

# DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
*ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

## Periodical Part

### Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015

#### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015 (2018).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2994>

#### Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/econis-archiv/>

#### Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://zbw.eu/econis-archiv/terms-of-use>

#### Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

## Wohnimmobilien: Preisdynamiken nehmen deutschlandweit sichtbar zu

Der Aufschwung am Immobilienmarkt hat in 2017 erneut an Breite gewonnen. Deutschlandweit stiegen die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum um 5,4 % nach 4,9 % und 3,2 % in 2016 und 2015. In den städtisch und ländlichen Regionen zog das Preiswachstum in 2017 im Vergleich zum Vorjahr ebenfalls an. Trotz der höheren Dynamik am aktuellen Rand fällt das Preiswachstum im Vergleich zum Basisjahr 2007 und den ökonomischen Fundamentaldaten aus gesamtdeutscher Sicht aber noch moderat aus. Preistreiber bleiben der hohe Zuzug nach Deutschland (insbesondere in die Städte), das historisch niedrige Zinsniveau und die gute Konjunktur in Deutschland.

Der Immobilienboom in den sechs größten deutschen Städten Deutschlands (Großen-6) setzte sich im vergangenen Jahr fort. Hier stiegen die Immobilienpreise im Schnitt um 11,6 %. Damit fiel die Preiswachstumsrate in 2017 beinahe doppelt so hoch aus wie 2015. Der Preisauftrieb übertraf in den Großen-6 erneut die Wachstumsraten wichtiger Fundamentaldaten wie die des verfügbaren Einkommens oder der Mieten. Die Schere zwischen den Wohnimmobilienpreisen und den verfügbaren Einkommen, d.h. die Bezahlbarkeit von Wohnraum, öffnete sich dadurch weiter. Seit 2007 sind die Immobilienpreise in den sechs größten deutschen Städten rund 55 % stärker gewachsen als die verfügbaren Einkommen.

Die makroökonomischen Risiken des Immobilienmarkts fallen beherrschbar aus. Zum einen ist der Aufschwung in der Breite nur begrenzt kreditfinanziert. Zum anderen ist in weniger als 10 % der Kreise Deutschlands die Lage an den Wohnimmobilienmärkten angespannt. Gleichwohl besteht in den Metropolen die Gefahr, dass Immobilien verstärkt als Spekulationsobjekt missbraucht werden. Nur über mehr Wohnraum sowie weniger kostentreibende und angebotsverknappende Regulierungsvorschriften dürften die Verspannungen in den Großstädten zu lösen sein.



### Inhalt

### Seite

#### Wohnimmobilien: Preisdynamiken nehmen deutschlandweit sichtbar zu

2

Autor: Dr. Jan Philip Weber  
 E-Mail: [j.weber@bvr.de](mailto:j.weber@bvr.de)

#### Finanzmärkte

6

Autor: Dr. Jan Philip Weber  
 E-Mail: [j.weber@bvr.de](mailto:j.weber@bvr.de)

#### Konjunktur

11

Autor: Dr. Gerit Vogt  
 E-Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

## Wohnimmobilien: Preisdynamiken nehmen deutschlandweit sichtbar zu

Der Aufschwung am Immobilienmarkt hat sich 2017 deutschlandweit verfestigt und erneut an Breite gewonnen. Nachdem der Anteil der Kreise mit einer Jahreswachstumsrate der Preise für selbstgenutztes Wohneigentum von mehr als 5,0 % in 2015 noch bei 4,5 % gelegen hatte, betrug dieser in 2017 bereits 56,7 %. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der höheren durchschnittlichen Jahreswachstumsrate der Preise über alle 402 Stadt- und Landkreise in Deutschland wider. Deutschlandweit stiegen die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum im Schnitt um 5,4 % nach 4,9 % und 3,2 % in 2016 und 2015.

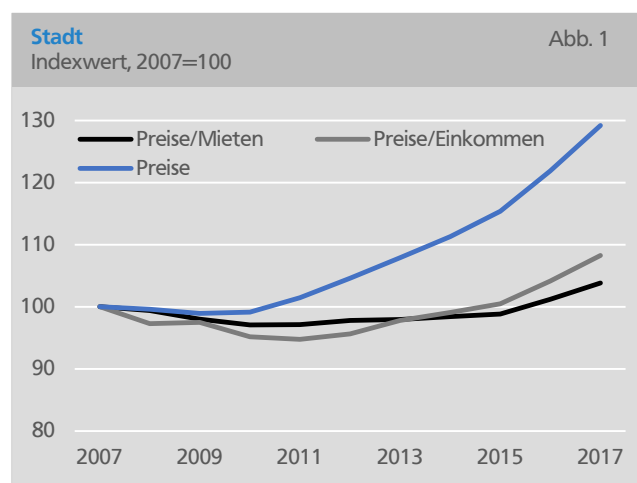
Die gestiegene Preisdynamik macht sich sowohl in den städtisch als auch in den ländlich geprägten Regionen Deutschlands bemerkbar. In den Städten kletterten die Preise für Wohnraum im Schnitt um 6,0 % nach 5,7 % und 3,6 % in 2016 und 2015. In den eher ländlich geprägten Regionen Deutschlands kam es in 2017 zu einem Anstieg von 4,8 %. In 2016 und 2015 hatten diese noch bei 4,2 % bzw. 2,7 % gelegen. In den Städten und auf dem Land dürften die Preise in 2017 im Schnitt erneut stärker gewachsen sein als die Einkommen<sup>1</sup>.

Die Zunahme der Preisdynamiken in den vergangenen zwei Jahren ist in erster Linie auf drei zentrale Entwicklungen zurückzuführen. Erstens trieb die Zuwanderung nach Deutschland die Preise in der Breite. Vor allem in den städtisch geprägten Kreisen nahm die Bevölkerung in 2015 und 2016 insgesamt stärker zu als der Bestand an Wohnungen (Abb. 4). Der zweite Faktor ist das historisch niedrige Zinsniveau (Abb. 6). So

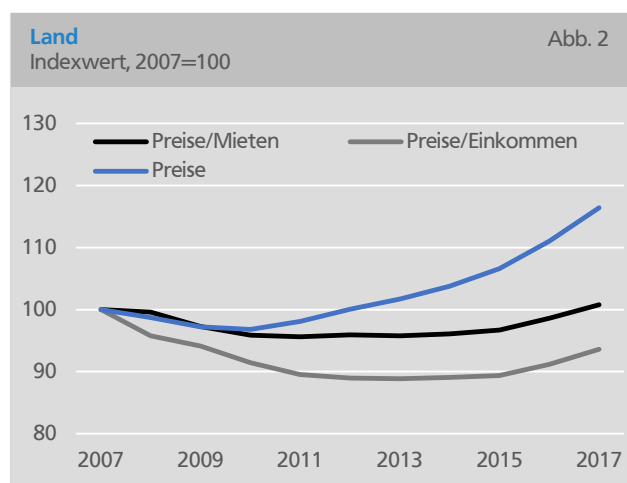
haben die niedrigen Finanzierungskosten in den Städten und im ländlichen Raum die Preise massiv getrieben. Seitdem der Leitzins für die Eurozone im März 2016 auf 0 % gesenkt wurde, bewegt sich der Zins für Immobilienkredite unter der Marke von 2 %. Ein dritter Preistreiber ist die anhaltend gute Konjunktur, die die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte aber auch die Baukosten in 2017 deutlich steigen ließ.

Trotz der höheren Preisdynamik am aktuellen Rand fällt das Preiswachstum in der mittleren Frist moderat aus. So lagen die Immobilienpreise in den Städten im Schnitt rund 30 % und auf dem Land gut 16 % über ihrem Niveau von 2007, das wiederum kein Hochpreisjahr war. Der Vergleich der Immobilienpreise mit den Mieten und den verfügbaren Einkommen zeigt, dass sich die Preise in der Breite nicht von ihren wichtigen Fundamentalfaktoren abgekoppelt haben (Abb. 1 & 2).

Während die Preise für Wohneigentum in den städtisch geprägten Regionen seit 2007 rund 8 % stärker gewachsen sind als die Einkommen, liegt das Wachstum der Preise in den ländlichen Gebieten im 11-Jahresvergleich sogar unter dem der Einkommen. Unterm Strich bleiben die Preisentwicklungen damit im Toleranzbereich eines in der Breite stabilen Immobilienmarktes. Vor allem in strukturschwachen, ländlichen Gebieten könnten sich die in der jüngsten Vergangenheit sichtbar gestiegenen Preiswachstumsraten aber mit dem Ende des Niedrigzinsniveaus und dem Fortschreiten des demographischen Wandels als wenig nachhaltig erweisen.



Quelle: vdpResearch, BBSR, Statistisches Bundesamt, BVR



Quelle: vdpResearch, BBSR, Statistisches Bundesamt, BVR

<sup>1</sup> Die Pro-Kopf-Einkommen für die Kreise wurden für 2016 und 2017 mit der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate der Jahre 2014 und 2015 fortgeschrieben.

## Immobilienmärkte in den Großstädten angespannt

Die Preisdynamiken in den deutschen Boomregionen heben sich deutlich vom Rest Deutschlands ab. In den sechs größten deutschen Städten (die Großen-6<sup>ii</sup>) stiegen die Immobilienpreise in 2017 um 11,6 % nach 9,2 % und 6,3 % in den Jahren 2016 und 2015. Damit kam es seit 2015 fast zu einer Verdopplung der Preiswachstumsraten. Seit 2007 sind die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum im Schnitt über die Großen-6 um 72 % gestiegen. Spitzenreiter in dieser Gruppe sind die Millionenstädte Berlin, München und Hamburg mit einem Preiswachstum von bis zu 200 % seit 2007.

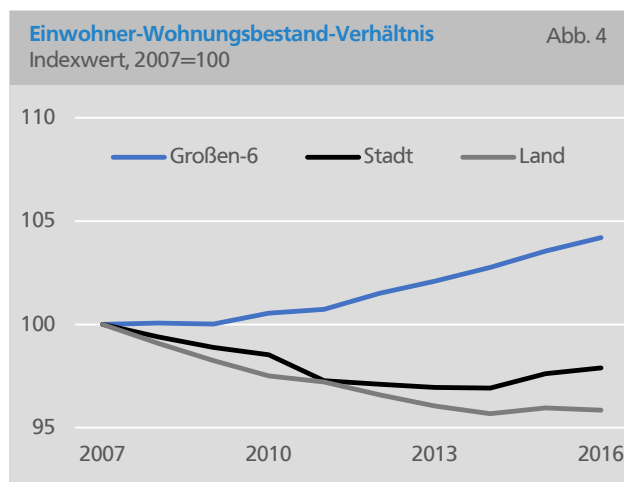
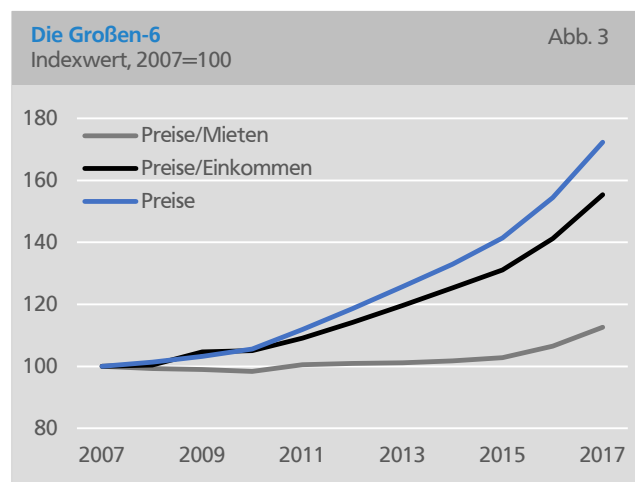
Die Abkopplung der Immobilienpreise von den Einkommen in den deutschen Großstädten setzte sich im vergangenen Jahr in erhöhtem Tempo fort. In den Großen-6 stiegen diese erneut stärker als die verfügbaren Einkommen. Seit 2007 sind die Preise für Wohneigentum um 55 % stärker gewachsen als die verfügbaren Einkommen. Die Mieten haben in 2017 mit 5,5 % ebenfalls kräftig zugelegt, wenn auch weniger stark als die Immobilienpreise. Gleichwohl lag auch ihre Entwicklung deutlich über der der Einkommen.

Die Lage auf den Immobilienmärkten der Großstädte ist angespannt. Die sich öffnende Schere zwischen den Wohnpreisen und den Einkommen ist das Produkt einer zunehmenden Verknappung von Wohnraum infolge eines steten Zuzugs in die großen Städte Deutschlands. Insgesamt nahm die Bevölkerung in den Großen-6 seit 2007 um 11,7 % zu. Damit überstieg die Bevölkerungszunahme deutlich die Ausweitung des

Wohnungsbestands. Von 2012 bis 2016 fiel der jährliche prozentuale Anstieg der Einwohnerzahlen im Schnitt um 0,7 Prozentpunkte höher aus als der Zuwachs an Wohnungen. Zusätzlich zur Wohnraumverknappung treibt auch der Niedrigzins die Immobilienpreise in den deutschen Metropolen. In einem Umfeld höherer Mieten und niedriger Finanzierungskosten stieg die Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohneigentum. Die Einkommensentwicklung spielte in den Großen-6 hingegen eine untergeordnete Rolle.

Das Preisabwärtsrisiko in den Großstädten fällt für die kommenden Jahre gering aus, da die preistreibenden Faktoren ausgeprägt bleiben. Weder ist mit einem schnellen und markanten Zinsanstieg zu rechnen, noch ist das Ende des Zuzugs in die Großstädte abzusehen. Der hohe Nachfrageüberhang in den Großstädten wird also bestehen bleiben. Aktuell fällt das Rückschlagpotential in den Großstädten damit gering aus.

Der Preisanstieg in den Metropolen und im restlichen Bundesgebiet wird sich in den kommenden Jahren fortsetzen, wenn auch etwas weniger stark als in 2017. Die preistreibenden Faktoren werden bis 2020 leicht an Strahlkraft einbüßen. So dürften die Einwohnerzahlen im Zuge eines nachlassenden Zuzugs und des demographischen Wandels etwas weniger stark wachsen als in den Jahren zuvor. Zudem wird der langsame und schrittweise Anstieg der Zinsen die Finanzierungskosten ab 2019 erhöhen. Verantwortlich hierfür dürfte vor allem die zu erwartende geldpolitische Wende im Euroraum im kommenden Jahr sein.



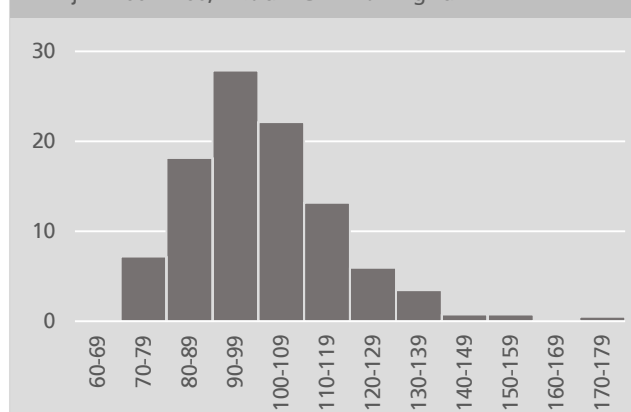
<sup>ii</sup> Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt, Stuttgart.

### Makroökonomische Risiken begrenzt

Trotz der hohen Dynamik in den Großstädten bleibt das Risiko einer klassischen Immobilienpreisblase in Deutschland beherrschbar. So bildet die Abkopplung der Preise von ihren Fundamentalfaktoren deutschlandweit betrachtet eine Ausnahme. In der großen Mehrheit der Stadt- und Landkreise Deutschlands entwickelten sich die Preise im Einklang mit den Mieten und Einkommen. Wie Abbildung 5 zeigt, sind von 2017 bis 2007 in mehr als der Hälfte aller Kreise die Wohnimmobilienpreise schwächer gewachsen als die Einkommen. Nur in rund 6 % aller Kreise Deutschlands war eine Abkopplung der Preise von den Einkommen von über 30 % über einen Zeitraum von 11 Jahren zu beobachten. Das massive Auseinanderlaufen der Preise von den Einkommen bleibt also regional begrenzt.

Zum anderen ist der Aufschwung am deutschen Immobilienmarkt weiterhin nicht übermäßig kreditfinanziert. Eine Beschleunigung der Immobilienkreditvergabe in Deutschland ist zwar seit 2015 durchaus zu erkennen. Die Jahreswachstumsrate der Immobilienkreditbestände bewegt sich aber seit 2016 auf einem moderaten Level von 3,5 bis 4,0 % pro Jahr (Abb. 6). Auch die im internationalen Vergleich moderate Verschuldungsquote der Haushalte von etwas mehr als 90 % der verfügbaren Einkommen liefert keine Hinweise auf eine übermäßige Kreditvergabe. Damit erscheint nicht nur das Risiko eines zu hohen Engagements der Bundesbürger, sondern auch der Banken auf dem Immobilienmarkt in der Breite momentan beherrschbar.

**Verteilung der Preis-Einkommen-Quoten in 2017** Abb. 5  
Basisjahr 2007=100; in % der Gesamtmenge der Kreise



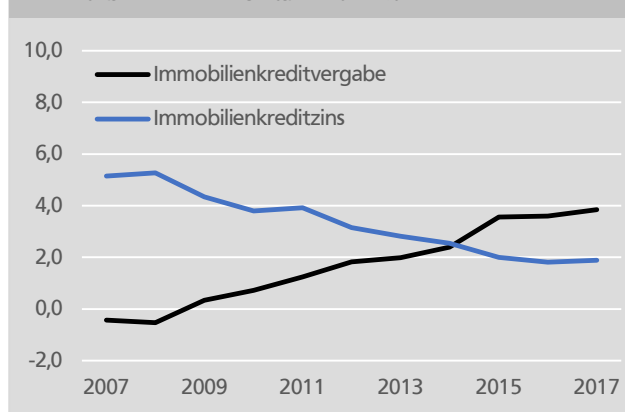
Quelle: vdpResearch, BVR

### Handlungsbedarf in Ballungsräumen hoch

In 5 bis 10 % der Kreise Deutschlands ist die Lage an den Wohnimmobilienmärkten angespannt. Insbesondere in den Metropolen mit ihren sehr hohen Preiswachstumsraten besteht die Gefahr, dass Immobilien verstärkt als Spekulationsobjekt missbraucht werden. Hier fällt der politische Handlungsbedarf hoch aus. An zwei zentralen Handlungsmaximen sollte sich die Politik in den Boom-Regionen orientieren. Dazu gehört zum einen die gezielte Schaffung zusätzlichen Wohnraums durch Nachverdichtung und Schaffung neuer Wohnviertel auf bestehenden Brachflächen oder außerhalb der Stadtgrenzen.

Zum anderen ist ein Übermaß an Regulierung zu vermeiden. So sollte der Gesetzgeber bei kostentreibenden Bauvorschriften mehr Zurückhaltung zeigen. Zudem sind die Verschärfung der Mietpreisbremse oder andere Preisregulierungen die falsche Antwort auf die Entwicklung in den Metropolen. Ein Eingriff in den Preismechanismus verbessert in der Regel nicht die Marktsituation nachhaltig. Die Fehler der Vergangenheit sollten nicht wiederholt werden. Auch das gut gemeinte Baukindergeld wird die Wohnproblematik der Metropolen nicht lösen, fällt es doch letztendlich für diese Regionen zu gering aus. In strukturschwachen Regionen könnten diese Gelder hingegen im Fahrwasser niedriger Finanzierungskosten einen fehlgeleiteten Wohnungsbau provozieren. Im Gegensatz zu den Boom-Regionen sollte daher in diesen Gegenden darauf geachtet werden, wo und wieviel gebaut wird.

**Zins und Kreditvergabe** Abb. 6  
Zinssatz bzw. Jahreswachstumsrate in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## DATEN UND METHODIK

Die Wohnimmobilienpreise und Mieten für die 402 Land- und Stadtkreise stammen vom vdpResearch, der Immobilienmarktforschungsgesellschaft des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken. Die Einkommen, der Wohnungsbestand und die Zahlen zur Bevölkerungsentwicklung sind der Regionalstatistik des Statistischen Bundesamtes entnommen. Die Klassifizierungen Stadt und Land wurden über das Bundesinstitut für Bau-, Stadt-, Raumforschung bezogen.

Die Landkreisfusion zwischen LK Göttingen und LK Osterode am Harz aus dem Jahr 2017 wurde nicht berücksichtigt. Im Fall der Daten des statistischen Bundesamtes wurden die Werte für Göttingen und Osterode am Harz mit Hilfe der Daten des neuen fusionierten LK Göttingen fortgeschrieben. Die Landkreisfusionen in Mecklenburg-Vorpommern von 2011 wurde voll berücksichtigt. Die Werte vor 2011 wurden so weit möglich nach Maßgabe der Gebietsreform mit den Werten ihrer alten Landkreise errechnet. Die Daten der Städteregion Aachen wurden für die Jahre 2007 und 2008 aus den Zahlen zur kreisfreien Stadt Aachen und des Landkreises Aachen berechnet.

Beim Immobilienkreditzins handelt es sich um den effektiven Jahreszins von Immobilienkrediten an private Haushalte im Neugeschäft über alle Laufzeiten einschließlich der Kosten. Die Zahlen entstammen der MFI-Zinsstatistik der Deutschen Bundesbank. Die Immobilienkreditvergabe ist der Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank entnommen. Es handelt sich hierbei um die Wohnungsbaukredite an wirtschaftlich unselbständige und sonstige Privatpersonen.

Die Bevölkerungszahlen der Kreise wurden aus der Summe der Nettozuwanderungen, der Geburten und der Sterberate berechnet. Basisjahr für die Berechnung ist die Bevölkerungszahl im Jahr 2007. Das Jahr 2016 wurde mit der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate der Bevölkerung aus den Jahren 2014 und 2015 prognostiziert. ■

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum solide

Die Kredite an Unternehmen im Euroraum haben im April ihre Jahreswachstumsrate aus dem Vormonat bestätigt. Damit fiel das Wachstum der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kreditsumme an Unternehmen mit 3,3 % weiterhin solide aus. Im Monatsvergleich stieg die Kreditvergabe um 12 Mrd. Euro nach einem Zuwachs in Höhe von 18 Mrd. Euro im März. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kredite an die Privaten Haushalte wuchsen im Jahresvergleich mit 3,0 % genauso stark wie im Vormonat März. Die Kreditvergabe an die Privaten Haushalte im Euroraum legte im April mit 11 Mrd. Euro um 7 Mrd. Euro weniger stark zu als im März.

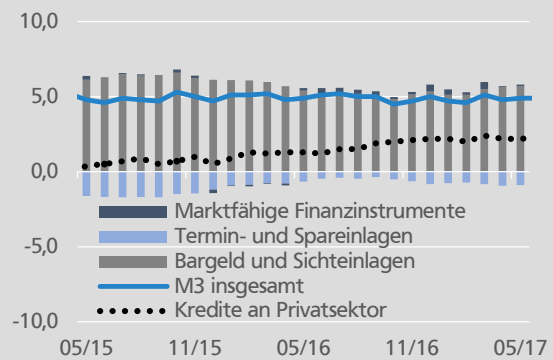
### Geldmengenwachstum zieht leicht an

Das Geldmengenwachstum hat sich im April wieder beschleunigt. Mit einer Jahreswachstumsrate von 3,9 % lag das Wachstum von M3 0,2 Prozentpunkte über seinem Vormonatswert. Haupttreiber des Geldmengenwachstums blieb die besonders liquide Geldmenge M1 mit einem Wachstumsbeitrag in Höhe von 4,5 nach 4,8 Prozentpunkten im März. Die weniger liquiden Spareinlagen dämpften das Geldmengenwachstum um 0,6 Prozentpunkte. Mit einem Beitrag von 0,0 Prozentpunkten fiel der Wachstumsbeitrag der marktfähigen Finanzinstrumente neutral aus. Einen Monat zuvor hatte dieser noch bei -0,4 Prozentpunkten gelegen.

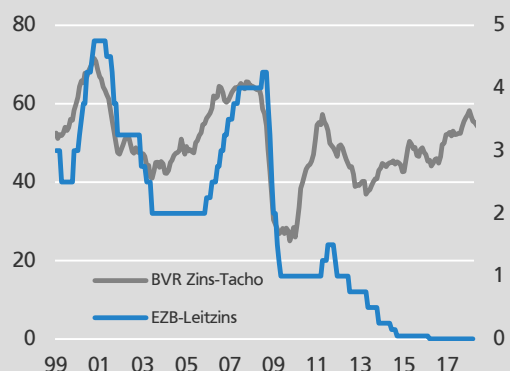
### Inflationsrisiko im Euroraum leicht rückläufig

Der BVR Zins-Tacho hat sich im Mai leicht verringert. Das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos im Euroraum sank im Monatsvergleich um 1 Zähler auf 55 von 100 möglichen Punkten. Der Tacho signalisiert damit einen leichten Rückgang des Inflationsrisikos im Währungsraum. Gleichwohl zeigt der Zins-Tacho weiterhin ein moderates Inflationsrisiko für den Euroraum an. Im Januar 2018 hatte der Index noch bei 58 Punkten gelegen.

**Beiträge zum M3-Wachstum**  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



**BVR Zins-Tacho**  
in Punkten



|                       | Mrz. 18   | Apr. 18   | Mai. 18   |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|
| <b>BVR Zins-Tacho</b> | <b>56</b> | <b>56</b> | <b>55</b> |
| Konjunktur (50 %)     | 74        | 72        | 72        |
| Preise/Kosten (40 %)  | 37        | 38        | 38        |
| Kreditdynamik (10 %)  | 40        | 40        | 41        |

Der BVR Zins-Tacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Hinweise zur Berechnung finden sich im BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Februar 2018.

Quelle: Thomson Reuters Datastream



Grund für den Rückgang des Inflationsrisikos im Euroraum seit Jahresbeginn ist die leichte Abkühlung der Euro-Konjunktur. Der Unterindikator Konjunktur lag im Januar noch bei 78 Punkten. Im Mai notierte er dann bei 72 Zählern. Während die Kreditdynamik seit Jahresbeginn weitestgehend ihr Niveau hielt, ging der Preisdruck seitens der Preise und Kosten zurück. Gleichwohl könnten in den kommenden Monaten steigende Energiepreise den Inflationsdruck von dieser Seite erhöhen.

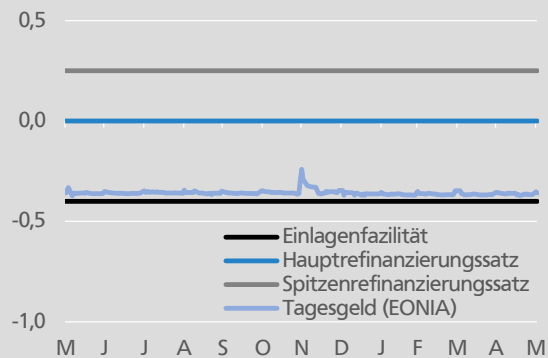
### Geldmarktzinsen wenig verändert

Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt haben sich im Mai kaum von der Stelle bewegt. Der Zins für Dreimonatsgelder stieg leicht um 1 Basispunkt auf - 0,32 %. Der Zins für Jahresgelder blieb unverändert bei - 0,19 %. Der Tagesgeldsatz notierte vergangene Woche unverändert im Schnitt bei - 0,36 %.

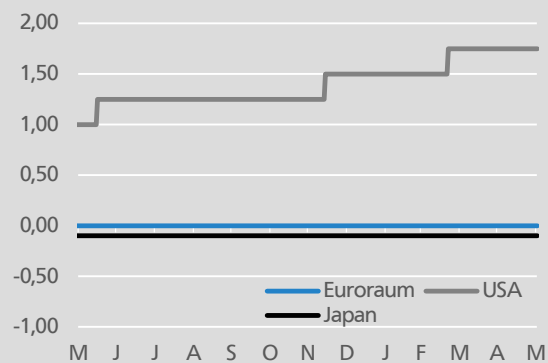
### EZB-Leitzinsen unverändert

Wie allgemein erwartet, hat der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) in seiner Sitzung am 26. April entschieden, die Leitzinsen im Euroraum unverändert zu lassen. Der Hauptrefinanzierungssatz blieb bei 0,0 %. Auch beim Einlagezins (-0,4 %) wurde keine Veränderung vorgenommen. Das Anleihekaufprogramm soll wie angekündigt bis September 2018 mit einem Ankaufvolumen von 30 Mrd. Euro fortgeführt werden. Zudem besteht weiterhin die Option auf eine Verlängerung des Programms. Nach Einschätzung des EZB-Präsidenten Mario Draghi sollte der jüngste Rückgang einiger Konjunkturindikatoren nicht überwertet werden. Diese deuten zwar auf eine gewisse Abschwächung des über mehrere Quartale hinweg überaus hohen Wirtschaftswachstums hin. Es werde aber voraussichtlich bei der soliden Expansion im Euroraum bleiben.

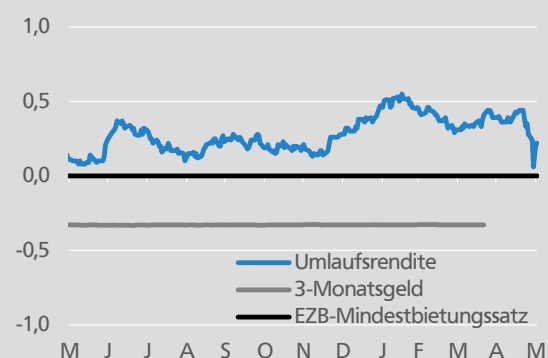
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Italien verunsichert die Märkte

Die europäischen Rentenmärkte standen im vergangenen Monat ganz im Zeichen der politischen Krise in Italien. Zunächst sorgte die sich anbahnende Regierungskalition aus der rechtspopulistischen Partei Lega und der eher linkspopulistischen Partei Fünf-Sterne für Verunsicherung an den Finanzmärkten. Beide Parteien hatten im Vorfeld der italienischen Parlamentswahl eurokritische Töne angeschlagen. Im Regierungsprogramm fanden sich dann deutliche Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen, welche die Budget-Verpflichtungen Italiens in der Eurozone klar unterlaufen würden. Die gefürchtete Forderung nach einem Schuldenerlass durch die EZB tauchte aber nicht mehr im Regierungsprogramm auf. Der von den beiden Parteien als neuer Regierungschef vorgeschlagene Giuseppe Conte scheiterte jedoch zunächst bei der Bildung einer Regierung an Staatspräsident Sergio Mattarella, der den von den Koalitionspartnern vorgeschlagenen Kandidaten für das Schlüsselamt des Wirtschaftsministers aufgrund dessen offener Euro-Feindlichkeit abgelehnt hatte. Erst im zweiten Anlauf akzeptierte der italienische Staatspräsident die nun modifizierte Regierung und ihren Ministerstab. Die befürchteten Neuwahlen sind damit in Italien erste inmal vom Tisch. Angesichts der offen zur Schau getragenen Ablehnung gegenüber dem Euro der neuen italienischen Regierung stieg die Furcht der Anleger vor einem Austritt Italiens aus dem Euroraum und dem Beginn einer neuen Krise des europäischen Währungsraumes. In Spanien sorgte derweil ein erfolgreicher Misstrauensantrag gegen Ministerpräsident Mariano Rajoy im Zuge einer Korruptionsaffäre der spanischen Regierungspartei PP für Verunsicherung. In Spanien ist nun der Weg frei für die Sozialisten. Bundesanleihen profitierten von der allgemeinen Verunsicherung. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit sank im Mai um 22 Basispunkte auf 0,34 %. In Italien explodierten hingegen die Renditen auf ein Niveau wie zu Zeiten der Euro-Schuldenkrise. Auf Monatssicht stieg die Rendite zehnjähriger italienischer Staatspapiere um 106 Basispunkte auf 2,84 %. Auch spanische Papiere nahmen auf Monatssicht deutlich zu. US-Treasuries rentierten auf Monatssicht niedriger.

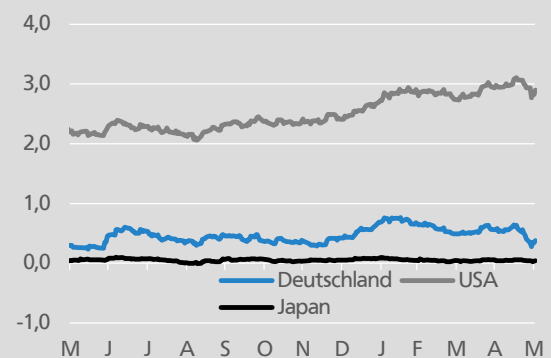
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufz. 10/1 Jahr, in Prozent



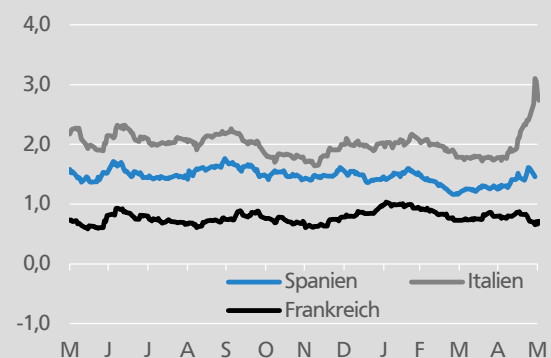
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

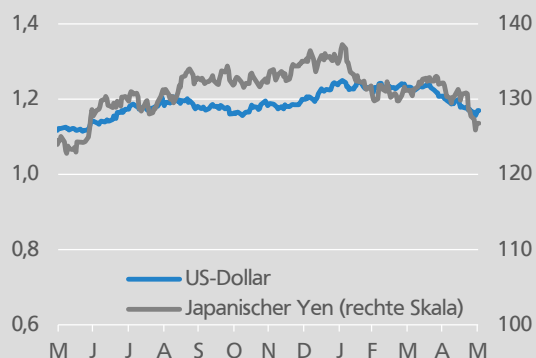
## Euro leidet unter Regierungskrise in Italien

Es geht ein Gespenst um im europäischen Währungsraum. Ein weiteres Mal sind es die populistischen Parteien in Italien, die für eine gehörige Portion Unsicherheit an den Finanzmärkten gesorgt haben. Zunächst trieb die sich abzeichnende Regierungsbildung der populistischen Parteien Lega und Fünf-Sterne die Sorgenfalten in die Gesichter von Investoren und Händlern. Für viele im Euroraum liest sich das Regierungsprogramm der beiden Parteien wie eine Kampfansage an die europäische Währungsunion. So hatten sich die beiden eurokritischen Parteien auf einen schuldenfinanzierten Ausbau der Staatsfinanzen geeinigt. Darüber hinaus verunsicherten Spekulationen über die Einführung einer auf Schuldscheinen basierenden italienischen Parallelwährung zum Euro. Die Regierungsbildung scheiterte final an an Staatschef Sergio Mattarella, der dem vorgeschlagenen Regierungschef die Zusage für sein Kabinett verweigerte. Erst im zweiten Anlauf gelang die Bildung einer Regierung.

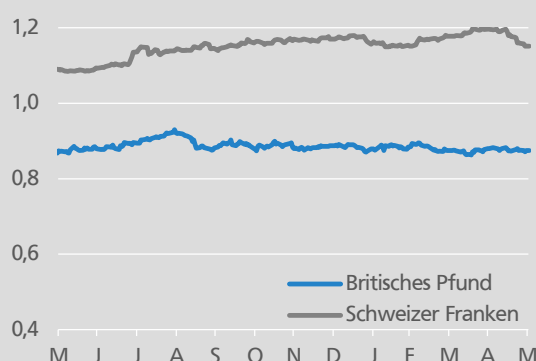
Die politischen Turbulenzen in Italien und dem erfolgreichen Misstrauensvotum der Sozialisten in Spanien gegen den amtierenden Ministerpräsidenten Rajoy wird es nun in gleich zwei wichtigen Euro-Staaten zu politischen Umrüchen kommen. In beiden südeuropäischen Staaten gewinnen damit eher populistisch argumentierende Parteien an Macht. Die gemäßigten und in der Regel dem Euro positiv gegenüberstehenden politischen Kräfte verlieren hingegen zusehends an Einfluss. An den Devisenmärkten wurde die Gefahr eines Auseinanderbrechens des Euroraumes daraufhin wieder deutlich höher eingestuft.

Die europäische Gemeinschaftswährung hatte im Zuge der Unsicherheit mit einem deutlichen Vertrauensverlust an den Finanzmärkten zu kämpfen. Auf Monatsicht gab der Euro gegenüber fast allen Währungen nach. Der Euro-Dollar Kurs sank im Monatsverlauf um 4 US-Cent auf 1,16 US-Dollar. Der US-Dollar profitierte seinerseits von der sich im Monatsverlauf abzeichnenden Einigung der USA mit China im Handelsstreit. Gleichwohl konnte die Unsicherheit auch bei diesem Thema nicht gänzlich beseitigt werden. Zum 1. Juni setzen die USA ihre Drohung von Strafzöllen auf bestimmte EU-Produkte in die Tat um.

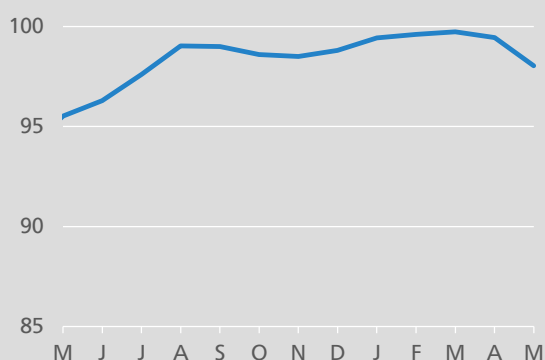
**Euro-Wechselkurs (I)**  
Ausländerwährung pro Euro



**Euro-Wechselkurs (II)**  
Ausländerwährung pro Euro



**Effektiver Wechselkurs des Euro**  
in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### DAX leicht im Minus

Die politischen Turbulenzen in Südeuropa haben im Mai die Kurse an den europäischen Börsen belastet. Vor allem die politischen Unsicherheiten rund um die italienische Regierungsbildung dämpften die Stimmung auf dem Börsenparkett. Viele Investoren fürchteten, dass die beiden populistischen Parteien Lega und Fünf-Sterne einen eurofeindlichen und schuldenfinanzierten Kurs fahren werden, an dessen Ende der Ausstieg Italiens aus dem Euroraum stehen könnte. Das Platzen der Regierungsbildung der beiden Parteien sorgte an den Märkten nicht für Entspannung. Die Unsicherheit blieb ausgeprägt, wenngleich die Nervosität zum Monatsende etwas nachließ, nachdem es die zwei populistischen Parteien im zweiten Anlauf geschafft hatten, eine Regierung zu bilden. Neben Italien belastete auch das erfolgreiche Misstrauensvotum gegen die aktuelle spanische Regierung. In dieser Gemengelage zogen sich viele Investoren aus ihren Engagements in Südeuropa zurück. Die dortigen Aktienmärkte verbuchten zum Teil deutliche Kursrückgänge. Der europäischen Aktienindex Euro STOXX 50 verlor auf Monatssicht 3,7 % und notierte am 31. Mai bei 3.406 Punkten.

Auch der Deutsche Aktienindex hatte unter den politischen Unsicherheiten in Italien zu leiden. Gleichwohl verzeichnete der DAX auf Monatssicht ein leichtes Minus. So notierte der DAX am 31. Mai bei 12.605 Punkten und damit um -0,1 % niedriger als zum Vormonatsultimo. Der Dow Jones verzeichnete im gleichen Zeitraum einen Anstieg um 1,1 % auf 24.668 Zähler. Gestützt wurde der DAX von einer Bodenbildung des ifo Geschäftsklimaindexes. Nachdem das Konjunkturbarometer für die deutsche Wirtschaft mehrere Male infolge zurückgegangen war, beendete der ifo Geschäftsklimaindex in der zweiten Monatshälfte seinen Rückgang auf überdurchschnittlichem Niveau. Belastet wurde der DAX zum Monatsende noch einmal von den in die Tat umgesetzten Importzöllen auf Stahl- und Aluminiumprodukte aus der EU. ■

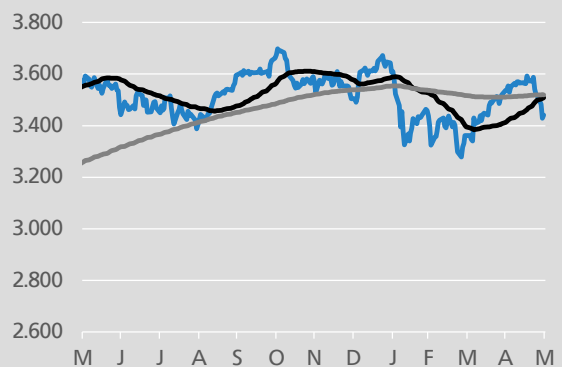
#### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



#### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



#### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Schwächeres Wachstum im Euroraum

Zu Jahresbeginn hat sich das Wirtschaftswachstum im Euroraum vermindert. Gemäß ersten Schätzungen von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Währungsraums im ersten Quartal 2018 gegenüber dem Vorquartal preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,4 % gestiegen, nachdem es im Jahresendquartal 2017 um 0,7 % zugelegt hatte. Unter den großen Euroraum-Staaten zeigten Deutschland und Frankreich mit BIP-Verlaufsdaten von jeweils 0,3 % eine schwächere Expansion als zuvor (+0,6 % bzw. +0,7 %). Im Gegensatz dazu blieb das Wirtschaftswachstum in Spanien bei unverändert hohen 0,7 %. Auch in Italien hat sich das BIP-Wachstum mit 0,3 % gegenüber dem Vorquartal nicht verändert, trotz der hohen politischen Unwägbarkeiten.

### Zunehmende Industrieproduktion

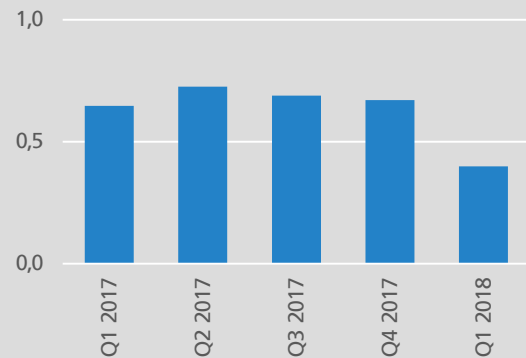
Im März ist die Industrieproduktion im Euroraum wieder auf ihren Wachstumskurs eingeschwenkt, nachdem sie zuvor drei Monate in Folge zurückgegangen war. Der Ausstoß legte im Vormonatsvergleich preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,5 % zu. Vor dem Hintergrund der günstigen Auftragsentwicklung dürfte die Produktion in den nächsten Monaten aufwärtsgerichtet bleiben. So ist der Order-Indikator der EU-Kommission im April gegenüber dem Vormonat zwar um 1,2 Punkte gesunken. Er befindet sich mit 7,3 Punkten gegenüber dem Vorjahresmonat (-0,2 Punkte) aber nach wie vor im Plus.

### Deutlich höhere Inflationsrate

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat im Euroraum an Fahrt aufgenommen. Die Inflationsrate, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist von 1,2 % im April auf 1,9 % im Mai gestiegen. Zum kräftigen Anstieg der Gesamtrate trugen insbesondere die Energiepreise bei. Energie hat sich nach einem Plus von 2,6 % im April im Mai um 6,1 % verteuert, was angesichts der höheren Preise für Rohöl nicht verwundert. Aber auch für Nahrungsmittel (+2,6 %) und Dienstleistungen (+1,6 %) mussten die Verbraucher mehr Geld aufwenden als zuvor (+2,4 % bzw. +1,0 %).

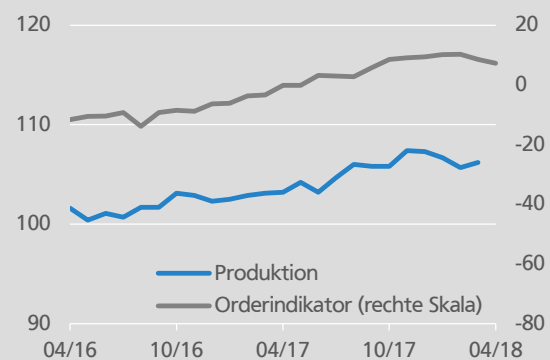
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

gg. Vorquartal in Prozent, preis-, kalender- und saisonb.



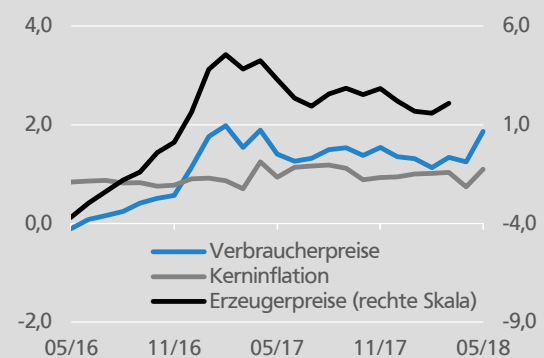
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Wachstum lässt auch in Deutschland nach

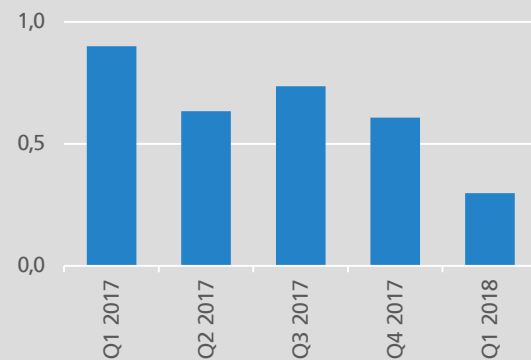
Nicht nur Eurostat, auch das Statistische Bundesamt hat erste Schätzungen zum Wirtschaftswachstum im Jahresauftaktquartal 2018 veröffentlicht. Wie bereits erwähnt, ist das BIP Deutschlands gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % gestiegen. Die Wachstumsrate fiel damit nur halb so stark aus wie im vierten Quartal 2017 (+0,6 %). Sie ist zudem niedriger ausgefallen als der BVR in seiner Dezember-Konjunkturprognose erwartet hatte (+0,5 %). Hauptgrund für die Wachstumsabschwächung dürften einige Sonderfaktoren gewesen sein, die in der Prognose nicht antizipiert werden konnten. So wurde die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im ersten Quartal unter anderem durch die Streiks in der Metall- und Elektroindustrie und den durch eine heftige Grippewelle ungewöhnlich hohen Krankenstand gedämpft. Andererseits ist die Wachstumsabschwächung vom Jahresbeginn auch als ein Zeichen für eine „Normalisierung“ der zuvor überdurchschnittlich hohen Konjunkturdynamik zu interpretieren.

Die Wachstumsimpulse gingen im ersten Quartal von den merklich steigenden Investitionen in Ausrüstungen (+1,2 %), Bauten (+2,1 %) und sonstigen Anlagen (+1,5 %) sowie den leicht zunehmenden Konsumausgaben der privaten Haushalte (+0,4 %) aus. Die Konsumausgaben des Staates (-0,5 %) waren hingegen rückläufig, ebenso wie die Exporte (-1,0 %) und Importe (-1,1 %).

Für das laufende zweite Quartal und die Folge quartale lassen jüngsten Schätzungen des BVR eine Fortsetzung des Aufschwungs in Deutschland erwarten. Die hohen BIP-Wachstumsraten des vergangenen Jahres dürften aber zunächst nicht mehr erreicht werden, zumal die wirtschaftspolitischen und geopolitischen Unsicherheiten sehr hoch sind (Stichworte: US-Strafzölle, Konflikte im Nahen Osten) und das Investitionsklima und den Außenhandel belasten.

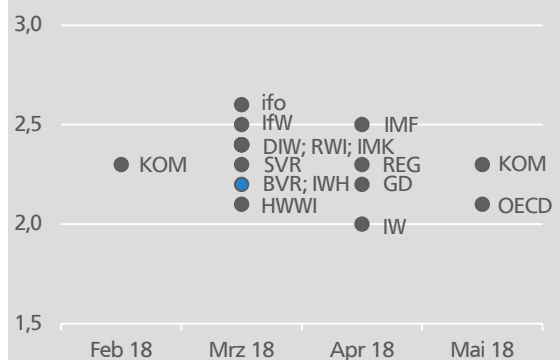
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

gg. Vorquartal in Prozent, preis-, kalender- und saisonb.



### Konjunktur 2018 - Prognosen für Deutschland

BIP gg. Vorjahr in Prozent, preisbereinigt



|      |  |
|------|--|
| Bbk  | - Deutsche Bundesbank  |
| DIW  | - Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin              |
| GD   | - Gemeinschaftsdiagnose  |
| HWWI | - Hamburger WeltWirtschaftsinstitut                                |
| ifo  | - Institut für Wirtschaftsforschung, München                       |
| IfW  | - Institut für Weltwirtschaft, Kiel                                |
| IMF  | - Internationaler Währungsfonds                                    |
| IMK  | - Institut für Makroökonomie u. Konjunkturforschung                |
| IW   | - Institut der deutschen Wirtschaft, Köln                          |
| IWH  | - Institut für Wirtschaftsforschung, Halle                         |
| KOM  | - Europäische Kommission   |
| OECD | - Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit u. Entwicklung   |
| REG  | - Bundesregierung  |
| RWI  | - Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen |
| SVR  | - Sachverständigenrat  |

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

### Stimmungsindikatoren stabilisieren sich

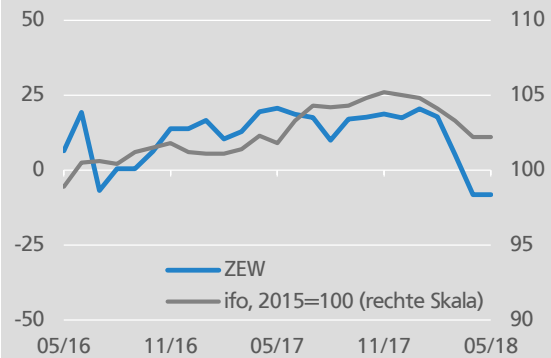
Im Mai ist die Talfahrt wichtiger Stimmungsindikatoren für die deutsche Wirtschaft zum Stillstand gekommen. Sowohl der ifo Geschäftsklimaindex als auch die ZEW-Konjunkturerwartungen verharrten auf ihren April-Ständen von 102,2 Punkten bzw. -8,2 Punkten, nachdem sie zuvor mehrere Monate in Folge gesunken waren. Der Geschäftsklimaindex wurde vor kurzem vom ifo Institut überarbeitet. So werden nunmehr neben dem Verarbeitenden Gewerbe, dem Bauhauptgewerbe sowie dem Groß- und dem Einzelhandel auch der Dienstleistungssektor in die Berechnung einbezogen. Zudem wurde das Aggregationsverfahren des Geschäftsklimaindexes modifiziert und das Basisjahr für die Indexberechnung von 2005 auf 2015 verändert.

### Höhere Industrieproduktion

Die deutschen Industriebetriebe haben im März einen Teil des Produktionsrückgangs vom Vormonat wieder ausgleichen können. Nach vorläufigen amtlichen Angaben ist die Industrieproduktion im Vormonatsvergleich preis-, kalender- und saisonbereinigt um 1,1 % gestiegen, nachdem sie im Februar um 1,7 % nachgegeben hatte. Im gesamten ersten Quartal stieg die industrielle Erzeugung nur geringfügig um 0,1 %. Zuvor, im Jahresendquartal 2017, war sie noch um 0,9 % expandiert. In der Wachstumsabschwächung ist aber weniger ein konjunktureller Umschwung zu sehen, sondern vielmehr das Zusammenwirken verschiedener Sonderfaktoren (Streiks, schwere Grippewelle, frühere Lage des Osterfestes). Parallel zur Entwicklung in der Industrie ist auch die Produktion im Baugewerbe nach einem Rückgang im Februar (-3,1 %) im März (+0,6 %) wieder gestiegen. Der industrielle Auftragseingang ist trotz des jüngsten Produktionsanstiegs erneut gesunken. Den aktuellen amtlichen Daten zufolge gaben die Bestellungen im März mit einer Verlaufsrate von 0,9 % nach. Sie hatten sich bereits im Januar (-3,5 %) und Februar (-0,2 %) vermindert. Über das gesamte erste Quartal betrachtet war ein Rückgang um 2,1 % zu verzeichnen, wobei die inländischen Orders (-2,2 %) ähnlich stark nachgaben wie die Auftragseingänge aus dem Ausland (-2,1 %).

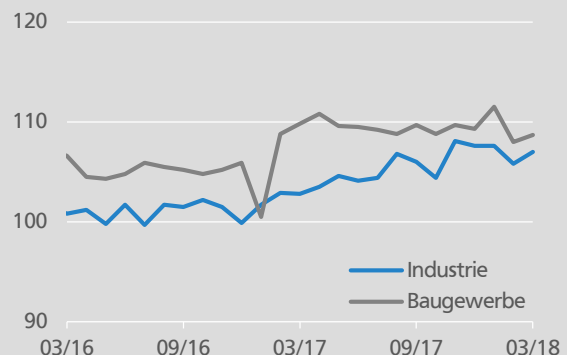
#### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



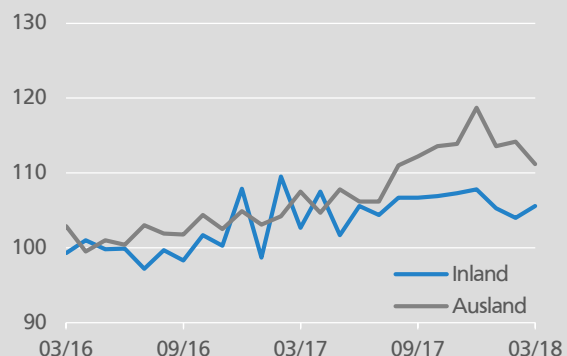
#### Produktion Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Aufträge Deutschland

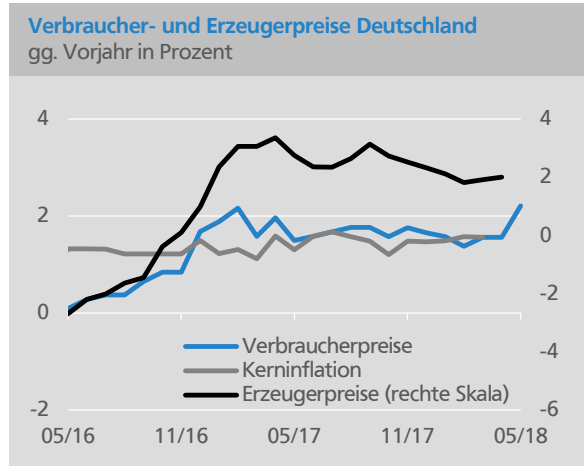
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

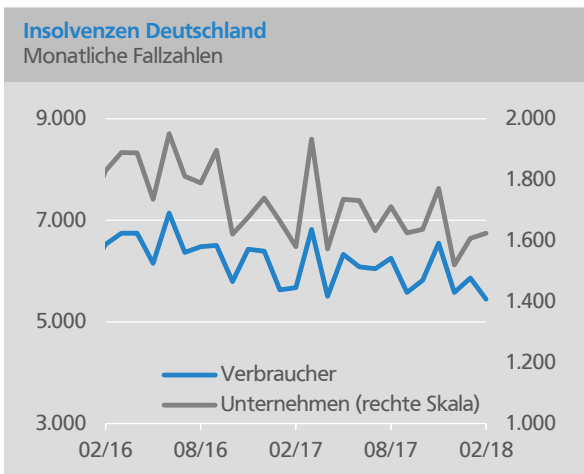
### Inflationsrate auf 2,2 % gestiegen

Auch in Deutschland hat der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe deutlich zugenommen. Nach ersten amtlichen Schätzungen übertraf der Verbraucherpreisindex (VPI) den Vorjahreswert um 2,2 %. Die Teuerung fiel damit so stark aus, wie seit Februar 2017 nicht mehr. Im April 2018 hatte die Inflationsrate noch bei 1,6 % gelegen. Analog zur Entwicklung im Euroraum als Ganzes waren auch in Deutschland insbesondere die Energiepreise für den Anstieg der Inflationsrate verantwortlich. Die Energiepreise expandierten im Mai um 5,2 %, nachdem sie im April um 1,3 % zugelegt hatten.



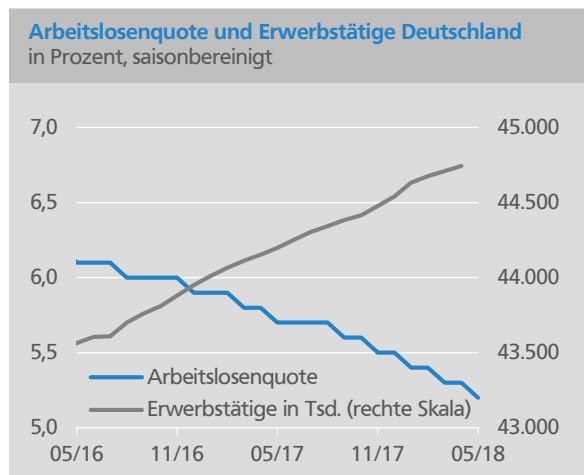
### Insolvenzdaten weiter abwärtsgerichtet

Der langjährige Abwärtstrend in den amtlichen Insolvenzdaten für Deutschland hält an. Die Zahl der Verbraucherinsolvenzen ist im Februar gegenüber dem Vorjahresmonat um 4,0 % auf 5.450 Fälle zurückgegangen. Im Gegensatz dazu ist die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen um 2,8 % auf 1.624 Fälle gestiegen. Maßgeblich hierfür dürfte jedoch ein Basiseffekt gewesen sein. Im Februar 2017 war die Insolvenzzahl nämlich um überaus kräftige 13,6 % gesunken, sodass der Vergleichswert für den aktuellen Wert sehr niedrig liegt. Im etwas längeren Zeitraum der Monate Januar und Februar ist die Zahl der Firmenpleiten erneut zurückgegangen, wenn auch nur leicht in Höhe von 0,4 %



### Beschäftigungsaufbau setzt sich fort

Im Zuge der anhaltenden Frühjahrsbelebung und der nach wie vor guten Konjunktur haben sich die günstigen Trends am deutschen Arbeitsmarkt fortgesetzt. Gemäß den aktuellen Daten der Bundesagentur für Arbeit ist die Arbeitslosenquote im Mai gegenüber dem Vormonat um 68.000 auf 2,315 Mio. Menschen zurückgegangen. Um die üblichen saisonalen Faktoren bereinigt war ein Rückgang um 11.000 Personen zu verzeichnen. Die Arbeitslosenquote ist saisonbereinigt von 5,3 % im März und April auf 5,2 % im Mai gesunken. Beschäftigung und Erwerbstätigkeit haben weiter zugenommen. Die Zahl der Erwerbstätigen ist nach jüngsten amtlichen Schätzungen im April gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 35.000 Personen gestiegen. ■



Quelle: Thomson Reuters Datastream