

# Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

Ab 01.01.2016  
nur noch online erhältlich.

Anmeldung zum Newsletter:  
[www.bvr.de/Publikationen/  
Konjunkturberichte](http://www.bvr.de/Publikationen/Konjunkturberichte)

## Preiswachstum am Immobilienmarkt setzt sich fort

- Der Aufschwung am deutschen Immobilienmarkt hält an. Nach Berechnungen des BVR dürften die Preise für selbst genutztes Wohneigentum in Deutschland in den nächsten zwei Jahren im Bundesdurchschnitt um mehr als 4 % steigen. Das zeigt eine panelökonometrische Analyse von 402 Land- und Stadtkreisen über den Zeitraum von 2008 bis 2012.
- Verantwortlich für die steigenden Teuerungsraten von Wohnimmobilien ist ein makroökonomischer Dreiklang. Die hohe Zuwanderung aus dem In- und Ausland in die deutschen Ballungsräume ist der Haupttreiber der Preisdynamik auf dem Wohnimmobilienmarkt. Darüber hinaus stärken rekordtiefe Zinsen die Nachfrage nach Wohnimmobilien. Schließlich sorgt eine zu schwache Bautätigkeit für ein unzureichendes Angebot an Wohnraum in den dicht besiedelten und wirtschaftlich gut aufgestellten Regionen Deutschlands.
- Die preistreibenden Faktoren werden in den kommenden zwei Jahren ausgeprägt bleiben. So dürften nicht nur die Finanzierungskosten auf mittlere Sicht niedrig bleiben. Auch dürfte der hohe Zuzug in die deutschen Ballungsräume anhalten. Auf Dauer ist ein ausreichendes Angebot an bezahlbarem Wohnraum die entscheidende Voraussetzung für eine Entschärfung der zum Teil angespannten Preissituation in den deutschen Großstädten.
- Eine noch stärkere Ausweitung bezahlbaren Wohnraumes in den Ballungsräumen ist geboten. Dabei sollten zum einen ungenutzte Freiflächen innerhalb des Stadtgebietes konsequenter für den Wohnungsbau genutzt werden, solange dies aus städtebaulichen Gründen zumutbar ist. Zum anderen kann die Attraktivität bestehender Wohngebiete in peripherer Lage zu Großstädten über den Ausbau der öffentlichen Infrastruktur erhöht werden.

---

## Meinung

---

### **Preiswachstum am Immobilienmarkt setzt sich fort**

Der Aufschwung am deutschen Immobilienmarkt hält an. Nach den Zahlen von vdp research, dem immobilienökonomischen Think Tank des Verbandes der Pfandbriefbanken, stiegen die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum in Gesamtdeutschland im zweiten Quartal 2015 um 4,4 %. Das ist mehr als in 2014, als die Preise für Wohneigentum im Jahresschnitt noch um rund 3,1 % zugelegt hatten. Andere Wohnpreisindizes, wie z. B. der vergleichbare Preisindex der Deutschen Bundesbank, zeigen einen ähnlichen Preistrend.

Der Aufschwung verteilt sich weiterhin ausgesprochen heterogen über das Bundesgebiet. In den Großstädten bzw. Ballungsräumen legten die Preise für Wohnraum in den vergangenen Jahren deutlich zu. In den strukturschwachen Regionen Deutschlands waren hingegen im gleichen Zeitraum rückläufige Preise für Wohneigentum zu beobachten. Detaillierte Zahlen zu den regionalen Preis- und Mietdynamiken in Deutschland sind im Volkswirtschaft special Nr. 6/2015 zu finden.

Verantwortlich für die steigenden Teuerungsraten von Wohnimmobilien ist ein makroökonomischer Dreiklang. Zum einen stärken rekordtiefe Finanzierungskosten bei gleichzeitig robustem Einkommenswachstum sowie ein hoher Zuzug in wirtschaftliche starke und dicht besiedelte Regionen die Nachfrage nach Wohnimmobilien. Zum anderen sorgt eine zu schwache Bautätigkeit für ein unzureichendes Angebot an Wohnraum in den

dicht besiedelten und wirtschaftlich gut aufgestellten Regionen Deutschlands.

Die preistreibenden Faktoren werden in den kommenden zwei Jahren ausgeprägt bleiben. Nicht nur werden die Zinsen angesichts der aktuellen Überlegungen der EZB, die Geldpolitik für den Euroraum noch weiter zu lockern, noch lange auf einem sehr niedrigen Niveau verharren. Auch dürfte mit dem Anstieg der Zuwanderung aus den Krisengebieten des Nahen und Mittleren Ostens nach Deutschland der Bedarf an zusätzlichen Wohnraum steigen. Die Baufertigstellungen werden insbesondere in den Ballungsräumen trotz einer bereits höheren Bautätigkeit auch in den kommenden zwei Jahren nicht mit der gestiegenen Nachfrage Schritt halten können.

Der BVR rechnet für die kommenden Jahre daher mit einer anhaltend hohen Preisdynamik auf dem deutschen Immobilienmarkt. Insbesondere in den deutschen Großstädten werden die Preise weiter kräftig zulegen, während die dünn besiedelten, einkommensschwachen Regionen auch zukünftig rückläufige Preise für Wohnraum verzeichnen werden. In diesem Jahr und im kommenden Jahr dürften die Preise für Wohneigentum im Bundesgebiet durchschnittlich um über 4 % zulegen.

### **Preistreiber I: Steigende Einwohnerzahl**

Hohe Zuwanderungsraten und Wanderungsströme innerhalb Deutschlands sind aktuell die stärksten Antriebskräfte für den Anstieg der Preise auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt. Aktuell erleben

## Meinung

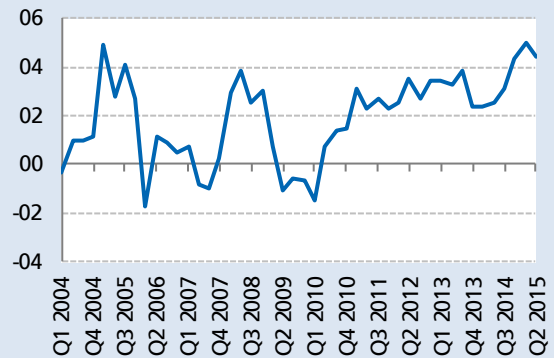
die deutschen Ballungsräume einen spürbaren Bevölkerungsanstieg. Die Zuzüge speisen sich dabei sowohl aus dem In- als auch aus dem Ausland.

Im Rahmen der Prognose der Immobilienpreise in Deutschland hat der BVR die Preisentwicklung für selbstgenutztes Wohneigentum mithilfe eines einfachen panelökonometrischen Modells geschätzt. Als Datengrundlage der Schätzung dienten dabei die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum von vdp research sowie die Pro-Kopf-Einkommen, die Baufertigstellungen und die Nettozuwanderung aus der Regionaldatenbank des Statistischen Bundesamtes für 402 Land- und Stadtkreise über den Zeitraum von 2008 bis 2012. Die Analyse bestätigt die prominente Rolle der wanderungsbedingten Bevölkerungsveränderungen auf die Immobilienpreise.

Die Berechnungen zeigen, dass - alle anderen Einflussfaktoren unverändert - ein Zuwanderungsbedingter Anstieg der Bevölkerung um 1 % der Bevölkerung einen Anstieg der Wohnimmobilienpreise in Höhe von rund 3,6 % hervorruft. Der methodische Ansatz der Prognose orientiert sich in leicht abweichender Form an einem Schätzmodell der Deutschen Bundesbank zu der Entwicklung der regionalen Immobilienpreise, die den Zeitraum von 2004 bis 2010 mit ähnlicher Datenbasis abdeckt.

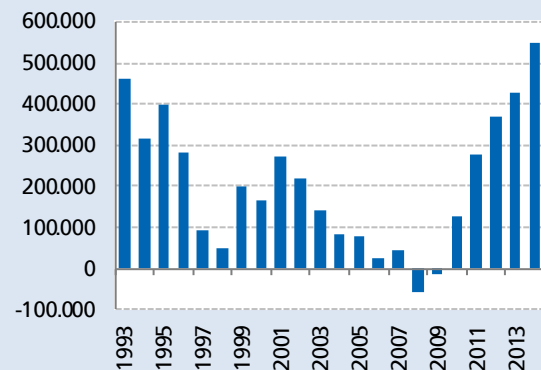
Seit gut 10 Jahren vollzieht sich im Fahrwasser des Re-Urbanisierungstrends eine innerdeutsche Wanderungsbewegung von ländlich geprägten Regionen in die Stadtgebiete Deutschlands. Hierbei spielen vor allem neue Lebensmodelle aber auch die

**Immobilienpreiswachstum steigt an**  
Jahreswachstumsrate der Preise für selbstgenutztes Wohneigentum



Quelle: vdp research

**Starker Anstieg der Nettozuwanderung**  
Anzahl der Personen



Quelle: Statistisches Bundesamt

**Mäßiger Anstieg des Wohnungsbaus**  
Anzahl der Baufertigstellungen (Wohnungen)



Quelle: Statistisches Bundesamt

---

## Meinung

---

mittlerweile besseren Beschäftigungsmöglichkeiten in den Ballungsräumen eine wichtige Rolle. Parallel hierzu hat der Zuzug aus dem Ausland nach Deutschland deutlich an Fahrt aufgenommen. Von 2010 bis 2014 überstieg die Zuwanderung die Abwanderung um insgesamt 1,7 Mio. Menschen. Im Fahrwasser der schwachen Arbeitsmarktlage in einigen südeuropäischen Staaten und des Wohlstandsgefälles im Vergleich zu den osteuropäischen Mitgliedsstaaten nahm vor allem der Zuzug aus der Europäischen Union deutlich zu. Er machte bis 2014 einen Großteil der Zuwanderung aus. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes kamen im vergangenen Jahr noch mehr als die Hälfte der rund 550.000 Zuwanderer aus der EU.

Mit dem hohen Zustrom von Flüchtlingen aus den Krisengebieten des Nahen und Mittleren Ostens hat die Zuwanderung nach Deutschland in diesem Jahr noch einmal ein neues Level erreicht. In diesem Jahr dürfte die Nettozuwanderung noch deutlich höher ausfallen. Allein die Zahl der Asylsuchenden wird nach Angaben der Bundesregierung auf über 800.000 Menschen bzw. auf gut 1 % der Bevölkerung ansteigen. Für das kommende Jahr ist erneut mit einem sehr kräftigen Zustrom an neuen Asylsuchenden aus den Krisenregionen des Nahen und Mittleren Ostens und Afrikas zu rechnen.

Zwar wird nicht jeder Asylsuchenden aufgrund unzureichender Asylgründe auf Dauer in Deutschland bleiben können. Gleichwohl muss in den kommenden Jahren ein Großteil der in Deutschland Schutz suchenden Menschen in den deutschen Immobilienmarkt eingegliedert werden.

Angesichts des zu erwartenden Familiennachzugs wird sich die Zahl der zu integrierenden Zuwanderer in den kommenden Jahren zusätzlich erhöhen. Die Integration der Flüchtlinge wird daher nicht nur in den Arbeitsmarkt sondern auch in den deutschen Immobilienmarkt eine große Herausforderung darstellen.

### **Preistreiber II: Niedrigzins und Einkommen**

Die ausgesprochen expansive Geldpolitik der EZB mit ihrer faktischen Nullzinspolitik hat die Finanzierungskosten für den Bau oder Erwerb von Immobilien deutlich nach unten gedrückt. Nach den Zahlen der Deutschen Bundesbank sank der Zins für Immobilienkredite an Private Haushalte mit einer Laufzeit von 5 bis 10 Jahren im Laufe dieses Jahres auf unter 2 %.

Darüber hinaus gewinnen Immobilien aufgrund fehlender Analagealternativen als Vermögensanlage zunehmend an Bedeutung. Das niedrige Zinsniveau drückt die Renditen von Anlageformen, die sich besonders für den nachhaltigen Aufbau einer Alterssicherung eignen. Dabei handelt es sich in der Regel um sichere und auf Dauer angelegte Vermögensanlageprodukte, wie z. B. Lebensversicherungen oder Termineinlagen. Die aktuellen Zahlen zum Geld- und Sachvermögenger Bundesbürger bestätigen diesen Trend. So haben längerfristige festverzinsliche Einlageprodukte sowie Lebensversicherungen bei der Geldvermögensbildung an Bedeutung verloren. Im Gegenzug erhöhten die Bundesbürger in der Aggregation die Bildung von Sachvermögen.

## Meinung

Die robuste Konjunktur in Deutschland hat in den vergangenen Jahren zudem die verfügbaren Einkommen der Bundesbürger sichtbar ansteigen lassen. Seit 2010 verzeichneten die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte ein jährliches Wachstum von durchschnittlich 2,4 %. Angesichts der niedrigen Inflationsrate in Deutschland konnten die Bundesbürger in den vergangenen fünf Jahren ihre Kaufkraft dadurch spürbar erhöhen. Zudem stabilisierten sich wegen der robusten Lage auf dem deutschen Arbeitsmarkt auch die Einkommenserwartungen der Deutschen.

### Preistreiber III: Träges Wohnungsangebot

Der Wohnungsbau hat in den vergangenen zwei Jahren zugelegt. So wurden im Jahr 2014 rund 220.000 neue Wohnungen fertig gestellt. Das waren rund 80.000 Wohnungen mehr als im Jahr 2010, als der Wohnungsbau mit rund 140.000 Baufertigstellungen den niedrigsten Stand seit der Wiedervereinigung erreicht hatte.

Trotz des Anstieges der Bautätigkeit in Deutschland wird das Wohnungsangebot der hohen Zuwandererquote allerdings nicht gerecht. Es hat sich in den Ballungsräumen seit 2011 sogar verschlechtert. Die Zahlen des Statistischen Bundesamtes zu den Baufertigstellungen auf Kreis- und Stadtkreis-ebene zeigen, dass sich das Angebot an Wohnraum im Verhältnis zur Einwohnerzahl in Kreisen mit über einer halben Million Menschen am aktuellen Rand leicht rückläufig entwickelt hat.

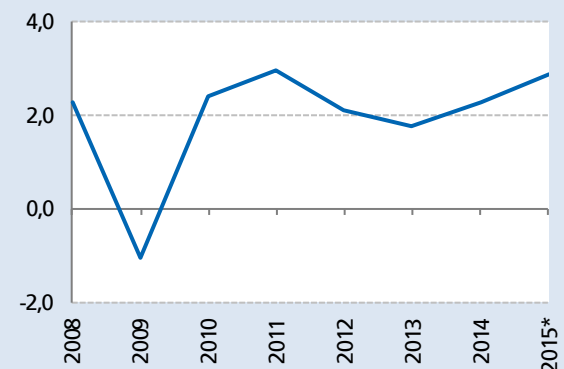
Auch künftig wird adäquater Wohnraum in Groß-

**Kreditzinsen auf niedrigem Niveau**  
Zins für Immobilienkredite (5-10 Jahre) im Neugeschäft



Quelle: Deutsche Bundesbank

**Robustes Einkommenswachstum seit 2010**  
Durchschnittliche Jahreswachstumsrate in %



\*1. Halbjahr 2015

Quelle: Statistisches Bundesamt

**Moderate Immobilienkreditvergabe**  
Jahreswachstumsrate in % des Bestandes



Quelle: Deutsche Bundesbank

---

## Meinung

---

städten knapp bleiben. Zwar dürfte sich das Angebot an Wohnraum im Zuge der höheren Bautätigkeit in den deutschen Großstädten erhöhen. Gleichwohl werde auch zukünftig der Zuzug die Bautätigkeit übersteigen.

Hinzu kommt, dass es wohl den Großteil der Asylsuchenden in die Metropolregionen ziehen wird. Nicht nur bieten die prosperierenden Ballungszentren Deutschlands vielen Flüchtlingen bessere Jobchancen. Auch dürften sie hier Verwandte und Freunde aus ihren Herkunftsländern finden sowie Menschen, die ein ähnliches Schicksal erleiden mussten. Der Zuzug in ländliche, dünn besiedelte Regionen dürfte hingegen überschaubar ausfallen und nicht ausreichen, um den dortigen Preisverfall am Immobilienmarkt aufzufangen.

### **Makroökonomische Risiken beherrschbar**

Trotz der zum Teil regional hohen Preiswachstumsraten für Wohneigentum bleiben die makroökonomischen Risiken des Aufschwungs am deutschen Immobilienmarkt für Gesamtdeutschland am aktuellen Rand beherrschbar. Eine flächendeckende Immobilienpreisblase ist momentan in Deutschland nicht zu erkennen. Die hohen Preisdynamiken bleiben regional begrenzt. Ein Übergreifen der Preisdynamiken auf ländliche Regionen blieb bislang aus.

Die Mehrheit der Deutschen stürzt sich nicht kopflös in den Immobilienmarkt. Das zeigen auch die Zahlen zur Verschuldung und zum Kreditgeschäft. So hat sich die Verschuldung der privaten Haushal-

te im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen in den vergangenen Jahren aufgrund einer moderaten Kreditaufnahme sogar verringert. Laut der Kreditnehmerstatistik der Deutschen Bundesbank fiel der Anstieg der Immobilienkreditvergabe im zweiten Quartal 2015 mit einer Jahreswachstumsrate von 2,9 % noch moderat aus. In diesem und im kommenden Jahr dürfte das Wachstum der Immobilienkredite zwischen 2,5 und 3,0 % bleiben.

### **Bautätigkeit ausweiten**

Zwar gehen von den aktuellen Entwicklungen noch keine schwerwiegenden Risiken für die deutsche Volkswirtschaft aus. Gleichwohl ist erhöhte Wachsamkeit angebracht. Denn, nicht nur dürften die Finanzierungskosten auf mittlere Sicht niedrig bleiben. Auch dürfte der hohe Zuzug in die deutschen Ballungsräume ausgeprägt bleiben. Dem Wohnungsbau wird daher eine entscheidende Rolle zuteil. Auf Dauer ist er der entscheidende Faktor, der die Preissituation in den Ballungsräumen entspannen dürfte.

Die Ausweitung bezahlbaren Wohnraumes ist dabei das Ziel. Zum einen gehört hierzu eine konsequentere Nutzung von Freiflächen innerhalb des Stadtgebietes, solange dies aus städtebaulichen Gründen zumutbar ist. Zum anderen sollte die Attraktivität bestehender Wohngebiete in peripherer Lage zu Großstädten aufgewertet werden. Dies kann über eine belastbarere Verkehrsinfrastruktur geschehen als auch über die höhere Bautätigkeit in peripheren aber vergleichsweise zentrumsnahen Gebieten. Das Beispiel vieler Großstäd-

---

## Meinung

---

te in Deutschland zeigt, dass bei der Erschließung neuen Wohnraumes noch Luft nach oben ist. So bleiben bis heute potentielle Wohngebiete ungenutzt. Die Erschließung neuen Wohnraumes dürfte die Wohnsituation in vielen deutschen Großstädten nachhaltig verbessern und mittelfristig Übertreibungen am Wohnungsmarkt verhindern.

Autor:

Jan Philip Weber

Mail: [j.weber@bvr.de](mailto:j.weber@bvr.de)

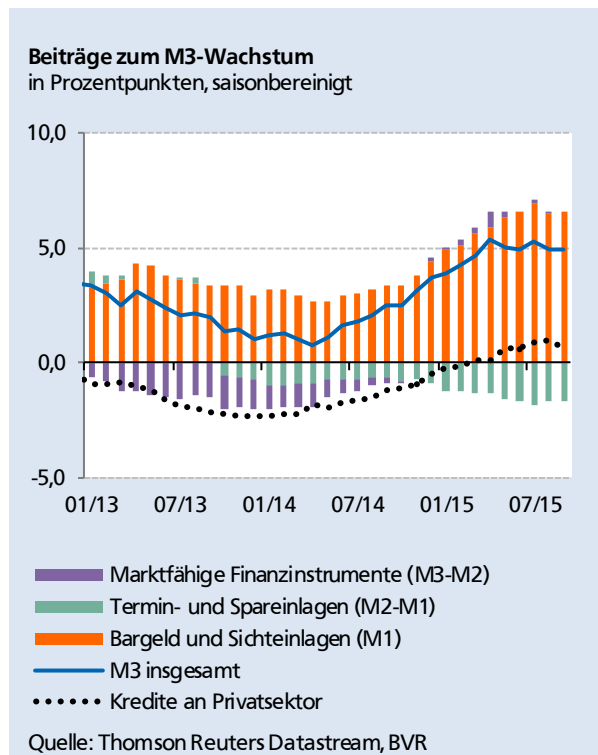
## Geldmenge

### Kreditvergabe etwas schwächer

Die Kreditvergabe an den Privaten Sektor ist im September schwächer ausgefallen als im Vormonat. Zwar liegen die Kreditbestände nach wie vor leicht über ihren Vorjahresniveaus. Nach den Zahlen der Europäischen Zentralbank (EZB) notierten die Kredite an Unternehmen und private Haushalte im September um 0,7 % über ihrem Vorjahresniveau. Gleichwohl fiel die Jahreswachstumsrate vom September 0,3 Prozentpunkte niedriger aus als im August. Im Monatsvergleich stieg die Kreditvergabe an die privaten Haushalte um 11 Mrd. Euro. Im August war sie bereits um 9 Mrd. Euro expandiert. Die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen brach hingegen im September regelrecht ein. Sie verzeichnete einen Rückgang in Höhe von 17 Mrd. Euro, nachdem sie bereits im Vormonat um 1 Mrd. Euro gesunken war.

### Geldmengenwachstum konstant bei 4,9 %

Nach den aktuellen Zahlen der EZB lag das Wachstum des breit abgegrenzten Geldmengenaggregats M3 im September saisonbereinigt bei 4,9 %. Die Jahreswachstumsrate fiel damit hoch aus wie im August. Stärkster Wachstumstreiber war mit 6,6 Prozentpunkten erneut die besonders liquide Geldmenge M1. Einen Monat zuvor hatte ihr Wachstumsbeitrag bei 6,5 Prozentpunkten gelegen. Der Beitrag der Termin- und Spareinlagen lag bei -1,7 Prozentpunkten. Er bestätigte damit seinen Vormonatswert. Der Wachstumsbeitrag der marktfähigen Finanzinstrumente lag bei null Prozentpunkten im September.





## Geldpolitik und Geldmarkt

### EZB heizt Spekulationen über geldpolitische Lockerung an

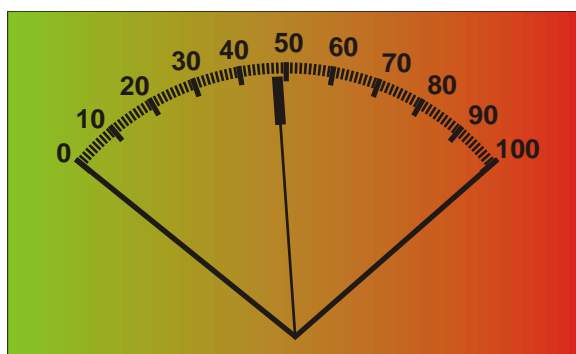
Die Europäische Zentralbank (EZB) könnte ihre Geldpolitik bald noch weiter lockern. Im Anschluss an die geldpolitische Sitzung des Zentralbankrates der europäischen Notenbank am 24. Oktober signalisierte EZB-Präsident Mario Draghi die Bereitschaft des Rates die Geldpolitik erneut zu lockern, wenn es das makroökonomische Umfeld erforderlich machen sollte. Insbesondere die geringe Dynamik der Verbraucherpreise bereitet den Notenbankern Sorgen. Nach Einschätzung der EZB sind die konjunkturellen Abwärtsrisiken spürbar gestiegen, wodurch sich auch die Inflation nicht so entwickeln wird wie erwartet. EZB-Präsident Draghi kündigte an, dass der EZB-Rat auf seiner nächsten Sitzung am 3. Dezember darüber entscheiden werde, ob und inwieweit die europäische Notenbank die geldpolitischen Zügel noch etwas weiter lockern werde. In der Zwischenzeit solle ausgelotet

werden, welche Maßnahmen der aktuellen Situation angemessen wären. Draghi wies daraufhin, dass einige Notenbanker im Rat auch bereit gewesen wären, die Geldpolitik schon im Oktober zu lockern. Diskutiert wurde dabei eine erneute Absenkung des Einlagensatzes. Den Leitzins beließ der EZB-Rat unverändert bei 0,05 %. Sollte die Inflationsrate zum Jahresende nicht deutlich anziehen, ist davon auszugehen, dass der EZB-Rat auf seiner nächsten Sitzung im Dezember eine weitere Lockerung seiner Geldpolitik in Form einer Senkung des Einlagensatzes und/oder aber einer Ausweitung der Anleihekäufe beschließt.

### Inflationsdruck mittelfristig moderat

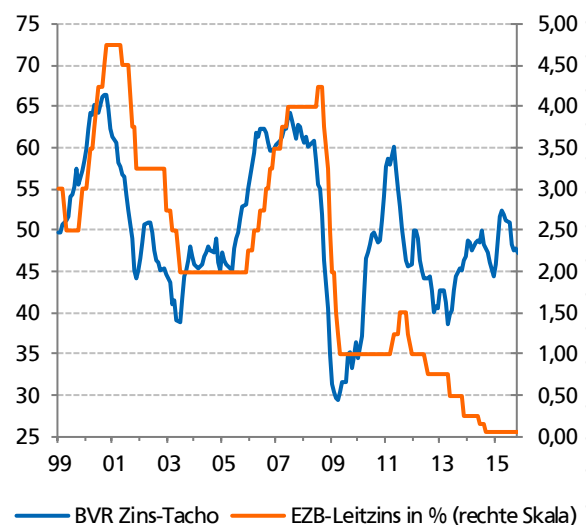
Der BVR Zins-Tacho signalisiert weiterhin einen moderaten Inflationsdruck für den Euroraum. Das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsdrucks im Währungsraum bestätigte im Oktober seine Vormonatswerte aus dem September

**BVR Zins-Tacho**



	Aug 15	Sep 15	Okt 15
BVR Zins-Tacho	48	48	48
Konjunktur (50 %)	57	56	57
Preise/Kosten (40 %)	38	37	37
Liquidität (10 %)	47	45	46

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



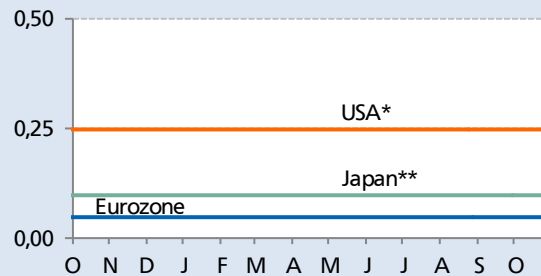
## Geldpolitik und Geldmarkt

und August in Höhe von 48 Punkten. Die Unterindikatoren blieben im Oktober weitestgehend unverändert. Der größte Inflationsdruck geht dabei von der Konjunkturkomponente aus. Sie stieg im Oktober um 1 Punkt auf 57 Zähler. Im zweiten Quartal 2015 war der Zins-Tacho noch im Zuge nachlassender Energiepreise und etwas schwächerer Konjunkturaussichten um 4 Punkte zurückgegangen.

### Geldmarktzinsen sinken leicht

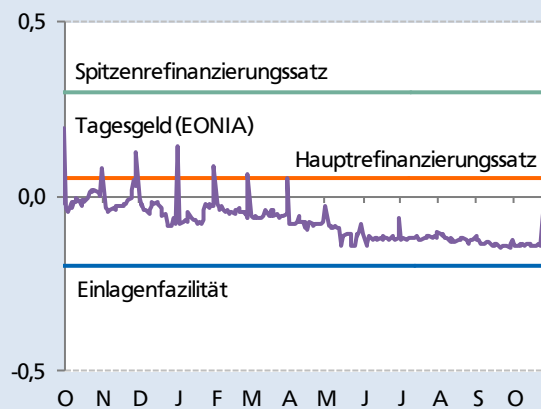
Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt sind im Oktober erneut leicht zurückgegangen. Eine besondere Rolle spielten dabei die geldpolitischen Erwartungen an den Finanzmärkten. Nachdem EZB-Präsident Mario Draghi im Anschluss zur geldpolitischen Sitzung des EZB-Rates sehr konkret eine weitere Lockerung für den kommenden Dezember in Aussicht gestellt hatte, gaben die Terminzinsen auf dem europäischen Geldmarkt nach. Der 3-Monats-Euribor notierte im Zuge dessen am 27. Oktober bei -0,06 %. Das waren 2 Basispunkte weniger als zum Vormonatsultimo. Der 12-Monats-Euribor fiel im gleichen Zeitraum um über 3 Basispunkte auf 0,11 %. Der Tagesgeldsatz EONIA lag im Oktober durchschnittlich bei -0,14 % und damit im Schnitt 1 Basispunkt niedriger als im September.

**Notenbankzinsen international**  
in %

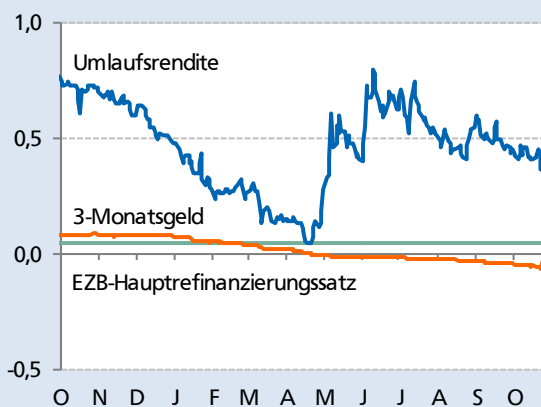


\*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. \*\*Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

**Wichtige Zinsen im Euroraum**  
Zinssätze in %



**Geld- und Kapitalmarkt**  
Zinssätze in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Rentenmarkt

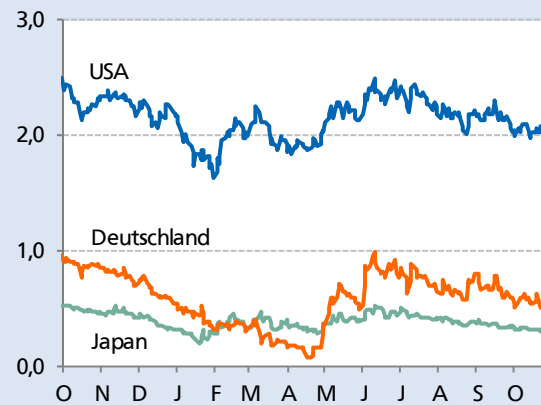
### Deutliche Renditerückgänge bei Staatsanleihen

Die Renditen von Staatspapieren aus dem Euro-Raum sind im Oktober deutlich zurückgegangen. Sowohl bei den besonders sicheren Staatstiteln aus Deutschland als auch bei Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie waren auf Monatsicht deutliche Renditerückgänge zu verzeichnen. Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren in erster Linie Spekulationen über eine weitere Lockerung der geldpolitischen Geldpolitik im Dezember. Gute Konjunkturdaten aus dem Euroraum konnten sich gegen diesen Trend nicht durchsetzen. Bei Anleihen aus den Peripheriestaaten fiel der Rückgang besonders deutlich aus, da deren zum Teil noch angeschlagenen Volkswirtschaften in besonderer Weise von einer erneuten Lockerung und einem wohl dadurch niedrigeren Außenwert des Euro profitieren würden. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen sank um 10 Basispunkte und notierte am 27. Oktober bei 0,35 %. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen fiel um 15 Basispunkte auf 0,44 %. Ausgesprochen kräftig fiel der Rückgang bei griechischen Papieren auf Monatsicht aus. Kurzlaufende Papiere mit einer Restlaufzeit von zwei Jahren sanken im Oktober um 263 Basispunkte auf 8,44 %. Den griechischen Papieren halfen sowohl die Verabschiedung neuer Reformen als auch die Aussage des französischen Präsidenten François Hollande. Er stellte Griechenland eine Umschuldung ihrer Staatsschulden in Aussicht. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen bestätigte angesichts der Verunsicherung über den geldpolitischen Kurs der Fed ihr Vormonatsultimo von 2,04 %.

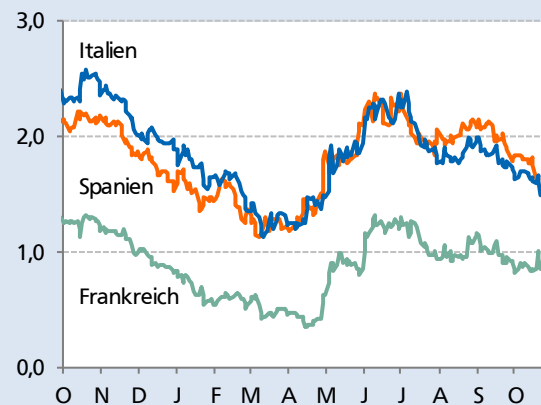
**Zinsstruktur am Rentenmarkt**  
Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



**Bedeutende Benchmarkanleihen**  
Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



**Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums**  
Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Devisenmarkt

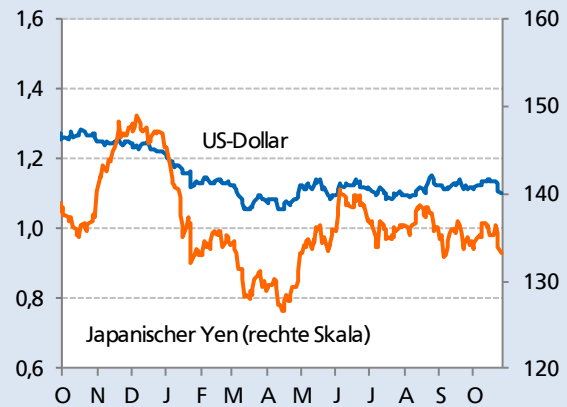
### Spekulation über Geldpolitik der EZB drückt Euro

Der Euro hat in diesem Monat unterm Strich an Wert gegenüber dem US-Dollar verloren. Nachdem der Euro-Dollar Kurs zur Monatsmitte auf über 1,14 US-Dollar angestiegen war, ging er zum Ende des Monats deutlich zurück und fiel sogar unter seinen Vormonatsultimowert von 1,12 US-Dollar je Euro. Zum Monatsende lag der Euro-Dollar Kurs mehr als 1 US-Cent niedriger bei 1,10 US-Dollar.

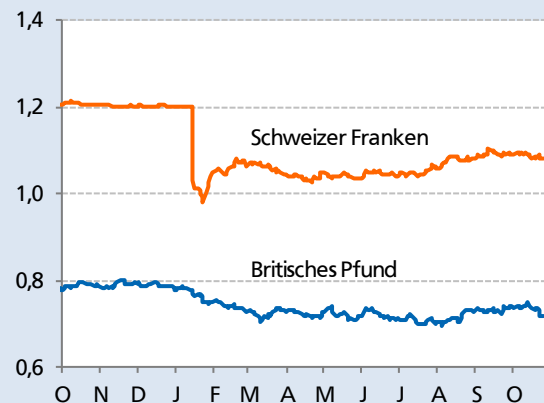
Gestärkt wurde der Euro in der ersten Monatshälfte von der Verunsicherung der Händler über den weiteren Kurs der Federal Reserve. Angesichts enttäuschender Wirtschaftsdaten aus den USA und den Schwellenländern sowie eines niedrig bleibenden Preisdrucks setzte sich an den Finanzmärkten die Meinung durch, die Fed werde ihre Zinswende nicht wie geplant noch in diesem Jahr vollziehen. Ein Großteil der Investoren erwartet mittlerweile eine spätere Zinswende in den USA.

Grund für den Rückgang des Euro-Dollar Kurses waren Spekulationen über den künftigen Kurs der europäischen Notenbank. EZB-Präsident Mario Draghi hatte im Anschluss an die geldpolitische Sitzung des EZB-Rates eine weitere geldpolitische Lockerung in Aussicht gestellt. Angesichts der zu erwartenden Zinswende in den USA in den kommenden Monaten und einer möglichen Lockerung der EZB-Geldpolitik dürften die Geldpolitiken dies- wie jenseits des Atlantiks auf absehbare Zeit weiter auseinanderlaufen und den Euro schwächen.

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



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



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



\*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Aktienmarkt

### Geldpolitik hilft DAX auf die Sprünge

Der DAX hat in der zweiten Oktoberhälfte von der Aussicht auf eine weitere geldpolitische Lockerung im Währungsraum profitiert. Darüber hinaus belebte die Leitzinssenkung der chinesischen Notenbank die Stimmung an den Aktienmärkten. Viele entdeckten zum Monatsende das Risiko wieder und verstärkten ihr Engagement in Aktien. Die Chancen einer Jahresendrallye stiegen zudem durch Spekulationen auf eine doch spätere Zinswende in den USA.

Bis zum 27. Oktober gewann der DAX deutlich an Wert hinzu. Insbesondere die Kursrally im Anschluss an die geldpolitische Sitzung der EZB sorgte für ein positives Monatsergebnis. Im Vergleich zum Vormonatsultimo legte der DAX um 10,7 % auf 10.692 Punkte zu. Der US-Leitindex gewann ebenfalls deutlich an Wert. Er stieg im gleichen Zeitraum um 8,0 % und notierte am 27. Oktober bei 17.581 Punkten.

Vor der Monatsendrallye hatten sich die Aktienmärkte noch etwas schwerer getan. Der deutsche Leitindex hatte in der ersten Monatshälfte Schwierigkeiten die Marke von 10.000 Punkten hinter sich zu lassen. Einerseits unterstützten die Hoffnungen auf eine Verschiebung der Zinswende in den USA und eine noch lockere Geldpolitik in Europa die Kurse. Andererseits belasteten Gewinnmitnahmen sowie die Sorge der Anleger vor einer Abkühlung der Weltwirtschaft die Kurse.

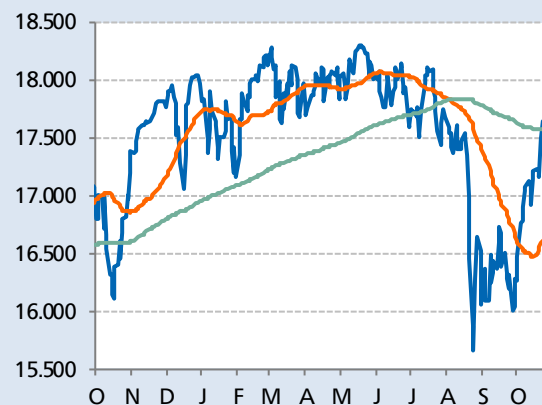
**Deutscher Aktienmarkt**  
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktien im Euroraum**  
Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktienmarkt USA**  
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

### Erholung festigt sich

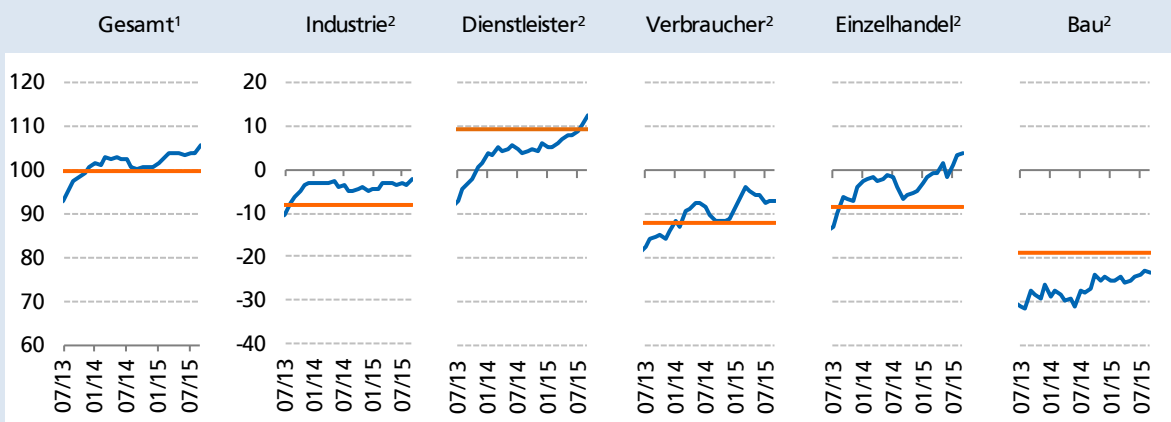
Die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute Deutschlands haben am 8. Oktober ihr neues gemeinsames Herbstgutachten vorgelegt. In dem Gutachten sehen sie den Euroraum in einer sich festigenden Erholung. Das Wirtschaftswachstum werde sich, nach dem günstigen ersten Halbjahr, in der zweiten Jahreshälfte aber nicht weiter beschleunigen. Gemäß dem Herbstgutachten wird der private Konsum eine wichtige Wachstumsstütze bleiben, da mit einem weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit und einem stärkeren Anstieg der Reallöhne zu rechnen sei. Die Expansion der Bruttoanlageinvestitionen werde hingegen vorerst nur verhalten sein. Auch von Seiten der Exporte seien, befördert von der Euro-Abwertung, expansive Impulse zu erwarten. Da allerdings den steigenden Exporten auch zunehmende Importe gegenüberstünden, dürfte der Außenhandel als Ganzes kei-

nen Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten. Insgesamt erwarten die Wirtschaftsforscher für das laufende Jahr 2015 einen Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 1,5 %. Für 2016 wird ein BIP-Zuwachs von 1,6 % prognostiziert.

### Wirtschaftsklimaindex legt erneut zu

Auf eine Festigung der Erholung im Euroraum deuten auch die aktuellen Ergebnisse der monatlichen Verbraucher- und Unternehmensbefragung der EU-Kommission hin. Demnach hat sich die wirtschaftliche Stimmung im September weiter aufgehellt. Der Wirtschaftsklimaindex ist gegenüber August um deutliche 1,5 Punkte auf einen Stand von 105,6 Punkten gestiegen. Zum nunmehr dritten Anstieg des Indikators in Folge trug vor allem das gestiegene Vertrauen in den Industrie- und Dienstleistungsunternehmen bei.

#### Wirtschaftsklima im Euroraum



1) Euroraum, in Punkten - Gewichtung: 40 % Industrievertrauen, 30 % Dienstleistungsvertrauen, 20 % Verbrauchervertrauen, 5 % Einzelhandelsvertrauen, 5 % Bauvertrauen

2) Saldo in Prozentpunkten (= Differenz aus positiven und negativen Antworten)

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

### Industrie mit geringerer Produktion

Die Industrie konnte im August nicht an die günstige Entwicklung des Vormonats anknüpfen. Wie Eurostat anhand vorläufiger Angaben mitteilte, ist die industrielle Produktion des Euroraums mit einer Verlaufsrate von 0,5 % gesunken, nachdem sie im Juli aufwärtsrevidiert noch um 0,8 % zugelegt hatte. Für die nächsten Monate lässt der Order-Indikator eine moderate Belebung der Industriekonjunktur erwarten. Der Indikator ist im September gegenüber August um 0,8 Punkte auf -11,1 Punkte gestiegen.

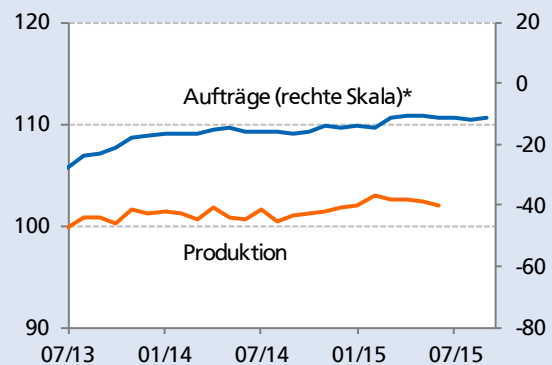
### Rückläufige Verbraucherpreise

Im September ist die Inflationsrate des Euroraums erneut in den negativen Bereich gesunken. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) lag um 0,1 % unter seinem Vorjahresstand. Im August waren die Verbraucherpreise noch um 0,1 % gestiegen. Für den Rückgang der Gesamtrate waren vor allem die Energiepreise verantwortlich. Ohne Berücksichtigung von Energie blieb die Inflationsrate unverändert bei 1,0 %.

### Breite Streuung der Arbeitslosenquoten

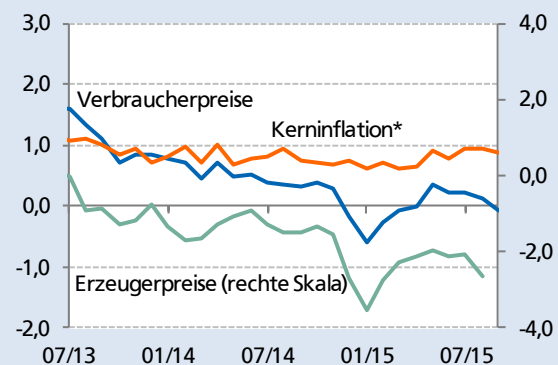
Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote des Euroraums blieb im August gegenüber dem Vormonat unverändert bei 11,0 %. Unter den Euro-Staaten verzeichneten Deutschland (4,5 %) und Malta (5,1 %) die niedrigsten und Griechenland (25,2 % im Juni) und Spanien (22,2 %) die höchsten Quoten.

**Aufträge und Produktion**  
Euroraum, saisonbereinigt



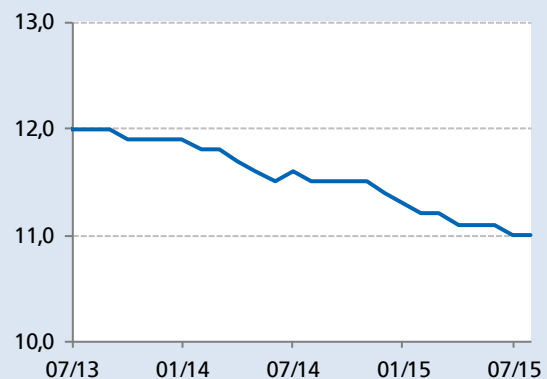
\*Order-Indikator der EU-Kommission

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**  
Euroraum, in % gg. Vorjahr



\*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

**Arbeitslosenquote**  
Euroraum, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

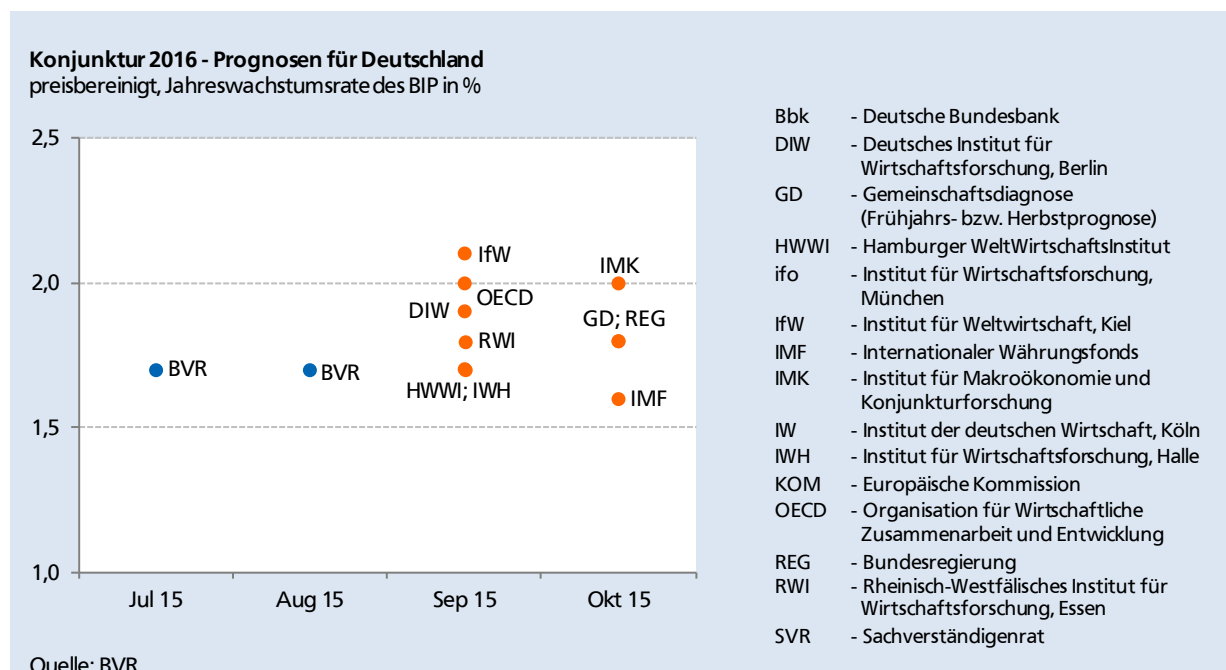
### Wirtschaftsforscher vermindern Prognosewert

Der aktuellen Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute zufolge ist die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands stabil. Das deutsche Bruttoinlandprodukt (BIP) wird nach Einschätzung der Wirtschaftsforscher sowohl 2015 als auch 2016 preisbereinigt um 1,8 % expandieren. Der Prognosewert für das laufende Jahr wurde damit gegenüber dem Frühjahrsgutachten leicht um 0,3 Prozentpunkte nach unten revidiert, während der Wert für das kommende Jahr unverändert blieb. Die Abwärtskorrektur für das laufende Jahr wird im Herbstgutachten insbesondere mit den privaten Konsumausgaben begründet, die bislang weniger kräftig gestiegen seien als erwartet. Dennoch werde der Privatkonsum im Prognosezeitraum weiterhin die zentrale Stütze des gesamtwirtschaftlichen Wachstums bleiben. Die Investitionen werden nach Ansicht der Konjunkturforscher erst allmählich an Fahrt aufnehmen. Vom

Außenhandel seien nur wenige Wachstumsimpulse zu erwarten, da die Weltwirtschaft lediglich mäßig expandieren und die stimulierende Wirkung der Euro-Abwertung nachlassen werde. Dem Herbstgutachten zufolge wird die Beschäftigung weiter ausgeweitet. In 2016 werde wegen der Zuwanderung von Flüchtlingen jedoch auch die Arbeitslosenzahl etwas zulegen. Für die Inflationsrate wird ein Anstieg von 0,3 % im laufenden auf 1,1 % im kommenden Jahr prognostiziert. Der BVR hält das Konjunkturbild der Wirtschaftsforschungsinstitute insgesamt für realistisch. Der BVR rechnet weiterhin damit, dass das preisbereinigte BIP in 2015 um 1,8 % und in 2016 um 1,7 % steigen wird.

### Wachstumsdelle in der Industrie

Die amtlichen Monatsdaten zur Industriekonjunktur fielen zuletzt verhalten aus. Vor dem Hintergrund der ungewöhnlich späten Lage der Schul-



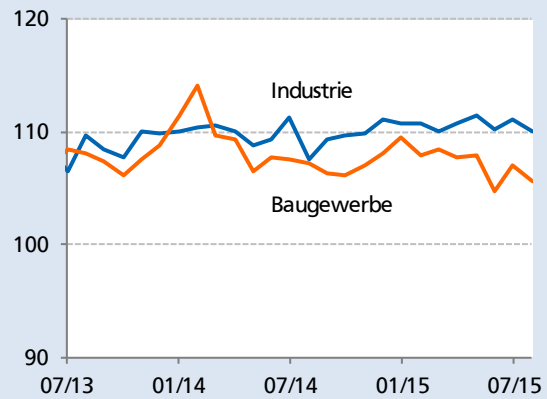


## Deutsche Konjunktur

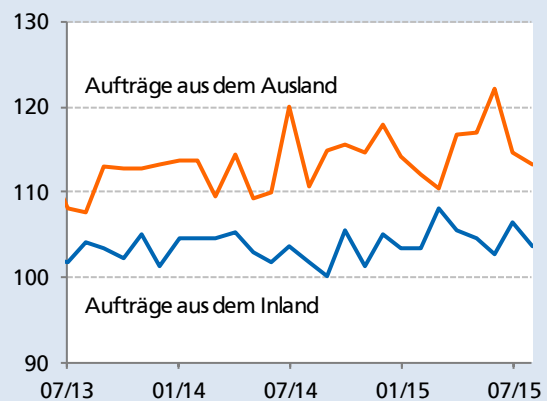
ferien in vielen Bundesländern waren sowohl bei der Produktion als auch beim Auftragseingang Rückgänge zu verzeichnen. Die **Industrieproduktion** ist im August gegenüber dem Vormonat preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigt um 1,1 % gesunken. In dem für konjunkturelle Analysezwecke besser geeignetem Zweimonatsvergleich Mai/Juni gegenüber Juli/August nahm die Erzeugung jedoch nur leicht um 0,2 % ab. Der industrielle **Auftragseingang** ist im August gegenüber dem Vormonat um 1,8 % zurückgegangen. Darüber hinaus wurde der Juli-Wert nach unten revidiert. Im Zweimonatsvergleich gaben die Bestellungen um 2,2 % nach. Maßgeblich hierfür war der Rückgang der Auslandsorders (-4,6 %), der durch die steigende Inlandsnachfrage (+1,4 %) nur teilweise kompensiert werden konnte.

Auch der grenzüberschreitende Handel der deutschen Wirtschaft hat im August merklich an Schwung eingebüßt. Die **Ausfuhren** sind gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 5,2 % zurückgegangen. Zuvor, im Juli, waren sie noch mit einer Verlaufsrate von 2,2 % gestiegen. Die **Einfuhren** sind im August um 3,1 % gesunken, nachdem sie im Vormonat um 2,3 % zugelegt hatten. Ähnlich wie bei den Industriedaten dürfte die Entwicklung der Außenhandelsdaten zuletzt durch die ungünstige Konstellation der Ferientage überlagert worden sein. Der merkliche Rückgang der Ausfuhren und Einfuhren ist jedoch auch als Indiz für die schwächere Gangart in den Schwellenländern zu sehen.

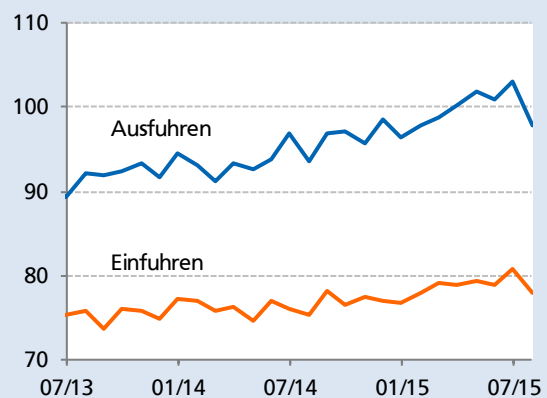
**Produktion**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Aufträge**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Außenhandel**  
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

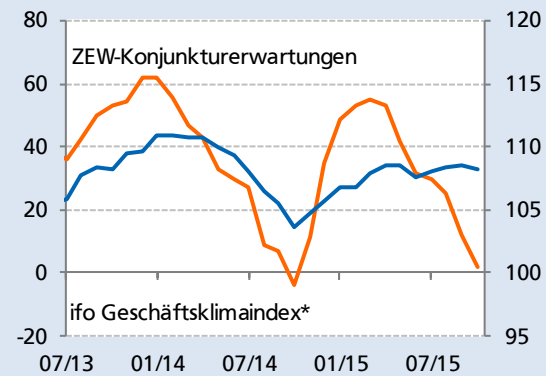
### Stimmungsindikatoren gefallen

Im Oktober haben sowohl der ifo Geschäftsklimaindex als auch die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland nachgegeben. Der **ifo Geschäftsklimaindex** ist gegenüber November leicht um 0,3 Punkte auf 108,2 Punkte gesunken, nachdem er zuvor drei Monate in Folge gestiegen war. Ausschlaggebend für den Rückgang war die aktuelle Lage, die von den vom ifo Institut befragten Unternehmen per Saldo weniger positiv bewertet wurde als zuvor. Die Geschäftserwartungen für das nächste halbe Jahr wurden hingegen von den Umfrageteilnehmern insgesamt etwas günstiger beurteilt. Optimistisch stimmt zudem, dass sich bei den befragten Unternehmen der Automobilindustrie das Geschäftsklima – trotz des VW-Abgasskandals – weiter verbessert hat. Die vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) anhand einer Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelten **ZEW-Konjunkturerwartungen** sind im Oktober sichtlich um 10,2 Punkte auf 1,9 Punkte gesunken. Zum erneuten Rückgang der Konjunkturerwartungen dürften vor allem die anhaltenden Sorgen um die Entwicklung in den Schwellenländern beigetragen haben.

### Stagnation der Verbraucherpreise

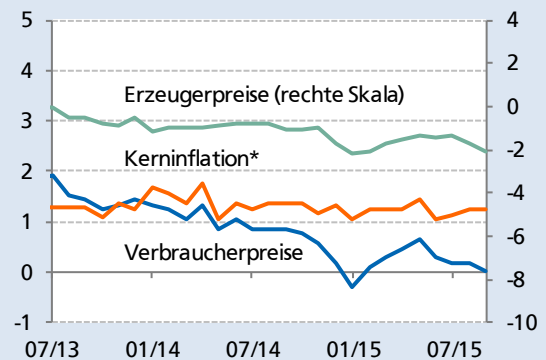
Der allgemeine Preisauftrieb ist in Deutschland im September zum Stillstand gekommen. Die Inflationsrate, basierend auf der jährlichen Veränderung des **Verbraucherpreiseindex (VPI)**, ging gegenüber August um 0,2 Prozentpunkte auf 0,0 %

**Wirtschaftliche Einschätzung**  
saisonbereinigt



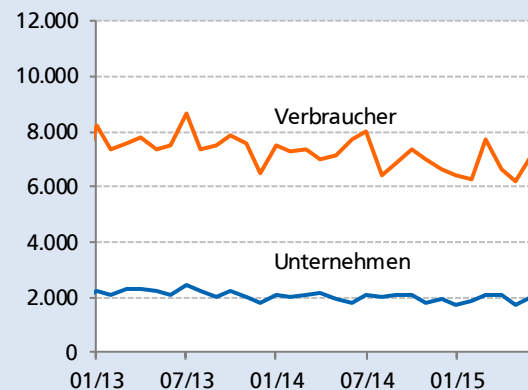
\*rechte Skala, 2010=100

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**  
gg. Vorjahr in %



\*ohne Energie und Lebensmittel

**Insolvenzen**  
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

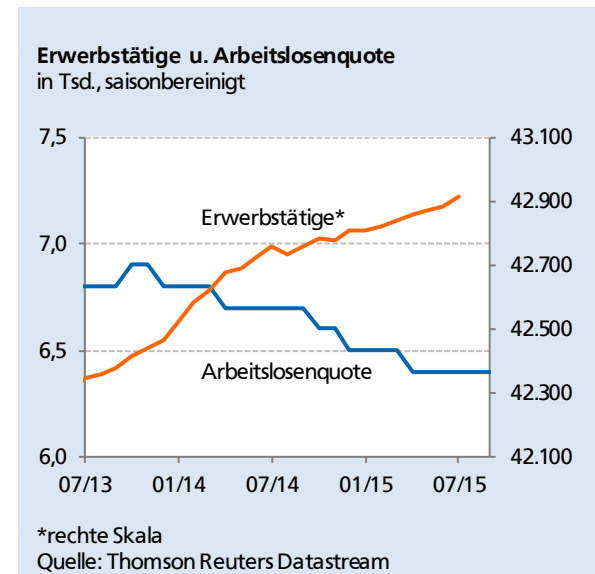
zurück. Die Gesamtentwicklung des Verbraucherpreisindex wurde erneut vor allem durch die Mineralölpreise beeinflusst, deren Abwärtsbewegung sich nochmals verstärkte. Auch bei den Erzeugerpreisen gewerblicher Produkte hat sich der Preisrückgang etwas beschleunigt. Der **Erzeugerpreisindex** lag im September um 2,1 % unter seinem Vorjahreswert. Im August hatten die Erzeugerpreise noch um 1,7 % nachgegeben.

### Mehr Unternehmensinsolvenzen

Im Juli hat sich das Insolvenzgeschehen weiter entspannt. Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen ist jedoch im Vergleich zum Juli 2014 etwas gestiegen. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, legten sie um 3,6 % auf 2.187 Fälle zu. Die Anzahl der Verbraucherinsolvenzen ist jedoch nach wie vor rückläufig. Sie gab binnen Jahresfrist um 13,5 % auf 6.927 Fälle nach. Insgesamt ist die Zahl der Insolvenzen von Unternehmen, Verbrauchern und anderen Schuldern im Juli um 9,9 % auf 11.245 zurückgegangen.

### Günstige Arbeitsmarktentwicklung hält an

Vor dem Hintergrund der allgemeinen Herbstbelegung und der guten Konjunktur befindet sich der deutsche Arbeitsmarkt weiterhin im Aufwind. Nach vorläufigen Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) ist die Anzahl der Arbeitslosen von August auf September um 88.000 auf 2,708 Mio. Menschen zurückgegangen. In saisonbereinigter Rechnung legte die **Arbeitslosenzahl** im September zwar leicht um 2.000 Personen zu. Im Vormon-



nat hatte sie jedoch um 6.000 nachgegeben. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote blieb zuletzt unverändert bei 6,4 %. Bei den Monatsdaten zur Erwerbstätigkeit und zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung setzten sich die Aufwärtstrends fort. Die saisonbereinigte **Erwerbstätigenzahl** nahm nach aktuellen Berechnungen des Statistischen Bundesamtes im August gegenüber dem Vormonat um 46.000 Personen zu. Im Vorjahresvergleich war ein Anstieg um 230.000 auf 43,09 Mio. Menschen zu verzeichnen. Die **Beschäftigtenzahl** ist jüngst, im Juli, gegenüber dem Vorjahresmonat sogar um kräftige 608.000 auf 30,73 Mio. gestiegen. In Hinblick auf die nahe Zukunft ist mit einem weiteren Beschäftigungsaufbau zu rechnen. Dies lässt zumindest die Zahl der bei der BA gemeldeten offenen Stellen erwarten, die im September saisonbereinigt um 5.000 wuchs. Demnach werden derzeit vor allem Arbeitskräfte in den Berufsfeldern Metallherstellung, Metallbearbeitung, Metallbau, Verkauf sowie Verkehr und Logistik gesucht.