



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

VERMÖGENSPREISINDEX FÜR ITALIEN 11/03/2025

# Vermögenspreisinflation in Italien: Die Jungen und Armen leiden

Einführung des Flossbach von Storch Vermögenspreisindex für Italien

PHILIPP IMMENKÖTTER

## Zusammenfassung

In Italien sind die Vermögenspreise vier Jahre in Folge rapide gestiegen. Die hohen Staatsausgaben haben die Vermögenspreise in die Höhe getrieben. Altersvorsorge und Immobilieninvestitionen werden immer teurer. Dies birgt das Potenzial für soziale Konflikte, da junge und arme Haushalte zurückbleiben können.

## Abstract

In Italy, asset prices have risen rapidly for four years in a row. High government spending has pushed up asset prices. Retirement planning and real estate investments are becoming more expensive. This raises the potential for social conflict, as young and poor households can be left behind.



Regelmäßige Investitionen in Sach- und Finanzwerte spielen eine entscheidende Rolle im Vermögensaufbau privater Haushalte. Die Fähigkeit, solche Investitionen zu tätigen, hängt von den Preisen von Sach- und Finanzwerten ab, die Schwankungen unterliegen und von der Inflation beeinflusst werden.

Im Folgenden wird der neue Flossbach von Storch Vermögenspreisindex für Italien vorgestellt. Der Vermögenspreisindex für Italien misst die Entwicklung der Kosten der Vermögensbildung für private italienische Haushalte. Der Preisindex wird als gewichteter Durchschnitt der Preisentwicklung des Sachvermögens (Immobilien, Betriebsvermögen, langlebige Konsumgüter und Sammel- und Spekulationsgüter) und des Finanzvermögens (Aktien, Anleihen, Sparguthaben und sonstige finanzielle Vermögenswerte), das sich im Eigentum der privaten Haushalte befindet, berechnet. Immobilien sind das größte Vermögensgut der italienischen Haushalte und machen 63 Prozent ihres Gesamtvermögens aus. Eine vollständige Beschreibung der Methodik des Index findet sich im Anhang.

Der Vermögenspreisindex dokumentiert eine sinkende Kaufkraft der italienischen Privathaushalte für Vermögensaufbau und Altersvorsorge. In den letzten vier Jahren sind die Vermögenspreise in Italien um 20 % gestiegen, was bedeutet, dass die Haushalte jetzt 20 % mehr für die gleichen Investitionen ausgeben müssen wie zuvor. Im Vergleich zu anderen Ländern der Eurozone, wie Deutschland und Spanien, ist der langfristige Anstieg zwar eher gering, der größte Teil des Preisanstiegs fand jedoch innerhalb der letzten vier Jahre statt, was auf eine strukturelle Veränderung in der Entwicklung der Vermögenspreise hindeutet.

Die Vermögenspreisinflation wird durch Wirtschaftswachstum, Staatsausgaben und Geldpolitik bestimmt. Während die Stagnation der italienischen Wirtschaft die Vermögenspreisinflation mehr als ein Jahrzehnt lang niedrig hielt, bewirkte die italienische Finanzpolitik nach der Corona-Krise einen Strukturwandel und heizte die Vermögenspreisinflation an. Beträchtliche Staatsausgaben, wie dem Superbonus gestützt durch den NextGenerationEU-Fonds, trieben die Preise für Immobilien und Betriebsvermögen in die Höhe. Da das Wirtschaftswachstum in Italien mit diesem Anstieg nicht Schritt gehalten hat, wurde die Möglichkeit der privaten italienischen Haushalte, Vermögen aufzubauen, erheblich eingeschränkt. Hohe Staatsausgaben haben die Vermögensungleichheit weiter verschärft.

Das vergangene Jahrzehnt der hohen Vermögenspreisinflation in Deutschland und Spanien hat gezeigt, wie es zu einer Verstärkung der Vermögensungleichheit zwischen privaten Haushalten kommt. Ein wachsender Teil der Bevölkerung kann sich keine Immobilien mehr leisten oder nicht mehr angemessen in die Altersvorsorge investieren, wobei junge und einkommensschwache Haushalte besonders betroffen sind. Deutschland und Spanien geben einen Vorgeschmack auf das, was Italien bevorstehen könnte, wenn die Folgen der Staatsausgaben auf die Preise von Sach- und Finanzvermögen bei ausbleibendem Wirtschaftswachstum anhalten.

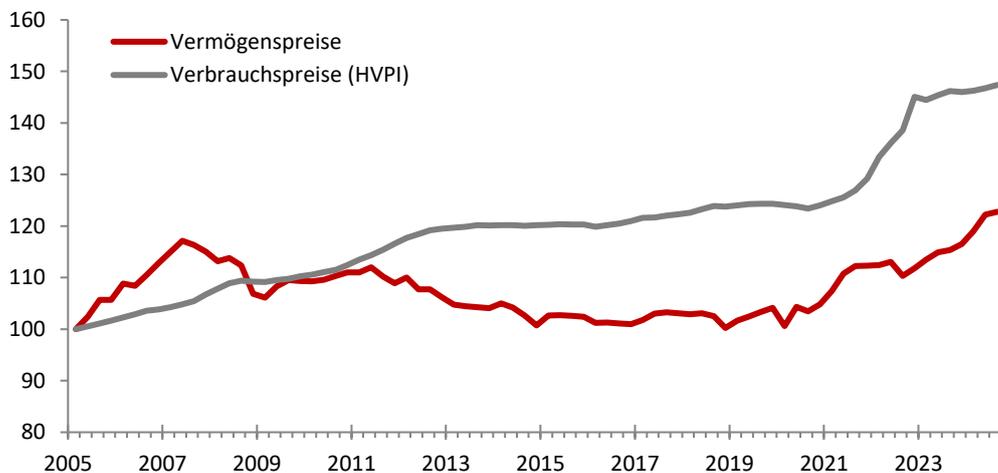


## Entwicklung der Vermögenspreise in Italien

Die Vermögenspreisinflation ist in Italien in vollem Gange. Die Preise für das Vermögen der privaten Haushalte stiegen bis zum Ende des dritten Quartals 2024 um 6,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr an (siehe Abbildung 1). Im Gegensatz dazu stiegen die Verbraucherpreise, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex für Italien (HVPI), im gleichen Zeitraum nur um 0,8 Prozent. Obwohl die Vermögenspreisinflation derzeit hoch ist, gab es in den letzten 20 Jahren verschiedene Phasen. Vor der europäischen Finanz- und Schuldenkrise stiegen die Vermögenspreise stark an, gingen dann aber 12 Jahre lang zurück. Im Jahr 2019 begannen die Vermögenspreise wieder zu steigen und verharren seither auf diesem Aufwärtstrend.

**Abbildung 1: Vermögens- und Verbraucherpreise in Italien**

Index Ø2005 = 100



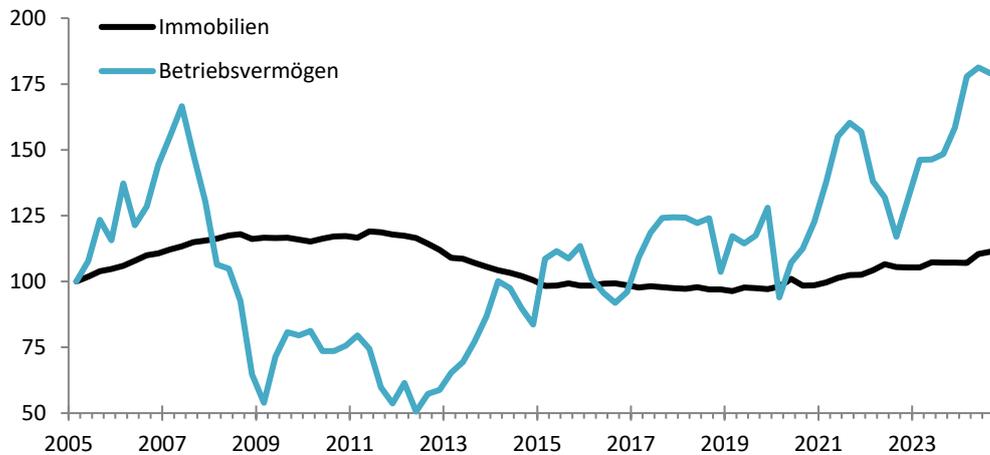
*HVPI: Harmonisierter Index der Verbraucherpreise. Quelle: Eurostat, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2025.*

Der Vermögenspreisindex wird hauptsächlich von den beiden Vermögenskategorien Immobilien und Betriebsvermögen bestimmt, die zusammen drei Viertel des Vermögens der italienischen privaten Haushalte ausmachen. Auf Immobilien entfallen 62,6 % des Vermögens der privaten Haushalte, während das Betriebsvermögen 14,2 % ausmacht. Der drittgrößte Vermögenswert sind Spareinlagen (8,2 %), die jedoch keinen Preisänderungen unterliegen. Die anderen fünf Vermögenskategorien machen jeweils weniger als fünf Prozent des Gesamtindex aus. Abbildung 2 zeigt die Preisentwicklung von Immobilien und Betriebsvermögen, die zusammen drei Viertel des Indexes ausmachen. Die Preisentwicklung der übrigen Vermögenskategorien ist im Anhang dargestellt.



**Abbildung 2: Preise für Immobilien und Betriebsvermögen in Italien**

Index Ø2005 = 100



Quelle: Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2025.

Der italienische Immobilienmarkt erreichte seinen letzten Höhepunkt im Jahr 2011. Im Zuge der europäischen Finanz- und Schuldenkrise fielen die Immobilienpreise bis 2015 um fast 20 Prozent und stagnierten dann fünf Jahre lang. Mit der Corona-Pandemie begannen die Immobilienpreise wieder zu steigen, haben aber den Höchststand von 2011 noch nicht überschritten und liegen immer noch fast acht Prozent unter dem Höchststand.

Die Preise für Betriebsvermögen sind volatiler als Immobilienpreise, da sie den Wert künftiger Einkommen widerspiegeln, die häufig wechselnden Erwartungen unterliegen. Während der Finanzkrise fielen die Preise für Betriebsvermögen drastisch und erholten sich nur allmählich. Seit 2012 folgten die Preise für Betriebsvermögen einem Aufwärtstrend mit hoher Volatilität. Zuletzt übertrafen die Preise für Betriebsvermögen ihr Allzeithoch von 2007.

### **Was treibt die Entwicklung der Vermögenspreise in Italien an?**

Es gibt drei Faktoren, die die Entwicklung der Vermögenspreise bestimmen: Wirtschaftswachstum, Staatsausgaben und Geldpolitik. Diese Faktoren sind nicht unabhängig voneinander.

#### **1. Wirtschaftswachstum**

Der erste Faktor, der die Vermögenspreise antreibt, ist das Wachstum der Wirtschaft. Eine wachsende Wirtschaft ermöglicht es den privaten Haushalten, ihre Nachfrage nach Sach- und Finanzgütern aufgrund ihres wachsenden Einkommensstroms zu erhöhen. Die Höhe des Einkommens bestimmt die Ersparnisse eines Haushalts, die die Grundlage für Investitionen in Sach- und Finanzwerte bilden. Rezessionen und schrumpfende Einkommen hingegen schränken die Fähigkeit ein, in Vermögenswerte zu investieren, oder zwingen die Haushalte sogar dazu, ihr Vermögen zu liquidieren (Keynes 1936, Lucas 1978 und andere).

Abbildung 3 zeigt, dass der Anstieg der Vermögenspreise vor der europäischen Finanz- und Schuldenkrise mit dem realen BIP-Wachstum zusammenfiel. Die Preise von

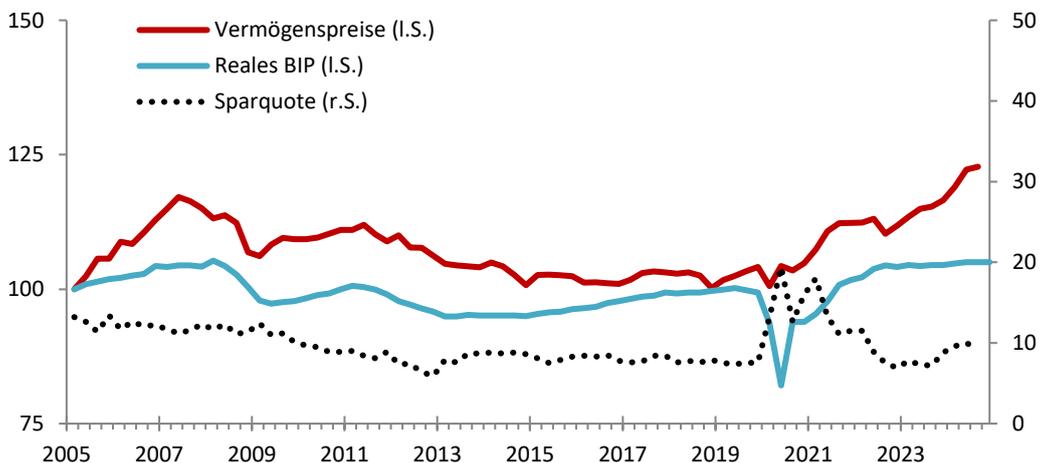


Immobilien und Betriebsvermögen profitierten von der expandierenden Wirtschaft. Als die italienische Wirtschaft stagnierte und schließlich während der Krise schrumpfte, begannen die Vermögenspreise zu fallen. Sinkende und schwankende Haushaltseinkommen führten zu sinkenden Sparquoten und einer schwachen Nachfrage nach Sach- und Finanzvermögen. Insbesondere die Immobilienpreise leiden in Zeiten geringen Wirtschaftswachstums aufgrund der geringen Nachfrage nach Wohnraum (Leamer 2007). Darüber hinaus verfolgten die Banken eine strengere Kreditvergabepolitik, wodurch die Nachfrage nach Immobilien weiter gedämpft wurde.

Betriebsvermögen und Aktien spiegeln zukunftsorientierte Vermögenspreise wider (Stock & Watson 2003) und reagieren daher schneller und früher auf sich ändernde wirtschaftliche Bedingungen als Immobilienpreise. Insbesondere der Ausbruch einer Krise führte zu einem plötzlichen Rückgang der Preise für Betriebsvermögen und Aktien. Als sich das Wirtschaftswachstum im Jahr 2014 allmählich zu erholen begann, trug dies zur Stabilisierung der Vermögenspreise bei.

Nach einer raschen Erholung nach der Corona-Krise wuchs die italienische Wirtschaft bis 2022 stetig, stagniert aber seit 2023. Die Preise für Vermögenswerte sind jedoch seit 2019 gestiegen und haben weiter zugelegt, obwohl das Wachstum und die Sparquoten zum Stillstand gekommen sind. Dies deutet darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum wahrscheinlich nicht die Hauptursache für die derzeitige Vermögenspreisinflation ist.

**Abbildung 3: Italienische Vermögenspreise, reales BIP-Wachstum und Sparquote der privaten Haushalte**  
Index Ø2005 = 100 in Prozent



Quelle: Eurostat, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2025.

## 2. Staatsausgaben

Staatsausgaben wirken sich auf die Preise in einer Volkswirtschaft aus (keynesianische Konjunkturtheorie, Cochrane 2023,). Wie aus Abbildung 4 hervorgeht, stiegen die Staatsausgaben bis 2010 an, doch dann verlangsamte sich das Ausgabenwachstum. Ein hohes Haushaltsdefizit der italienischen Regierung schränkte die Fähigkeit der Regierung ein, die



öffentlichen Ausgaben zu erhöhen. Mit der Corona-Krise stiegen die Staatsausgaben sprunghaft an, da die Regierung versuchte, die Wirtschaft in der Hoffnung auf eine schnelle Erholung zu stabilisieren. Der NextGenerationEU-Fonds (NGEU)<sup>1</sup> der EU und die damit verbundene Fazilität für Konjunkturbelebung und Krisenbewältigung (RFF)<sup>2</sup> ermöglichten es Italien, seine Staatsausgaben schnell und erheblich zu erhöhen. Bis November 2024 erhielt Italien rund 114 Milliarden Euro aus dem NGEU-Fonds, was etwa 5 Prozent seines BIP entspricht. Etwa die Hälfte der Mittel des Fonds sind Kapitalflüsse nach Italien, da Italien voraussichtlich ein Viertel des NGEU-Fonds erhalten wird, aber nur 12 bis 13 Prozent zum EU-Haushalt beiträgt.

In den letzten vier Jahren sind die italienischen Staatsausgaben um fast 30 Prozent gestiegen. Insbesondere förderte die italienische Regierung Investitionen in Immobilien mit Hilfe des so genannten "Superbonus 110%"-Programms<sup>3</sup> aus dem Jahr 2020, das Steuergutschriften für Investitionen in Immobilien vorsieht. Die Steuergutschriften werden von der Regierung als Ausgaben verbucht und schlagen sich im Staatsdefizit nieder.<sup>4</sup> Im Jahr 2024 beliefen sich die Steuergutschriften, die durch den Superbonus und andere bestehende Förderprogramme bereitgestellt wurden, auf 10 Prozent des italienischen BIP. Seit seiner Einführung hat der Superbonus die Baukosten in die Höhe getrieben und die Immobilienpreise zum ersten Mal seit 2007 deutlich ansteigen lassen (Corsello und Ercolani 2024). Auch die Preise für Betriebsvermögen profitierten vom Superbonus durch hohe Gewinnerwartungen in der Bauindustrie und verwandten Branchen.

Die sich daraus ergebenden wirtschaftlichen Auswirkungen des Superbonus und der damit verbundenen Programme auf das italienische BIP sind zwar erheblich, aber im Vergleich zum Umfang der Programme gering. Accetturo et al. (2024) argumentieren, dass die Kosten den wirtschaftlichen Nutzen übersteigen. Der Superbonus förderte Betrug<sup>5</sup> und die Verknappung von Arbeitskräften und Rohstoffen. Die Bevorzugung von subventionierten Arbeiten trieben die Immobilienpreise in die Höhe (Codogne 2024). In den Jahren 2021 bis 2024 verursachten der Superbonus und die damit verbundenen Programme zusätzliche Staatsdefizite zwischen 2,3 und 3,9 Prozent des BIP jährlich (FitchRatings 2024). Höchstwahrscheinlich gibt es keine positiven Auswirkungen der Staatsausgaben auf das Wachstum. Die durch die Staatsausgaben verursachte Vermögenspreisinflation ist ein unerwünschter Nebeneffekt und nicht das ursprüngliche Ziel des Programms.

---

<sup>1</sup> Der NextGenerationEU-Fonds ist ein EU-Konjunkturpaket zur Eindämmung und Milderung der wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der COVID-19-Pandemie in den Mitgliedstaaten. [Mehr als 208 Milliarden Euro sollen über den Fonds in Italien investiert werden](#). Ein Zweig des Fonds ist der Nationale Konjunktur- und Resilienzplan (PNRR), der unter anderem auf Investitionen in Immobilien und italienische Unternehmen abzielt.

<sup>2</sup> [Italiens Konjunkturprogramm und Resilienzplan - Europäische Kommission](#)

<sup>3</sup> Der "Superbonus" sieht Steuerabzüge für Ausgaben im Zusammenhang mit der energetischen und seismischen Sanierung von Wohngebäuden in Italien vor ([Link](#)).

<sup>4</sup> Der Superbonus gilt als "zu zahlende Steuergutschrift", die von der Regierung als Ausgabe anerkannt wird und sich somit in der Defizitquote niederschlägt, obwohl sie eine Verringerung der Bareinnahmen für die Regierung darstellt (siehe Codogne 2024 und Eurostat 2022).

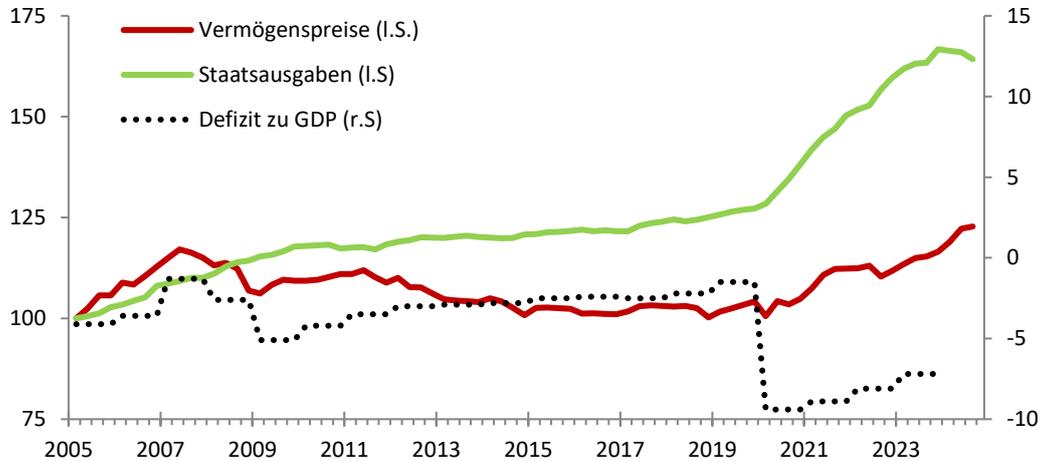
<sup>5</sup> Rund 11 000 Bauunternehmen wurden bis Ende 2013 ad hoc gegründet, um von den Steuervorteilen des Superbonus zu profitieren, und unmittelbar danach wieder geschlossen, was einen starken Betrugsverdacht aufkommen ließ und Ermittlungen der italienischen Steuerpolizei auslöste. Siehe [Codogne](#) (2024).



**Abbildung 4: Italienische Vermögenspreise, Staatsausgaben und Staatsdefizit**

Index Ø2005 = 100

in Prozent



Die Staatsausgaben sind als gleitender Durchschnitt über 4 Quartale angegeben. Quelle: Eurostat, Berechnungen Flossbach von Storch Research, Stand: März 2025.

### 3. Geldpolitik

Die dritte mögliche Erklärung für die Entwicklung der Vermögenspreise in Italien ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Eine höhere Geldmenge ist eine notwendige Voraussetzung für Inflation und kann die Vermögenspreise in die Höhe treiben (Wirtschaftstheorie des Monetarismus, Friedman und Schwartz 1963, Campbell 2008). Sinkende Zinssätze erhöhen den Wert von Vermögenswerten, indem sie den Barwert zukünftiger Einkommensströme erhöhen (Gordon 1959).

Abbildung 5 zeigt die Ausweitung der Geldmenge in Italien im Zuge der expansiven Geldpolitik der EZB, die als notwendige Voraussetzung für die Inflation in der Eurozone dient. Sie hat jedoch lange Zeit nicht zu einem Anstieg der Vermögenspreise in Italien geführt. Das niedrige Wachstum und die Unsicherheit über künftige Erträge dürften die Auswirkungen der sinkenden Zinssätze überlagert haben. Die Kredite an den privaten Sektor, die neu geschaffenes Geld darstellen, haben im Laufe der Zeit nicht zugenommen.

Die Senkung der Zinssätze durch die EZB seit 2014 und die umfangreichen Käufe von Staatsanleihen ermöglichten es der italienischen Regierung jedoch, die Staatsausgaben auszuweiten. Durch Programme zum Ankauf von Vermögenswerten wie PSPP und PEPP hielt die EZB die Nachfrage nach italienischen Staatsanleihen hoch und damit die langfristigen Zinssätze niedrig. Indem sie die Nachfrage nach italienischen Staatsanleihen konstant hielt und die Renditen drückte, unterstützten die Ankaufsprogramme der EZB die Haushaltsausgaben Italiens. Dieser Mechanismus ermöglichte es Italien, eine expansive Fiskalpolitik zu verfolgen, ohne dass die Zinssätze erheblich unter Druck gerieten.

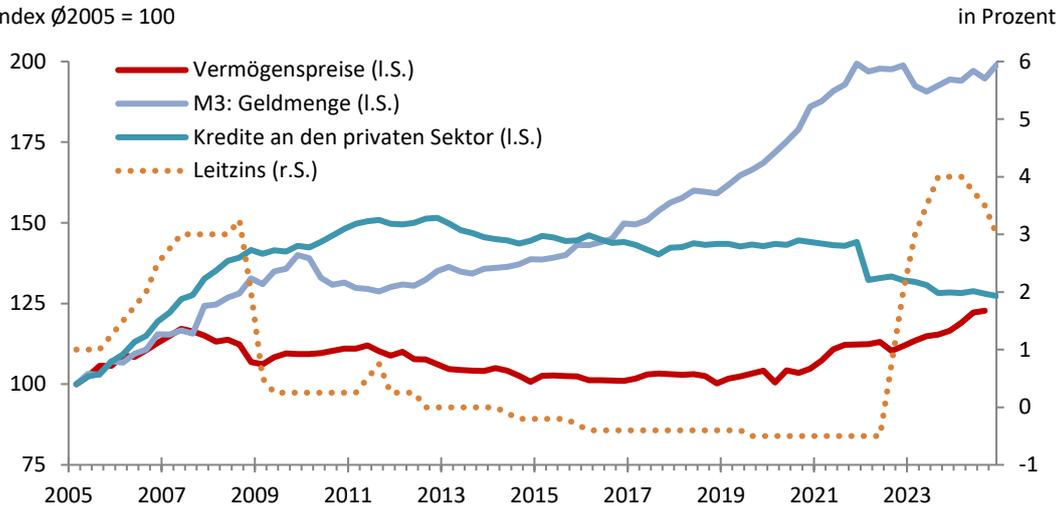
Seit 2022 hat die EZB die Leitzinsen angehoben, aber im Jahr 2024 wieder gesenkt. Der Anstieg der Zinssätze aufgrund der steigenden Verbraucherpreisinflation führte dazu, dass



der Wert von Aktien und Betriebsvermögen im Jahr 2022 sank. Die Markterwartungen deuten auf weitere Zinssenkungen hin (FT 2025). Möglicherweise treibt die Erwartung sinkender Zinsen derzeit die Preise für Geldvermögen der privaten italienischen Haushalte in die Höhe.

**Abbildung 5: Italienische Vermögenspreise, Geldmenge und Zinssätze**

Index Ø2005 = 100



Quelle: EZB, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2025.

## Vermögenspreise in anderen europäischen Ländern

Im Vergleich zu anderen Ländern der Eurozone wie Spanien und Deutschland ist die Vermögenspreisinflation in Italien relativ niedrig geblieben, wie Abbildung 6 zeigt. Langfristig ist die Vermögenspreisinflation in Spanien fast doppelt so hoch wie in Italien.

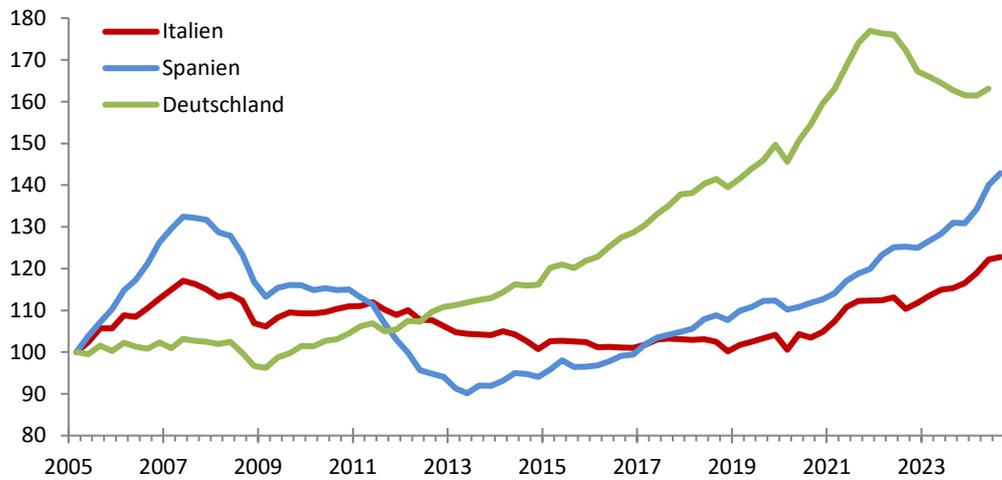
Vor der europäischen Finanz- und Schuldenkrise erlebte Spanien eine Vermögenspreisblase, die schließlich platzte, gefolgt von einer Rezession. Als sich die spanische Wirtschaft 2013 zu erholen begann, erholten sich auch die Preise für Vermögenswerte. Als sich der Aufschwung nach der Corona-Krise beschleunigte, stiegen die Preise für spanische Vermögenswerte in die Höhe. Im Jahr 2024 stieg die Inflation auf über 9 % pro Jahr, was auf eine Kombination aus Wachstum, höheren Staatsausgaben und sinkenden Zinssätzen zurückzuführen war.

In Deutschland, wo die Vermögenspreise vor 2007 nur langsam stiegen und die wirtschaftliche Erholung bereits 2009 einsetzte, kam es zu einem anhaltenden Trend der Vermögenspreisinflation. Zwar trug das Wachstum zu den steigenden Vermögenspreisen bei, doch wurden diese weitgehend durch die expansive Geldpolitik der EZB angetrieben. Niedrige Zinsen in Verbindung mit stabilen Ertragserwartungen führten zu einem sprunghaften Anstieg der Immobilienpreise, der die Vermögenspreisinflation im Jahr 2021 auf über 10 Prozent ansteigen ließ. Die niedrigen Zinssätze führten auch zu hohen Bewertungen anderer Sach- und Finanzanlagen. Als jedoch die Zinsen 2021 stiegen und sich das Wachstum abschwächte, gingen die Vermögenspreise zurück. Mit der Erwartung sinkender Zinsen begannen sich die Vermögenspreise in Deutschland ab 2024 zu erholen.



**Abbildung 6: Vermögenspreise in Italien, Spanien und Deutschland**

Index  $\emptyset$ 2005 = 100



Quelle: Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2025.

## Soziale Folgen der Vermögenspreisinflation

Eine hohe Vermögenspreisinflation, wie sie derzeit in Italien zu beobachten ist, birgt das Potenzial für soziale Konflikte. Steigende Vermögenspreise kommen in erster Linie Haushalten zugute, die bereits Vermögenswerte wie Immobilien, Betriebsvermögen und Finanzanlagen besitzen. Haushalte, die diese Vermögenswerte besitzen, können ihren Konsum steigern, indem sie ihre Gewinne ausgeben oder ihr gestiegenes Vermögen als Sicherheit für weitere kreditfinanzierte Investitionen oder Konsum nutzen (Ludvigson 2013). Allerdings ist das Vermögen nicht gleichmäßig auf die Bevölkerung verteilt. Das Vermögen der zehn Prozent reichsten Haushalte in Italien ist zwölfmal so hoch wie das der italienischen Mittelschicht (EZB 2023a). Darüber hinaus besitzen wohlhabende Haushalte eher Aktien und Immobilien in bevölkerungsreichen städtischen Lagen, die derzeit deutlich im Preis steigen. So profitierten beispielsweise nur vier bis fünf Prozent der Gebäude vom Superbonus, die sich eher im Besitz wohlhabenderer Haushalte befinden (Codogno 2024).

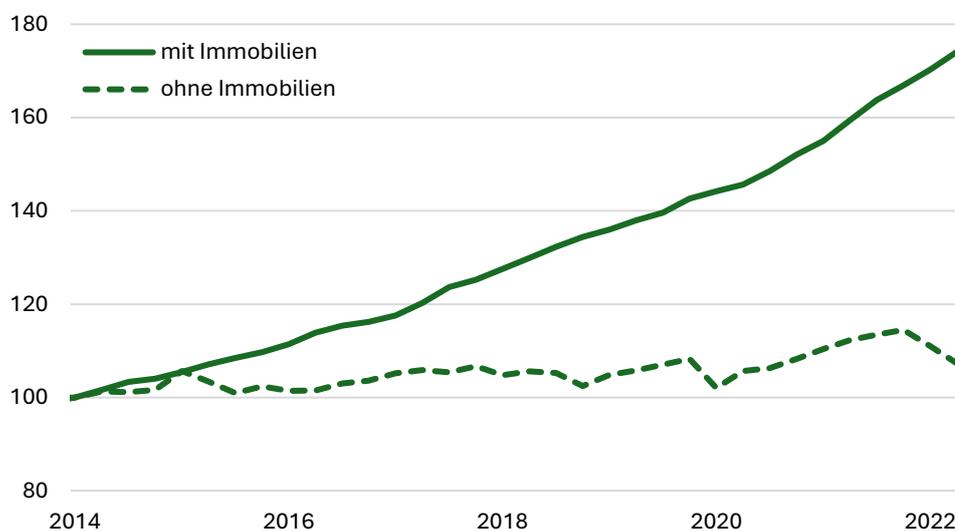
Junge Haushalte und Haushalte mit wenig Vermögen oder geringem Einkommen profitieren weniger vom Vermögenseffekt. Stattdessen erschwert es ihnen die hohe Vermögenspreisinflation, Vermögen aufzubauen und für den Ruhestand zu sparen. Wohneigentum und Investitionen in Finanzanlagen für den Ruhestand werden kostspieliger oder sogar unmöglich.

Belege aus Deutschland veranschaulichen, wie Vermögensaufbau und Altersvorsorge in der Zeit der hohen Vermögenspreisinflation immer teurer geworden sind (Immenkötter 2022). Abbildung 7 zeigt die Preisentwicklung der Vermögenswerte von zwei deutschen Mittelschicht Haushalten mit demselben Nettovermögen von 2014 bis 2022, aber mit unterschiedlichen Investitionsmustern. Der erste Haushalt besitzt fremdfinanzierte Immobilien (durchgezogene Linie), der zweite Haushalt jedoch nicht (gestrichelte Linie). Stattdessen besitzt der zweite Haushalt Finanzanlagen, die der statistischen Vermögensaufteilung



von Finanzanlagen für Nicht-Immobilienbesitzer in Deutschland entsprechen. In den acht Jahren der hohen Vermögenspreisinflation in Deutschland (2014 bis 2022) stieg der Preis des Vermögens des ersten Haushalts um 75 Prozent, während der Preis der anderen Haushaltsvermögen nur um fünf Prozent stieg. Der Abstand zwischen den Linien spiegelt die steigenden Kosten der Vermögensakkumulation aufgrund der Vermögenspreisinflation wider. Eine Investition des zweiten Haushalts in das Vermögen des ersten Haushalts hat sich um 70 Prozentpunkte verteuert. Die Vermögenspreisinflation, die in erster Linie von Immobilien und Finanzanlagen getragen wird, hat die Vermögenskluft zwischen weniger wohlhabenden und wohlhabenden Haushalten in Deutschland vergrößert.

**Abbildung 7: Deutschland: Vermögenspreise für Mittelschichthaushalte mit und ohne Immobilien**  
Index Ø2014 = 100



*Erläuterung: Zwei deutsche Mittelschichthaushalte mit einem Nettovermögen von jeweils 60.000 EUR im Jahr 2014. Der ein Haushalt (durchgezogene Linie) besitzt eine selbstgenutzte, fremdfinanzierte Immobilie, der andere Haushalt (gestrichelte Linie) nicht. Quelle: Immenkötter (2022).*

Wenn die Inflation der Vermögenspreise durch die Staatsausgaben und die Geldpolitik ständig angeheizt wird und somit langfristig hoch bleibt, kann sich die finanzielle und wirtschaftliche Lage der jungen Haushalte, die ebenfalls von hoher Arbeitslosigkeit und Verbraucherpreisinflation betroffen sind, weiter verschlechtern. Das bereits bestehende Wohlstandsgefälle könnte sich vergrößern und zu sozialen Konflikten führen.



## **Ausblick**

Die jüngste Inflation der Vermögenspreise in Italien ist auf die Kombination aus steigenden Staatsausgaben und einer subventionierten Nachfrage nach Sachwerten zurückzuführen, die durch die Geldpolitik der EZB ermöglicht und durch die EU-Politik unterstützt wird. Allerdings scheint die jüngste Nachfrage nach Vermögenswerten nicht auf Wirtschaftswachstum zurückzuführen zu sein, sondern eher auf die Nachfrage einiger weniger Haushalte, die von den öffentlichen Ausgaben profitierten. Wenn die staatliche Unterstützung für die Nachfrage nach Vermögenswerten in Italien nachlässt, könnten die Preise für Vermögenswerte, insbesondere für Immobilien und Betriebsvermögen, einbrechen.

Die durch die Politik verursachte Vermögenspreisinflation hatte bereits erhebliche Auswirkungen auf die Vermögensbildung und die finanzielle Sicherheit, insbesondere für junge und einkommensschwache Haushalte. Während die steigenden Vermögenspreise denjenigen zugute kommen, die bereits Vermögen besitzen, schaffen sie Hindernisse für diejenigen, die versuchen, Vermögen aufzubauen, und vertiefen so die gesellschaftlichen Ungleichheiten. Wenn dieser Trend anhält, könnte Italien dem Weg Deutschlands und Spaniens folgen, wo die hohe Inflation der Vermögenspreise die Ungleichheit der Vermögen verschärft hat.

Ein möglicher Einbruch der Vermögenspreise wird mit einer Rezession und Stagnation einhergehen, die junge und arme Haushalte härter trifft als wohlhabendere Haushalte, so dass sie möglicherweise nicht von fallenden Vermögenspreisen profitieren können.

Das Verständnis dieser Dynamik durch den Flossbach von Storch-Vermögenspreisindex liefert wertvolle Erkenntnisse für politische Entscheidungsträger, Haushalte und Finanzberater gleichermaßen und unterstreicht die Notwendigkeit von Strategien, die gerechte finanzielle Chancen für alle gewährleisten.



## Anhang

### A. Methodik des Flossbach von Storch Vermögenspreisindex für Italien

Der Vermögenspreisindex misst die Preisentwicklung des Vermögens der privaten italienischen Haushalte. Die Vermögenszusammensetzung des durchschnittlichen italienischen Haushalts wird auf der Grundlage von "The Household Finance and Consumption Survey: Results from the Wave 3" (EZB 2023b).

Das Vermögen eines privaten Haushalts wird in Sachvermögen und Finanzvermögen unterteilt. Zum Sachvermögen gehören Immobilien, Betriebsvermögen, langlebige Güter und Sammel- und Spekulationsgüter. Das Finanzvermögen gliedert sich in Sparguthaben, Anleihen, Aktien und sonstige Finanzanlagen. Tabelle 1 zeigt die Aufschlüsselung des Vermögens eines durchschnittlichen italienischen Privathaushalts. Die angegebenen Werte dienen als Gewichte für den Vermögenspreisindex. Der Index wird als Laspeyres-Preisindex berechnet. Jede Zeitreihe ist im Jahr 2021 indiziert, dem Jahr, auf das sich die Ergebnisse des HFCS beziehen. Für die grafische Darstellung werden alle resultierenden Zeitreihen auf 100 zu Beginn des Jahres 2005 indiziert.

**Tabelle 1: Gewichtungsschema des Vermögenspreisindex für Italien**

<b>Durchschnittliches Bruttovermögen der Haushalte</b>	<b>371.400 €</b>
<b>Sachvermögen</b>	<b>81,3%</b>
Immobilien	62,6%
Betriebsvermögen	14,6%
Langlebige Konsumgüter	3,4%
Sammel- und Spekulationsgüter	0,7%
<b>Finanzvermögen</b>	<b>18,7%</b>
Spareinlagen	8,2%
Anleihen	4,5%
Aktien	1,4%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	4,6%

Quelle: HFCS, Third Wave 2021, Europäische Zentralbank, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Feb. 2025.

Für jede Vermögensgüterklasse berechnen wir die länderspezifische vierteljährliche Preisveränderung. Wir verwenden Preise und keine Indikatoren für die Bewertung von Vermögenswerten und schließen Cashflows aus Vermögenswerten, wie Zinsen, Dividenden oder Mieteinnahmen, aus. Die Immobilienpreise werden von Eurostat bereitgestellt, das Betriebsvermögen wird anhand des MSCI Italy Small Cap Preisindex gemessen. Die Preisentwicklung von langlebigen Konsumgütern wird durch die von Eurostat bereitgestellten HVPI-Zeitreihen erfasst. Sammel- und Spekulationsobjekte werden durch vier Unterkategorien dargestellt: Schmuck aus Edelmetallen (Eurostat), Kunst (Art Market Research), feine Weine (Liv-ex Ltd.) und historische Automobile (Historic Automobile Group International).



Die geografische Verteilung der Aktien- und Anleiheinvestitionen italienischer Haushalte wird mit Hilfe des Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) des Internationalen Währungsfonds (IWF) erfasst. Die Preisentwicklung der daraus resultierenden Anlagen wird mit Hilfe von MSCI-Länder- und regionalen Aktienpreisindizes und Bloomberg-Anleihenindizes gemessen. Der Preis anderer Finanzinstrumente wird mit Hilfe des London Bullion Goldpreises und des ThomsonReuters Continuous Commodity Index gemessen, die beide von Refinitiv bereitgestellt werden.

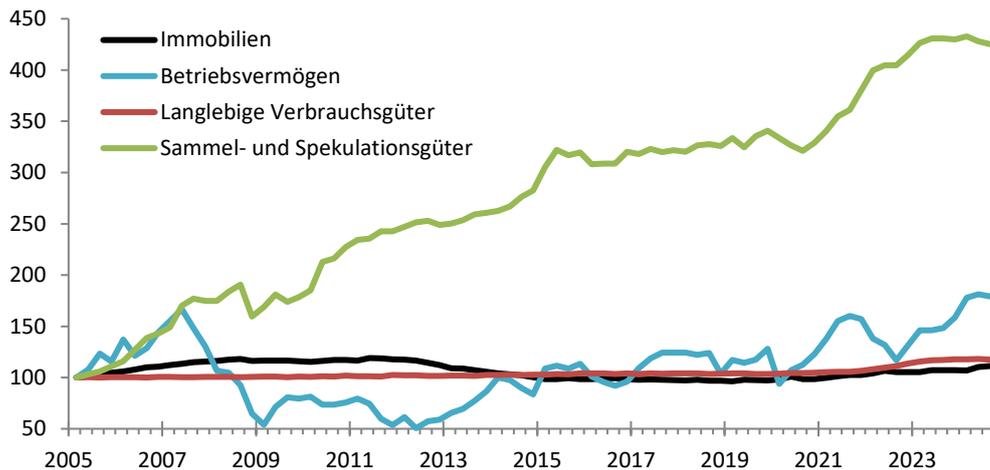


## B. Preisentwicklung von Sach- und Finanzwerten

Abbildung 8 zeigt die Preisentwicklung für alle vier Kategorien von Sachwerten. Der Preis für Sammel- und Spekulationsobjekte stieg im Jahresvergleich um 8 Prozent, der Einfluss auf die Vermögenspreisinflation ist gering, da Sammel- und Spekulationsobjekte nur 0,7 Prozent des Vermögens der privaten Haushalte ausmachen.

**Abbildung 8: Preisentwicklung von Sachwerten in Italien**

Index Ø2005 = 100

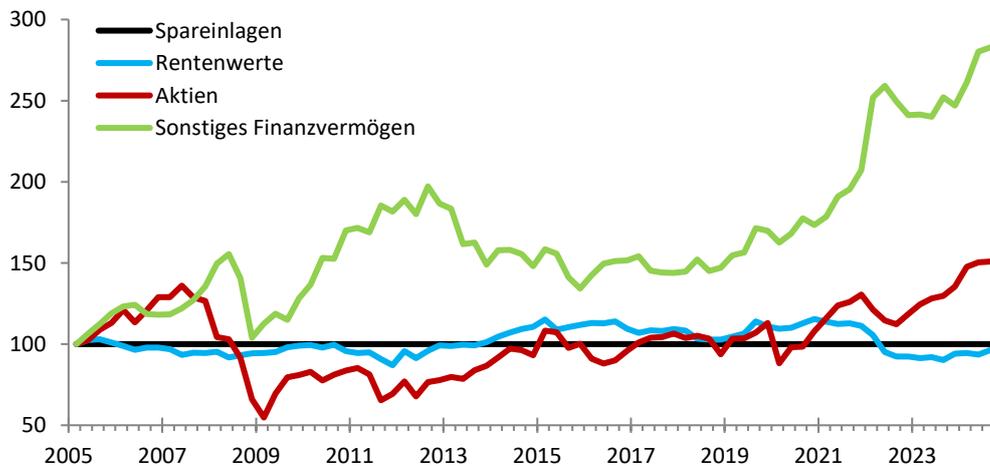


Quelle: Refinitiv, Eurostat, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Februar. 2025.

Die Preisentwicklung aller vier Kategorien von Finanzanlagen ist in Abbildung 9 dargestellt. Langfristig ist der stärkste Preisanstieg bei den sonstigen Finanzanlagen zu verzeichnen (5,4 % p.a.), was auf den Goldpreis zurückzuführen ist, der von niedrigen Zinssätzen, wirtschaftlichen Unsicherheiten und geopolitischen Konflikten profitierte.

**Abbildung 9: Preisentwicklung für finanzielle Vermögenswerte in Italien**

Index Ø2005 = 100



Quelle: Refinitiv, Eurostat, Berechnungen des Forschungsinstituts Flossbach von Storch, Stand: Februar. 2025.



## Referenzen

- Accetturo, A., Olivieri, E. und Renzi, F. (2024): "[Incentives for dwelling renovations: evidence from a large fiscal programme](#)", Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, Nummer 860, Juni 2024.
- Codogne, F. (2024): "[Italy's Superbonus 110%: Fehlschläge bei der Ankurbelung der Nachfrage und die Notwendigkeit, die Finanzpolitik neu zu erfinden](#)", LUISS Institute for European Analysis and Policy, Working Paper 12/2024.
- Corsello, F. und Ercolani, V. (2024): "[The role of the Superbonus in the growth of Italian construction costs](#)", Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, Nummer 903, Dezember 2024.
- Cochrane, J. H. (2023). The fiscal theory of the price level. Princeton University Press.
- ECB (2023a): "[The Household Finance and Consumption Survey, Wave 2021, Statistical tables](#)", p.6, July 2023.
- ECB (2023b): "[The Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2021 Wave](#)" (HFCS), European Central Bank, Statistics Paper Series, July 2023.
- Eurostat (2022): "[Manual on Government Deficit and Debt – Implementation of ESA 2010](#)", 2022 edition.
- Eurostat (2024): [Households - statistics on income, saving and investment, November 2024](#).
- Financial Times (2025): [Euro falls to 2-month low as investors price in interest rate cuts](#)", Monetary Policy Radar, 30.01.2025.
- FitchRatings (2024): [Italy's 'Superbonus' Spending Puts Its Debt Ratio on an Upward Trajectory](#), 23.04.2024
- Friedman, M. und Schwartz, A. J. (1963): "A Monetary History of the United States, 1867-1960", Princeton University Press.
- Gordon, M. J. (1959): "Dividends, Earnings, and Stock Prices", Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No. 2, pp. 99-105.
- ItalyNextGeneration.eu: <https://www.italynextgeneration.eu/recoveryfund-en/>, abgerufen im Feb. 2025.
- Immenkötter (2022): "[Der Fußabdruck der Inflation auf unsere Gesellschaft](#)", Flossbach von Storch Research Institute, Kommentar.
- Keynes, J. M. (1936). The general theory of employment, interest, and money. Macmillan.



Leamer, E. (2007): "[Housing is the Business Cycle](#)", Proceedings of Economic Policy Symposium, Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 30-September 1, Jackson Hole, S. 149-233.

Lucas, R. E. (1978): "[Asset prices in an exchange economy](#)". *Econometrica*, Vol. 46. No. 6, 1429-1445.

Ludvigson, S. C. (2013): "[Chapter 12 - Advances in Consumption-Based Asset Pricing: Empirical Tests](#)" in *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 2, Part B, 2013, S. 799-906.

Stock, J. H., und M. W. Watson, 2003, "[Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices](#)," *Journal of Economic Literature*, Vol. 41, No. 3, pp. 788-829.

## **Datenquellen**

Art Market Research Developments Ltd.

Bloomberg L.P.

Eurostat

European Central Bank (ECB)

Oxford Economics

HAGI (Historic Automobile Group)

International Monetary Fund (IMF)

Liv-ex Ltd.

Macrobond Financial

MSCI Inc.

Refinitiv



## RECHTLICHER HINWEIS

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE**

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk, Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Philipp Immenkötter; *Redaktionsschluss* 11. März 2025