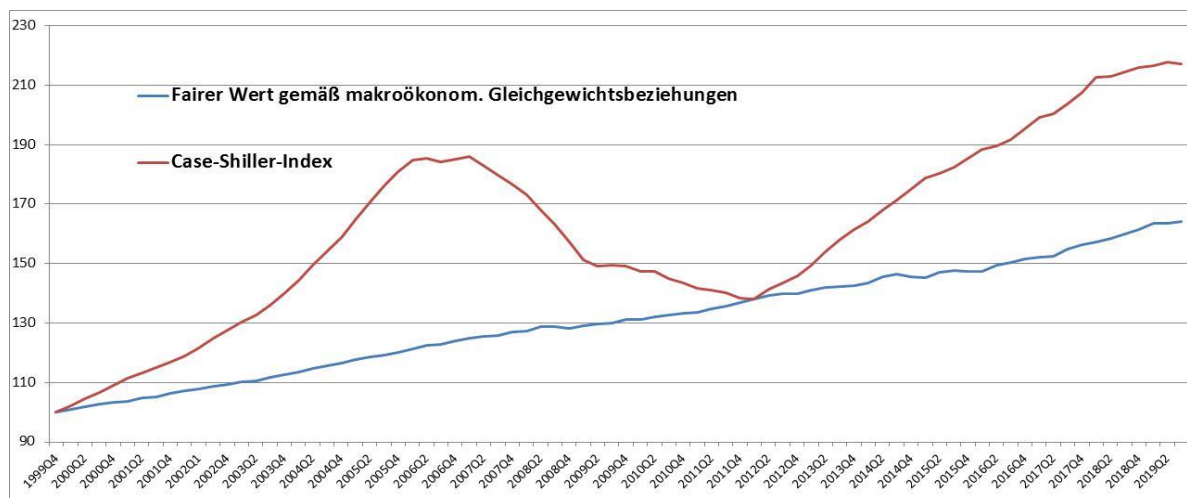


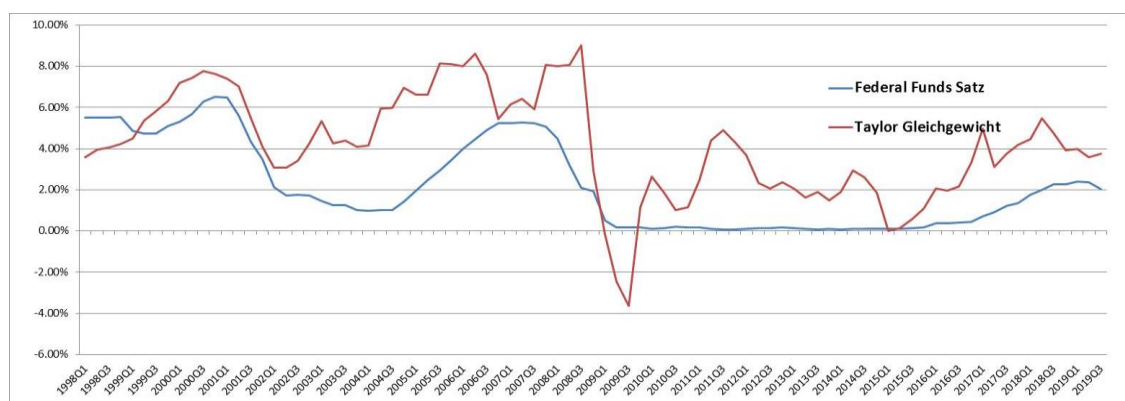
A: Immobilienmarkt in den USA

Graphik 1: Bewertung des Immobilienmarktes



Das makro-basierte Bewertungsmodell zeigt eine hohe Überbewertung des amerikanischen Immobilienmarktes an, deren Ausmaß sich jenem vor der großen Finanzkrise im Jahr 2008 annähert. Es ist davon auszugehen, dass der amerikanische Immobilienmarkt in eine neuerliche Phase der Überhitzung eingetreten ist. Allerdings liegt die private Verschuldung in Relation zum Einkommen der privaten Haushalte deutlicher tiefer als im Jahr 2007. In den USA ist der Immobilienmarkt anders als etwa in Deutschland vor allem ein Käufer- und kein Mietermarkt. Vor diesem Hintergrund sind die Mieten als notwendige Zahlungsstromgröße für das alternative Diskontierungsverfahren nur bedingt geeignet. Daher liefert das auf makroökonomischen Gleichgewichtsbeziehungen basierende Verfahren verlässlichere Ergebnisse.

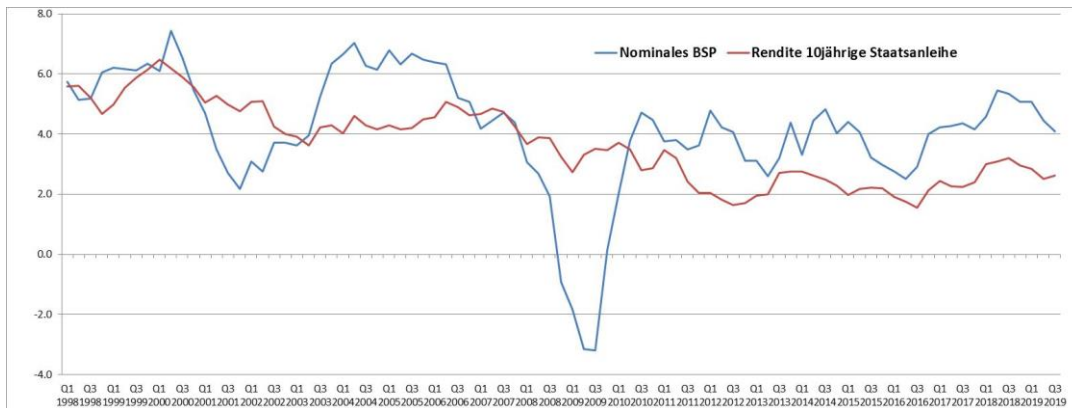
Graphik 2: Bewertung der Geldpolitik und der kurzfristigen Zinsen



Die kurzfristigen Zinsen – hier gemessen an Hand der Federal Funds Rate, zu der sich die Kreditinstitute Geld bei der Zentralbank beschaffen können – ist knapp 2% zu tief in Relation zur Taylor-Regel¹. Die Taylor-Regel ist ein weithin anerkannter Maßstab zu Bewertung der Geldpolitik und der kurzfristigen Zinsen. Diese Berechnungen lassen den Schluss zu, dass die Geldpolitik der Fed zu expansiv ist, was die Gefahr einer neuerlichen Finanzkrise erhöht.

¹ Sie bemisst sich nach dem Auslastungsgrad einer Volkswirtschaft, einem langfristigen Gleichgewichtszins, und der Abweichung der aktuellen Inflationsrate vom Inflationsziel der Notenbank.

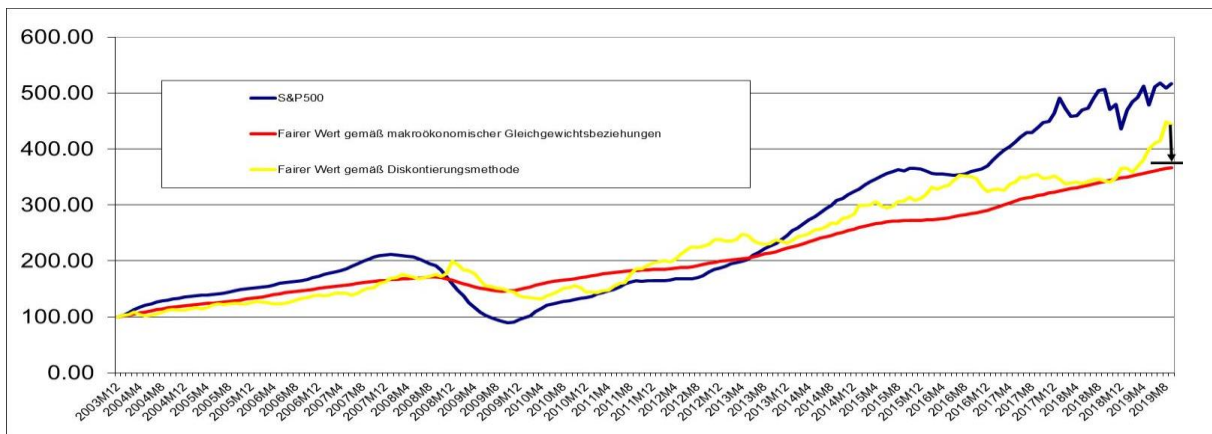
Graphik 3: Bewertung der langfristigen Zinsen



Bei den langfristigen Zinsen ergibt sich ein ganz ähnliches Bild. Im langfristigen Durchschnitt entwickeln sich die langfristigen Nominalzinsen und das nominale Sozialprodukt im Einklang. Diese auch theoretisch fundierte Beziehung lässt sich empirisch auf dieser Graphik sehr gut erkennen, selbst wenn es vorübergehend immer wieder zu größeren Abweichungen gekommen ist. Zur Zeit liegen die langfristigen Zinsen knapp 2% unter dem Niveau des nominalen Sozialproduktes und somit genau um diesen Betrag zu tief. Das tiefe Zinsniveau in den USA wird vor allem durch die immer noch expansive Geldpolitik der Notenbank hervorgerufen.

B: Aktienmarkt in den USA

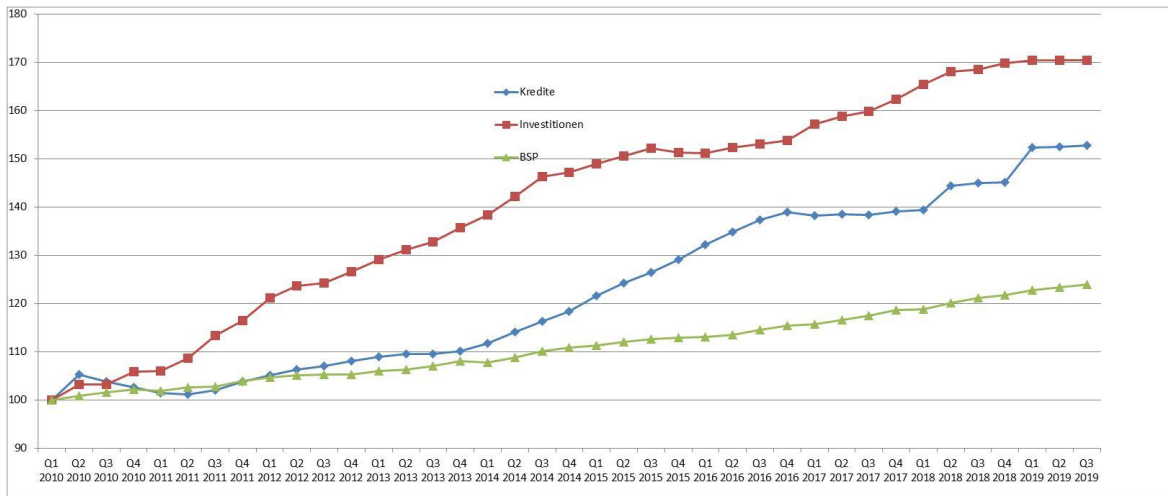
Graphik 4: Bewertung des Aktienmarktes



Für den US-Aktienmarkt wird ebenfalls eine Überhitzung angezeigt. Dies ist gemäß beider Bewertungsverfahren der Fall. Würde das Diskontierungsverfahren noch um den zu erwartenden Zinsanstieg bereinigt, sähe das Ergebnis sogar noch deutlicher aus – wie durch den schwarzen Pfeil im Bild deutlich wird. Im Bewertungsverfahren der makroökonomischen Gleichgewichtsbeziehungen ist kein Zinssatz enthalten. Bei dem gegenwärtigen Ausmaß der Überbewertung könnte man bereits von einer Preisblase ausgehen, sofern der beschriebene Zinseffekt (schwarzer Pfeil) mit einberechnet würde. Die erwartbare technische Korrektur zum Ende des Jahres 2018 deutete auf die Anfälligkeit des Marktes aufgrund des hohen Bewertungsniveaus hin. Im Kreditsektor haben sich mittlerweile große Ungleichgewichte aufgebaut. Diese könnten jetzt eine große Finanzkrise und einen Crash des Aktienmarktes auslösen, sobald die Wirtschaft in eine echte Rezession abgleitet. Das wäre dann auch das Ende des Finanzzyklus, der seit nun mehr 10 Jahren andauert. Zur Zeit kühlt sich die Wirtschaft merklich ab, ist aber noch nicht in einer Rezession.

C: Makroökonomisches Umfeld

Graphik 5: Die Entwicklung von Krediten und privaten Investitionen in Relation zum Bruttosozialprodukt in den USA



Die Investitionen und die Kredite weisen über die vergangenen 10 Jahre einen deutlichen stärkeren Anstieg auf als das Sozialprodukt. Vor allem der Anstieg der realen Kreditnachfrage ist Anlass zur Sorge. Am Kreditmarkt der USA weisen kritische Marktsegmente wie das der „Collateralized Loan Obligations“ wieder ein gefährliches Wachstum auf. Parallelen zu den „Collateralized Debt Obligations“, die eine maßgebliche Rolle für das Zustandekommen der letzten Finanzkrise spielten, sind nicht zu übersehen. Ausserdem gibt es ein sehr hohes Ausmass an Anleihen im niedrigen Investmentgrade-Bereich, die in einer Rezession zu Schrottanleihen werden und große Refinanzierungsprobleme auslösen könnten. Die folgende Graphik zeigt, dass die Unternehmensschulden ausserhalb des Finanzsektors trendbereinigt ein Niveau erreicht haben, das in der Vergangenheit vor größeren Finanzkrisen wie etwa den frühen siebziger und neunziger Jahren oder vor dem Millennium zu beobachten war.



Fazit: Der Immobilien- und Aktienmarkt sind erheblich überbewertet und nähern sich dem Niveau einer Preisblase an. Das Ausmaß der Überbewertung variiert naturgemäß mit dem verwendeten Bewertungsverfahren. Sollten sich entweder die Zinsen auf ein zu erwartendes Normalniveau erhöhen, was im Fall einer konjunkturellen Beschleunigung und eines auftretenden Inflationsdrucks passieren könnte, wäre ein Crash am Aktien- und Immobilienmarkt unvermeidlich ebenso wie eine sich anschliessende Finanzkrise. Sollte die Wirtschaft dagegen in eine Rezession abgleiten, könnten die skizzierten Ungleichgewichte an den Kreditmärkten ins Rutschen kommen. Dies würde zu stark

steigenden Risikoprämien und erheblichen Refinanzierungsproblemen für eine große Anzahl von Schuldner führen. Eine Finanzkrise wäre auch dann unausweichlich. Man bewegt sich also derzeit auf schmalen Grad. Das beste Szenario wäre ein moderates Wachstum, auch wenn das angesichts der hohen Bewertung am Aktienmarkt Enttäuschungen auslösen würde.