

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

## Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2019

### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2019 (2019).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2995>

### 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)

## Anstieg der Wohnimmobilienpreise dürfte sich 2019 etwas abschwächen

In Deutschland dürfte der Auftrieb bei den Preisen für Wohnimmobilien im Jahr 2019 etwas nachlassen. Schätzungen des BVR zufolge werden sich die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum im Durchschnitt der 401 Kreise Deutschlands in einer Größenordnung von 5,5 % verteuern. Im Jahr 2018 waren die Wohnimmobilienpreise im Mittel noch um 5,9 % gestiegen.

Den Schätzungen zufolge steht die Preisdynamik in der Breite noch immer im Einklang mit der Entwicklung wichtiger Fundamentalfaktoren. Demnach wirken vor allem drei Faktoren preistreibend: Die anhaltende Zuwanderung, die niedrigen Finanzierungskosten und die steigenden Einkommen. Der Befund einer im Einklang mit wichtigen Fundamentalfaktoren stehenden Preisentwicklung gilt allerdings nicht für die sechs größten Städte Deutschlands. Hier drohen sich die Preise für Wohneigentum zunehmend abzukoppeln.

Die Politik reagiert auf die vielfach kräftigen Preissteigerungen mit einigen Maßnahmen, welche die Rahmenbedingungen an den Märkten verändern. Sehr hohe Aufmerksamkeit kommt aktuell den Plänen des Berliner Senats zu, mit einem Gesetz die Mieten in der Bundeshauptstadt zeitlich befristet einzufrieren. Nur Preisregulierungen auf der Nachfrageseite einzuführen scheint aber wenig zielführend. Stattdessen sollten verstärkt Maßnahmen zur Verbesserung der Angebotssituation unternommen werden. So sollte in den größten Städten vermehrt durch Nachverdichtung und die Schaffung neuer Wohnviertel auf Brachflächen oder außerhalb der Stadtgrenzen neuer Wohnraum geschaffen werden.



### Inhalt

<b>Anstieg der Wohnimmobilienpreise dürfte sich 2019 etwas abschwächen</b>	<b>2</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte</b>	<b>6</b>
Dr. Kai Wohlfarth E-Mail: <a href="mailto:k.wohlfarth@bvr.de">k.wohlfarth@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur</b>	<b>11</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Anstieg der Wohnimmobilienpreise dürfte sich 2019 etwas abschwächen

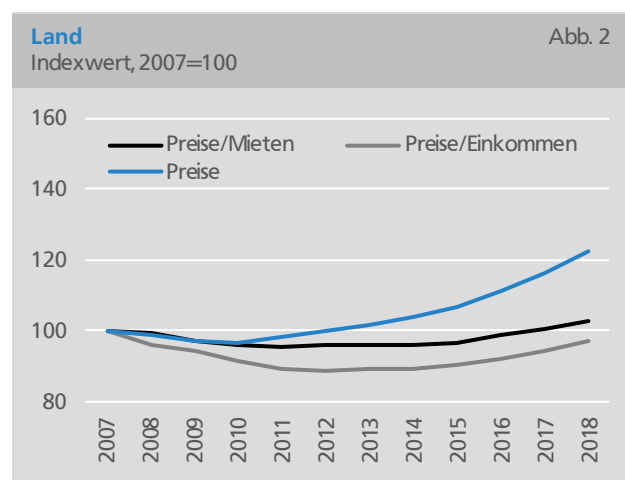
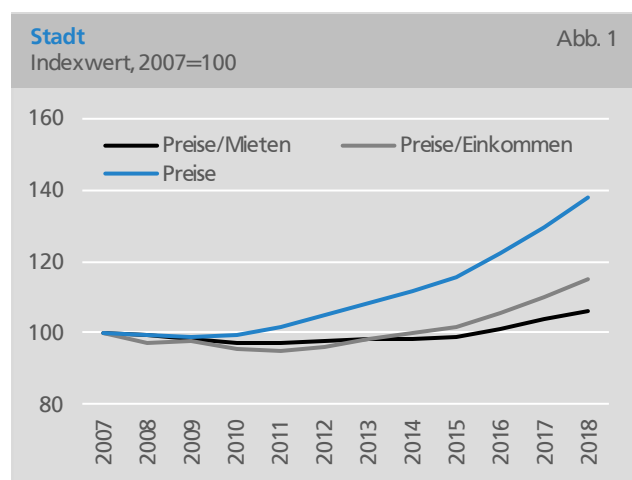
In Deutschland dauert die Aufwärtsbewegung bei den Preisen für Wohnimmobilien an. Schätzungen des BVR zufolge dürfte der Preisauftrieb im Jahr 2019 aber etwas nachlassen. In den Vorjahren hatte sich die Dynamik noch erhöht. Die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum waren 2018 im Durchschnitt der 401 Kreise Deutschlands um 5,9 % gestiegen. In den Jahren 2017 und 2016 hatte sie sich um 5,4 % und 5,0 % verteuert.

### Stärkerer Preisanstieg in Städten und auf dem Land

Der abermalige Preisanstieg im Jahr 2018 war geographisch breit angelegt. Sowohl in den städtischen-, als auch in den ländlichen Regionen hat der Auftrieb zugelegt. So sind die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum in den ländlichen Kreisen 2018 im Mittel um 5,4 % gestiegen, nach Zuwächsen von 4,8 % in 2017 und 4,2 % in 2016. Im Durchschnitt der städtischen Kreisregionen war ein Wachstum um 6,3 % zu verzeichnen, nach Anstiegen von 6,0 % bzw. 5,7 % in den Vorjahren (siehe Abb. 1 und 2). Das Wachstum der Wohnimmobilienpreise in den städtischen und ländlichen Regionen dürfte damit 2018 im Mittel erneut stärker gewesen sein als der Pro-Kopf-Einkommenszuwachs.<sup>1</sup>

Schätzungen des BVR legen nahe, dass für die zunehmenden Preisdynamiken in den vergangenen Jahren vor allem drei Faktoren verantwortlich waren. Zum

einen sorgen die anhaltende Zuwanderung für einen steigenden Wohnraumbedarf und damit für steigende Wohnimmobilienpreise. Die Einwohnerzahl Deutschlands dürfte in den Jahren 2017 und 2018 erneut zugenommen haben, wenn auch im geringeren Umfang wie in 2015 und 2016 als angesichts der verstärkten Flüchtlingsmigration der Saldo aus Zu- und Fortzügen nach Deutschland auf gut 1,1 Mio. bzw. knapp 500 Mio. Menschen answoll. Bereits seit 2010 ist dieser Wanderungssaldo positiv, nicht zuletzt, weil im Zuge der globalen Rezession 2008/2009 und während der anschließenden Euro-Staatschuldenkrise verstärkt Menschen aus Südeuropa in die Bundesrepublik zogen und das Land für Menschen aus Osteuropa ebenfalls verstärkt als Wohn- und Arbeitsort an Attraktivität gewann. Auch lässt die allgemeine Wanderungsbewegung innerhalb Deutschlands in die Städte den Preisauftrieb in den städtischen Kreisen deutlicher ausfallen als in den ländlichen Regionen. Ein weiterer, preistreibender Faktor ist das nach wie vor ausgesprochen niedrige Zinsniveau. Im Euroraum liegen die Leitzinsen seit März 2016 bei 0,0 %. Der Zins für Immobilienkredite befindet sich seitdem unter der 2-Prozent-Marke. Die niedrigen Finanzierungskosten haben ebenfalls die Nachfrage nach Wohneigentum und damit die Preise in den städtischen und ländlichen Regionen stark nach oben getrieben. Der dritte Faktor ist die konjunkturelle Entwicklung. Diese hat sich 2018 zwar etwas abgeschwächt. Die verfügbaren Pro-Kopf-Einkommen der



Quelle: vdpResearch, BBSR, Statistisches Bundesamt

<sup>1</sup>Die Pro-Kopf-Einkommen der Kreise wurden für 2017 und 2018 mit der durchschnittlichen Jahresveränderungsrate der Jahre 2015 und 2016 fortgeschrieben.

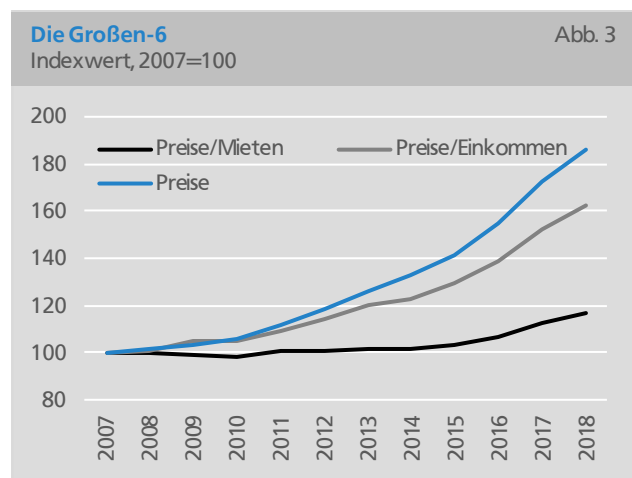
privaten Haushalte dürften dennoch vielfach deutlich expandiert sein, was die Wohnimmobilienpreise aber auch die Baukosten merklich erhöhte.

Ungeachtet des zuletzt beschleunigten Anstiegs ist das Preiswachstum im längerfristigen Vergleich weiterhin als moderat anzusehen. Die Immobilienpreise lagen 2018 in den Städten im Mittel um 37,8 % und auf dem Land um 22,7 % über den jeweiligen Werten des Jahres 2007, welches generell kein Hochpreisjahr war. Zudem scheint die Preisdynamik noch immer im Einklang mit der Entwicklung wichtiger Fundamentalfaktoren zu stehen. Bisher zeichnet sich in der Breite keine Abkoppelung der Eigentumspreise von den Mieten und verfügbaren Einkommen ab (siehe Abb. 1 und 2). So sind die Preise für Wohneigentum im Mittel der städtischen Regionen seit 2007 um 15,2 % stärker gestiegen als die Einkommen. Im Schnitt der ländlichen Regionen liegt das Preiswachstum im 11-Jahresvergleich sogar leicht um 2,7 % unter dem Zuwachs der Einkommen. Auch in Relation zu den Mieten ist keine Abkopplung der Immobilienpreise feststellbar. So sind die Eigentumspreise in den städtischen bzw. ländlichen Kreisen seit 2007 durchschnittlich um 6,1 % bzw. 2,6 % stärker gewachsen als die Mieten. Insgesamt befindet sich die Preisentwicklung damit noch immer im Toleranzbereich eines deutschlandweit betrachtet stabilen Immobilienmarktes.

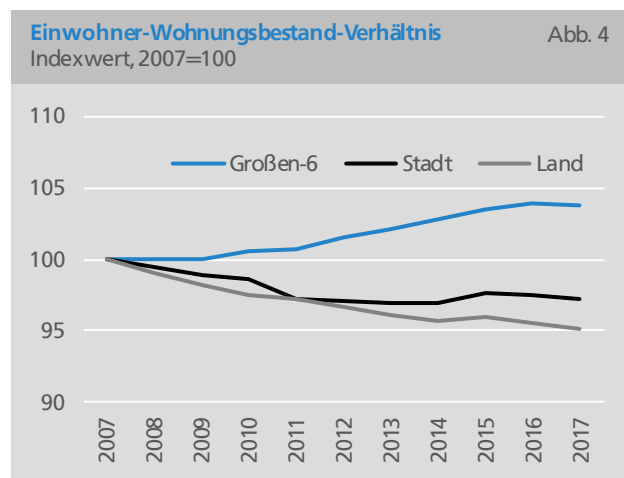
### Sondersituation in den größten Städten

Der Befund einer im Einklang mit wichtigen Fundamentalfaktoren stehenden Preisentwicklung gilt für die städtischen Kreisregionen in ihrer Gesamtheit, nicht jedoch für die sechs größten Städte (Große-6, siehe Abb. 3).<sup>2</sup> Hier hat der Preisanstieg 2018 zwar entgegen dem allgemeinen Trend etwas nachgelassen. Die Wohnimmobilienpreise legten im Mittel der Großen-6 um 8,1 % zu, nachdem sie 2017 und 2016 noch um 11,6 % bzw. 9,2 % gestiegen waren. Die Preisdynamik ist damit aber weiterhin erheblich höher als im Durchschnitt aller städtischen Regionen. Seit dem Jahr 2007 sind die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum im Mittel der Großen-6 um kräftige 86,2 % gestiegen. In Berlin und München haben sich die Preise seit 2007 sogar mehr als verdoppelt.

In den Großen-6 drohen sich die Preise für Wohneigentum zunehmend von den verfügbaren Einkommen abzukoppeln. Die Preise sind seit 2007 durchschnittlich um 62,1 % stärker gewachsen als die Einkommen (siehe Abb. 3). Auch im Verhältnis zu den Mieten fiel der Anstieg der Eigentumspreise merklich höher aus. So sind die Preise seit 2007 im Mittel um 16,4 % stärker gestiegen als die Mieten. Vor diesem Hintergrund ist die Lage der Immobilienmärkte in den größten Städten als angespannt zu bezeichnen.



Quelle: vdpResearch, BBSR, Statistisches Bundesamt



<sup>2</sup>Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt und Stuttgart

Ein wichtiger Treiber der Immobilienpreisdynamik in den größten Städten Deutschlands sind die niedrigen Zinsen. Begünstigt durch das niedrige Zinsniveau und steigende Mieten hat sich die Nachfrage von Privathaushalten und Investoren nach Wohneigentum in den Großen-6 deutlich erhöht. Ein weiterer preistreibender Faktor ist die zunehmende Verknappung von Wohnraum wegen eines kontinuierlichen Zuzugs in diese Städte. Die Bevölkerung in den Großen-6 nahm seit 2007 im Schnitt um 11,6 % zu. Der Wohnungsbestand wurde hingegen weniger deutlich ausgeweitet. Die Anzahl der Wohnungen ist im Zeitraum von 2007 bis 2017 (Angaben für 2018 liegen derzeit auf Kreisebene noch nicht vor) im Mittel der Großen-6 lediglich um 6,6 % gestiegen. Die Einwohnerzahl ist damit seit 2007 um 3,8 % stärker gestiegen als der Wohnungsbestand (siehe Abbildung 4). Doch dürfte kein einfacher Zusammenhang zwischen der Bevölkerungs- und der Preisentwicklung vorliegen, sondern auch eine gewisse Eigendynamik eine Rolle spielen.

### Preisanstieg dürfte sich 2019 abschwächen

Derzeit sprechen einige Aspekte dafür, dass sich der breit angelegte Preisanstieg bei Wohnimmobilien im laufenden Jahr fortsetzen wird. Die Preisdynamik dürfte jedoch nachlassen, da die Zuwanderung nach Deutschland abnehmen dürfte und da im Zuge der schwächeren konjunkturellen Gangart mit geringeren Zuwächsen beim verfügbaren Einkommen zu rechnen ist. Vor diesem Hintergrund ist in 2019 mit einem Preisanstieg in einer Größenordnung von 5,5 % zu rechnen. Die preistreibende Wirkung der Zinsen dürfte unvermindert anhalten, da sich aktuell bis weit nach 2019 hinaus noch keine Straffung der stark expansiv ausgerichteten Geldpolitik im Euroraum abzeichnet.

Wegen der anhaltend niedrigen Zinsen bleibt auch das Rückschlagrisiko in den größten Städten im laufenden Jahr niedrig. Zudem zeichnet sich derzeit kein Ende des Zuzugs in die Großen-6 ab, sodass der hohe Nachfrageüberhang voraussichtlich bestehen bleiben wird.

### Nachhaltige Entspannung nur über Angebotsausweitungen

Die Politik reagierte auf den hohen Anstieg der Immobilienpreise in vielen Regionen Deutschlands mit einigen Maßnahmen, die die steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen an den Märkten verändern. Unter anderem hat die Bundesregierung im September 2018 die Einführung eines sogenannten Baukindergelds beschlossen und ein Mietrechtsanpassungsgesetz verabschiedet, mit neuen Bestimmungen zur Umlage von Modernisierungskosten sowie zur Mietpreisbremse.

Sehr hohe Aufmerksamkeit kommt aktuell den Eckpunkten eines Gesetzes zu, die den Berliner Senat voraussichtlich am heutigen 18. Juni beschließen wird. Ziel des Gesetzes soll unter anderem sein, dass die Mieten in der Bundeshauptstadt im Zeitraum der Jahre 2020 bis 2025 auf dem bisherigen Niveau eingefroren werden. Auch soll bei Neuvermietung maximal die Miete aus dem vorherigen Mietverhältnis verlangt werden dürfen.

Nur Preisregulierungen auf der Nachfrageseite einzuführen scheint aber wenig zielführend. Stattdessen sollten verstärkt Maßnahmen zur Verbesserung der Angebotssituation unternommen werden. Eine spürbare und nachhaltige Entspannung der vielfach schwieriger werdenden Lage am Wohnimmobilienmarkt ist nur über mehr Wohnraum sowie weniger kostentreibende und Angebotsverknappende Regulierungsvorschriften erreichbar. So sollte in den größten Städten vermehrt durch Nachverdichtung und die Schaffung neuer Wohnviertel auf Brachflächen oder außerhalb der Stadtgrenzen neuer Wohnraum geschaffen werden. ■

## DATEN UND METHODIK

Die Wohnimmobilienpreise und Mieten für die 401 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 berücksichtigt. Im Fall der Daten des Statistischen Bundesamtes wurden fehlende Angaben des neuen fusionierten LK Göttingen für die Jahre vor 2016 mit der Werten für Göttingen und Osterode am Harz berechnet. Die Landkreisfusionen in Mecklenburg-Vorpommern von 2011 wurde ebenfalls berücksichtigt. Die Werte vor 2011 wurden so weit möglich nach Maßgabe der Gebietsreform mit den Werten ihrer alten LK errechnet. Die Daten der Städtereion Aachen wurden für die Jahre 2007 und 2008 aus den Zahlen zur kreisfreien Stadt Aachen und des LK Aachen berechnet.

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. Die Bevölkerungszahlen für 2018 wurden mit der durchschnittlichen Jahresveränderungsrate der Jahre 2016 und 2017 fortgeschrieben.

Beim einbezogenen 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.

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum intakt

Im Euroraum hat sich das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen im April wieder leicht erhöht. Während die Rate im März im Vorjahresvergleich bei (revidierten) 3,6 % lag, stieg die Kreditvergabe im April um 3,9 %. Die volatile Dynamik bei der Kreditvergabe passt in das Bild eines sich abschwächenden Wachstums. Für die Geldpolitik der EZB ist dies ein herausforderndes Umfeld. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kredite an die privaten Haushalte veränderte sich im März mit 3,4 % kaum.

### M3 Geldmengenwachstum weiter gestiegen

Auch die Geldmenge wächst im April wieder etwas kräftiger. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ist auf 4,7 % gestiegen, nachdem sie bereits im März um 4,6 % betrug. Die mittel- und langfristige Entfaltung des Geldmengenaggregates M3, zu dem Bargeld, Bankeinlagen, Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen gehören, ist eng mit der Entwicklung der Inflation verbunden und erfährt daher besondere Aufmerksamkeit der EZB.

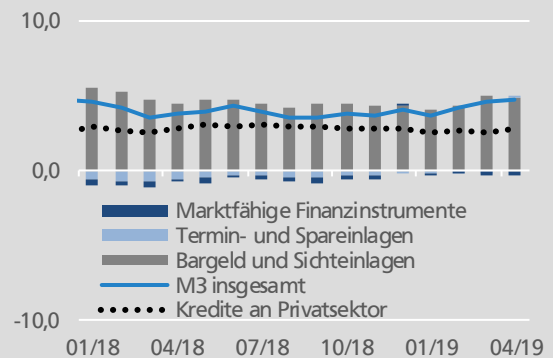
### Schwacher Inflationsdruck im Euroraum

Der BVR Zins-Tacho signalisiert mit 54 von 100 möglichen Punkten ein weiterhin moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum, unverändert mit weiterhin sinkender Tendenz. Innerhalb des Indikators ist die Konjunktur nach wie vor für den größten Inflationsdruck verantwortlich, allerdings schwächte sich dieser Unterindikator in den letzten 12 Monaten kontinuierlich ab. Auch die Unterindikatoren Preise und Kosten sowie die Kreditdynamik schwächten den Inflationsdruck ab. Im Juni gab es keine Veränderungen auch aufgrund noch fehlender Datenveröffentlichungen.

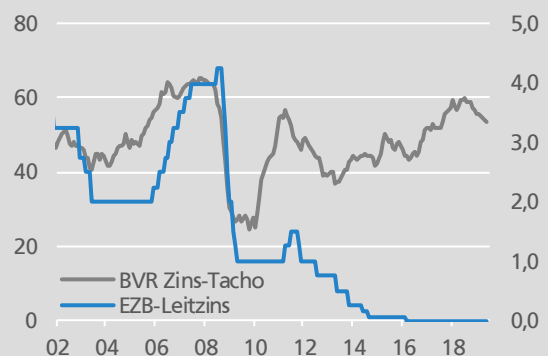
### Keine Bewegung bei den Geldmarktzinsen

Der abnehmende Inflationsdruck – verbunden mit dem Bekunden der EZB bei Bedarf einzuschreiten – lässt kaum Zinsfanatsien zu. Entsprechend gibt es keinerlei Veränderungen am Geldmarkt – der durch die Vollzuteilung an die Notenbanksätze gekoppelt ist.

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



**BVR Zins-Tacho**  
in Punkten



	Apr. 19	Mai 19	Jun. 19
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
Konjunktur (50 %)	63	63	63
Preise/Kosten (40 %)	47	46	46
Kreditdynamik (10 %)	41	40	40

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



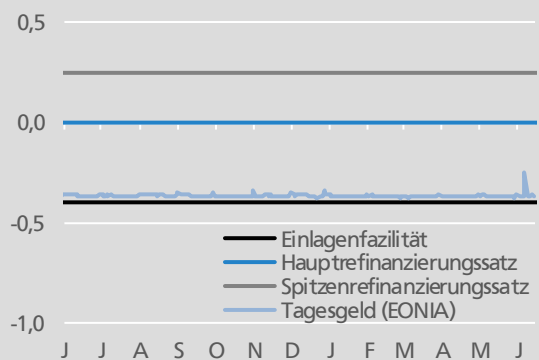
## Was macht die Fed?

In den letzten Wochen setzte ein wesentlicher Teil der Marktteilnehmer auf eine baldige Zinssenkung der US-Notenbank Fed. Anlass ist die Sorge über eine sich abschwächende Weltkonjunktur. Gleichzeitig sind die wesentlichen Indikatoren für die Fed (Inflation, Wachstum und Arbeitsmarkt) im Zielgebiet verankert. Die Arbeitslosenquote ist mit 3,6 % auf einem Rekord niedrigem Niveau. Auch die Inflation zeigt keine Überhitzung an, die Kerninflation lag in den USA im Mai bei 2 %, die Gesamtinflation bei 1,8 % auf Jahresbasis. Und auch das Wachstum ist weiterhin intakt. Was fehlt ist die Lohndynamik. Diese kommt auch aufgrund der Handelskonflikte nicht in Schwung. Die Unsicherheiten bremsen die Wirtschaftssubjekte in ihren Entscheidungen. Sollten die Konflikte wider erwarten schnell beendet werden, würde dies dem Lösen der Handbremse gleichkommen. Die US-Notenbank würde in der Tendenz eher in Richtung Zinsanstieg, als Zinssenkung gelangen. Hiervon kann allerdings aktuell nicht ausgegangen werden.

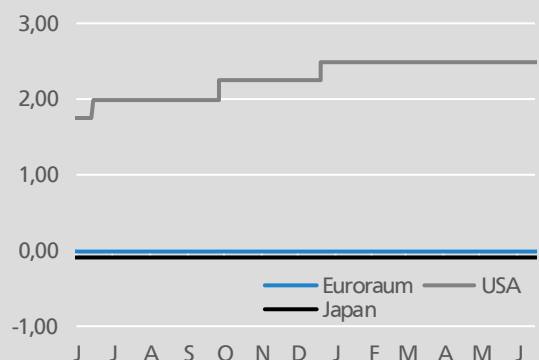
Die Fortschreibung der Handelskonflikte sorgt neben der Abkühlung des weltweiten Wachstums aber auch für zollbedingte höhere Preise in den USA. Nun lässt sich argumentieren, dass somit die Preise einmalig steigen müssten. Ergänzt um eine mögliche höhere Nachfrage nach vermeintlich günstigeren heimischen Produkten. Was wiederum durch die Knappheit am Arbeitsmarkt für steigende Löhne und somit höhere Inflationsraten sorgen sollte. Würde die Fed in dieser Kausalität die Zinsen möglicherweise sogar erhöhen? Nein! Die Unsicherheit würde Verbraucher und Unternehmen eher zur Zurückhaltung bei Investitionen und größeren Anschaffungen veranlassen. In der globalisierten Weltordnung sind viele Produktketten nicht national denkbar. Die Wertschöpfung kann nicht ohne weiteres in nur einem Land erfolgen. Bestes Beispiel ist die Automobilindustrie und die spezialisierte Produktion von Teilen in Mexiko und den USA.

Die US-Notenbank dürfte im zweiten Halbjahr bei anhaltenden Handelsstreitigkeiten keine Wahl haben und die Zinsen senken.

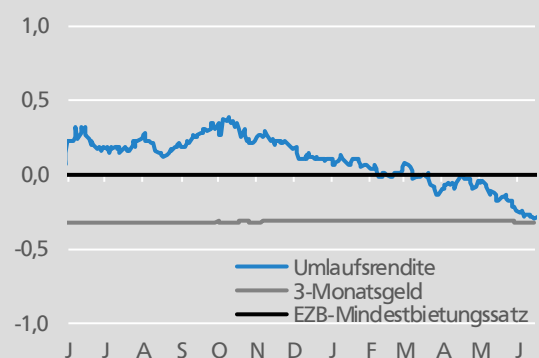
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Geopolitik drückt Renditen!

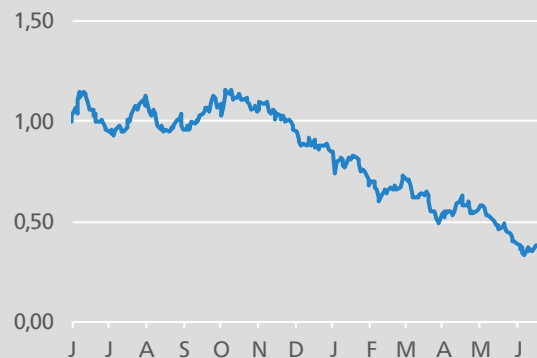
Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit notierten in den vergangenen Wochen auf historischen Höchstständen und rentierten umgekehrt auf einem noch Rekordtief von -0,27 % am 14. Juni 2019. Ausschlaggebend war abermals die Suche nach einem sicheren Hafen. Leidiges Dauerthema blieb der Handelsstreit mit China, der um eine Zolldrohung Trumps gegenüber Mexiko ergänzt wurde. Aber auch die Wahl eines neuen Tory-Vorsitzenden und künftigen Premier in Großbritannien sowie der Dauerkonflikt zwischen der EU und Italien drücken auf die Stimmung. Der sich nach zwei Attacken gegen Öltanker im Golf von Oman zuspitzende Konflikt mit dem Iran ergänzt die wachstumsunfreundliche Gemengelage. Anleger flüchten in sichere Häfen, allen voran Bundesanleihen.

Die Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen bleibt weiterhin sehr flach. Der Abstand zwischen Papieren mit einjähriger und zehnjähriger Restlaufzeit verringerte sich nochmals deutlich auf 0,36 %. Einjährige Bundesanleihen rentierten am 17. Juni 2019 mit -0,62 %, zehnjährige Papiere bei -0,25 %. Auch die US-Zinsstrukturkurve ist weiterhin sehr flach und für kurze Laufzeiten wieder invers.

Kaum von dieser Entwicklung profitieren konnten italienische Staatsanleihen. Die anhaltenden Diskussionen um Mini-Bots – Kleinstverbriefungen von Schulden des Staates gegenüber Lieferanten und Dienstleistern – scheinen Bestandteil einer Strategie von der rechten Lega Nord und der Fünf-Sterne-Bewegung gegenüber der EU zu sein. Solche Verbriefungen wären in der Eurozone ein Novum, international jedoch nicht. Bekanntestes Beispiel sind die IOU's – Abkürzung für „I owe you“ (Ich schulde dir/ihnen) – welche in Kalifornien zuletzt vor rund zehn Jahren ausgegeben wurden. Der US-Bundesstaat rief damals einen Budgetnotstand aus, da sich im Kongress keine Mehrheit für einen neuen Haushalt fand und Kalifornien das Geld ausging. Die Unsicherheit über den Wert bei Fälligkeit war so groß, dass einige US-Banken die IOU's nicht akzeptierten. Ähnliches könnte Italien blühen, zumal der Einsatz rechtlich umstritten ist. Investoren sind aufgrund des Haushaltsstreites verunsichert und meiden Italien.

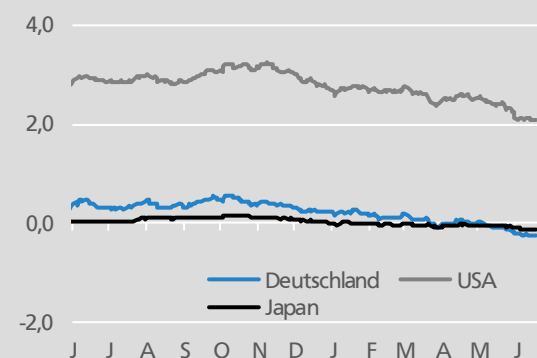
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



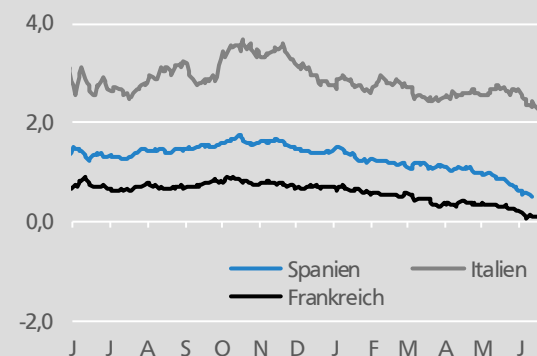
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Schwacher Euro, starker Dollar und das Pfund!

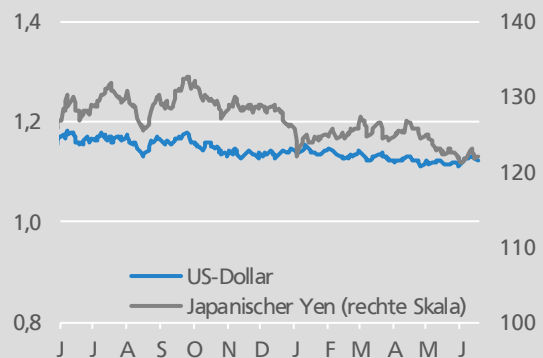
Die Notenbanken haben mit den Ankündigungen (von der Fed wurden entsprechende Verlautbarungen bekannt) die Konjunktur im Notfall zu stützen, den Euro-Dollar-Kurs beeinflusst. Wer agiert nun zuerst, ist die entscheidende Frage am Devisenmarkt. Die Hoffnung, dass die EZB bereits auf der Sitzung im Juni mit einer Zinssenkung aktiv wird, hatte einige Marktteilnehmer verleitet auf einen schwächeren Euro zu setzen. Nachdem dieser Zinsschritt im Juni nicht erfolgte, blieben dem Markt lediglich die weitere Interpretation der Aussagen der Notenbanken. So könnte die EZB im laufenden Jahr zur Ansicht kommen, dass ein weiterer Zinsschritt nach unten (kombiniert mit Staffelnzinssenkungen beim Einlagesatz) und einer nochmaligen Verlängerung der Forward Guidance notwendig wird, ggf. sogar ein neues Quantitative Easing. Die Eskalation von Konflikten (USA vs. Iran sowie USA vs. China) hält unweigerlich Überraschungspotenzial bereit. Ohne diese sollte jedoch das neue Datum für den Brexit (31. Oktober 2019) in den Fokus rücken.

Allerdings sind die Notenbanken mit unterschiedlichen Instrumenten ausgestattet. Während die EZB nur noch wenig trockenes Pulver hat, stehen der Fed ungleich größere Kaliber zur Verfügung. Neben den Zinssenkungen, vom aktuellen Niveau ausgehend, können weitere Stimuli durch ein erneutes Quantitative Easing erzeugt werden. Erste Marktstimmen erwarten zwei bis drei Zinssenkungen bis Mitte 2020. Kurzfristig sollte der US-Dollar das Niveau gegenüber dem Euro in dieser Gemengelage eher halten. Nachhaltig wäre der US-Dollar jedoch geschwächt. Am 17. Juni 2019 kostete ein Euro rund 1,12 Dollar.

Auch das britische Pfund verliert nun langsam an Wert. Die bisherige beinahe ignorante Haltung des Marktes ist seit Anfang Mai vorbei. Die Marktteilnehmer realisieren zunehmend, dass der neue Premier die Hebel für einen harten Brexit in Bewegung setzen wird. Entsprechend zu erwartende Verwerfungen für die britische Wirtschaft waren zuletzt kaum am Wechselkurs ablesbar. Ein Euro kostete am 17. Juni 2019 rund 0,90 britische Pfund.

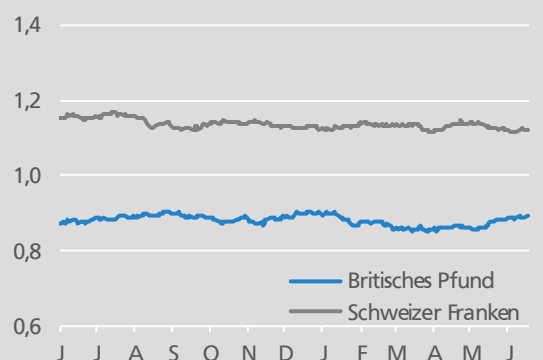
#### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



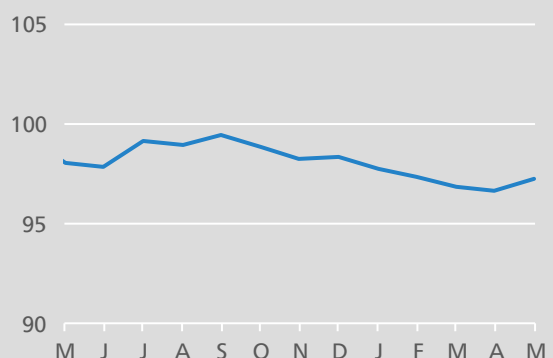
#### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



#### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Der DAX und die Autowerte

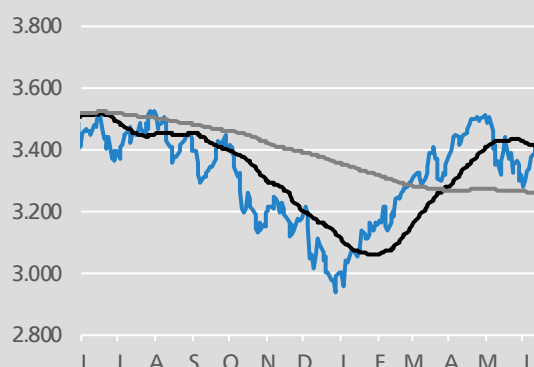
Der Deutsche Aktienindex schwächelt, hält sich aber über der Marke von 12.000 Punkten. Allerdings lasten die geopolitischen Risiken auch stärker auf dem DAX, verglichen mit anderen großen Indizes. Sowohl die Exportabhängigkeit der deutschen Wirtschaft, als auch die Abhängigkeit vom Automobilsektor wirken sich deutlich auf die Entwicklung des Index aus. Der DAX ist dabei neben den Autowerten, wie BMW, Daimler und Volkswagen, auch indirekt durch Zulieferer wie Continental, aber auch Unternehmen der chemischen Industrie von der Autoindustrie abhängig. Das nun in China der Autoabsatz einbricht – im Mai ist der Absatz von Pkw und Nutzfahrzeugen wiederholt um aktuell 16,4 % auf 1,91 Mio. Autos gesunken – ist kein gutes Omen für den deutschen Leitindex. Es ist von einem strukturellen Rückgang auszugehen. Eine aktuelle Studie des CAR Instituts der Universität Duisburg-Essen sagt zudem für das aktuelle Jahr einen weltweiten Absatzrückgang von rund 5 % voraus. Ein Rückgang, der stärker als nach der Finanzkrise wäre. Auch weitere Branchen leiden unter dem Handelskonflikt. So musste Infineon einen Kursrückgang in Kauf nehmen, nachdem ein US-Konkurrent infolge des Handelsstreites seine Gewinnprognosen gekappt hatte. Allerdings konnten in den vergangenen Wochen auch einige DAX-Unternehmen positiv hervorstechen. Die Aktien von Adidas, Beiersdorf, Deutscher Börse, Linde sowie Wirecard konnten teilweise deutliche Gewinne verbuchen. Am 17. Juni notierte der DAX mit 12.085 Punkten, leicht schwächer als vor vier Wochen.

Auch der Dow Jones musste zunächst Anfang Juni Kurse unterhalb von 25.000 Punkten verbuchen. Anschließend stiegen die Kurse in der Hoffnung auf eine wieder expansivere Geldpolitik auf über 26.000 Punkte. Am 17. Juni notierte der Dow Jones bei 26.113 Punkten. ■

**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 Euroraum

### Breit angelegtes Wachstum zu Jahresbeginn

Eurostat hat inzwischen detaillierte Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums im 1. Quartal vorgelegt und dabei das zentrale Ergebnis seiner ersten Schätzungen bestätigt. Demnach beschleunigte sich der Anstieg des preis-, kalender- und saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,2 % im 4. Quartal auf 0,4 % im Jahresauftaktquartal. Das Wachstum war breit angelegt. Sowohl die privaten und staatlichen Konsumausgaben (+0,5 % bzw. +0,1 %) als auch die Anlageinvestitionen (+1,1 %) legten zu. Der Außenhandel trug ebenfalls zum BIP-Anstieg bei, da die Exporte stärker stiegen als die Importe (+0,6 % bzw. +0,4 %).

### Weiterer Rückgang der Industrieproduktion

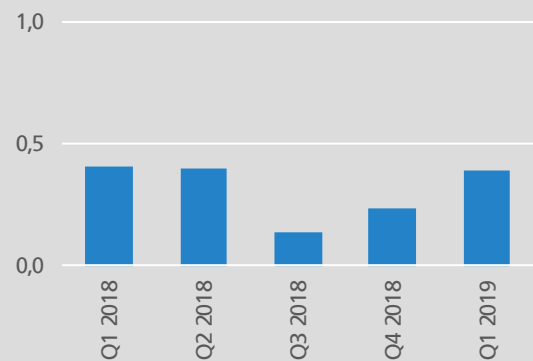
Die Industriebetriebe des Euroraums haben ihren Ausstoß im April erneut vermindert. Die Industrieproduktion ist gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,5 % gesunken, nachdem sie bereits im März leicht zurückgegangen war (-0,4 %). Vor dem Hintergrund der Auftragsentwicklung zeichnet sich für die nächsten Monate noch keine durchgreifende Verbesserung der Lage in der Industrie ab. So ist der Order-Indikator der EU-Kommission zuletzt erneut gesunken. Der Indikator gab von -6,6 Punkten im April auf -7,6 Punkte im Mai nach. Er befindet sich damit aber weiterhin deutlich über seinem langjährigen Mittelwert von -15,5 Punkten.

### Niedrigere Inflationsrate

Im Euroraum hat sich der Anstieg bei den Verbraucherpreisen zuletzt deutlich vermindert. Wie Eurostat anhand vorläufiger Berechnungen mitteilte, übertraf der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) im Mai seinen entsprechenden Vorjahresmonatswert um 1,2 %. Im April waren die Verbraucherpreise noch um 1,7 % gestiegen. Maßgeblich für den Rückgang der Inflationsrate waren die Dienstleistungspreise. Diese sind wegen der vergleichsweise späten Lage des Oster- und des Pfingstfests, die üblicherweise mit höheren Preisen für Reisen und Verkehr einhergehen, im Mai lediglich um 1,1 % gestiegen, nachdem sie im April um 1,9 % zugelegt hatten.

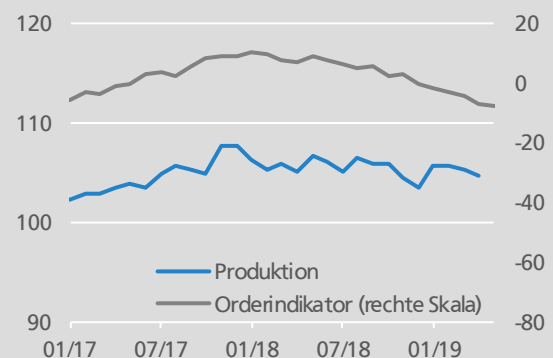
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



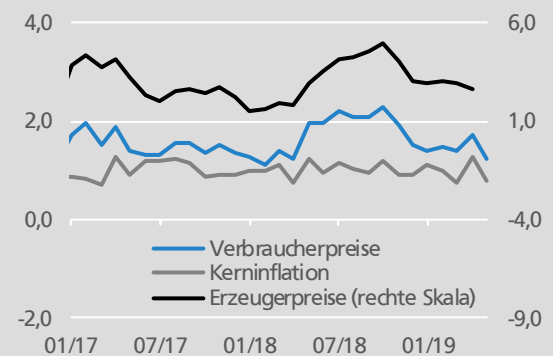
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur Deutschland

### Merklicher BIP-Zuwachs bestätigt

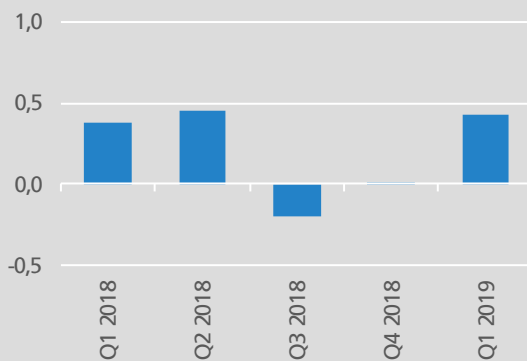
Die deutsche Wirtschaft schwenkte nach der Schwächephase vom 2. Halbjahr 2018 im 1. Quartal erwartungsgemäß wieder auf ihren Wachstumspfad ein. Gemäß den inzwischen bestätigten Angaben des Statistischen Bundesamtes ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands gegenüber dem Vorquartal um deutliche 0,4 % gestiegen, nachdem es im 4. Quartal noch stagniert hatte.

Der BIP-Zuwachs zum Jahresanfang war breit angelegt. Nach neuem Datenstand lieferte neben den Konsumausgaben und den Anlageinvestitionen auch der Außenhandel als Ganzes Wachstumsimpulse. Die privaten Konsumausgaben sind um 1,2 % gestiegen und damit so kräftig wie seit 2011 nicht mehr. Hierzu trugen die anhaltende günstige Beschäftigungs- und Verdienstenwicklung sowie die verstärkten fiskalpolitischen Stimuli bei. Die Bauinvestitionen legten um spürbare 1,9 % zu, begünstigt durch die vergleichsweise milde Witterung. In Ausrüstungen wurde ebenfalls mehr investiert (+1,2 %), nicht zuletzt, weil ein Teil der in der 2. Jahreshälfte 2018 auf Lage produzierten Pkw verkauft und damit investitionswirksam geworden sein dürfte. Die Exporte stiegen trotz des schwierigen weltwirtschaftlichen Umfelds um 1,0 %. Da der Exportanstieg den Importzuwachs (+0,7 %) etwas übertraf, lieferte der Außenhandel insgesamt ebenfalls einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum (mit 0,2 Prozentpunkten).

Für das Sommerhalbjahr lassen Schätzungen des BVR eine schwächere BIP-Entwicklung erwarten. So deuten wichtige Frühindikatoren wie der ifo Geschäftsklimaindex und der Industrie-Auftragseingang auf eine anhaltend schwache Industriekonjunktur hin. Zudem ist davon auszugehen, dass die Bauinvestitionen, die zum Jahresanfang wegen der milden Witterung unerwartet deutlich ausgeweitet wurden, das hohe Wachstumstempo im weiteren Jahresverlauf nicht halten können. Der BVR wird voraussichtlich im Juli eine Aktualisierung seiner Konjunkturprognose veröffentlichen.

### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



### Konjunktur 2019 - 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

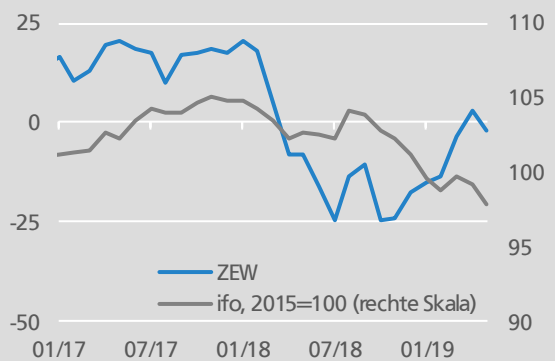
### Geschäftsklima trübt sich wieder ein

Im Mai ist der auf Basis einer monatlichen Unternehmensumfrage erhobene ifo Geschäftsklimaindex um 1,3 Punkte auf 97,9 Punkte gesunken. Die Stabilisierungstendenz der Vormonate hat sich damit zunächst nicht fortgesetzt. Maßgeblich für den Rückgang des Gesamtindex war die aktuelle Lage, die von den Umfrageteilnehmern insgesamt weniger positiv bewertet wurde als zuvor. Demgegenüber blieben die Geschäftserwartungen für das nächste halbe Jahr im Vormonatsvergleich unverändert, trotz der jüngsten Zuspitzung im Handelskonflikt zwischen den USA und China. Auch die auf einer monatlichen Expertenumfrage beruhenden ZEW-Konjunkturerwartungen sind im Mai gesunken, um 5,2 Punkte auf -2,1 Punkte.

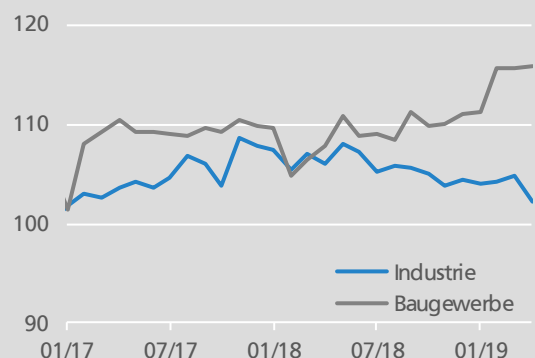
### Stabilisierung des Industrie-Auftragseingangs

Der Auftragseingang der deutschen Industriebetriebe hat sich zuletzt auf niedrigem Niveau weiter gefestigt. Im April sind die preis-, kalender- und saisonbereinigten Neuaufträge leicht um 0,3 % gestiegen, nachdem sie sich bereits im März um 0,8 % erhöht hatten. Im Februar hatten die Bestellungen noch um deutliche 4,0 % nachgegeben. Ausschlaggebend für das jüngste Orderplus war die Auslandsnachfrage, die trotz des schwierigen globalen Umfelds zunahm. So sind die Bestellungen aus dem Ausland um 1,1 % gestiegen, während die inländischen Orders um 0,8 % sanken. Die Industrieproduktion ist im April deutlich mit einer Verlaufsrate von -1,9 % gesunken, nachdem sie im Februar und März noch leicht um 0,5 % bzw. 0,4 % gestiegen war. Der Ausstoß befindet sich damit auf den niedrigsten Stand seit März 2017. Differenziert nach den Industrie-Hauptgruppen zeigten die Hersteller von Investitionsgütern den stärksten Produktionsschwund (-3,3 %). Offenbar belasten die schwierigen weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen mit sich zuspitzenden Handelskonflikten und anderen wirtschaftspolitischen Unsicherheiten (Folgen des Brexit, Verschuldung Italiens etc.) hierzulande zunehmend das Investitionsklima und vermindern damit die Nachfrage nach Fahrzeugen, Maschinen und Ausrüstungen.

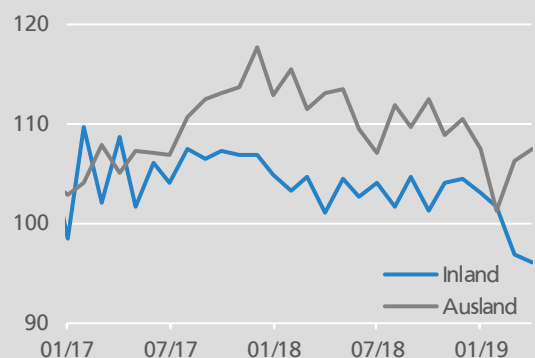
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



**Produktion Deutschland**  
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



**Aufträge Deutschland**  
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Inflationsrate auf 1,4 % gesunken

Die Inflationsrate Deutschlands, gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI), ist von 2,0 % im April auf 1,4 % im Mai gesunken. Für den Rückgang der Gesamtrate waren in erster Linie die Dienstleistungspreise verantwortlich. Diese haben sich im Mai um 1,2 % verteuert, nachdem sie zuvor um 2,1 % gestiegen waren. Dämpfend wirkten vor allem die Preise für Pauschalreisen, die insbesondere wegen der im Vorjahresvergleich späten Lage von Pfingsten merklich nachgaben (-9,0 %).

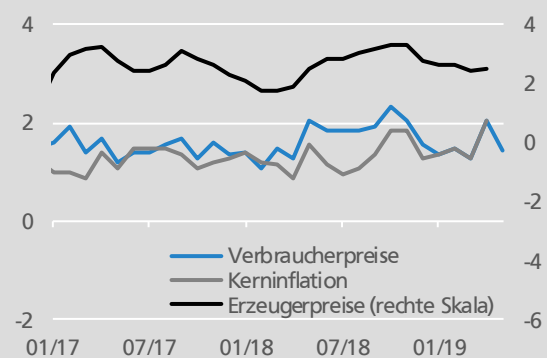
### 3,2 % weniger Firmenpleiten im 1. Quartal

Zu Jahresbeginn hielt der langjährige Abwärtstrend bei den Unternehmensinsolvenzen in Deutschland an. Gemäß den Angaben des Statistischen Bundesamts wurden von den Amtsgerichten im 1. Quartal 4.861 Firmenpleiten erfasst und damit 3,2 % weniger als im entsprechenden Quartal des Vorjahres. Die meisten Insolvenzen waren mit 868 und 803 Fällen erneut im Handel (einschließlich Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen) und im Baugewerbe zu verzeichnen. Neben den Firmenpleiten waren auch die Verbraucherinsolvenzen rückläufig. Diese sind im Jahresauftaktquartal 2019 gegenüber dem Vorjahresquartal um 2,7 % auf 16.600 Fälle zurückgegangen.

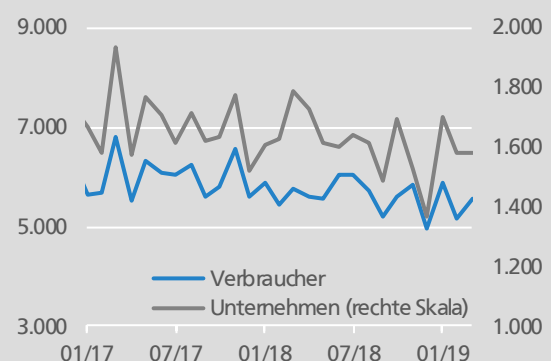
### Arbeitsmarktaufschwung verliert an Fahrt

Wegen eines Sondereffekts und der schwächeren Konjunkturdynamik hat sich die Frühjahrsbelegung am deutschen Arbeitsmarkt zuletzt nur gedämpft fortgesetzt. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) ist die Arbeitslosenzahl von April auf Mai leicht um 7.000 auf 2,236 Mio. Menschen gestiegen. Saisonbereinigt war sogar eine deutliche Zunahme um 60.000 Personen zu verzeichnen. Hauptgrund für den Anstieg war nach BA-Angaben ein Sondereffekt, infolge von Prüfkaktivitäten zum Arbeitsvermittlungsstatus von Arbeitslosengeld-Berechtigten. Im Zuge dessen ist die saisonbereinigte Arbeitslosenquote im Mai gegenüber dem Vormonat leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 5,0 % gestiegen. Die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl legte jüngst, im April, zwar um 32.000 Menschen zu. Der Zuwachs fiel aber geringer aus als im März und Februar mit 35.000 bzw. 39.000 Personen. ■

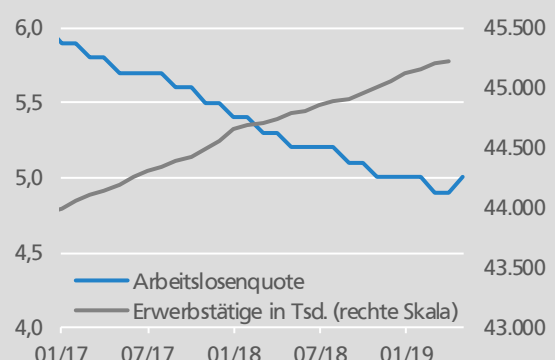
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



**Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland**  
in Prozent, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream