



# Halbzeitbilanz Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

14. Juni 2021

## Autoren

Sebastian Becker  
+49 69 910-21548  
sebastian-b.becker@db.com

Eric Heymann  
+49 69 910-31730  
eric.heymann@db.com

Jochen Möbert  
+49 69 910-31727  
jochen.moebert@db.com

Marc Schattenberg  
+49 69 910-31875  
marc.schattenberg@db.com

Jan Schildbach  
+49 69 910-31717  
jan.schildbach@db.com

Stefan Schneider  
+49 69 910-31790  
stefan-b.schneider@db.com

Editor  
Stefan Schneider

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: marketing.dbr@db.com  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosen .....	2
Q2-BIP sollte trotz des holprigen Aprils deutlich zulegen .....	3
Inflationsanstieg: Nur temporär oder dauer- haft aufgrund höherer Lohnabschlüsse?.....	6
Deutsche Industrie: Nachfrage recht dyna- misch, Angebotsfaktoren wirken limitie- rend .....	14
Wohnungsmarkt: Drei Entwicklungen legen nahe, dass der Preiszyklus in dieser Dekade endet .....	17
Unternehmensinsolvenzen: Zurück in der Realität .....	21
EZB: Unbeirrt expansive Geldpolitik .....	24
Datenkalender .....	25
Finanzmarktprognosen .....	26
Datenmonitor .....	27

**Q2-BIP sollte trotz des holprigen Aprils deutlich zulegen.** Die harten Daten für April waren eher schwach. Die starke Auslandsnachfrage und die geringen Bestände in den Fertigwarenlagern deuten jedoch auf einen starken Aufschwung hin, sobald die angebotsseitigen Behinderungen nachlassen. Die Konjunktur- und Einkommenserwartungen der Verbraucher verbessern sich. Zusammen mit einer erwarteten Normalisierung der Sparquote sollte dies eine starke Stütze für das Wachstum des privaten Verbrauchs darstellen. Trotz des schleppenden Starts senken wir unsere BIP-Prognose für das zweite Quartal von knapp 2% gg. Vq. nicht.

**Inflationsanstieg: Nur temporär oder dauerhaft aufgrund höherer Lohnabschlüsse?** Seit Jahresanfang hat die deutsche Inflationsrate kräftig angezogen. Aufgrund der nach wie vor über den Erwartungen liegenden Preisdynamik und der Aussicht auf eine deutliche(re) Konjunkturbelebung in den Sommermonaten rechnen wir nunmehr damit, dass die VPI-Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2021 auf rund 2,8% steigen dürfte. In einzelnen Monaten könnte die Jahresteuierungsrate sogar auf bis zu 4% klettern.

**Deutsche Industrie: Nachfrage recht dynamisch, Angebotsfaktoren wirken limitierend.** Der Aufschwung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland wird aktuell vor allem durch Knappheiten und steigende Preise bei Vorprodukten gebremst. Dagegen ist die Nachfrage nach Industrieerzeugnissen intakt. Der Auftragsbestand befand sich zuletzt auf einem Rekordniveau. Ohne die aktuellen Knappheiten hätten wir unsere Produktionsprognose für das Jahr 2021 nach oben revidiert. Stattdessen bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass die Fertigung des Verarbeitenden Gewerbes 2021 um real 8% wachsen wird.

**Wohnungsmarkt: Drei Entwicklungen legen nahe, dass der Preiszyklus in dieser Dekade endet.** Eine nachlassende Angebotsknappheit, Marktpreise, die zunehmend modelltheoretische Preise abbilden und ein strikteres regulatorisches Umfeld verringern die Attraktivität von Investitionen.

**Unternehmensinsolvenzen: Zurück in der Realität.** Ende April ist das Moratorium für die Einreichung von Insolvenzanträgen endgültig ausgelaufen, sodass jetzt wieder die normalen Vorschriften gelten. Die jüngsten Daten zeigen seit Dezember einen gewissen Anstieg bei der Zahl der Insolvenzen, der sich seit Februar etwas beschleunigt hat; die zuvor befürchtete „Insolvenzwelle“ ist jedoch ausgeblieben. Diese Entwicklung dürfte sich fortsetzen, nicht zuletzt dank des Überbrückungseffekts der direkten staatlichen Transferzahlungen und der immer stärkeren Konjunkturbelebung.

**EZB. Unbeirrt expansive Geldpolitik, Inflationsentwicklung nur als vorübergehend eingeschätzt.** Das höhere Tempo der Käufe im Rahmen des PEPP soll auch in Q3 beibehalten werden. Wenn die gute Entwicklung in der Eurozone anhält, könnte die EZB im September ankündigen, die PEPP-Nettokäufe im März 2022 zu beenden. Die Inflationsentwicklung bereitet der EZB wenig Sorgen.



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2020	2021P	2022P	2020	2021P	2022P	2020	2021P	2022P	2020	2021P	2022P
	Euroland	-6,7	4,6	4,8	0,2	2,0	1,3	2,0	2,3	2,6	-7,2	-7,4
Deutschland	-4,8	4,0	4,2	0,4	2,3	1,1	7,1	6,2	5,9	-4,5	-5,9	-1,7
Frankreich	-8,0	6,2	4,5	0,5	1,4	1,3	-2,5	-1,5	-0,9	-9,2	-6,7	-4,1
Italien	-8,9	4,9	5,1	-0,1	0,9	0,7	3,6	3,4	2,7	-9,5	-10,0	-8,3
Spanien	-10,8	6,3	7,4	-0,3	1,3	0,8	2,0	2,8	2,8	-11,0	-9,2	-5,3
Niederlande	-3,8	1,5	2,8	1,1	1,5	1,3	10,0	10,2	9,5	-8,0	-7,9	-6,2
Belgien	-6,3	4,2	3,9	0,4	1,7	1,2	0,0	-0,1	-0,7	-12,7	-9,4	-10,1
Österreich	-6,6	2,9	5,1	1,4	1,4	0,5	2,1	2,6	2,8	-9,6	-7,2	-2,9
Finnland	-2,8	2,2	3,0	0,4	1,9	0,9	-0,2	-0,5	-1,0	-8,0	-5,9	-4,1
Griechenland	-10,0	2,0	6,1	-1,3	-0,6	0,0	-7,4	-5,4	-4,2	-9,6	-7,2	-7,4
Portugal	-7,6	4,6	4,6	-0,1	1,2	0,9	-1,3	-0,5	-0,5	-9,1	-6,3	-6,8
Irland	2,5	3,5	5,1	-0,5	1,3	0,2	5,0	7,5	10,0	-7,1	-5,7	-2,8
Großbritannien	-9,8	6,7	5,0	0,9	1,6	1,7	-3,1	-4,5	-5,1	-14,3	-8,9	-4,4
Dänemark	-2,7	3,5	2,5	0,3	1,0	1,2	8,3	6,8	7,0	-1,1	-2,6	-1,9
Norwegen	-1,3	3,5	2,7	1,3	2,8	1,9	2,0	4,0	4,2	-3,0	2,0	4,1
Schweden	-2,9	3,3	3,0	0,7	1,2	1,4	5,7	4,2	4,0	-3,1	-2,5	-1,5
Schweiz	-2,7	3,7	2,8	-0,7	0,1	0,4	3,8	8,9	9,6	-2,6	-1,7	-0,7
Tschech. Rep.	-5,6	4,1	4,5	3,2	2,6	2,9	1,1	0,3	0,1	-6,2	-9,2	-6,1
Ungarn	-5,0	4,7	5,2	3,3	4,3	3,7	-0,8	-0,5	-0,5	-8,1	-5,8	-4,5
Polen	-2,7	4,5	4,0	3,4	3,9	3,8	3,5	1,9	1,2	-4,8	-3,7	-3,3
USA	-3,5	7,0	4,7	1,2	3,4	2,3	-3,1	-3,7	-3,8	-15,5	-14,2	-5,6
Japan	-4,7	2,6	2,6	0,0	-0,4	0,4	3,2	3,8	4,1	-13,0	-9,3	-4,6
China	2,3	9,5	5,8	2,5	1,4	2,6	1,9	2,5	2,0	-6,2	-5,0	-4,2
Welt	-3,2	6,3		2,6	3,5							

\*Die Inflationsprognosen für Euroland sowie für die EWU-Mitgliedstaaten (harmonisierter Verbraucherpreisindex) berücksichtigen Monatszahlen für Januar 2021 noch nicht

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten, % gg.Vq., Jahresdaten % gg.Vj.

	2019				2020				2021			
	2019	2020	2021P	2022P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,6	-4,8	4,0	4,2	-2,0	-9,7	8,7	0,5	-1,8	2,0	4,0	1,5
Privater Konsum	1,6	-6,0	-0,3	4,7	-2,2	-11,5	11,2	-2,3	-5,4	2,2	5,8	0,8
Staatsausgaben	2,7	3,7	2,2	0,3	1,1	1,3	1,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlageinvestitionen	2,5	-2,7	4,0	4,8	-0,4	-6,7	3,7	2,5	0,3	2,2	2,0	1,6
Ausrüstungen	0,5	-11,6	10,1	6,4	-6,8	-15,1	15,9	1,9	-0,2	2,0	4,0	3,0
Bau	3,8	2,3	0,8	3,6	4,3	-4,3	-1,3	3,7	1,1	3,0	1,0	0,8
Lager, %-Punkte	-0,7	-0,9	-0,7	-0,6	0,1	-0,1	-1,9	0,5	1,4	0,2	-0,1	0,0
Exporte	1,0	-9,4	15,6	8,0	-3,3	-20,4	17,9	4,4	1,8	9,1	5,0	3,0
Importe	2,6	-8,4	11,1	7,6	-1,1	-16,9	9,2	3,3	3,8	10,1	4,2	2,0
Nettoexport, %-Punkte	-0,6	-0,9	2,6	0,8	-1,1	-2,4	3,8	0,7	-0,6	0,2	0,7	0,7
Konsumentenpreise (VPI)*	1,4	0,5	2,8	2,0								
Arbeitslosenquote, %	5,0	5,9	6,0	5,8								
Industrieproduktion**	-4,2	-9,6	8,0	5,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,5	-4,5	-5,9	-1,7								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	59,7	69,8	72,6	69,8								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,1	7,1	6,2	5,9								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	267,1	220,6	215	212								

\*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung (VPI). Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB-Publikationen (HVPI) führen. \*\* Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research

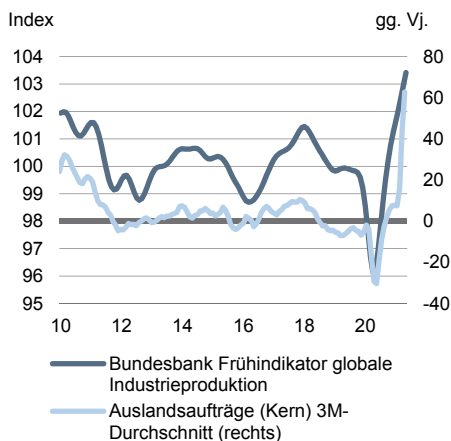


## Q2-BIP sollte trotz des holprigen Aprils deutlich zulegen

- Die harten Daten für April waren eher schwach. Die starke Auslandsnachfrage und die geringen Bestände in den Fertigwarenlagern deuten jedoch auf einen starken Aufschwung hin, sobald die angebotsseitigen Behinderungen nachlassen.
- Die Konjunktur- und Einkommenserwartungen der Verbraucher verbessern sich. Zusammen mit einer erwarteten Normalisierung der Sparquote sollte dies eine starke Stütze für das Wachstum des privaten Verbrauchs darstellen.
- Trotz des schleppenden Starts senken wir unsere BIP-Prognose für das zweite Quartal von knapp 2% gg. Vq. nicht. Wenn es hart auf hart kommt, würde das auf ein noch stärkeres Q3 hindeuten, in dem wir derzeit eine Wachstumsrate von 4% erwarten.

Der letzte Ausblick Deutschland trug den Titel „Deutsche Wirtschaft stark klar für den Aufschwung“. Wie erwartet haben wärmere Temperaturen und steigende Impfraten – gut 48% (14. Juni) der Bevölkerung haben ihre erste Impfung erhalten, knapp 26% sind vollständig geimpft – die 7-Tage-Inzidenz auf deutlich unter 20 gedrückt. Die harten Daten für den April deuten jedoch darauf hin, dass der konjunkturelle Start in das zweite Quartal etwas holpriger als erwartet ausgefallen ist, was auf die zusätzliche Belastung durch Lieferengpässe zurückzuführen ist, vor allem in der Auto- und Bauindustrie. So ging der Ausstoß im Produzierenden Gewerbe im April um 1% im Vergleich zum Vormonat zurück. Dabei schrumpfte die Industrieproduktion um 0,7%, insbesondere getrieben durch den Rückgang der Automobilproduktion um 3,3%. Die Bauproduktion sank im Vormonatsvergleich um 4,3%. Auch die Auftragseingänge erlebten im April einen unerwarteten, wenn auch kleinen Rückschlag (-0,2% gg. Vm.). Dies ist jedoch auf geringere inländische Großaufträge für Investitionsgüter zurückzuführen, die den Auftragseingang (insgesamt) aus dem Inland um 4,3% gg. Vm. sinken ließen. Die Auslandsaufträge expandierten hingegen weiterhin mit einem gesunden Tempo von 2,7%, und dabei hauptsächlich getrieben von den Nicht-EWU-Ländern (+3,8%). Damit dürften die Auftragsbestände, die im März auf ein Niveau von 7,1 Monaten angestiegen waren, weiter zugenommen haben. Die Exporte setzten ihren Anstieg im April fort, wenn auch mit einer nur bescheidenen Rate (+0,3% gg. Vm.). In Q1 stiegen die Exporte nach Asien (insbesondere China) im Vorquartalsvergleich am stärksten (5,7%). Die Ausfuhren in die USA stiegen um 4,5%, während die Lieferungen an andere EWU-Partner um 3,7% zunahmen.

Globale Produktionsaussichten befüllen Nachfrage 1



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

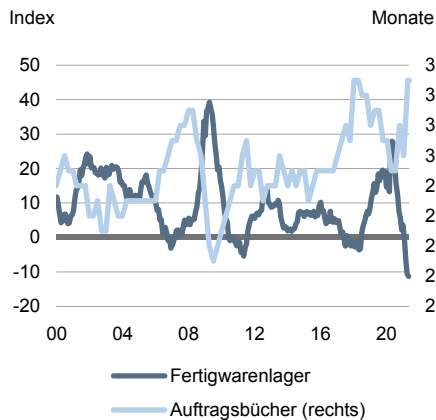
## Außenwirtschaftliches Umfeld bleibt stützend – Fertigwarenlager leer gefegt

Der Frühindikator der Bundesbank für die globale Industrieproduktion ist seit Jahresbeginn jeden Monat um rund 0,5 Prozentpunkte gestiegen (zuletzt im Mai), was auf eine anhaltende Expansion der globalen Nachfrage nach deutschen Gütern hindeutet. Der globale Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie ist nur noch 1,6 Punkte von seinem Allzeithoch entfernt. Die globale Kapazitätsauslastung in der Industrie (gem. Unterkomponente PMI-Umfrage, Werte seit Ende 2002) hat im Mai dieses Jahres einen neuen Rekordwert erreicht. Über höhere Investitionsausgaben dürfte das die deutschen Investitionsgüterexporte in den kommenden Monaten ankurbeln. Die lebhafteste Weltkonjunktur spiegelt sich auch in den sehr optimistischen Geschäftserwartungen der deutschen Industrie wider, die Auftragsbestände erreichten ein Allzeithoch,



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

### Industrie: Volle Auftragsbücher, leer gefegte Lager 2



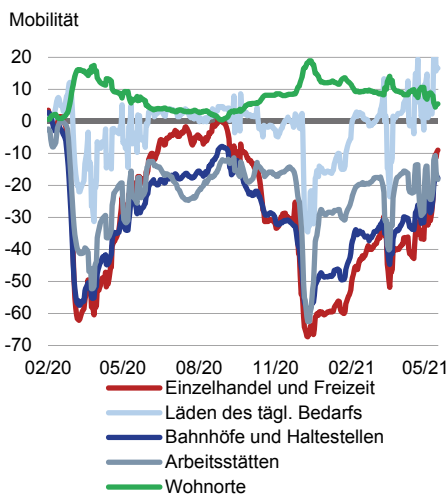
Quelle: ifo Institut

während die Beurteilung der Fertigwarenlager im Mai auf ein Allzeittief fiel. Die Einschätzung der Fertigwarenlager als zu niedrig hat sich bereits im Q1 durchgesetzt, was die Wachstumsbeiträge der Lager zum Q1-BIP von 1,4pp noch fragwürdiger macht. Vor diesem Hintergrund hätten wir unsere Prognose für den Produktionsanstieg des Verarbeitenden Gewerbes in diesem Jahr angehoben. Wegen der Lieferengpässe und ihrer ungewissen Dauer behalten wir sie jedoch bei (siehe den Artikel „Deutsche Industrie: Nachfrage recht dynamisch, Angebotsfaktoren wirken limitierend“). Natürlich ist das Risiko gestiegen, dass sich die Industrieaktivität von Q2 in Q3 verschiebt.

### Privater Konsum erholt sich, ...

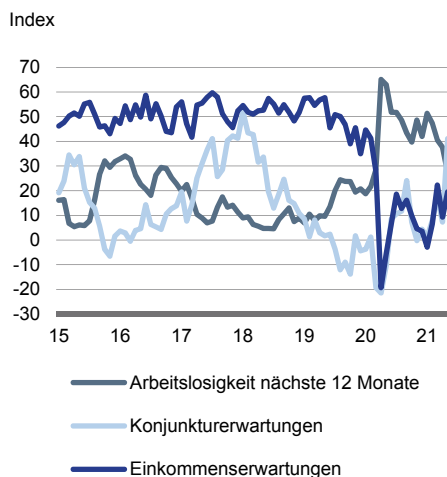
Die Erholung des Dienstleistungssektors musste im April eine Verschnaufpause einlegen, als die „Bundes-Notbremse“ in Kraft trat. Wenig überraschend erlitt der Einzelhandelsumsatz im April einen Rückschlag (-5,5% mom), der durch die Tatsache akzentuiert wurde, dass die vorösterlichen Einkäufe in Erwartung der viel diskutierten „Notbremse“ wahrscheinlich in den März vorgezogen wurden. Dank der raschen Besserung der Pandemie-Entwicklung im Mai und Anfang Juni, die sich in einer kräftigen Belebung der Mobilitätsdaten widerspiegelt, hat sich die Verbraucherstimmung deutlich erholt. Der Umsatzverlust bei den wöchentlichen Bekleidungsumsätzen (im Vergleich zu den entsprechenden Wochen des Jahres 2019) hat sich im Mai deutlich verringert. In der ersten Juniwoche lag er – unterstützt durch einen Kalendereffekt – wieder im einstelligen Bereich (-5%). In ähnlicher Weise dürften auch Hotels, Restaurants und der Tourismus im Allgemeinen im Laufe des zweiten Quartals eine starke Nachfragebelebung erfahren haben. Die Belebung des privaten Verbrauchs dürfte zudem auch vom anteiligen Abschmelzen der in den letzten Quartalen zusätzlich gebildeten Ersparnisse unterstützt werden. Im ersten Quartal kletterte die Sparquote der deutschen Haushalte wieder auf 20,1% des verfügbaren Einkommens und lag damit fast auf dem Höchststand von 20,4%, der in Q2 2020 berichtet wurde.

### Google Mobility Index: Deutschland 3



Quelle: Google LLC „Google COVID-19 Community Mobility Reports“

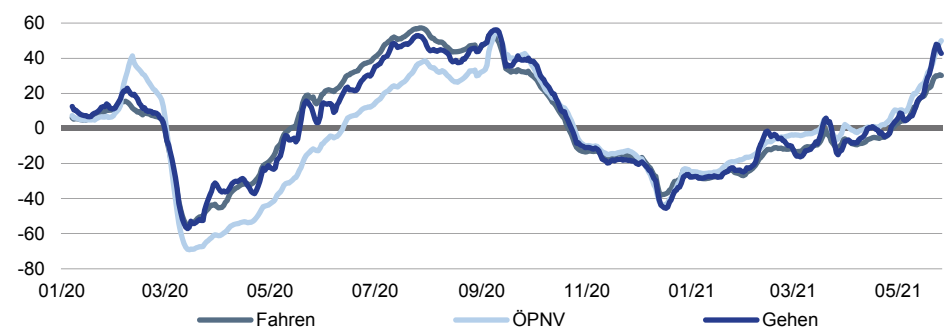
### Verbraucher erwarten eine kräftige Konjunktur in den Sommermonaten 4



Quellen: GfK, EU-Kommission

### Apple Mobility Index: Deutschland 5

Anfragen Mobilität gg. 13. Jan. 2020, %



Quelle: Apple

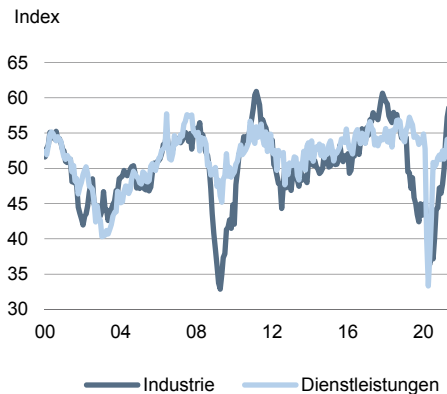
### ... da sich die wirtschaftlichen Aussichten der Verbraucher verbessern

Obwohl die zusätzlichen Ersparnisse nur allmählich und wahrscheinlich auch nur teilweise verausgabt werden, wird allein die Normalisierung der Sparquote in Richtung ihres historischen Durchschnitts von etwas unter 11% dem privaten Konsum einen Schub geben. Nach den Umfragen zur Konsumentenstimmung haben die Verbraucher optimistischere Konjunktur- und Einkommenserwartungen, während sie sich weniger Sorgen machen, arbeitslos zu werden. Die optimistischere Einschätzung des Arbeitsmarktes wird durch die harten Daten untermauert. Im März und April ist die Erwerbstätigenzahl um durchschnittlich



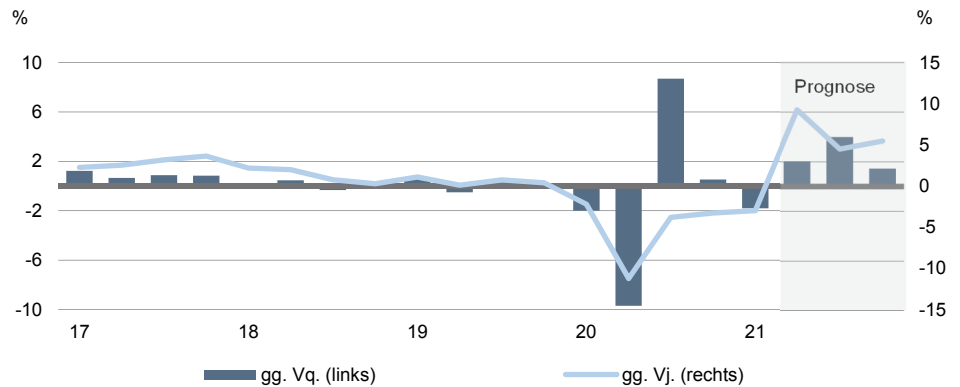
## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

### Deutsche PMIs: Beschäftigungskomponenten deutlich aufwärtsgerichtet 6



14.000 pro Monat gestiegen. Zudem ging die Arbeitslosigkeit (-15.000 gg. Vm.) im Mai nun wieder weiter zurück und die Zahl der offenen Stellen ist auf 654.000 gestiegen, nachdem sie im Juli 2020 einen Tiefstand von 560.000 erreicht hatte. Das ifo Institut schätzt, dass die Zahl der Kurzarbeiter im Mai erneut gesunken ist und nun bei 2,3 Mio. liegen dürfte. Die Beschäftigten des Gastgewerbes machen immer noch einen großen Teil dieser Gruppe aus, was aber die Erwartung untermauert, dass die Zahl in den kommenden Monaten unter 2 Mio. fallen wird, da Hotels und Restaurants wieder öffnen.

### Mit Lockerung der Einschränkungen dürfte die Konjunktur deutlich an Fahrt gewinnen 7



## Wir halten an unserer – über dem Konsens liegenden – BIP-Prognose von +4% in 2021 fest

Zwar verursachten die etwas enttäuschenden April-Daten einen zähen Start in das zweite Quartal. Aber aufgrund der guten Geschäftsklimadaten, der starken Nachfrage und der niedrigen Lagerbestände halten wir an unserer BIP-Prognose für Q2 von knapp 2% gg. Vq. fest. Im schlimmsten Fall könnte der gebremste Quartalsauftakt bedeuten, dass unsere Prognose von 4% für Q3 zu niedrig ist. Daher bleiben wir auch bei unserer BIP-Prognose von 4% für das Gesamtjahr 2021, die etwa 0,5 %-Punkte über dem Konsens liegt.

Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)

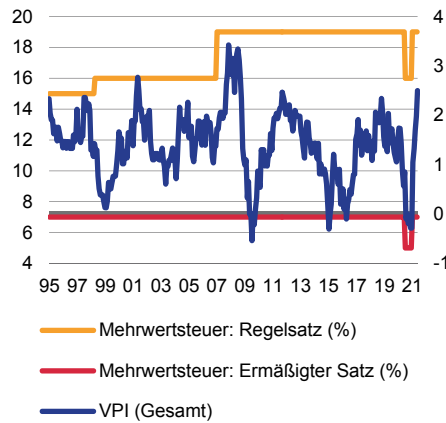


## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

VPI: Headline-Inflationsrate steigt infolge der Mehrwertsteueranhebung

1

Verbraucherpreise in % gg. Vj. (rechts),  
Mehrwertsteuersätze in % (links)

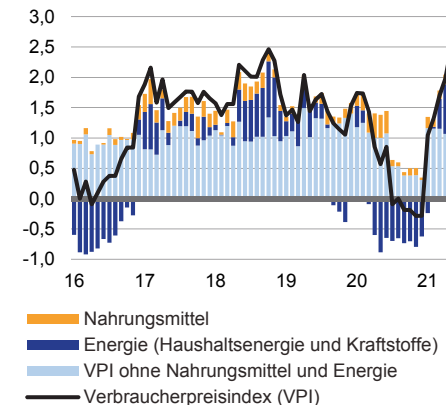


Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Inflation: Hoch hinaus

2

% gg. Vj. bzw. Wachstumsbeiträge (Pp.)

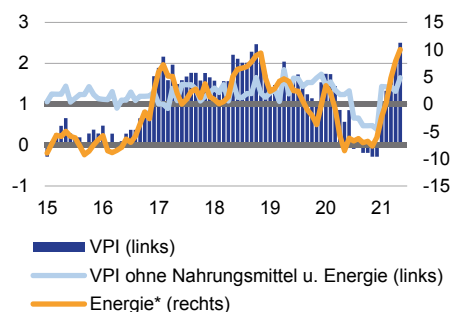


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Vor allem die Energiepreise steigen kräftig

3

% gg. Vj.



\* Haushaltsenergie und Kraftstoffe

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Inflationsanstieg: Nur temporär oder dauerhaft aufgrund höherer Lohnabschlüsse?

- Seit Jahresanfang hat die deutsche Inflationsrate kräftig angezogen. Zwar kann dies zum Großteil durch Basis- und Sondereffekte (höhere Energiepreise, Wiederanhebung der Mehrwertsteuer, neue CO<sub>2</sub>-Preise für Kraftstoffe und Heizöl) erklärt werden. Aber die ebenfalls höhere Kerninflationsdynamik wirft die Frage auf, ob der gegenwärtige Inflationsanstieg wirklich nur temporär oder doch dauerhaft(er) ist. Ein genauerer Blick auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten saisonbereinigten Inflationszahlen zeigt teils deutliche Preissprünge an, die wohl nicht mehr alleine durch Basis-/Sondereffekte erklärt werden können.
- In der näheren Zukunft könnten sich eine ganze Reihe weiterer Faktoren inflationstreibend auswirken. Dazu zählen u.a. die derzeitigen (zumindest vorübergehenden) Angebotsengpässe aufgrund von Arbeitskräftemangel und Materialknappheit (wie z.B. im Gastronomiebereich sowie bei Baumaterialien oder elektronischen Vorleistungsgütern im Automobilsektor). Die Gretchenfrage der weiteren Inflationsentwicklung lautet: Wie persistent ist dieser Anstieg? Wie lange die aktuell zu beobachtenden „temporären Effekte“ anhalten werden, ist mit einiger Unsicherheit behaftet.
- Ganz allgemein besteht im Moment das Risiko, dass sich die derzeit erhöhte Inflationsdynamik nicht schnell genug – wie von den Notenbanken in Aussicht gestellt – zurückbildet und sich daher über höhere Inflationserwartungen und höhere Löhne verfestigt, was im Extremfall eine Lohn-Preisspirale in Gang setzen könnte.
- Aufgrund der nach wie vor über den Erwartungen liegenden Preisdynamik und der Aussicht auf eine deutliche(re) Konjunkturbelebung in den Sommermonaten rechnen wir nunmehr damit, dass die VPI-Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2021 auf rund 2,8% steigen dürfte. Vor dem Hintergrund der vorgezeichneten Basiseffekte (Energiepreise, Mehrwertsteuer) ist es zudem nicht unwahrscheinlich, dass die Jahresveränderungsrate im Schlussquartal relativ hohe Werte von über 3 ½% erreichen könnte. In einer Monatsbetrachtung erscheinen sogar vorübergehend Jahresteserungswerte von bis zu 4% denkbar.
- Im Jahr 2022 könnte der aktuell hohe Preisdruck unserer Einschätzung nach wieder etwas zurückgehen. Wir gehen allerdings nicht davon aus, dass die Kerninflationsdynamik schon im nächsten Jahr auf das Vor-COVID-19-Niveau zurückfällt. Bei einer – uns derzeit plausibel erscheinenden – (leichten) Abschwächung der Kerninflationsdynamik auf rund 0,15% pro Monat würde die Headline-Inflationsrate (im Jahresmittel) auf etwa 2% zurückgehen.

## Basis- und Sondereffekte lassen die Inflation kräftig steigen

Seit Jahresanfang ist die deutsche Verbraucherpreisinflationsrate – sowohl auf Basis der nationalen (Verbraucherpreisindex; VPI) (siehe Grafiken 1, 2 und 3) als auch der harmonisierten (europäischen) Betrachtungsweise (Harmonisierter Verbraucherpreisindex; HVPI) – kräftig gestiegen.

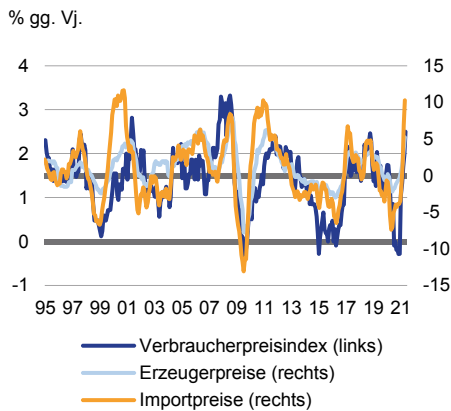
Auch wenn die meisten Marktteilnehmer aufgrund des gleichzeitigen Zusammenstreffens mehrerer Sonder- und Basiseffekte ohnehin eine spürbar höhere Inflationsrate erwartet hatten – u.a. ausgelöst durch a) die Wiederanhebung der Mehrwertsteuersätze zum 1. Januar 2021, b) die wieder deutlich höheren Energiepreise im Zuge der Ölpreiserholung und c) die zusätzlichen preissteigernden Effekte durch die Einführung einer CO<sub>2</sub>-Bepreisung für Kraftstoffe- und Heizöl –,



## Halzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

Verbraucher-, Erzeuger- und Importpreisindex

4



Quellen: Statistisches Bundesamt,  
Deutsche Bank Research

hat die Inflationsdynamik der letzten Monate dennoch überrascht. Zwar kann dies zum Großteil durch einen höher als erwarteten Energiepreisanstieg erklärt werden. Aber die ebenfalls höhere Kerninflation dynamik wirft die Frage auf, ob der gegenwärtige Inflationsanstieg wirklich nur temporär oder doch dauerhaft(er) (und damit zunehmend problematisch) ist.

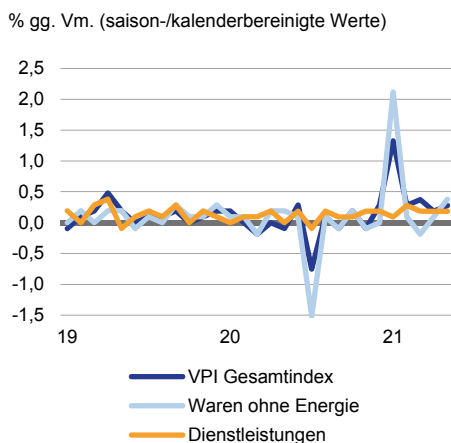
### Vor allem Energie wird teuer – aber auch die Kernrate legt zu

Zwischen Dezember 2020 und Mai 2021 ist die deutsche Teuerungsrate von -0,3% auf +2,5% (VPI) bzw. von -0,7% auf +2,4% (HVPI) regelrecht in die Höhe geschossen. In nationaler (VPI-) Betrachtung erreichte sie damit den höchsten Stand während der letzten zehn Jahre (siehe Grafik 1). Der größte Preissprung war bei den Energiepreisen zu beobachten: Mit rund +10% zogen diese auf Jahressicht kräftig an, was vor allem an der extrem niedrigen Vergleichsbasis aus dem Frühjahr 2020 lag (Energiepreis-Basiseffekt) (siehe Grafik 3). Damals, also während der ersten Lockdown-Phase, fielen die Energiepreise (wie z.B. für Rohöl) infolge der weltweiten Rezession auf sehr tiefe Niveaus. Auch wenn daher ein Großteil des aktuellen Inflationsanstiegs tatsächlich auf eine deutliche, z.T. basisbedingte Verteuerung von Energie zurückgeführt werden kann (Energie hat im deutschen VPI-Warenkorb ein relativ hohes Gewicht von ca. 10,4%), sind allerdings auch die Preise für die Nicht-Energiegüter sowie Dienstleistungen spürbar nach oben geklettert.

Die VPI-Kerninflation rate ist zwar ebenfalls gestiegen (von nur +0,4% im Dezember 2020 auf nunmehr +1,6% im Mai 2021) (siehe Grafik 3), liegt damit aber noch immer unter dem Höchstwert der letzten fünfzehn Jahre (Jahresrate in 2007: 1,9%). Dennoch sind aufgrund der stärkeren Wirtschaftserholung sowie des durch die Mehrwertsteueranhebung vorgezeichneten preistreibenden Basis-effektes (ab Juli 2021) weitere Inflations sprünge zu erwarten (Mehrwertsteuer-Basiseffekt). Ebenfalls gibt es erste Anzeichen dafür, dass in einigen Waren- und Dienstleistungsbereichen höhere Kosten (z.B. höhere Einkaufspreise, Zusatzkosten durch Hygienemaßnahmen) auf die Endverbraucher umgelegt werden und/oder die während der Pandemie deutlich geschmolzenen Gewinnmargen über steigende Preise erhöht werden.

Verbraucherpreise: Mit viel Schwung ins neue Jahr

5

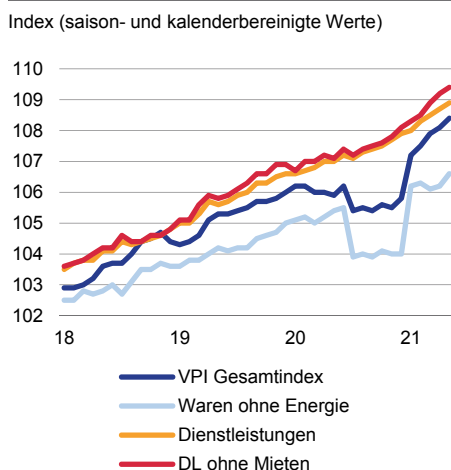


Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank,  
Deutsche Bank Research

Bei den Dienstleistungen ist ein besonders ausgeprägter Preisauftrieb vor allem in den Bereichen der Körperpflege und der Freizeit- und Kulturdienstleistungen zu beobachten. So lag zum Beispiel die Teuerungsrate für Friseurdienstleistungen und anderen Dienstleistungen für Körperpflege im April 2021 bei recht hohen +6,1% (z. Vgl. Februar 2020: +2,8%), was unter anderem auch auf die höheren Kosten für Vorsichts- und Hygienemaßnahmen zurückgeführt werden kann. Die Jahresteuerrate von Friseurdienstleistungen erreichte sogar 9,7% für Herren/Kinder und 7,0% für Damen.

VPI: Erst nach unten, dann wieder hoch

6



Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank,  
Deutsche Bank Research

Der Preisanstieg für Freizeit- und Kulturdienstleistungen (wie z.B. für Kino-, Theater-, Konzert- oder Museumsbesuche) war zwar im Vergleich dazu etwas geringer, fiel aber mit +4,3% gg. Vj. noch immer deutlich höher aus als zu Normalzeiten (z. Vgl. Februar 2020: +0,8% gg. Vj.). Auch dies könnte zu großen Teilen damit erklärt werden, dass die Veranstalter aufgrund der Corona-Pandemie und des nach wie vor bestehenden Abstandsgebots mit einer reduzierten Kapazität arbeiten müssen – was unweigerlich zu höheren Kosten bzw. Preisen pro Besucher führt. Weiteren kräftigen Preisdruck gibt es im Bereich der Waren, insbesondere dort, wo die Inputpreise auf Seiten der Produzenten kräftig gestiegen sind und auf die Verkaufspreise umgelegt werden müssen.



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

### Erzeugerpreise ziehen kräftig an

7

% gg. Vj.

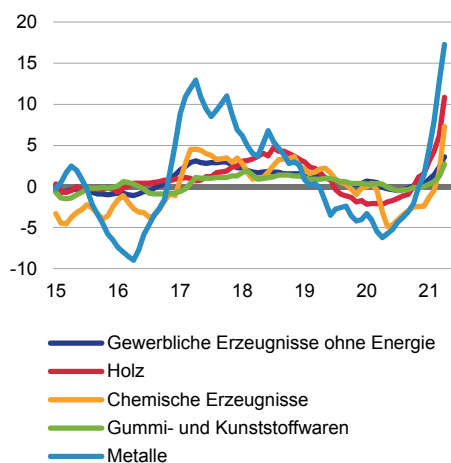


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

### Erzeugerpreise für Metalle, Holze und chemische Produkte steigen besonders stark

8

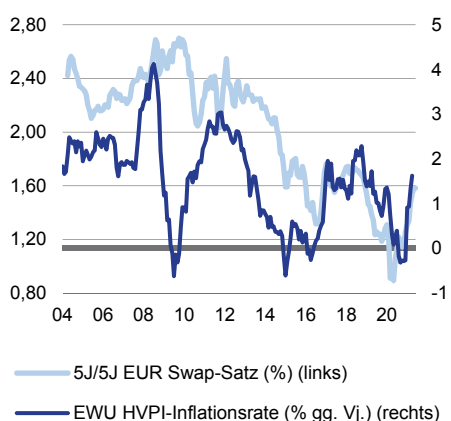
% gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

### Euroraum: Marktbasierte Inflationserwartungen vs. tatsächliche Inflationsentwicklung

9



Quellen: Bloomberg Finance LP, Eurostat

## Monatsdaten mit ersten Anzeichen für eine grundsätzlich höhere Preisdynamik

Schon jetzt gibt es erste Anzeichen für eine höhere strukturelle Inflationsdynamik – auch wenn diese noch nicht Besorgnis erregende Ausmaße angenommen hat. Ein genauerer Blick auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten saisonbereinigten Inflationszahlen zeigt teils deutliche Preissprünge an, die wohl nicht mehr alleine durch die oben erwähnten Basis-/Sondereffekte erklärt werden können (siehe Grafik 5).

So ist der saisonbereinigte Verbraucherpreisindex (VPI) seit Jahresanfang 2021 im Mittelwert um recht kräftige +0,5% pro Monat gestiegen. Klammert man die Monate Januar/Februar 2021 in der Analyse aus (in diesen zwei Monaten dürfte vermutlich der weitaus größte Teil des inflationsfördernden Mehrwertsteuer- und CO<sub>2</sub>-Steuereffektes aufgetreten sein), steht immer noch ein monatlicher Preisauftrieb von +0,3% zu Buche. Zum Vergleich: In der Vor-COVID-19-Zeit lag der monatliche Preisauftrieb bei lediglich +0,1%.

Die saisonbereinigten Zahlen zur Kerninflation zeichnen ein ähnliches Bild: In den Monaten März, April und Mai 2021 stieg der VPI ohne Energie und Nahrungsmittel mit 0,2% pro Monat doppelt so stark wie in der Zeit vor der Pandemie. Im Zeitraum Januar bis Mai 2021 betrug der durchschnittliche Monatsprung sogar +0,3%. Bei den Waren (ohne Energie), die seit Jahresanfang im Durchschnitt mit recht kräftigen + 0,5% zulegten, zeigt sich zudem noch keine Entspannung.

Auch bei den Dienstleistungen (ohne Mieten) ist im Moment eine anhaltend höhere monatliche Preisdynamik zu beobachten. Eine Betrachtung des entsprechenden Teilindex legt die Vermutung nahe, dass die strukturelle Preisdynamik bereits nach oben ausgebrochen sein könnte (siehe Grafik 6). So lag die monatliche Teuerungsrate in den ersten fünf Monaten des Jahres in diesem Bereich mit durchschnittlichen +0,2% in etwa doppelt so hoch wie im langfristigen Mittel vor Ausbruch der Pandemie. Die Mietpreisentwicklung blieb dagegen insgesamt noch unauffällig.

## Die Liste möglicher Inflationsgefahren ist lang

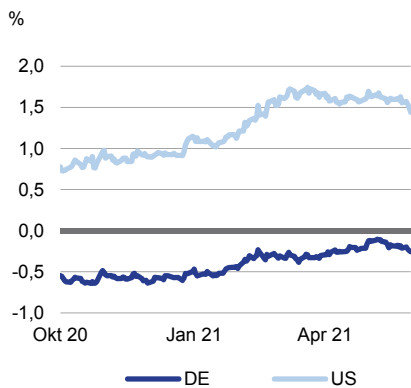
In der näheren Zukunft könnte sich eine ganze Reihe weiterer Faktoren inflationsstrebend auswirken. Dazu zählen u.a. (a) der zu erwartende Abbau der während der Pandemie erheblich aufgestauten Konsumnachfrage (ablesbar an der hohen Sparquote) (siehe Pandemie erhöht „Sparinzidenz“ sowie Abbau des Konsumstaus wird im Sommer zum Wachstumstreiber), (b) (zumindest vorübergehende) Angebotsengpässe aufgrund von Arbeitskräftemangel und Materialknappheit (wie z.B. im Gastronomiebereich sowie bei Baumaterialien oder elektronischen Vorleistungsgütern im Automobilssektor), (c) künftig steigende Sozialversicherungsbeiträge/Lohnnebenkosten der Arbeitgeber und höhere administrierte Preise (infolge leerer öffentlicher Kassen und Druck zur Konsolidierung), (d) eine höhere Marktkonzentration und Preissetzungsmacht der Unternehmen (als Konsequenz steigender Insolvenzen), (e) höhere Kosten für den Umweltschutz aufgrund verschärfter nationaler oder europaweiter Klimaschutzziele (z.B. aufgrund der seit Jahresanfang geltenden CO<sub>2</sub>-Bepreisung für Kraftstoffe und Heizöl und/oder die geplante Einführung einer EU-weiten CO<sub>2</sub>-Grenzabgabe), (f) ein gewisser Rückbau globaler Wertschöpfungsketten und zunehmend protektionistische Tendenzen (als Reaktionen auf die derzeit gestörten globalen Lieferketten und anhaltenden internationalen Handelsstreitigkeiten).



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

Staatsanleiherenditen (10J) in den USA und Deutschland

10



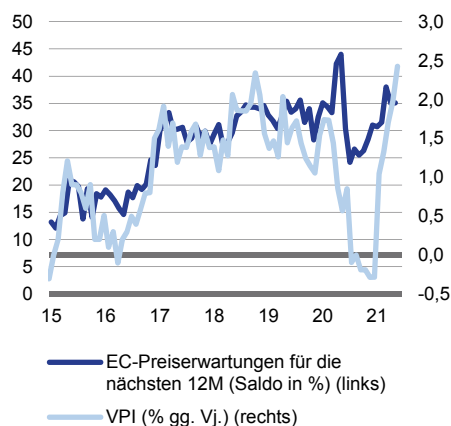
Quelle: Bloomberg Finance LP

### Die Gretchenfrage: Noch vorübergehend oder schon dauerhaft?

Die Gretchenfrage, die sich mit Blick auf die weitere Inflationsentwicklung stellt, ist die Frage nach der Persistenz des Inflationsanstiegs. Wie lange letztlich die aktuell zu beobachtenden „temporären Effekte“ anhalten werden, kann im Moment niemand mit Gewissheit sagen. Zwar wird die Jahresinflationsrate schon alleine aufgrund der zum Jahreswechsel 2021/22 auslaufenden Basiseffekte (Energiepreiserholung, Wiederanhebung der Mehrwertsteuer) wieder deutlich nach unten gezogen. Dennoch könnte der derzeit zu beobachtende, starke Anstieg bei den Rohstoff- und Erzeugerpreisen (wie z.B. Energie, Holz, Metalle, Gummi- und Kunststoffwaren, chemische Produkte) (siehe Grafiken 7 und 8) deutlich länger als erwartet andauern und sich der damit einhergehende Kostendruck auf Seiten der produzierenden Unternehmen schließlich in nicht nur temporär höherer Preisdynamik niederschlagen. Ganz allgemein besteht im Moment das Risiko, dass sich die derzeit erhöhte Inflationsdynamik nicht schnell genug – wie von den Notenbanken in Aussicht gestellt – zurückbildet, sondern sich über höhere Inflationserwartungen/Löhne verfestigt und eine Lohn-Preisspirale in Gang setzt.

VPI vs. Preiserwartungen (Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission)

11



Quellen: Statistisches Bundesamt, Europäische Kommission, Deutsche Bank Research

### Markt- und umfragebasierte Preiserwartungen zeigen aufwärts

Auch wenn die Notenbanken gebetsmühlenartig betonen, dass hinter dem aktuellen Inflationsanstieg lediglich vorübergehende Faktoren am Werk sind, hat die aktuell kräftige Inflationsdynamik die Finanzmärkte nicht kalt gelassen. Die gestiegenen Inflations Sorgen der Marktteilnehmer lassen sich u.a. anhand der aufwärtsgerichteten Renditeentwicklung von Staatsanleihen in den USA oder in Deutschland als auch mittels marktbasierter Inflationserwartungen (wie z.B. der 5J-/5-J-Swap-Sätze oder der 10J-Break-Even-Sätze) ablesen. So sind zwar die impliziten Inflationserwartungen für die gesamte Eurozone (gemessen anhand der 5J-/5-J-Swap-Sätze) seit Mai 2020 (Tiefpunkt von rund 0,9%) deutlich gestiegen. Allerdings liegt die nunmehr erwartete Inflationsrate mit etwa 1,6% noch immer deutlich unter dem EZB-Zielwert von nahe, aber unter 2% (Grafik 9).

Bei den umfragebasierten Preiserwartungen auf Endverbraucher- und Produzentenseite zeigt sich derzeit (noch) ein gemischtes Bild, wenngleich sämtliche Indikatoren aufwärtsgerichtet sind. So sind zwar die von der Europäischen Kommission (EC), der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) ermittelten Preiserwartungen für Deutschland während der letzten Monate allesamt abrupt angestiegen. Dennoch sind diese Anstiege – in der Betrachtung eines längeren Zeitraums – noch nicht alarmierend. In allen drei Fällen sieht es derzeit noch eher nach einer Normalisierung als einer neuen Norm aus (siehe Grafiken 11, 12 und 13). In einer aktuellen Sonderumfrage zur Inflation (im Rahmen des ZEW-Finanzmarktreports vom Juni 2021) gehen die befragten Finanzmarktexperten für die Eurozone zwar von einer etwas höheren, aber in der Gesamtheit noch immer niedrigen Inflationsgefahr aus. So wird im Median erwartet, dass die Inflationsraten für 2021 bis 2023 nahe, aber unter 2,00 Prozent liegen werden.

VPI vs. Preiserwartungen (GfK-Umfrage zum Verbrauchervertrauen)

12



Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, WEFA Deutsche Bank Research

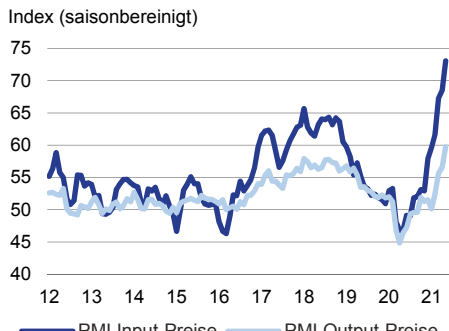
Ein gänzlich anderes Bild vermitteln dagegen schon jetzt die auf Seiten der Unternehmen gemessenen Preisindikatoren zum deutschen Einkaufsmanagerindex (PMI). Sowohl der Input- als auch der Output-Preisindex liegen mittlerweile auf einem Mehrjahreshoch (siehe Grafik 14). Darüber hinaus zeigt sich, dass die Unternehmen die höheren Produktionskosten (bzw. Input-Preise) zumindest teilweise in Form höherer Endpreise (bzw. Output-Preise) auf die Verbraucher überwälzen. Darüber hinaus legen die vom ifo-Institut ermittelten Preiserwartungen auf Seiten der Unternehmen im Einzel- und Großhandel einen anhaltend hohen Preisdruck über die nächsten drei Monate nahe (siehe Grafiken 15 und 17).



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

### PMIs signalisieren hohen Preisdruck

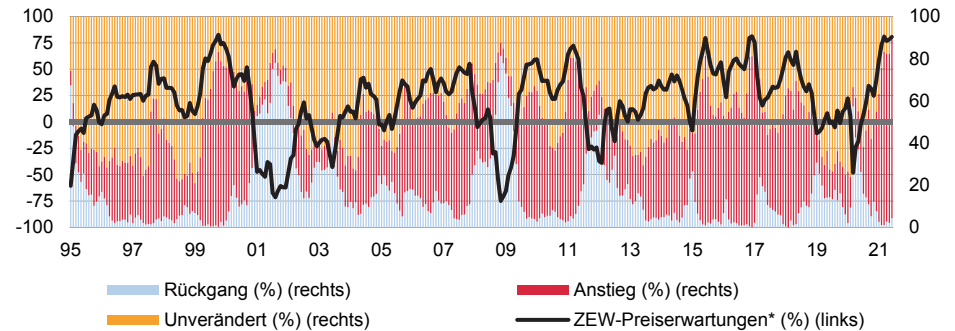
14



Quellen: IHS Markit, Deutsche Bank Research

### ZEW-Preiserwartungen\*

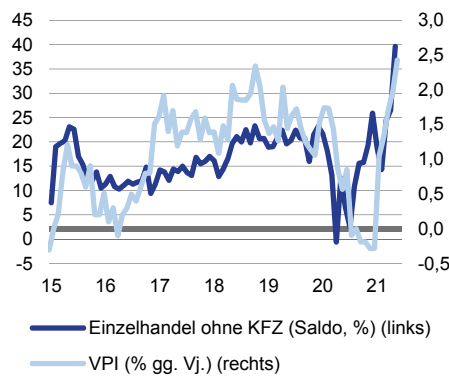
13



\* Erwartungen zur Inflationsrate  
Quellen: Statistisches Bundesamt, ZEW, Deutsche Bank Research

### VPI vs. Preiserwartungen\* im Einzelhandel (ifo-Umfrage)

15

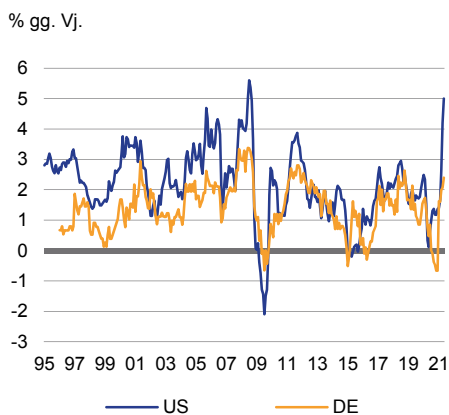


\* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten

Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

### Verbraucherpreisinflation in den USA und Deutschland

16



Quellen: WEFA, Haver Analytics, OECD, Eurostat

Gleiches gilt für die Preiserwartungen über die kommenden drei Monate in der deutschen Industrie: Dort ist der Wert für die Preiserwartungen über die kommenden drei Monate (nach Eurostat-Daten) auf ein Mehrjahreshoch geklettert (siehe Grafik 19). Im Dienstleistungssektor haben die Preiserwartungen in den letzten Monaten ebenfalls weiter zugelegt – allerdings liegt der dort ermittelte Indikator noch unter den Höchstständen vergangener Jahre (siehe Grafik 18). Weiterer erheblicher Kostendruck entsteht derzeit auch von Seiten der Schifffahrtsindustrie. Im Zuge des rasanten globalen Handels- und Wirtschaftsaufschwungs haben sich die Frachtraten bzw. Transportkosten von Waren rund um den Globus (z.B. gemessen anhand des „Shanghai Containerised Freight Index“ (SCFI)) innerhalb eines Zeitraums von einem Jahr vervielfacht (siehe Grafik). Eine Entspannung ist derzeit noch nicht erkennbar.

### Wie genau könnte eine Lohn-Preisspirale in Gang kommen?

Auslöser für eine mittelfristig deutlich aufwärtsgerichtete Inflationsentwicklung könnten (dauerhaft) steigende Arbeitskosten<sup>1</sup> infolge spürbaren Lohnwachstums sein. Ein Anhaltspunkt dafür wären überdurchschnittlich hohe Tariflohnschlüsse in den demnächst anstehenden Verhandlungsrunden.

Zwar schwächen die bestehende Unterauslastung der Produktionskapazitäten (negative Produktionslücke) und auch die höhere Arbeitslosigkeit (im Vergleich zur Vorkrisenzeit) nach wie vor die Verhandlungsposition der Gewerkschaften bei den anstehenden Tarifverhandlungen, was sich tendenziell dämpfend auf die Kerninflationsrate auswirken dürfte. Dennoch könnte sich die Lage schon sehr bald aufgrund der deutlich expansiven Fiskalpolitik (insbesondere in den USA, aber auch in Europa und Deutschland) sowie einer allzu zögerlichen Rücknahme der ultra-expansiven Geldpolitik ins Gegenteil verkehren. So ist davon auszugehen, dass die großvolumigen Konjunkturpakete der USA (von bisher rund 25% der US-Wirtschaftsleistung nach Berechnungen des IWF vom April 2021) in erheblichen Maße auf die globale Konjunktur- und Rohstoffpreisentwicklung durchschlagen dürften.

Für Deutschland dürften sich diese „Spillover“-Effekte sowohl konjunkturstimulierend (über höhere Exporte in die USA oder andernorts), aber auch preistreibend (über höhere Rohstoff-/Importkosten) auswirken. Aufgrund der engen konjunkturellen Verflechtungen und der Rolle der USA als globale Konjunkturlokomotive dürfte eine in den USA anspringende Inflation mit gleichfalls höheren Inflationsraten in Deutschland einhergehen (siehe Grafik). Entscheidend für die weitere Entwicklung der Inflationserwartungen – und damit für die tatsächliche

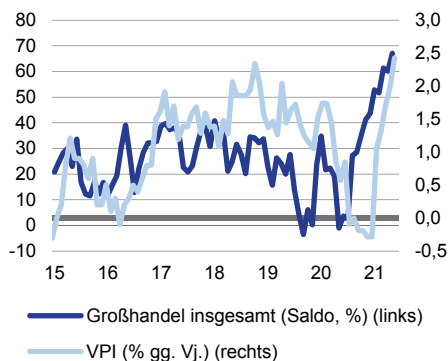
<sup>1</sup> Bei der Betrachtung von Lohnstückkosten ist zu beachten, dass sie bereits endogene Anpassungsprozesse hinsichtlich Margen und Arbeitsnachfrage der Unternehmen widerspiegeln.



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

VPI vs. Preiserwartungen\* im Großhandel (ifo-Umfrage)

17

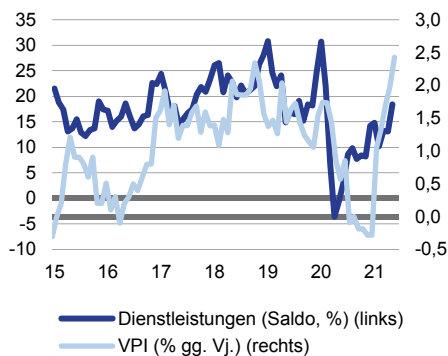


\* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten

Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

VPI vs. Preiserwartungen\* im Dienstleistungssektor (ifo-Umfrage)

18

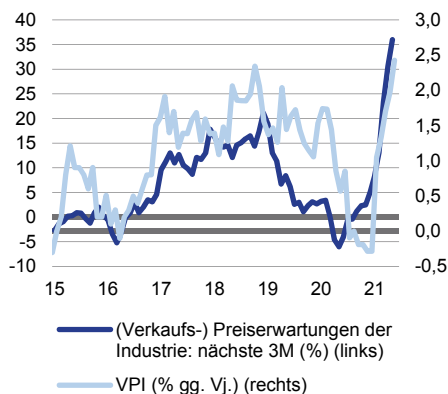


\* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten

Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

VPI vs. Preiserwartungen\* der Industrie (Eurostat-Umfrage)

19



\* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der warteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten

Quellen: Statistisches Bundesamt, Eurostat, Deutsche Bank Research

Lohn-/Preisentwicklung – dürften die Reaktionen der Notenbanken sein. Möglicherweise könnte aber die zunehmende fiskalische Dominanz (Abhängigkeit der Staatshaushalte von der Niedrigzinspolitik) einer schnellen geldpolitischen Straffung im Wege stehen.

Die nun aus den Angebotsknappheiten resultierenden Preisanstiege könnten sich über die Dauer der vorherigen Basiseffekte hinaus verfestigen. Diese dürfte sich dann auch auf die künftigen Lohnforderungen auswirken. Wenn sich die Preiserwartungen der Wirtschaftsakteure entkoppeln (z.B. indem die Notenbanken entsprechende Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung vermissen lassen), könnte dies in einer mittelfristig höheren Preisdynamik, an deren Anfang zunächst nur Einmaleffekte standen, resultieren.

Zumal neben dem unternehmensbezogenen Transmissionskanal von Produktionskosten zu Güterpreisen auch indirekte gesamtwirtschaftliche Anpassungsmechanismen existieren. Dazu zählen insbesondere die Auswirkungen des Lohnniveaus auf die Arbeitsmarktlage und damit auch auf den privaten Verbrauch. Die Komplexität steigt weiter, da sich die Wirkrichtungen dieser Interdependenzen auch nicht immer eindeutig abgrenzen lassen. Aus struktureller Perspektive zeichnet die demografische Entwicklung darüber hinaus einen Rückgang des Erwerbspersonenpotenzials vor, wenn die „Baby-Boomer“ (geburtstarken Jahrgänge) ab Mitte der 2020er Jahre aus dem Erwerbsleben scheiden. In der Folge könnte diese Entwicklung die Verhandlungsmacht vor allem bei den gut qualifizierten Arbeitskräften stärken. In einem solchen Szenario könnte die jahresdurchschnittliche Inflationsrate – trotz zunächst günstiger Basiseffekte – Richtung 3% klettern. Selbst wenn in der Eurozone insgesamt die Rate dann wohl kaum über 2% liegen sollte, dürfte doch – zumindest aus Deutschland – die Kritik an einer weiterhin ultra-expansiven Geldpolitik der EZB zunehmen.

### Tarifverhandlungen 2021: Alle Blicke auf die kommende Lohnrunde

Die deutschen Tarifverhandlungen stehen im Jahr 2021 weiter unter dem Eindruck der Corona-Pandemie. Dennoch finden auch strukturelle Themen (digitaler Wandel, Elektromobilität) in den spezifischen Branchen Berücksichtigung. Der jüngste Abschluss in der Metall- und Elektroindustrie (3,8 Mio. Tarifbeschäftigte) ist hierfür ein gutes Beispiel. Bei einem vergleichsweise moderaten Entgeltzuwachs (keine Tabellenentgelterhöhung) sowie einer jeweils kumulierten und zeitlich verzögerten Auszahlung (Februar 2022 und 2023) lag ein starker Fokus auf der Arbeitsplatzsicherung durch Flexibilisierung der Wochenarbeitszeiten. Im weiteren Jahresverlauf stehen, gemessen an der Zahl der tariflich gebundenen Arbeitnehmer, noch Verhandlungen in einigen gewichtigen Branchen an. Dazu zählen der Groß- und Außenhandel (1,17 Mio.), der Einzelhandel (2,35 Mio.), das Bauhauptgewerbe (633 Tsd.) sowie der öffentliche Dienst der Länder (936 Tsd.).

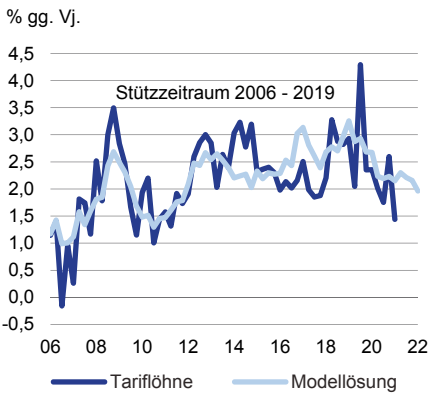
Vor allem im Einzelhandel könnten sich die Verhandlungen schwierig gestalten, da die verschiedenen Bereiche sehr unterschiedlich von den pandemiebedingten Schließungen betroffen waren. Die krisengeschüttelten Einzelhändler im stationären Handel pochen eher auf tarifliche Zurückhaltung. Die Gewerkschaftsvertreter argumentieren hingegen über die positive Entwicklung im Onlinehandel sowie auch die Arbeitsbelastung der Mitarbeiter in den geöffneten stationären Bereichen. Nach dem ersten Austausch zwischen den Sozialpartnern (Gewerkschaftsforderungen: +4,5% Lohn und Gehalt, zzgl. EUR 45 pro Monat) stehen ab Mitte Juni die zweiten Verhandlungsrunden in den einzelnen Bundesländern an.



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

Tariflöhne: Modellprognose unterschätzt Einfluss der Corona-Pandemie

20

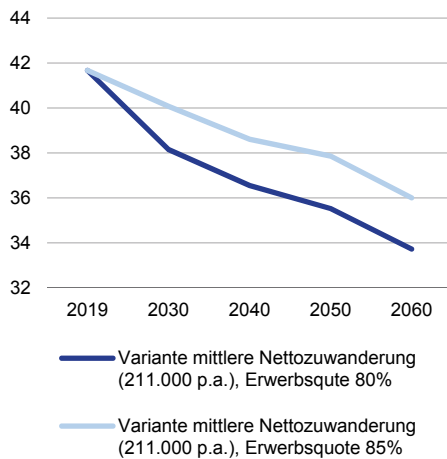


Quellen: Deutsche Bundesbank, Destatis, Deutsche Bank Research

Demografie verursacht kräftigen Rückgang der Erwerbspersonenzahl

21

Erwerbspersonen im Alter von 20 bis 66 Jahren in Deutschland, Mio.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Hingegen könnten die Verhandlungen in der boomenden Baubranche und im öffentlichen Dienst der Länder (Forderungen am 26. Aug.) unkomplizierter verlaufen. Alles in allem dürfte die Tariflohnentwicklung im Jahr 2021 in der Gesamtwirtschaft aber einen Zuwachs von 1,5% (Monatsbasis) kaum überschreiten, da die auf das laufende Jahr bezogenen Komponenten Corona-bedingt schwach ausfallen. Da im Zuge der wirtschaftlichen Erholung die Kurzarbeit weiter spürbar zurückgehen wird, werden die Effektivverdienste in den betroffenen Bereichen entsprechend kräftig ansteigen. In der Gesamtwirtschaft sind Zuwachsraten von jeweils gut 3% in diesem und im kommenden Jahr durchaus plausibel. Somit könnte die Lohndrift im laufenden Jahr auf etwa 1,7%-Punkte anziehen, nachdem sie im Jahr 2020 bei -2,2 %-Punkten lag. Für unser Lohnmodell (siehe Grafik 20) stellt der Einfluss der Pandemie eine besondere Herausforderung dar, sodass deren Einfluss auf die tatsächliche Tariflohnentwicklung in Q1 2021 merklich unterschätzt wurde. Das ist nicht zuletzt auf die von den Sozialpartnern im Jahr 2020 vereinbarten kurzlaufenden "Corona-Abschlüsse" bzw. die verzögerten Auszahlungskomponenten zurückzuführen. Unter der Voraussetzung einer auch im kommenden Jahr fortgesetzten kräftigen wirtschaftlichen Erholung und dem Wirksamwerden der für diesen Zeitraum bereits vereinbarten tariflichen Regelungen ist ein Tariflohnanstieg von 2%-2,3% zurzeit plausibel. Im Kontext der zuvor diskutierten Möglichkeit einer lohninduzierten Inflationsbeschleunigung dürften dann die Tarifrunden der Jahre 2023 und 2024 entscheiden werden. Vor allem in der Metall- und Elektroindustrie wurden bereits Gewerkschaftsstimmen laut, die ein Nachjustieren im Jahr 2023 anstreben. Sollte sich die deutsche Wirtschaft bis dahin umfassend erholt haben sowie der globale Aufschwung weiter intakt geblieben und zu spürbaren Fachkräftengpässen geführt haben, ist ein Szenario plausibel, in dem deutlich überdurchschnittliche Tariflohnzuwächse (über 2,5% p.a.) denkbar wären.

Mittelfristig dürfte aber die Digitalisierung und Automation von Arbeitsplätzen sowie der branchenspezifische Strukturwandel (Autoindustrie) diesem Szenario Grenzen setzen. Gleichwohl ist angesichts eines sinkenden Erwerbspersonenpotenzials (siehe Grafik 21) nicht von der Hand zu weisen, dass eine entscheidende Rahmenbedingung für mittelfristig stärker lohninduzierte Preisniveauanstiege gegeben ist.

### Inflationsprognose 2021: Jetzt 2,8% bei weiteren Aufwärtsrisiken

Aufgrund der nach wie vor über den Erwartungen liegenden Preisdynamik und der Aussicht auf eine deutliche(re) Konjunkturbelebung in den Sommermonaten rechnen wir nunmehr damit, dass die VPI-Inflationsrate im Durchschnitt des Gesamtjahres 2021 auf rund 2,8% steigen dürfte. Diese Prognose fußt auf der Annahme, dass die monatliche (saisonbereinigte – nachfolgend nicht mehr explizit erwähnt) Kerninflationsrate in den verbliebenen Monaten des Jahres mit ca. 0,2% (Ist-Durchschnitt zwischen Februar bis Mai 2021) zulegt – und sich damit weiterhin deutlich dynamischer entwickelt als in der Vor-COVID-19-Zeit (monatlicher Anstieg von rund 0,1%). Sollte die Kernrate aber auch in den restlichen Monaten des Jahres in Höhe ihrer Mai-Rate wachsen (also um etwa 0,3% pro Monat), könnte die jahresdurchschnittliche Inflationsrate 2021 sogar auf bis zu 3% hochschießen.

Im weiteren Verlauf des Jahres 2021 ist es – auch vor dem Hintergrund der vorgezeichneten Basiseffekte (Energiepreise, Mehrwertsteuer) – nicht unwahrscheinlich, dass die Jahresveränderungsrate im Schlussquartal relativ hohe Werte von über 3 ½% erreichen könnte. In einer Monatsbetrachtung erscheinen sogar vorübergehend Jahresteuerswerte von bis zu 4% denkbar.

Im Jahr 2022 könnte der Preisdruck unserer Einschätzung nach wieder etwas zurückgehen. Wir gehen allerdings nicht davon aus, dass die Kerninflationsdy-



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

---

namik schon im nächsten Jahr auf das Vor-COVID-19-Niveau zurückfällt. Bei einer – uns derzeit plausibel erscheinenden – leichten Abschwächung der Kerninflationsdynamik auf rund 0,15% pro Monat, würde die Headline-Inflationsrate (im Jahresmittel) auf etwa 2% zurückgehen.

Unserer Meinung nach bestehen mit Blick auf die weitere Inflationsentwicklung inzwischen deutlich mehr Aufwärts- als Abwärtsrisiken. Insbesondere der rasant voranschreitende Kosten- und Preisdruck auf Seiten der Produzenten und Dienstleister – der sich momentan in kräftig steigenden Rohstoff-, Vorleistungsgüter- und Erzeugerpreisen zeigt – birgt ein nicht unerhebliches Risiko einer sich deutlich beschleunigenden Verbraucherpreisinflationsrate. In diesem Kontext könnte sich insbesondere eine allzu zögerliche bzw. verspätete Abkehr von der ultra-expansiven Geld- und Fiskalpolitik im Nachhinein als stark inflationstreibend herausstellen. Die Wahrscheinlichkeit, dass aus dem derzeit erwarteten temporären Inflationsanstieg schließlich doch (noch) eine dauerhaft höhere Inflationsdynamik resultieren könnte (dies ist allerdings nicht unser Basis-Szenario), ist in den letzten Monaten weiter angestiegen.

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, [marc.schattenberg@db.com](mailto:marc.schattenberg@db.com))

Sebastian Becker (+49 69 910-21548, [sebastian-b.becker@db.com](mailto:sebastian-b.becker@db.com))



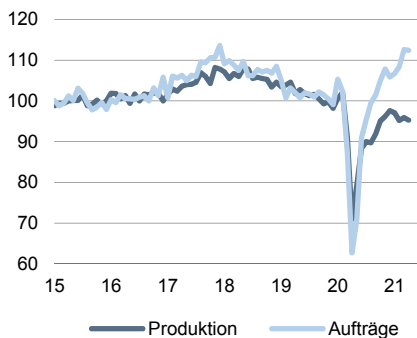
## Deutsche Industrie: Nachfrage recht dynamisch, Angebotsfaktoren wirken limitierend

- Der Aufschwung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland wird aktuell vor allem durch Knappheiten und steigende Preise bei Vorprodukten gebremst. Gerade die Automobilindustrie leidet noch unter Lieferengpässen bei Halbleitern. Dagegen ist die Nachfrage nach Industrieerzeugnissen intakt. Der Auftragsbestand befand sich zuletzt auf einem Rekordniveau.
- Zwar erwarten wir, dass die Knappheiten auf der Angebotsseite temporärer Natur sind. Ohne diese Knappheiten hätten wir jedoch unsere Produktionsprognose für das Jahr 2021 nach oben revidiert. Stattdessen bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass die Fertigung des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland 2021 um real 8% wachsen wird. Für 2022 rechnen wir mit einem Plus von 6%.

### Aufträge sehr dynamisch

1

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Produktion sank 2020 zum zweiten Mal in Folge

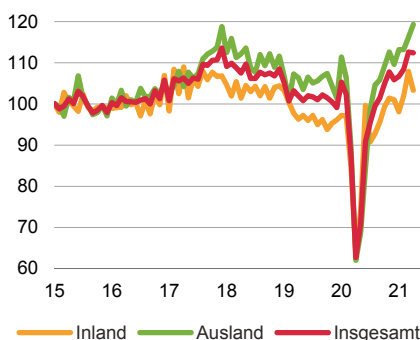
Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland sank 2020 um real 9,6%. Dies war der zweite Rückgang in Folge (2019: -4,2%). Die Industrie befand sich also schon vor der Corona-Krise in einer Rezession. Die direkten Auswirkungen von Corona konzentrierten sich vor allem auf das 2. Quartal 2020, als wichtige Industriebranchen – allen voran die Automobilindustrie – ihre Fertigung temporär deutlich drosselten.

Nach dem Einbruch in Q2 (-18,8% gg. Vorquartal) erholte sich die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Q3 (+13,9%) und in Q4 (+6,4%) recht kräftig. In der gesamten Zeit war die Industrie nicht direkt von einschränkenden Corona-Maßnahmen betroffen. Zugleich zog die Auslandsnachfrage recht früh im Jahr 2020 wieder an. Dabei war China der Vorreiter, weil das Land die Corona-Krise lokal schon früh gut unter Kontrolle hatte. Die gesamten deutschen Warenausfuhren sanken im Gesamtjahr um mehr als 9%, während bei den Exporten nach China lediglich ein marginales Minus zu verzeichnen war.

### Aufträge auf Erholungskurs

2

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Gedämpfter Jahresauftakt wegen Problemen in der Automobilindustrie

Es zeichnete sich schon früh ab, dass die Aufwärtsdynamik des 2. Halbjahres 2020 zu Jahresbeginn 2021 nicht fortgesetzt werden könnte. Denn die Automobilindustrie hatte mit Lieferschwierigkeiten bei Halbleitern zu kämpfen und fuhr die Produktion in vielen Autofabriken nach unten. Zudem wirkten sich die Lockdown-Maßnahmen in den ersten Monaten von 2021 negativ auf die Autonachfrage aus und dämpften allgemein die Konsumstimmung. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe sank im ersten Jahresdrittel 2021 um 0,4% gg. Q4 2020. Dieser Produktionsrückgang wurde jedoch zu einem großen Teil durch die erwähnte Chip-Knappheit in der Automobilindustrie verursacht. Denn hier lag die inländische Fertigung von Januar bis April um 13,6% unter dem Niveau von Q4 2020. Dagegen zeigten sich etwa der Maschinenbau (Jan-April 2021 gg. Q4 2020: +6,8%), die Elektrotechnik (+4,7%), die Metallindustrie (+2,6%) oder die Pharmabranche (+3,3%) zu Jahresbeginn recht dynamisch. Unter den großen Industriebranchen verzeichneten neben der Autoindustrie im ersten Jahresdrittel lediglich das Ernährungsgewerbe (-3%) sowie die Chemieindustrie ein Minus, wobei es in der Chemie mit -0,2% marginal ausfiel.

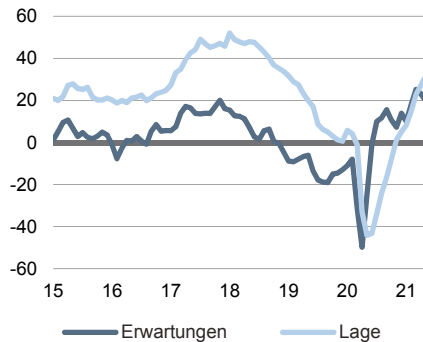


## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

### Stimmung verbessert

3

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

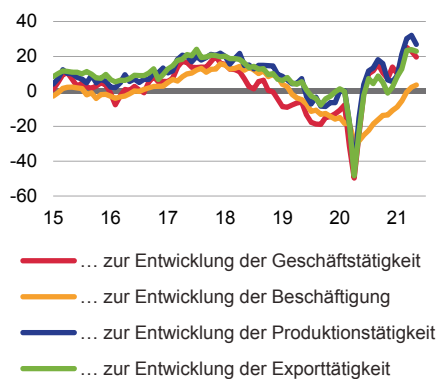
### Gute Stimmungsindikatoren, aber Knappheiten und steigende Preise bei Vorprodukten limitieren Wachstum

Die Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes verzeichnen derzeit eine überwiegend positive Stimmung. Sie schätzen ihre aktuelle Lage so gut ein wie seit Anfang 2019 nicht mehr. Die Geschäftserwartungen sind zuletzt zwar zwei Monate in Folge gesunken, sie befinden sich aber noch immer deutlich im positiven Bereich. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den Erwartungen hinsichtlich der Produktionsentwicklung sowie bei den Exporterwartungen. Auch hier gab es am aktuellen Rand kleine Rücksetzer, jedoch auf hohem Niveau. Die deutsche Industrie dürfte in den kommenden Monaten von der globalen Nachfrage nach Investitionsgütern profitieren. Dabei gehen von den Fiskalprogrammen zur Überwindung der Corona-Krise in vielen Ländern Impulse aus. Die Kapazitätsauslastung ist im 2. Quartal bereits kräftig gestiegen.

### Leichter Rücksetzer am aktuellen Rand

4

Erwartungen der Unternehmen in DE, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



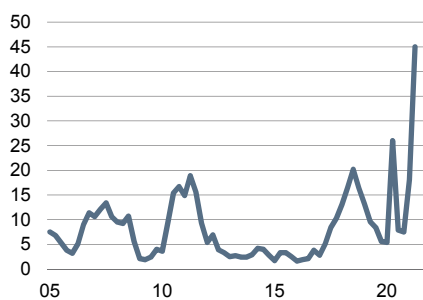
Quelle: ifo Institut

Der jüngste leichte Rückgang der Geschäfts-, Produktions- und Exporterwartungen könnte auch damit zusammenhängen, dass Knappheiten und damit steigende Preise bei Vorprodukten immer mehr zu einem limitierenden Faktor werden. Dies bestätigt auch die jüngste Konjunkturumfrage des DIHK. Danach haben nachfrageseitige Risiken (Auslands- und Inlandsnachfrage) deutlich an Bedeutung verloren. Den stärksten Anstieg unter den potenziellen Geschäftsrisiken verzeichneten die Energie- und Rohstoffpreise. Auch der ifo-Index für die Knappheit von Vorprodukten erreichte in Q2 den mit Abstand höchsten Wert seit der Wiedervereinigung. Neben der Autoindustrie sind auch die Hersteller von Gummi- und Kunststoffwaren, die Holzindustrie oder die Elektrotechnik betroffen. Die Holzpreise sind zuletzt massiv gestiegen. Der Elektroverband ZVEI berichtete kürzlich, dass im April nur noch 17% der Firmen unter Auftragsmangel, aber 63% unter Materialknappheit litten.

### Knappheit bei Vorprodukten auf Rekordniveau

5

ifo index für die Knappheit von Vorprodukten im Verarbeitenden Gewerbe



Quelle: ifo Institut

Zu den Knappheiten passt, dass die Importpreise für Vorleistungsgüter im April 2021 um mehr als 10% über dem Vorjahreswert lagen; dies betrifft nicht nur Energie, sondern auch Erze oder Metalle. Die Erzeugerpreise der deutschen Industrie zogen zuletzt ebenfalls an (April: +3,5% gg. Vj.) und dürften in den kommenden Monaten weiter steigen.

Zwar erwarten wir, dass sich die Knappheiten auf der Angebotsseite im Laufe der Zeit abmildern werden. Sie verhindern jedoch ein stärkeres Produktionswachstum im Gesamtjahr. Beispielsweise können die Verluste in der Automobilindustrie vom Jahresanfang im Gesamtjahr nicht mehr vollständig ausgeglichen werden. Ohne die genannten Knappheiten hätten wir also unsere Produktionsprognose für das Jahr 2021 nach oben revidiert. Stattdessen bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass die Fertigung des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland 2021 um real 8% wachsen wird. Für 2022 rechnen wir mit einem Plus von 6%.

Auf sektoraler Eben rechnen wir für 2021 in der Automobilindustrie mit dem kräftigsten Produktionswachstum. Die noch immer nicht ausgestandenen Liefer-schwierigkeiten bei Halbleitern führen jedoch dazu, dass wir unsere Produktionsprognose für 2021 von „bis zu 30%“ auf 22% absenken. Hier war der Einbruch 2020 auch besonders gravierend. Nach dem jeweils guten Jahresauftakt haben wir dagegen unsere Produktionsprognose für den Maschinenbau auf +10%, für die Elektrotechnik ebenfalls auf +10% und für die Metallindustrie auf +8% angehoben. In der Chemieindustrie erwarten wir für 2021 ein Plus von 5%. Im Ernährungsgewerbe könnte die Produktion um 3% sinken.

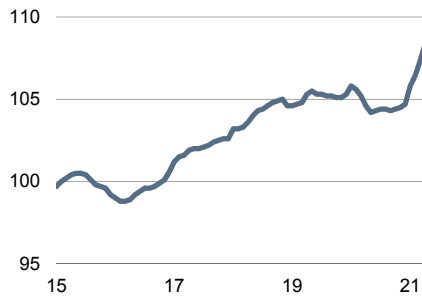


## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

Erzeugerpreise ziehen wieder an

6

Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Rückgang der Beschäftigung im Gesamtjahr 2021

Die Zahl der Beschäftigten im Verarbeitenden Gewerbe dürfte im Jahresdurchschnitt 2021 gegenüber 2020 sinken. Es zeichnet sich im Verlauf eine Stabilisierung ab. Dafür spricht, dass die ifo-Beschäftigungserwartungen in der Industrie zuletzt wieder in den positiven Bereich zurückgekehrt sind. Die Zahl der Kurzarbeiter wird in den kommenden Monaten tendenziell sinken.

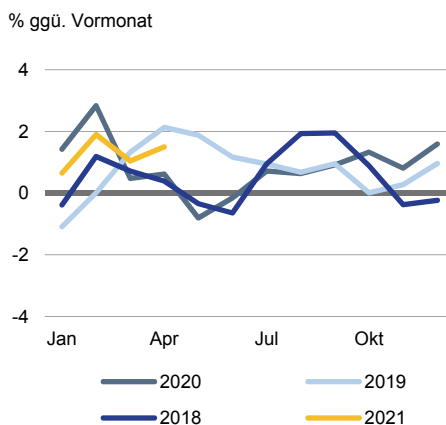
Eric Heymann (+49 69 910-31730, [eric.heyman@db.com](mailto:eric.heyman@db.com))



## Wohnungsmarkt: Drei Entwicklungen legen nahe, dass der Preiszyklus in dieser Dekade endet

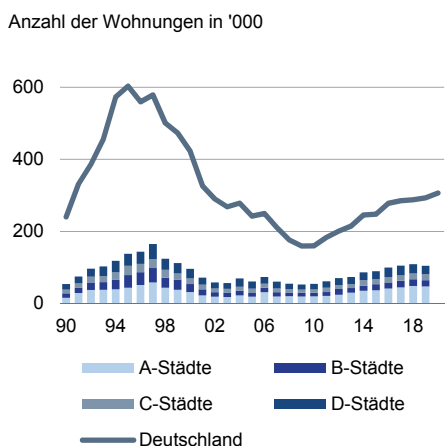
- Haus- und Wohnungspreise steigen wie erwartet weiter kräftig. Im April 2021 liegt das Plus bei mehr als 10% gegenüber dem Vorjahresmonat.
- Im Jahr 2020 dämpfte die Pandemie die Zuwanderung nach Deutschland. Gleichzeitig gewann die Zahl der fertiggestellten Wohnung an Schwung. Entsprechend sank die fundamentale Angebotsknappheit. Angesichts der 2. und 3. Corona-Welle dürfte die Zuwanderung im Jahr 2021 wieder verhalten ausfallen und die Angebotsknappheit weiter rückläufig sein.
- Unsere Bewertungsmodelle implizieren, dass die Marktpreise bei anhaltend hoher Preisdynamik in den kommenden Jahren faire Preise erreichen. Aktuell liegen die Marktpreise immer noch unter unseren modelltheoretischen Bewertungen. Damit ist auch aus Bewertungssicht das Zyklusende absehbar. Sollte es zu einem Zinsschock kommen, wäre auch ein deutlich früheres Zyklusende denkbar.
- Das regulatorische Umfeld hat sich mit dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 24. März 2021 weiter verschärft. Hier kommen weitere Belastungen auf die Investoren zu. Dieses spricht eher für ein Zyklusende vor dem Jahr 2024. Für eine Korrektur unserer Einschätzung warten wir aber den neuen Koalitionsvertrag nach der Bundestagswahl ab.

Deutschland: Hauspreise 1



Quellen: Hypoport, Deutsche Bank Research

1990-2020 Baufertigstellungen 2



Quellen: riwis, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Die Preise in Deutschland legen aktuell zweistellig zu

Die Haus- und Wohnungspreise erhöhen sich weiterhin kräftig. Laut Hypoport war bundesweit von Januar bis April 2021 ein Plus von 5% zu verzeichnen. Die Preise liegen somit im April mehr als 10,6% über dem Vorjahresmonat. Viele Medienberichte deuten eine Zunahme des Hypes an. So wird von Gruppenzwang berichtet. Ebenso von Häusern, die aufgrund des baulichen Zustandes seit Jahren keinen Abnehmer finden und jüngst deutlich über Wert verkauft wurden. Daher dürfte die Preisdynamik angesichts der weiter bestehenden Angebotsknappheit hoch bleiben. In unserem [Wohnungsmarktausblick 2021ff.](#) vom März haben wir einen jährlichen Preisanstieg von 6% von 2021 bis 2023 unterstellt.

### Zyklusende im Jahr 2024: Drei Themen stehen im Fokus

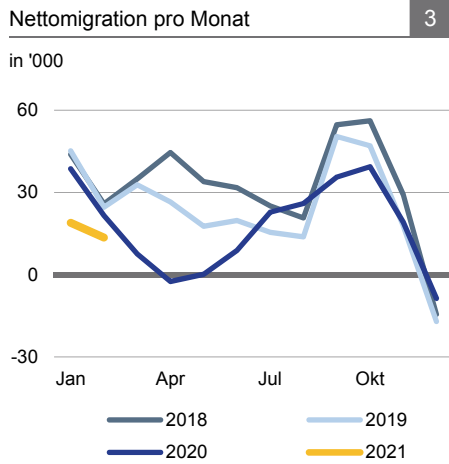
In den letzten zwölf Jahren implizierten unsere Analysen stets eine Fortsetzung des Hauspreiszyklus. Seit März 2021 haben wir die Perspektive geändert und beantworten nun die Frage, wann endet der Zyklus? Unser Hauptergebnis lautete: Die außergewöhnliche Boom-Periode seit dem Jahr 2009 wird sich in dieser Dekade nicht wiederholen. Nach Abwägung aller Faktoren und Entwicklungen kommen wir zu dem Schluss, dass das Zyklusende vermutlich im Jahr 2024 liegt. Drei Argumente stehen hierbei im Zentrum: Erstens die fundamentale Angebotsknappheit, zweitens die Frage nach der fairen Bewertung und drittens der veränderte regulatorische Rahmen. Diese drei Kernthemen beleuchten wir im Folgenden erneut.

#### 1. Im Jahr 2020 übertrifft das bundesweite jährliche Angebot erstmalig die Nachfrage im Zyklus

Die Veröffentlichung der Zahl der Fertigstellungen des Statistischen Bundesamtes Ende Mai 2021 zeigt, dass die Pandemie das Angebot nicht verlangsamt



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation



hat. Im Jahr 2020 wurden rund 306.400 Wohnungen fertiggestellt, 13.400 mehr als im Jahr 2019. Der Anstieg um 4,6% ist der höchste seit 2016. Im Gegensatz dazu verlangsamte sich das Nachfragewachstum im Jahr 2020 deutlich. Der Wanderungssaldo betrug nur 208.600 Personen. Folglich stagnierte die Einwohnerzahl bei 83,2 Mio. Zu Beginn des Jahres 2021 reduzierten die Ausgangsbeschränkungen erneut die Migration. Die Nettozuwanderung im Januar und Februar lag in Summe bei 32.500 Personen. Dies ist der niedrigste Wert seit dem Jahr 2011. Vermutlich war die Nettozuwanderung im März und April weiterhin sehr gering, wodurch auch im Jahr 2021 mit einer sehr niedrigen Zuwanderung zu rechnen ist. Das Angebot dürfte im Jahr 2021 also erneut die Nachfrage übertreffen und damit die Angebotsknappheit weiter verringern. Der Corona-Knick (siehe Grafik) dürfte also kräftiger als im März erwartet ausfallen. Aktuelle Engpässe bei Baumaterialien könnten das Angebot im Jahr 2021 teilweise einschränken. Das dürfte jedoch eher ein temporärer Engpass sein. Wir erwarten daher eine weitere Abnahme der bundesweiten Angebotsknappheit.

### Auch nach 2021 dürfte der Nachfrageüberhang abnehmen

Nach Corona erwarten wir wieder eine kräftige Zuwanderung von mehr als 300.000 Personen pro Jahr. Die Bevölkerung würde somit weiter wachsen und die Nachfrage nach Wohnraum beflügeln. Wir schätzen die strukturelle jährliche Nachfrage nach neuen Wohnungen auf etwas über 350.000. Wenn die Zahl der fertiggestellten Wohnungen weiterhin mit 4,6% wie im Jahr 2020 wächst, dann liegt das neue Angebot im Jahr 2023 über 350.000 und im Jahr 2026 über 400.000 Fertigstellungen. In den Folgejahren ist dann immer noch der große Überhang aus den Vorjahren abzarbeiten. Jedoch verändert die Perspektive eines jährlichen Überangebots die Marktlage und den Ausblick fundamental.

## 2. Bewertungsfrage: Mietwachstum dürfte nur verhalten wachsen

Unser zweites Hauptargument für ein Zyklusende im Laufe der Dekade beruht auf einem einfachen Bewertungsmodell. Die Ergebnisse hängen dabei sehr stark vom Mietwachstum ab. Somit sind die Bundestagswahl und die sich anschließenden wohnungspolitischen Maßnahmen von großer Bedeutung. Nachdem das Bundesverfassungsgericht den Berliner Mietendeckel als nicht verfassungskonform eingestuft hat, steht die Frage im Raum, ob ein bundesweiter Mietendeckel eingeführt werden könnte. Während dies explizit lediglich die Linken planen, bedeuten auch die Vorschläge von Grünen und Sozialdemokraten eine weitere Verschärfung der Mietenregulierung. Insbesondere könnte der Vorschlag der Grünen, in Mietenspiegeln die letzten 20 Jahre zu berücksichtigen, ähnlich disruptiv sein wie ein bundesweiter Mietendeckel nach Berliner Vorbild. Laut aktuellen Umfragen ist eine rot-rot-grüne Koalition zwar weiterhin nicht auszuschließen, bleibt aber eher eine unwahrscheinliche Option nach der Bundestagswahl. Nichtsdestotrotz dürfte auch unter einer wahrscheinlicheren Koalition mit Konservativen und/oder Liberalen das Mietwachstum verhalten bleiben. Aus dieser Perspektive ist die Annahme eines Mietwachstums von nur 2% pro Jahr weiterhin vernünftig. Folglich werden bei den aktuellen Preiszuwächsen die Marktpreise in den nächsten Jahren faire Preise laut Bewertungsmodell erreichen. Wenngleich es historisch lange Phasen von ausufernden Überbewertungen gab, erhöht dies die Wahrscheinlichkeit, dass Investoren den deutschen Wohnungsmarkt als weniger attraktiv einstufen, deinvestieren werden und somit die Preise zu fallen beginnen.



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

Bewertungsmodell

4

$$\text{Fairer Wert} = \sum_{t=1}^{50} \frac{\text{Miete im Jahr 2020} (1 + \text{Mietwachstum})^t}{(1 + \text{Bundrendite} + \text{Risikoprämie})^t} - \frac{\text{Verkaufswert in 51 Jahren}}{\text{abgezinst auf heute}}$$

$\text{Verkaufswert in 51 Jahren} = \text{Einkaufspreis} (1 - \text{Abschreibungsrate})^{51}$

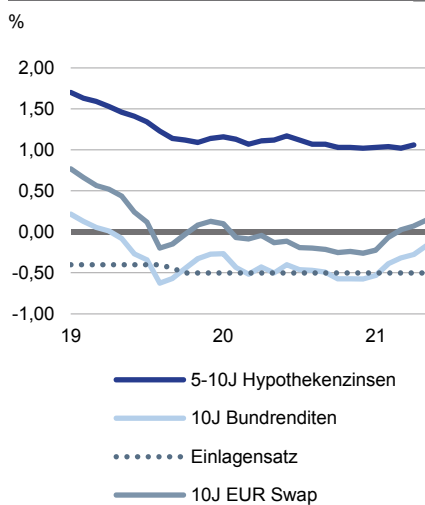
Ausgangswerte: Investitionsdauer = 50 Jahre, anschließender Verkauf zum Restwert, Abschreibungsrate 3% p.a., Annahmen für 50 Jahre: Mietwachstum 2% p.a., Bundrendite dauerhaft bei -0,57, Risikoprämie (=Mietrendite minus Bundrendite) = 440 Bp.

Quelle: Deutsche Bank Research

### Zinsanstiege würden Zyklus frühzeitig beenden

5-10J Hypothekenzinsen vs. EZB Einlagensatz

5



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Noch sensitiver als auf die Veränderung des Mietwachstums reagieren Bewertungsmodelle typischerweise auf die Zinsentwicklung. Seit März 2021 stiegen die 10jährigen Bundrenditen von -0,57% auf rund -0,20%. Dieser Anstieg dürfte großenteils auf die überraschend kräftigen Inflationsanstiege auf rund 2% in Deutschland und wohl auch auf den Anstieg der US-Inflation auf über 4% verursacht worden sein. Diese Preisanstiege spiegeln viele temporäre Phänomene wider, wie Basiseffekte aufgrund der Preiseinbrüche im ersten Lockdown im Frühjahr 2020, das Ende des Corona-bedingten Konsumstaus und der hohen Sparquote, geld- und fiskalpolitisch angeheizte Nachfrage und Lieferengpässe, beispielsweise in der Chip- und Holzindustrie. Auch wenn diese Entwicklungen nicht der Startschuss für eine dauerhaft höhere Inflationserwartung sein müssen, gibt es viele Argumente, die für ein Ende der Phase sehr niedriger Inflationsraten sprechen. Entsprechend intensiv werden die Folgen höherer Inflation auf die Kapitalmärkte diskutiert.

### Wie würde die EZB auf einen Inflationsanstieg reagieren?

Die EZB interpretiert den Inflationsanstieg weiterhin eher als temporäres Phänomen und hat sich zudem verpflichtet, ihre Anleihekäufe auf hohem Niveau bis zum Jahresende 2023 fortzusetzen. Sie bleibt damit über Jahre der dominante Marktakteur. Unter diesen Vorgaben dürften die Bundrenditen eine höhere Inflationsentwicklung bzw. -erwartung nicht komplett abbilden, da die EZB ihre Geldpolitik wohl eher zögerlich anpassen dürfte. Dies gilt umso mehr, als mit höheren Renditen – auch wenn diese nur einen Inflationsausgleich abbilden – typischerweise die Unsicherheit bezüglich der Nachhaltigkeit der öffentlichen Haushalte steigt und daher Risikoprämien eingefordert werden könnten. Ein Inflationsanschub dürfte deshalb nur teilweise auf das nominale Zinsniveau durchschlagen.

### Implikationen von Zinsveränderungen in den nächsten Jahren

In unserem Wohnungsmarktausblick 2021ff legten wir dar, dass mit einem Anstieg der Bundrendite von -0,57% auf +1% der modellbasierte faire Wert in etwa auf das aktuelle Preisniveau fallen würde. Folglich würde ein kräftiger Zinsschock den Hauspreiszyklus wohl zügig beenden. Aber auch ohne Schock werden bei einer anhaltend hohen Preisdynamik am Häuser- und Wohnungsmarkt die Unterbewertungen in den nächsten Jahren beseitigt. In der Folge steigt unseres Erachtens die Zinssensitivität. Folglich dürften die Haus- und Wohnungspreise auch durch kleine Zinsveränderungen beeinflusst werden. Dies verändert den Zyklus entscheidend. Seit dem Jahr 2009 fielen die Zinsen oder waren bereits so tief, dass die fairen Preise weit über den Marktpreisen lagen. Entsprechend fielen die bisher beobachteten relativ geringen Zinsanstiege bei der Kalkulation kaum ins Gewicht. Dies wird sich in den kommenden Jahren ändern.



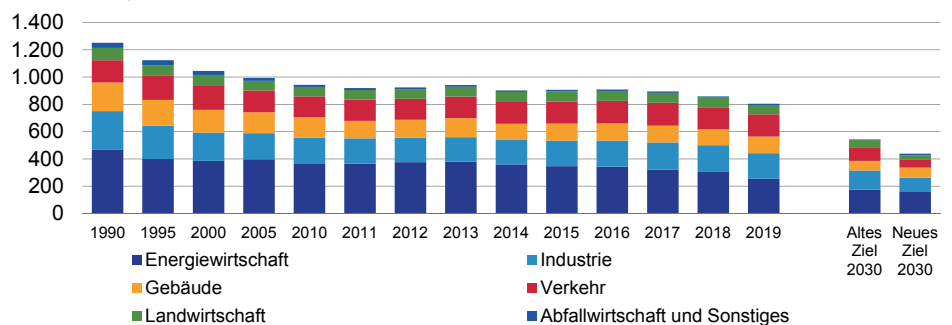
### 3. Regulatorisches Umfeld: Neues Klimaschutzgesetz dürfte zusätzliche Belastungen mit sich bringen

Zu wenig Beachtung findet bei den Investoren bisher das Ziel, den Gebäudebestand in den kommenden Jahren klimaneutral zu machen. Anfang März erwarten wir erst im Jahr 2023 eine höhere Regulierungsdynamik, da das Gebäudeenergiegesetz für dieses Jahr eine Überprüfung der energetischen Anforderungen sowohl für den Neubau als auch die Bestandsgebäude vorsieht. Diese Einschätzung ist mit dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 24. März 2021, welches das bisherige Klimaschutzgesetz in Teilen als verfassungswidrig erklärte, obsolet geworden. So setzt dieses Urteil der Bundesregierung eine Frist bis Ende 2022, das Klimaschutzgesetz zu überarbeiten. Der nun vorliegende neue Entwurf sieht eine weitere Verschärfung der Klimaziele vor. So ist das aus unserer Sicht schon schwer erreichbare Ziel, die CO<sub>2</sub>-Emissionen im Jahr 2030 um 55% relativ zum Jahr 1990 zu reduzieren, auf 65% erhöht worden. Die Erreichung dieses Ziels bedarf umfänglicher Investitionen. Angesichts der bisher sehr geringen jährlichen Sanierungsquote von rund 1% des Gebäudebestandes ist dies eine historische Herausforderung. Entsprechend wird die Politik viele weitere Maßnahmen ergreifen müssen. Auch die aktuelle politische Debatte zur bundesweiten Solardachpflicht, wie sie vom neuen Kabinett in Baden-Württemberg bereits beschlossen wurde, folgt dieser Logik. Man kann aus unserer Sicht nicht ausschließen, dass auch zunehmend ins Ordnungsrecht eingegriffen wird und es zu umfänglichen Genehmigungsaufgaben im Baurecht kommt. Auch Verbote – wie die jüngste Debatte, keine neuen Häuser mehr zu genehmigen, – könnten zunehmend auf die Tagesordnung rücken. Unter diesen Vorgaben könnte die Schaffung neuen Wohnraums zunehmend zu einer gesellschaftlichen Herkulesaufgabe werden.

Deutschland: Treibhausgasemissionen

6

in Mio. t CO<sub>2</sub>-äquivalent



Quellen: Umweltbundesamt, Deutsche Bank Research

### Zusammenfassung und Bewertung

Es gibt drei Faktoren, die ein baldiges Zyklusende einläuten könnten. Erstens hat die Pandemie die Zuwanderung im Jahr 2021 erneut gedämpft, während die Zahl der fertiggestellten Wohnungen wohl weiter zulegen dürfte. Die Angebotsknappheit dürfte somit im Jahr 2021 weiter rückläufig sein. Zweitens haben die überraschend hohen Inflationsraten das Risiko von Zinsanstiegen erhöht. Drittens hat das Urteil des Bundesverfassungsgerichts die Regulierungsdynamik angekurbelt. Diese letzte Entwicklung stellt wohl das Hauptrisiko für ein früheres als bisher erwartetes Zyklusende dar, da mit weiteren Belastungen für Hauslehaber und Investoren zu rechnen ist. Allerdings wollen wir angesichts des unklaren Ausgangs der Bundestagswahl und der vielen rechnerisch möglichen Koalitionsoptionen zunächst die Wahl und den neuen Koalitionsvertrag abwarten, bevor wir eine Neubewertung vornehmen. Daher halten wir an unserer Prognose, dass der aktuelle Preiszyklus im Jahr 2024 enden wird, fest.

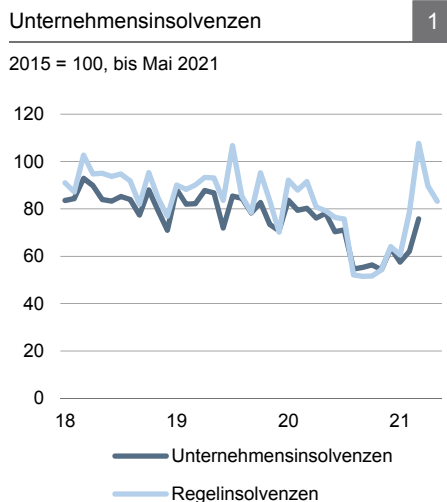
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



## Unternehmensinsolvenzen: Zurück in der Realität

- Ende April ist das Moratorium für die Einreichung von Insolvenzanträgen endgültig ausgelaufen, sodass jetzt wieder die normalen Vorschriften gelten. Die jüngsten Daten zeigen seit Dezember einen gewissen Anstieg bei der Zahl der Insolvenzen, der sich seit Februar etwas beschleunigt hat; die zuvor befürchtete „Insolvenzwellen“ ist jedoch ausgeblieben.
- Diese Entwicklung dürfte sich fortsetzen. Im Zuge der Normalisierung könnten die Zahlen etwas höher liegen als vor der Krise, sollten aber nicht überschießen, dank des Überbrückungseffekts der direkten staatlichen Transferzahlungen und der immer stärkeren Konjunkturbelebung.

Die Bundesregierung hatte die Insolvenzantragspflicht für Unternehmen für den Fall ausgesetzt, dass die Insolvenzsituation durch die Corona-Rezession verursacht worden war. Dieses Moratorium trat am 1. März 2020 in Kraft und lief in drei Schritten aus: Seit Oktober müssen zahlungsunfähige Unternehmen, die ihren laufenden Verbindlichkeiten nicht mehr nachkommen können, wieder Konkursanträge stellen, für überschuldete Unternehmen gilt die Antragspflicht seit Januar 2021 wieder, und für überschuldete Unternehmen, die finanzielle Unterstützung des Staates beantragen, aber noch nicht erhalten hatten, gilt sie seit Anfang Mai. Wie hat sich die Zahl der Insolvenzen unter diesen außergewöhnlichen Umständen entwickelt, worauf sind die etwas überraschenden Ergebnisse zurückzuführen und womit ist in den kommenden Monaten zu rechnen?<sup>2</sup>



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Insgesamt brach die Zahl der Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2020 ein (-16% ggü. Vj.), obwohl sie schon zuvor langfristig zurückgegangen war (von 2006 bis 2019 sank sie um insgesamt 45%). In Q4 2020 als Ganzes stieg sie trotz des Auslaufens des Moratoriums für zahlungsunfähige Unternehmen nicht merklich an. Seit Dezember klettern die Zahlen allerdings wieder; im März lagen sie um 39% über dem Stand vom November, aber immer noch 6% unter Vorjahr. Im gesamten ersten Quartal stiegen sie um 12% ggü. Vq. an, was einem Rückgang um 20% ggü. Vj. entspricht. Diese Entwicklung könnte in der Tat auf die ersten beiden Schritte zur Normalisierung des rechtlichen Rahmenwerks zurückzuführen sein. Unter Umständen dauert es einige Wochen, bis die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens an das Statistische Bundesamt gemeldet wird und damit in die monatlichen Statistiken eingeht. Und eventuell brauchen manche Unternehmen auch eine gewisse Zeit, um festzustellen, dass für sie kein Insolvenzmoratorium mehr gilt. Die bisher letzten offiziellen Daten beziehen sich auf den März. Das Statistische Bundesamt hat daneben jedoch auch „experimentelle Daten“ für April und Mai veröffentlicht. In diese breiter gefasste Zeitreihe gehen nicht nur Unternehmensinsolvenzen ein (die etwa die Hälfte des Gesamtwerts ausmachen), sondern auch Insolvenzen von Personen, die geschäftlich tätig sind – im Grunde also alles außer Verbraucherinsolvenzen. Diese sogenannten „Regelinsolvenzen“ entwickeln sich weitgehend parallel zur Datenreihe für Unternehmensinsolvenzen. Nach einem deutlichen Anstieg im März – als die Zahl der Insolvenzen zum ersten Mal seit Beginn der Pandemie über dem Vorjahresniveau lag – gingen die Insolvenzen im April und Mai wieder etwas zurück. Sie waren jedoch immer noch um 5% höher als im Vorjahr.<sup>3</sup> Natürlich sollte man einzelne Datenpunkte nicht überinterpretieren. Der Trend ist

<sup>2</sup> Neben den Unternehmensinsolvenzen gibt es allerdings auch noch zahlreiche „freiwillige“ Geschäftsaufgaben, bei denen es nicht zu einem formellen Insolvenzverfahren kommt.

<sup>3</sup> Die Zahlen für März 2020 dürften die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht nur zum Teil widerspiegeln. Das Bundesjustizministerium gab erst am 16. März bekannt, an einem Moratorium zu arbeiten. Das Gesetzgebungsverfahren verlief danach sehr schnell, das Gesetz wurde am 27. März verabschiedet und trat rückwirkend zum 1. März in Kraft. Möglicherweise wurden in der ersten Monathälfte noch wie üblich Insolvenzanträge gestellt und solche dann in der zweiten Monathälfte häufig verschoben, weil die Manager zunächst das neue Gesetz abwarten wollten. Daher könnten die Insolvenzzahlen für März 2020 einerseits „künstlich“ niedrig sein, im Vergleich



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

jedoch klar: Die Zahl der Insolvenzen normalisiert sich. Sie begann bereits anzusteigen, bevor die letzten Sonderregelungen Ende April ausliefen. Gleichzeitig ist es bisher nicht zu einem Überschießen gekommen.

Wie lässt sich diese relativ günstige Entwicklung erklären? Zum einen erwies sich die deutsche Volkswirtschaft in der Krise als widerstandsfähiger als erwartet. In der schwersten Phase wurde mit einem Einbruch des BIP von 8-9% ggü. Vj. gerechnet. Tatsächlich belief sich der Rückgang auf „nur“ 4,8%, also etwas weniger als während der Finanzkrise (der „großen Rezession“).

Zum anderen blieben die Finanzierungsbedingungen während der gesamten Krise sehr günstig. Der Markt für Unternehmensanleihen boomte wie nie zuvor.<sup>4</sup> Die Kreditstandards wurden nicht wesentlich verschärft und es gab keinen deutlichen Anstieg der Kreditmargen oder der Zinsen insgesamt. Staatlich subventionierte Kredite und die außerordentlich lockere Geldpolitik spielten dabei eine entscheidende Rolle. Darüber hinaus konnten die Banken ihre Kunden vollumfänglich unterstützen – im Gegensatz zur Finanzkrise, die im Grunde eine Bankenkrise war. Zwei Dinge waren sicherlich hilfreich: i) Die Unternehmen (einschließlich KMUs) haben ihre Bilanzen in den vergangenen beiden Jahrzehnten erheblich gestärkt und diversifiziert.<sup>5</sup> Mit 64% des BIP ist die Unternehmensverschuldung im internationalen Vergleich niedrig und die Nettogewinne sind im Jahrzehnt vor der Krise um 34% angestiegen. ii) Die Auswirkungen der unterbrochenen globalen Wertschöpfungsketten auf das Verarbeitende Gewerbe bzw. der Kontaktbeschränkungen auf das Gastgewerbe, den Verkehr, die Kultur und die Veranstaltungsbranche wurden größtenteils als vorübergehend angesehen. Es wird erwartet, dass viele Geschäftsmodelle nach der Pandemie wieder funktionieren. Für viele (wenn auch nicht alle) betroffenen Unternehmen war die Corona-Krise geradezu der Paradefall eines exogenen Schocks, der wie ein Blitz aus heiterem Himmel einschlägt: Man kann sich kaum darauf vorbereiten, aber die Auswirkungen sind nach einiger Zeit auch vorüber. Andere Unternehmen haben ganz klar von der Pandemie profitiert.

Und zum dritten hat die Regierung den Unternehmen in bisher ungekanntem Umfang finanzielle Unterstützung zukommen lassen. Statt wie im Frühjahr und Sommer vergangenen Jahres lediglich Kredite bereitzustellen, ging sie während des zweiten Lockdowns ab November 2020 überwiegend zu direkten Transferzahlungen an Unternehmen über, die wegen des Lockdowns vorübergehend schließen mussten oder ihre Kapazitäten nur zum Teil nutzen konnten. Das war eine fundamentale Verschiebung, denn der Politik wurde klar, dass zahlreiche in Not geratene Unternehmen sich nicht noch höher verschulden konnten und dass sie ohne diese Zuschüsse nicht überleben würden. Der Staat richtete daher einen Rettungsschirm ein und glich die Umsatzverluste zum Teil aus. Insgesamt wurden seit Beginn der Pandemie bis zum 8. Juni beachtliche EUR 41 Mrd. an Zuschüssen ausgereicht (einschließlich Soforthilfe, Überbrückungshilfe, Novemberhilfe, Dezemberhilfe usw.). Die Regierung hat gerade eine Verlängerung der Überbrückungshilfe bis Ende September beschlossen. Diese Zahlungen erfolgen zusätzlich zu den Liquiditätshilfen, die in der ersten Phase der Krise eine größere Rolle spielten. Die staatlichen Förderbanken, insbesondere die KfW, haben Kredite in Höhe von EUR 51 Mrd. zu günstigen Konditionen und mit staatlicher Kreditgarantie vergeben. Alles in allem summiert sich die umfangreiche finanzielle Unterstützung durch den Staat bereits auf über EUR 105 Mrd.

---

zur Vorkrisensituation, andererseits aber höher sein als ab April, als die neuen Regeln voll in Kraft waren.

<sup>4</sup> Vgl. z.B. Schildbach, Jan, und Marc Schattenberg (2021). Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus. Deutschland-Monitor Unternehmensfinanzierung. Deutsche Bank Research.

<sup>5</sup> Vgl. auch Schildbach, Jan (2020). Starker Anstieg bei Unternehmensinsolvenzen belastet deutsche Banken. Deutschland-Monitor. Deutsche Bank Research.



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

---

Ausblick: Die Insolvenzzahlen werden wahrscheinlich in den kommenden Monaten weiter ansteigen. Sie dürften das Vorjahresniveau zunehmend übersteigen und möglicherweise auch leicht das Vorkrisenniveau, aufgrund von Nachholeffekten aus dem vergangenen Jahr. Vor allem sehr kleine Unternehmen könnten betroffen sein, die in schwer getroffenen Branchen wie z.B. dem Tourismus, in der Gastronomie und zum Teil auch im Textileinzelhandel dominieren.<sup>6</sup> Gleichzeitig ist kein Überschießen in Sicht. Die Erholung nimmt rasch Fahrt auf und dürfte dank der fortschreitenden Impfkampagne auch von Dauer sein. Zudem ist der Umfang der staatlichen Eingriffe im Unternehmenssektor enorm. Neben den schon genannten Maßnahmen gehören dazu auch die großzügige Kurzarbeitsregelung (die ebenfalls bis Ende September verlängert wurde), Steuerstundungen und die sechs Monate lang gesenkte Mehrwertsteuer. Dies scheint tatsächlich im Großen und Ganzen geholfen zu haben, sehr viel gravierendere Konsequenzen in Form unnötiger Geschäftsaufgaben wegen eines vorübergehenden (wenn auch schweren) Schocks zu verhindern. Dennoch bleibt es wichtig, die Unterstützung auf den unmittelbaren Krisenzeitraum zu beschränken und auch aus erfolgreichen Maßnahmen so rasch wie möglich wieder auszusteigen, damit keine Zombie-Unternehmen entstehen, die eine schöpferische Zerstörung verhindern und den unvermeidlichen Strukturwandel bremsen.

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, [jan.schildbach@db.com](mailto:jan.schildbach@db.com))

---

<sup>6</sup> Vgl. auch Dörr, Julian Oliver, Georg Licht und Simona Murmann (2021). Corporate Insolvencies in Times of COVID-19. ZEW-Kurzexpertise Nr. 21-04.



## EZB: Unbeirrt expansive Geldpolitik, Inflationsentwicklung nur als vorübergehend eingeschätzt

Erwartungsgemäß beschloss der EZB-Rat in seiner Sitzung vom 10. Juni, das zuletzt deutlich höhere Tempo der Käufe im Rahmen des Pandemic emergency purchase programme (PEPP) auch im nächsten Quartal beizubehalten. Eine Geldpolitik der „ruhigen Hand“ war die wichtigste Botschaft, die Präsidentin Lagarde dem Markt vermitteln wollte. Der wirtschaftliche Ausblick in der Eurozone erholt sich, die Entwicklung ist aber immer noch mit Unsicherheiten behaftet. Die Prognosen zur Kerninflation bewegen sich nach Einschätzung der EZB in die richtige Richtung, bleiben aber mittelfristig noch gedämpft und damit unter dem Zielwert. Für einen nachhaltigen Renditeanstieg dürfte es daher vorerst zu früh sein, dies wurde auch nicht in der Pressekonferenz thematisiert.

Insgesamt können die Sitzungsergebnisse als eine operative Entscheidung über das Tempo der PEPP-Käufe eingeordnet werden und nicht als eine strategische Entscheidung, das Programm länger aufrechtzuerhalten. Bisher offeriert die EZB noch keinen Fahrplan für den Ausstieg aus dem Kaufprogramm. Unter der Annahme, dass die Wirtschaft in der Eurozone ihren positiven Schwung im kommenden Quartal beibehält, ist es ein plausibles Szenario, dass die EZB im September ankündigt, die PEPP-Nettokäufe im März 2022 zu beenden. Allerdings gab es weder in der Erklärung zur EZB-Sitzung noch in der Pressekonferenz Äußerungen, die diese Annahme bestätigten.

Es gab auch keine Anzeichen dafür, dass die Inflation Sorgen bereiten könnte. Die Preisentwicklung dürfte im Jahr 2021 weiter deutlich aufwärtsgerichtet bleiben, aber die EZB scheint dies im Großen und Ganzen bisher nur als vorübergehend zu betrachten. Unsere Erwartung, dass die EZB mitteilen würde, sie beobachtet das kurzfristige Inflationsrisiko, hat sich nicht bewahrheitet. Wenn überhaupt, war der Sprachgebrauch hinsichtlich steigender Inflation eher ermutigend als besorgt. Die Bestrebungen der EZB, die Inflation von einem niedrigen Niveau anzuheben, beginnen möglicherweise zu wirken. Offenbar gibt es dort bisher keine Bedenken, dass dies zu gut funktioniert. Dabei ist es schwierig in Echtzeit zu beurteilen, ob ein Inflationsanstieg nur vorübergehend oder dauerhafter sein wird. Wenn aber die kommenden Monatsmeldungen nach oben überraschen, könnte die Besorgnis vor zunehmender Persistenz zunehmen.

Trotz der aufwärtsgerichteten Inflationsdynamik im laufenden Jahr und der Sorge, die dies außerhalb der EZB hervorrufen könnte, sehen wir Gründe, warum die EZB mit der Ankündigung des Ausstiegs aus dem PEPP sogar bis Dezember warten könnte. So würde sie die vorläufige Inflationsprognose für 2024 abwarten können. Außerdem gehen wir davon aus, dass der Bericht zur Strategieüberarbeitung bis Dezember veröffentlicht sein wird. Ansonsten ist unklar, ob er rechtzeitig verfügbar wäre, um mit einer PEPP-Entscheidung im September koordiniert zu sein.

Wir sehen zudem einen weiteren Grund, der für das Makro-Narrativ der EZB spricht. Bis Dezember wird die EZB einen besseren Blick auf den Zustand des Arbeitsmarktes haben als im September. Das gilt insbesondere für einen kräftigen Abbau der Kurzarbeit, in dessen Folge die Lohninflation und damit die Preise im Dienstleistungssektor vergleichsweise gedämpft bleiben könnten. Das würde auch der bisherigen HVPI-Prognose der EZB entsprechen. Wenn die EZB eher über die Betrachtung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt argumentierte und nicht über die Produktionslücke an sich, könnte sie ihre Geldpolitik einen Schritt hinter der US-amerikanischen Fed halten und so eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar vermeiden.

Mark Wall (+44 20 754-52087, [mark.wall@db.com](mailto:mark.wall@db.com))

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, [marc.schattenberg@db.com](mailto:marc.schattenberg@db.com))



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
23.06.2021	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juni	65,0	64,4
23.06.2021	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juni	56,0	52,8
24.06.2021	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juni	100,0	99,2
29.06.2021	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj.)	Juni	2,5	2,5
30.06.2021	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juni	5,9	6,0
02.07.2021	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Mai	5,0	-5,5
06.07.2021	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Mai	1,5	-0,2
07.07.2021	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Mai	0,5	-0,6
08.07.2021	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Mai	15,9	15,9
08.07.2021	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	0,0	0,3
08.07.2021	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	0,0	-1,7

\*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, ifo, IHS Markit

Marc Schattenberg, Sebastian Becker & Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	-0,10	0,00	0,10					0,10	0,93	0,25
Jun 21	0,125	-0,10	0,00	0,10					0,10	0,90	0,50
Sep 21	0,125	-0,10	0,00	0,10					0,10	0,90	0,75
Dez 21	0,125	-0,10	0,00	0,10					0,25	1,05	0,75

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,12	-0,07
Jun 21	0,15	0,03
Sep 21	0,20	0,03
Dez 21	0,25	0,03

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	1,46	0,04	-0,27	0,71
Jun 21	1,80	0,10	-0,17	1,05
Sep 21	2,00	0,15	-0,08	1,13
Dez 21	2,25	0,20	0,00	1,15

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,21	109,66	0,86	1,41	1,09	10,07		10,10	4,50	348,20	25,39
Jun 21	1,25	110,00	0,87	1,43	1,10	10,00		10,25	4,45	345,00	25,00
Sep 21	1,28	110,00	0,89	1,44	1,13	9,88		10,00	4,40	340,00	24,80
Dez 21	1,30	110,00	0,90	1,45	1,15	9,75		9,75	4,35	340,00	24,50

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Halbzeitbilanz: Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Dez 2020	Jan 2021	Feb 2021	Mrz 2021	Apr 2021	Mai 2021
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	80,8	91,6	92,0	93,2		92,3	90,2	92,7	96,7	96,6	99,2
ifo Geschäftserwartungen	81,9	96,0	93,3	95,5		93,2	91,2	94,8	100,4	99,2	102,9
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	78,1	90,3	95,9	101,3		98,0	97,9	101,3	104,8	105,3	105,6
Produktion (% gg. Vp.)	-18,8	13,9	6,4	-0,2		1,5	-0,5	-2,0	0,7	-0,6	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-23,9	32,1	7,5	2,8		-1,8	0,8	1,6	3,9	-0,2	
Grad der Kapazitätsauslastung	71,4	74,4	79,1	80,4	86,7						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-2,3	-0,4	0,4	-0,3		-3,5	-2,4	-2,3	16,6	-11,6	
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-5,9	3,4	5,6	-2,1		2,4	2,1	-3,7	-12,1		
ifo Bauhauptgewerbe	95,7	101,6	101,1	100,5		101,1	98,8	100,0	102,8	101,8	102,9
<b>Konsumentennachfrage</b>											
<b>EC Konsumentenbefragung</b>											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,8	4,0	1,3	-6,5		-8,0	-6,1	3,2	7,7	-5,5	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-47,4	-6,7	1,0	-6,4		9,9	-31,1	-19,0	35,9	90,0	37,2
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-30,0	43,9	7,2	3,3		-2,7	3,3	0,0	2,7	2,7	
Exporte (% gg. Vp.)	-21,7	20,7	4,6	3,7		0,3	1,7	1,0	1,3	0,3	
Importe (% gg. Vp.)	-15,8	12,3	5,4	3,0		-0,2	-3,0	3,6	7,1	-1,7	
Nettoexporte (EUR Mrd.)	25,2	49,7	50,1	53,9		16,5	21,0	18,9	13,9	15,9	
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,2	6,3	6,1	6,0		6,1	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	535,0	91,7	-85,7	-68,0		-34,0	-36,0	9,0	-8,0	7,0	-15,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	-1,2	-1,3	-1,4	-1,6		-1,5	-1,6	-1,7	-1,4	-0,5	
ifo Beschäftigungsbarometer	89,3	94,9	96,1	95,8		95,5	95,1	94,6	97,6	98,3	100,2
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	0,7	-0,2	-0,6	1,7		-0,7	1,6	1,6	2,0	2,1	2,4
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	0,5	0,0	1,8		-0,1	2,0	1,7	1,6	1,1	1,6
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-5,5	3,9	14,1	33,4		17,2	25,1	32,3	43,5	54,1	67,7
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	33,1	43,3	45,3	61,2		50,2	55,3	62,0	65,7	65,2	68,2
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	38,9	25,4	28,6	33,4		31,0	30,7	31,5	38,0	35,0	35,1
EC Unternehmensumfrage	-4,9	0,1	3,3	14,9		5,1	8,3	13,1	23,4	30,6	36,0
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	8,1	2,5	2,1	2,0							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	-2,2	0,6	1,6	0,9							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	5,9	3,1	3,7	4,3							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,9	7,3	8,2	7,1		8,2	9,2	9,0	7,1	7,1	
Trend von M3*						8,0	8,5	8,8	8,4	7,7	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,7	4,3	4,1	4,2		4,1	4,2	4,1	4,2	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	3,1	9,5	22,9	6,8		22,9	15,4	15,5	6,8	12,1	

% gg. VP = Veränderung gegenüber der Vorperiode; \* zentrierter 3M-Durchschnitt

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bundesbank, Europäische Kommission, Eurostat, Statistisches Bundesamt, HWWI, ifo, Markit



## Ausblick Deutschland

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

- ▶ Halbzeitbilanz:  
Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation ..... 14. Juni 2021
- ▶ Deutsche Wirtschaft startklar für den Aufschwung –  
Wahlumfragen hängen in der Schwebe ..... 11. Mai 2021
- ▶ Robustes BIP 2021, trotz Q1-Rückschlag –  
Inflation klettert auf 2% ..... 19. Februar 2021
- ▶ Ausblick 2021: Corona-Konjunktur ..... 14. Dezember 2020
- ▶ November Lockdown = Q4 BIP Knockdown ..... 4. November 2020
- ▶ Deutsche Wirtschaft unerwartet robust ..... 25. September 2020
- ▶ Wie stark fällt die Erholung in Q3 aus? ..... 12. August 2020

© Copyright 2021. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg