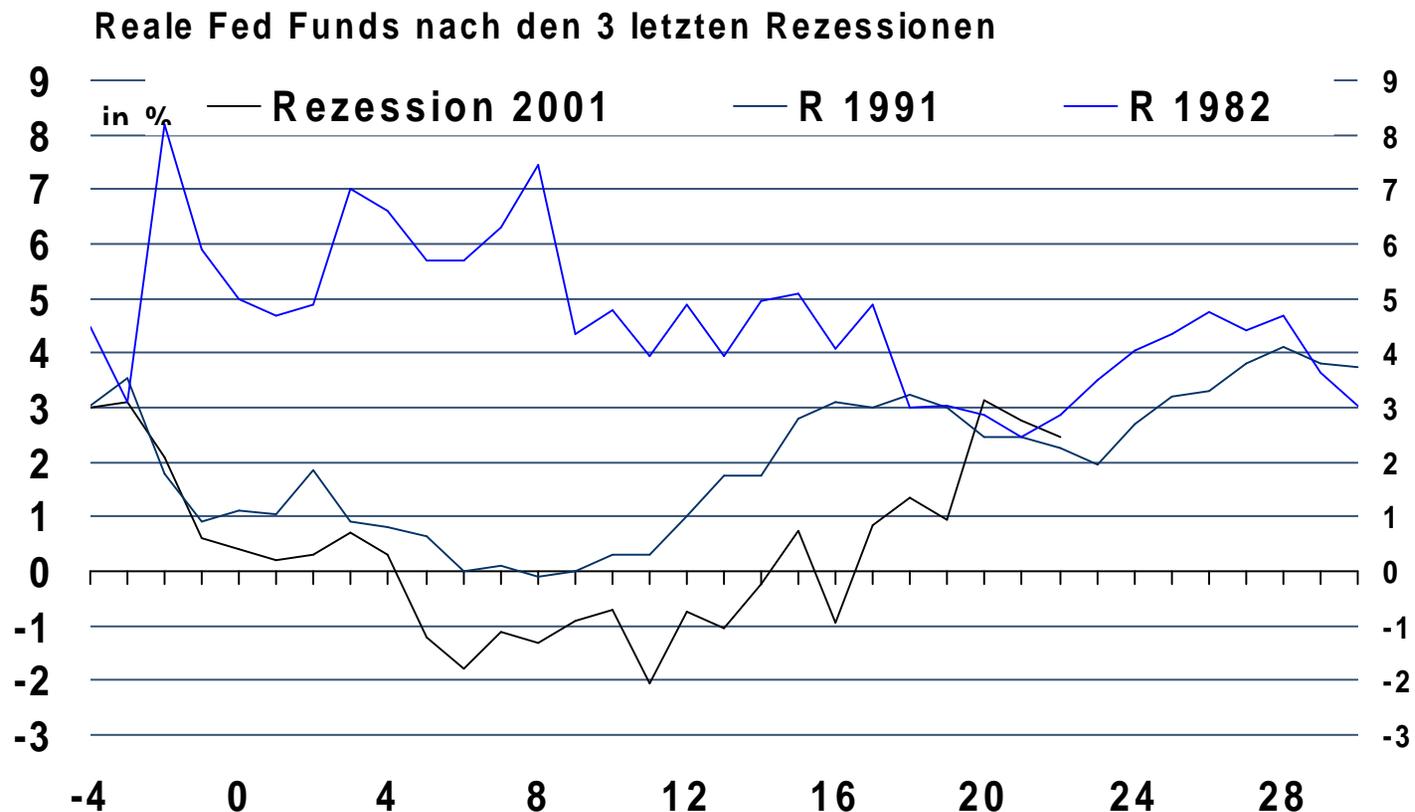
## Hier: Reale Fed Funds negativ 2002 bis 2005



Quelle: Bloomberg, letzter Wert April 2007 (reale Fed Funds, GDP bis 1. Quartal 2007)

# 1. Grund: monetäre Expansion

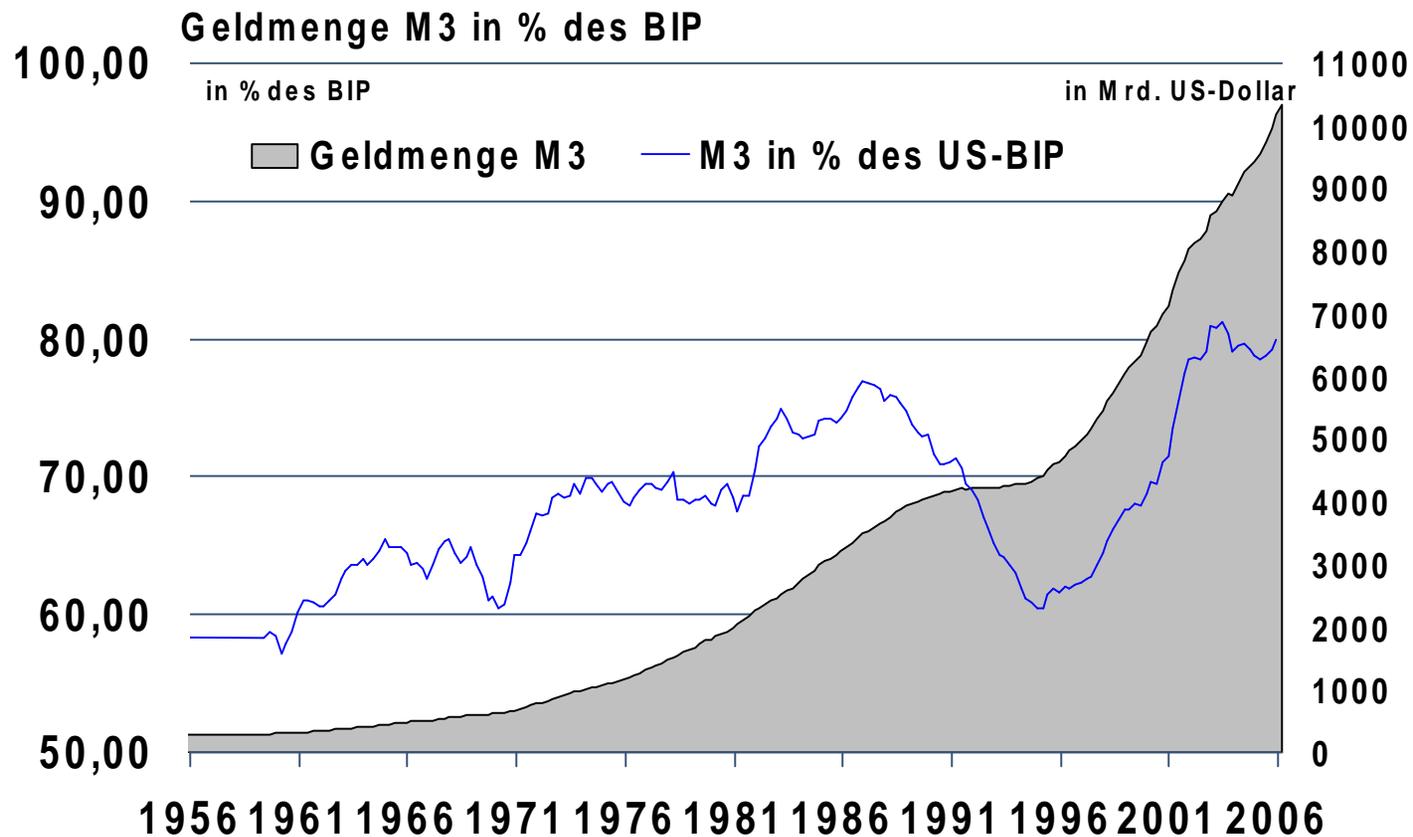
Hier: beispiellos negative Fed Funds im Vergleich zu den 2 vorhergehenden Rezessionen (bis zum 4. Quartal 2005)



Quelle: Bloomberg, letzter Wert 1. Quartal 2007, Zeitachse 0 = Ende der Rezession

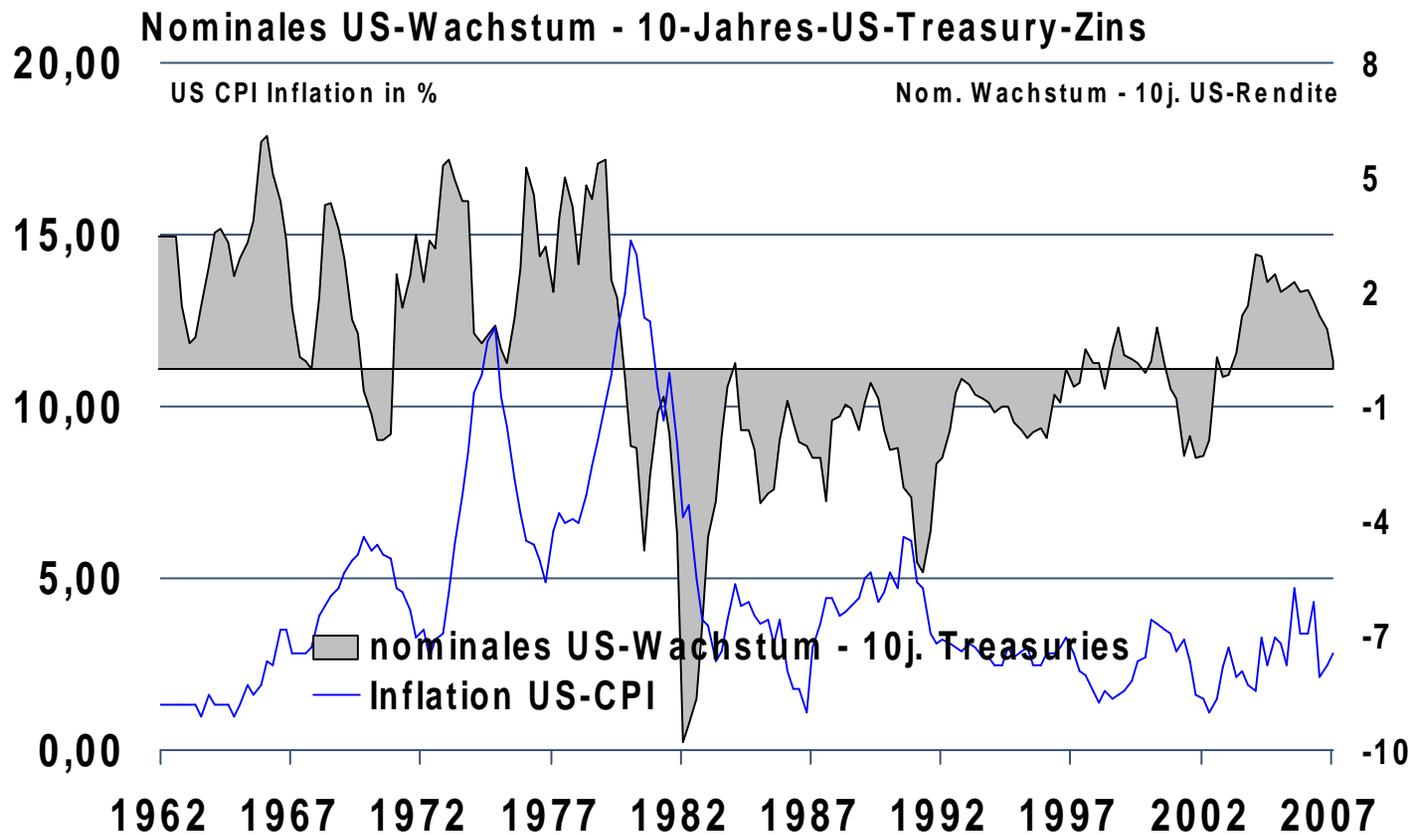
# 1. Grund: monetäre Expansion

Hier: Geldmenge M3 in Prozent des BIP historisch sehr hoch mit im Dezember 2005 79.85 Prozent



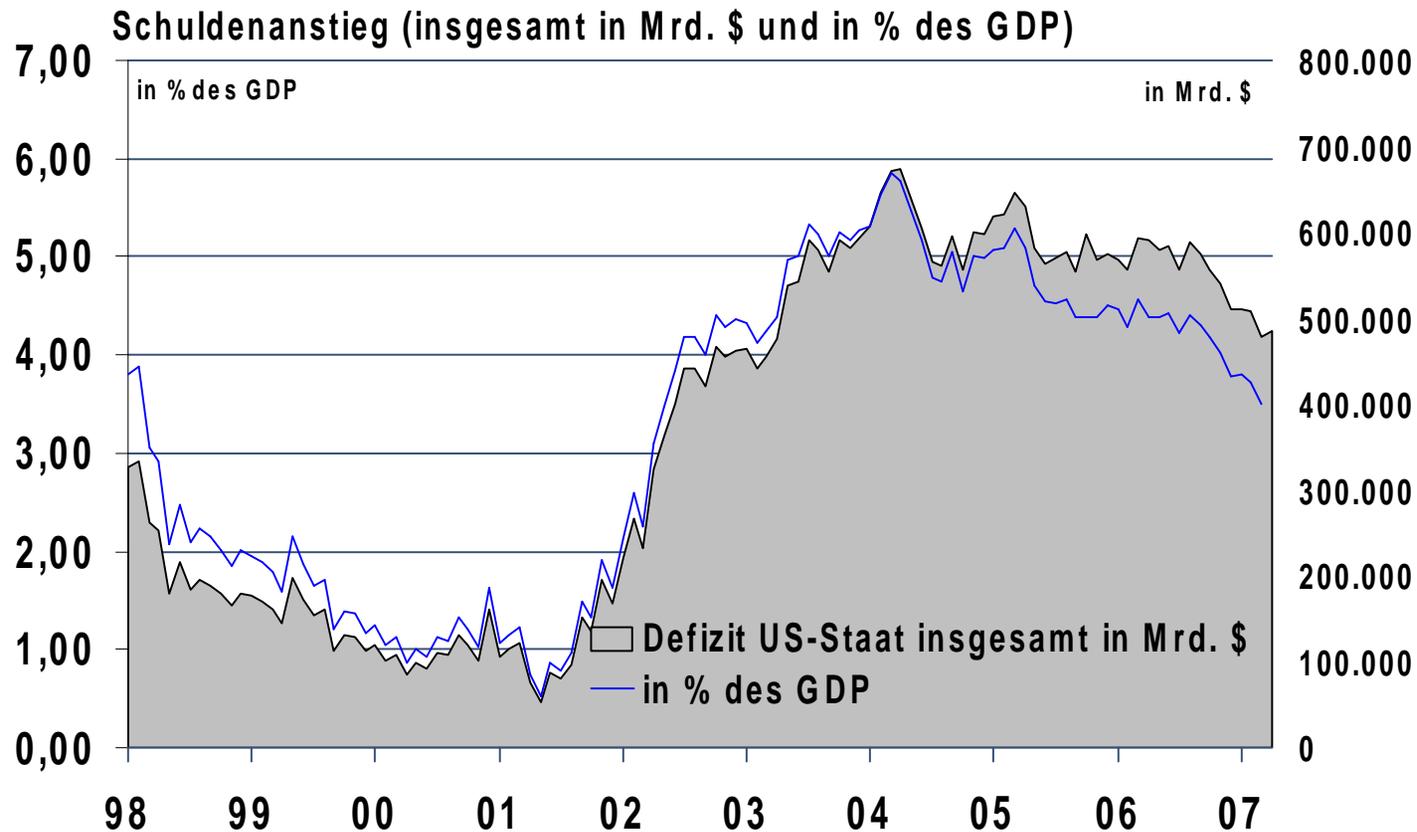
Quelle: Bloomberg, Fed, letzter Wert 06.03.2006 (Einstellung der Veröffentlichung von M3)

# 1. Grund: monetäre Expansion Hier: 10-Jahres-US-Treasury-Zins liegt unter nominalem US-Wachstum



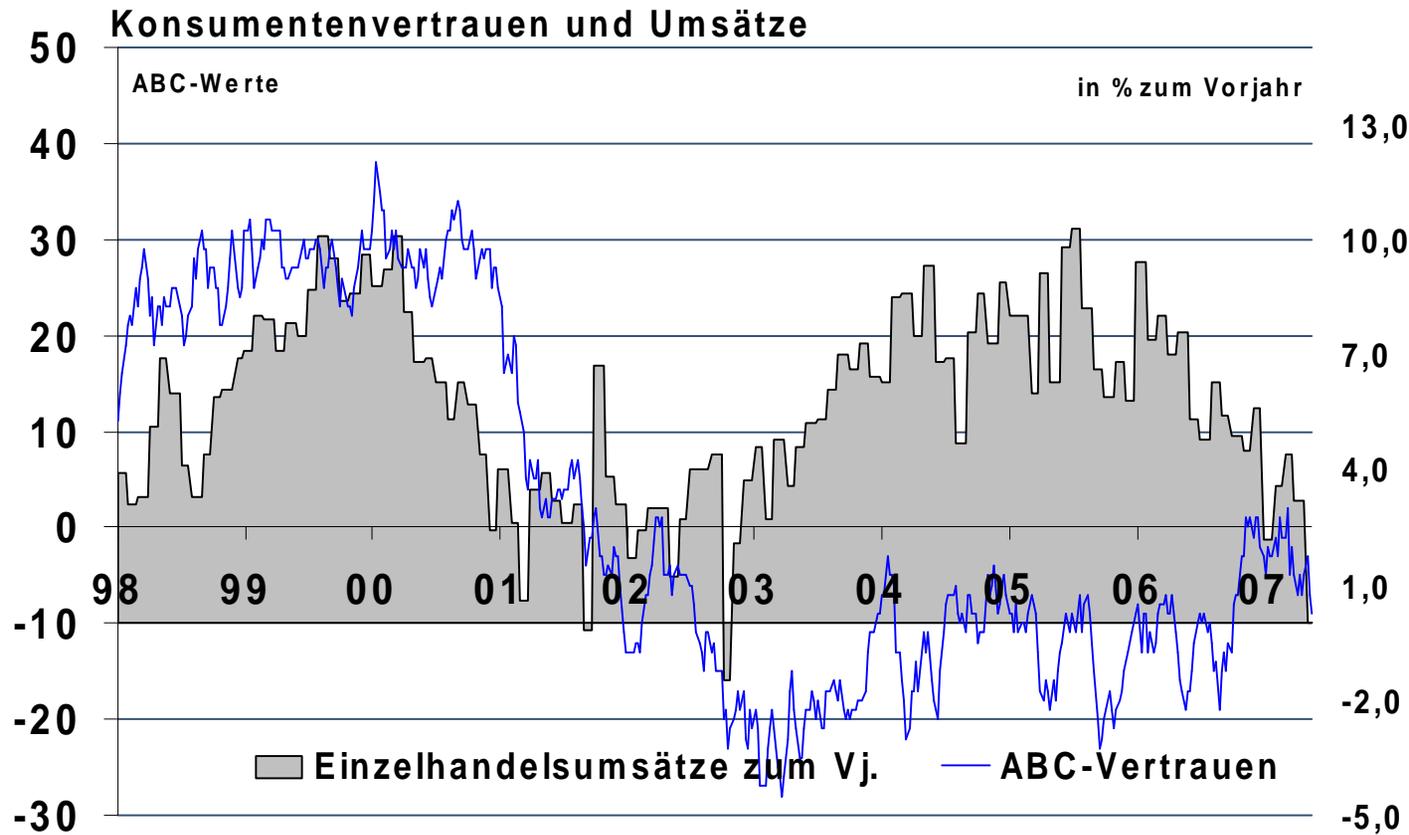
Quelle: Bloomberg, letzter Wert 1. Quartal 2007

## 2. Grund: Starker fiskalpolitischer Stimulus! Gesamtstaatliches Defizit 2004 nahe 6 Prozent!



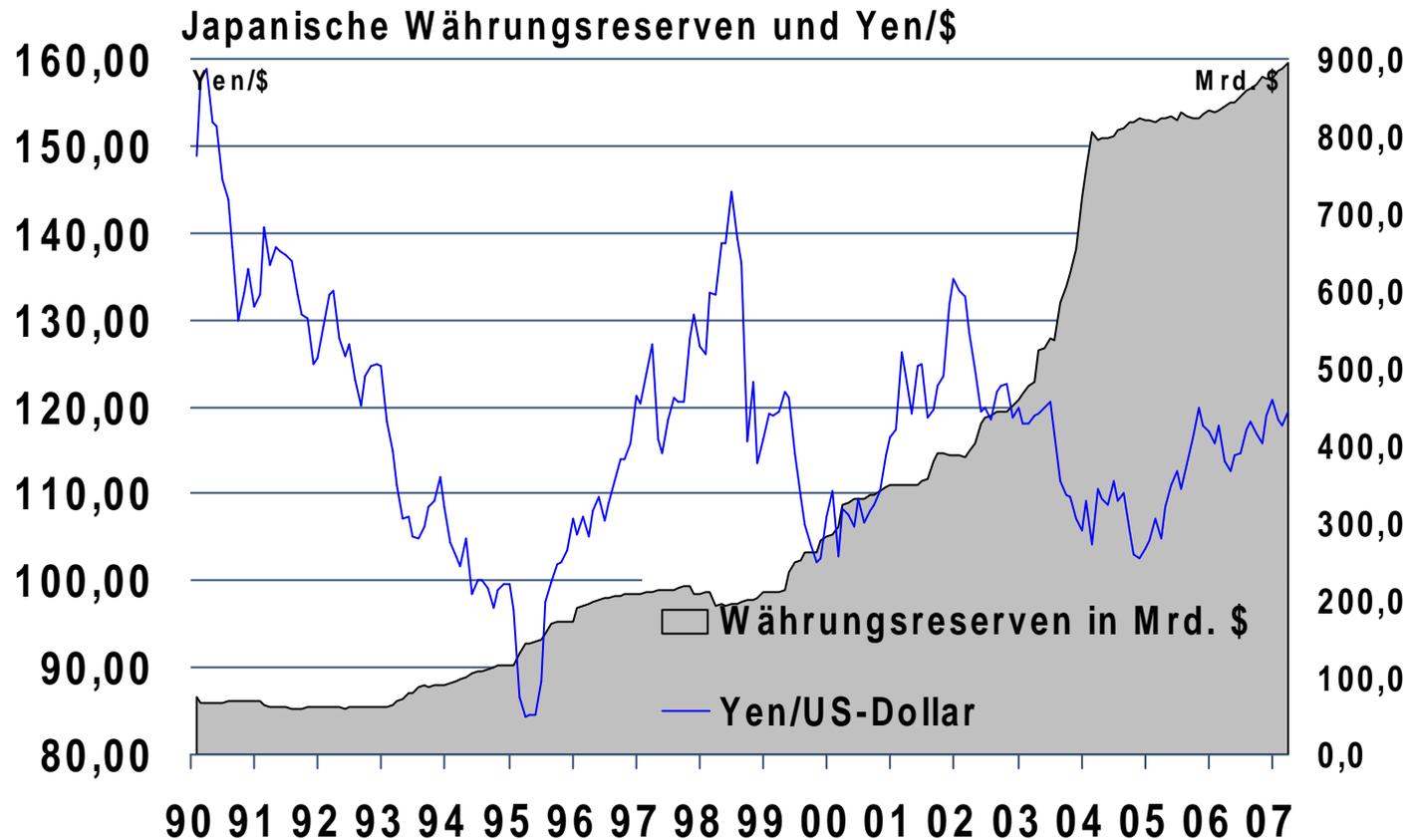
Quelle: Bureau of the Public Debt ([www. http://www.publicdebt.treas.gov](http://www.publicdebt.treas.gov)), Daten bis April 2007

2. Grund: Starker fiskalpolitischer Stimulus! Einzelhandelsumsätze erholten sich 2003! Daten sind nicht inflationsbereinigt! (April 2007 nur noch plus 3,2 % zum Vorjahr)



Quelle: ABC-Konsumentenvertrauen wird wöchentlich veröffentlicht (bis 21.05.07), Einzelhandel bis April 2007 (Bloomberg)

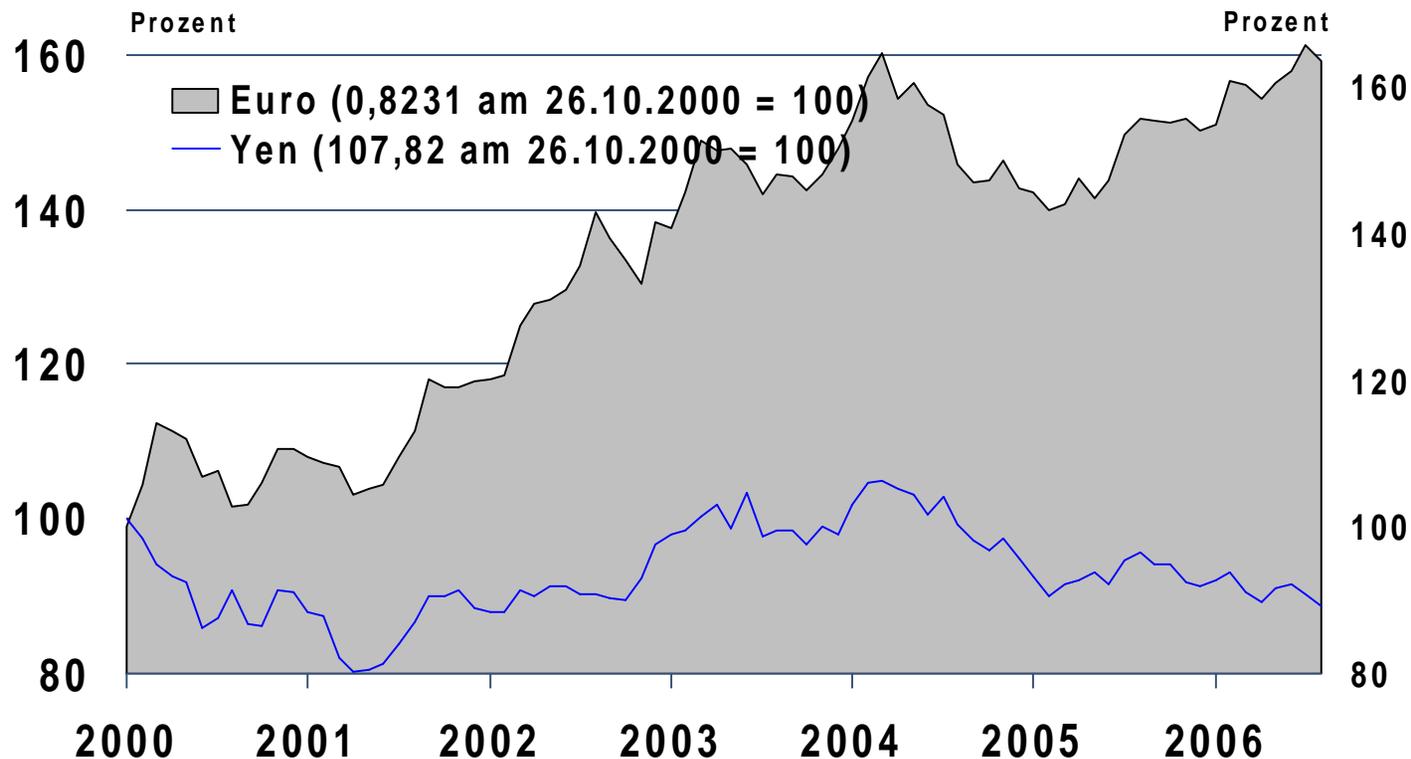
### 3. Grund: Ausländische Dollarstützung! Hier: japanische Währungsreserven stiegen allein vom 01.01.2003 bis 31.03.2004 um 355 Mrd. US\$



Quelle: Japanisches Finanzministerium. Daten inklusive April 2007 (nur Währungsreserven, ohne Gold, Sonderziehungsrechte und IMF-Reservepositionen)

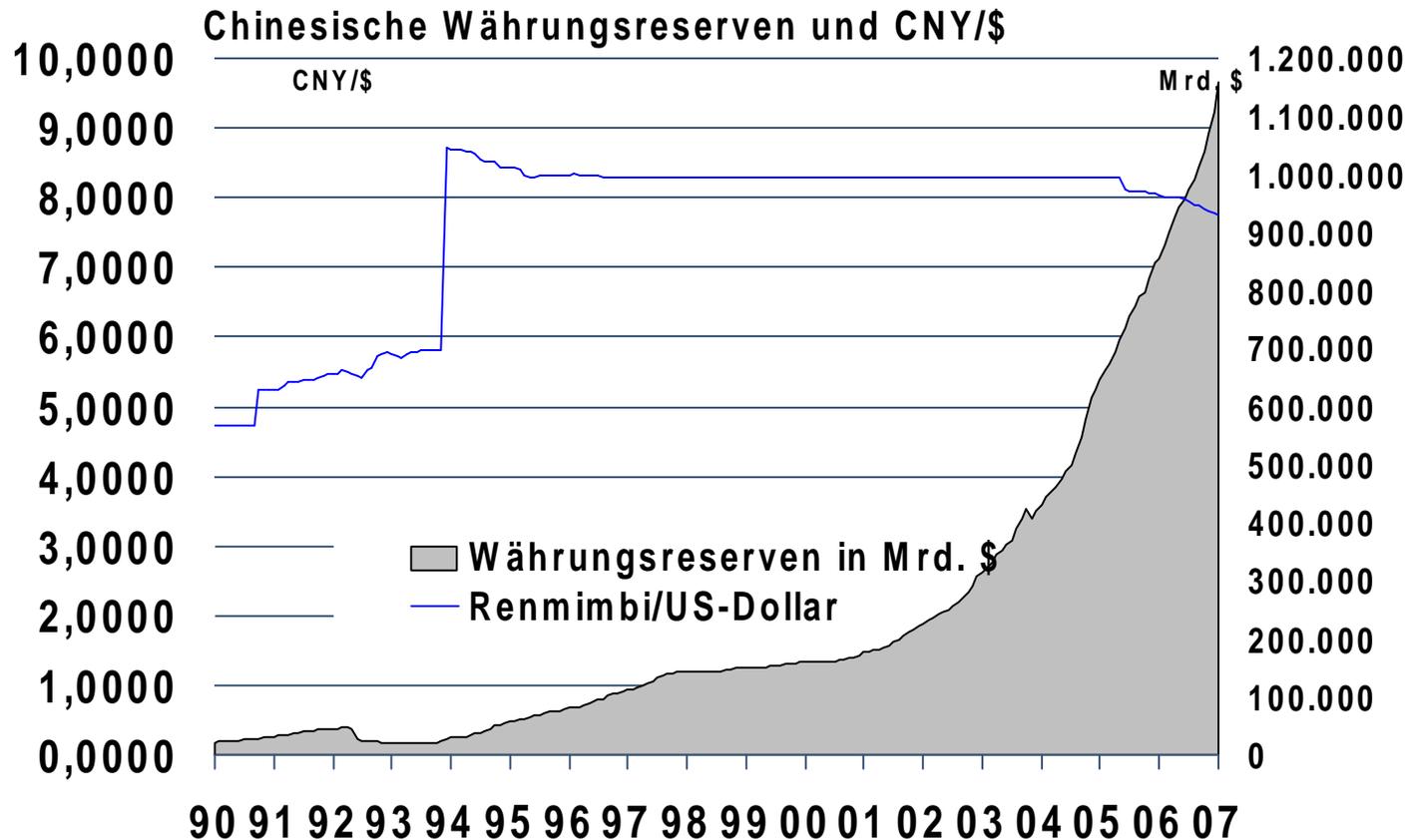
3. Grund: Ausländische Dollarstützung!  
Hier: Euro (+ 63,7 % seit Okt. 2000) steigt deutlich stärker  
zum US-Dollar als der Yen (sogar – 11,4 %)

Euro und Yen gegenüber Dollar (Kurs am 26.10.2000 = 100)



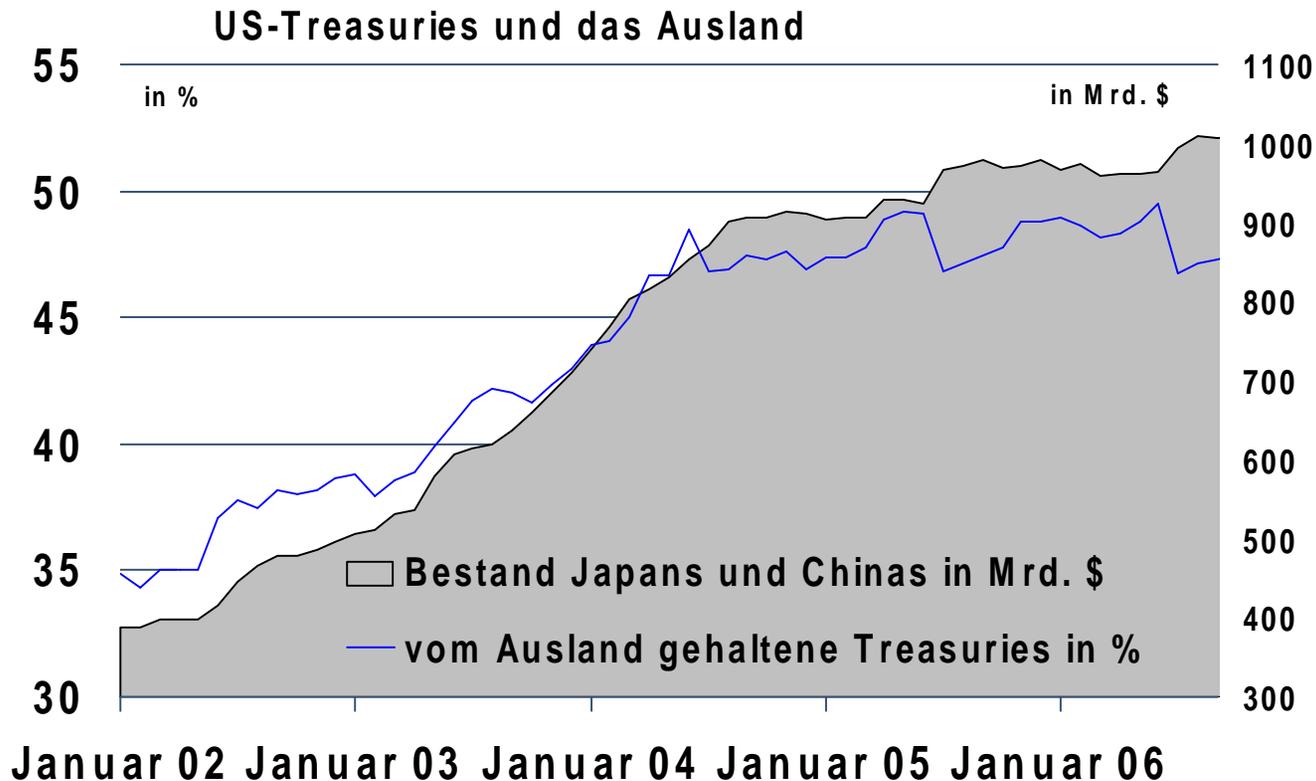
Quelle: OECD, Bloomberg, Daten bis inklusive 29. Mai 2007

### 3. Grund: Ausländische Dollarstützung! Hier: chinesische Währungsreserven liegen inzwischen über 1.200 Mrd. US\$



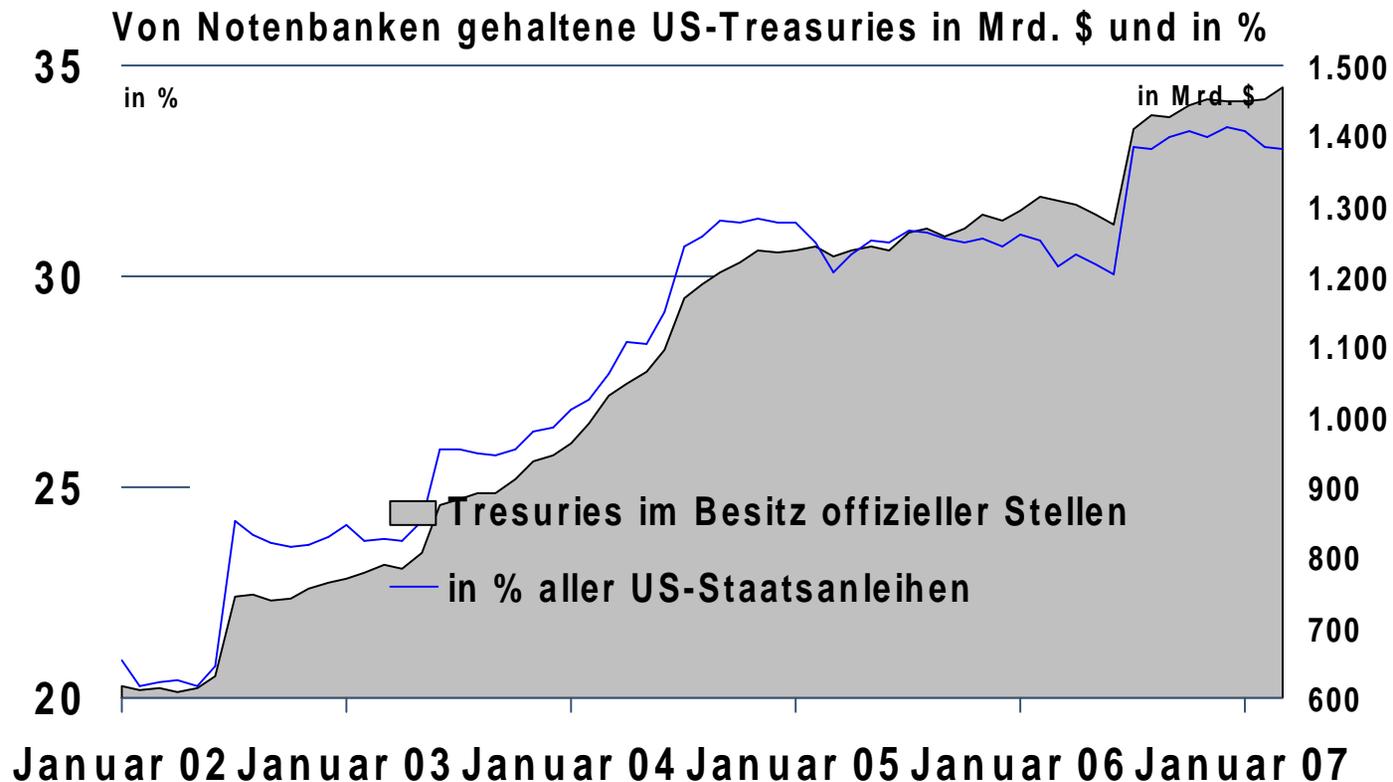
Quelle: Bloomberg. Daten inklusive Februar 2007

### 3. Grund: Ausländische Dollarstützung! Über 49.4 % der US-Staatsanleihen hält das Ausland! Japan und Chinas > 1.032 Mrd. US\$



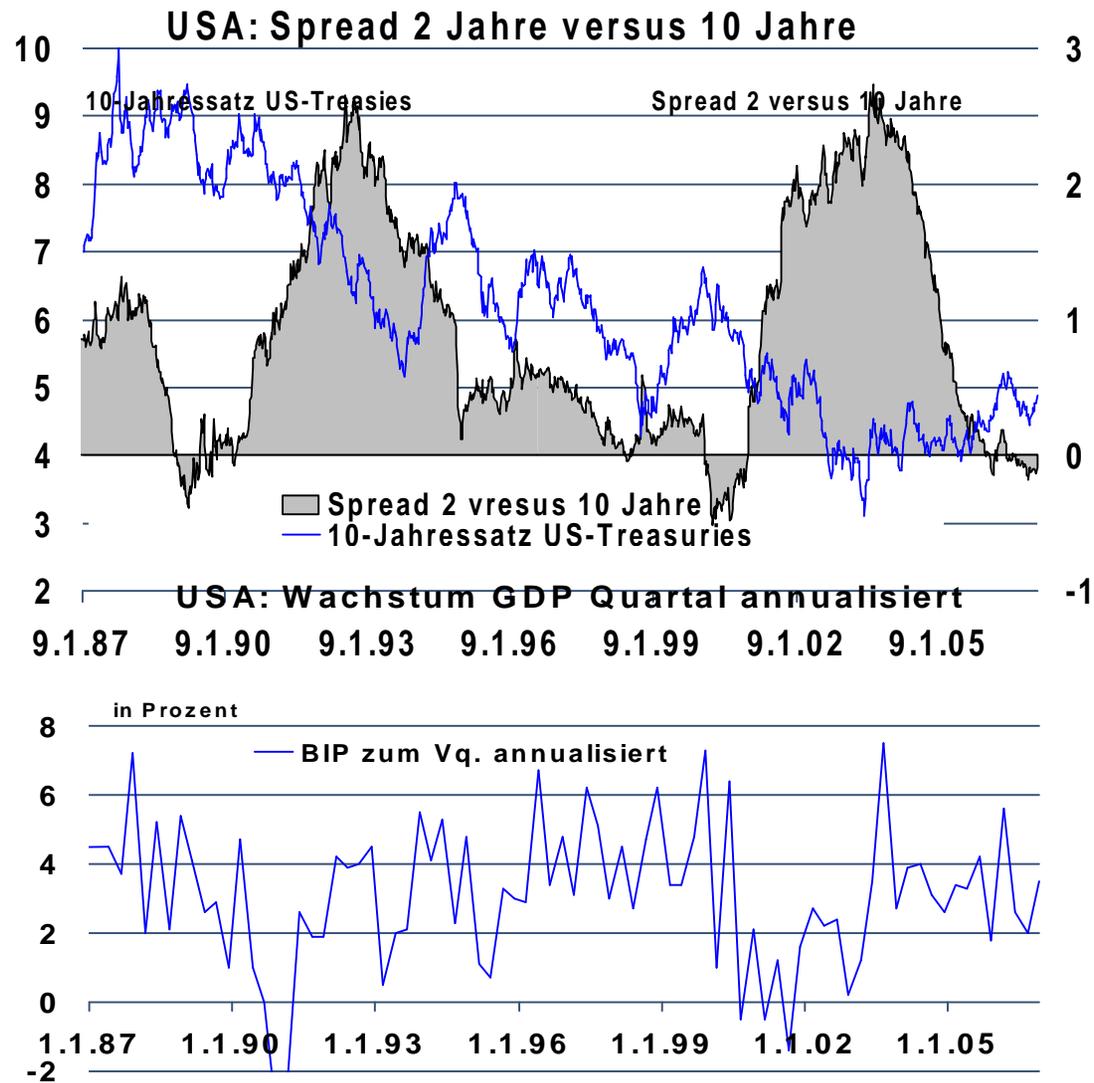
Quelle: US-Schatzamt und Bondmarkets, Daten bis einschließlich März 2007

### 3. Grund: Ausländische Dollarstützung! Ausländische Notenbanken besitzen US-Staatsanleihen über 1.468,8 Mrd. US-Dollar (33 % aller Staatspapiere)



Quelle: US-Schatzamt und Bondmarkets, Daten bis einschließlich März 2007

# Kurvenverflachung Zeichen für Abkühlung?



Quelle: Bloomberg, Daten (Spread bis 31.01.2007, untere Grafik inkl. 4. Quartal 2006)

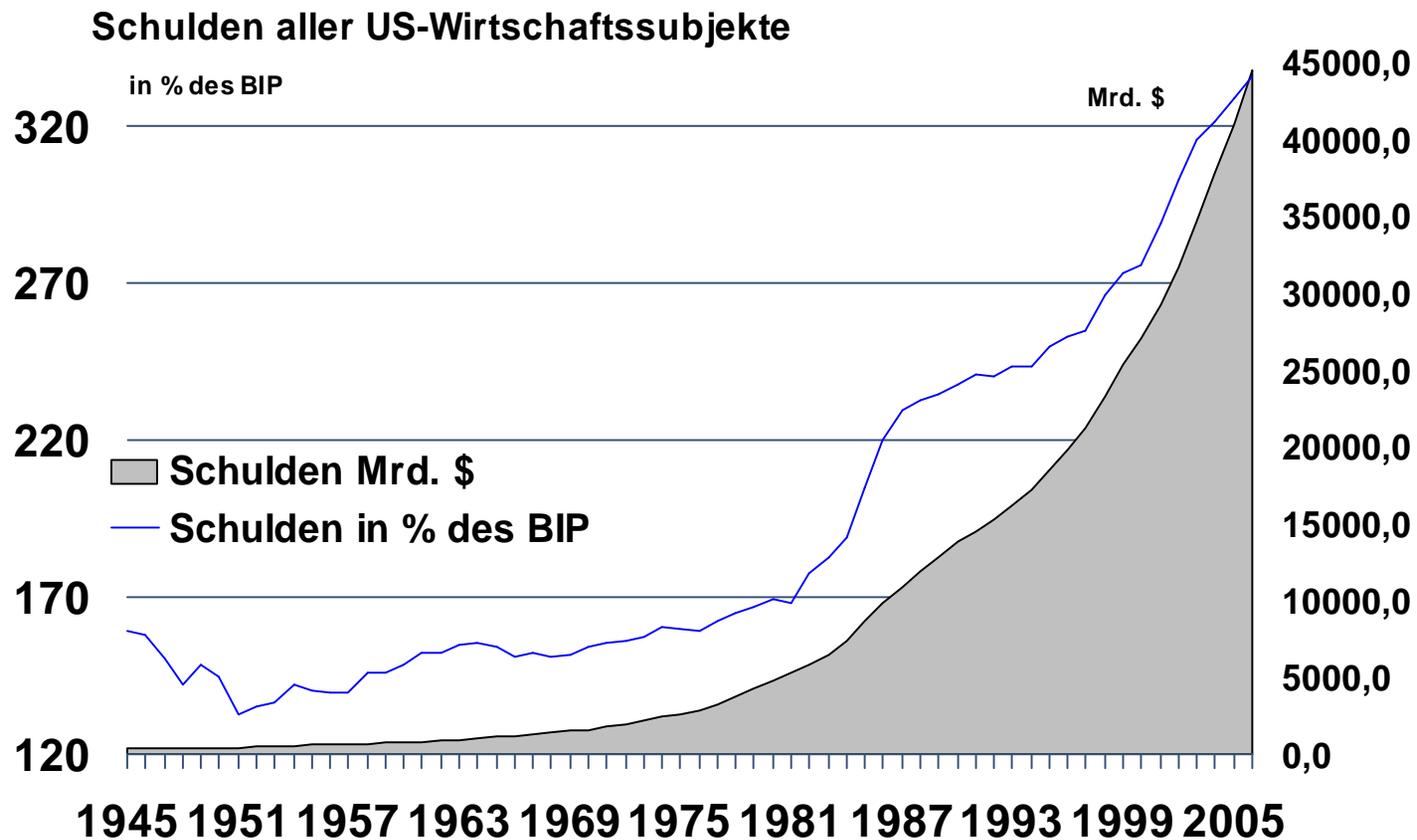
Aus dem „Spiegel“ Nr. 37/2006 (11.09.2006, Seite 56):

- **„Der amerikanische Boom der letzten Jahre ist nicht Widerlegung der Krise, sondern ihr Vorbote“.**
- „Die Biologen haben ähnliche Symptome bei Pflanzen beobachtet, die unter dem Eintrag von Schadstoffen leiden. Bevor sie vergehen, bringen sie ein letztes Mal derart kräftige Triebe hervor, dass sie von ihren gesunden Artgenossen kaum zu unterscheiden sind.“
- „Der Volksmund spricht von Panikblüte“.

## Was die US-Wirtschaft sehr verwundbar macht...

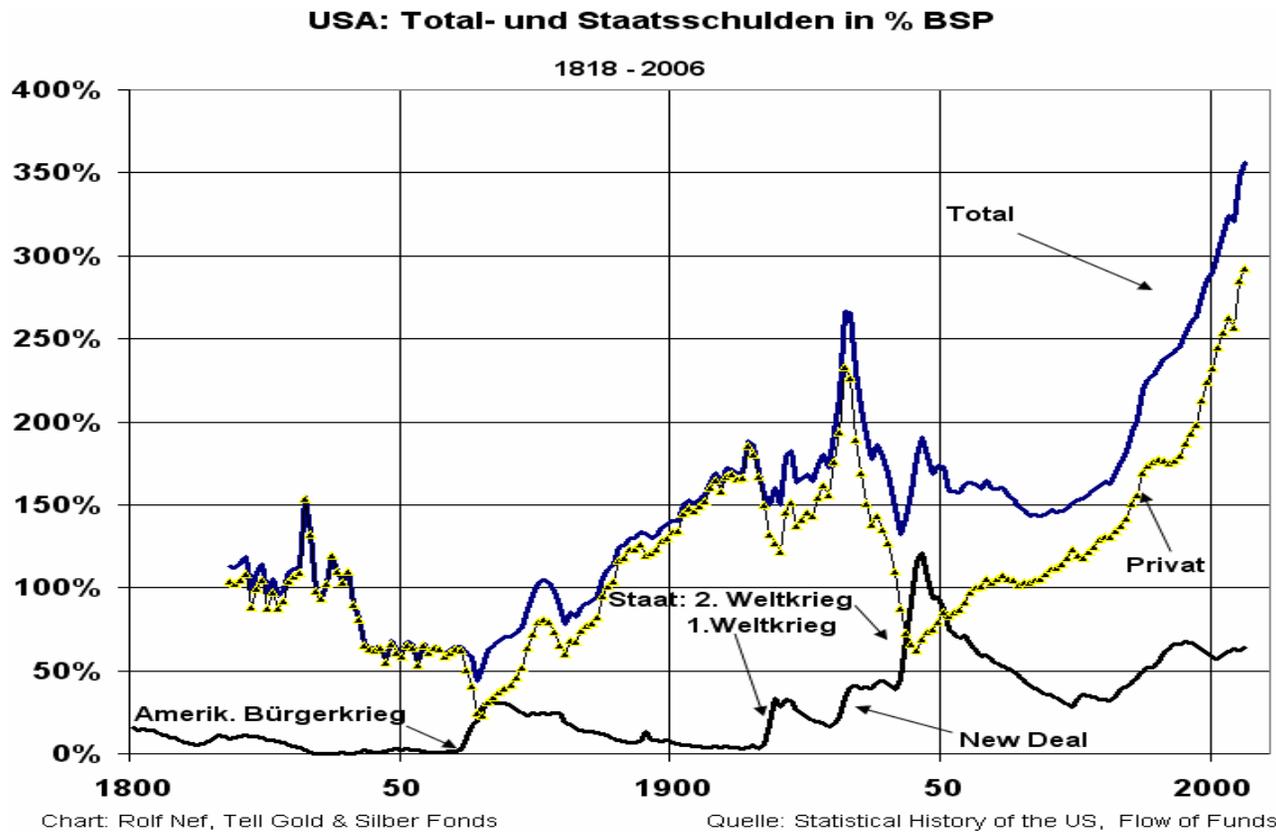
- **US-Konsumenten sind die Hauptstütze (Seite 22)**
- Private Haushalte sind allerdings sehr verwundbar. Gründe:
  - hoch verschuldet (Seite 28 und 30)
  - hoher Schuldendienstaufwand (Seite 31)
  - negative Sparquote (Seite 23)
  - sehr abhängig von Immobilienpreiszuwächsen
  - trotz hoher Assetpreise wiegt die Schuldenlast historisch einmalig schwer (Seite 33)
- US-Immobilienmarkt weist eine gigantische Blase auf (Seite 36)
  - Gefahr für den US-Arbeitsmarkt (Seite 53)
  - Gefahr des Versiegens der Cash-outs (Aufstockung der Hypothekenkredite auf Grund von Hauspreiszuwächsen)
  - Anstieg der Hypothekenkredite (Seite 29) war der Treibsatz für den US-Konsum (Zuwächse gehen aber bereits zurück!)
- US-Arbeitsmarkt enttäuschte (Seite 55)

Die US-Schulden aller Wirtschaftssubjekte liegen mit über 336 Prozent (Ende 2006) selbst jenseits des Hochs der 30er Jahre von 264 Prozent



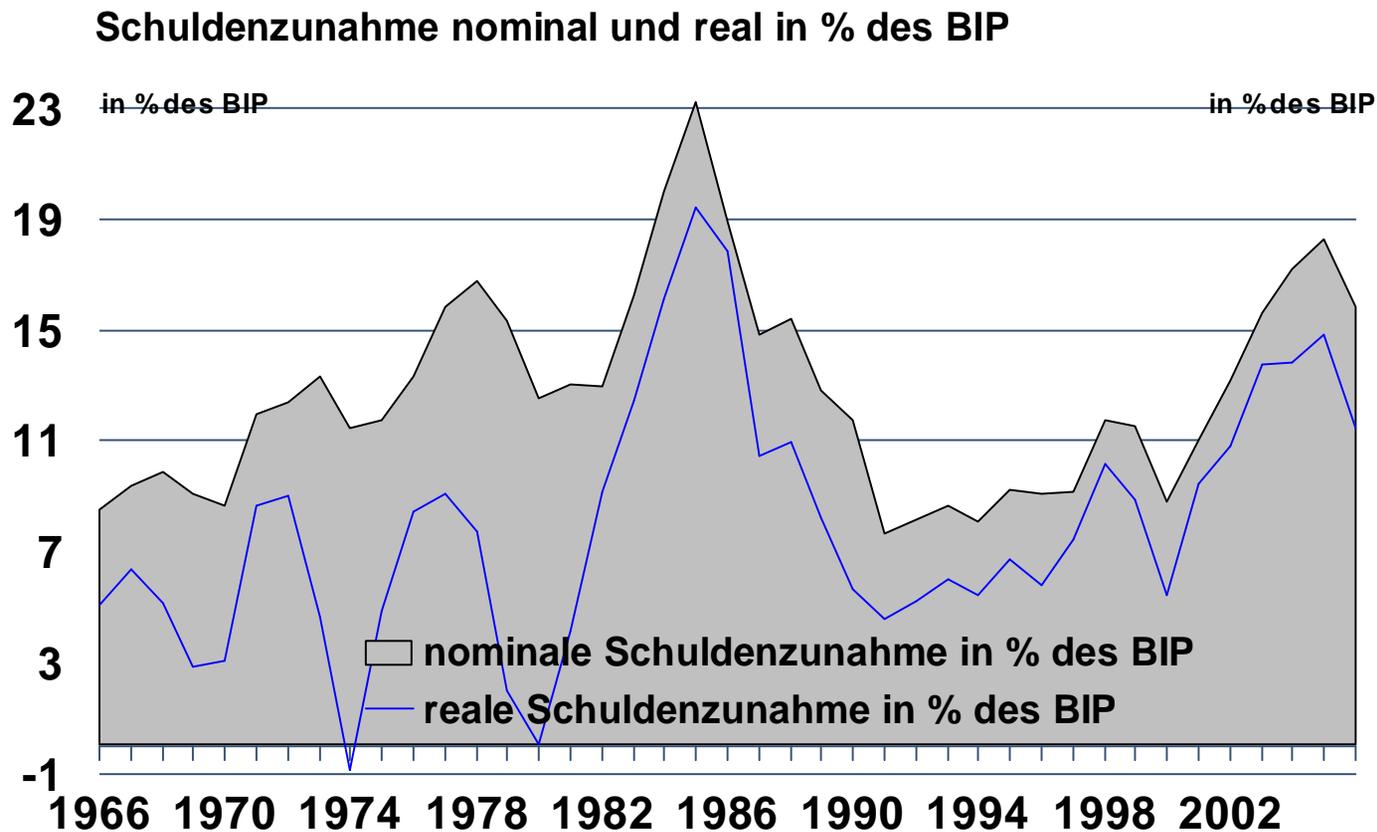
Quelle: Fed, 08.03.2007, Daten bis 31.12.2006 (in % des BIP bis 31.12.2006)

# Die Entwicklung der US-Gesamtschulden seit 1800: Das Rekordhoch von 264 % in den 30er Jahren wird weit in den Schatten gestellt



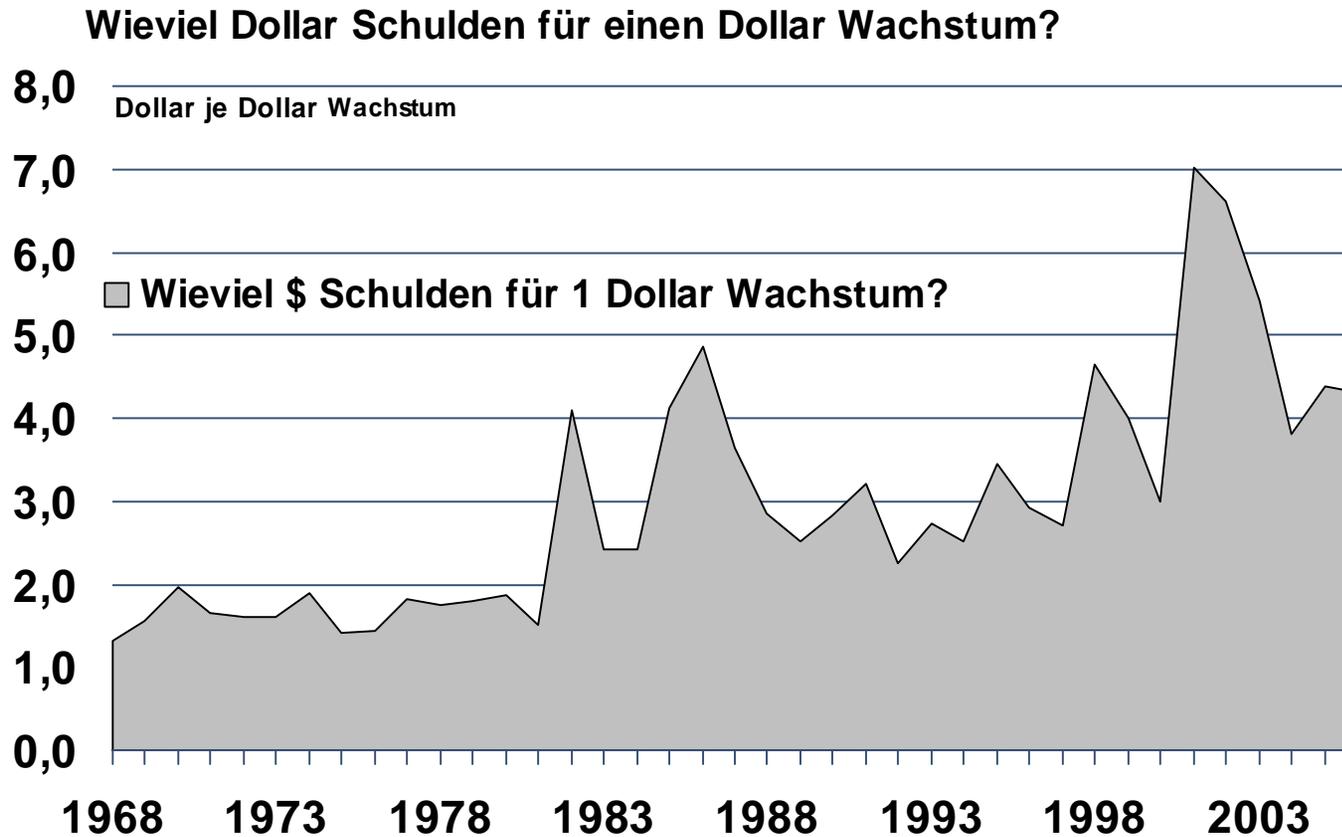
Quelle: Statistical History of the US, siehe <http://www.goldseiten.de/content/diverses/artikel.php?storyid=3676&seite=1>

Schuldenzunahme auf Jahresbasis nominal und real in Prozent des BIP (Höhepunkt in 2005? Nach Rückgang der Schuldendynamik Anfang der 90er folgte Rezession!)



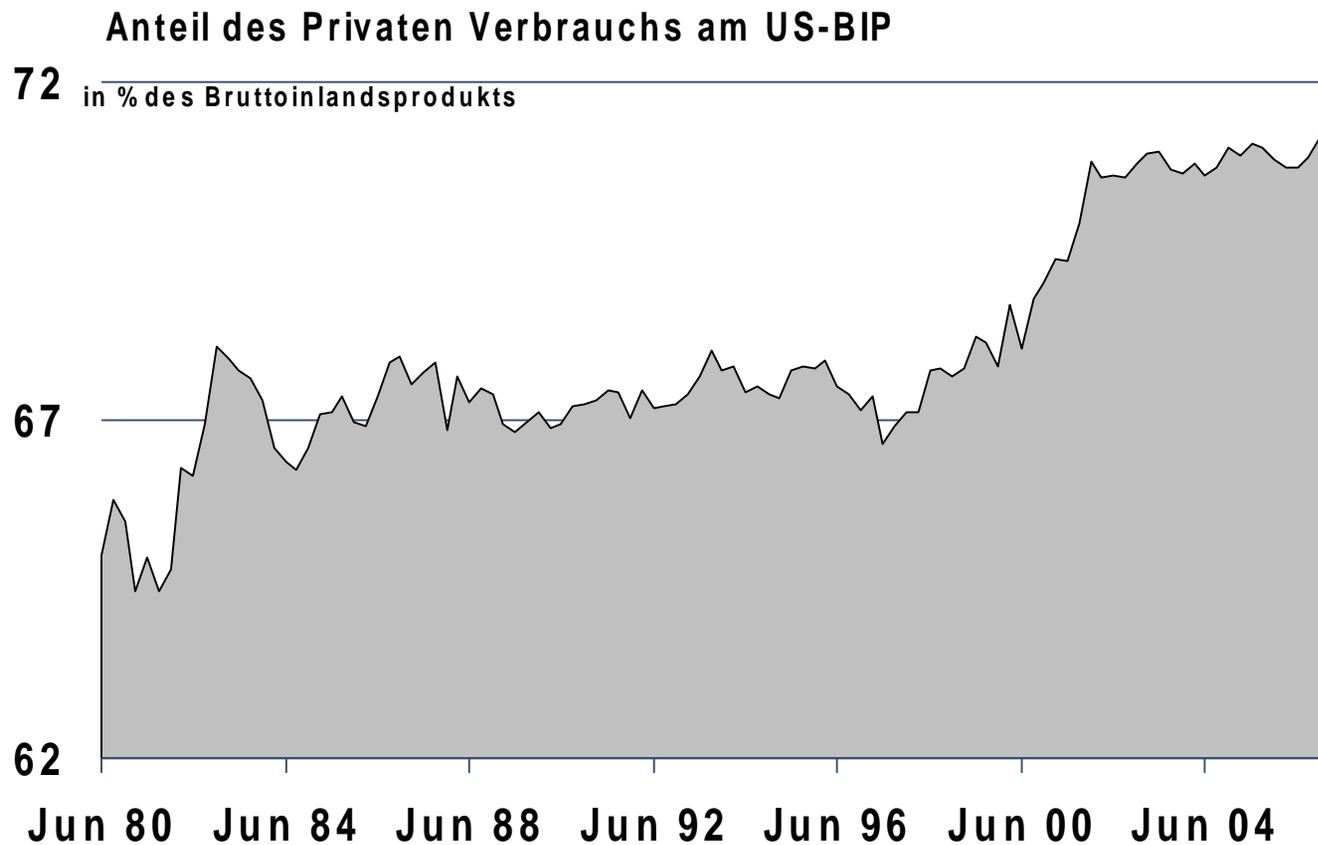
Quelle: Fed, 08.03.2007, Daten bis 2006

2001 und 2002 benötigten die USA 6,3 US-Dollar für einen Dollar Wachstum, 2006 noch immer mehr als 4,3 US-Dollar



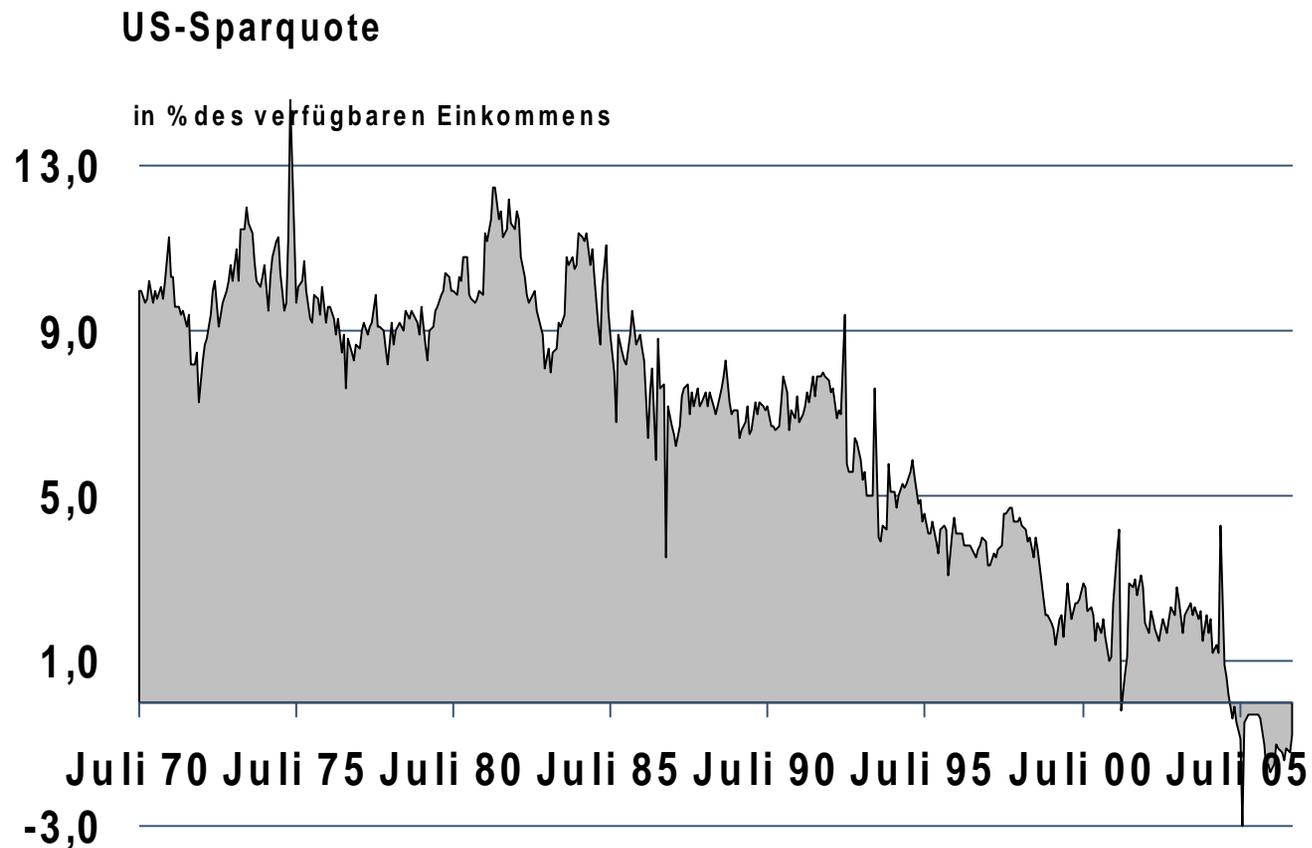
Quelle: Fed, 08.03.2007, Daten bis 2006

Der Private Verbrauch war bislang der Hauptstützpfiler der US-Wirtschaft (71,64 % des BIP im 1. Quartal 2007)



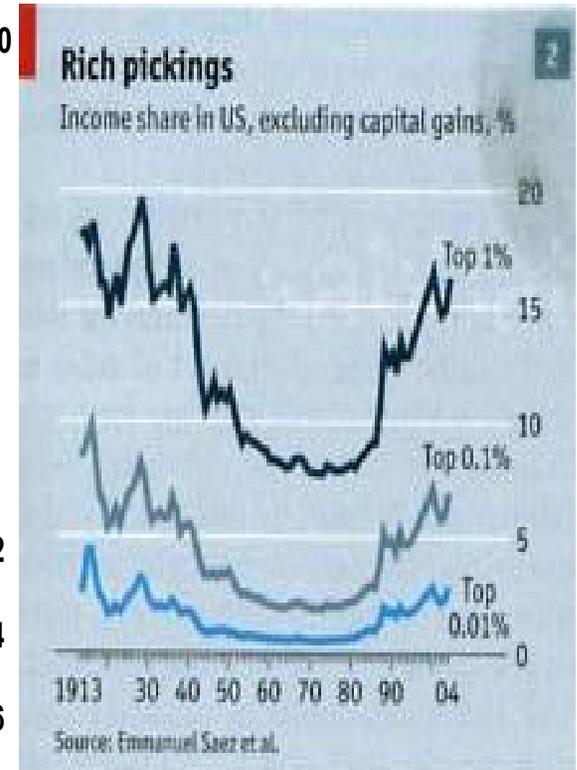
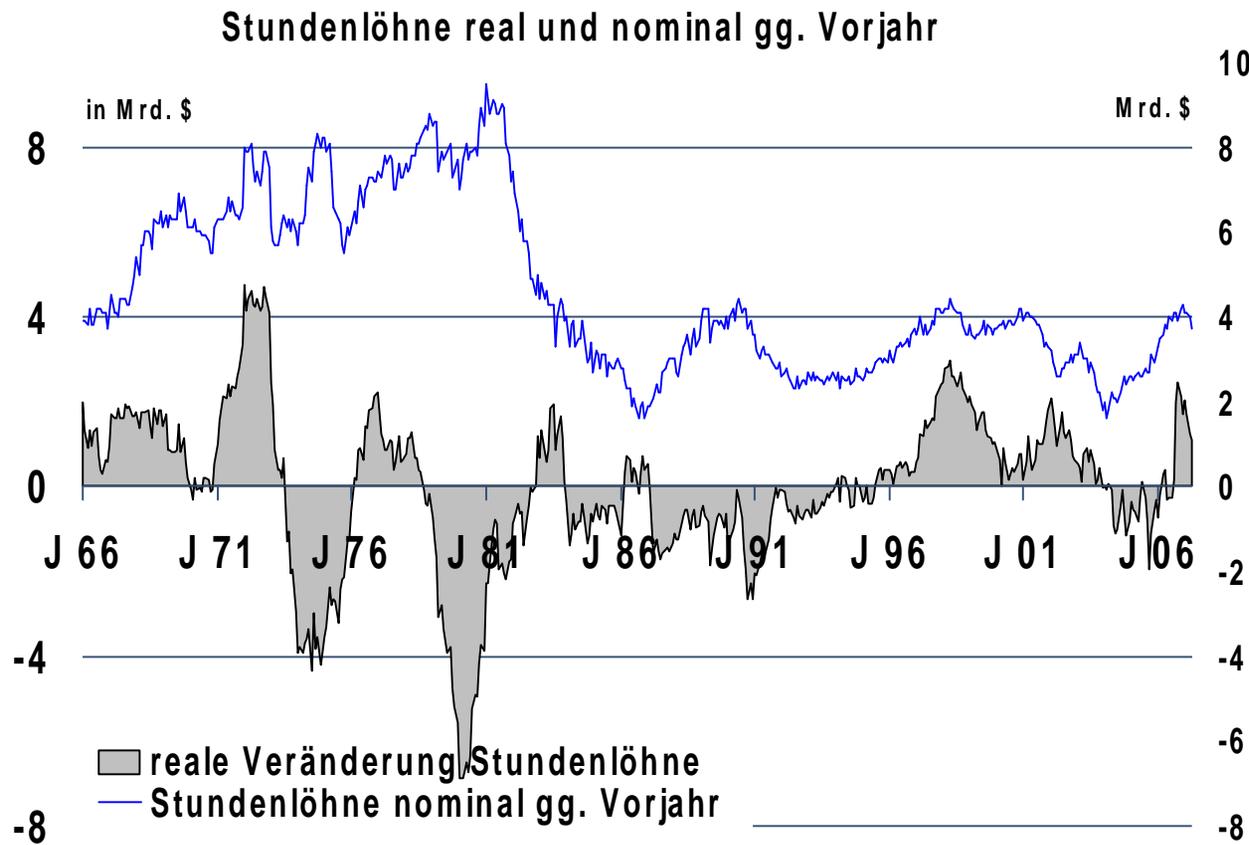
Quelle: Bloomberg, Daten bis einschließlich 1. Quartal 2007

Die US-Sparquote ist historisch sehr niedrig  
(März 2007 bei – 0,8 Prozent der verfügbaren Einkommen;  
Rekordtief 2006 im Juli mit – 1,7 Prozent)



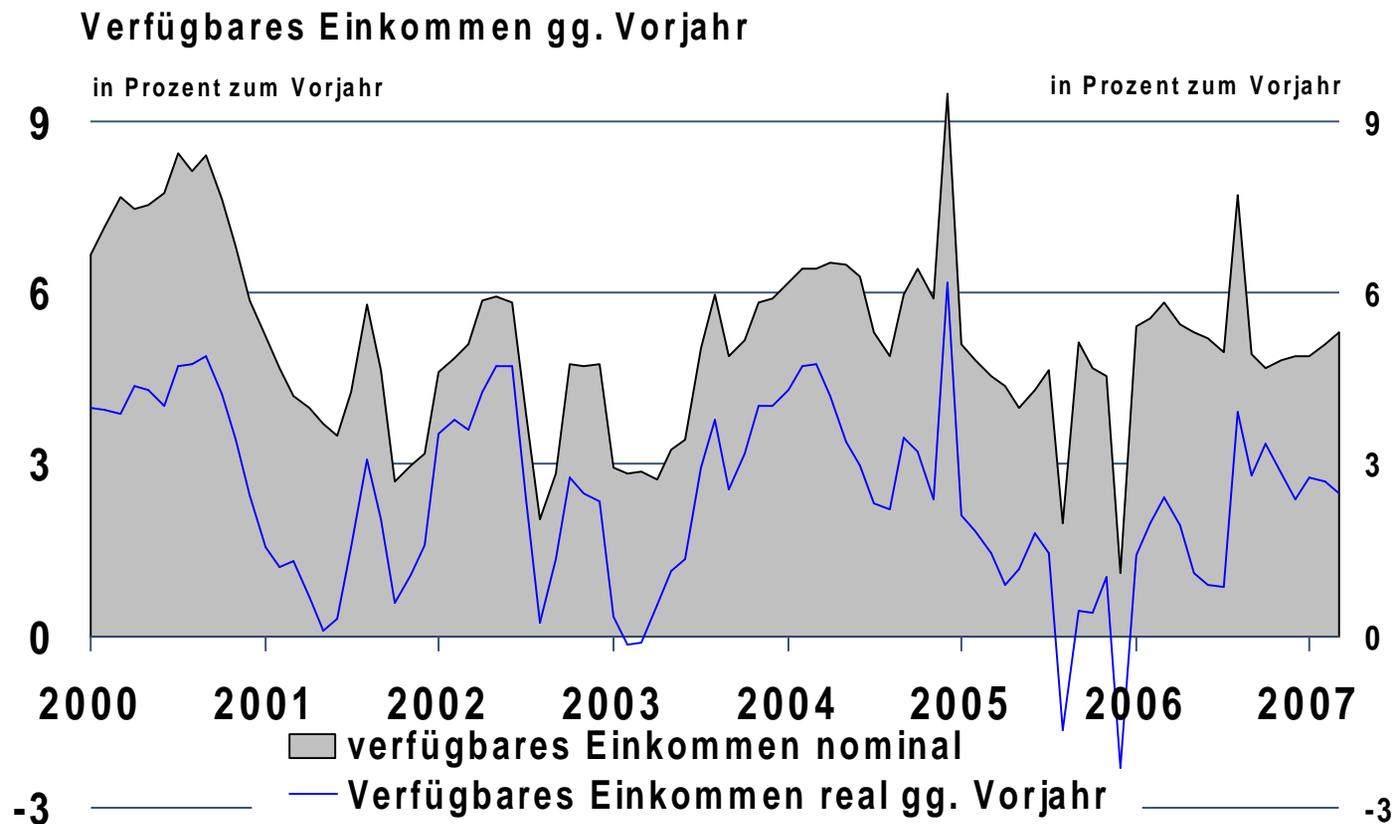
Quelle: Bloomberg, Daten bis März 2007

Die US-Stundenlöhne stagnieren. Das reichste Eine Prozent der Einkommensempfänger erhält immer mehr!



Quelle: Bloomberg, letzter Wert April 2007 (Stundenlöhne), Grafik rechts aus „The Economist“ (17.06.2006, Seite 25)

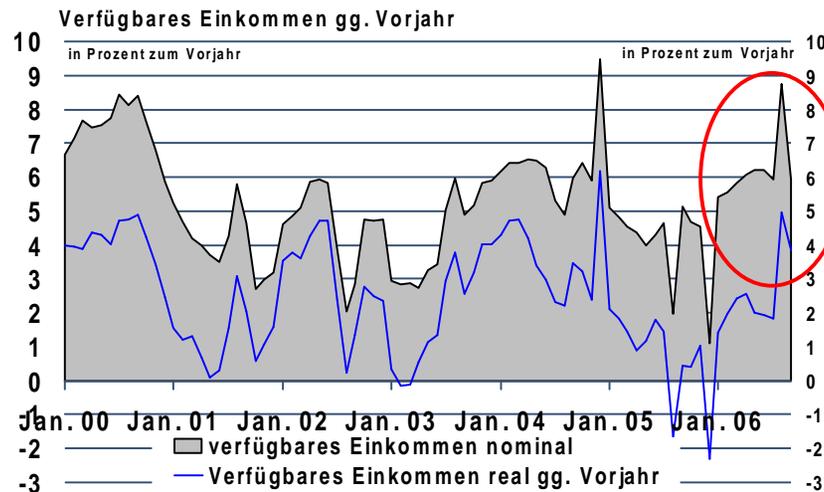
# Verfügbares Einkommen legen aktuell noch deutlich zu und stützen den Konsum



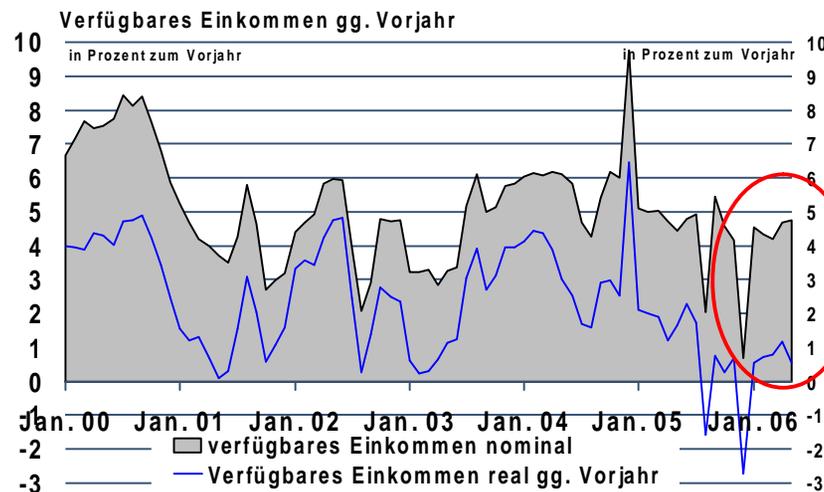
Quelle: Bloomberg, Daten bis März 2007

# Verfügbares Einkommen: Datenrevisionen führen zu völlig neuem Bild:

Neu:

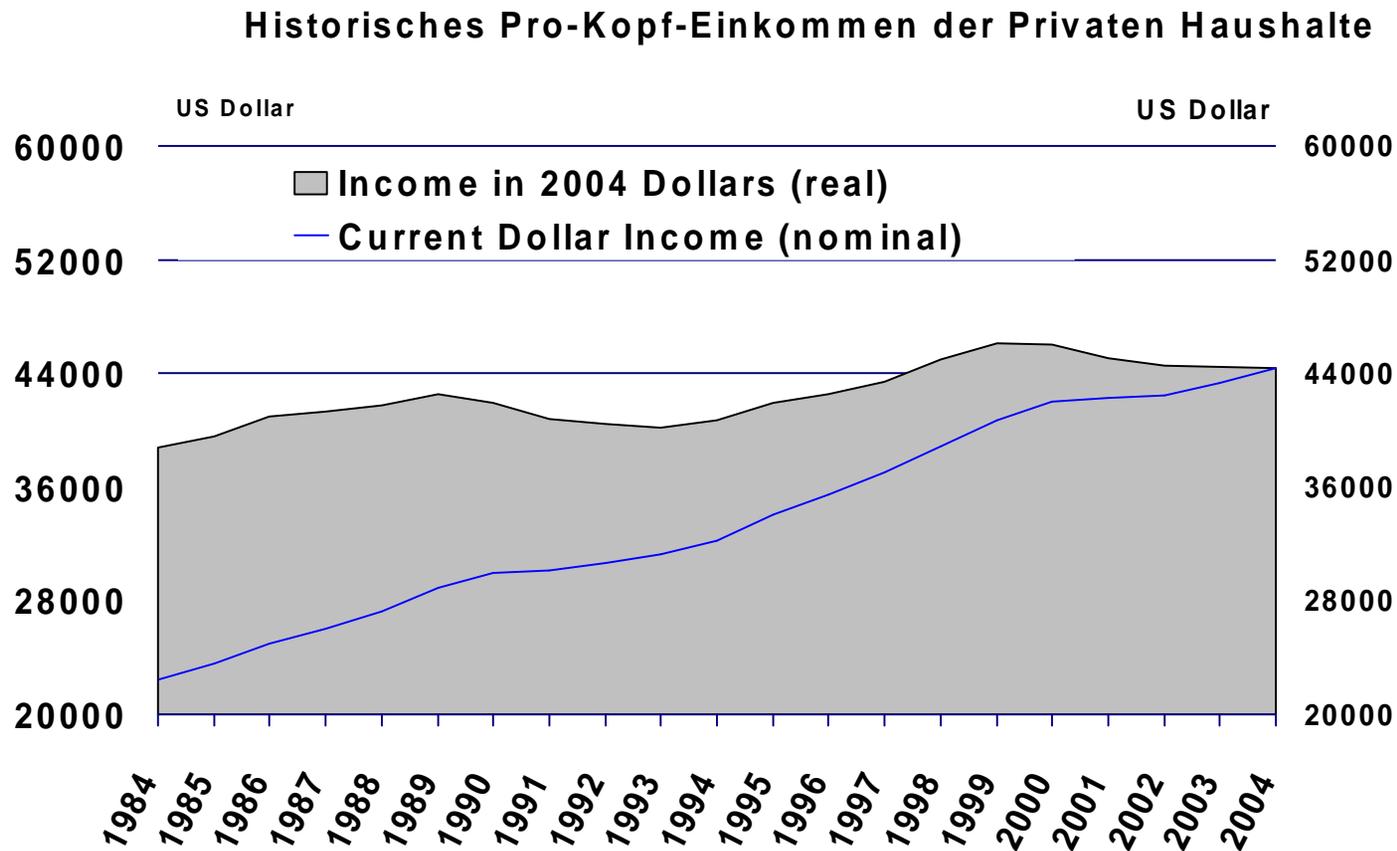


Alt:



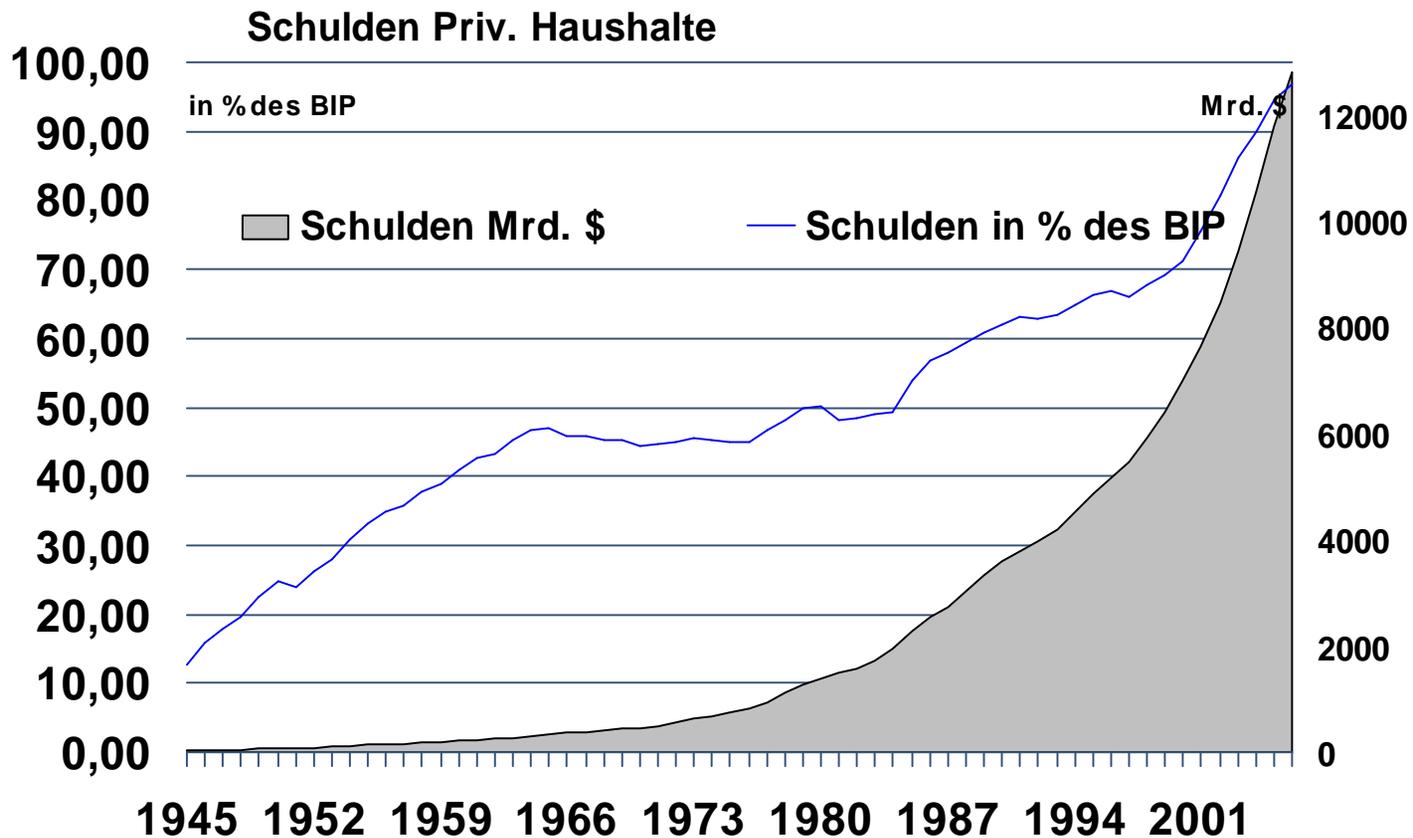
Quelle: Bloomberg, Daten bis September 2006

# Das reale US-Pro-Kopf-Einkommen der Privaten Haushalte ist in den letzten vier Jahren gesunken



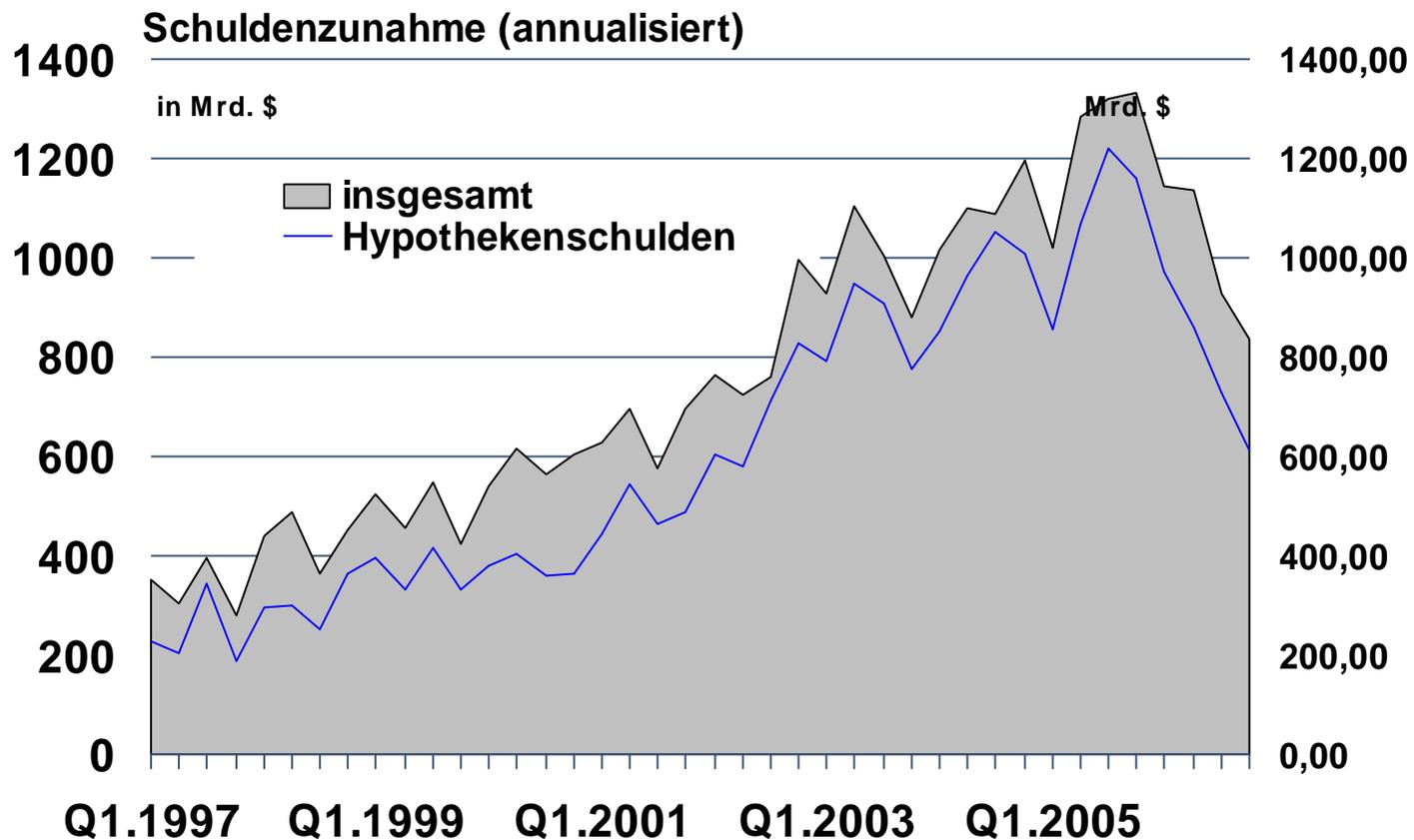
Quelle: U.S. Census Bureau: Historical Income Tables – Households, [www.census.gov/hhes/www/income/histinc/h08.html](http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/h08.html)

Die Verschuldung der Privaten Haushalte beträgt bereits 96,76 Prozent in 2006 des Bruttoinlandsprodukts (per 31.12.2006: 12.815,9 Mrd. US-Dollar)



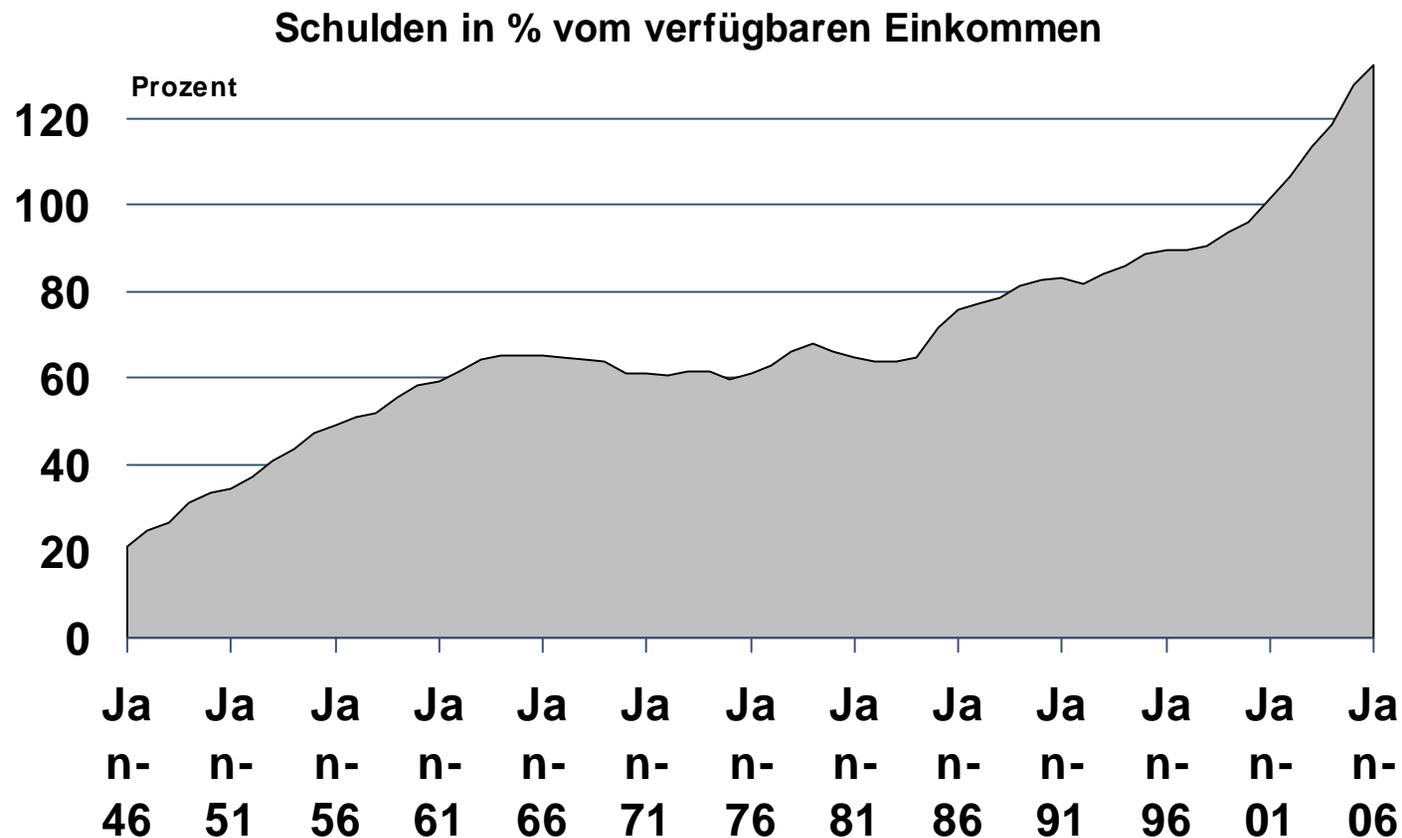
Quelle: Fed, 08.03.2007, Daten bis 4. Quartal 2006 (in % des BIP bis 2006)

Anstieg der privaten Verschuldung in Mrd. US-Dollar im 4. Quartal 2005 auf Rekordniveau (+ 1.330,4 Mrd. US-Dollar). Abkühlung im 4. Quartal 2006 auf 838 Mrd. US-Dollar.



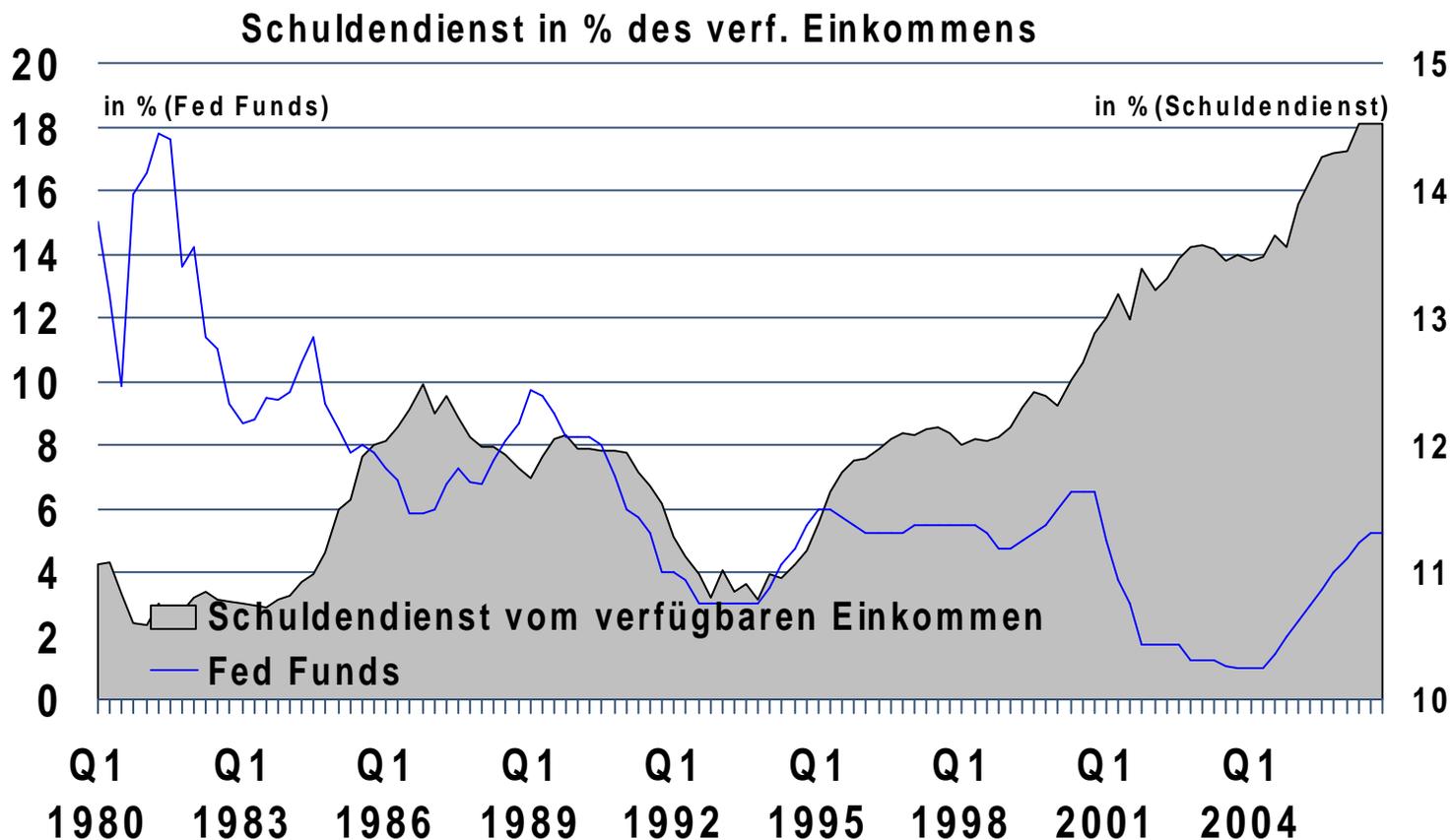
Quelle: Fed, 08.03.2007, Daten inklusive 4. Quartal 2006

Der Schuldenstand der privaten Haushalte lag per 31.12.2006 bei 132.39 Prozent der verfügbaren Einkommen (sogar höher als in Japan!!!)



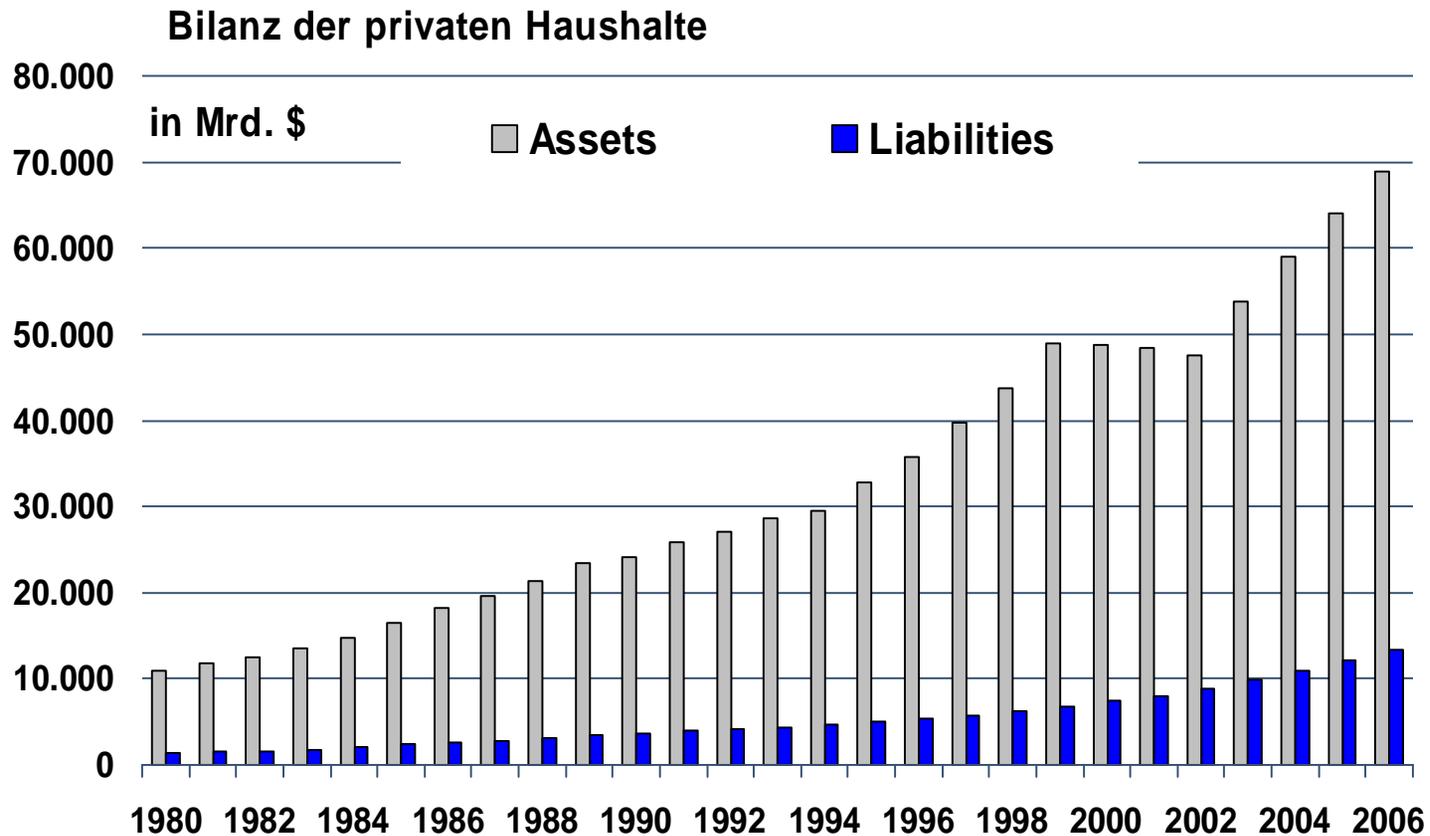
Quelle: Fed, 08.03.2007, und Bureau of Economic Analysis, Daten bis 4. Quartal 2006

# Anteil des Schuldendienstes am verfügbaren Einkommen auf historisch höchstem Niveau



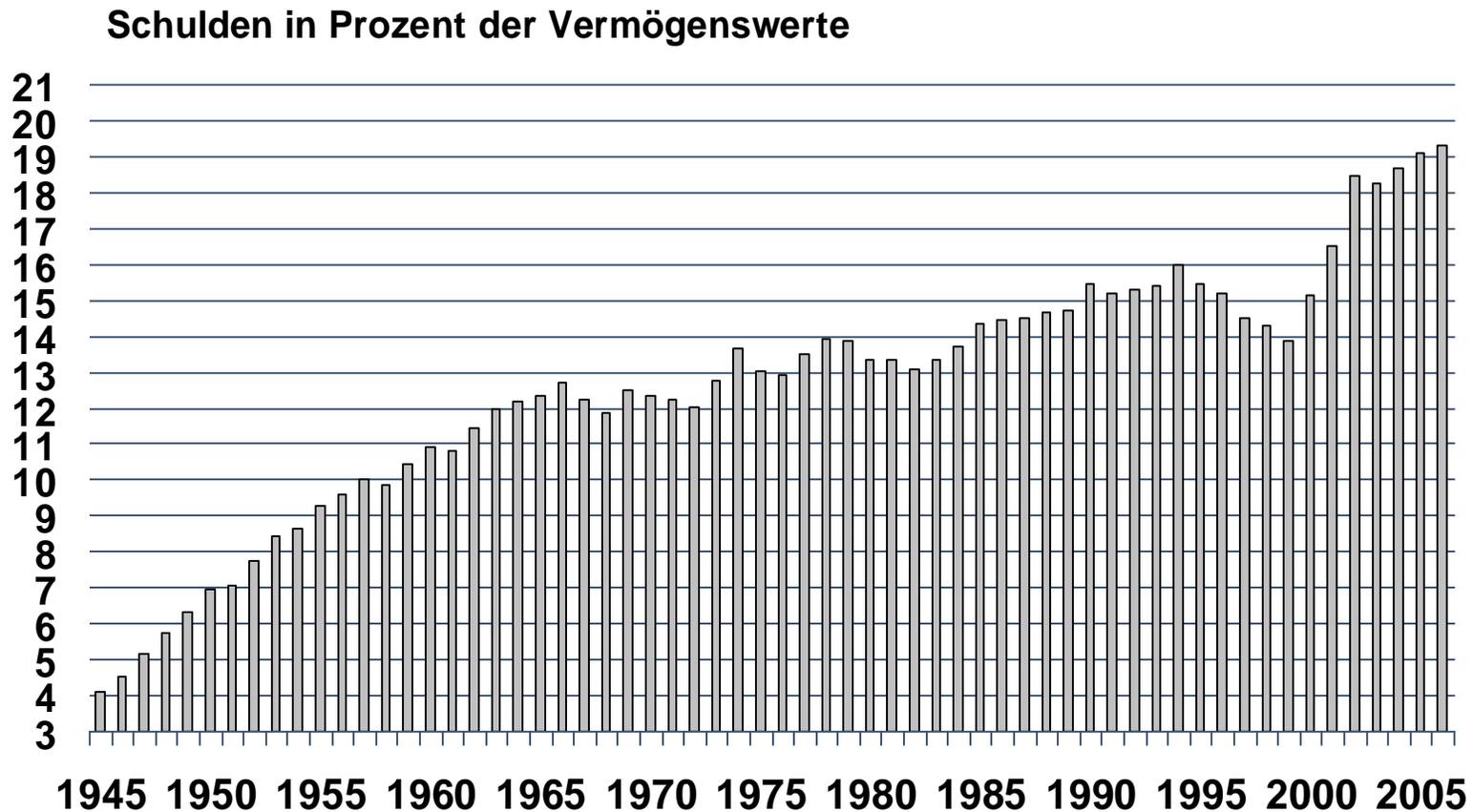
Quelle: Fed, inkl. 4. Quartal 2006 (DSR für Household Debt Ratio = Schuldendienst bestehend aus geschätzten Zahlungen für ausstehende Hypotheken und Konsumentenkredite)

# Die Bilanz der Privaten Haushalte: Vermögenswerte steigen dank der Beruhigung an den Börsen und der Wertsteigerung der Immobilien



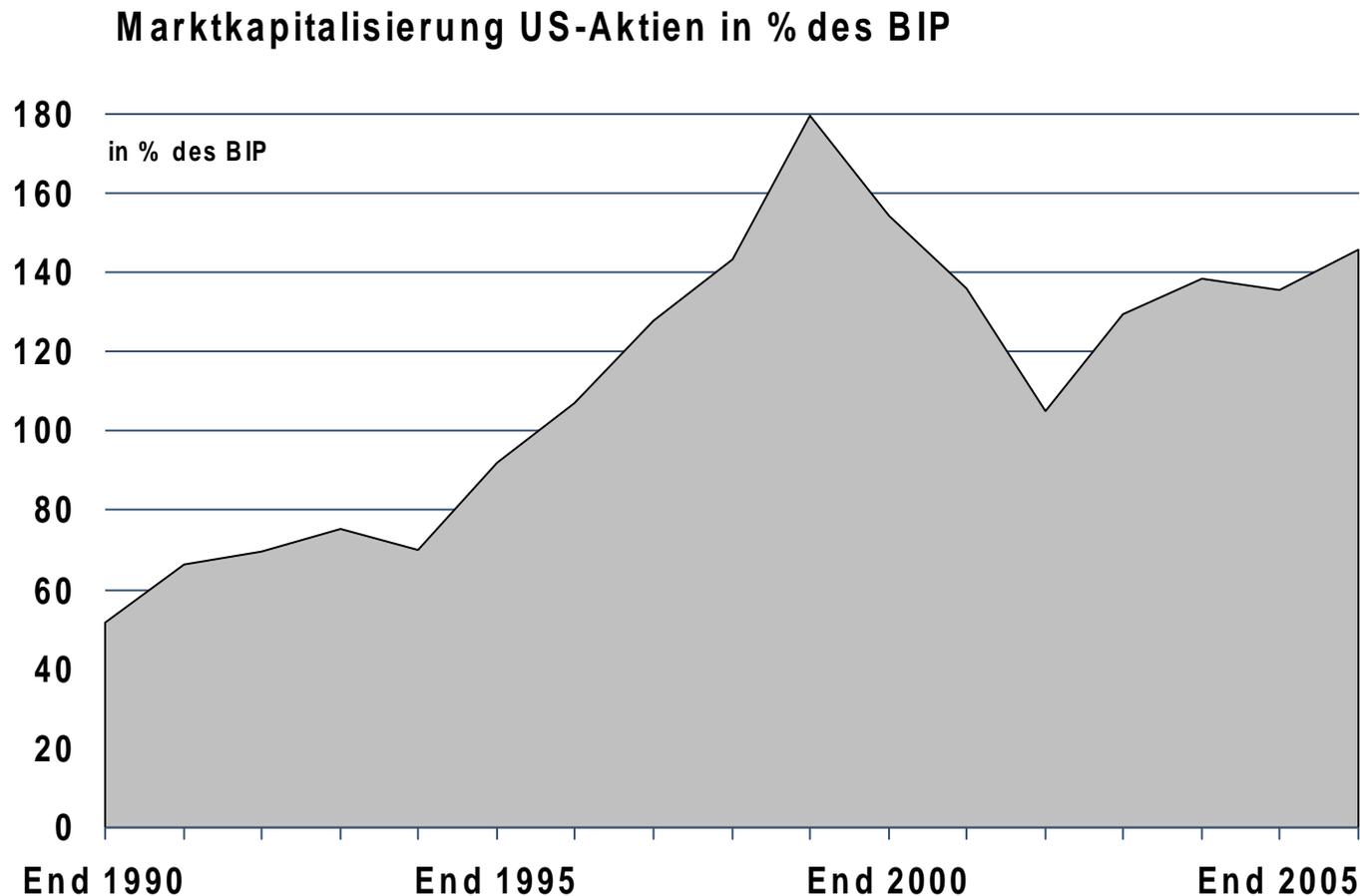
Quelle: Fed, 08.03.2007, Flow of Funds Accounts, Daten bis 4. Quartal 2006

Die Verbindlichkeiten machen per 31.12.2006 19.3 Prozent der Vermögenswerte aus (Japan 2004: 15 Prozent, Deutschland, Frankreich und Italien 12 Prozent)



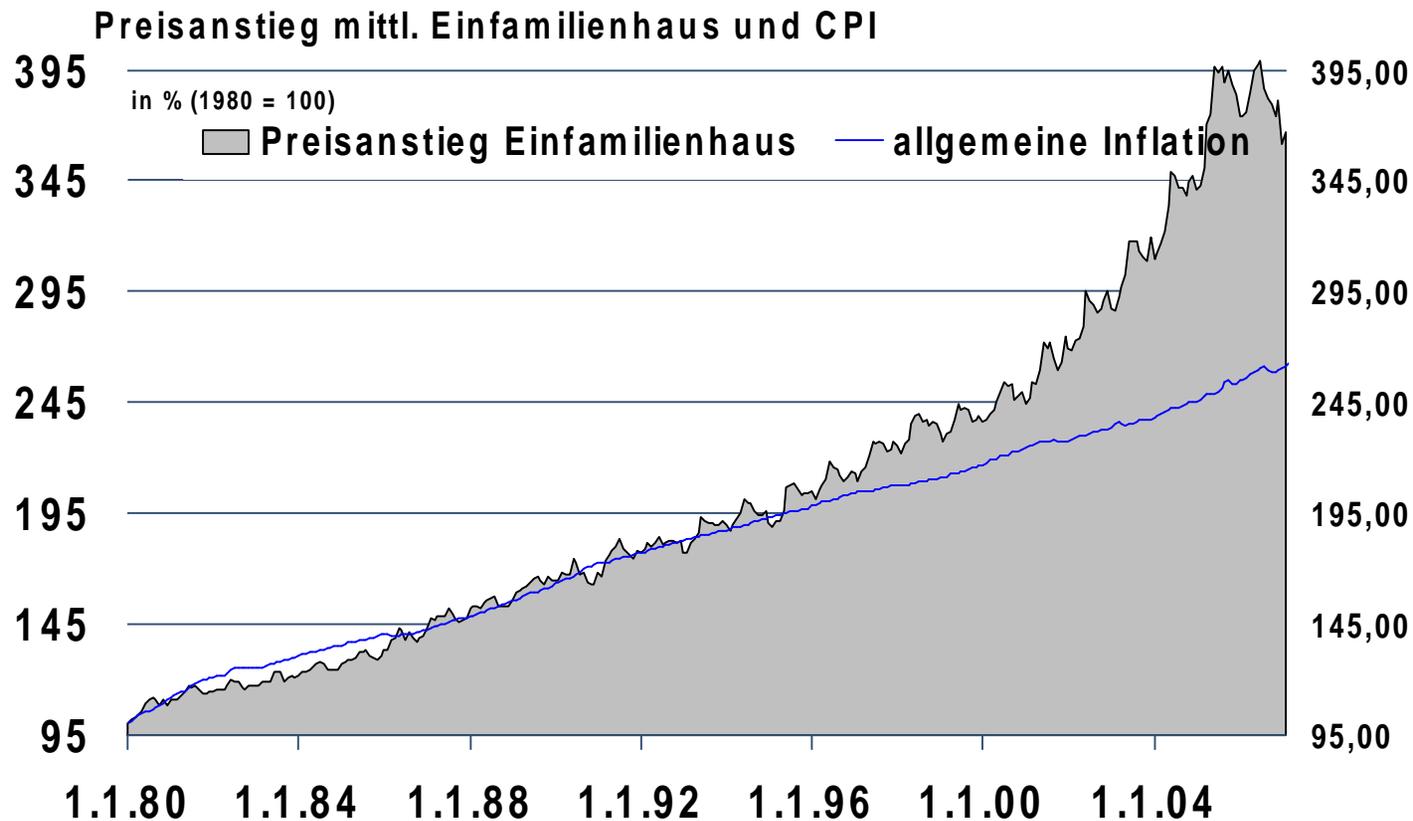
Quelle: Fed, 08.03.2007, Flow of Funds Accounts, Daten bis 4. Quartal 2006

Marktkapitalisierung der US-Aktien Ende 2006 mit über 146 Prozent des BIP wieder sehr hoch (1990 nur 52 Prozent des BIP)



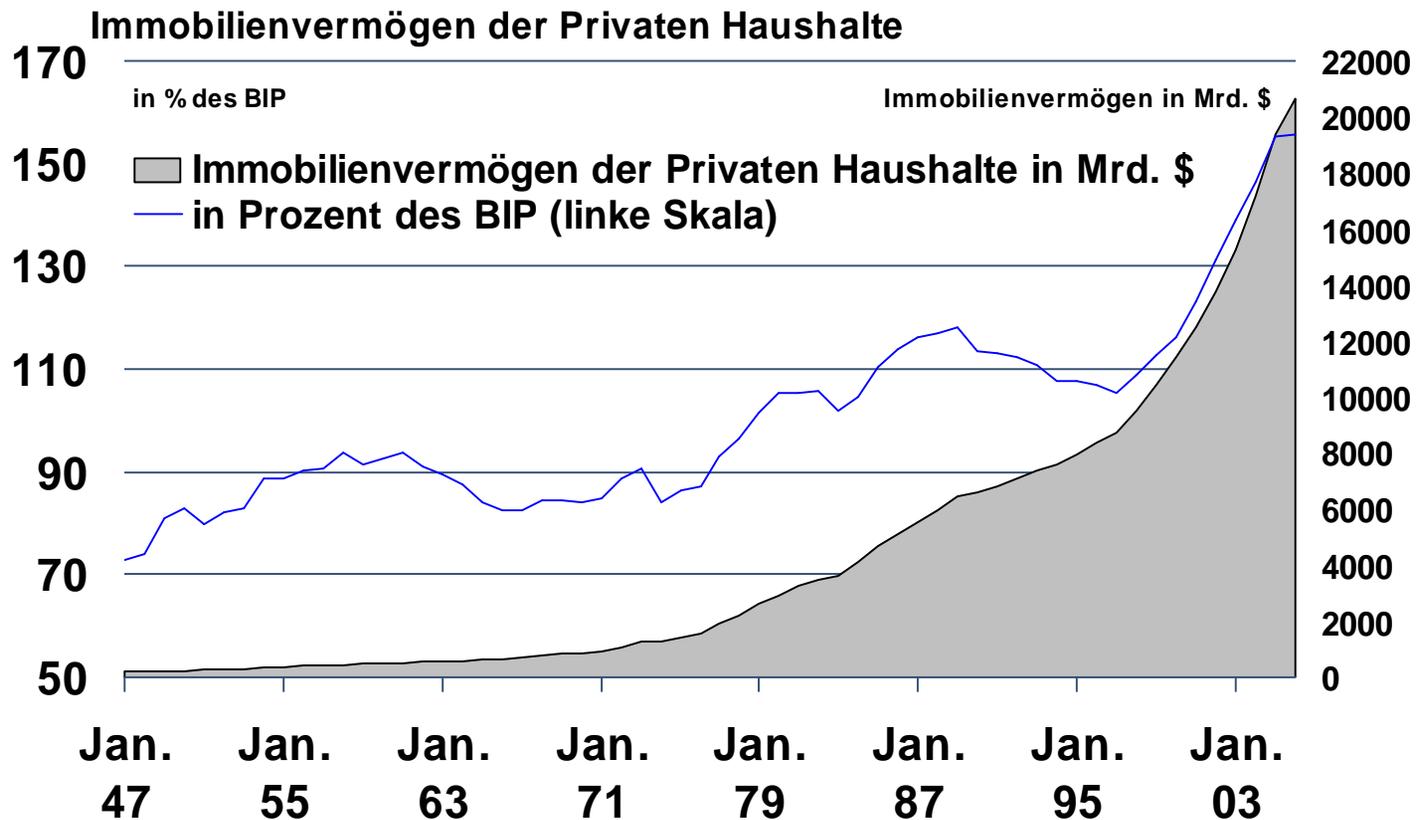
Quelle: World Federation of Exchanges, Marktkapitalisierung von NYSE, NASDAQ und AMEX; Niveau Dezember 2006: 19,286 Billionen US\$

# Der Immobilienpreisanstieg fällt seit 1996 deutlich höher aus als die allgemeine Inflation



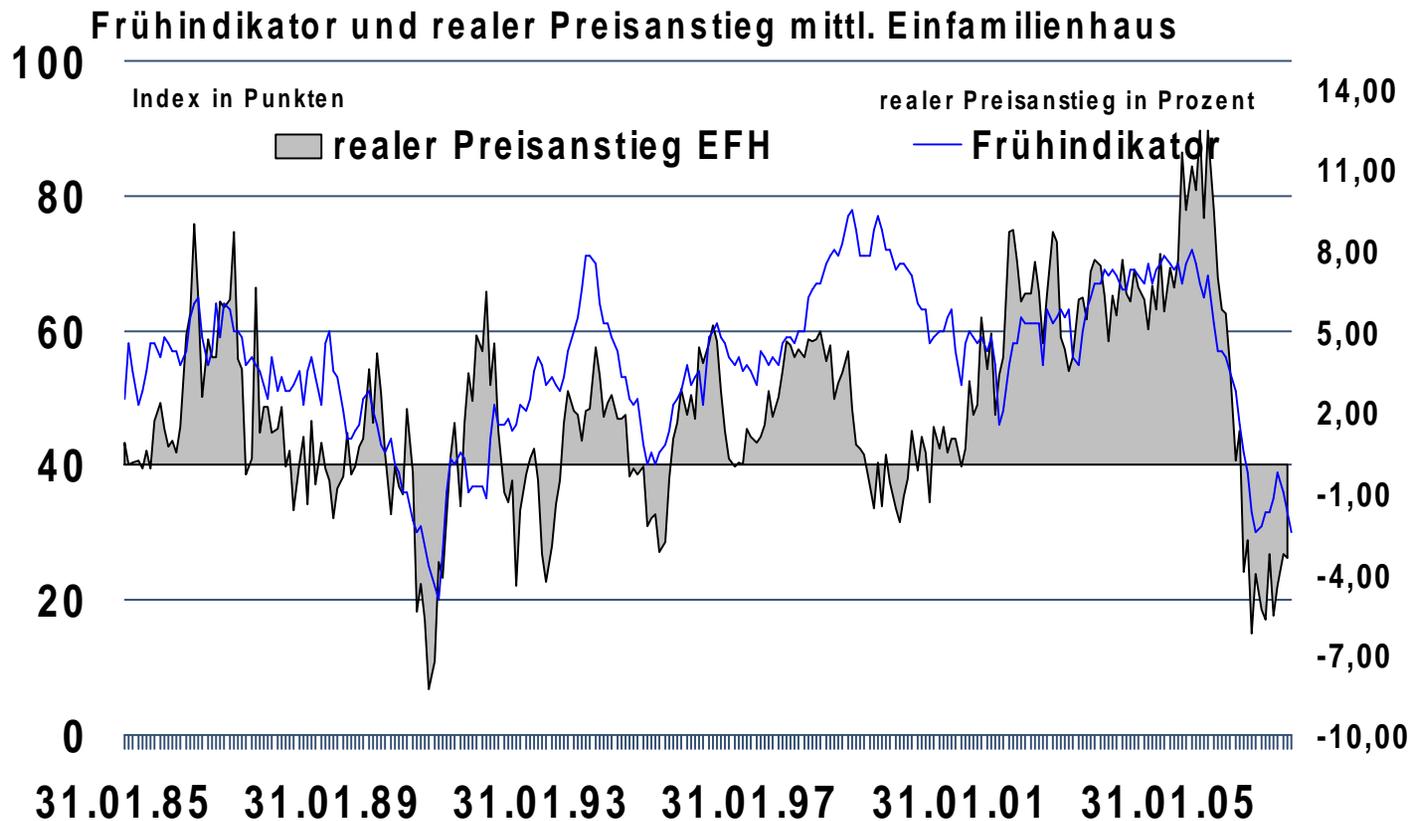
Quelle: Bloomberg, (Preise für bestehende mittelgroße Einfamilienhäuser) letzter Wert: April 2007

Immobilienvermögen der Privaten Haushalte lag 2006 mit 155,7 Prozent des BIP auf historischem Rekordniveau!  
 (1960: 92,5 %, 1970: 84,2 %, 1980: 105,5 %, 1990: 113,4 %)



Quelle: Fed, 08.03.2007, Flow of Funds Accounts, Daten bis 4. Quartal 2006

Die realen Preise eines mittl. Einfamilienhauses fallen seit 6/06!  
 Zuwachs von + 12.83 % in 08/2005 auf – 6.3 % in 08/06 und  
 – 3,4 % in 04/07. Frühindikator: Tief bei 30 (09/06 und 05/07)!



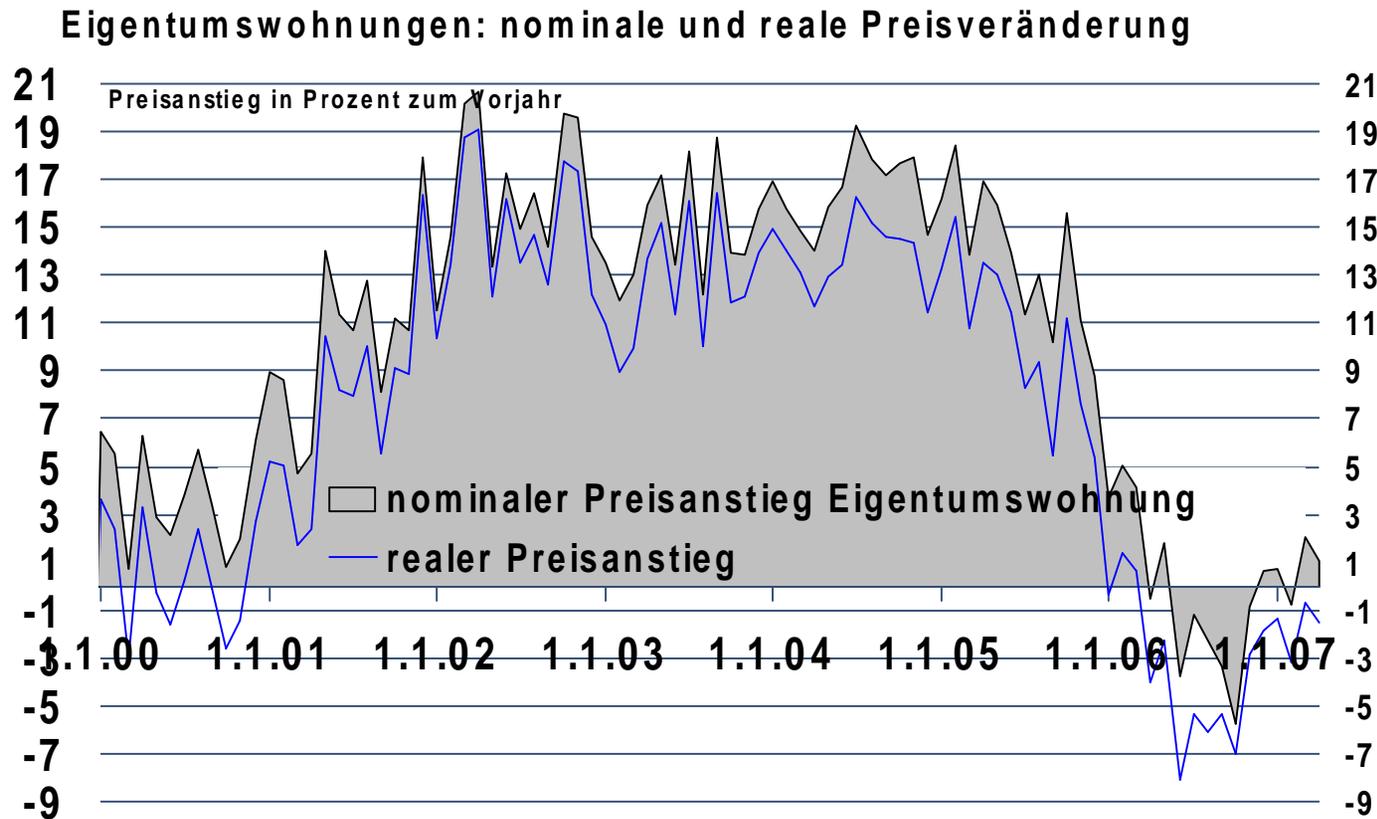
Quelle: National Association of Realtors, BLS; letzter Wert: April 2007(Preisdaten), Mai 2007 (Frühindikator)

Nominaler Hauspreisanstieg zum Vorjahr in 10/06 bei – 4,2 % nach + 16.9 % in 10/05! Höchste Rückgänge seit Jahrzehnten. Aktueller Wert in 04/07 bei – 0,9 % zum Vorjahr!



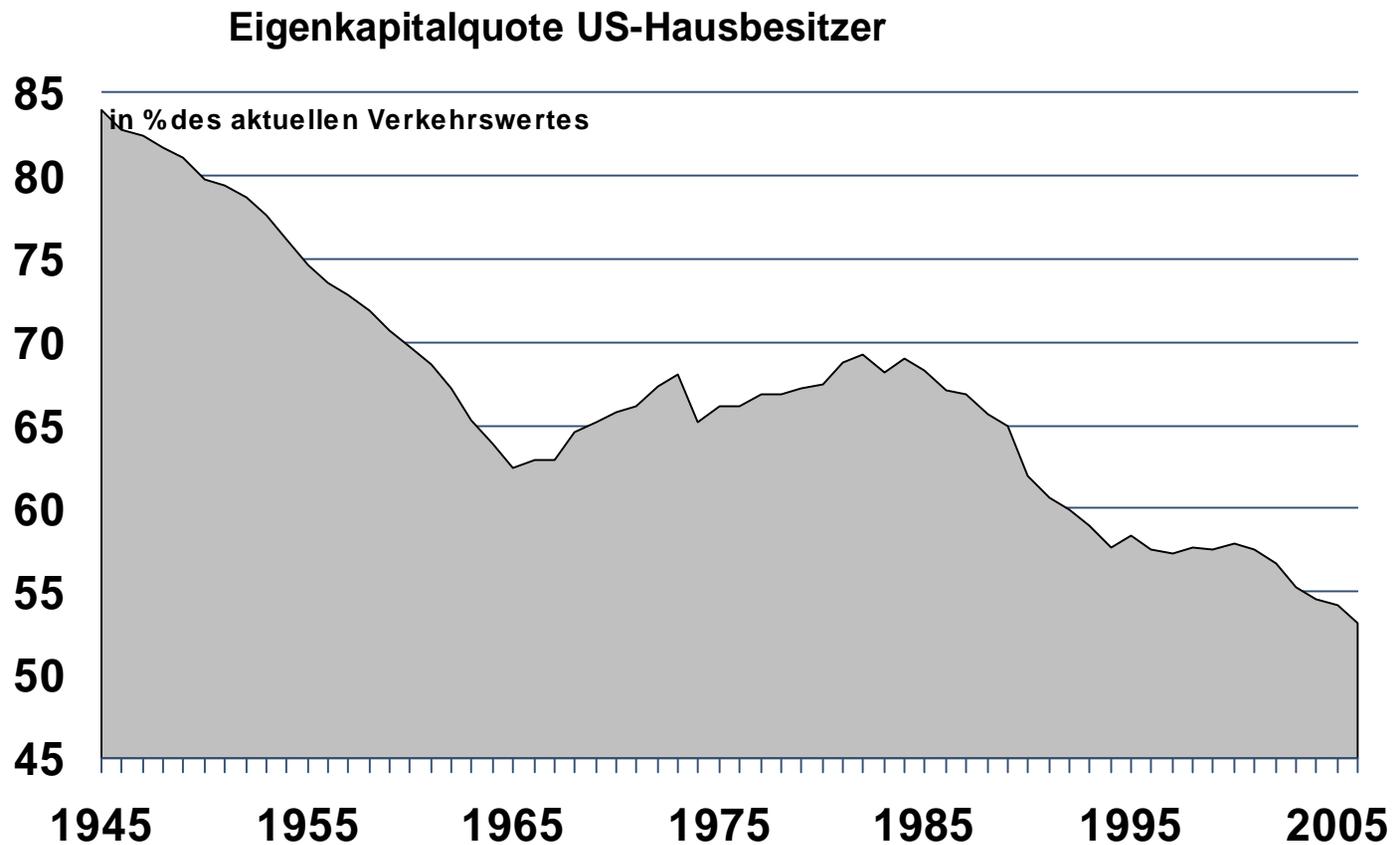
Quelle: Bloomberg, letzter Wert April 2007 (US CPI Wage Earners of Primary Residence NSA und EFH-Preise)

Preise für Eigentumswohnungen fallen im Okt. 2006 nominal um über 5,8 % zum Vorjahr (absolut: Hoch 06/05 231.800 US\$, Tief 10/06 213.100, 12/2006 227.800, 04/2007 223.700)



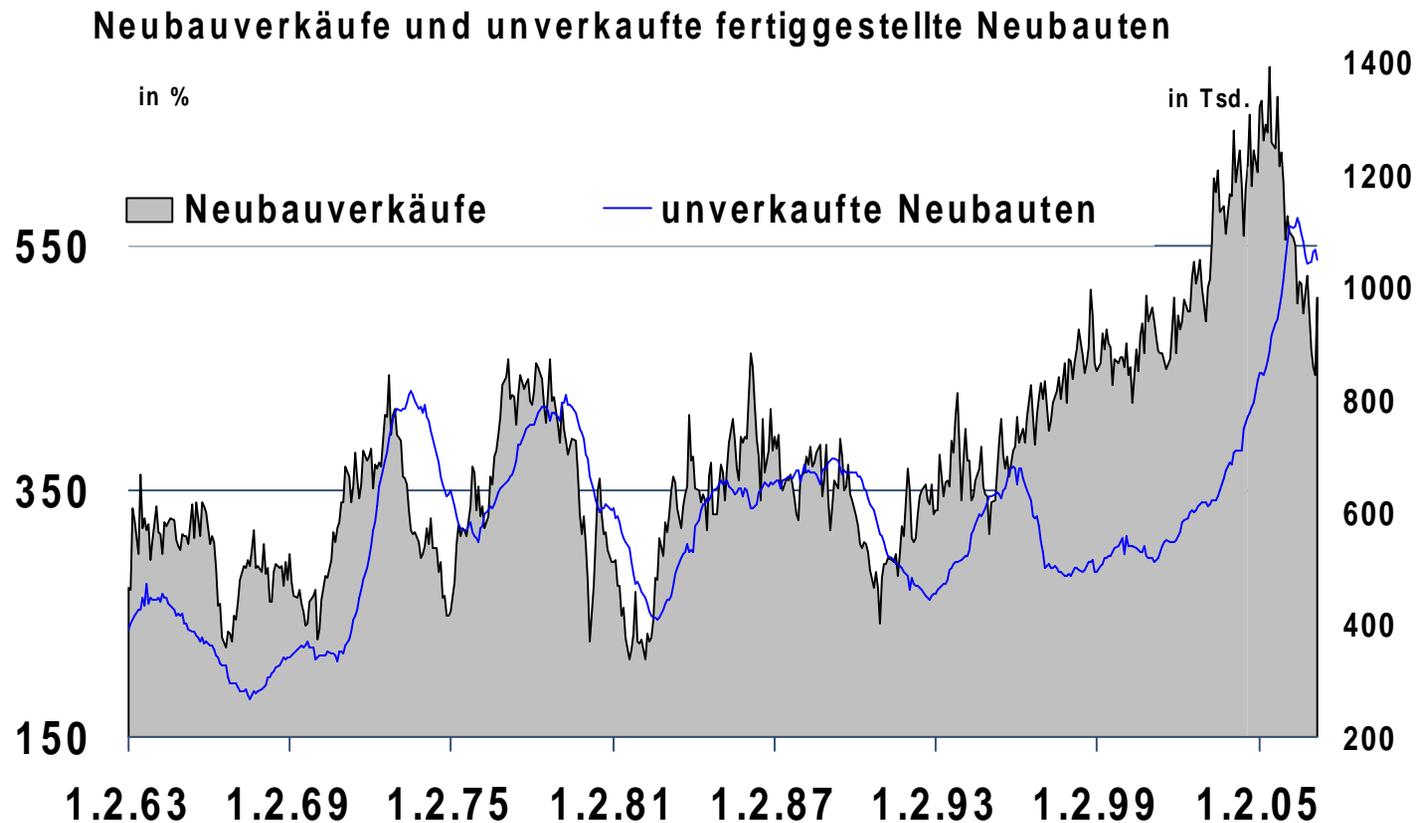
Quelle: National Association of Realtors, BLS; letzter Wert: April 2007

Trotz rekordhoher Immobilienpreise liegt Eigenkapitalquote der US-Hausbesitzer per 31.12.2006 mit 53,07 % auf historischem Tief!



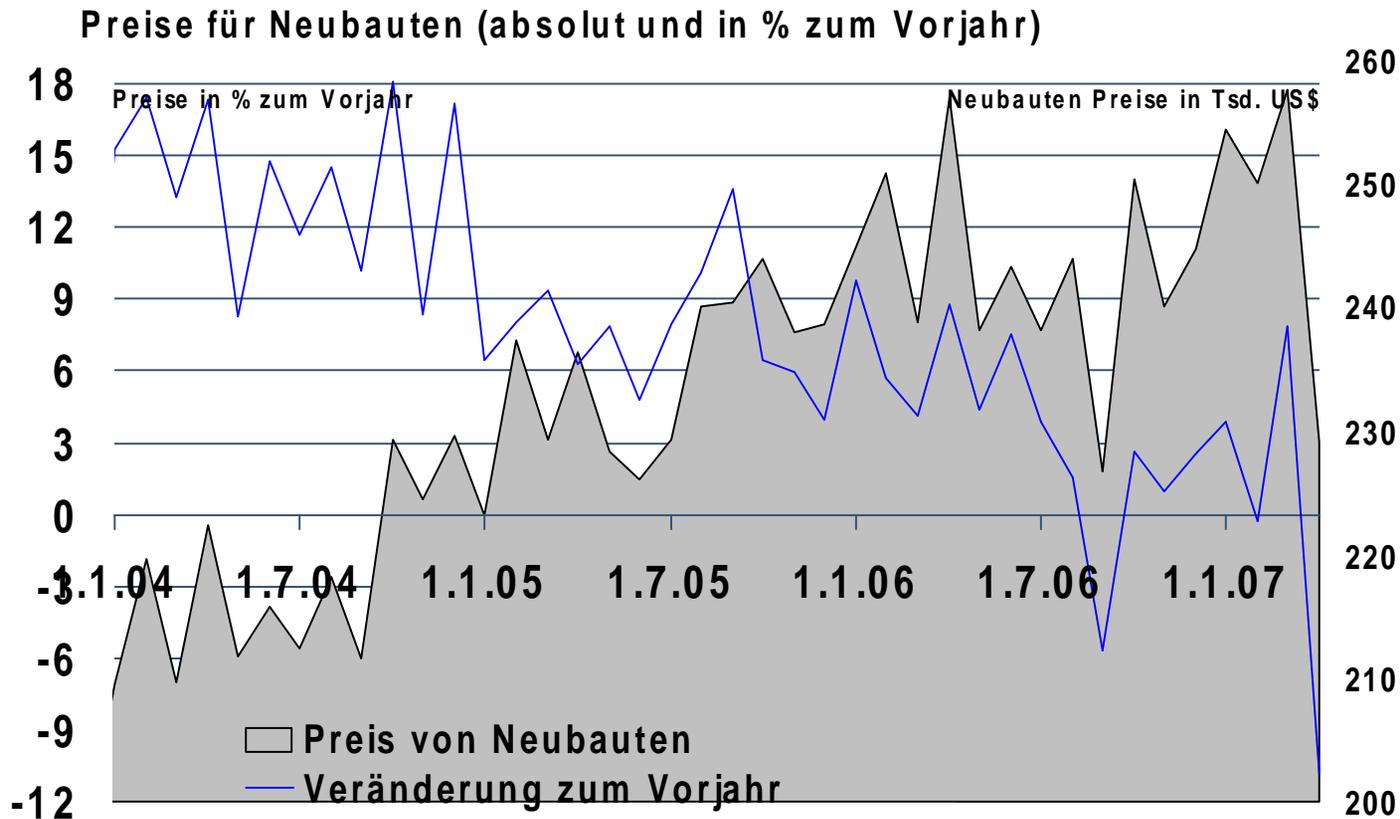
Quelle: Fed, 08.03.2007, Flow of Funds Accounts, Daten bis 31.12.2006

Bestand von unverkauften fertigen Neubauten in 07/06 mit 573 Tsd. Einheiten auf historischem Hoch! (in 04/07 538 Tsd.)/  
 Neubauverkäufe fallen von 1.389 (07/05) auf 844 Tsd. (02/07)



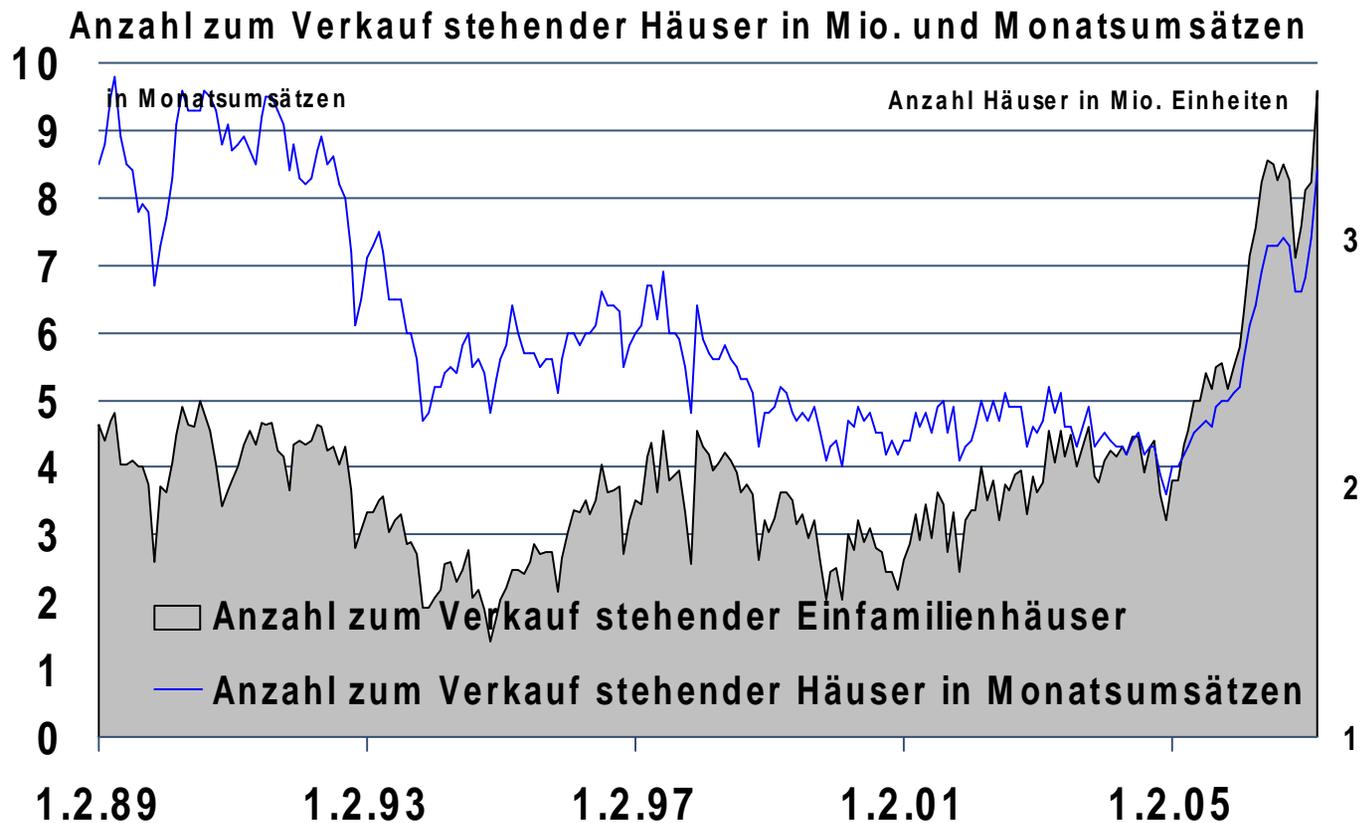
Quelle: National Association of Realtors, Daten inklusive April 2007

Anstieg der Neubauverkäufe im April 2007 (siehe vorhergehende Seite) ging einher mit starkem Preisrutsch! Der Preis lag im April 2007 11 Prozent unter dem des Vorjahres!



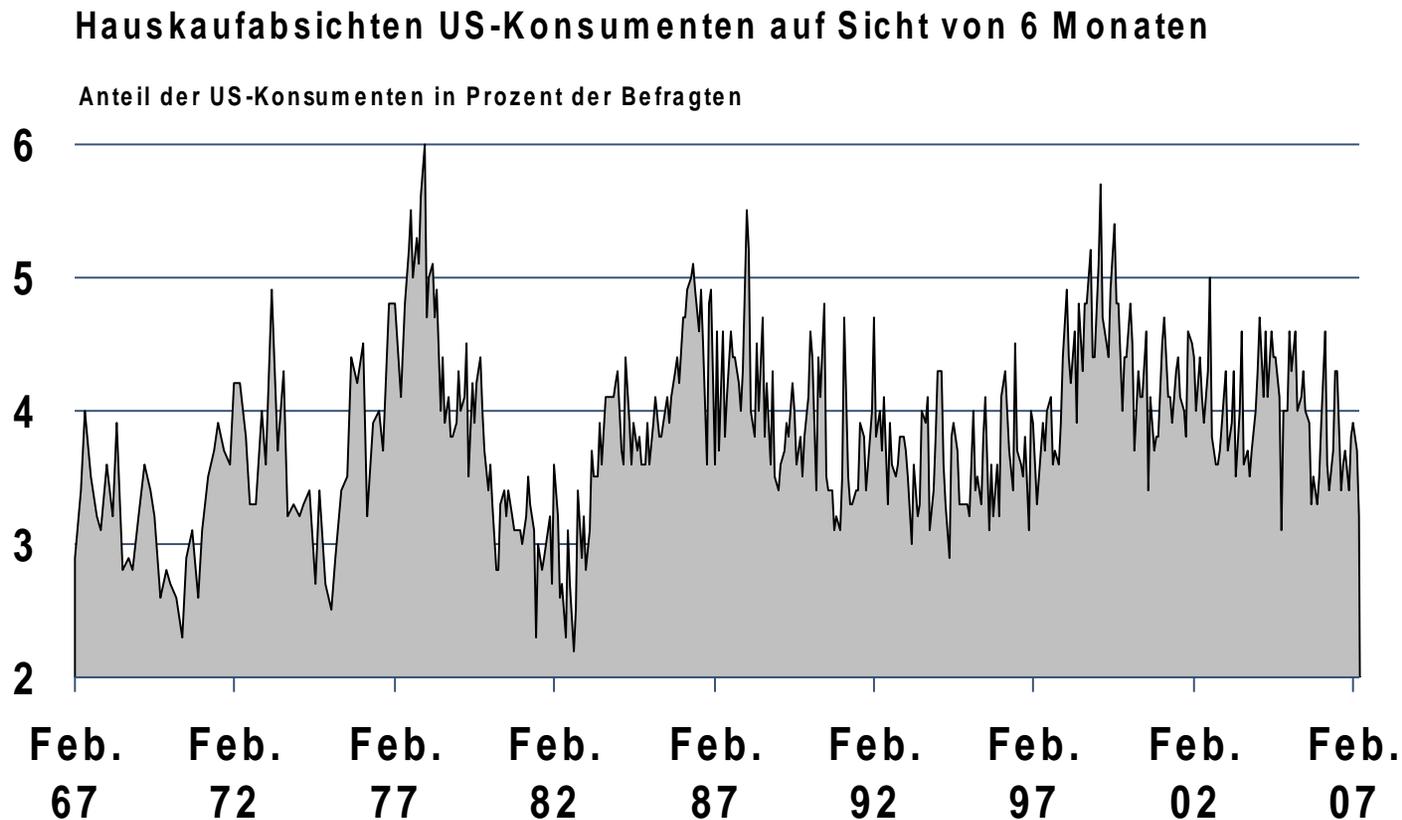
Quelle: National Association of Realtors, Daten inklusive April 2007

Bestand von zu verkaufenden bestehenden mittleren Einfamilienhäusern steigt von 1,87 Mio. Einheiten im Januar 2005 auf 3,59 Mio. Einheiten im April 2007!



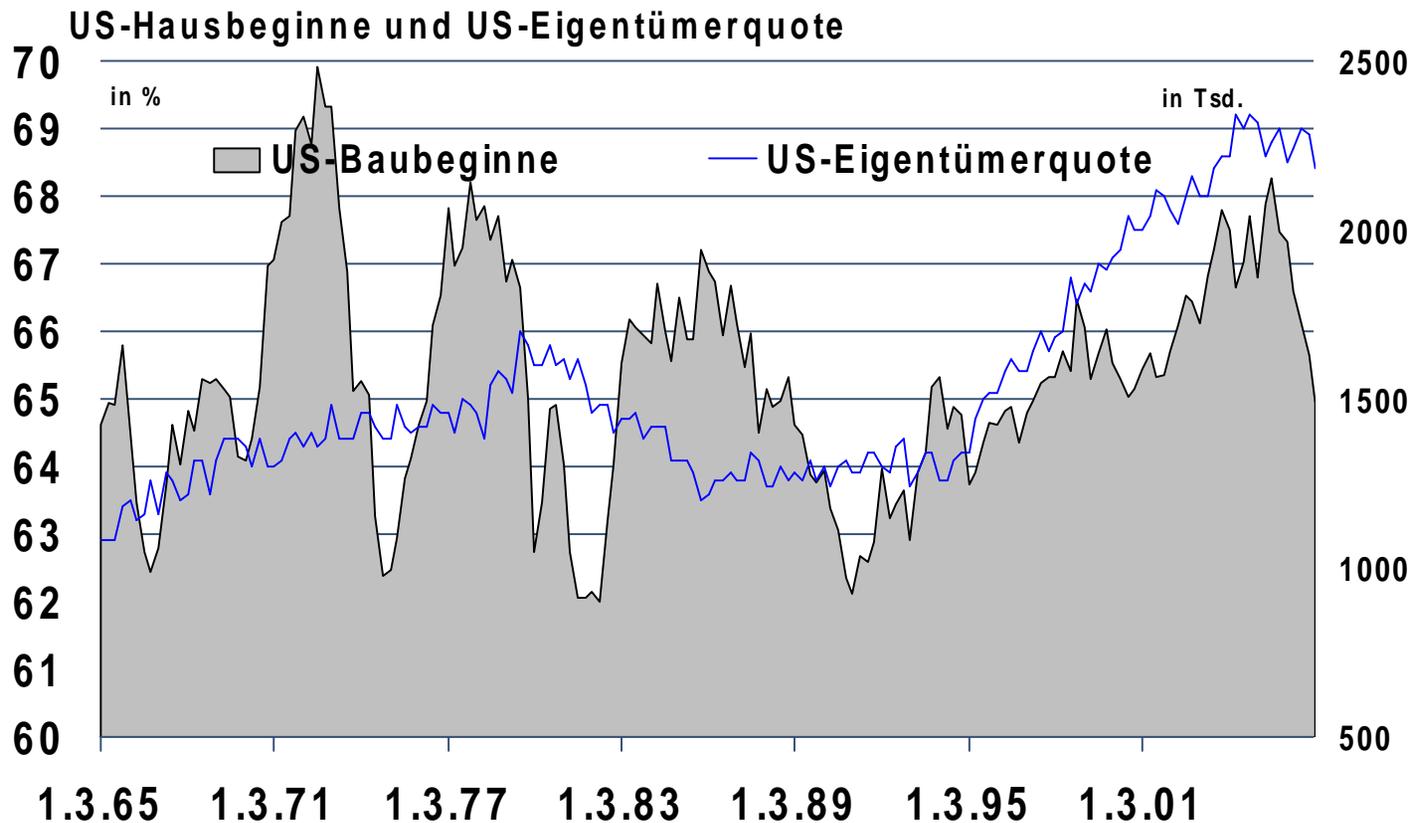
Quelle: National Association of Realtors, Daten inklusive April 2007

Kaufabsichten einer Immobilie auf Sicht von 6 Monaten nehmen im Trend ab (Wert im April 2007: 2,7 Prozent)



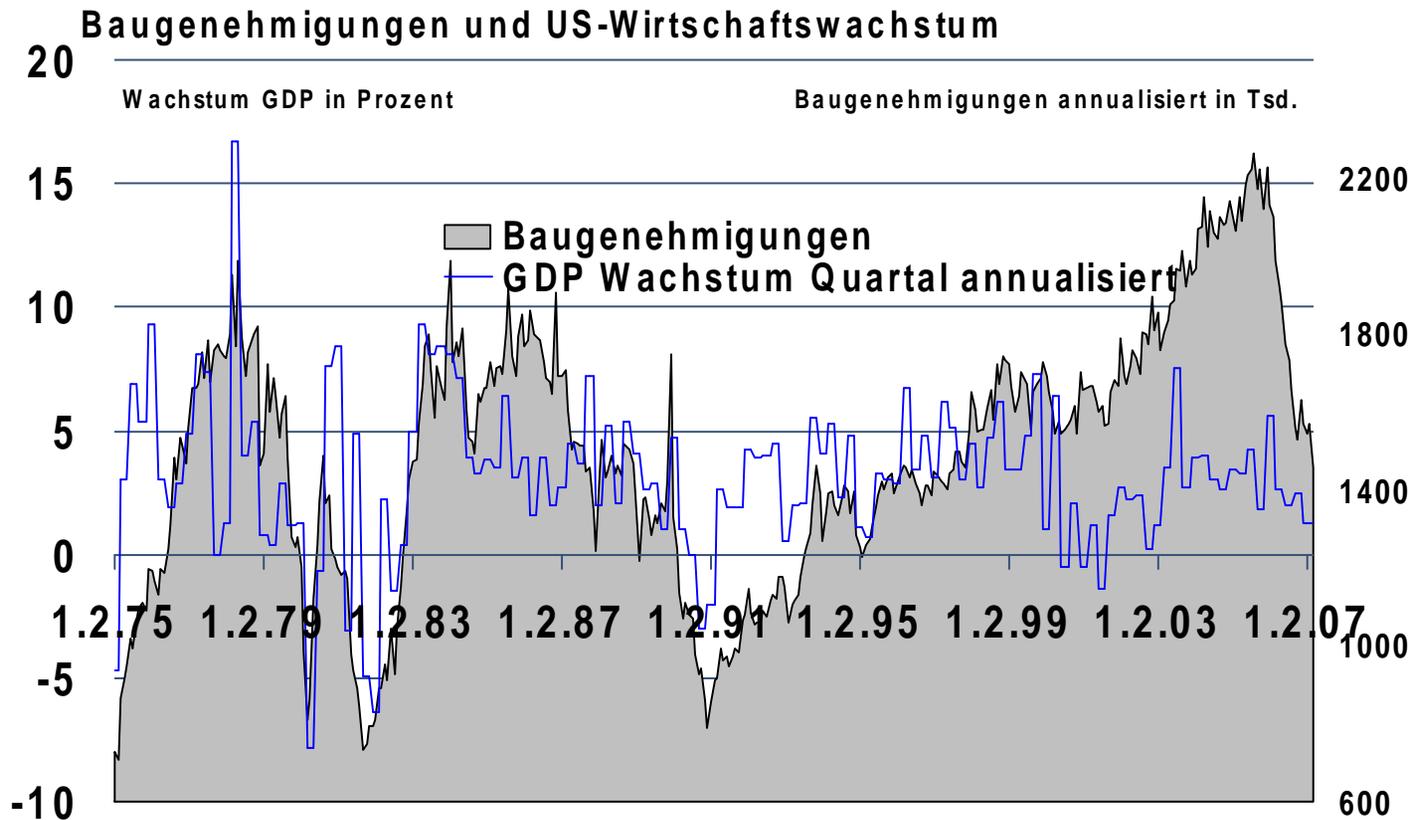
Quelle: Conference Board, Kaufabsichten einer Immobilie in % aller Befragten (Daten bis April 2007)

Eigentümerquote mit 69.2 Prozent im 4. Quartal 2004 auf historischem Hoch. Nachfrage kaum noch steigerbar, hohes Hausangebot belastet!



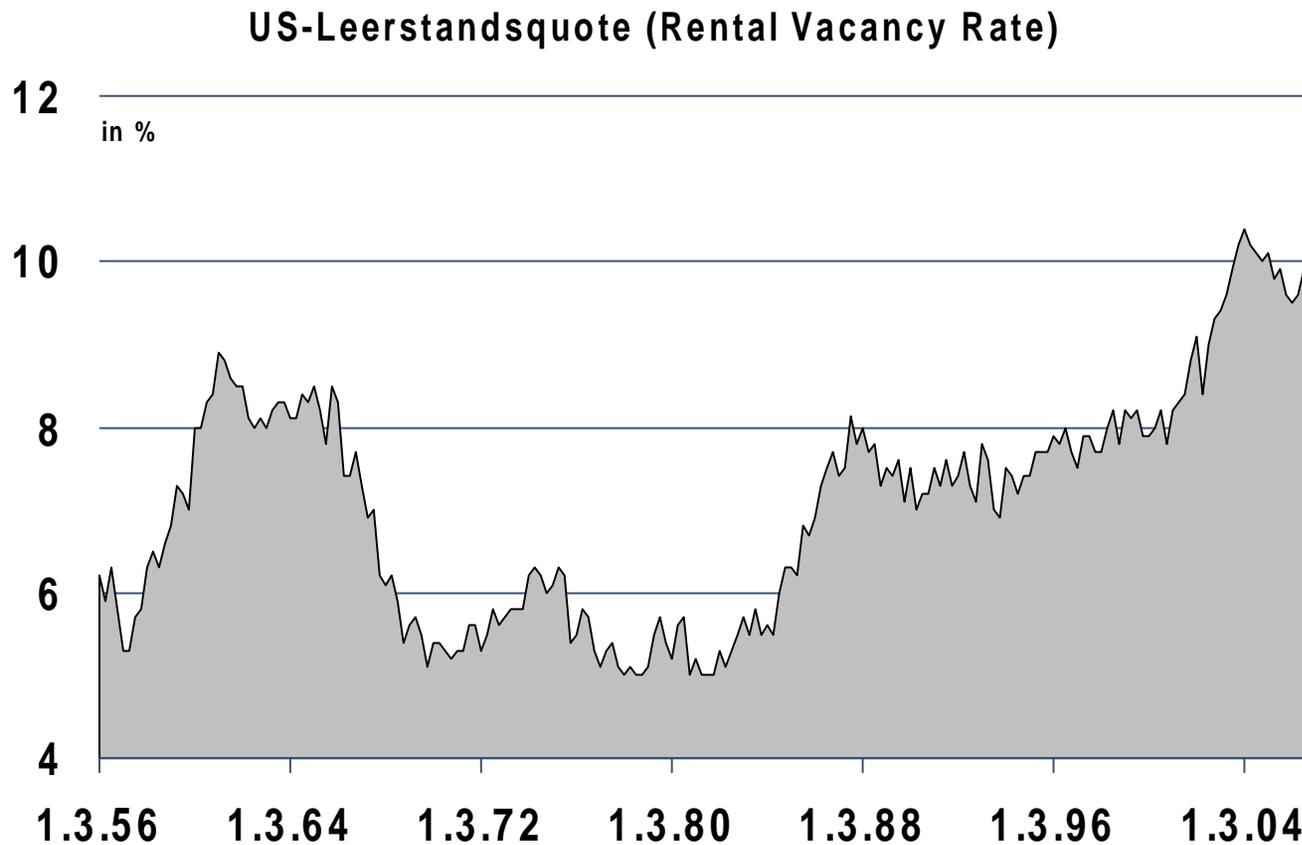
Quelle: Bloomberg und National Association of Realtors, Daten inklusive März 2007

Baugenehmigungen fallen von annualisiert 2,263 Mio. Einheiten in 09/2005 auf 1,457 Mio. Einheiten in 4/2007!  
 Vorbote für weitere US-Wachstumsschwäche?



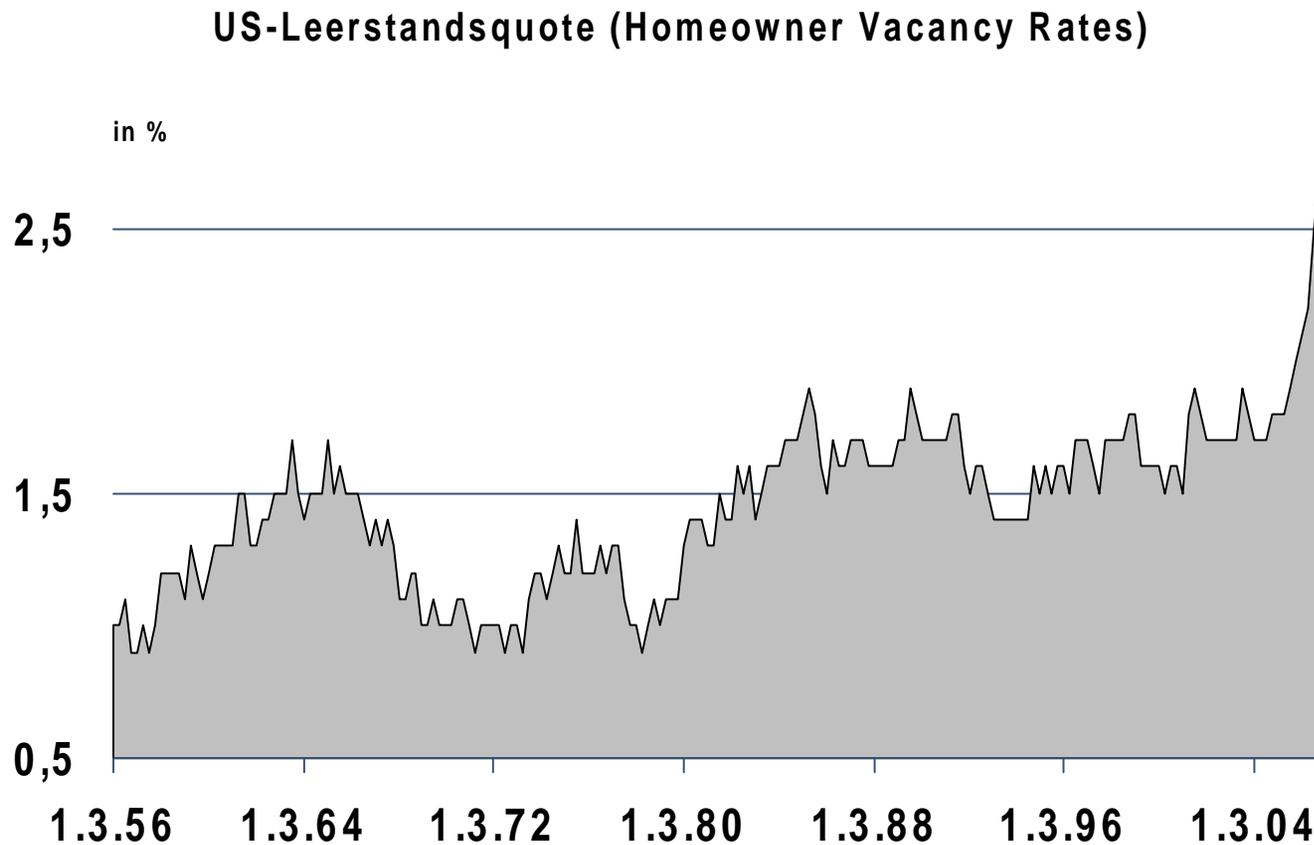
Quelle: Bloomberg und National Association of Realtors, Daten inklusive April 2007

Die US-Leerstandquote befand sich im 1. Quartal 2004 mit 10,4 % auf dem höchsten Niveau seit Beginn der Zeitreihe im Jahre 1960 (Wert im 1. Quartal 2007: 10,1 %)



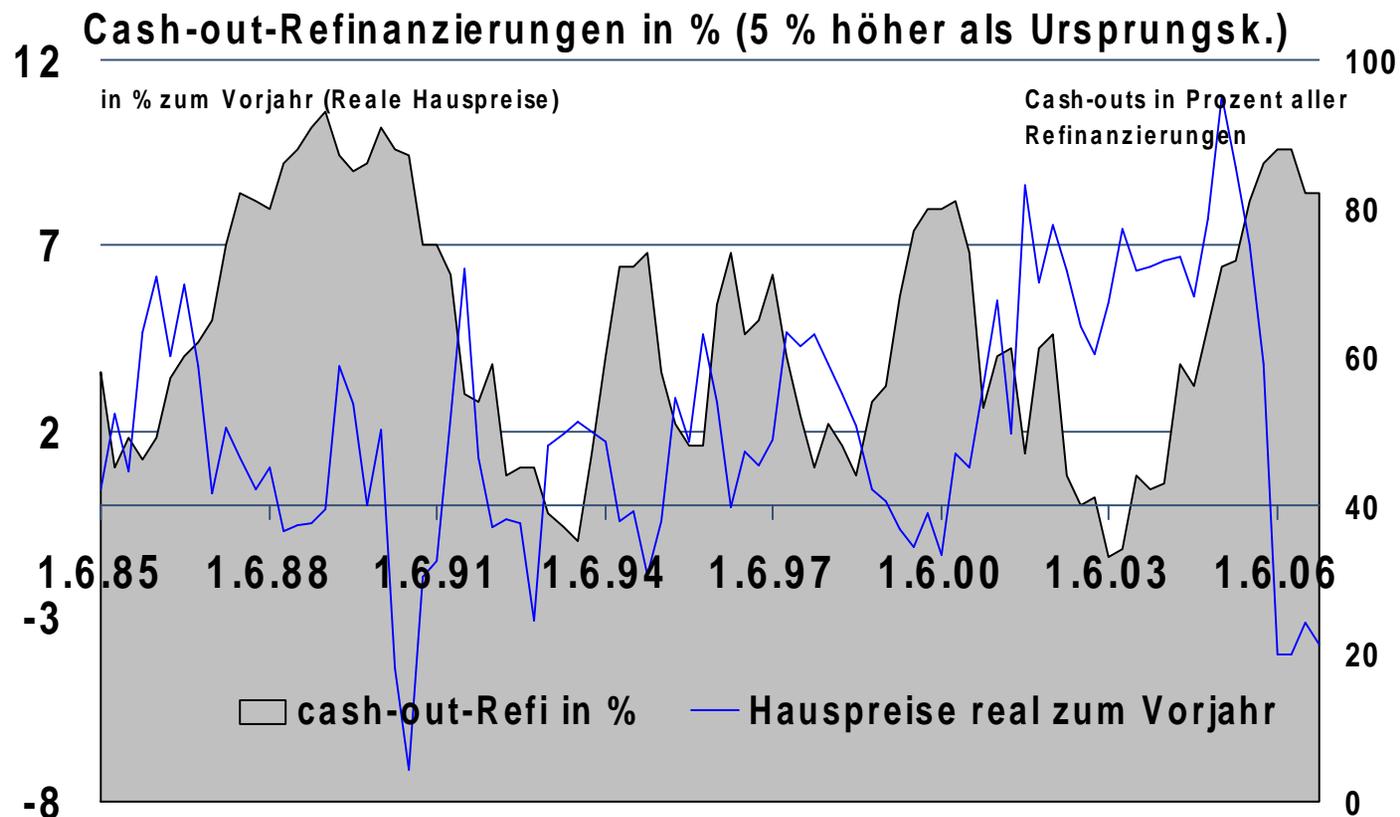
Quelle: U.S. Census Bureau, Housing Vacancy Survey, letzter Wert: 1. Quartal 2007

Die US-Leerstandsquote für Eigenheime lag im 1. Quartal 2007 mit 2.8 Prozent auf dem höchsten jemals gemessenen Niveau!



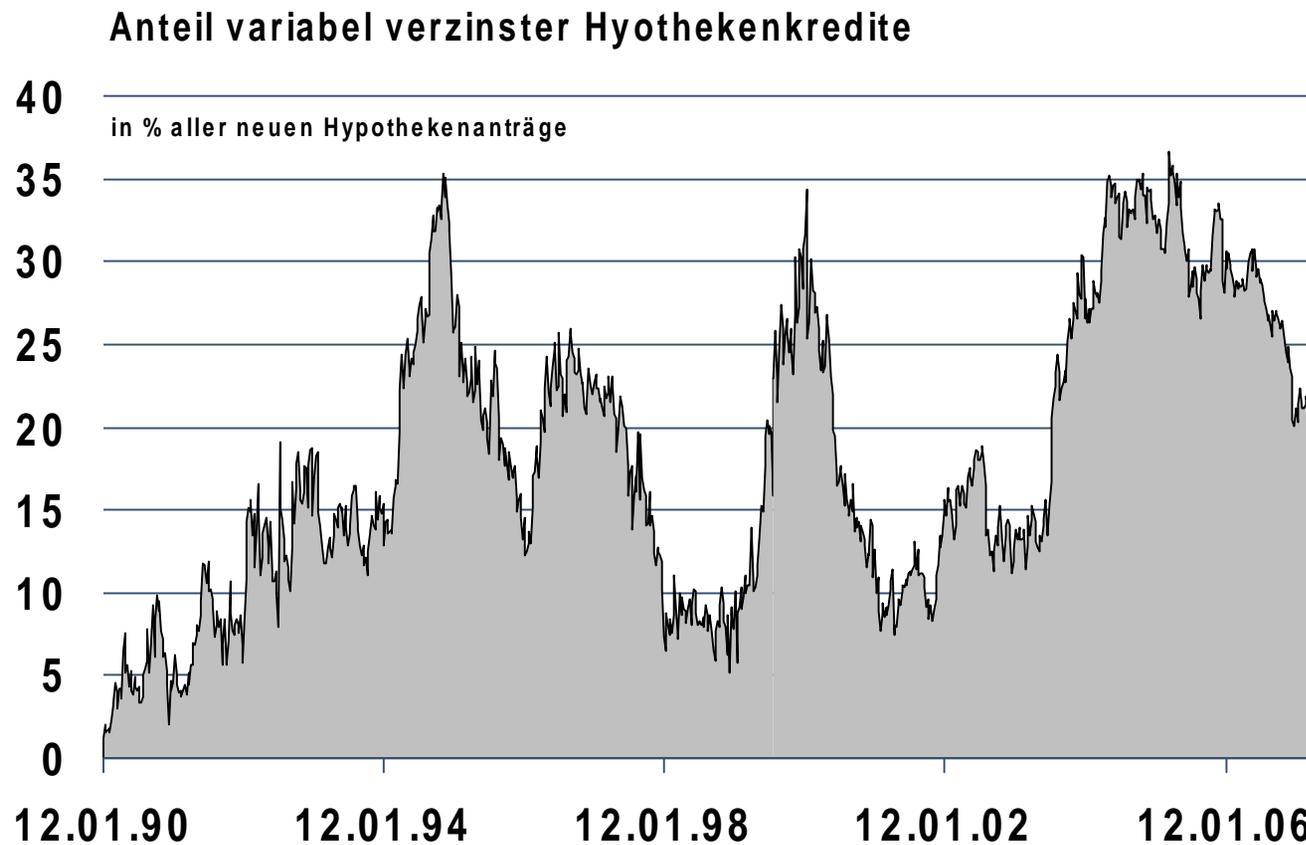
Quelle: U.S. Census Bureau, Housing Vacancy Survey, letzter Wert: 1. Quartal 2007

Cash-outs (Refinanzierung übersteigt Ursprungskredit um 5 %) bei 88 % aller Refinanzierungen (2. und 3. Quartal 2006). Im 1. Quartal 2007 sind es noch 82 %!



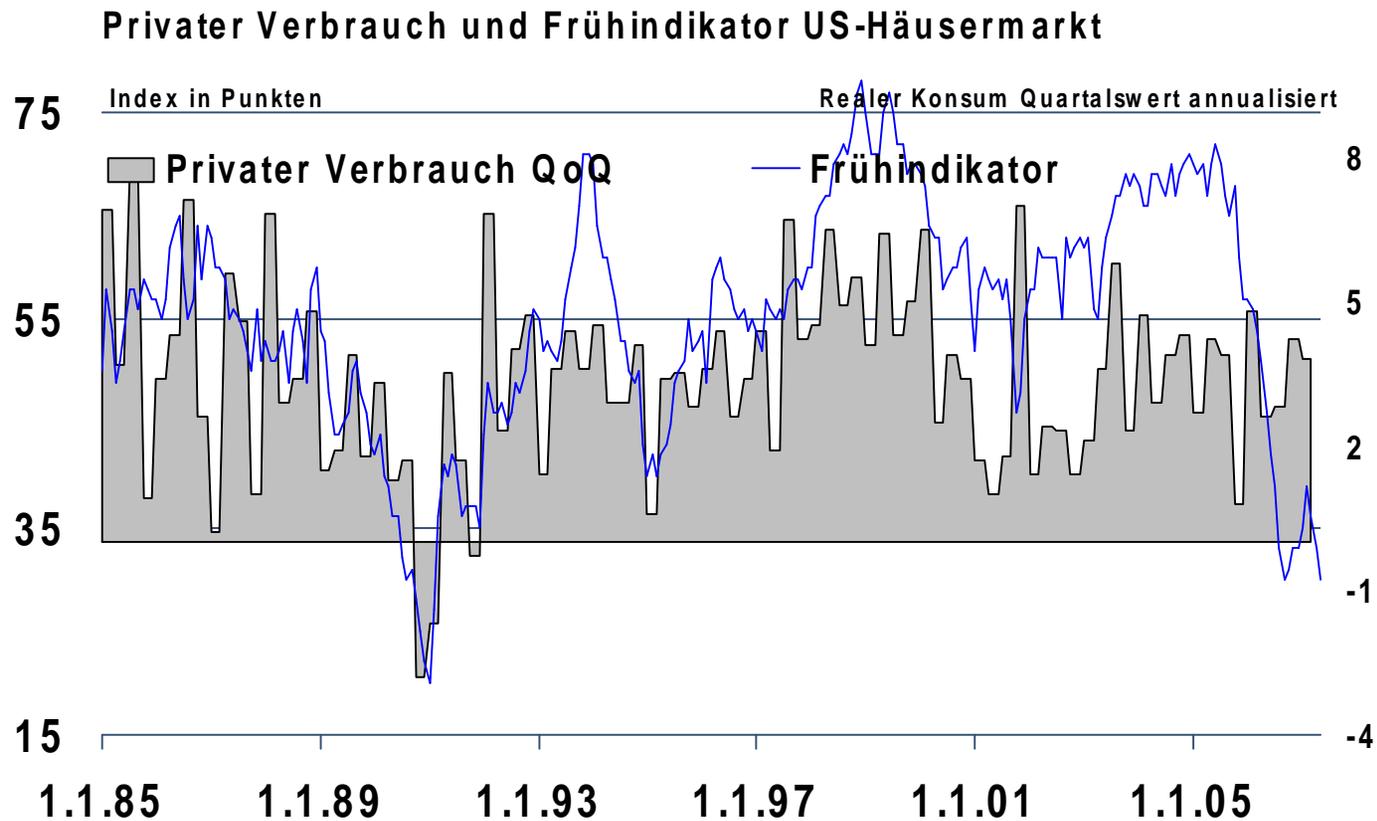
Quelle: Mortgage Bankers Association's Refinancing Index, Bloomberg. Letzter Wert: 31.03.2007

Hoher Anteil variabler Refinanzierungen macht die Immobilienbesitzer verwundbar gegenüber Zins-  
erhöhungen (noch 18,1 % per 18.05.2007)



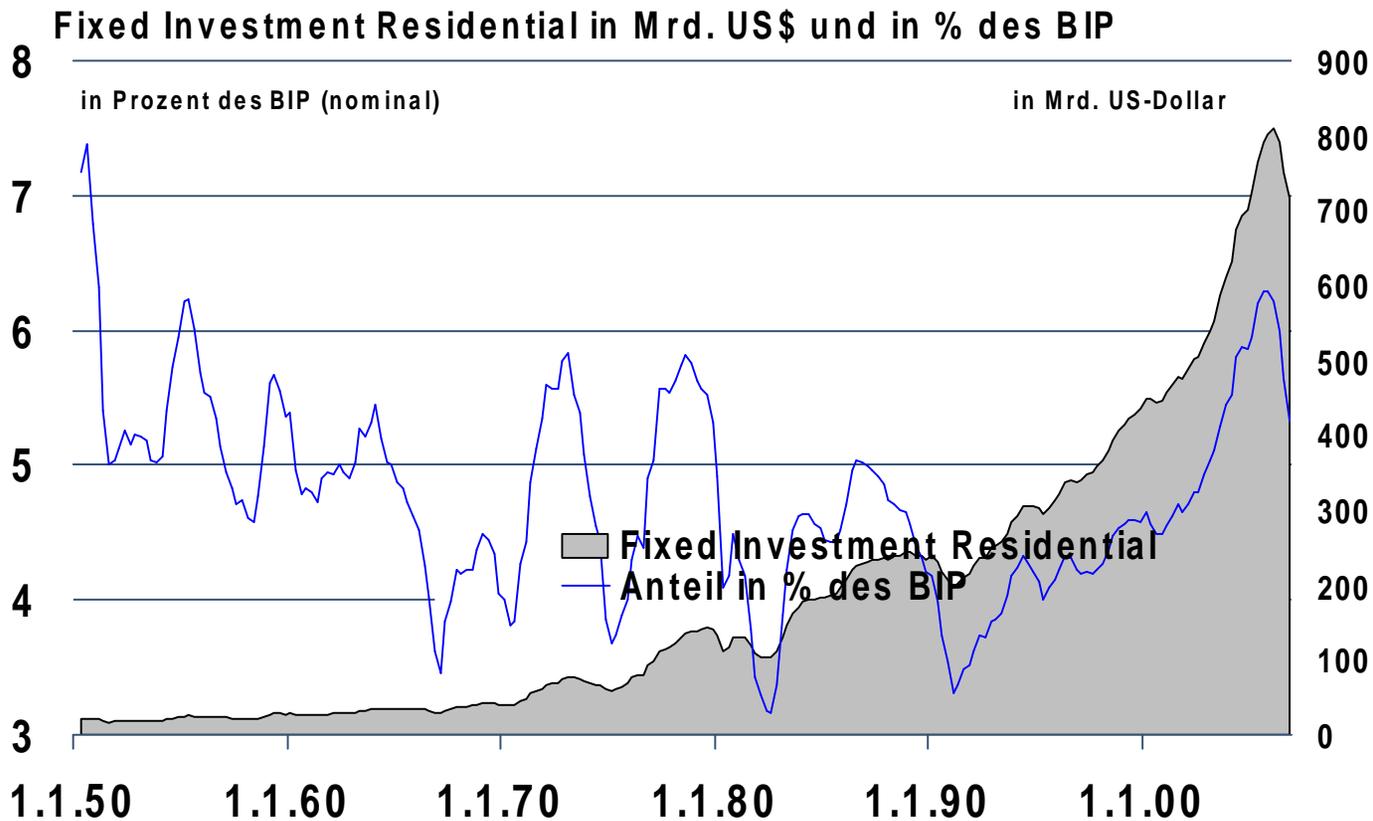
Quelle: Mortgage Bankers Association, Bloomberg. Letzter Wert: 18.05.2007

Enger Zusammenhang zwischen realem Konsumzuwachs (Anstieg pro Quartal annualisiert) und Frühindikator US-Immobilienmarkt (05/2007: 30)!



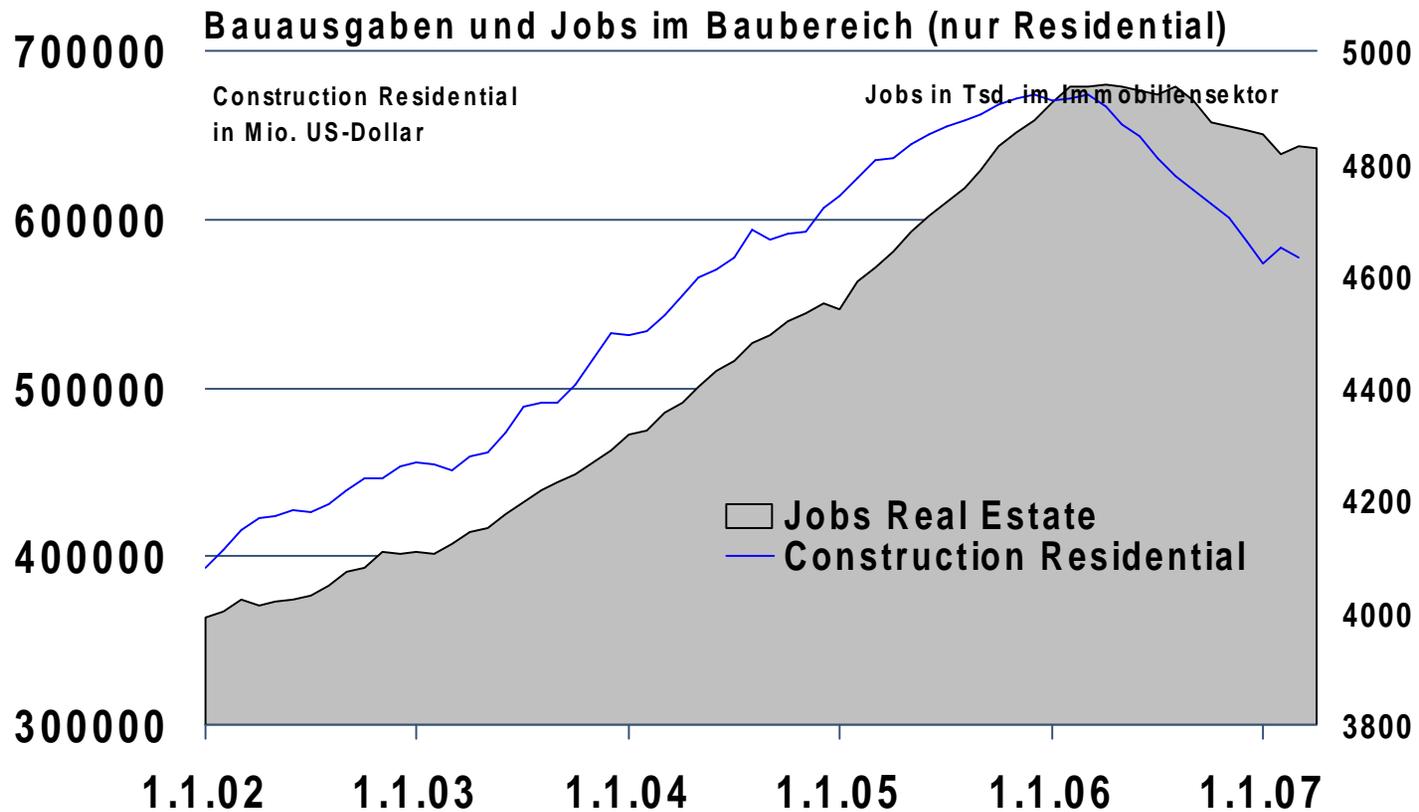
Quelle: National Association of Realtors und Fed, letzter Wert: Mai 2007, reale Konsumausgaben bis 1. Quartal 2007

Im 1. Quartal 1991 lagen die Investments im Privat-Häusermarkt bei 3,32 % des BIP, im 1. Quartal 2007 noch immer bei 5,04 %! Dies spricht für weiteren Korrekturbedarf



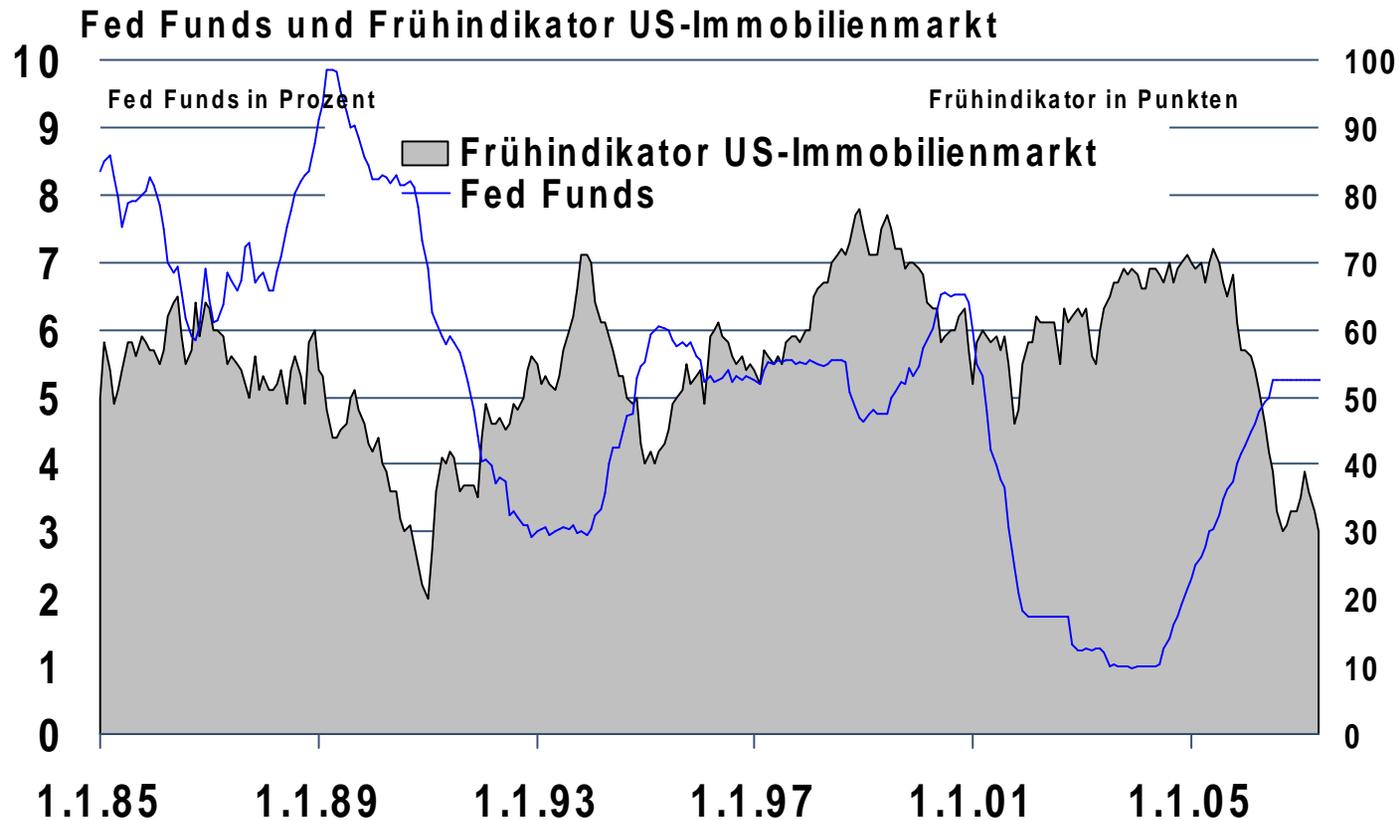
Quelle: Bureau of Economic Analysis, letzter Wert: 1. Quartal 2007 (Anteil nominaler Bauausgaben am nominalen BIP)

Enger Zusammenhang zwischen Bauausgaben und Jobs!  
 Danach sind viele Jobs gefährdet. Immerhin stiegen sie von  
 4 Mio. im Jan. 2002 auf 4,84 Mio. im Feb. 2006!



Quelle: Bausgaben lt. U.S. Census Bureau, Jobs laut Bureau of Labor Statistics , Daten bis April 2007 (Jobs) und März 2007

Nur mit einer permissiven Geldpolitik konnte Anfang der 90er Jahre das Ruder herumgerissen werden! Leitzinsen sanken von 9.85 % im März 1989 auf 3 % Ende 1992!



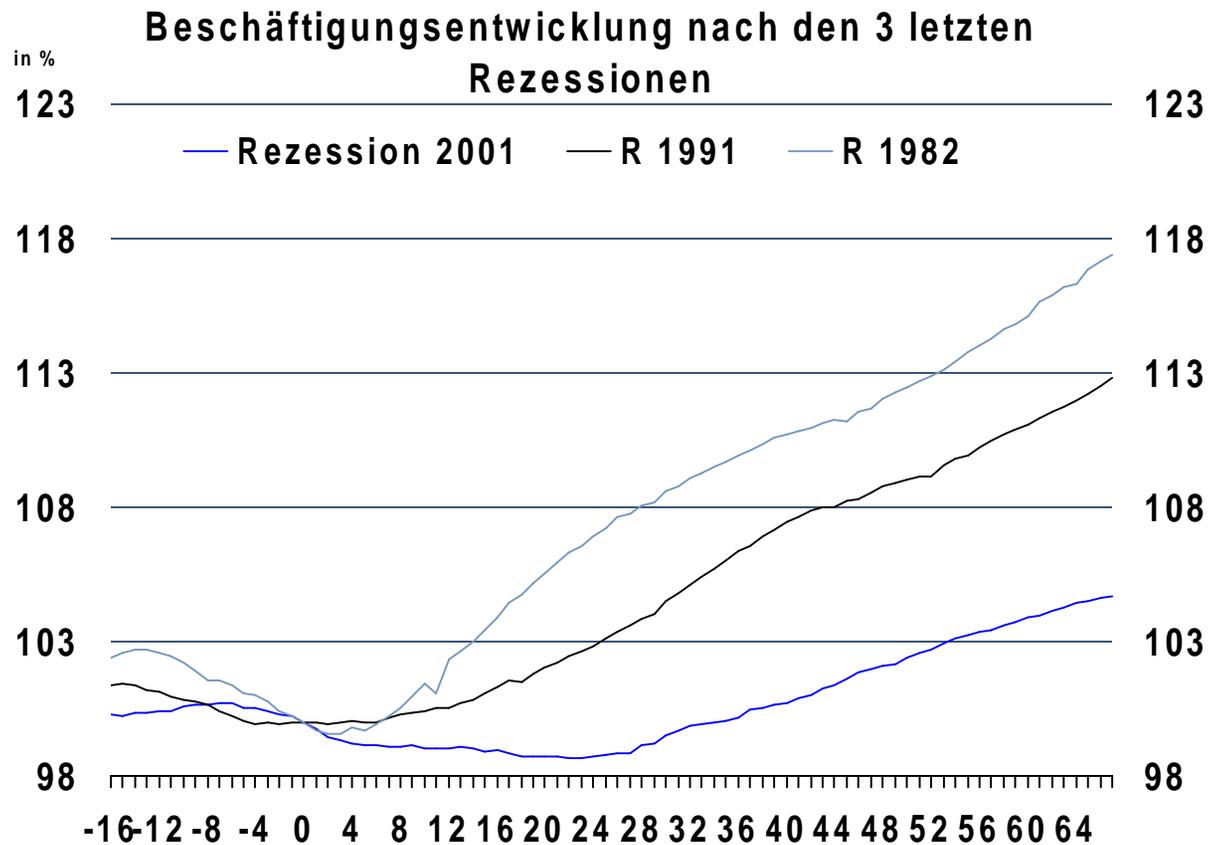
Quelle: National Association of Realtors und Fed, letzter Wert: Mai 2007

Warum die Häusermarktkrise nicht beendet ist:

- **Der Immobilienwert liegt mit 156 Prozent des US-BIP auf historisch einmalig hohem Niveau**
- Was spricht für eine anhaltende Bereinigungskrise:
  - Die Leerstandsquote unter US-Eigenheimen erreichte im 1. Quartal 2007 einen historischen Höchststand (Seite 48)
  - Die Bestände von Neubauten, die fertig sind, aber noch keinen Käufer fanden, liegen weiterhin historisch sehr hoch (Seite 41)
  - Gleiches gilt für bestehende Häuser. Starker Anstieg des Bestands auf 3,59 Mio. Häuser im April 2007 (Seite 43)
  - Überkapazitäten sind danach überhaupt noch nicht abgebaut
- Weitere Gefahren für den US-Immobilienmarkt:
  - Eigenkapitalquote historisch niedrig (Seite 40), Hypothekenschulden historisch einmalig hoch
  - Strukturierte Darlehen mit sehr niedrigen anfänglichen Zinssätzen sind ausgelaufen oder laufen bald aus -> Notverkäufe, Zwangsversteigerungen
  - Jobs im Baubereich dürften massiv verloren gehen (Seite 53)

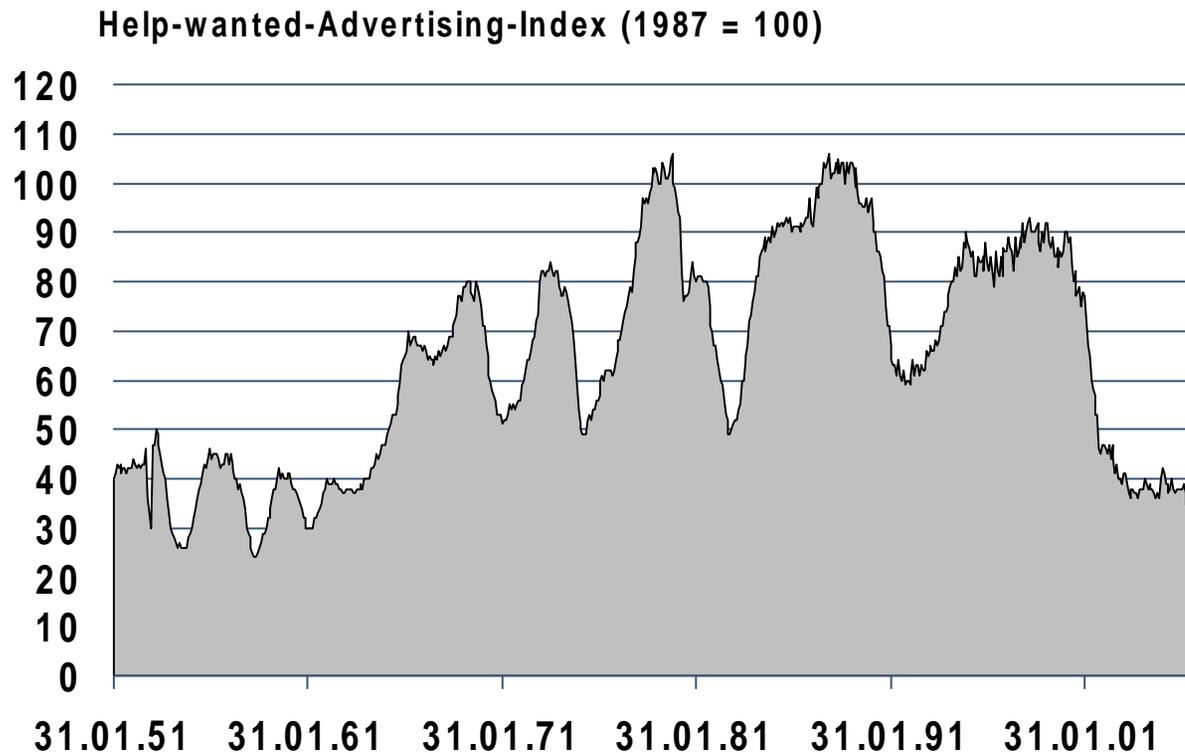
# Arbeitsmarkt schlechter als nach früheren Rezessionen

(Ende der Rezession Sept. 2001 = 100, Sept. 1991 = 100, Sept. 1982 = 100)



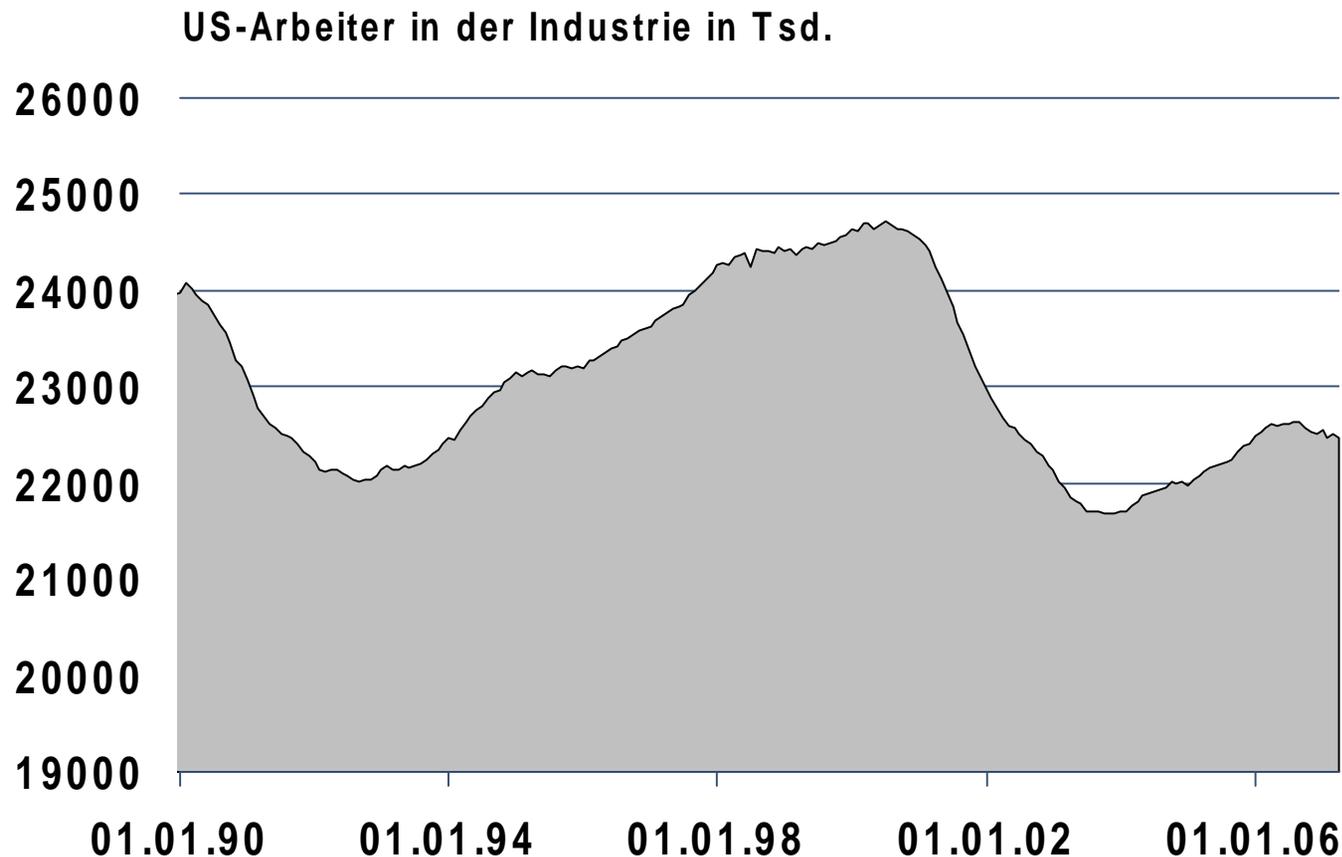
Quelle: Bloomberg, Anmerkung: Ende der Rezession auf der Zeitachse bei Wert 0, Werte bis April 2007

Index für Stellengesuche fällt im September 2006 auf 29 (nur unterschritten 1954 und 1958) und liegt im März 2007 bei 30: Keine Besserung auf dem Arbeitsmarkt in Sicht



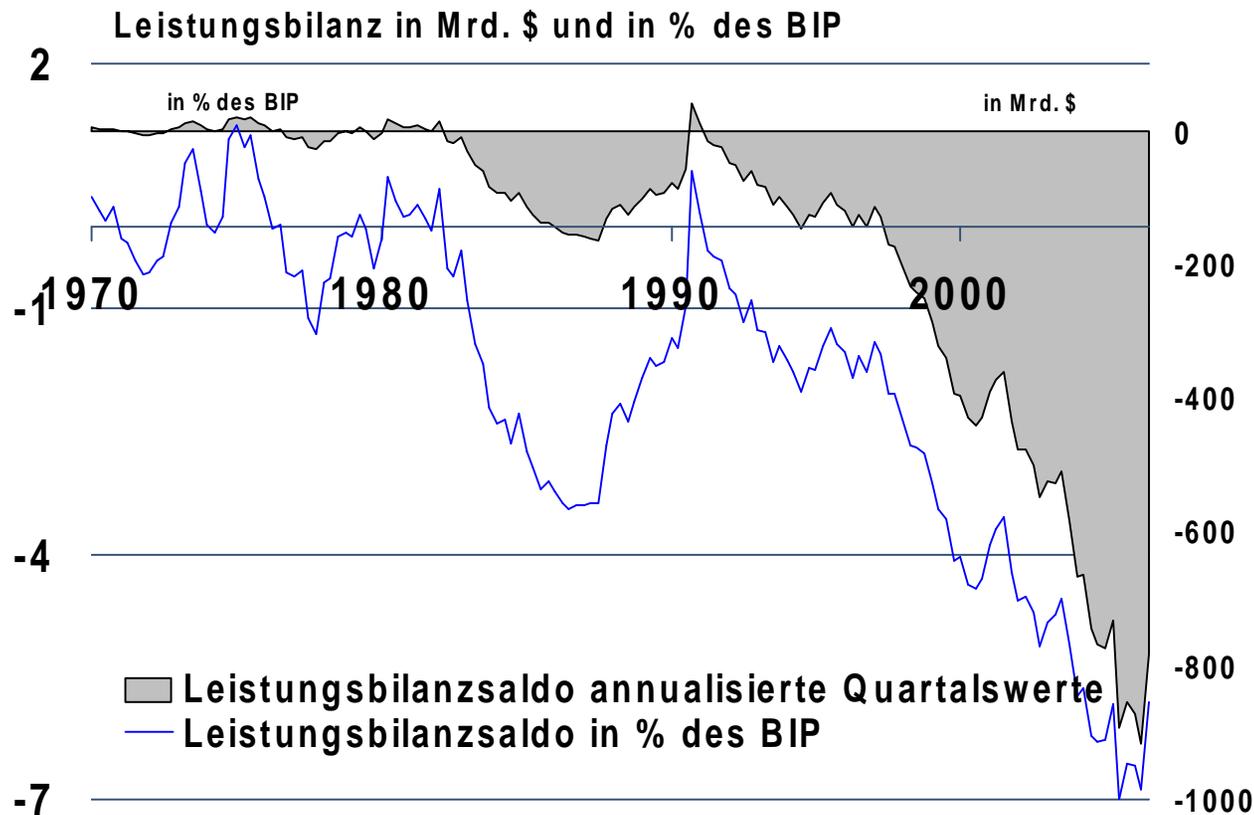
Quelle: Bloomberg, Conference Board (1987 = Indexwert 100), Daten bis März 2007

US-Industrie: Beschäftigungsrückgang von 24,72 Mio. im Juli 2000 auf 21,677 Mio. im Oktober 2003. Rückgang vom Hoch in 08/2006 von 22,629 Mio. auf 22,473 Mio. in 04/2007.



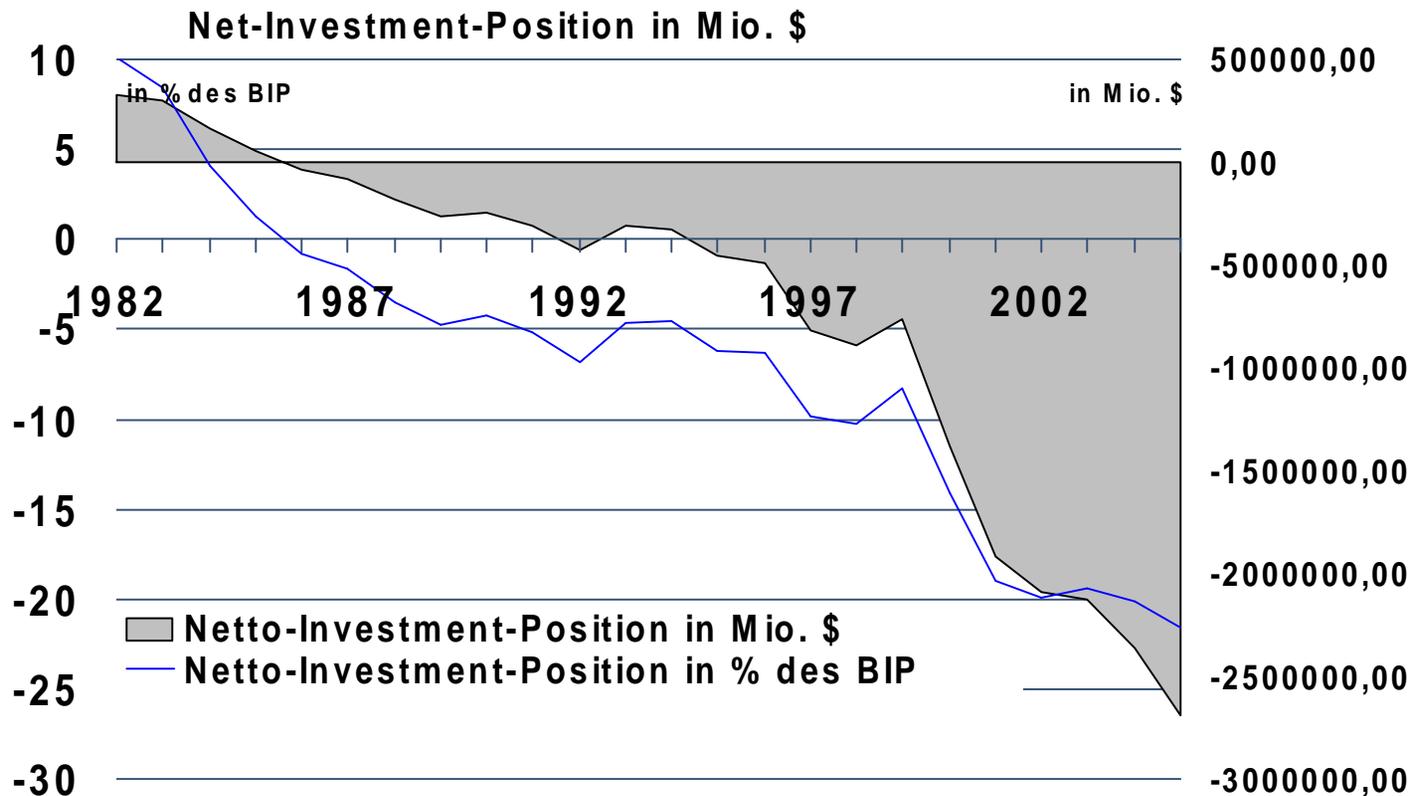
Quelle: Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, Daten bis April 2007

Die US-Leistungsbilanz weist hohe Defizite (4. Quartal 2006: 195,79 Mrd. \$ bzw. 5,82 % des BIP) aus. Hieraus ergibt sich für die Zukunft großer Korrekturbedarf



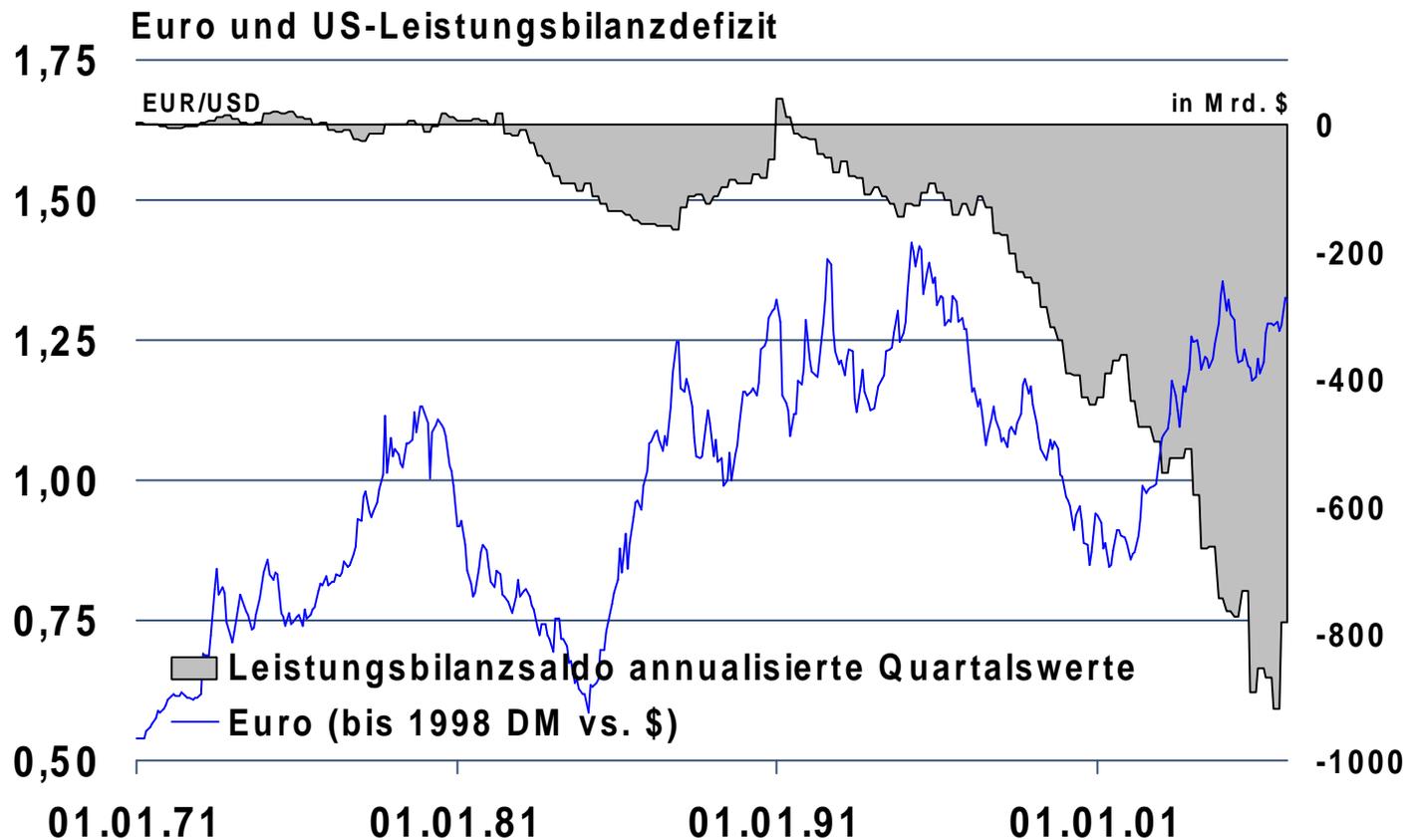
Quelle: Bloomberg, Daten inklusive 4. Quartal 2006

US-Netto-Vermögensposition gegenüber dem Ausland ist tief in den roten Zahlen. Die USA sind der größte Schuldner der Welt! (Deutschland: 2. Halbjahr 2005: + 447.9 Mrd. Euro)



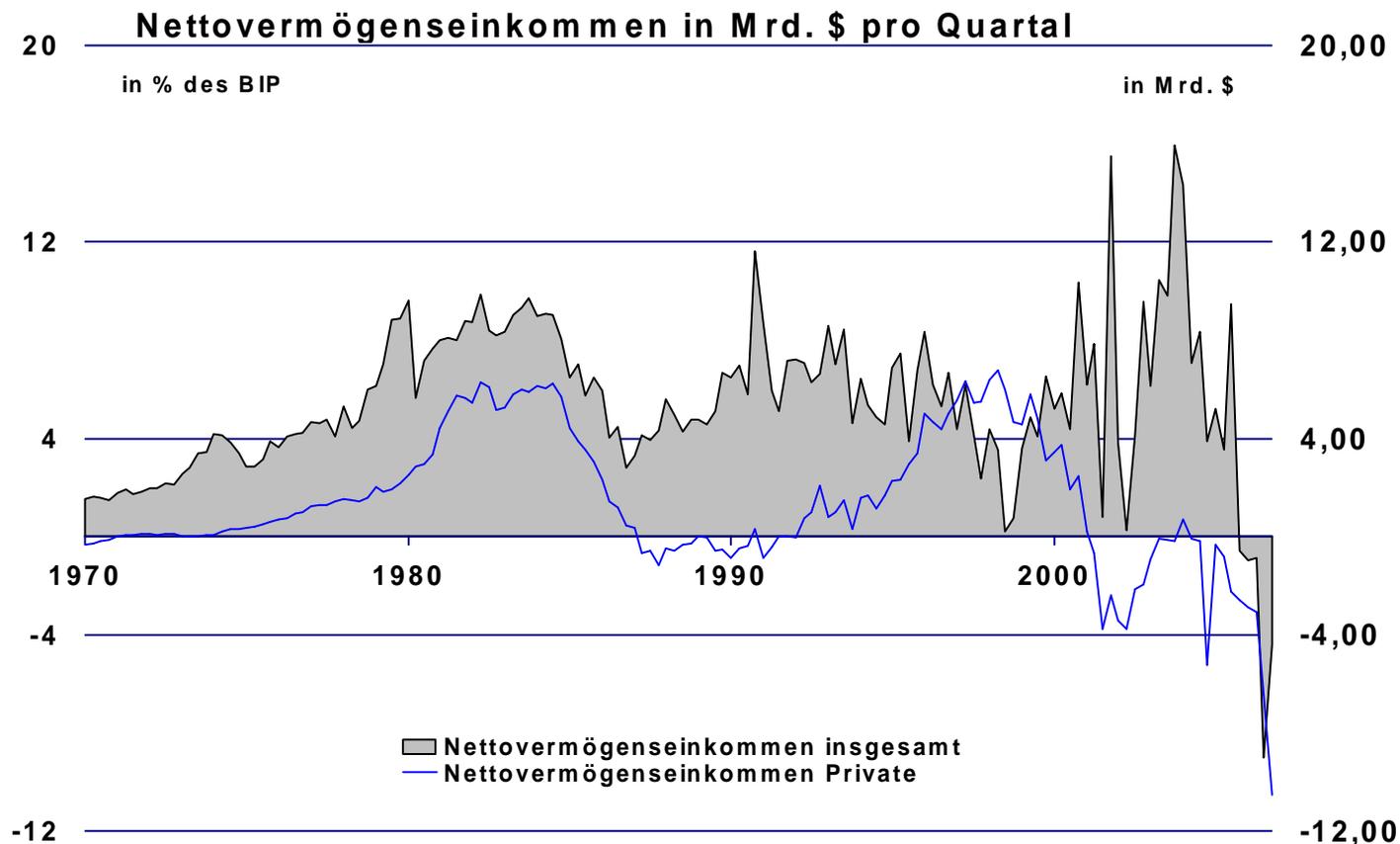
Quelle: Bureau of Economic Analysis, Juni 2006 (Datenreihe: „net international investment position at current cost“)

## Euro-Kurs (bis Ende 1989 DM-Kurs zugrunde gelegt)



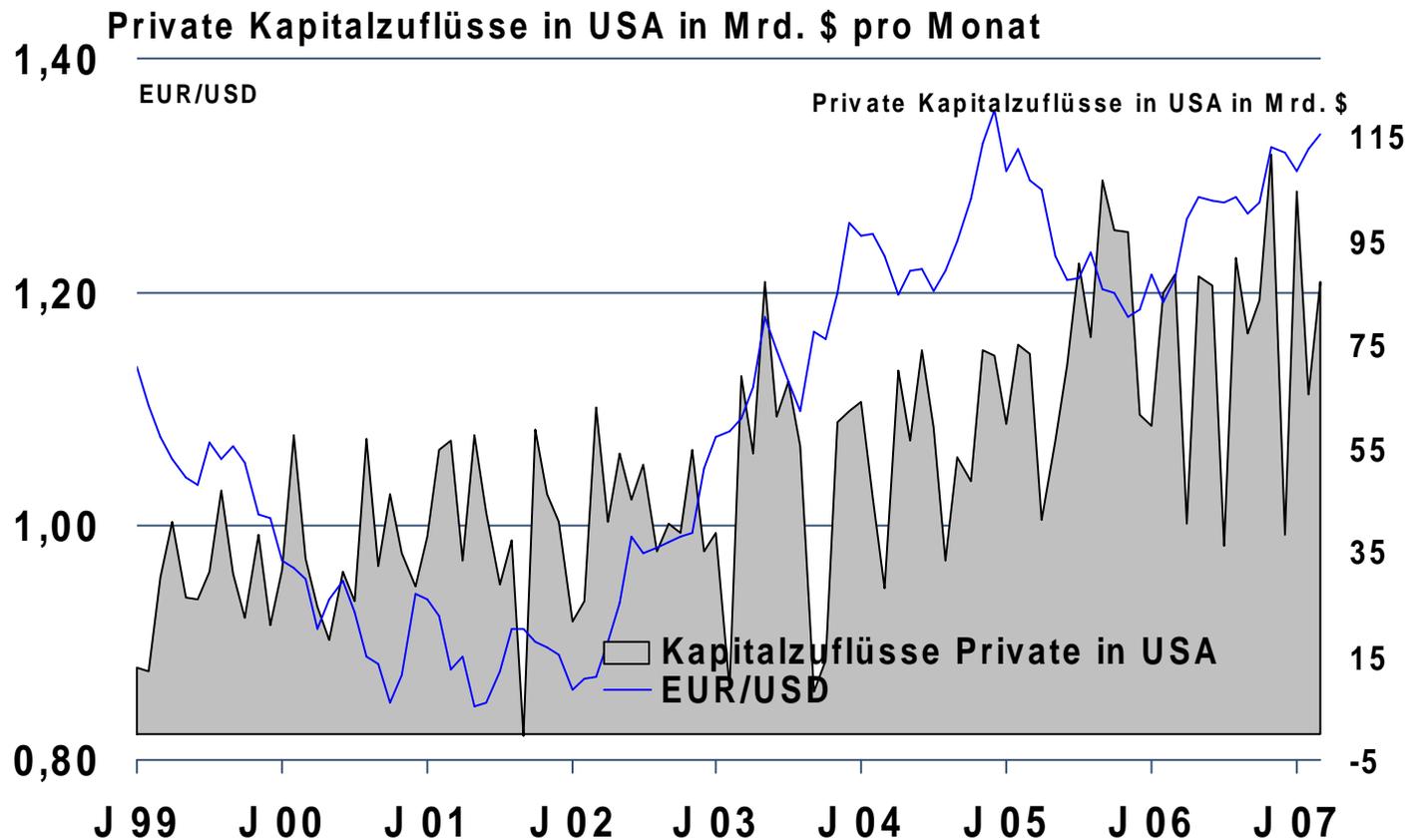
Quelle: Bloomberg, die LBS inklusive 4. Quartal 2006 (Euro bis Dezember 2006)

US-Nettovermögenseinkommen liegt im 4. Quartal 2006 mit über 4,4 Mrd. \$ im Minus (Regierung – 37,7 Mrd. \$, Private – 10,5 Mrd. \$, Direktinvestitionen + 43,8 Mrd. \$)



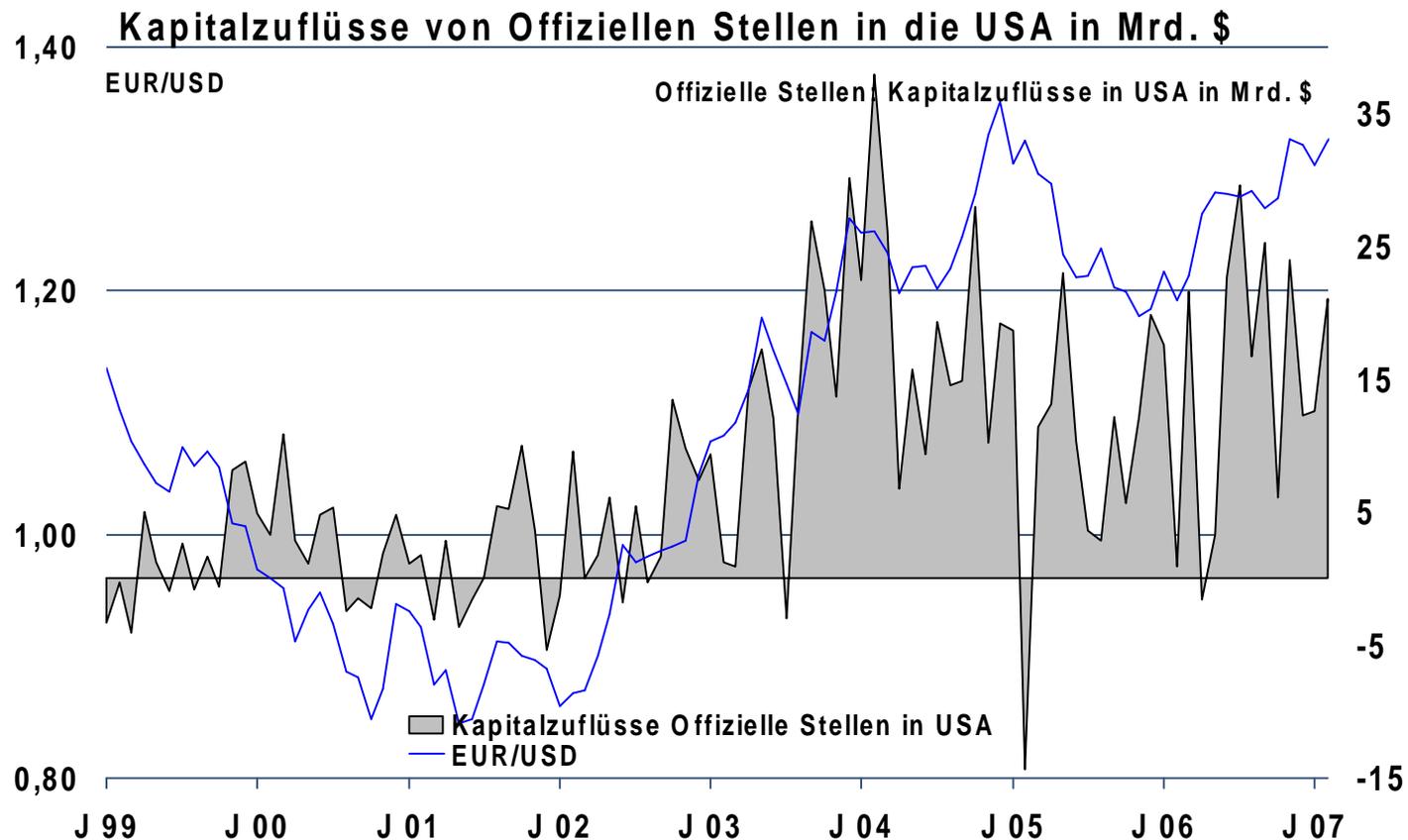
Quelle: Bureau of Economic Analysis, inklusive 4. Quartal 2006

# Kapitalzuflüsse der Privaten in 2006 auf Rekordhoch (Dollarfalle für Privatanleger???)



Quelle: Bloomberg, Daten bis März 2007

# Kapitalzuflüsse offizieller Stellen in die USA seit 2003 wichtig für die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits



Quelle: Bloomberg, Daten bis März 2007

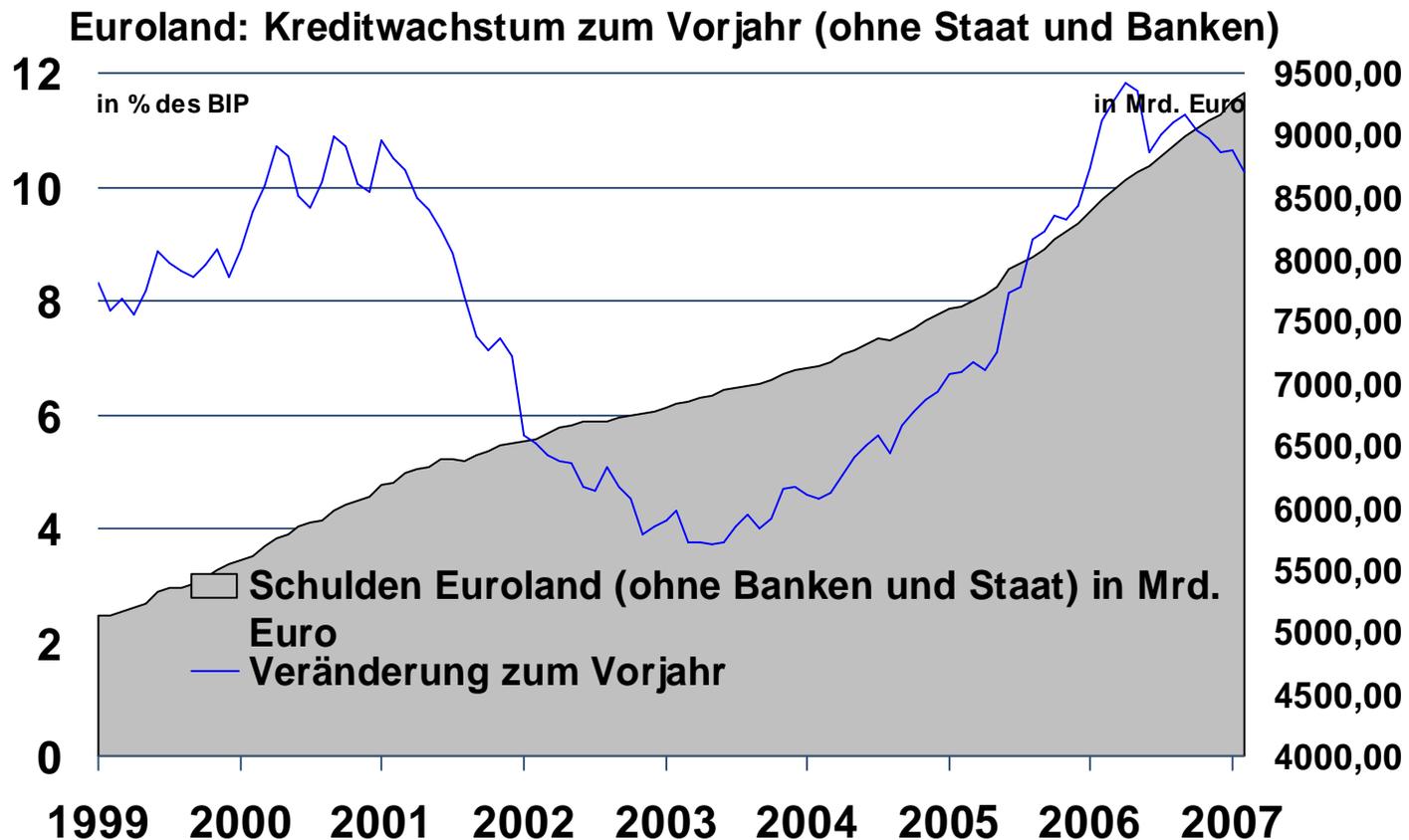
## Dollarschwäche Chance für niedrige Euroland-Zinsen (aber nicht zwingend, siehe folgende Seiten)

- Laut BIZ Gefahr großer Leistungskorrekturen in der Regel bei
- Leistungsbilanzdefizit von 4 bis 5 Prozent (6.6 Prozent im 2. Quartal 2006)
- Auslandsverschuldung von mehr als 20 % des BIP (21.6 % in 2005)
- Dollarschwäche = importierte Deflation für Euroland
- Niedrige Euroland-Zinsen möglich?

## Taugt der Euro als sicherer Hafen?

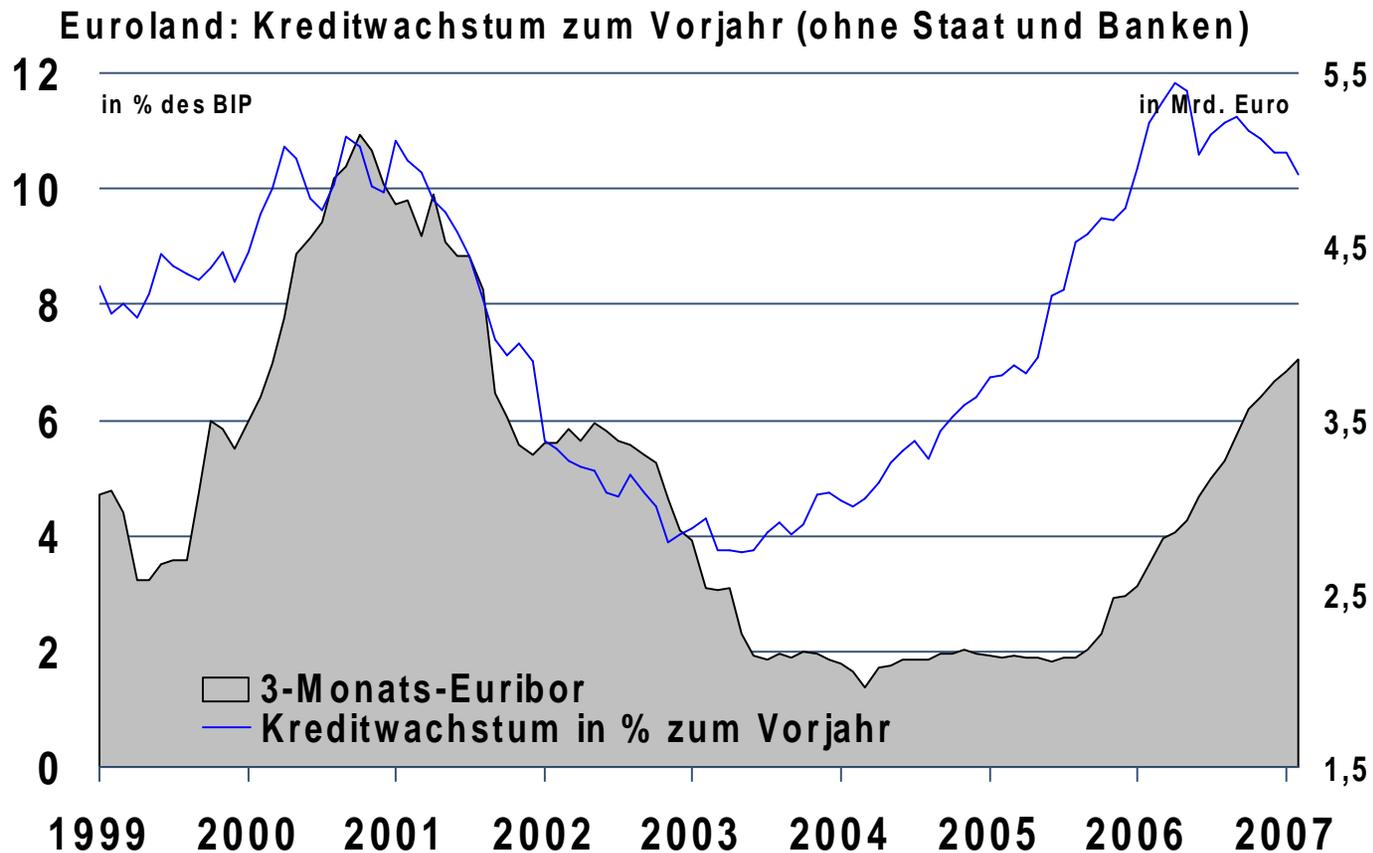
- Divergenzen in Euroland nehmen stark zu
- Deutschland: Kreditwachstum + 0,8 in 01/2007 (Euroland: + 10,6 %)  
Leistungsbilanz im Plus (Euroland im Minus)
- Spanien: Kreditwachstum bei + 25,4 in 01/2007  
Leistungsbilanz in 2006: - 9,1 Prozent des BIP
- Was machen Länder wie Spanien bei Immobilienmarktschwäche?

Hohes Kreditwachstum in Euroland (große Unterschiede: Deutschland + 0,8 % zum Vj., Spanien + 25,4 %)



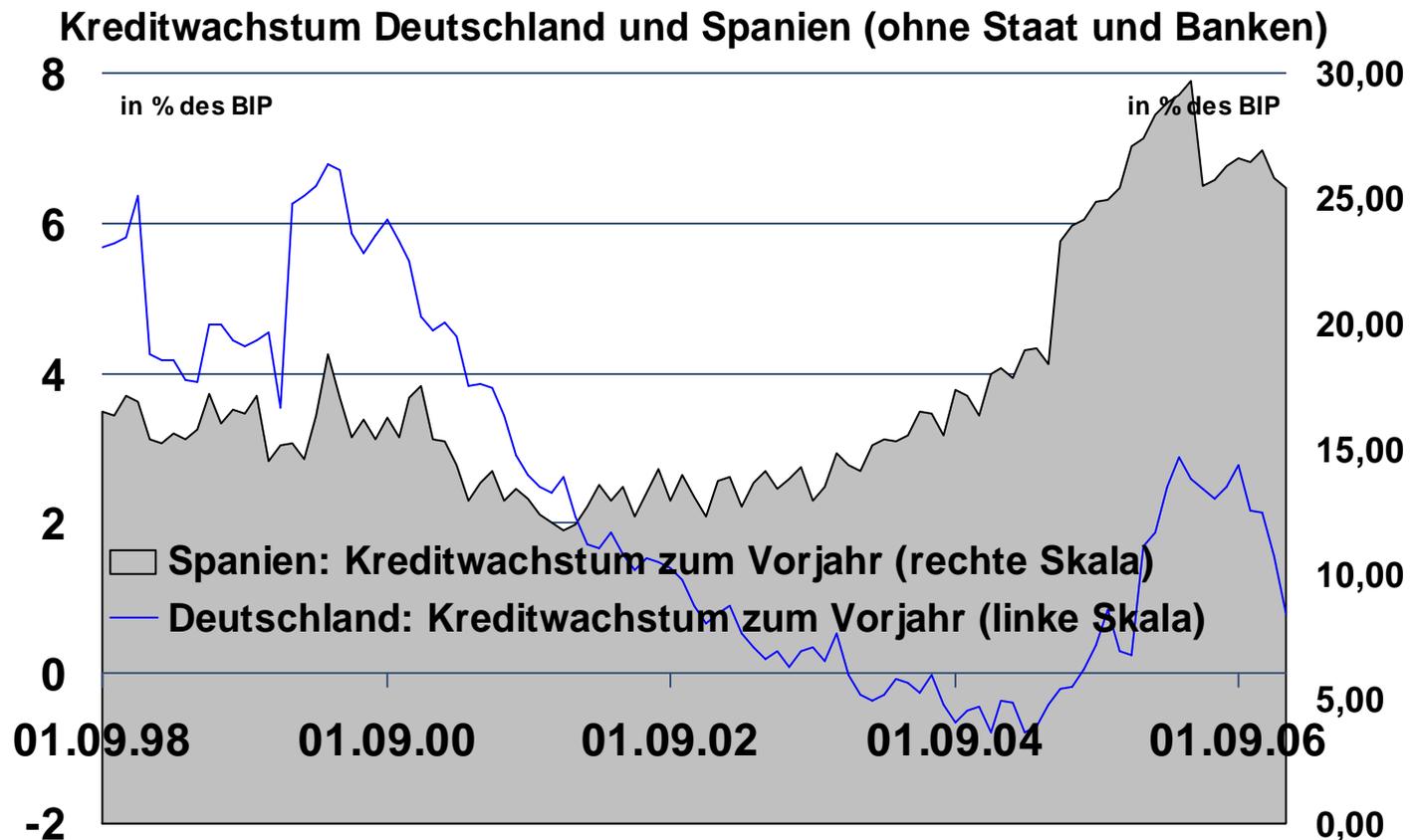
Quelle: EZB, Bundesbank, Daten bis Februar 2007

Rückgang Kreditwachstum in 2001 erst nach starkem Geldmarktzinsanstieg (3-Monats-Euribor im Mai 99 bei 2.57 %, Hoch in 10/2000 bei 5.14 %)



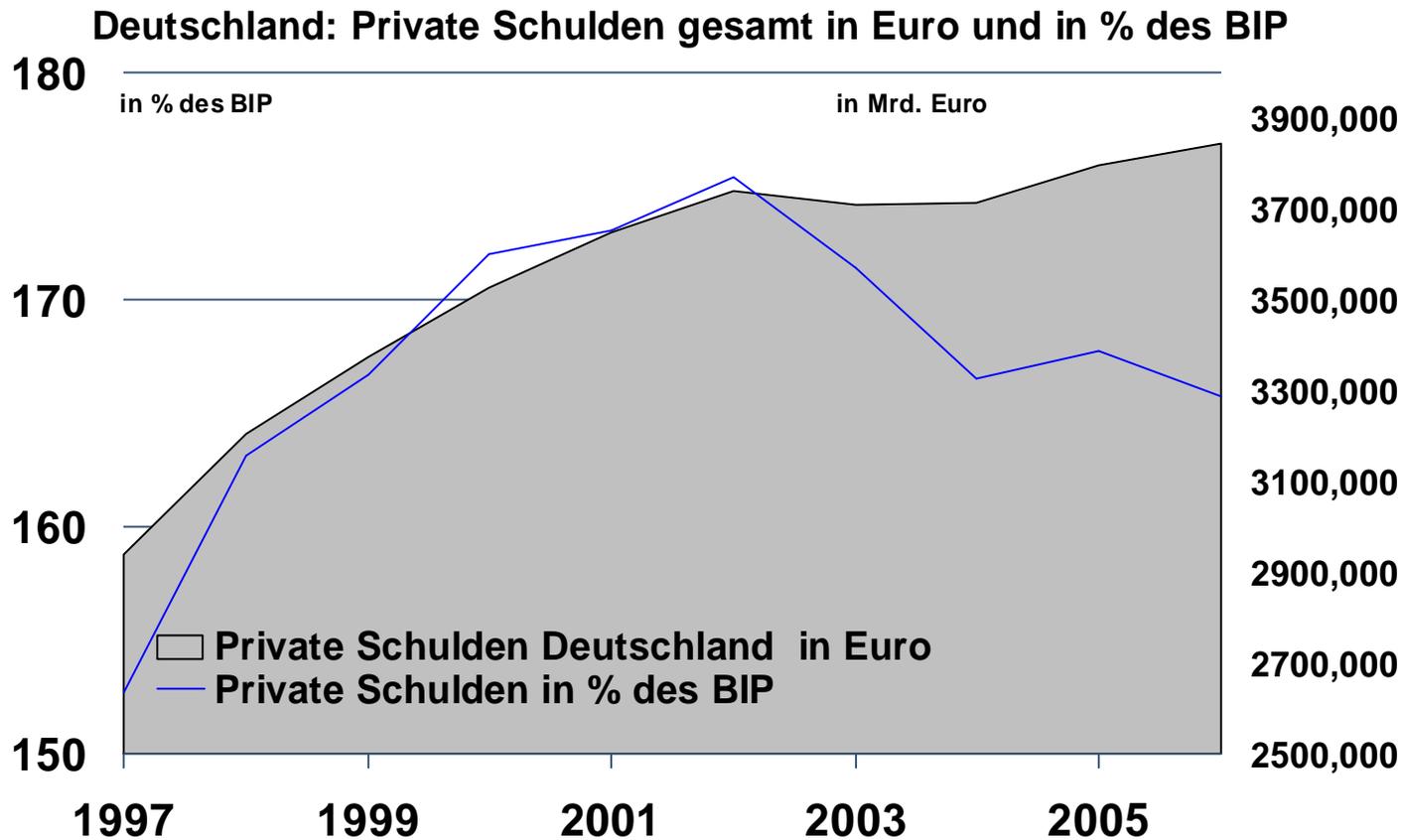
Quelle: EZB, Bloomberg, Daten bis Februar 2007

Deutsches Kreditwachstum legt im Jan. 2007 nur 0,8 % zum Vorjahr zu! Spanien in Euroland Spitzenreiter mit über +25,4 Prozent zum Vorjahr



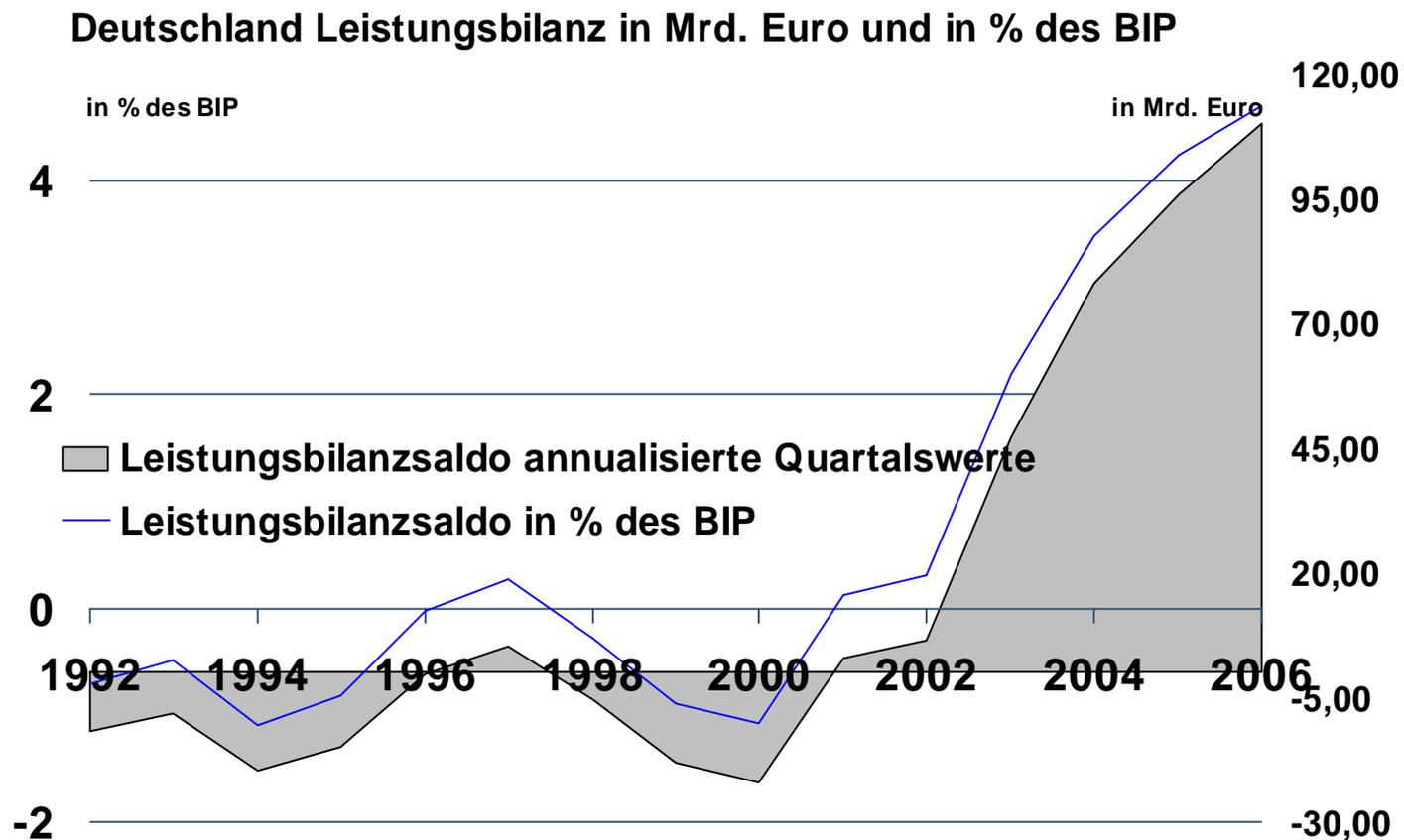
Quelle: EZB, Bundesbank, Daten bis Februar 2007

# Deutschland: Private Schulden gingen in % des BIP in den letzten Jahren sogar zurück



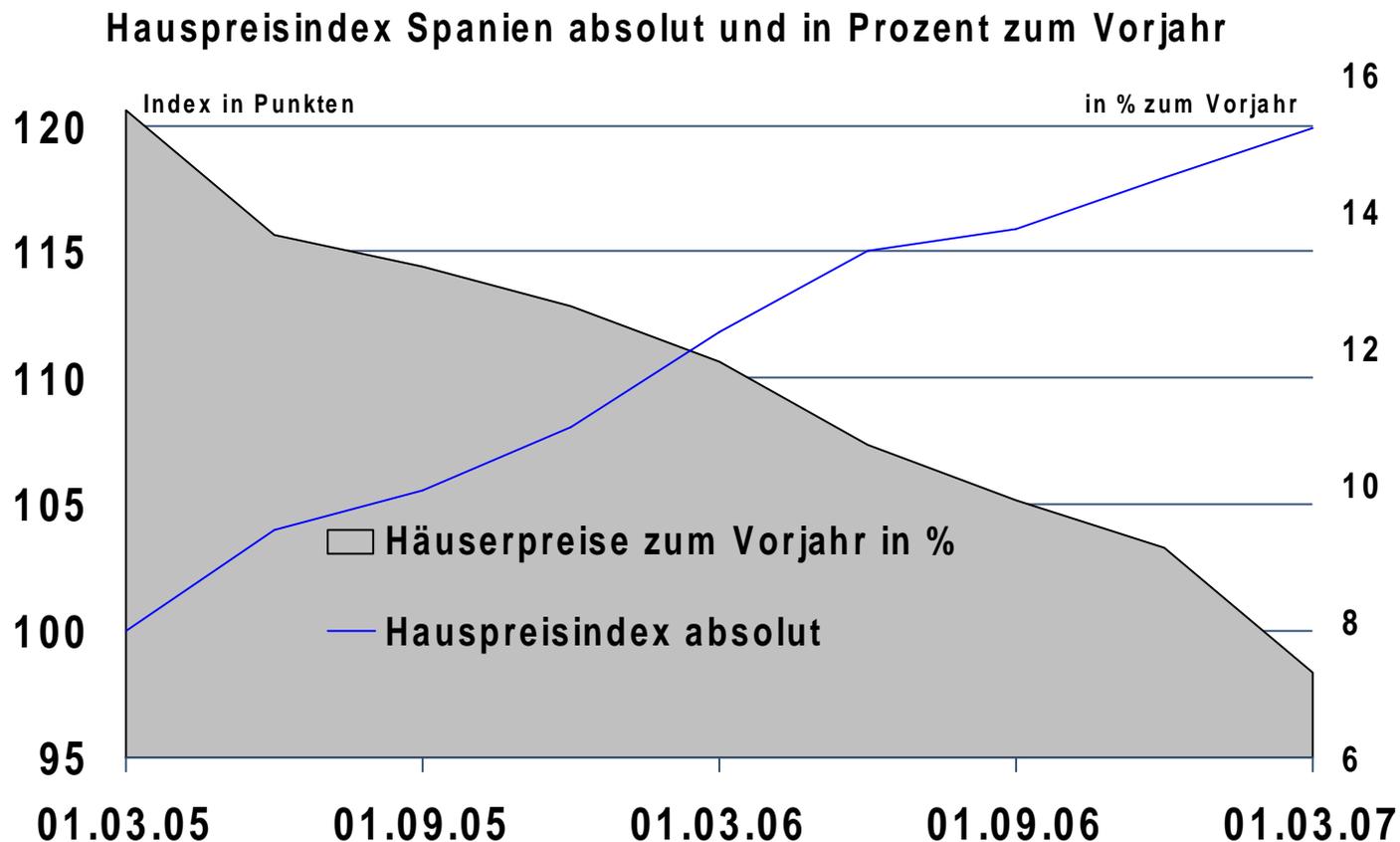
Quelle: EZB, Bundesbank, bis einschliesslich 2006

# Deutschland: Starker Export und schwache Binnenwirtschaft sorgten für hohes Leistungsbilanzplus



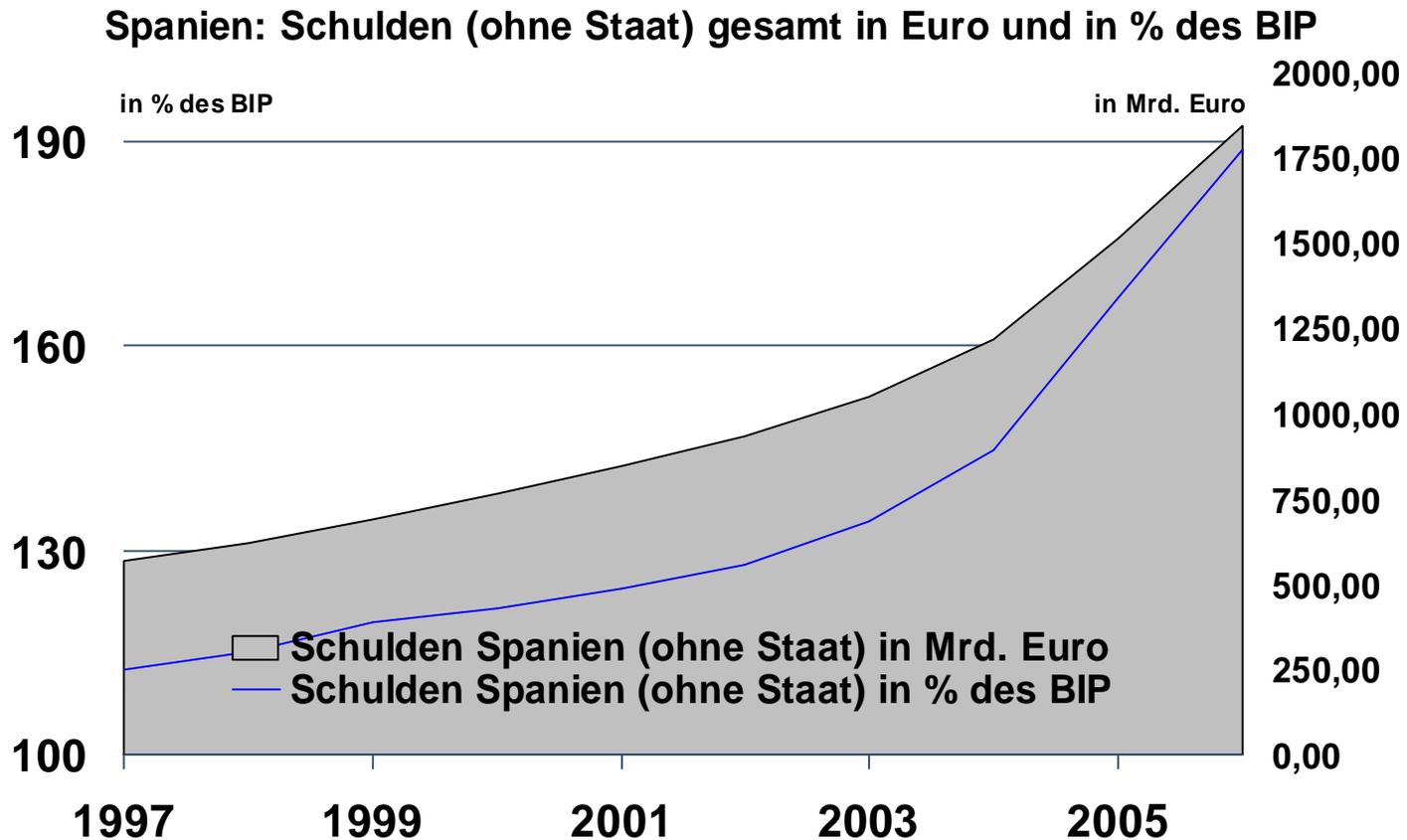
Quelle: Bloomberg, Daten bis inklusive 2006

Die Immobilienpreise stiegen noch Anfang 2005 um 15,5 % zum Vorjahr. 1. Q. 2007 nur noch um 7,25 %. Der Immobilienboom ging einher mit stark steigender Verschuldung



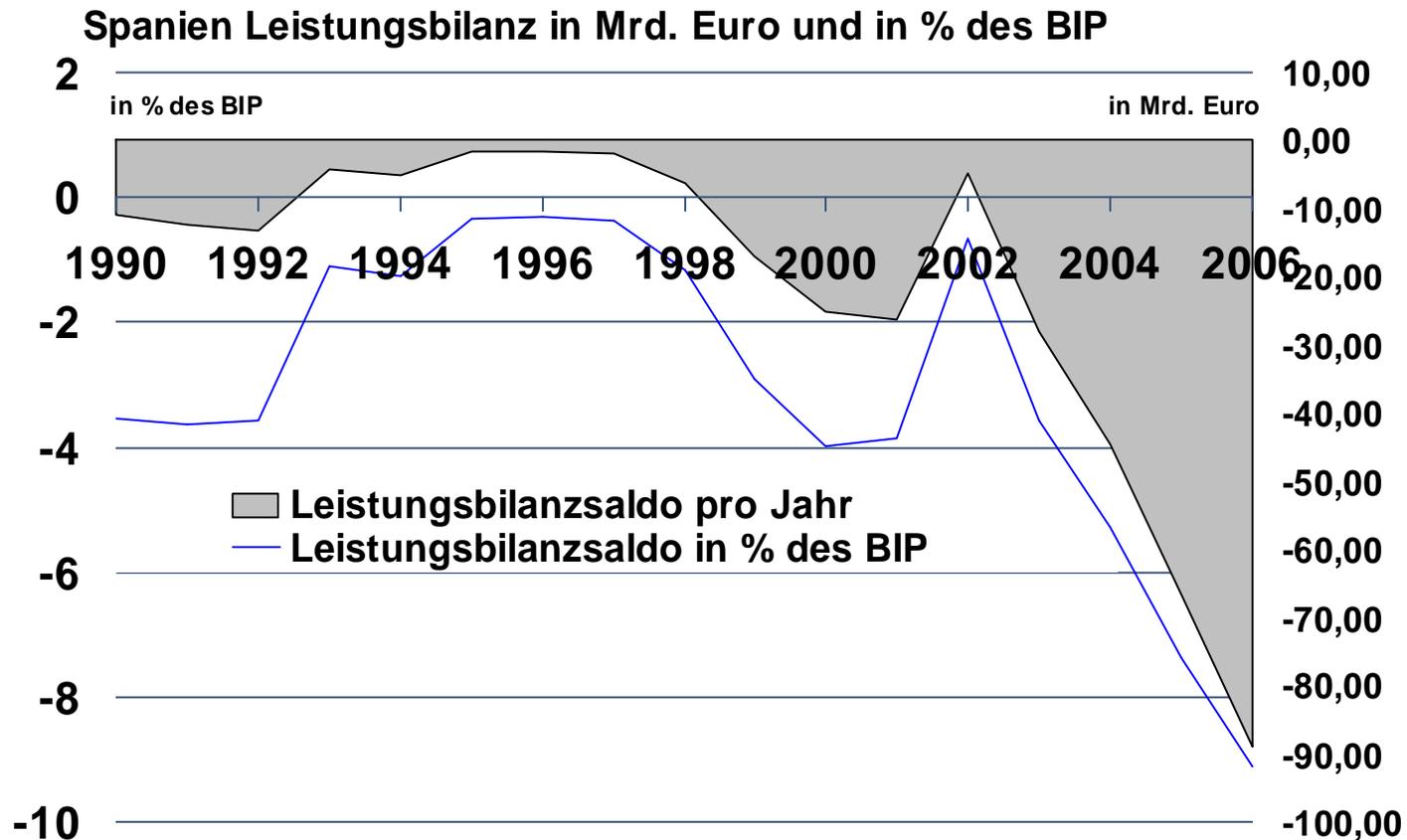
Quelle: Bloomberg, Ministerio de Vivienda bis 31.03.2007 (Quartalswerte)

Spanische Private Schulden steigen stark an (1997 112,54 %, 2000 121,35 %, 2005 bereits 166,95 % und 2006 mit 188,82 % des BIP deutlich über Deutschland mit 165,74 %)



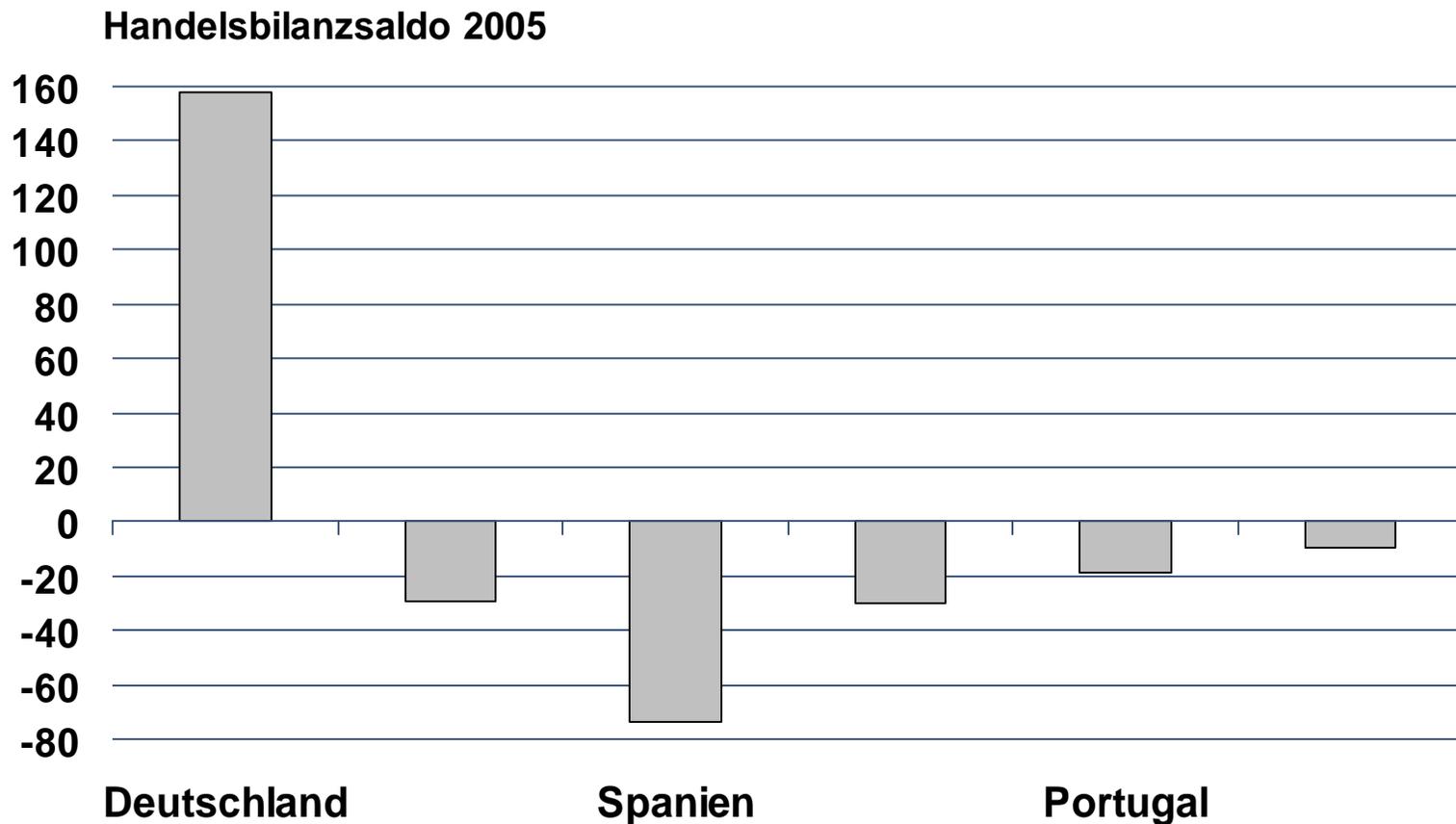
Quelle: EZB, Bundesbank

Spanische Leistungsbilanz war 2006 mit über 9,1 % des BIP bzw. über 89 Mrd. Euro im Minus (2005: Griechenland 7,7 %, Portugal 9,2 %, Spanien 7,4 %)



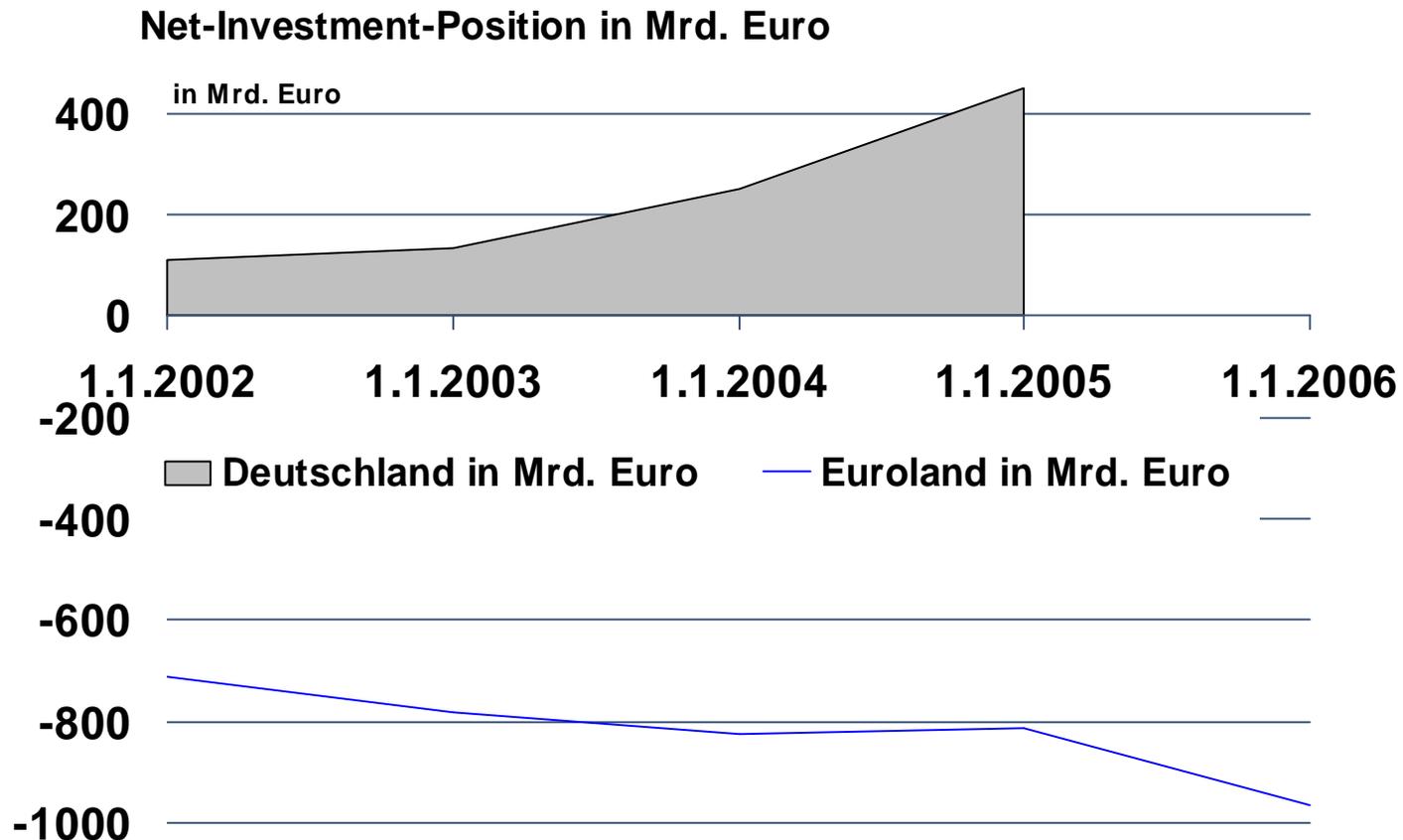
Quelle: Bloomberg, inkl. 2006

Eurohandelsbilanz wäre ohne Deutschland (+158.04 Mrd. Euro in 2005) hoch defizitär (Griechenland – 28.63, Spanien – 73,64, Frankreich – 30,21, Portugal – 18,49)



Quelle: Eurostat

Netto-Investment-Position Deutschlands Ende 2005 + 447,9 Mrd. Euro (20 % des BIP). Euroland: im 3. Quartal 2006 bei – 965 Mrd. Euro (11.6 % des BIP)

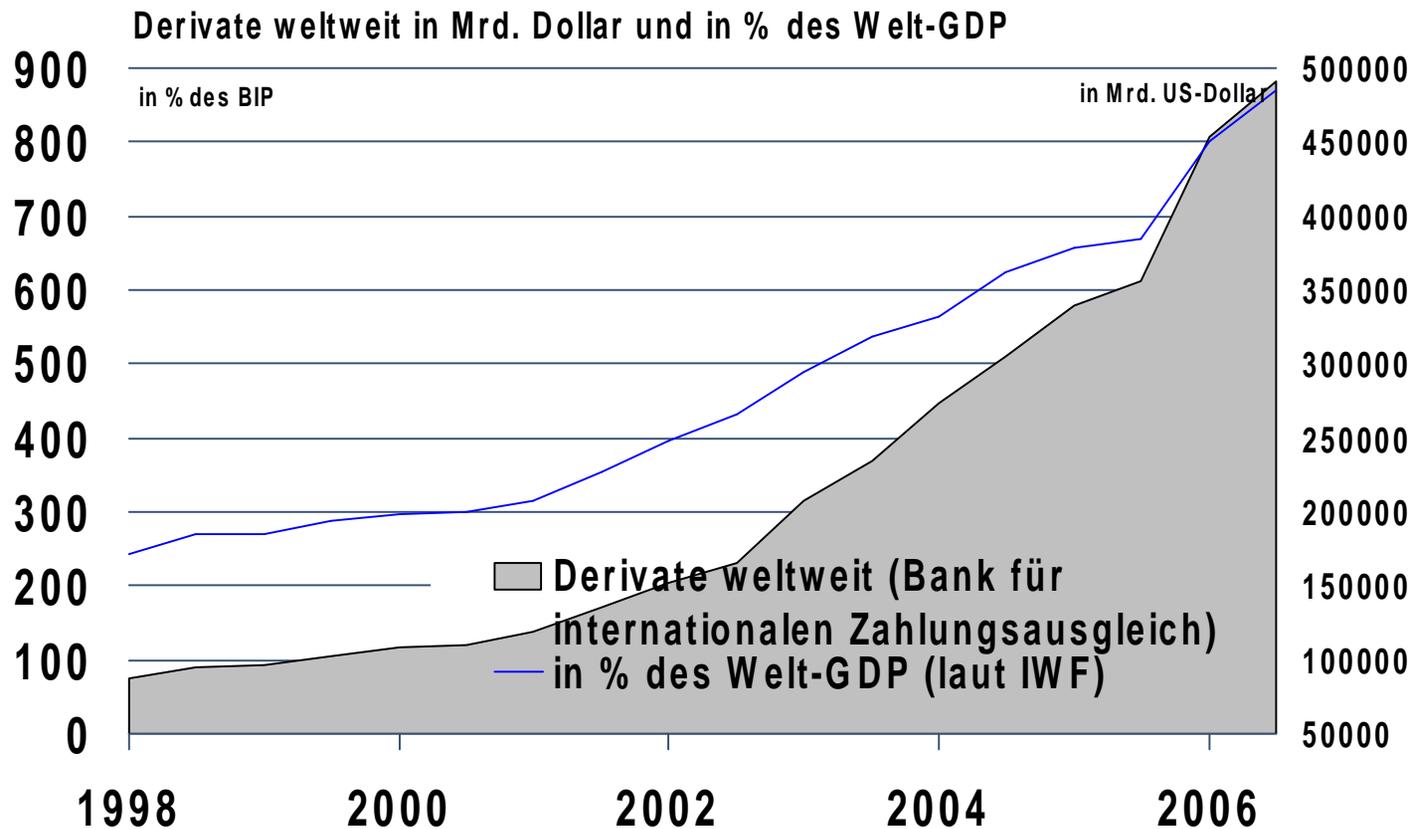


Quelle: EZB, Deutsche Bundesbank (Euroland bis 3. Quartal 2006, Deutschland bis Ende 2005)

## Schuldenberge vieler westlicher Staaten recht hoch

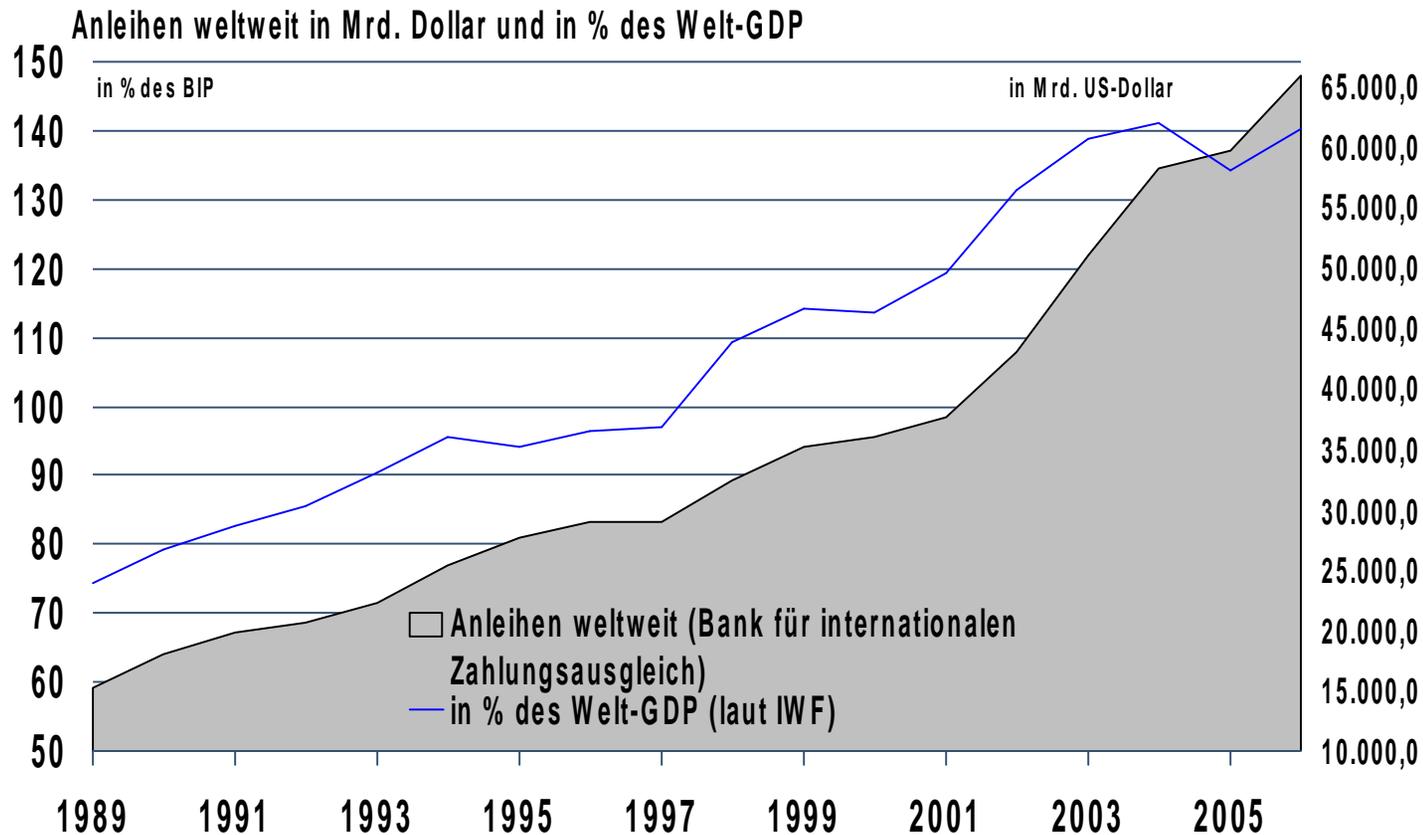
- Die Verschuldung der US-Wirtschaftssubjekte übersteigt das Bruttoinlandsprodukt um mehr als das Dreifache
- Japans Staatsverschuldung stieg von 49 Prozent 1990 auf über 178 Prozent Ende 2005
- In Euroland machen die Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet 173 % des BIP aus (Ende Sept. nach 140.76 Prozent im September 1997).
- In Deutschland stieg die Verschuldung (Staat + Private) von 211.5 % des BIP 1997 auf über 233 % des BIP 2005
- In Großbritannien liegt die Verschuldung der Privaten Haushalte über 150 Prozent der verfügbaren Einkommen
- In Spanien stieg die Verschuldung des Privatsektors von 70 Prozent im Jahre 1997 auf über 188,82 Prozent Ende 2006

Weltweite Derivatebestände: 1998 94,28 Billionen US-Dollar (271 % des Welt-BIP), Ende 2006 über 490,8 Billionen US-Dollar (Ende 2006 über 869 % des Welt-BIP)



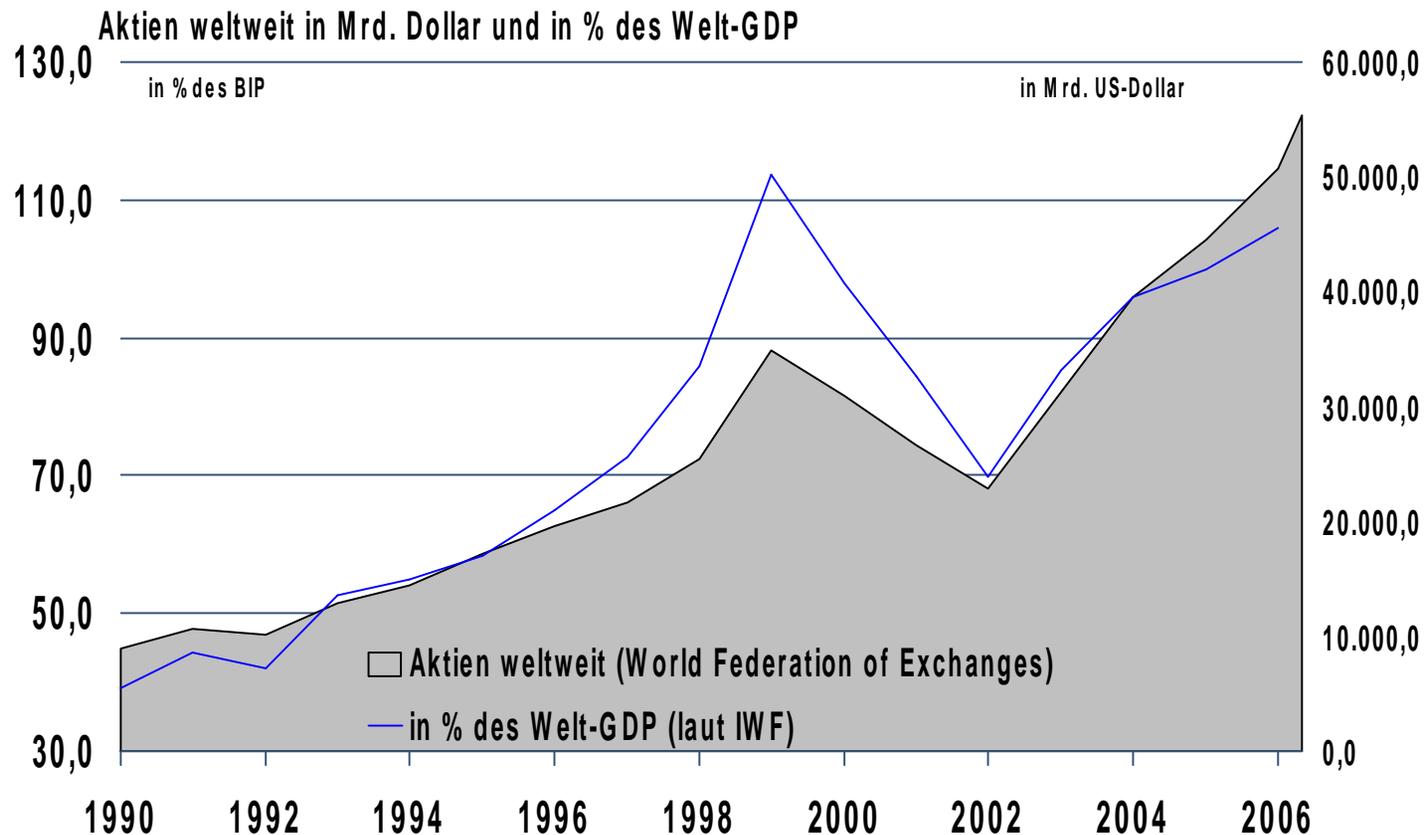
Quelle: Bank für internationalen Zahlungsausgleich (per Dez. 2006), Bloomberg, IWF (Welt-GDP bis 2006)

Weltweit umlaufende Anleihen nahmen von 15.2 Billionen US-Dollar 1989 auf 65,810 Billionen Ende September 2006 zu



Quelle: Bank für internationalen Zahlungsausgleich (per Ende September 2006), Bloomberg, IWF (Welt-GDP bis 2006)

Marktkapitalisierung der weltweiten Börsen liegt per April 2007 auf dem Rekordniveau von 55,28 Billionen US-Dollar (ca.110 Prozent des Welt-GDP)



Quelle: World Federation of Exchanges, Bloomberg, IWF (Welt-GDP bis 2006)

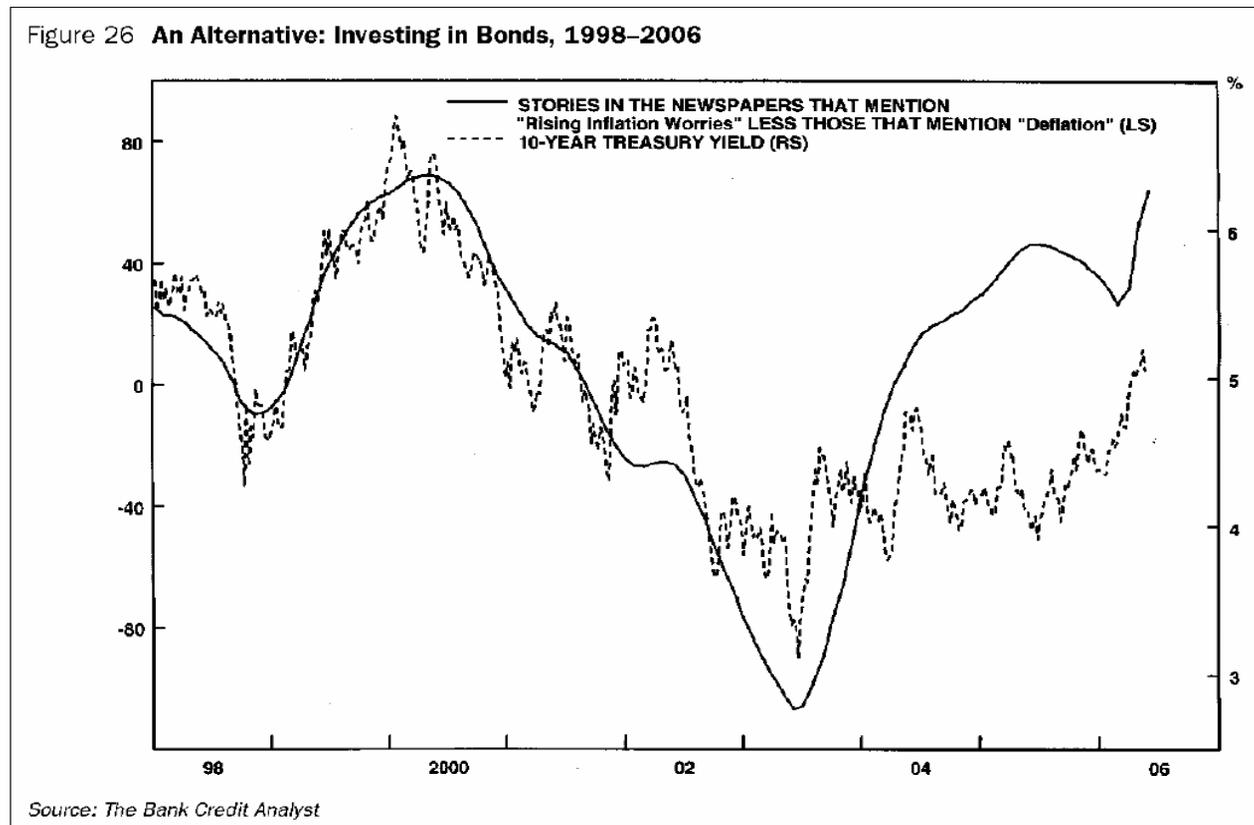
## Damoklesschwert: Demographische Entwicklung

- In allen westlichen Industrieländern wird der Anteil der alten Menschen deutlich zunehmen
- In der OECD kamen 1960 noch **7** Erwerbstätige auf jeden über 65jährigen. 2000 waren es nur noch **4,5** Erwerbstätige, 2030 sollen es nur noch **2,5** sein!
- Japan ist das erste Land, dass um 2010 nur noch **3** Erwerbstätige pro Rentner verzeichnen wird (Anfang der 60er Jahre fiel die Geburtenrate deutlich, in den USA erst Ende der 60er Jahre)
- Die Babyboomergeneration wird in den USA ab 2009 bis 2011 in die Entsparphase eintreten
- Hieraus resultieren zusätzliche Belastungen für die Volkswirtschaften
- Pensionsansprüche der öffentlich Bediensteten wiegen schwer

## Lösungsansätze für das Verschuldungsproblem:

- Höhere Wachstumsraten  
(in den letzten Jahrzehnten lagen in Deutschland die höchsten Wachstumsraten jeweils unter denen des vorhergehenden Jahrzehnts)
- Innovationsschub  
(„Informationsrevolution in den 90er Jahren“ bereits)
- Deflation  
(siehe Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren)
- Reflationierung  
(Neuaufgabe der 70er Jahre?)

Märkte zwischen “Inflation” und “Deflation” hin- und hergerissen (Inflation Hoch 2000 und April 2006, Deflation im Focus Mitte 2003):



## Rede Ben Bernankes am 21.11.2002: „Deflation: making Sure „It“ doesn't happen here“

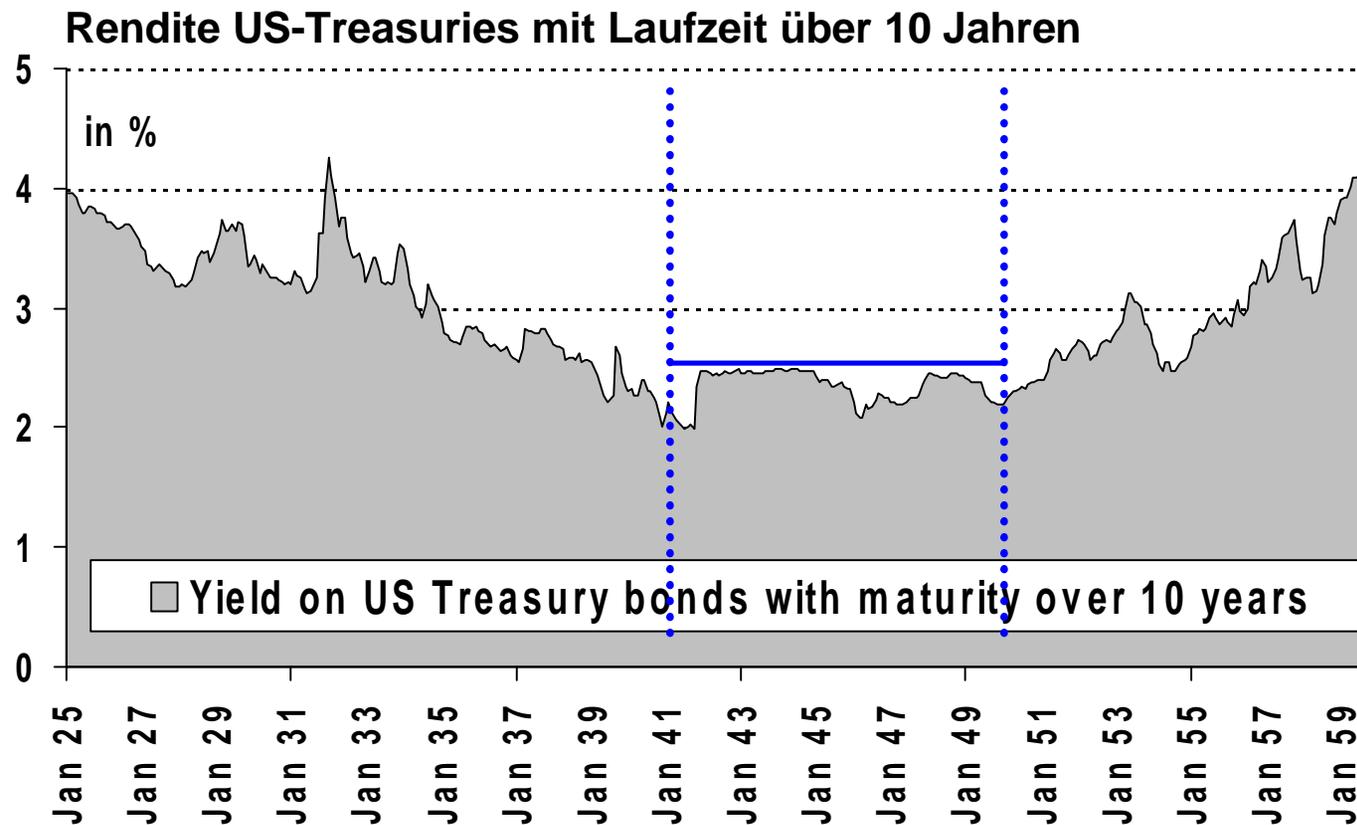
- Fed kann auch bei Leitzinsen nahe null die Wirtschaft stimulieren
- Unkonventionelle Maßnahmen können ergriffen werden
- Geldmengenausweitung auch möglich, wenn Kreditnachfrage der Privaten zurückgeht
- Dies kann z. B. geschehen durch den Ankauf von US-Treasuries durch die Fed

## Rede Ben Bernankes am 21.11.2002: „Deflation: making Sure „It“ doesn't happen here“

- Zur Beseitigung einer Deflation führt Bernanke aus:

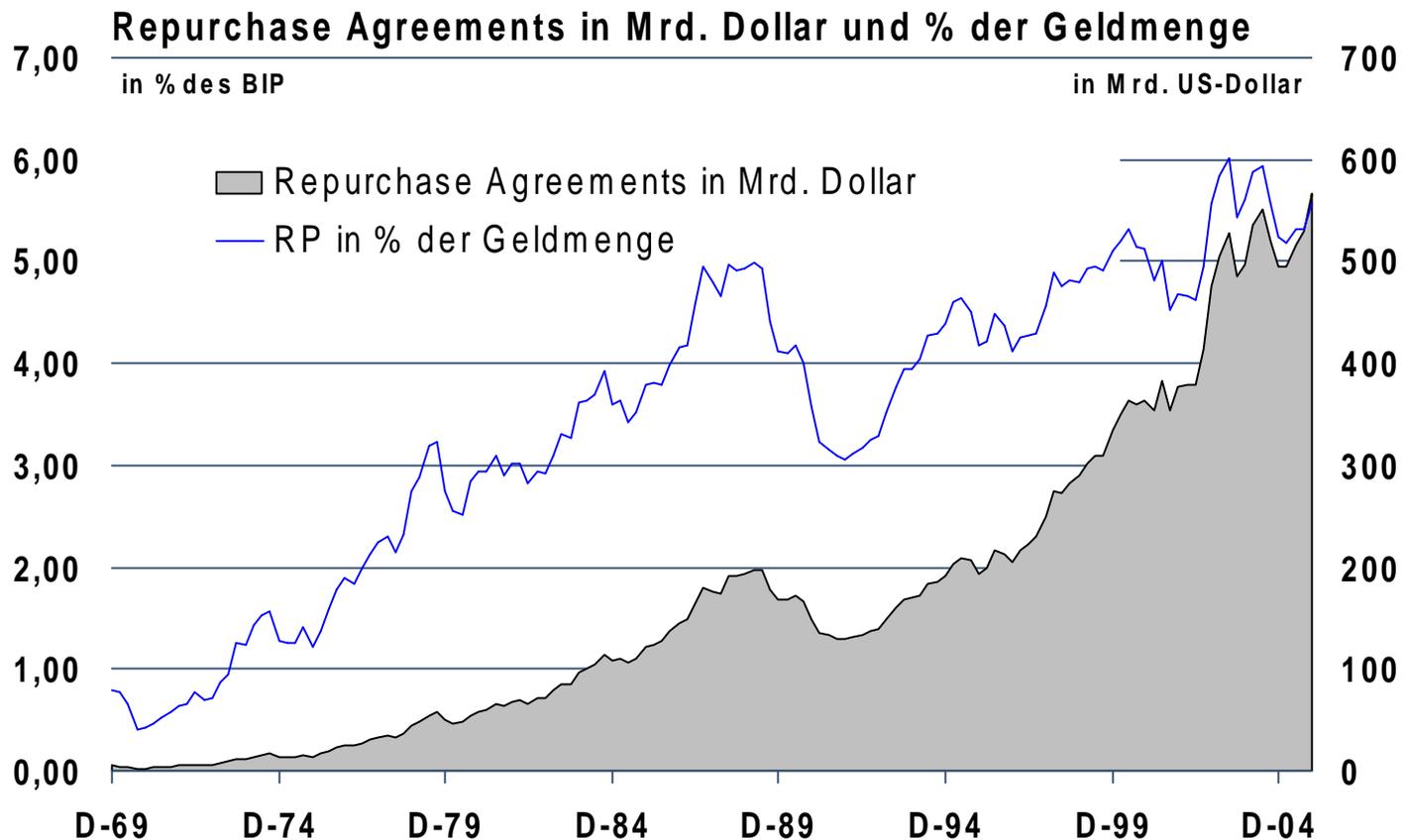
„... Aber die US-Regierung hat eine Technik, nämlich die Druckerpresse (oder heutzutage ein entsprechendes elektronisches Gerät), was ihr ermöglicht, so viele Dollar zu produzieren, wie sie wünscht, und dies praktisch zu Nullkosten. Durch die Erhöhung der Anzahl der im Umlauf befindlichen US-Dollar oder bereits durch eine glaubwürdige Ankündigung, dies tun zu wollen, kann die US-Regierung auch den Wert eines Dollar für Waren und Dienstleistungen herabsetzen, was einer Erhöhung der Dollarpreise für diese Waren und Dienstleistungen gleichkäme. **Wir schließen daraus, dass in einem Papiergeldsystem ohne Edelmetalldeckung eine Regierung jederzeit die Ausgaben erhöhen und somit eine positive Inflation schaffen kann.**“

## Zinsobergrenze für US-Treasuries von 1941 bis 1951 (Bernanke hat diese Möglichkeit explizit erwähnt)



Quelle: Fed

Geldmenge M3 wird seit dem 23. März 2006 nicht mehr veröffentlicht (Repurchase Agreements daher nicht mehr verfügbar)

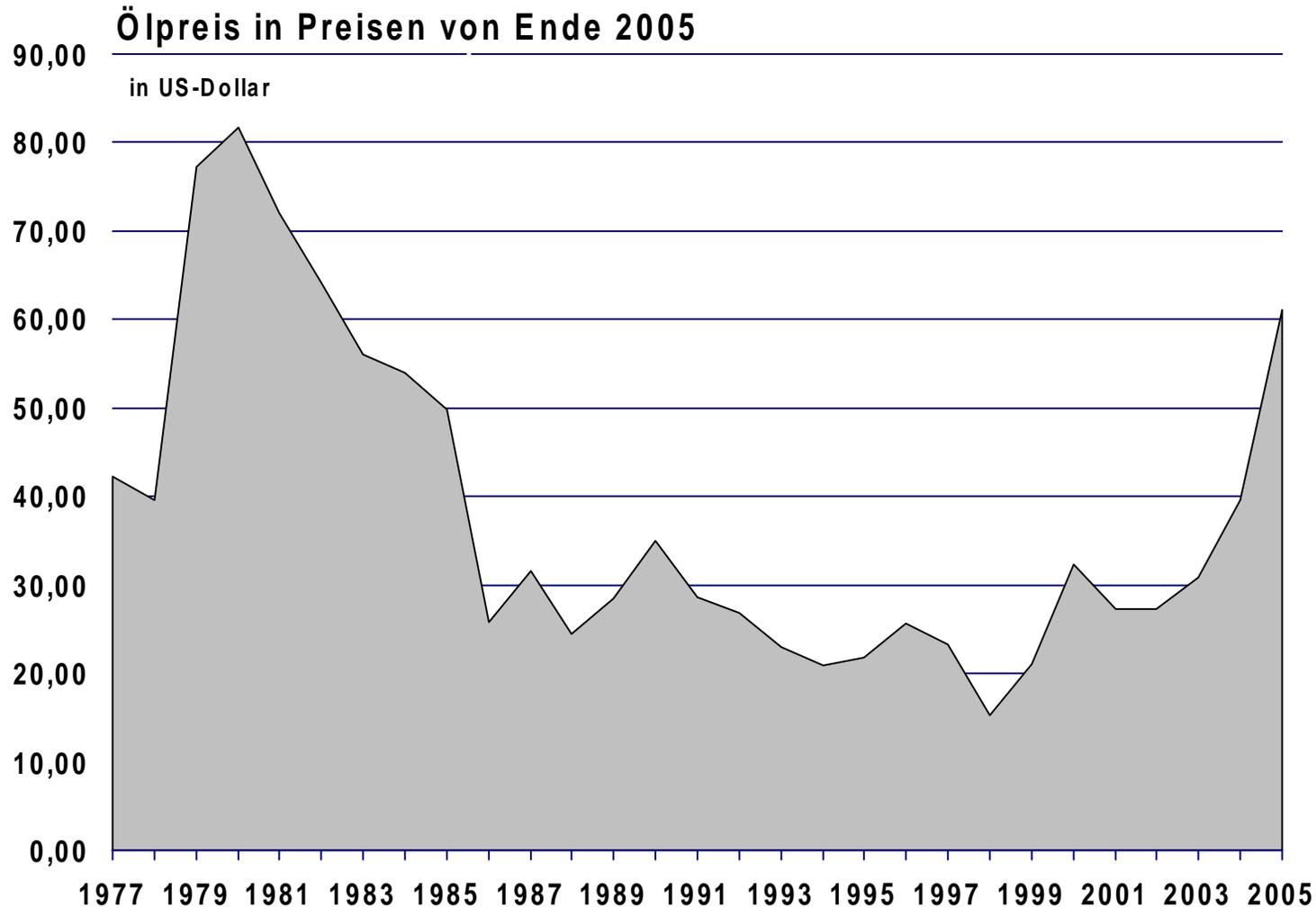


Quelle: Fed, Bloomberg

## Gefahr von der Ölfront?

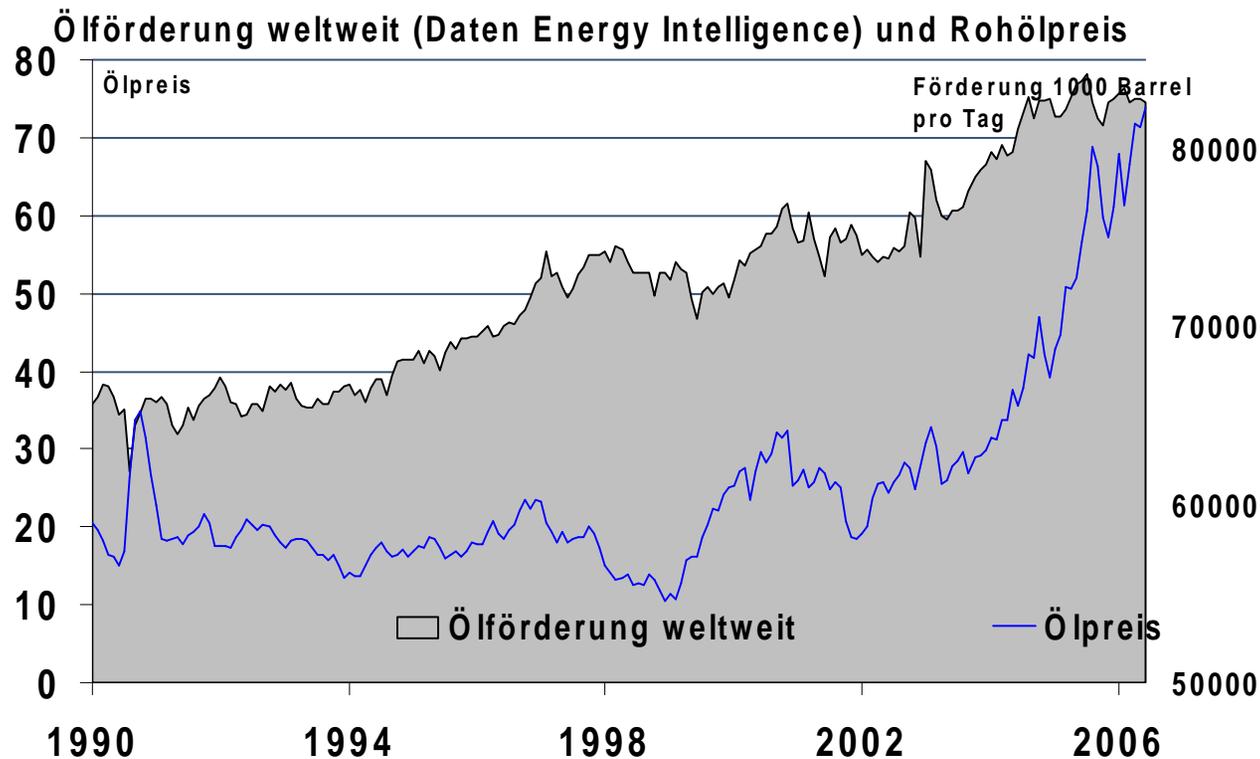
- Instabilitäten in Saudi-Arabien könnten den Ölmarkt belasten
- Das größte Ölfeld der Welt liegt in Saudi-Arabien und fördert 7 Prozent der weltweiten Tagesproduktion
- Brennpunkt Iran: Kommt es nach dem diplomatischen Ringen in 2007 zu einer Eskalation? (vielleicht auch militärisch?)
- Im Konfliktfall könnte Iran die Straße von Hormuz sperren (17 Mio. Barrel, 1/5 der weltweiten Förderung, wäre betroffen)
- Der asiatische Ölverbrauch steigt noch immer an. Alleine Chinas Anteil am Weltverbrauch stieg von 4.4 Prozent 1993 auf 8.2 Prozent 2004.

# Realer Ölpreis noch immer niedriger als im Hoch Anfang der 80er Jahre



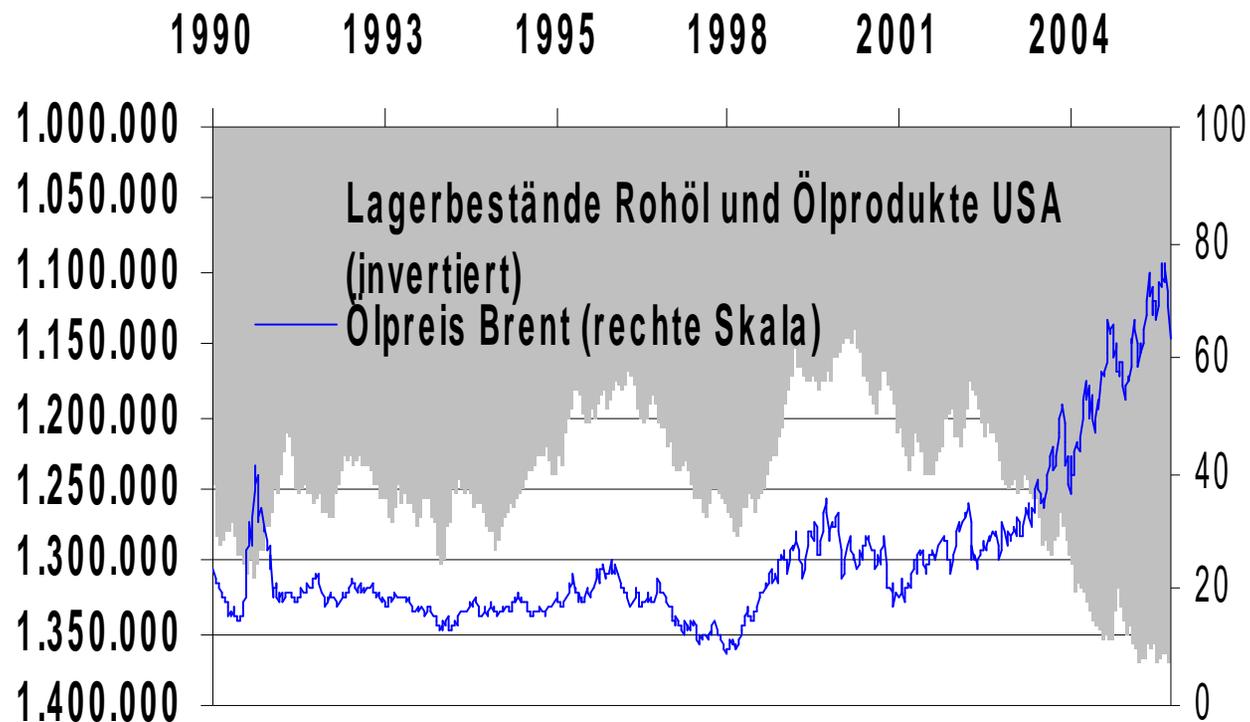
Quelle: Bloomberg, Fed, bis 31.12.2005

ölförderung steigt seit 2004 nicht mehr an, obwohl Ölpreis von 40 US-Dollar im Dezember 2004 auf über 78 US-Dollar im Juli 2006 zulegte. Peak-Oil?



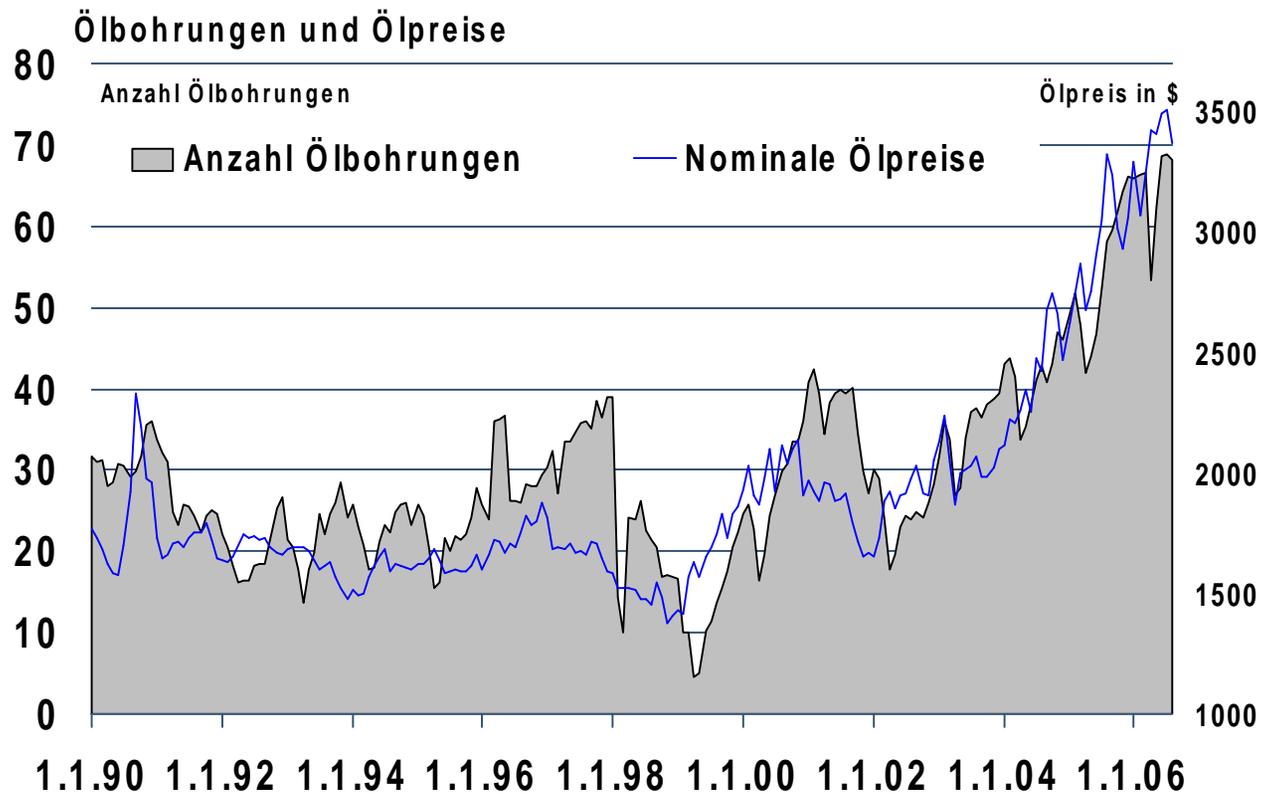
Quelle: Energy Intelligence Group, Fed, bis 30.06.2006

Es besteht ein sichtbarer Zusammenhang zwischen Ölpreis und US-Öllagerbeständen.  
 Kurzfristig bestehen Rückschlagsgefahren



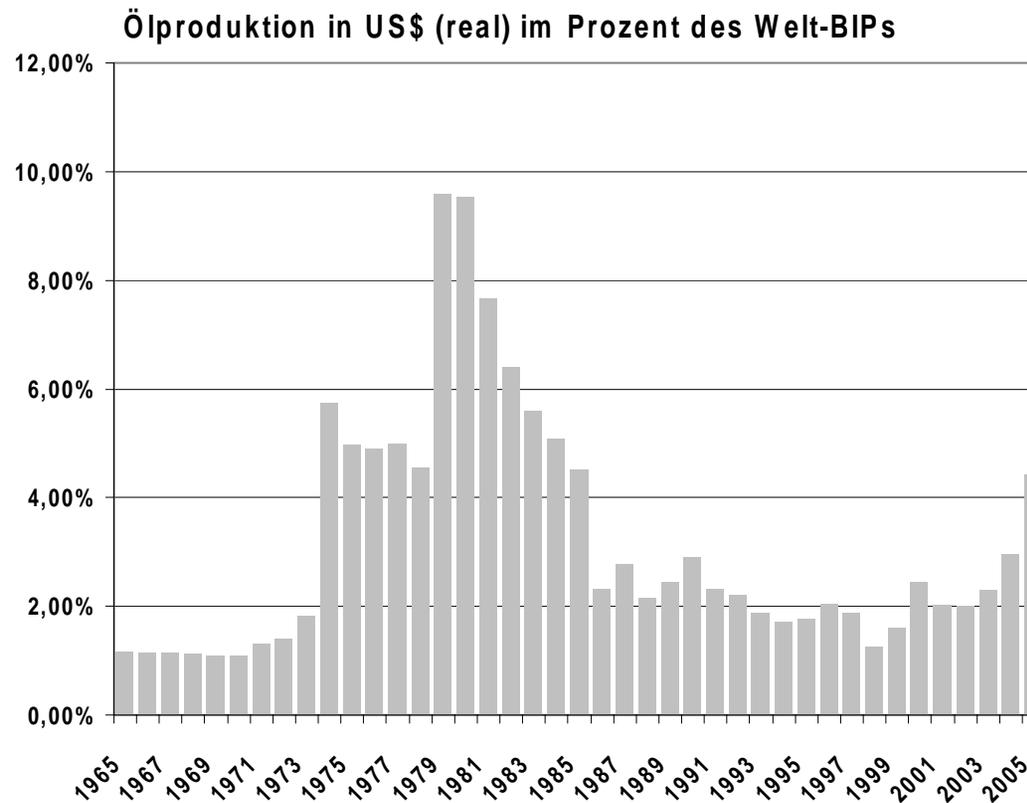
Quelle: Bloomberg, Lagerbestände USA inkl. Strategischer Erdölreserve, Daten bis 15. September 2006

Infolge hoher Ölpreise steigt die Zahl der Ölbohrungen aktuell rasant an



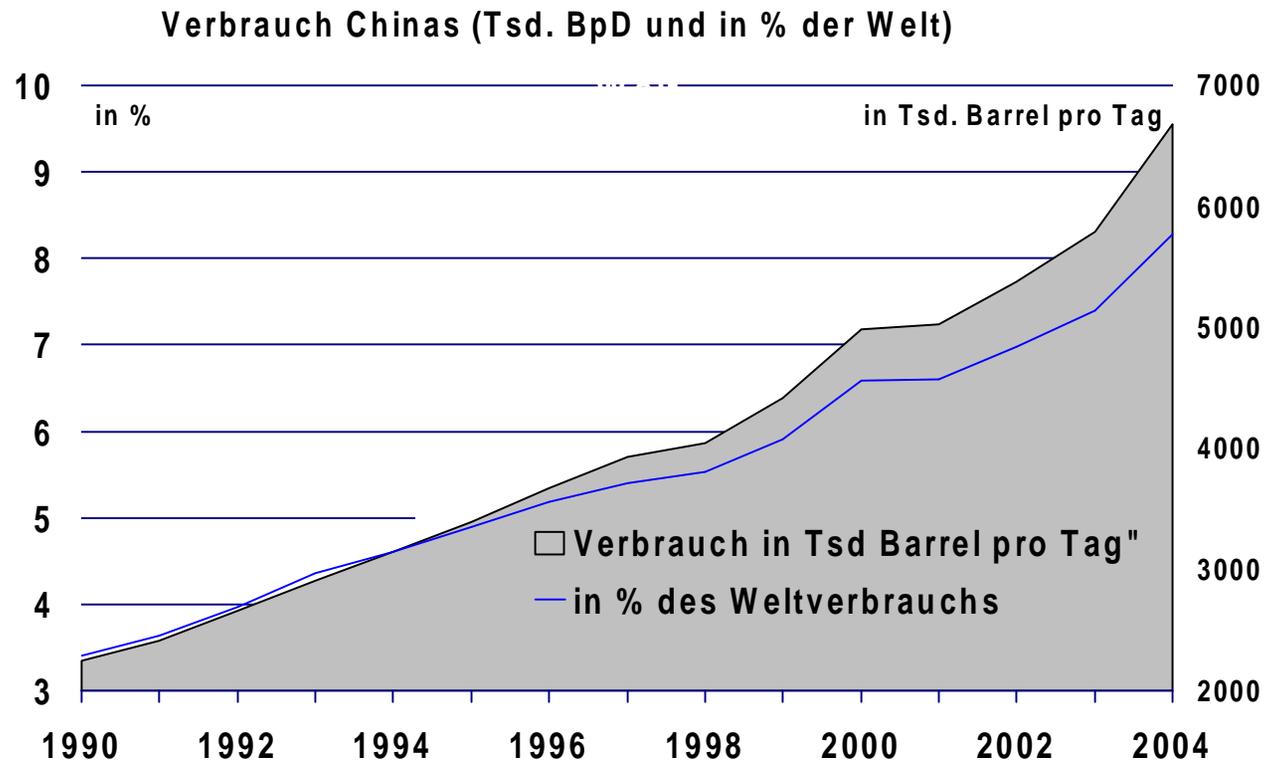
Quelle: Baker Hughes Total World Oil and Gas Rotary Rig Count, Bloomberg bis August 2006

Wert der Ölproduktion in % des Welt-BIPs  
2003 noch bei 2,31%, 2005 geschätzt 4,5 %



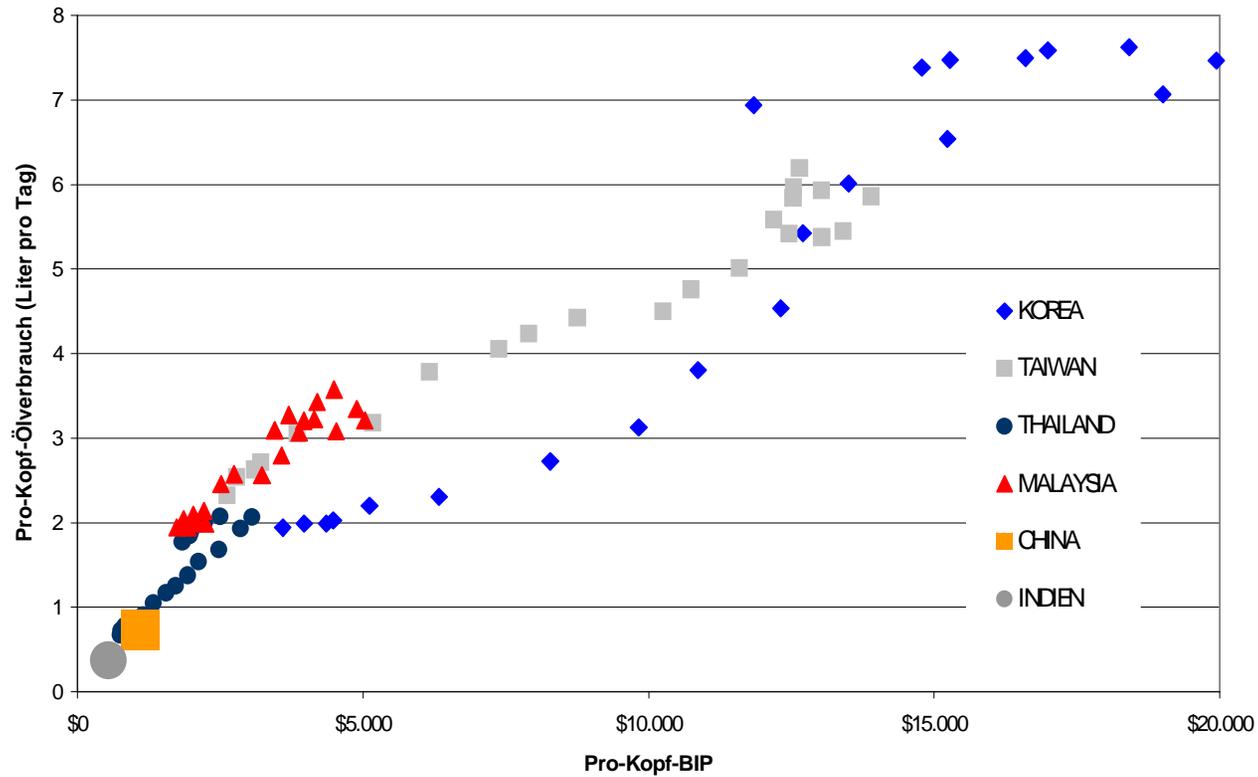
Quelle: Bloomberg, Daten für 2005 geschätzt

# Der Ölhunger Asiens steigt, allen voran der Chinas...



Quelle: BP Amoco Statistical Review of World Energy, Juni 2004

Wird China den gleichen Weg beschreiten wie zuvor Korea und Taiwan?



## Deflation oder Neuaufgabe der 70er?

- USA: Seit 2001 wird alles getan, um zu reflationieren!
- Bereitschaft zur Reflationierung in den USA ausgeprägter (Median in den USA deutlich höher verschuldet)
- Euroland: Sowohl Deflation (durch starke Euro-Aufwertung) als auch Reflationierung möglich (ECOFIN für Deviseninterventionen entscheidungsbefugt)

## Was sind Vorboten einer möglichen US-Wirtschaftskrise?

- Abkühlung des US-Immobilienmarktes
- Abnahme der US-Schuldendynamik
- US-Konsument sehr abhängig vom Immobilien- bzw. Schuldenzuwachs:
  - wegen negativer Sparquote
  - stagnierender Reallöhnen
  - historisch einmalig hoher Schuldendienstquote
- Handelt die Fed zu spät, droht 2007 schwere Rezession
- Anderenfalls führt noch stärkere Inflationierung zwar zur Vermeidung einer schweren Rezession, am Ende aber zur Zerrüttung des Geldsystems und der Wirtschaft

Dieses Dokument wurde von Thorsten Schulte erstellt und ist zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Diese Broschüre darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden und Personen, die in den Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt kein öffentliches Angebot von Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar.

Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments. Der Verfasser hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt der Verfasser keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines Beratungsgesprächs sowie Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokuments.

Die Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die Empfehlungen und Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde.

Die hier vertretene Meinung entspringt der persönlichen Auffassung des Verfassers. Sie beinhaltet ein Alternativ-Szenario.