



# Kapital & Märkte

März 2018

ELLWANGER & GEIGER  
PRIVATBANK

48°46'41.84" N 9°10'39.22" O | Kunstmuseum Stuttgart

## Eisiger Februar

Das ausgeprägte Hoch Hartmut löste im Februar die Hochs an den Aktienmärkten ab und sorgte für eisige Temperaturen. An den Aktienmärkten blieben die frostigen Temperaturen nach den crashartigen Korrekturen Anfang Februar ebenfalls im Keller. Automatisierte Handelssysteme stehen im Verdacht, die kurzen und ausgeprägten Kursrückgänge (sog. Flash Crashes) ausgelöst zu haben. Dennoch können die jüngsten Kursrückgänge der Finanzmärkte in der Summe als gesunde Kursbereinigungen betrachtet werden. Die Bewertungen haben sich an den meisten Aktienmärkten wieder in den fairen Bereich, manchmal sogar günstigen Bereich zurückgebildet. Es könnte daher an der Zeit sein, sich interessanten Investitionsmöglichkeiten zuzuwenden. Zunächst aber muss man noch abwarten, ob der 45. US-Präsident Trump seinen Ankündigungen Taten folgen lässt und wirklich einen (sinnlosen) Handelskrieg mit Europa und China vom Zaun bricht. Die EU könnte auf US-Stahl- und Aluminium Importbeschränkungen ihrerseits mit einer Reihe von Zöllen aufwarten, die schmerzhaft für die USA wären. Letztendlich wären aber alle Verlierer, nicht zuletzt die Konsumenten, die für mit Zöllen belegte Produkte mehr bezahlen müssten. Dies könnte eine weitere Befuerung der Inflationsängste mit entsprechend negativen Wirkungen auf die Aktienmärkte bedeuten. Es steht zu hoffen, dass sich die moderaten und professionellen Kräfte im Weißen Haus durchsetzen können. Aktuell scheinen

die Wachstumskräfte in Europa an ihren Höhepunkt zu geraten, denn die ersten Stimmungsindikatoren, wie der ifo-Geschäftsklimaindex in Deutschland, das Verbrauchervertrauen in Frankreich oder der „Economic Sentiment Indicator (ESI)“ entfernen sich leicht von ihren Höchstständen, bewegen sich aber immer noch auf komfortablen hohen Niveau. Der starke Euro belastet hierbei sicher das Sentiment, sodass die jüngste kleine Euro-Korrektur aufgrund des positiven Konjunktur- und Zinsausblicks des neuen US-Fed-Chefs Powell den europäischen Aktiennotierungen gut tun wird. Insgesamt könnte den Investoren eine Seitwärtstendenz an den Märkten bevorstehen, weil für die nächsten Wochen und Monate die weitere Entwicklung der Inflations- und Zinsdaten abgewartet werden muss. Ein zu starker Anstieg in diesem Bereich, von dem wir nicht ausgehen, würde die Aktienmärkte wohl belasten.

## Inflationsängste verunsichern Märkte

Die ersten Kommentare nach den deutlichen Kursverlusten an den Anleihemärkten im Februar waren noch beschwichtigender Natur. Zu recht, wiesen sie doch auf die zwar unverändert positiven, aber noch nicht im überschießenden Boom-Bereich befindlichen konjunkturellen Rahmenbedingungen hin. Nun werden die Einschätzungen jedoch etwas skeptischer. Die Angst vor stärker als erwartet steigenden Inflationsraten belastet die Rentenmärkte zunehmend.

Denn die internationalen Konjunkturdaten sind immer noch in bestechender Form und die sich immer mehr verengenden Arbeitsmärkte treiben die Arbeits- und Lohnkosten derart, dass sie Inflations- und Zinsängste weiter befeuern. Dabei dürften die Inflationsängste in der Summe etwas übertrieben sein. Zwar sorgen die sehr engen Arbeitsmärkte für einen gewissen Lohndruck, der insbesondere in Deutschland an den jüngsten Tarifabschlüssen und -forderungen ablesbar ist. Aber auf der Energie- und Rohstoffseite ist schon wieder Entspannung in Sicht, denn der erneute Fracking-Boom in den USA sorgt für nachgebende Rohölpreise. In Verbindung mit dem starken Euro bedeutet dies einen nachlassenden Druck auf der Inflationsseite. Dennoch werden die Marktteilnehmer in den nächsten Wochen und Monaten alle neu veröffentlichten Verbraucherpreisdaten rund um den Globus mit Argusaugen betrachten und ihre Investment-Entscheidungen danach ausrichten. Die höheren Marktschwankungen werden uns wahrscheinlich erhalten bleiben, was aber eine willkommene Rückkehr zu eher normalen Verhältnissen bedeutet. Anleiheinvestoren sollten auf möglichst niedrige durchschnittliche Restlaufzeiten („Duration“) achten. Eine weltweit diversifizierte Strategie-Aufstellung sorgt für Ausgleich und antizyklische Investmentmöglichkeiten. Bei einem Euro-Kurs ab 1,24 Euro/USD können USD-Investments in Frage kommen, denn wir sehen den Abwertungstrend des USD in diesem Bereich als weitgehend beendet an.



## Der deutsche Wohnimmobilienmarkt – Überhitzt oder noch eine Investition wert?

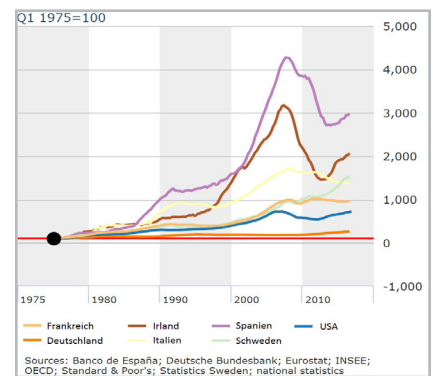
Die Frage nach dem Zustand des deutschen Wohnimmobilienmarktes wird immer häufiger und vielerorts sehr kontrovers diskutiert. Stehen wir unmittelbar vor dem Ende eines Jahrhundertzyklus und dem damit verbundenen schmerzhaften Platzen einer Preisblase, die sich in den letzten Jahren immer dynamischer aufgeblasen hat? Oder sehen wir lediglich – begünstigt durch ein entsprechend positives, konjunkturelles Umfeld – die Nachholbewegung eines über zwei Jahrzehnte im Dornröschenschlaf liegenden Teilmarktes, der weiteres Aufwärtspotential birgt? Die Antwort lautet wie so oft: Es kommt darauf an. Um dieser Frage auf den Grund zu gehen und eine fundierte Prognose aus den Entwicklungen der Preise der vergangenen Jahre am deutschen Markt für Wohnimmobilien abzuleiten, sollten zahlreiche Parameter unter die Lupe genommen werden, um nicht vorschnell zu urteilen. Zunächst stellt sich die Frage nach der genauen Definition des Begriffs Preisblase. Viele Experten sprechen häufig dann von der Gefahr einer Blasenbildung, sobald sich ein besonders starker und ungerechtfertigter Anstieg von Preisen für ein bestimmtes Wirtschaftsgut abzeichnet. Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung in Berlin (DIW) konkretisiert dies dahingehend, dass die Anfänge derartiger Übertreibungen in Zeiten wirtschaftlicher Expansion liegen. Dabei wird in der Folge auf immer höhere Gewinne spekuliert, sodass die erzielten Preise sich zunehmend von der Entwicklung wichtiger sozioökonomischer Variablen abkoppeln – hierzu zählen insbesondere Kennziffern über das verfügbare Einkommen oder die demografische Entwicklung der betrachteten Region. Ein weiterer Indikator für eine ungesunde Preisentwicklung besteht nicht zuletzt darin, dass das Risikobewusstsein zahlreicher Marktteilnehmer drastisch ab-

nimmt und die Blasenbildung durch eine starke, teils unkontrollierte Zunahme des Kreditvolumens begleitet wird. Insbesondere seit dem Jahr 2009 haben die Preise für deutsche Wohnimmobilien stark angezogen. Diese Entwicklung hat dazu geführt, dass Deutschland in diesem Zeitraum zu den Ländern zählt, in denen die Häuserpreise weltweit am stärksten gestiegen sind. In Europa wird der deutsche Markt seit dem Ausbruch der Finanzkrise lediglich von den Schweden übertrumpft. Derartige Entwicklungen werden mithilfe langfristig erhobener Hauspreisindizes transparent. In Deutschland genießt der Immobilienindex der bulwiengesa AG ein hohes Ansehen. Das unabhängige Analysehaus erhebt die Daten ihres Barometers für den deutschen Immobilienmarkt bereits seit 1976. Im internationalen Vergleich der Immobilienmärkte zählt der Hauspreisindex des Wirtschaftsmagazins *The Economist* als einer der meist beachteten Gradmesser für die Entwicklung der weltweit 27 wichtigsten Immobilienmärkte. Dessen Datenbasis geht teilweise bis auf das Jahr 1970 zurück.

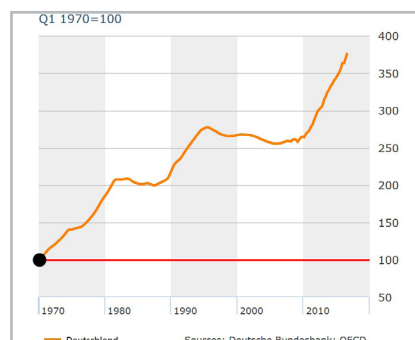
### Im internationalen Vergleich günstig bewertet

Betrachtet man den deutschen Wohnimmobilienmarkt anhand seiner langfristigen Preisentwicklung vollkommen isoliert, so zeichnet sich auch hier das Bild stetig steigender Preise ab. Der dargestellte Chart zeigt den Hauspreisindex auf Basis der von der Deutschen Bundesbank seit 1970 veröffentlichten Daten. Allerdings war es in den letzten fünfzig Jahren nicht unüblich, dass sich der deutsche Wohnimmobilienmarkt

schubweise entwickelte. Zeiträume stark steigender Preise mündeten regelmäßig in ausgeprägten Konsolidierungsphasen, ohne dass die Immobilienpreise einbrachen. Sie stabilisierten sich vielmehr auf hohem Niveau, bevor sie Jahre später – begünstigt durch entsprechende ökonomische Rahmenbedingungen – erneut anzogen.



Die Entwicklung der Preise für deutsche Wohnimmobilien erscheint allerdings in einem völlig anderen Bild, sobald man diese im internationalen Vergleich betrachtet. Diese wirken im langfristigen Trend eher bieder und unaufgeregt. Selbst die USA, deren Exzesse auf dem Immobilienmarkt erst zum Ausbruch der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008 führten, zeichnen hier noch eine vergleichsweise moderate Preisentwicklung an den Immobilienmärkten. Viel höheren Schwankungen unterlagen im selben Zeitraum beispielsweise die Märkte für private Häuser und Wohnungen in den europäischen Teilmärkten Frankreich, Italien, Schweden, Irland oder Spanien. Insbesondere die Spanier und die Iren mussten Anfang 2008 leidvoll das Platzen einer Preisblase an ihren Immobilienmärkten erfahren, nachdem sich die Notierungen für Immobilien in diesen Regionen zuvor weit über zehn Jahre ohne nennenswerte Konsolidierungsphase mehr als verdrei- bzw. vervierfachen.





## Günstige ökonomische Rahmenbedingungen

Begünstigt wurde die Preisentwicklung der deutschen Immobilienmärkte der vergangenen Jahre natürlich durch die historisch niedrigen Kapitalmarktzinsen. Infolge deutlich gefallener Finanzierungskosten wurde die Nachfrage nach Immobilien zusätzlich angetrieben. Fraglich ist allerdings, ob diese Rahmenbedingungen die Preise für Immobilien auf ein bedrohliches Niveau haben ansteigen lassen.

Die Daten der Deutschen Bundesbank zeigen, dass es im Laufe der vergangenen 15 Jahren nicht zu einer exzessiven Ausweitung des Volumens der an Privathaushalte vergebenen Wohnungsbaukredite kam. Die Experten des DIW kommen dabei in der in ihrem Wochenbericht Nr. 25.2017 veröffentlichten Studie zum Fazit, dass die Entwicklung des Finanzierungsvolumens im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt stabil geblieben ist. Insbesondere seit 2016 hat sich die Zunahme des Kreditvolumens sogar deutlich verlangsamt.

Ein weiterer Aspekt zur Beurteilung der Blasenbildungsgefahr liegt in der Analyse der Einkommensentwicklung der Haushalte im Vergleich zu den Preissteigerungen am Immobilienmarkt. Hier führte der robuste Zustand der hiesigen Wirtschaft zu deutlich höheren Beschäftigungszahlen in Verbindung mit spürbar realen Einkommenszuwächsen in breiten Teilen der Bevölkerung. Sowohl das DIW als auch die Analysten der bulwiengesa AG kommen in ihren Veröffentlichungen zu der Erkenntnis, dass sich das Verhältnis zur Erschwinglichkeit von Immobilien im Verhältnis zur Einkommensentwicklung seit Anfang des Jahrtausends trotz gestiegener Preise sogar zu Gunsten der Verbraucher verbessert hat.

Diese Ergebnisse und Entwicklungen sprechen auf Basis der Lehre klar gegen eine Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt. An dieser Stelle ist es jedoch wichtig, hervorzuheben, dass der deutsche Immobilienmarkt sehr he-

terogen zusammengesetzt und stark fragmentiert ist. Die für die Gesamtheit des Marktes erhobenen Daten unterscheiden nicht zwischen den sieben Topstandorten („A-Städte“), den ihnen in Größe, Bedeutung und Liquidität des Immobilienmarktes nachfolgenden 120 Kommunen („B-„ bis „D-Städte“) oder den ländlichen, teils nur sehr dünn besiedelten Gebieten, der Bundesrepublik. Sie bilden vielmehr einen Durchschnitt und gleichen so regional bedingte Schwankungen in ihrer Darstellung aus.

Insbesondere in den deutschen A-Städten (München, Stuttgart, Frankfurt a.M., Hamburg, Düsseldorf, Köln und Berlin) kam es zu besonders starken Preissteigerungen in der Zeit nach 2008. Dort hat sich der Preis für Bauland seitdem mehr als verdoppelt, während sich Wohnungen um rund 68 Prozent (Neubau) bzw. 78 Prozent (im Bestand) verteuert haben. Dem konnten die Mietpreise nicht Schritt halten und stiegen im gleichen Zeitraum im Mittel lediglich um rund 35 Prozent. Nicht selten kam es in ländlichen Regionen dagegen zu deutlich geringeren Anstiegen oder gar zur Stagnation in der Preisentwicklung.

## Keine Blasenbildung in deutschen Immobilien

Ein Zwischenfazit lässt sich an dieser Stelle wie folgt ziehen: Der deutsche Wohnimmobilienmarkt als Ganzes unterliegt keiner Blasenbildung. Getragen von guten ökonomischen Rahmenbedingungen kam es in den vergangenen Jahren parallel mit einer Steigerung der Einkommen zu anziehenden Kauf- und Mietpreisen. Dabei stieg allerdings weder die Kreditvergabe ins Uferlose noch kam es in der Breite zu einer Abkoppelung der Immobilienpreise von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Insbesondere gilt es aber die Entwicklungen der „A-Städte“ im Blick zu behalten. Hier sind mitunter die Preise doch deutlich stärker gestiegen als die Mieten. Dies betrifft vorrangig den Wohnungsgeschossbau und unbe-

bauete Grundstücke. In nahezu allen „A-Standorten“ sehen die Experten des DIW auf Basis von Erhebungen der bulwiengesa in mindestens einem dieser Teilmärkte Anzeichen für die Bildung von Spekulationsblasen. Davon ausgenommen sind bisher einzig Stuttgart und Frankfurt a.M., wengleich auch hier in besonderen Lagen für bestimmte Objekte Preise aufgerufen werden, die das Potential haben – übertragen auf die Masse der Angebote – eine Immobilienblase zu beschreiben.

## Private Investitionen am Bedarf ausrichten

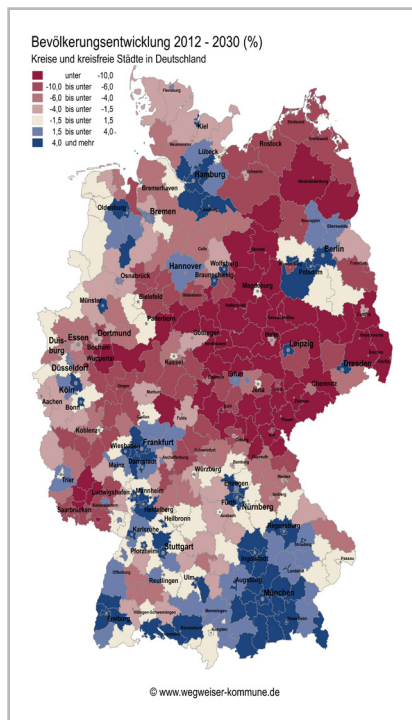
Diese Situation wird aus verschiedenen Gründen allerdings kurz- und mittelfristig nicht zu einem dramatischen Preisrückgang für Eigentumswohnungen in A-Standorten führen.

Zwar sind die Baufertigstellungen zwischen 2012 und 2016 von rund 200.000 Einheiten auf zuletzt über 277.000 Einheiten gestiegen, aber bereits im Jahr 2017 sind die erteilten Baugenehmigungen für Wohngebäude wieder gesunken. Parallel dazu schätzt das Institut der deutschen Wirtschaft in Köln (IW) den Wohnungsbedarf zwischen 2015 bis 2020 auf mehr als 350.000 Einheiten – je Jahr. Dies führt dazu, dass in keiner der sieben „A-Städte“ der Bedarf an neuen Wohneinheiten zu mehr als 60 Prozent gedeckt wird. Auch in deren Umland wird spürbar mehr Wohnraum nachgefragt als hergestellt. Währenddessen entstehen in ländlichen Gebieten – außerhalb der eigentlichen Ortskerne – auf „den grünen Wiesen“ der ausgewiesenen Neubaugebiete weiterhin mehr Häuser als langfristig eigentlich benötigt.

Verstärkt wird dieser Umstand des nicht gedeckten Bedarfs in urbanen Ballungsgebieten zudem von sich verändernden Anforderungen an modernes Wohnen. Ein wesentlicher Trend liegt hierbei in der stetigen Zunahme der Ein- und Zweipersonenhaushalte. Das Statistische Bundesamt rechnet damit, dass deren Anteil zwischen 1991 und



2035 von leicht über 60 Prozent auf nahezu 80 Prozent aller deutschen Haushalte angestiegen sein wird. Im gleichen Zeitraum wächst auch die Gesamtanzahl der Haushalte von rund 35 Millionen auf über 40 Millionen. Zum Vergleich: Heute leben in rund 75 Prozent der ca. 40 Millionen Haushalte in Deutschland lediglich eine oder zwei Personen. Diese Zunahme der Haushalte konzentriert sich insbesondere auf die Städte, in denen die Mehrzahl der Arbeitsplätze entsteht und die langfris-



tige Versorgungssicherheit am besten gewährleistet sein wird. Diese Entwicklung bestätigt die Bertelsmann-Stiftung in ihrem Wegweiser Kommune, mit dem sie regelmäßig über die erwartete, demografische Entwicklung im Bundesgebiet informiert. Die weiterhin zu geringe Bautätigkeit in den großen Städten und die dauerhaft hohe Nachfrage nach Wohnraum genau an diesen Standorten sollte zu einer mittelfristigen Stabilisierung der Preise für Wohnimmobilien auf hohem Niveau sorgen – auch in den heute schon sehr teuren „A-Städten“.

Risiken für diese erwartete Preisstabilität gehen von der weiteren Geldpolitik der Notenbanken – insbesondere der EZB – aus. Höhere Finanzierungskosten könnten, je nach Intensität einer möglichen Straffung, zu einem spürbaren Rückgang der Immobiliennachfrage und somit zu empfindlichen Preiskorrekturen in diesem Segment führen. Investitionen in Immobilien – insbesondere zur Kapitalanlage – sollten daher am Bedarf ausgerichtet und mit Augenmaß getätigt werden. Nicht alles, was momentan am Markt angeboten wird, trägt ein angemessenes Preisschild.

Ausgewogene Chance-Risiko-Potentiale im deutschen Wohnimmobilienmarkt liefern weiterhin ausgewählte B-Standorte oder spezielle Immobilienentwicklungen, die gezielt die Anfor-

derungen an das Wohnen der Zukunft in noch nicht gesättigten Märkten – auch A-Städten – erfüllen. Für unsere Kunden sind wir stets auf der Suche nach derartigen Immobilien zur Kapitalanlage, leistet diese Anlageklasse – bewusst ausgewählt – doch einen wertvollen Beitrag zur Diversifikation auf Gesamtvermögensebene. Bei der Auswahl derartiger Objekte legen wir einen mehrstufigen Prüfprozess zugrunde, der neben der Beurteilung der Angemessenheit des Kaufpreises weitere Aspekte wie die Zukunftsfähigkeit der Lage, die langfristige Nachfrage nach dem jeweiligen Immobilientyp, die Qualität und Erfahrung des Bauträgers oder die Verwaltung des Objektes im Detail beleuchtet.

Über interessante Objekte informieren wir regelmäßig in unserer persönlichen Kundenansprache. Bei Interesse prüfen wir gemeinsam, wie sich das jeweilige Anlageobjekt in die individuelle Vermögensstruktur unserer Kunden einfügt und begleiten sie bei Gefallen auch in allen Fragen rund um die Finanzierung bis hin zur finalen Unterschrift unter den notariellen Kaufvertrag. Sollten Sie auf der Suche nach einer geeigneten Immobilie zur Kapitalanlage sein, sprechen Sie uns an. Gerne stellen wir Ihnen unsere aktuellen Projekte vor.

## IMPRESSUM

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER KG  
Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart

Amtsgericht Stuttgart HRA 738

Persönlich haftender Gesellschafter:  
Dr. Volker Gerstenmaier, Mario Caroli

Ihr Ansprechpartner:  
Michael Beck, Leiter Asset Management  
Tel.: 0711/2148-242, Fax: 0711/2148-250  
E-Mail: michael.beck@privatbank.de

Redaktion:  
Michael Beck, Eric Bluschke  
www.privatbank.de/kapitalmarkt

Angabe März 2018

## WICHTIGE HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden.

### Ergänzende Hinweise:

- (1) Angaben zur steuerlichen Situation sind nur allgemeiner Art. Für eine individuelle Beurteilung der für Sie steuerlich relevanten Aspekte und ggf. abweichende Bewertungen sollten Sie Ihren Steuerberater hinzuziehen.
- (2) Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Entwicklungen.
- (3) Finanzinstrumente oder Indizes können in Fremdwährungen notiert sein. Deren Renditen können daher auch aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.