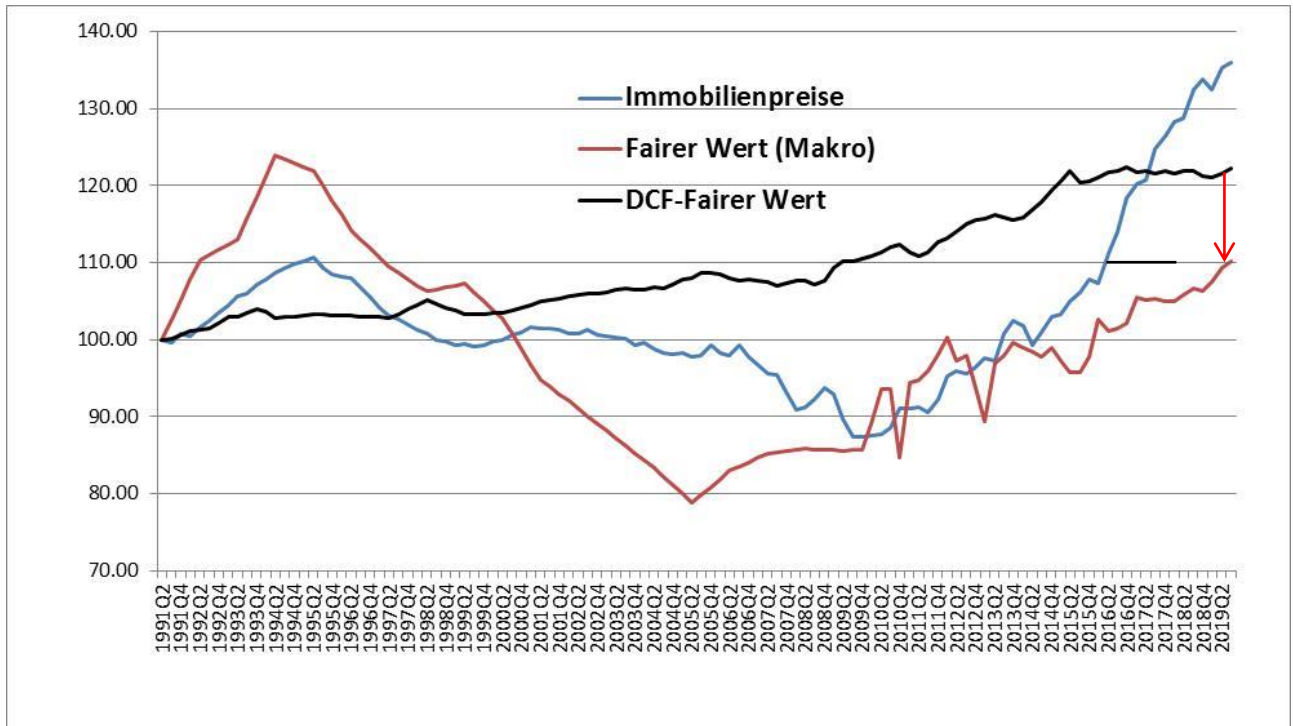


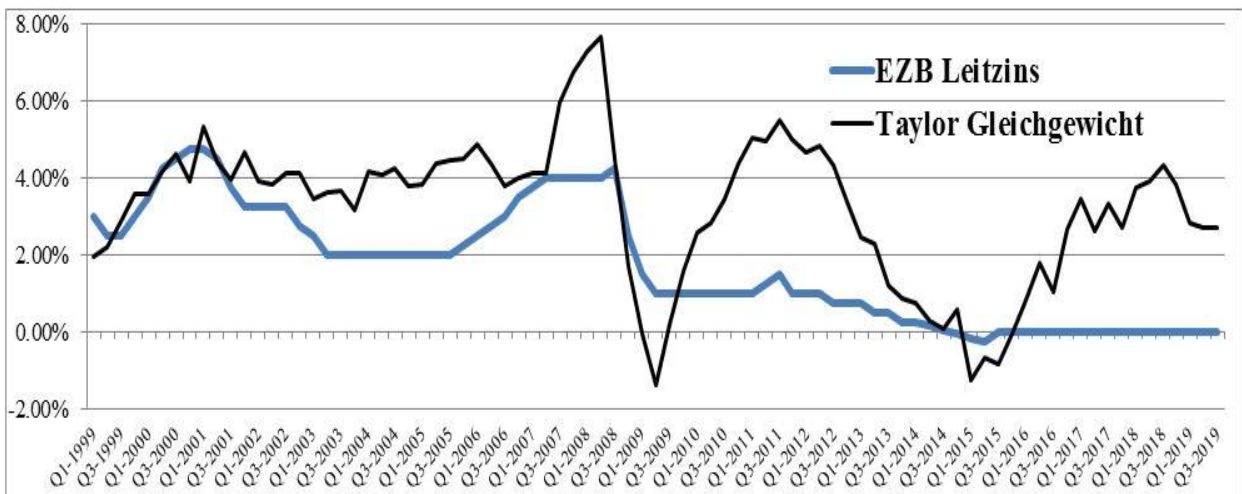
## A: Immobilienmarkt in Deutschland

Graphik 1: Bewertung des Immobilienmarktes



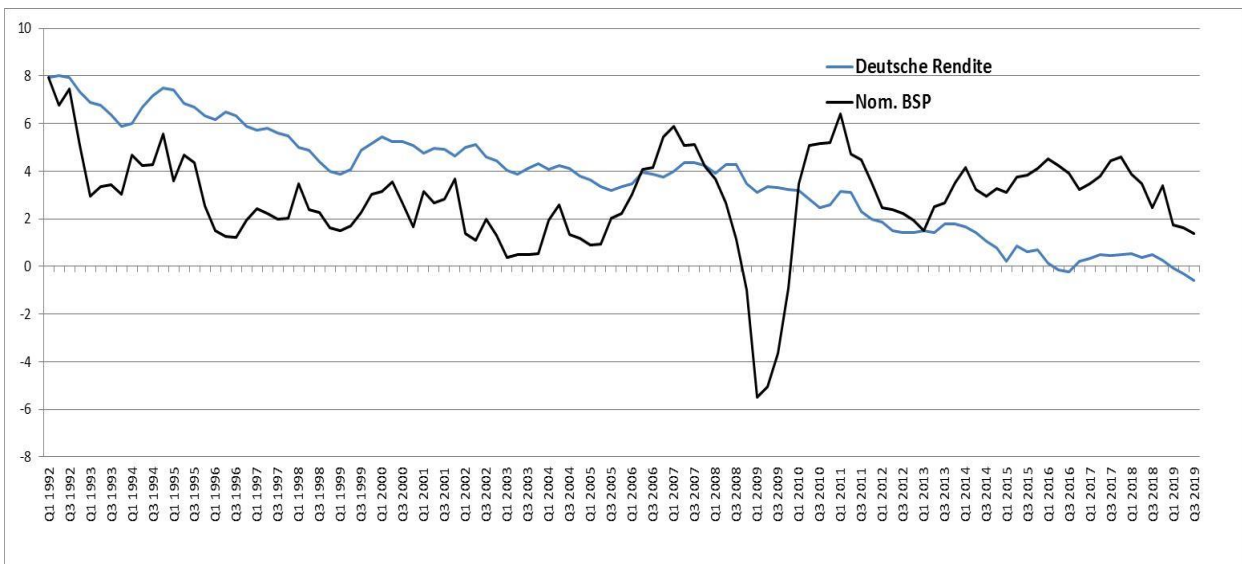
Der deutsche Immobilienmarkt hat nach Überwindung der Finanzkrise im Jahr 2009 einen rasanten Aufschwung hinter sich. Er hat seinen Wert um rund die Hälfte erhöhen können, nachdem er vorher lange Zeit Wertverluste erlitten hat. Das Bewertungsbild ist dagegen zunächst nicht ganz so eindeutig. Nach der Methode der makroökonomischen Gleichgewichtsbeziehungen ist der Immobilienmarkt in Deutschland um etwa 20% überbewertet. Gemäß der Diskontierungsmethode ist er dagegen nur rund 10% überbewertet. Allerdings ist die Diskontierungsmethode sehr zinslastig. Die Europäische Zentralbank führt seit vielen Jahren eine extreme Tiefzinspolitik durch. Es ist daher anzunehmen, dass das Diskontierungsverfahren einen zu hohen fairen Wert anzeigt in Relation zu einem Zinsniveau, das der gegenwärtigen Konjunkturlage angemessen wäre. Simuliert man einen solchen Zinssatz, der im Einklang mit den makroökonomischen Umfeld ist, dann ergibt sich ein fairer Wert auf jenem Niveau, das der Pfeil in der Graphik anzeigt. Dieses Niveau entspricht in etwa dem Modell der makroökonomischen Gleichgewichtsbeziehungen, so dass von einer Überbewertung des des Immobilienmarktes von rund 20% auszugehen ist. Dieses ist jedoch nur ein Durchschnittswert für Deutschland. In den Metropolregionen fällt die Überbewertung noch deutlich höher aus.

Graphik 2: Bewertung der Geldpolitik und der kurzfristigen Zinsen



Gemäß der Taylor-Regel müssten die Geldmarktzinsen der EZB bei 2.5 Prozent liegen. Über den betrachteten Zeitraum hatte die EZB insgesamt die Tendenz, die kurzfristigen Zinsen zu tief zu halten. Davon ist wohl auch in Zukunft auszugehen. Eine Fortsetzung ihrer Nullzinspolitik hat die EZB bereits angekündigt.

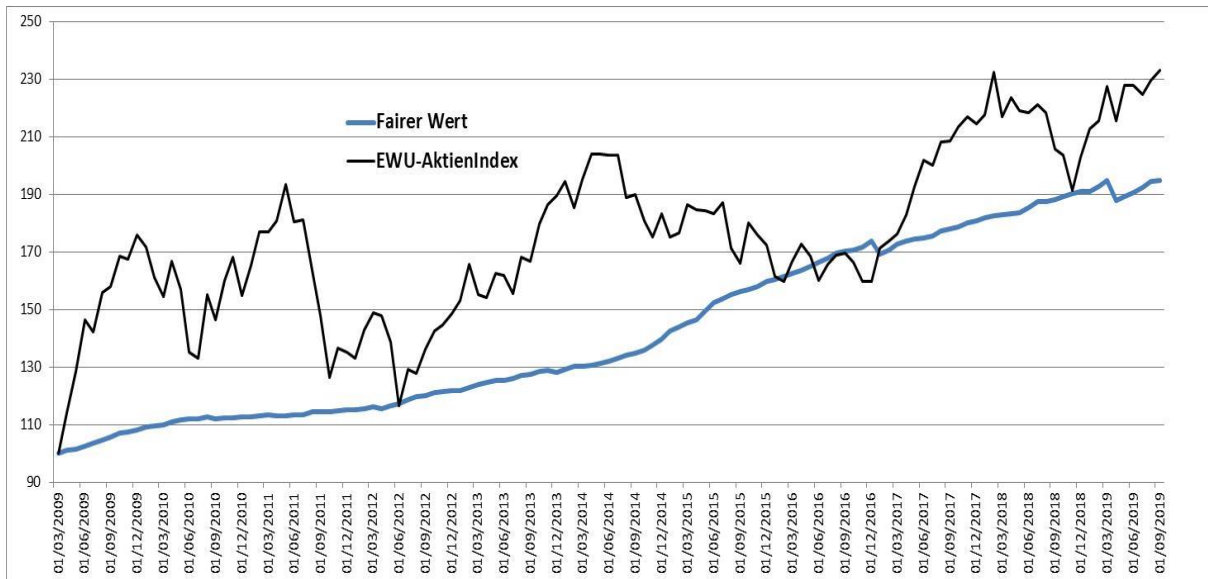
Graphik 3: Bewertung der langfristigen Zinsen



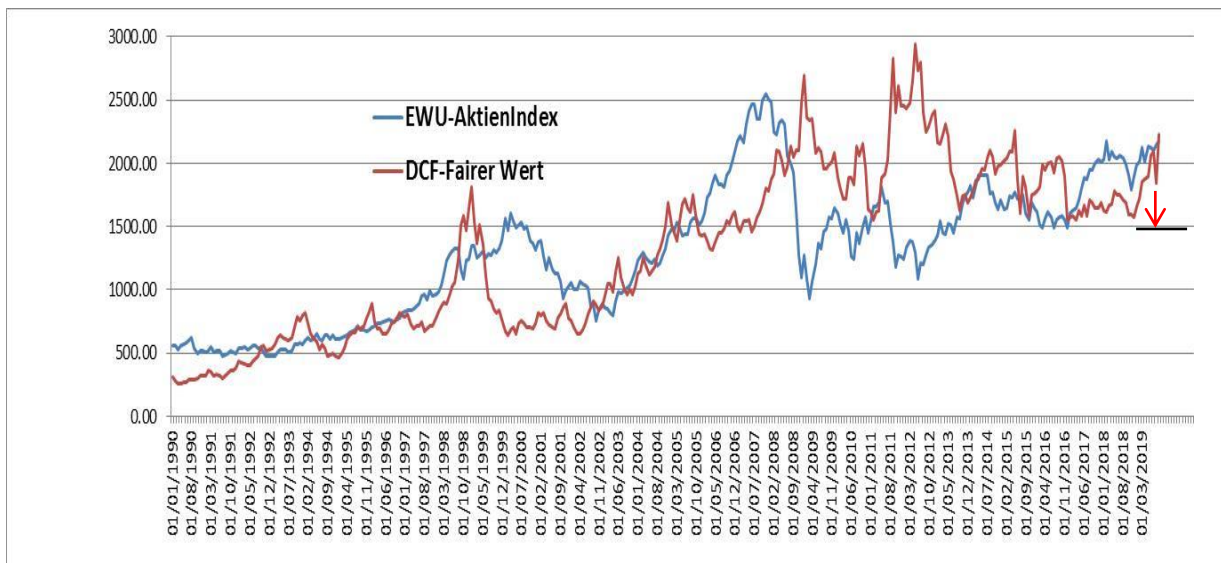
Auch die langfristigen Zinsen – gemessen durch die Rendite für 10jährige Staatsanleihen – sind zu tief und entsprechen nicht dem makroökonomischen Umfeld (gemessen am nominalen Sozialprodukt). Im Zuge der gegenwärtigen konjunkturellen Abkühlung sinkt allerdings auch das faire Renditeniveau und zwar auf unter 2%.

## B: Aktienmarkt in des Euroraums

Graphik 4: Bewertung des Aktienmarktes nach makroökonomischen Gleichgewichtsbeziehungen



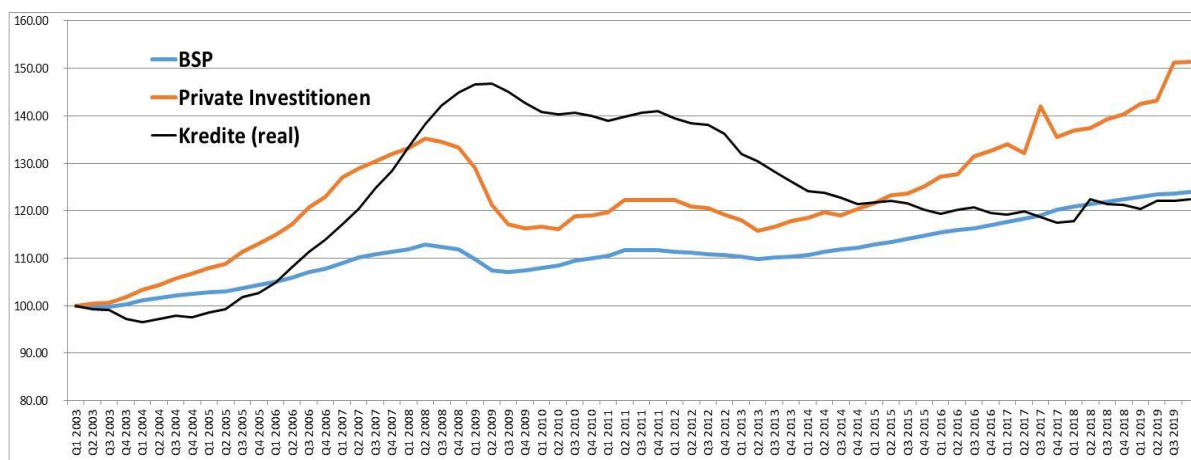
Graphik 5: Bewertung des Aktienmarktes nach der Diskontierungsmethode



Die beiden Bewertungsmethoden zeigen in Bezug auf den Europäische Aktienindex auf den ersten Blick recht unterschiedliche Ergebnisse an. Gemäß der Methode makro-ökonomischer Gleichgewichtsbeziehungen beträgt das Ausmaß der Überbewertung rund 20%. Beim Diskontierungsverfahren sieht es dagegen so aus, als ob das gegenwärtige Niveau des Aktienmarktes angemessen ist. Das Diskontierungsverfahren ist jedoch sehr zinssensitiv und durch die extrem tiefen Zinssätze fällt dessen berechnetes faires Niveau so hoch aus. Sollte es in der Zukunft zu einer Normalisierung der Zinssituation kommen, wäre der Aktienmarkt in Europa mit rund 30 überbewertet. Insgesamt ist der Markt hoch bewertet, aber nicht in einem Ausmaß wie es bei einer echten Preisblasen zu erwarten wäre.

## C: Makroökonomisches Umfeld

Graphik 6: Die Entwicklung von Krediten und privaten Investitionen in Relation zum Bruttosozialprodukt im Euroraum



Das Wirtschaftswachstum im Euroraum hat sich nach einer spürbaren Beschleunigung im Zeitraum zwischen den Jahren 2016 bis 2018 wieder verlangsamt. Die Investitionen haben dabei stärker zugenommen als das Sozialprodukt, nachdem die Investitionsnachfrage über viele Jahre hinweg schwach geblieben war. Die vor und sogar noch während der Finanzkrise andauernde übermäßige Kreditnachfrage bewegt sich nach einem längeren Abwärtstrend nun auf ein neues Gleichgewicht mit dem Wirtschaftswachstum zu. Von einer Beschleunigung der Kreditexpansion, wie sie typischerweise vor Preisblasen zu beobachten ist, ist jedoch nichts zu sehen. Insgesamt spricht von der makroökonomischen Seite derzeit nichts für eine kreditgetriebene Preisblase im Euroraum.

**Fazit:** Der deutsche Immobilienmarkt läuft heiß, ist jedoch noch ein gutes Stück von einer Preisblase entfernt. Der Aktienmarkt im Euroraum ist ebenfalls deutlich überbewertet, aber gleichfalls von einem Niveau entfernt, das als Preisblase zu bezeichnen wäre. Alle Märkte würden jedoch empfindlich getroffen, wenn sich das Zinsniveau am kurzen und langen Ende des Kapitalmarkts normalisiert. Wann das der Fall sein wird, hängt wesentlich von der Geldpolitik der EZB ab, die für dieses ungewöhnlich tiefe Zinsniveau gesorgt hat. Zu vermuten ist, dass erst bei einer weiteren spürbaren Verbesserung der makroökonomischen Bedingungen und/oder bei aufkommendem Inflationsdruck eine deutliche Trendumkehr der Geldpolitik erfolgt. Im Gegensatz zu den USA liegt der Output-Gap im Euroraum nahe bei Null, was auf keinen unmittelbaren Inflationsdruck schliessen lässt.