

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

### Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017

#### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017 (2017).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2993>

#### 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/termsfuse>

#### 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

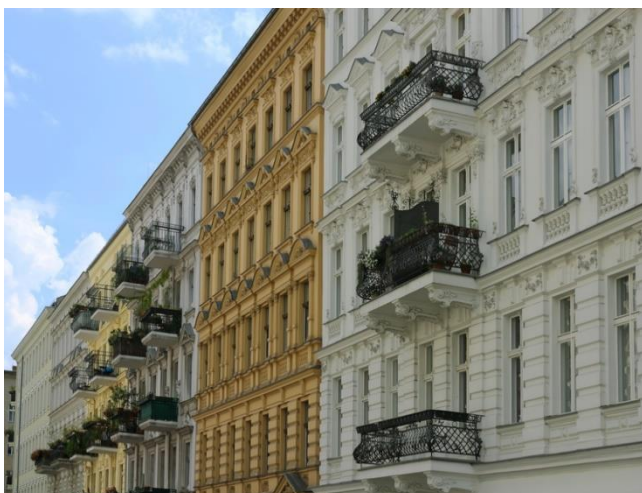
Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

## Deutscher Immobilienmarkt: Wohnpreise in Metropolen entkoppeln sich vom Einkommen

Ein Ende des Aufschwungs am deutschen Wohnimmobilienmarkt ist vorerst nicht in Sicht. Die Preisdynamiken haben im vergangenen Jahr noch einmal an Breite gewonnen. Sowohl in den Städten als auch in den ländlichen Regionen beschleunigte sich das Preiswachstum in 2016. Übertreibungen in der Breite oder gar einer Immobilienpreisblase auf Bundesebene sind aber nicht zu erkennen. Sowohl in städtischen als auch ländlichen Regionen haben sich die Preise seit 2007 weitestgehend im Einklang mit den Mieten und den verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte entwickelt.

Die Lage in den sechs größten Städten Deutschlands unterscheidet sich vom Rest der Republik. Hier zeigen die Preise für Wohneigentum eine Abkopplung von der Entwicklung der verfügbaren Einkommen. In den Großen-6 des Städterankings stiegen die Wohnimmobilienpreise seit 2007 nominal um mehr als 50 % und damit um rund 45 Prozentpunkte mehr als die verfügbaren Einkommen im gleichen Zeitraum. Preistreiber sind der hohe Zuzug in die Großstädte und das zu starre Angebot an Wohnraum. Die Rückschlaggefahr an den Immobilienmärkten der Metropolen fällt wegen des ausgeprägten Nachfrageüberhangs und des stabilen Zuzugs aber mittelfristig gering aus.

Der drastische Anstieg der Preise auf dem Miet- und Eigentümermarkt zeigt den hohen wohnungspolitischen Handlungsbedarf in den Metropolen auf. Die Politik sollte sich in den kommenden Jahren an drei Leitlinien orientieren, um der angespannten Lage in den Großstädten zu begegnen. Erstens sollte mehr Bauland zur Verfügung gestellt werden. Die städtebauliche wie auch infrastrukturelle Erschließung von ungenutzten Randlagen spielt dabei eine wichtige Rolle. Zweitens sollte eine Verschärfung der Mietpreisbremse oder ein vergleichbarer Eingriff in den Preismechanismus des Mietmarktes vermieden werden. Drittens, die Preise für Wohneigentum sollten nicht durch zu strenge und zu teure Bauauflagen noch unnötig in die Höhe getrieben werden.



### Inhalt

#### Deutscher Immobilienmarkt: Wohnpreise in Metropolen entkoppeln sich vom Einkommen 2

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

#### Finanzmärkte 5

Manuel Peter  
 E-Mail: [m.peter@bvr.de](mailto:m.peter@bvr.de)

#### Konjunktur 10

Manuel Peter  
 E-Mail: [m.peter@bvr.de](mailto:m.peter@bvr.de)

## Deutscher Immobilienmarkt: Wohnpreise in Metropolen entkoppeln sich vom Einkommen

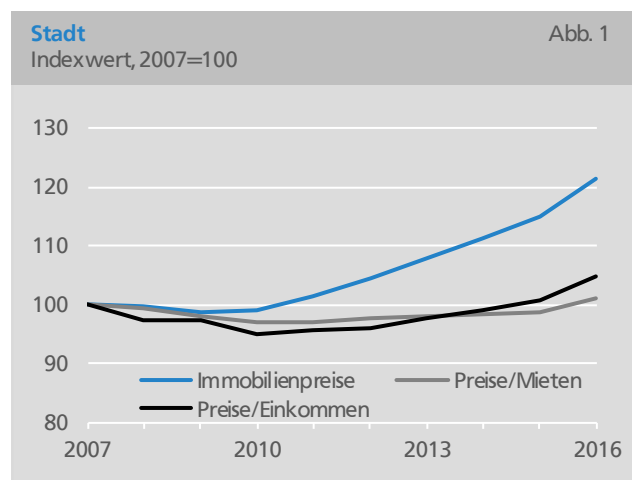
Ein Ende des Aufschwungs am deutschen Wohnimmobilienmarkt ist vorerst nicht in Sicht. Die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum legten in 2016 erneut stärker zu als im Vorjahr. Im Durchschnitt über alle 402 Stadt- und Landkreise verzeichneten die Preise für Wohnimmobilien einen Anstieg von 4,8 %. Auf Bundesebene war dies der sechste Anstieg in Folge. Ein Jahr zuvor waren die Preise für selbstgenutzte Eigentumswohnungen sowie Ein- und Zweifamilienhäuser im Schnitt noch um 3,1 % gestiegen.

Die Preisdynamiken auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt haben im vergangenen Jahr noch einmal an Breite gewonnen. Sowohl in den Städten als auch in den ländlichen Regionen beschleunigte sich das Preiswachstum in 2016. In den dichter besiedelten, städtischen Regionen stiegen die Preise für Wohneigentum um 5,5 % nach 3,6 % in 2015. In den eher ländlich geprägten Regionen zog das Preiswachstum im gleichen Zeitraum von 2,5 % auf 4,0 % an. Damit lagen die Wohnimmobilienpreise in den dichter besiedelten Regionen Deutschlands nominal knapp 22 % über ihrem Wert von 2007, während in den weniger dicht besiedelten Regionen ein Anstieg von knapp 11 % zu verzeichnen war.

Anzeichen breiter Übertreibungen oder gar einer Immobilienpreisblase auf Bundesebene sind aktuell nicht zu erkennen. Sowohl im städtischen als auch im ländlichen Bereich haben sich die Preise seit 2007 weitest-

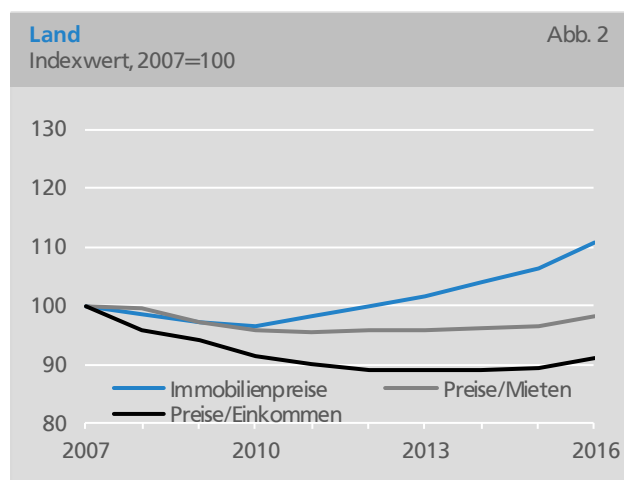
gehend im Einklang mit den Mieten und den verfügbaren Einkommen<sup>1</sup> entwickelt. Eine Abkopplung der Preise von diesen wichtigen Fundamentaldaten ist aktuell nicht zu erkennen. Während in den dichter besiedelten Regionen (Abb. 1) die Preise seit 2007 um etwas weniger als 5 Prozentpunkte stärker gewachsen sind als die verfügbaren Einkommen, liegen diese in den dünner besiedelten Regionen (Abb. 2) sogar deutlich unter der Entwicklung der Einkommen. Die Mieten bewegten sich hingegen weitestgehend im Einklang mit den Preisen. Der deutsche Mietmarkt besitzt damit die Fähigkeit, auf preisliche Veränderungen auf dem Wohnimmobilienmarkt zu reagieren.

Zentrale Treiber der Preise für Wohneigentum auf Bundesebene sind in erster Linie die günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Zum einen hat das Niedrigzinsniveau die Kosten von Immobilienkrediten für den Kreditnehmer massiv sinken lassen. Zum anderen haben die günstige Beschäftigungssituation und steigende Einkommen die privaten Haushalte mutiger werden lassen. Der stärkere Anstieg der Preise in den städtischen Regionen dürfte in erster Linie auf den seit Jahren anhaltenden Re-Urbanisierungstrend und der gestiegenen Zuwanderung zurückzuführen sein. Das grundsätzlich unflexiblere Angebot an Wohnraum in dichter besiedelten Regionen spielt dabei eine entscheidende Rolle für die steigenden Preise.



Quelle: vdpResearch, BBSR, BVR

<sup>1</sup> Die Pro-Kopf-Einkommen für die Kreise wurden für 2015 und 2016 mit der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate der Jahre 2013 und 2014 fortgeschrieben.

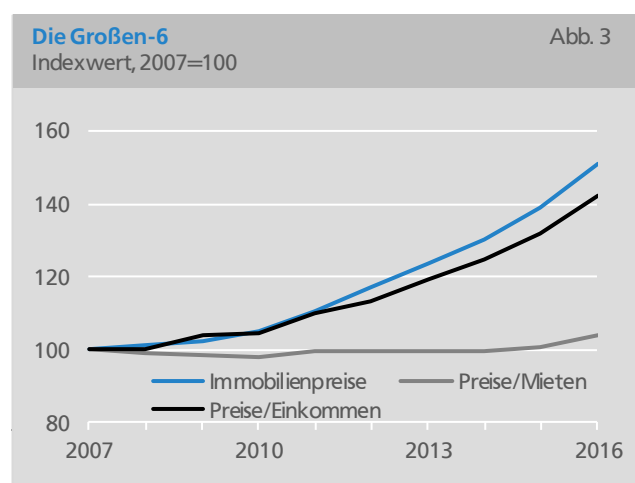


Quelle: vdpResearch, BBSR, BVR

## Wohnpreise in Metropolen entkoppeln sich von den Einkommen

Die Lage in den größten Städten Deutschlands unterscheidet sich vom Rest der Republik. Insbesondere in den deutschen Metropolen nimmt der Preisdruck stetig zu. Insgesamt sind die Wohnimmobilienpreise in den Großen-6, d. h. den sechs größten deutschen Städten<sup>2</sup>, in den vergangenen zehn Jahren um mehr als 50 % gestiegen. Das ist mehr als doppelt so viel wie in den städtisch geprägten Regionen Deutschlands insgesamt, obwohl die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den Großen-6 unterm Strich nicht besser ausfielen. Das zeigt auch das Preis-Einkommen Verhältnis in diesen sechs Metropolen. Seit 2007 sind dort die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte um rund 45 Prozentpunkte schwächer gewachsen als die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum.

Diese Entwicklung dürfte ein Zeichen von Preisüberhebungen in einzelnen Stadtvierteln der Metropolen sein. Gleichwohl ist eine scharfe Preiskorrektur mittelfristig nicht zu befürchten. Die Rückschlaggefahr an den Immobilienmärkten der Metropolen fällt angesichts des ausgeprägten Nachfrageüberhangs momentan gering aus. Allerdings provoziert der scharfe Anstieg der Preise und Mieten zum Teil deutliche sozioökonomische Strukturveränderungen in den Metropolen, die über ein vertretbares Maß im Sinne einer ausgewogenen Stadtstruktur hinausgehen.



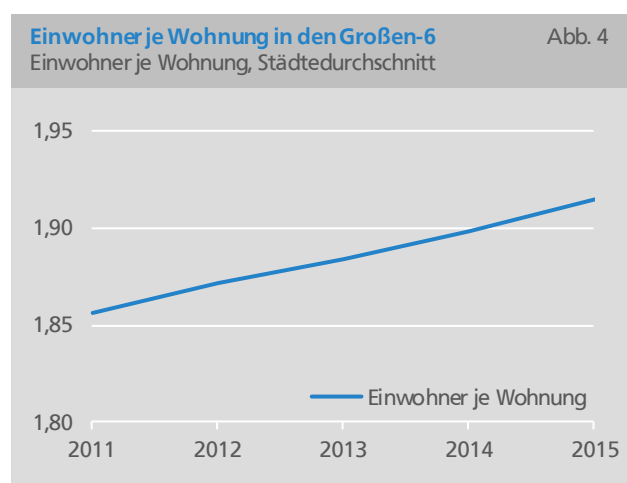
Quelle: vdpResearch, BBSR, BVR

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

## Was das Wohnen in Metropolen teuer macht

Die Nachfrage nach Wohnraum in den deutschen Metropolen ist hoch. In den vergangenen Jahrzehnten hat die Lebensqualität in den Großstädten durch eine neue, progressive urbane Stadtkultur stetig zugenommen. Seit Ende 2012 stieg die Zahl der Einwohner in den sechs größten Städten Deutschlands um rund 480.000. Das ist rund ein Viertel aller nach Deutschland zugewanderten Menschen seit 2012. Gleichzeitig wohnen in den Großen-6 nur rund 11 % der deutschen Gesamtbevölkerung. Die Ausweitung des Wohnungsangebotes in diesen Jahren fiel unzureichend aus. Dadurch hat sich seit 2012 das Verhältnis von Wohnungen und Einwohnern stetig verschlechtert. Das treibt in erster Linie die Preise für Wohnraum in den Metropolen.

Neben dem Niedrigzins dürfte zudem die gestiegene Attraktivität des deutschen Immobilienmarktes für Investoren eine Rolle spielen. Mehr und mehr Investoren, auch aus dem Ausland, sehen in den moderaten aber sehr stabilen Renditen bei Miet- und Kaufobjekten einen großen Vorteil. Entscheidend hierbei ist, dass der demographische Wandel für die Miet- und Preiserwartungen in den Metropolen eine weniger wichtige Rolle spielt, da allgemein erwartet wird, dass der stete Zuzug und sinkende Haushaltsgrößen die Nachfrage nach Wohnraum in den Großstädten auch in Zukunft hoch halten werden.



Quelle: Statistisches Bundesamt, BVR

### Keine Kreditblase in Deutschland

Der Aufschwung auf dem Immobilienmarkt ist aktuell nicht getrieben von einer übermäßig gesteigerten Kreditvergabe. Durchaus hat sich die Kreditvergabe im Immobiliengeschäft in den vergangenen Jahren beschleunigt. Gleichwohl sind Dauer und Höhe des Anstiegs noch gering im Vergleich zu den Verhältnissen in Spanien, Irland oder den USA zu Zeiten dortiger Immobilienpreisübertreibungen. Auch die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen lässt keine Rückschlüsse auf eine massive Verschuldung der Haushalte zu. Seit 2011 fiel die private Schuldenquote der Bundesbürger um 3 Prozentpunkte auf knapp 90 %. Zudem verfolgen insbesondere die deutschen Genossenschaftsbanken eine konservative Immobilienkreditvergabe. So liegt der Anteil des Darlehensbetrags am Wert der Immobilie in der Regel unter der Marke von 70 %.

### Mehr Bauland, weniger Regulierung

Der drastische Anstieg der Preise auf dem Miet- und Eigentümermarkt zeigt den hohen politischen Handlungsbedarf in den Metropolen auf. Es besteht die Gefahr, dass Wohnimmobilien in den Metropolen schließlich doch vermehrt zu Spekulationsobjekten werden. Die Politik sollte sich an drei Leitlinien orientieren, um den Preisdynamiken in den Großstädten entgegenzuwirken. Erstens, insbesondere in den deutschen Metropolen muss deutlich mehr Bauland, ob durch Nachverdichtung oder Erschließung neuer Stadtviertel in Randlagen, bereitgestellt werden. Eine wichtige Voraussetzung für die erfolgreiche städtebauliche Erschließung ungenutzter Flächen in der Peripherie ist dabei der Ausbau des Personennahverkehrs in diese Gebiete. Zweitens, eine Verschärfung der Mietpreisbremse oder ein ähnlicher Eingriff in den Preismechanismus des Mietmarktes sollte vermieden werden. Wie schon in der Vergangenheit werden solche Maßnahmen nicht die Wohnungssituation nachhaltig verbessern, sondern über einen Rückgang an Mietobjekten und des Mietneubaus verschlechtern. Drittens, die Preise für Wohneigentum sollten nicht durch zu strenge Bauauflagen noch weiter in die Höhe getrieben werden.

### Vorsicht bei Langfristprojektionen

Die Finanzierung von Wohnimmobilien läuft traditionell über mehr als 10 Jahre. Vor diesem Hintergrund sind mittel- bis langfristige Projektionen für den Immobilienmarkt sowohl für Kreditnehmer wie auch Kreditgeber sinnvoll. Langfristprognosen unterliegen aber in der Regel hohen Unsicherheiten, da die ausgeprägte Komplexität und Vielschichtigkeit der Marktmechanismen über einen Zeitraum von rund 10 Jahren nur schwer abzuschätzen sind. Das gilt auch für den Wohnimmobilienmarkt. Seine Geschichte zeigt, dass oftmals fehlerhafte Langfristprojektionen zu Fehlinvestitionen wie z. B. in Spanien oder Irland führten. Trends sollten daher stets auf ihre Dauerhaftigkeit hinterfragt werden.

Der aktuelle Re-Urbanisierungstrend ist daher keineswegs in Stein gemeißelt. Schon einmal veränderte ab Mitte des 20. Jahrhunderts das Automobil die Wohnpräferenzen der Menschen, die die teureren und damals weniger wohnlichen Städte zugunsten der Vororte verließen. Das neu erschlossene Bauland in Randlagen dämpfte das Immobilienpreiswachstum vielerorts. Das änderte sich erst mit dem Beginn des Re-Urbanisierungstrends vor rund zwei Jahrzehnten.

Auch aktuell mehren sich die Zeichen für tiefgreifende Veränderungen in der Mobilität. So könnte im kommenden Jahrzehnt das autonom fahrende Automobil, sollte es denn massenhaft verfügbar sein, die Mobilität des Einzelnen erhöhen und schlecht erschlossene Randlagen wieder attraktiver machen. Zwar dürfte es nicht wie damals zu schrumpfenden Städten kommen, aber bislang schwache Peripherielagen könnten verstärkt gefagt sein und den Preisdruck in den Städten dämpfen.

### Datenquellen und Methodik

Die Wohnimmobilienpreise und Mieten für die 402 Land- und Stadtkreise sind vom vdpResearch, der Immobilienmarktforschungsgesellschaft des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken. Die Einkommen, der Wohnungsbestand und die Bevölkerungszahlen sind aus der Regionalstatistik des Statistischen Bundesamtes. Die Klassifizierungen Stadt und Land sind vom Bundesinstitut für Bau-, Stadt-, Raumforschung. ■

## Finanzmärkte

### Kreditvergabe beschleunigt sich

Die Kreditvergabe im Euroraum hat im März sichtbar zugelegt. Auf Monatssicht stiegen die um Verbriefungen und Verkäufe bereinigten Unternehmenskredite um 18 Mrd. Euro. Ihre Jahreswachstumsrate stieg dadurch um 0,4 Prozentpunkte auf 2,3 %. Die Kredite an die Privaten Haushalte stiegen im März um 16 Mrd. Euro nach 12 Mrd. Euro im Februar. Im Vergleich zum Vorjahresmonat lagen die Kredite an Privatpersonen damit um 2,4 % höher. Die Kredite an Unternehmen und Private Haushalte wuchsen im März 2017 auf Jahressicht so stark wie seit Sommer 2009 nicht mehr.

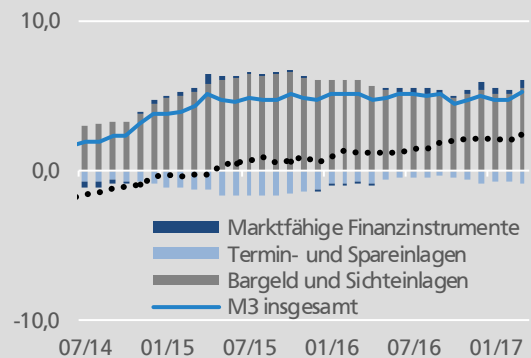
### Geldmengenwachstum ansteigend

Das Geldmengenwachstum im Euroraum hat sich im März überraschend deutlich beschleunigt. Im Vergleich zum Vorjahresmonat legte die breit gefasste Geldmenge M3 um 5,3 % zu. Einen Monat zuvor hatte die Jahreswachstumsrate noch bei 4,7 % gelegen. Getrieben wurde das Wachstum in erster Linie von der besonders liquiden Geldmenge M1 mit einem Wachstumsbeitrag von 5,6 Prozentpunkten. Der Wachstumsbeitrag der weniger liquiden Termin- und Spareinlagen fiel hingegen mit -0,8 Prozentpunkten etwas niedriger aus als im Vormonat (-0,7 Prozentpunkte). Der Wachstumsbeitrag der marktfähigen Finanzinstrumente stieg derweil deutlich um 0,3 auf 0,5 Prozentpunkte.

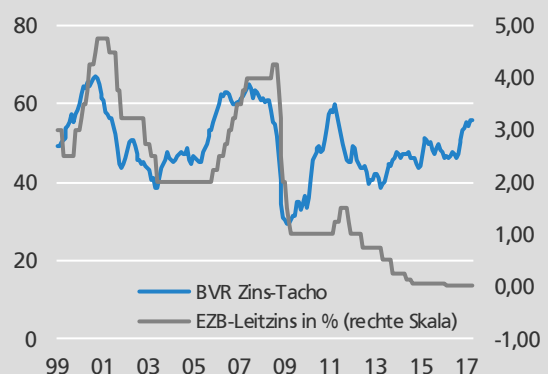
### BVR Zins-Tacho zum Vormonat unverändert

Die weiter anziehende Konjunktur zeigt sich im BVR Zins-Tacho im Anstieg des Teilindex für die konjunkturelle Lage. Der Index steigt im Mai um einen Punkt an. Die weiteren Teilindizes bleiben hingegen auf ihrem Vormonatsniveau. Der Gesamtindex verharrt damit weiter wie im April bei 56 Punkten. Damit zeigt der Zins-Tacho nach wievor ein moderates Inflationsrisiko im Euroraum an.

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



**BVR Zins-Tacho**  
in Punkten



	Mrz. 17	Apr. 17	Mai 17
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
Konjunktur (50 %)	65	67	68
Preise/Kosten (40 %)	41	42	42
Liquidität (10 %)	53	55	55

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. Eine detaillierte Beschreibung des BVR Zinstachos befindet sich im BVR Volkswirtschaft special Nr. 13/2007

Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Zentralbanken belassen Zinsen unverändert

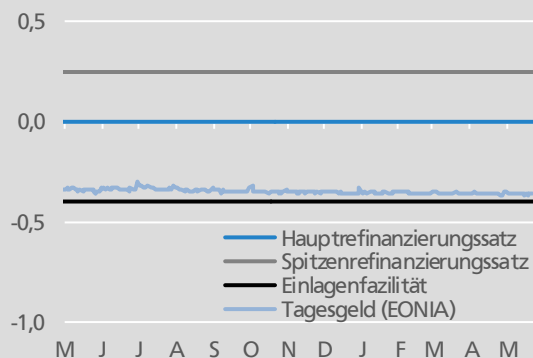
Sowohl die amerikanische wie auch die europäische Zentralbank beließen zuletzt ihre Leitzinsen unverändert. In der europäischen Geldpolitik rückt zunehmend die Frage des Ausstiegs aus der ultralockeren Geldpolitik auf die Agenda. Die EZB hatte in ihrer letzten Pressekonferenz im April eine zunehmend stabilere Erholung der Konjunktur im Euroraum sowie einen Abbau von Risiken festgestellt, diese jedoch noch nicht als ausgewogen bezeichnet. Es ist jedoch zu erwarten, dass in den kommenden Sitzungen der Ausblick sich weiter positiv entwickeln wird. Die jüngsten Schätzungen des BIP für den Euroraum bestätigen zudem die anziehende Wirtschaftsdynamik. Zuletzt hat mit Yves Mersch auch ein Mitglied des EZB-Direktoriums geäußert, dass die Zeit für eine Debatte über den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik reif sei. Es ist daher zu vermuten, dass in den kommenden Sitzungen des EZB-Rates erste Strategien des Ausstiegs angedacht werden.

Nachdem die USA bereits den Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik vollzogen haben, steht dort die Frage nach der Verkürzung der Zentralbankbilanz auf dem Plan. Nach dem Ende des Anleihekaufprogramms waren die Gelder aus den fälligen Anleihen reinvestiert worden, die Bilanz der FED beträgt daher noch immer über 4,5 Bio. US-Dollar. Den in 2014 veröffentlichten „Policy Normalization Principles and Plans“ zufolge, ist eine Reduktion der Bilanz aber erst nach einer Anhebung der Leitzinsen auf ein „normales“ Niveau vorgesehen. Zuletzt bezeichnete die Fed-Vorsitzende Janet Yellen den derzeitigen Zins als geldpolitisch noch nicht neutral. Ein Ende der Reinvestitionspolitik ist daher nicht vor weiteren Zinsschritten zu erwarten.

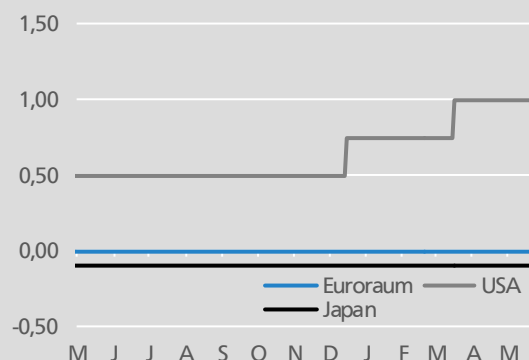
### Bewegungen am Geldmarkt bleiben weiter aus

Wie zuletzt am 27. April steht der EONIA Tagesgeldsatz auch am 23. Mai weiterhin bei -0,36 %. Auch beim 3-Monats-Euribor sind keine Veränderungen zum Vormonat erkennbar, so dass der Zinssatz weiter bei -0,33 % verharret. Beim Geldmarktsatz für 12 Monate sank der Zins leicht um 1 Basispunkt auf -0,13 % am 23. Mai.

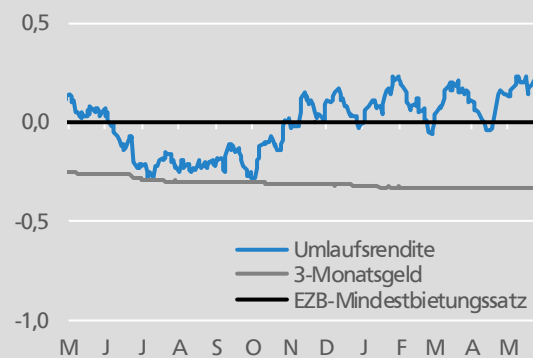
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

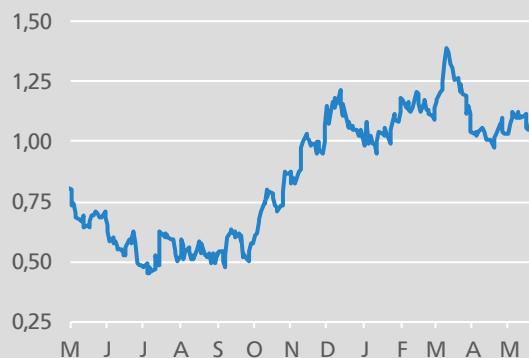
### Weitere Konvergenz im Euroraum

Im Mai näherten sich die Spreads zwischen den Mitgliedsländern des Euroraums weiter an. Damit setzt sich eine Entwicklung fort, die bereits im März und April beobachtet werden konnte. Es ist anzunehmen, dass die Konvergenz der Renditen in Zusammenhang mit dem Abbau der politischen Unsicherheiten in Europa steht. Bereits Mitte April, als die Umfragen einen Sieg Emmanuel Marcons bei den französischen Präsidentschaftswahlen andeuten, näherten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen Frankreich der deutschen Renditen an (um ca. 30. Basispunkte). Der Rückgang war daher im Mai, trotz des Sieges Macrons in der zweiten Runde der Präsidentschaftswahlen, eher gering (-3 Basispunkte). In den anderen südeuropäischen Staaten waren die Renditerückgänge im Mai ausgeprägter. So betrug der Abbau der Renditespreads bei Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit 14 Basispunkte für Spanien, 25 bei Italien und sogar 42 bei Portugal. Im spanischen und portugiesischen Fall dürften die guten BIP-Zahlen für das erste Quartal 2017 zur Renditeeinengung beigetragen haben. Renditen deutscher Anleihen stiegen seit Ende April leicht an. Die Rendite zehnjähriger Anleihen lag zuletzt bei 0,40 %. Die Umlaufrendite lag am 23. Mai mit 0,21 % 6 Basispunkte über dem Niveau von Ende April.

Weiter nahezu unverändert zeigen sich die Renditen US-amerikanischer Staatsanleihen. Trotz einer Anhebung der Zinsen im März und einer zunehmend wahrscheinlicher werdenden weiteren Zinserhöhung auf der geldpolitischen Sitzung der Fed im Juni sind die Renditen zehnjähriger Anleihen noch immer unterhalb ihres Niveaus vom Jahresbeginn bei zuletzt 2,28 %. In den letzten beiden Monaten kamen die Renditen zudem weiter unter Druck, da die Kritik am neuen US-amerikanischen Präsidenten Trump noch einmal zugenommen hat und Gesetzesvorhaben über die geplanten Steuersenkungen und Investitionsprogramme zunehmend in den Hintergrund gedrängt werden.

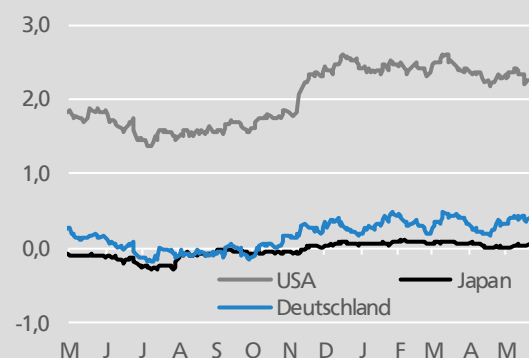
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



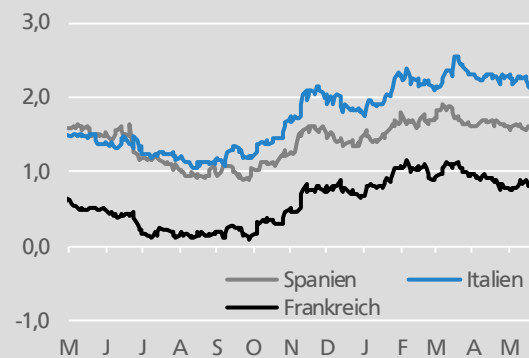
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## US-Dollar unter Druck

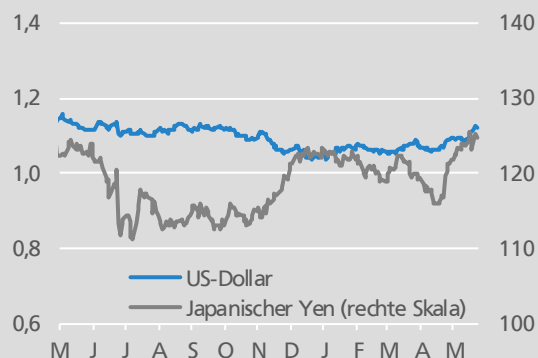
Der US-Dollar hat in den vergangenen Wochen gegenüber dem Euro deutlich an Wert eingebüßt. Im bisherigen Jahresverlauf stand der US-Dollar zumeist bei 1,05 bis 1,07 Dollar je Euro. Insbesondere in der vergangenen Woche rutsche die US-Währung jedoch deutlich ab. Am 23. Mai stand der US-Dollar bei nur noch 1,12 Dollar je Euro und kostete damit 3 Cent weniger als Ende April.

Ursache des jüngsten Abrutschens ist die Unsicherheit über die politische Entwicklung in den USA. Nach dem Rauswurf des FBI-Chefs James Comey, der potentielle Verbindungen von Trumps Wahlkampfteam zu Russland aufdecken sollte, mehrte sich auch die Kritik am Präsidenten aus den eigenen Reihen. Selbst die weitere Straffung der geldpolitischen Zügel in den USA, die durch einen weiteren Zinsschritt im nächsten Monat fortgesetzt werden könnte, führte bislang nicht zu einer Stärkung des US-Dollars. Der Euro profitierte zudem vom Sieg des überparteilichen Emmanuel Macron bei den französischen Präsidentschaftswahlen. Sein klares Bekenntnis zum Euro stärkt das Vertrauen der Investoren in den Währungsraum.

Ebenfalls abgewertet hat seit Ende April die schwedische Krone. Sie verlor auf Monatsicht 1,2 % zum Euro. Grund hierfür war insbesondere die Ankündigung der schwedischen Zentralbank ihr Anleihekaufprogramm fortzusetzen und somit die expansive Geldpolitik fortzuführen. Das Programm wäre ursprünglich im Juni ausgelaufen. Damit dürften auch mögliche Zinsanhebungen weiter in die Zukunft verschoben werden.

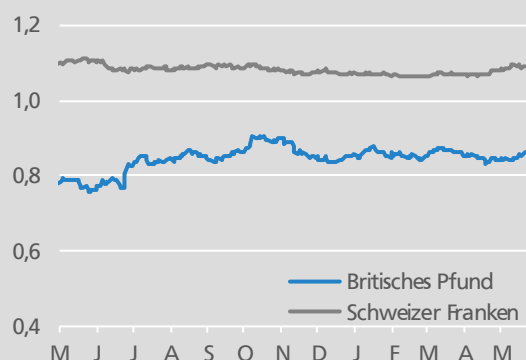
### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



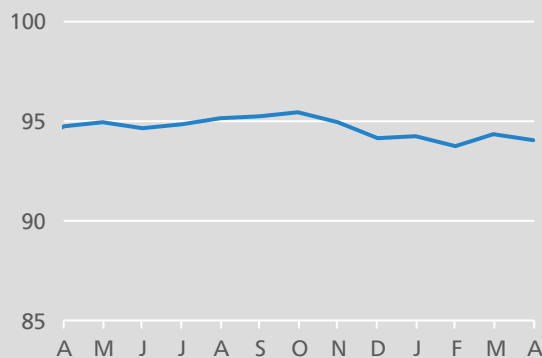
### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

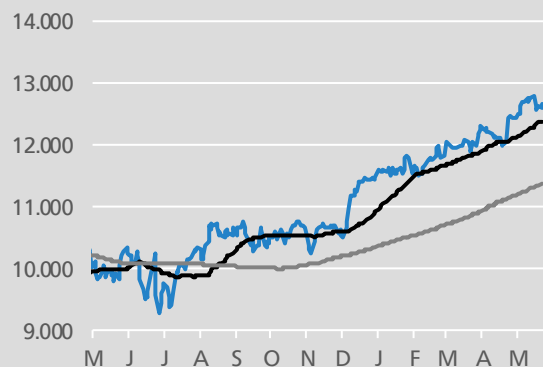
## Aktienmärkte im Plus in Europa und Asien

Seit Ende April konnten die europäischen Aktienmärkte noch einmal deutliche Kursgewinne verzeichnen. Die Kursgewinne des DAX im Zeitraum Ende April bis zum 23. Mai betrugen 1,7 %, während der französische Leitindex um 1,5 % anstieg. Die Börsen profitierten vom Sieg des bis dato eher überparteilichen Kandidaten Emmanuel Macron in der zweiten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen. Die Börsen hatten diesen Sieg bereits in den ersten Tagen nach dem Gewinn der relativen Mehrheit Macrons in der ersten Runde vorweg genommen, so dass die Kurs sprünge bereits unmittelbar nach der ersten Runde die Börsenkurse antrieben. Gestützt wurde die Börse zudem von der positiven Entwicklung aktueller Wirtschaftsindikatoren wie den ersten Schätzungen des BIP-Wachstums im ersten Quartal 2017 sowie den Ordereingängen in der Industrie und der Verbraucherstimmung.

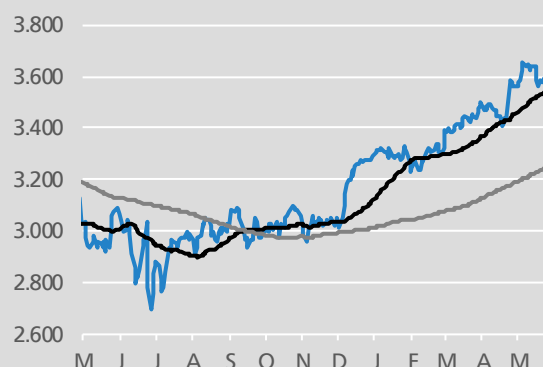
Auch an den asiatischen Börsen stiegen die Kurse zuletzt deutlich. Der japanische Leitindex Nikkei 225 konnte seit dem 27. April ein Kursplus von 1,9 % einstreichen. Die Entwicklung wird auch hier von einem positiven Wachstumsumfeld gestützt. Insbesondere die Zahlen zum Export deuten darauf hin, dass das weltwirtschaftliche Klima der japanischen Wirtschaft Schwung verleiht. Dieser Schwung zeigt sich ebenfalls an den benachbarten asiatischen Börsenplätzen.

Entgegen diesem Trend haben die US-amerikanischen Börsen zuletzt Verluste hinnehmen müssen. Der Dow Jones fiel im selben Zeitraum wie die europäischen und asiatischen Börsen um 0,2 % trotz guter Zahlen aus der Realwirtschaft. Vielmehr scheinen die US-amerikanischen Börsen derzeit von den politischen Konflikten des neuen US-Präsidenten Trump beeinflusst zu sein, der unter innenpolitischem Druck steht. Hieraus erwächst die Befürchtung, dass die angekündigten Wahlversprechen wie eine Steuerreform und ein Investitionsprogramm für die Infrastruktur weiter aufgeschoben werden. ■

**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

### Wachstum im Euroraum hält an

Die europäische Konjunktur hat ihre Dynamik aus dem vergangenen Jahr zu Jahresbeginn fortgesetzt. Im ersten Quartal 2017 stieg die Wirtschaftsleistung saison- und preisbereinigt im Euroraum um 0,5 % zum Vorquartal an. Zum Vorjahreszeitraum betrug das Wachstum im Währungsraum 1,7 %. Trotz robustem Wachstum bleibt weiter ein Wachstumsgefälle zwischen den einzelnen Volkswirtschaften bestehen. Während in Spanien und Deutschland die Wachstumsraten oberhalb des Unionsdurchschnitts liegen mit 0,8 % bzw. 0,6 % zum Vorquartal betrug in Frankreich und Italien das Wachstum zu Jahresbeginn nur 0,3 % bzw. 0,2%. Im Gegensatz zum allgemeinen Wachstumstrend rutscht die griechische Volkswirtschaft sogar erneut in die Rezession. Mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,1 % schrumpft die griechische Wirtschaft auf Quartalssicht zum zweiten Mal in Folge.

### Produktion im Euroraum stabil

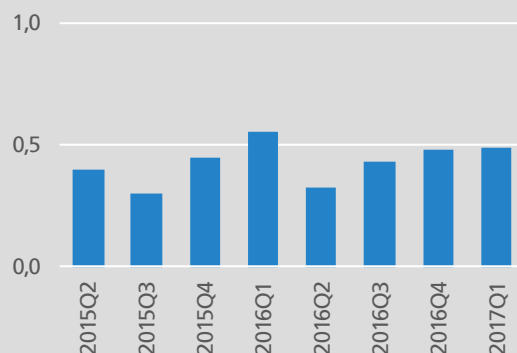
Im März blieb die Industrieproduktion im Euroraum auf hohem Niveau konstant. Der Produktionsindex gab leicht um 0,1 % nach gegenüber dem Februar. Die leichten Rückgänge im Februar und März gehen im Wesentlichen auf die geringer produzierte Menge im Energiesektor zurück. Investitions- (+0,2 %), Vorleistungs- (+0,3 %), Gebrauchs- (+0,9 %) sowie Verbrauchsgüter (+2,1 %) wurden hingegen im größerem Umfang hergestellt. Auf Jahressicht ergibt sich ein signifikanter Anstieg von 1,9 % für die gesamte Industrieproduktion. Der Orderindikator stieg ebenfalls im April um 2,6 Punkte auf -1,8 Punkte an und signalisiert eine steigende Produktion auch in den kommenden Monaten.

### Inflation zieht wieder an

Im April sind die Verbraucherpreise im Euroraum um 1,9 % p. a. gestiegen. Damit vollzogen die Preise zuletzt wieder eine Wendung nach nur noch 1,5 % im März. Der Wiederanstieg der Teuerung im April hängt jedoch mit dem in diesem Jahr später stattfindenden Osterfest zusammen, das gewöhnlich preistreibend wirkt.

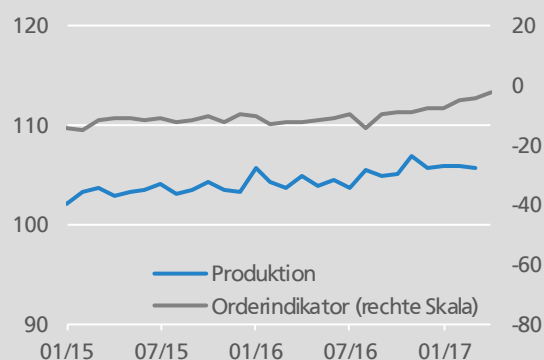
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



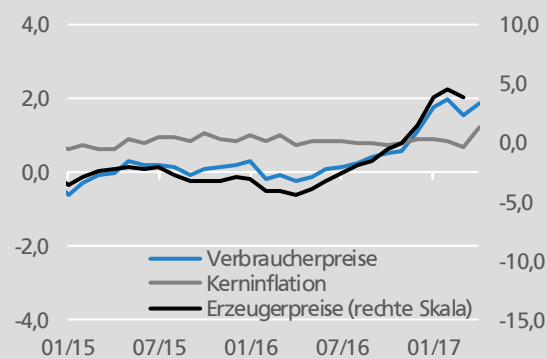
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

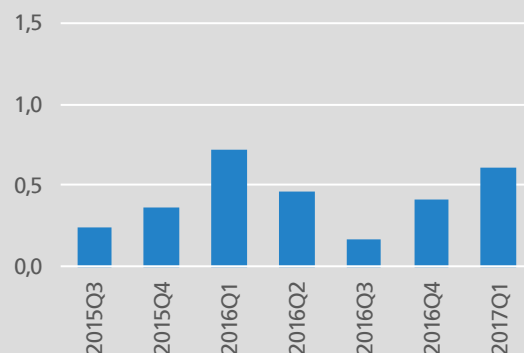
### BIP-Schätzung bestätigt Konjunkturerwartungen

Die deutsche Wirtschaft wuchs nach Angaben des Statistischen Bundesamtes im ersten Quartal 2017 saison- und preisbereinigt mit 0,6 % gegenüber dem Vorquartal und startet damit ähnlich stark wie im Vorjahr ins Kalenderjahr. Damit bestätigen die Zahlen die gute Stimmung der Wirtschaft, die bereits in den Konjunkturindikatoren der letzten Wochen und Monate zum Ausdruck kam. Vor allem die Investitionsneigung schien sich zuletzt wieder zu beleben. Sowohl die Investitionen in Ausrüstungen wie in Bauten waren im ersten Quartal weiter deutlich gewachsen. Dabei profitieren die Investitionen in Bauten vom derzeit geringen Zinsniveau. Nachdem immer wieder die deutsche Politik mit Forderungen nach mehr Investitionen zum Abbau des Handelsüberschusses auch durch internationale Organisationen wie dem Internationalen Währungsfond (IWF) konfrontiert wurde, bleibt abzuwarten, ob sich diese Entwicklung fortsetzt und mittelfristig die Kritiker des deutschen Außenhandelsüberschusses zufrieden stimmt. Denn auch zu Jahresbeginn stieg das Exportvolumen deutscher Firmen in absoluten Zahlen wieder deutlich und wuchs sogar stärker als die Importe. Weiter stützend für die Konjunktur wirkt zudem der kontinuierliche Anstieg der Konsum der Haushalte und des Staates.

Die Prognosen für die deutsche Wirtschaft bleiben weiter aufwärts gerichtet. Die meisten Frühjahrgutachten der Wirtschaftsforschungsinstitute sowie nationale und internationale Organisationen haben ihre Einschätzung zum deutschen Wachstum nach oben korrigiert. Im Durchschnitt zeigen die Schätzungen ein Wachstum von 1,5 % für das laufende Jahr an. Aufgrund einer höheren Anzahl an Feiertagen in diesem Jahr liegen die Wachstumsaussichten unterhalb des Wachstums aus 2016. Bereinigt um diesen dürfte das Wachstum ähnlich hoch sein wie im Vorjahr.

### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



### Konjunktur 2017 - 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

### Konjunkturindikatoren stimmen optimistisch

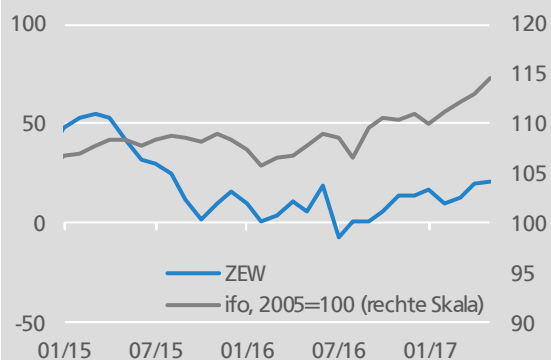
Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft ist weiterhin gut. Sowohl der Ifo Geschäftsklimaindex wie auch die ZEW Konjunkturerwartungen stiegen im April und Mai weiter an. Der Ifo Index konnte im Mai, trotz bereits hohem Niveau, 0,5 Punkte anziehen und steigt mit jetzt 112,9 Punkten auf ein neues Hoch seit Beginn der Euroschuldenkrise in 2010/11. Es fällt auf, dass zuletzt die Einschätzung der Unternehmen über die zukünftige Entwicklung im Gegensatz zur Einschätzung der aktuellen Lage leicht rückläufig war. Es bleibt abzuwarten, wie sich in den kommenden Monaten dieser Teilindex entwickelt. Nicht nur in der Wirtschaft bleibt die Stimmung optimistisch. Auch die Konsumenten zeigen sich weiter konsumfreudig. Sowohl das GfK Verbrauchervertrauen wie auch das von der Europäischen Union erhobene Verbrauchervertrauen zeigen eine weiter aufhellende Stimmung an. Der GfK Index stieg für den Mai um 0,4 Punkte auf zuletzt 10,2 und bewegt sich auf einem Niveau, welches selbst vor der Finanzkrise nicht erreicht wurde.

### Stabile Lage in der Industrie

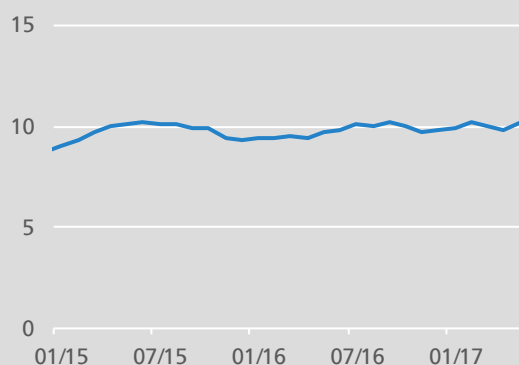
Im März sank die Produktion im Produzierenden Gewerbe um 0,4 % preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigt im Vergleich zum Februar. Bislang war die Produktion in 2017 stets gewachsen. Ein positiver Impuls kam erneut aus dem Baugewerbe. Hier stieg die Produktion um 1,5 % zum Vormonat an.

Auch der Ordereingang war im März eher verhalten. Die bestellten Volumen beliefen sich im März auf +1,0 % gegenüber dem Vormonat. Dabei gingen die Bestellungen aus dem Inland sogar zurück, nachdem diese im Februar noch überdurchschnittlich angestiegen sind. Auf der anderen Seite legten die Bestellungen aus dem Ausland, und insbesondere aus dem Euroraum, deutlich zu und kompensieren die geringeren Auftragsmengen aus dem Vormonat. Zusammengekommen signalisieren die Daten eine weiter gute Lage der Industrie, wobei die leicht schwächeren März-Daten nicht überinterpretiert werden sollten.

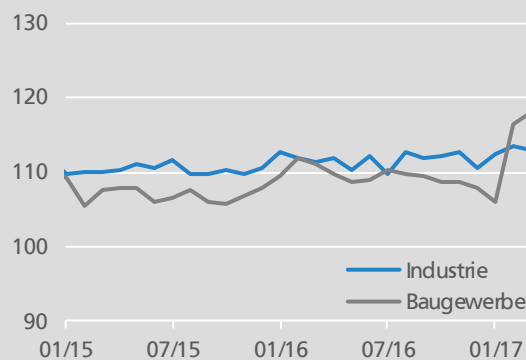
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



**GfK-Konsumklima Deutschland**  
Indikatorwerte, saisonbereinigt



**Produktion Deutschland**  
2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Ostern treibt die Preise

Nachdem im März die Preise in Deutschland um 1,6 % p. a. gestiegen sind, schien sich der Einfluss des Basiseffekts bei den Energiepreisen, der zu Jahresbeginn die Preissteigerung auf über 2 % klettern ließ, wieder abzuschwächen. Die April-Inflationsrate scheint dies auf den ersten Blick zu konterkarieren. Allerdings werden die Aprilwerte erneut von einem Basiseffekt getrieben. So steigen um die Osterzeit die Preise gewöhnlich an, da bspw. bei Pauschalreisen die Nachfrage temporär ansteigt und Unternehmen dies antizipieren und kurzzeitig ihre Preise erhöhen. Da im vergangenen Jahr Ostern früher stattfand und in den März fiel, war im Folgemonat der Preisauftrieb eher gering. In diesem Jahr kehrte sich dies um. Das Osterfest im April ließ die Preise daher erst später steigen. Verlässlichere Zahlen zum Inflationstrend sind erst mit der Maiveröffentlichung wieder zu erwarten.

### Wachstum lässt Insolvenzzahlen sinken

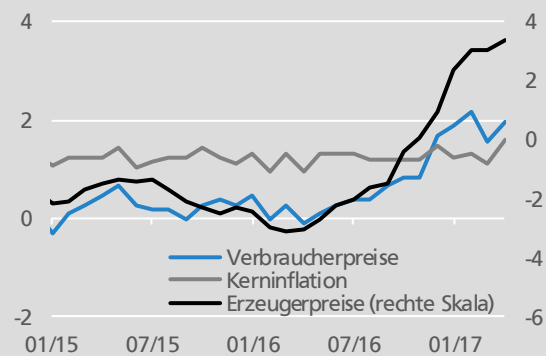
Im Februar wurden bei den Amtsgerichten 1.580 Firmeninsolvenzen angemeldet. Die Anzahl lag damit sowohl unter den Zahlen aus dem Vormonat (-84) wie auch unter denen des Vorjahresmonats (-249). Die robuste Konjunktorentwicklung dürfte auch im weiteren Jahresverlauf weniger Unternehmen zur Einstellung ihrer Aktivität veranlassen.

Auch bei den Verbrauchern ist ein Rückgang der Privatinsolvenzen sichtbar. Im Februar war die Anzahl der Insolvenzfälle 13 % geringer als im Vorjahr. Sicher zeichnet sich auch hier der gute Einfluss der Arbeitsmarktsituation ab.

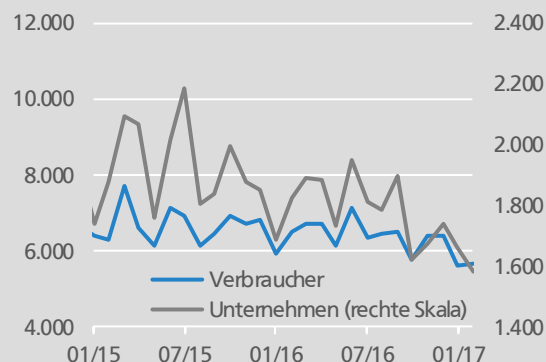
### Deutscher Arbeitsmarkt weiterhin robust

Die Belebung auf dem deutschen Arbeitsmarkt hält an. Im April betrug die Anzahl der als arbeitslos gemeldeten Personen 2,569 Mio. und lag um 93.000 unter dem März-Wert bzw. 175.000 unter der Zahl aus dem Vorjahr. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote beträgt damit 5,8 % nach 5,9 % im Vormonat. Spiegelbildlich zum Rückgang der Arbeitslosigkeit stieg die Anzahl der Erwerbstätigen in Deutschland. Mit rund 43,8 Mio. liegt die Zahl im März um 641.000 höher als im Vorjahresmonat. ■

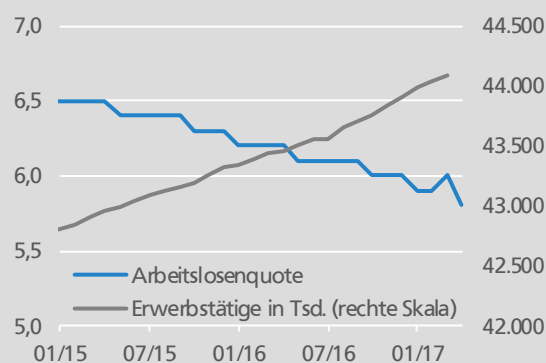
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream