

# Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

### Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht  
Chefvolkswirt  
+49 211 8221 4118  
[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

Dr. Carolin Vogt  
+49 211 8221 4492  
[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

Eugenia Wiebe  
+49 211 8221 3174  
[Eugenia.Wiebe@ikb.de](mailto:Eugenia.Wiebe@ikb.de)

### Deutsche Konjunktur: Steigende Rohstoffpreise kein Risiko für Stimmungslage deutscher Unternehmen **2**

Stimmung hat sich im Mai erneut deutlich aufgehellt • Dennoch dürften Lieferengpässe kurzfristig belasten • Steigende Rohstoffpreise werden dagegen als Indikator für kräftige Konjunkturerholung gesehen

### Kapitalmarkt: Konjunkturausblick für die zweite Jahres- hälfte bleibt gut, was Aufkaufprogramme der Notenbanken auf den Prüfstand stellen sollte **4**

Rohstoffpreise und Lieferengpässe treiben Inflation • Lohn-/Preisspirale nach wie vor nicht absehbar • Inflationsdruck sollte sich 2022/23 relativieren • Aufkaufprogramme der Notenbanken stehen auf dem Prüfstand • EZB-Zinserhöhung auf Jahre nicht absehbar

### Verarbeitendes Gewerbe: Lieferengpässe erzeugen Preisdruck **6**

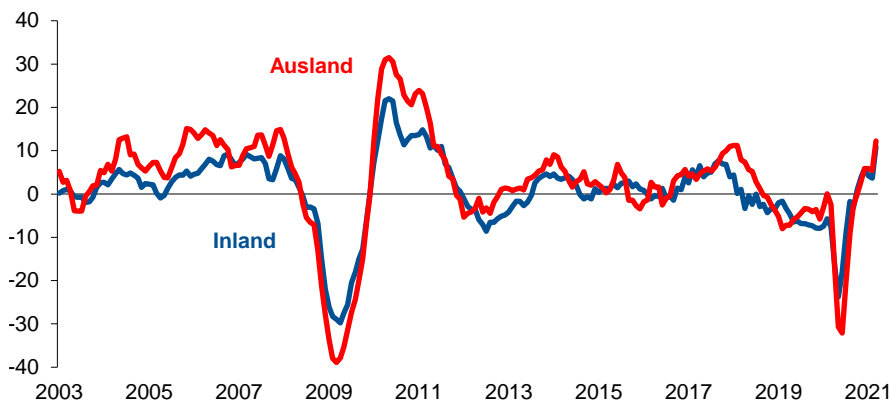
Auftragseingänge und Nachfrage zeigen V-Erhholung • Lieferengpässe belasten Produktionsausweitung • Inflationsdruck infolge von Engpässen wird empirisch bestätigt

### Deutschland: Sozialer Wohnungsbau ist wichtig – aber bitte richtig **9**

Der einfache Sparer bleibt der Verlierer der EZB-Politik • Vermögensaufbau ist gefragt • Sozialer Wohnungsbau mit dem Ziel, Eigenheime für untere Einkommensbezieher zu schaffen • Nicht mehr, sondern weniger Staat ist notwendig

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



**IKB-Prognose 2021**  
 Reale Veränderung in %,  
 saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	3,5
Euro-Zone	4,4
UK	3,6
USA	6,9
Japan	2,7
China	8,5

Quelle: Statistisches Bundesamt (IKB-Berechnung: reale gleitende 3-Monats-Zuwachsraten in %)

### Deutsche Konjunktur: Steigende Rohstoffpreise ...

Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft hat sich auch im Mai weiter und deutlich aufgehellt. Die Einschätzung der aktuellen Lage und auch die Erwartungen geben zunehmend Grund für Optimismus. Dennoch sollten Lieferengpässe kurzfristig eher zu einer höheren Inflation führen als zu Wachstum im produzierenden Gewerbe. Das sollte die Stimmung bei konjunktursensitiven Branchen etwas dämpfen. Dass sich ansteigende Rohstoffpreise ebenfalls negativ auf die Stimmung auswirken, ist eher unwahrscheinlich. Denn steigende Rohstoffpreise gehen meist mit einem Anstieg im ifo Geschäftsklima einher, da sie eine positive Konjunktorentwicklung spiegeln. Die IKB hält an ihrer BIP-Wachstumsprognose für Deutschland von ca. 3,5 % im Jahr 2021 fest.

### Preisdruck – bald auch im Dienstleistungssektor?

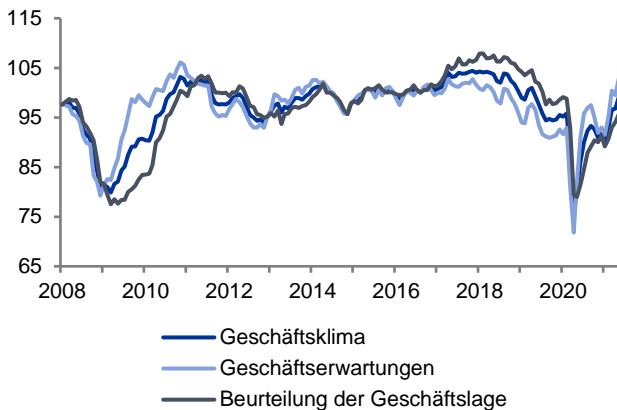
Das produzierende Gewerbe tut sich nun schon länger schwer, der dynamischen Nachfrage gerecht zu werden. Mit der graduellen Öffnung der Wirtschaft nach den Lockdown-Maßnahmen mag dies auch zunehmend für den Dienstleistungssektor gelten. Denn auch hier ist mit einem deutlichen Nachfrageanstieg zu rechnen, dem die Kapazitäten kurzfristig nicht gerecht werden könnten. So bleibt insgesamt der kurzfristige Preisdruck in der Wirtschaft hoch und könnte sich im dritten Quartal durch eine anziehende Nachfrage nach Dienstleistung sogar noch verstärken. Die deutsche Inflationsrate könnte demnach auch im dritten Quartal und trotz der angepassten Erwartung einer Rate von kurzfristig über 3 % eher nach oben als unten überraschen. Doch weiterhin gilt das Argument, dass diese Preisschübe sich als nicht nachhaltig erweisen sollten – zumindest auf eine 12- bis 18-Monatssicht. Allerdings wird die Nachfrage in Deutschland auch im Jahr 2022 durchaus dynamisch bleiben. Aufholeffekte im Konsum, anhaltende fiskalische und geldpolitische Unterstützung sowie globale Wachstumserwartungen deuten weiterhin auf eine erfreuliche Konjunktorentwicklungen im Jahr 2022 hin.

### Rohstoffpreisanstiege führen zu keinem Dämpfer in der Stimmung der deutschen Wirtschaft

Wie nach der Finanzkrise so steigen die Rohstoffpreise seit dem wirtschaftlichen Einbruch im zweiten Quartal von 2021 kräftig an. Rohstoffmärkte sind bekannt dafür, dass sie von Herdenverhalten und damit Übertreibungen gekennzeichnet sind. So ist die Volatilität der Rohstoffpreise auch einiges höher als die der Realwirtschaft bzw. der physischen Nachfrage. Anhand der aktuell robusten Nachfrage nach finalen Gütern sollte sich der Preisdruck von Rohstoffen wie anderen Vorleistungsgütern zunehmend in finalen Preisen zeigen und so die Margenentwicklung der Unternehmen etwas entlasten. So ist nicht pauschal davon auszugehen, dass der aktuelle Rohstoffpreisanstieg die Stimmung unter Unternehmen in der Wirtschaft belastet. Dies wäre allerdings dann zunehmend der Fall, wenn Rohstoffpreise durch spekulative Überreaktionen sich weit von den realwirtschaftlichen Entwicklungen entfernen und eine Konservierung der Margen durch die Weitergabe des Preisdrucks immer weniger umsetzbar wäre. Kurzfristig scheint hingegen die Stimmung unter den finalen Konsumenten durch anziehende Verbraucherpreise eher belastet zu sein.

**... kein Risiko für Stimmungslage deutscher Unternehmen**

**ifo Geschäftsklima, 2015 = 100**

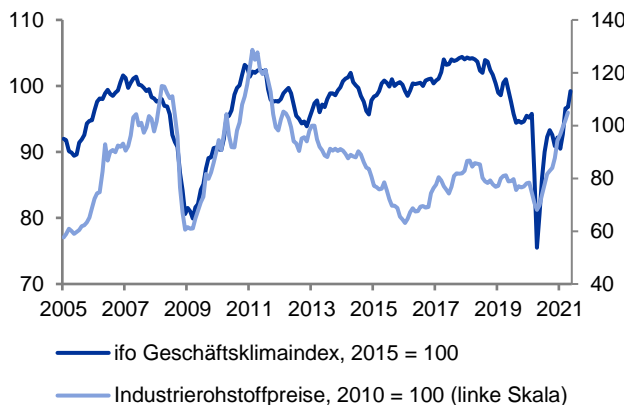


Quelle: FERI



Ein Anstieg in den Preisen von Industrierohstoffen scheint eher mit einer Stimmungsverbesserung in der deutschen Wirtschaft (Anstieg im ifo) einherzugehen als einer Eintrübung. Auch am aktuellen Rand scheinen Rohstoffpreise und das ifo Geschäftsklima sich in Tandem zu bewegen. Empirische Analysen bestätigen eine signifikante und positive Beziehung zwischen dem ifo Index und Industrierohstoffpreisen. Außerdem sind es Veränderungen im ifo Index, die Veränderungen in den Rohstoffpreisen folgen. So führen steigende Rohstoffpreise – da sie ein zunehmend positives Konjunkturmilieu spiegeln – zu einer Stimmungsaufhellung in der deutschen Industrie. Anders gesagt: der aktuelle Anstieg in den Rohstoffen birgt keine Gefahr für die Stimmung unter deutschen Unternehmen, da beide Auftrieb von der guten konjunkturellen Lage erfahren. Kritisch wird es nur dann, wenn sich das Spekulationsverhalten auf den Rohstoffmärkten gänzlich von der Konjunkturentwicklung trennen sollte. Für Industrierohstoffe scheint hierfür das Risiko allerdings eher überschaubar.

**ifo Geschäftsklima und Industrierohstoffpreise**



Quellen: FERI; Bloomberg



**ifo bestätigt weitere Stimmungsaufhellung der Wirtschaft im Mai**

Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft hellt sich weiter auf. So ist der ifo Geschäftsklimaindex im Mai auf 99,2 von 96,8 Punkte im April angestiegen. Hierfür war eine bessere Einschätzung der aktuellen Lage wie auch zunehmend positive Erwartungen verantwortlich. Fortschritte bei der Impfquote, eine anhaltend gute Auftragslage, aber auch die Hoffnung einer baldigen und weitverbreiteten Öffnung der Wirtschaft haben dem Ausblick unter Unternehmen weiter Auftrieb verliehen. Auch in den kommenden Monaten sollte sich diese Entwicklung unter Unternehmen im produzierenden Gewerbe wie auch in der Dienstleistung fortsetzen. Die jüngsten Ifo Zahlen bestätigen den konjunkturellen Ausblick der IKB. So erwarten wir nicht nur ein positives BIP-Wachstum im zweiten, sondern vor allem im dritten und vierten Quartal von 2021. Für das Gesamtjahr 2021 bleibt die BIP-Wachstumsprognose unverändert bei um die 3,5 %.

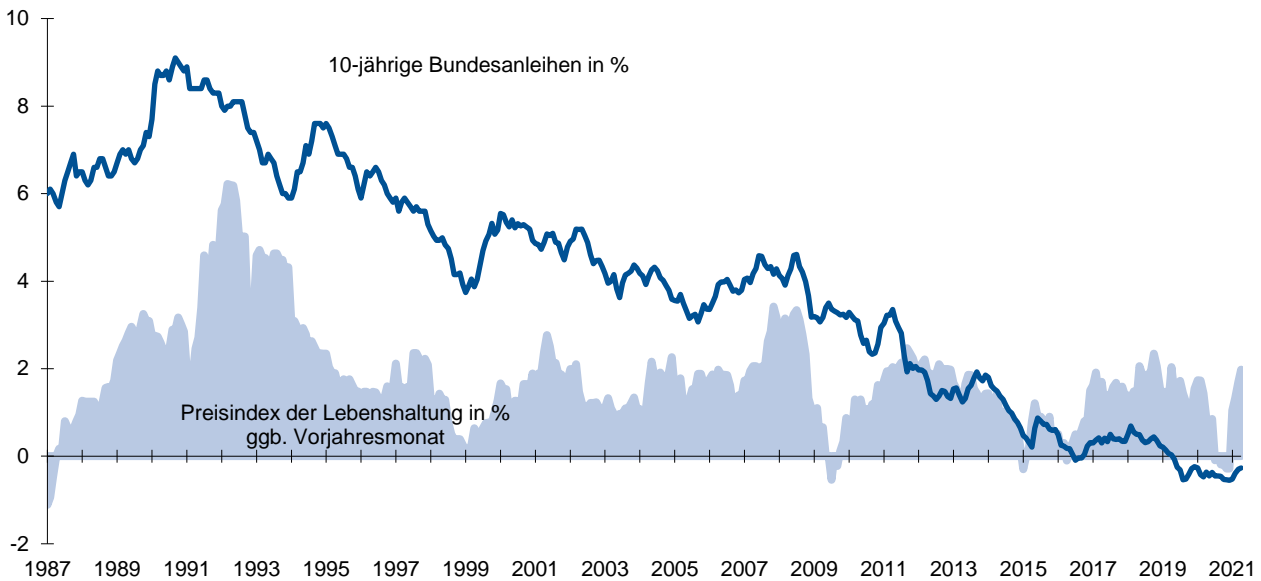
**Deutsche Inflationsrate in %**



Quelle: FERI



**Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %**

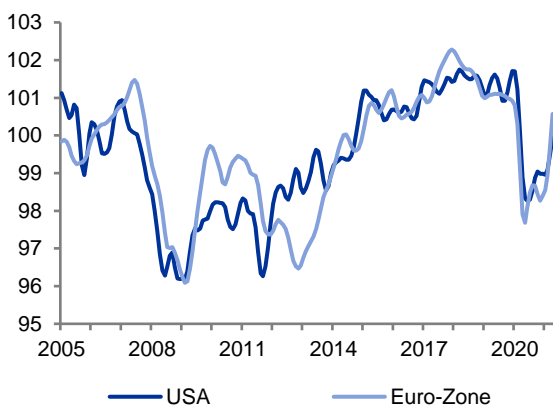


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**Kapitalmärkte: Konjunkturausblick für die zweite Jahreshälfte bleibt gut, ...**

**Euro-Zone und USA: OECD-Konsumklima, 2015 = 100**



Quelle: Bloomberg



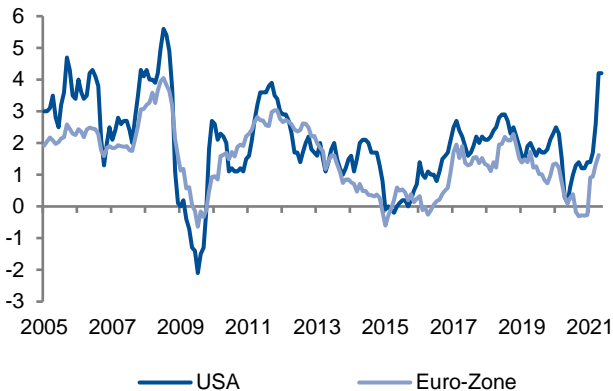
Die Stimmung in der Euro-Zone hat sich im Mai weiter aufgehellt. Warum auch nicht: Die Impfquote steigt, die Inzidenz sinkt, die europäische Wirtschaft kann den Lockdown zunehmend hinter sich lassen, und Konsumenten sitzen in den Startlöchern. So bestätigen jüngste Indikatoren die allgemeine konjunkturelle Erholung für das restliche Jahr 2021. Bereits Ende des zweiten und insbesondere im dritten Quartal wird von einer spürbaren Erholung ausgegangen. Aus deutscher Sicht wird dies durch eine anhaltend robuste Entwicklung der wichtigen Absatzmärkte wie die USA und China, die den Export beleben, und Aufholeffekten bei Ausrüstungsinvestitionen sowie des privaten Konsums unterstützt.

Auch wenn Lieferprobleme die Produktion kurzfristig und insbesondere in der Automobilindustrie belasten, bleibt der Ausblick für das Umsatzwachstum positiv, da Unternehmen auf die hohe Nachfrage mit Preissteigerungen reagieren werden (*siehe S. 6*). Vor allem der Dienstleistungssektor und damit auch der private Konsum bleiben wichtige Hoffnungsträger für das BIP-Wachstum im dritten Quartal. Mit dem Abklingen der Lockdown-Maßnahmen sollte der Konsum nicht nur zulegen, er sollte sich auch dahingehend normalisieren, dass wieder verstärkt Dienstleistungen nachgefragt werden. Unsicher bleibt hingegen das Ausmaß des Rückgangs der Sparquote. Je nachdem wie stark die Aufholeffekte des Konsums ausfallen werden, könnte die Sparquote sogar temporär unter das Vorkrisenniveau fallen. Eine Erholung am Arbeitsmarkt bzw. weitere deutliche Rückgänge der Kurzarbeit sind hierfür sicherlich ebenso notwendig wie die Überzeugung der Konsumenten, dass weitere nationale Lockdowns nicht stattfinden werden. Damit bleibt für den kurzfristigen Verlauf des Konsums und damit den allgemeinen Wachstumsverlauf entscheidend, dass sich vor allem die Stimmung der Konsumenten weiter aufgehellt.

Infolge der kräftigen Güternachfrage, steigender Rohstoffpreise und Lieferengpässen ist die Inflationsrate auf beiden Seiten des Atlantiks überraschend stark angestiegen. Mit der Verschiebung der Konsumnachfrage nach Dienstleistungen und Aufholeffekten könnte sich nun der Inflationsdruck breiter aufstellen und durch steigende Dienstleistungspreise verstärken.

... was Aufkaufprogramme der Notenbanken auf den Prüfstand stellen sollte

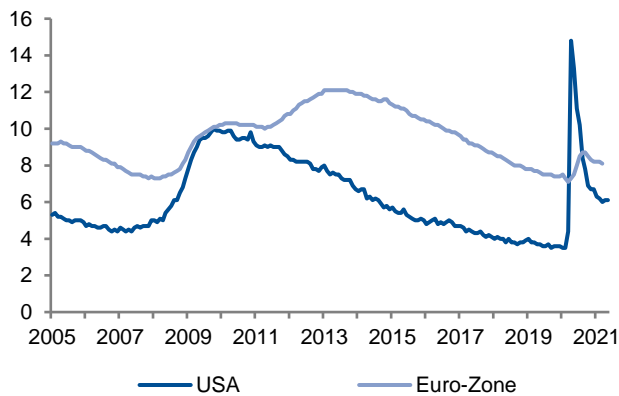
**Euro-Zone und USA: Inflationsrate in %**



Quelle: Bloomberg



**Euro-Zone und USA: Arbeitslosenquote in %**



Quelle: Bloomberg



**Renditen 10-jähriger US-Treasury in %**



Quelle: Bloomberg



Kurzfristig bleibt das Inflationsrisiko klar nach oben gerichtet, auch weil Rohstoffmärkte oft von spekulativen Übertreibungen getrieben werden (siehe S. 2). Der deutliche Anstieg der US-Inflationsrate auf 4,2 % im April 2021 ist ein aktuelles Beispiel. Allgemein wird davon ausgegangen, dass sich der momentane Inflationsanstieg als nicht nachhaltig erweist. Es handelt sich um Angebots- und temporäre Nachfrageschocks, die nur durch eine Lohn-/Inflationsspirale und damit ansteigendes Lohnwachstums zu einer höheren bzw. zunehmenden Inflationsrate führt. Der sehr hohe Offenheitsgrad der europäischen Wirtschaft auf der einen, aber auch fehlende fundamentale Nachfrage des Privatsektors auf der anderen Seite sprechen gegen solch eine Entwicklung – zumindest für die mittelfristige Sicht. Der unterliegende Inflationsdruck sollte sich nächstes Jahr relativieren – wenngleich die Inflationsrate im historischen Vergleich in den Jahren 2022 und 2023 durchaus höher liegen sollte. Dies wird durch die expansive Fiskalpolitik (EU-Wiederaufbaufonds) und die weiterhin unterstützende Geldpolitik gestützt.

Der aktuelle Inflationsanstieg in den USA, aber vor allem die sich erholende Konjunktur und der sich belebende Arbeitsmarkt werden zu einer graduellen Reduzierung des Ankaufvolumens der Fed führen und perspektivisch auch wieder Zinsanhebungen in den USA erlauben. Allerdings versucht die Fed, die Erwartungen diesbezüglich zu dämpfen. Der Anstieg der US-Renditen ist dennoch fundamental nachvollziehbar, auch weil die Schuldentragfähigkeit des US-Staates durch das aktuelle Renditenniveau nicht gefährdet ist (siehe S. 6). In der Euro-Zone sind die Überlegungen ähnlich – zumindest was die Rückführung des Ankaufprogramms angeht. Zwar mag sich der Inflationsanstieg, wie die EZB immer wieder betont, in der Tat nicht als nachhaltig erweisen. Die konjunkturelle Erholung sollte aber auch in der Euro-Zone Fahrt aufnehmen. Negative 10-jährige Bundrenditen, getrieben vom PEPP-Programm der EZB, machen dabei wenig Sinn. Von nachhaltigen Zinsanstiegen der EZB ist die Euro-Zone allerdings noch Jahre entfernt – trotz des aktuellen Inflationsanstiegs. So werden Zinsen preisbereinigt kurzfristig noch weiter ins Negative rutschen. Bargeld bleibt damit als Vermögensanlage ungeeignet.

## Verarbeitendes Gewerbe: Lieferengpässe erzeugen Preisdruck

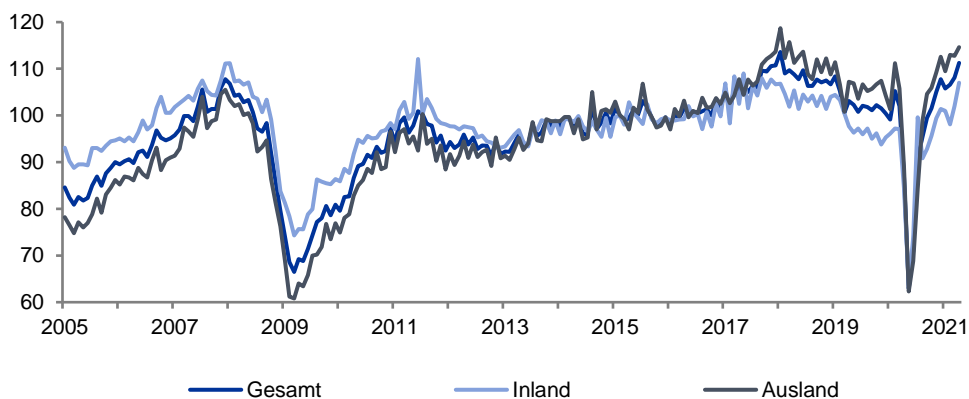
**Fazit:** Aktuell ist die Nachfrage nach Gütern des deutschen Verarbeitenden Gewerbes in einem nie zuvor dagewesenen Ausmaß höher als die Produktion. Dies hat weniger mit einer gewollten langsameren Abarbeitung von Aufträgen zu tun. Es sind vielmehr Engpässe in den Lieferketten, die zusammen mit einer äußerst dynamischen Erholung der Nachfrage unweigerlich Preisdruck im Verarbeitenden Gewerbe verursachen und so den aktuellen Inflationsanstieg stützen.

Die Diskrepanz zwischen Produktion und Nachfrage ist vor allem in der Automobilindustrie und der Produktion von IT-Produkten sowie bei elektronischen Geräten ausgeprägt. Branchen wie Chemische Industrie oder Maschinenbau sind weniger betroffen. Ob dieses Ungleichgewicht zu spürbar höheren Investitionen am Produktionsstandort Deutschland führen wird, bleibt allerdings abzuwarten. Ein nachhaltiger Inflationsanstieg sollte sich hingegen nicht ergeben.

### Auftragseingänge und Nachfrage zeigen V-Erholung

Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes ist im Januar und Februar 2021 gesunken und zeigt bereits länger eine eher verhaltene Entwicklung. Noch immer ist das Niveau relativ niedrig und weit von dem des Vorkrisenjahres 2019 entfernt. Die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe haben sich hingegen trotz der Lockdown-Maßnahmen außerordentlich gut entwickelt und befinden sich bereits deutlich über Vorkrisenniveau. Dies gilt sowohl für Bestellungen aus dem In- wie aus dem Ausland. Ursache für die sinkende Produktion bzw. die geringe dynamische Erholung ist damit nicht die zu geringe Nachfrage. Die Probleme scheinen eher auf der Angebotsseite zu liegen. Ein Aspekt, der in diesem Zusammenhang oftmals erwähnt wird, sind Engpässe bei Zulieferern. So mögen zwar viele Unternehmen volle Auftragsbücher haben, sie können jedoch aufgrund von Lieferengpässen nicht in der gewohnten Zeitspanne liefern bzw. die Produktion hochfahren, um der dynamischen Nachfrageentwicklung gerecht zu werden. Vielfach wird auch davon ausgegangen, dass Unternehmen der guten Auftragslage nicht trauen und die Bestellungen nur langsam abarbeiten, um ihre Produktion stabil zu halten. Lassen sich diese Einschätzungen empirisch belegen, und was sind die Konsequenzen?

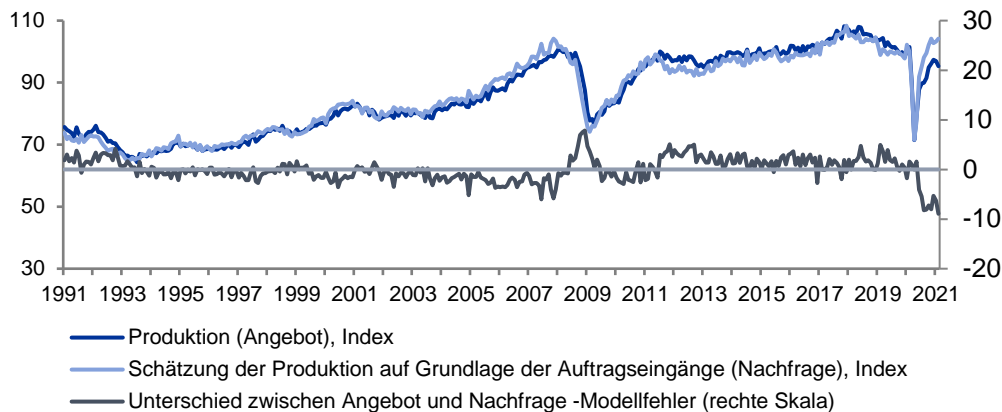
**Abb. 1: Auftragseingänge des Verarbeitenden Gewerbes, 2015 = 100**



Quelle: FERI

### Produktionserholung weniger dynamisch als Nachfrage, ...

Eine divergierende Entwicklung zwischen Angebot und Nachfrage ist seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie zu beobachten; sie hat im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2020 sogar noch zugenommen. Vor allem seit dem vierten Quartal 2020 ist der Unterschied zwischen tatsächlicher und der auf Grundlage der Auftragseingänge erwarteten Produktion so unterschiedlich, wie es seit 1991 (Beginn des Beobachtungszeitraums) bzw. damit seit rund 30 Jahren nicht der Fall war. Es gab zwar schon immer Phasen, in denen die erwartete Produktion über oder unter dem eigentlichen Niveau lag. Doch noch nie hat das solche Dimensionen wie in den letzten Monaten angenommen. Die aktuelle Entwicklung ist nicht nur vom Ausmaß und damit von der statistischen Signifikanz um ein Vielfaches bedeutender, sie scheint sich zudem auch länger hinzuziehen: Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes müsste schon seit einigen Monaten deutlich höher ausfallen.

**Abb. 2: Produktion und geschätzte Nachfrage auf Basis der Auftragseingänge**

Quellen: FERI; IKB-Schätzung

In der Finanzkrise 2008/09 war die Entwicklung umgekehrt. Es wurde deutlich mehr produziert, als es die einbrechenden Auftragseingänge angedeutet hatten – Unternehmen produzierten weiter, obwohl die Nachfrage nach September 2008 überraschend stark wegbrach. Die Folge waren kurzfristig steigende Lagerbestände, gefolgt von einem relativ schnellen und kräftigen Zurückfahren der Produktion, sodass sich im Rezessionsjahr 2009 Angebot und Nachfrage wieder relativ schnell angleichen konnten. Damals hielt die anfängliche Unterschätzung der Krise auf Unternehmensseite nicht lange an.

Was ist der Grund für den aktuellen Nachfrageüberschuss? Das Ausmaß der in Abb. 2 angezeigten Diskrepanz deutet auf eine bedeutende Änderung des Unternehmensverhaltens im Vergleich zur Finanzkrise 2008/09 hin. Nach mehreren Krisen könnte sich das unternehmerische Handeln dahingehend gewandelt haben, dass Unternehmen risikoaverser sind und eher reagieren als agieren. Sie könnten grundsätzlich von einem weiterhin volatilen und wenig berechenbaren Umfeld ausgehen. Die schnelle Erholung der Nachfrage würde demnach als nicht nachhaltig angesehen, und Aufträge würden gehortet werden. Allerdings ist zu bezweifeln, dass ein solches Verhalten bei einem wirtschaftlich handelnden Unternehmen und stabilem dynamischen Nachfragewachstum tatsächlich länger anhalten würde.

### ... was auf Lieferengpässe zurückzuführen ist

Auch Engpässe von Zulieferteilen bzw. Vorprodukten lassen keine ausreichend schnelle Produktionserholung bzw. -erweiterung zu. Dies könnte vor allem dann von Relevanz sein, wenn der Nachfrageanstieg äußerst dynamisch ist und relativ schnell das Vorkrisenniveau wieder erreicht bzw. übersteigt. Im Kontext der Corona-Pandemie findet dieses Argument zusätzliche Unterstützung, da von fragilen Lieferketten und Unterbrechungen infolge von Lockdown-Maßnahmen ausgegangen werden kann. Zudem haben Verschiebungen im Konsumverhalten – weg von Dienstleistungen, hin zum Kauf von mehr Gütern – die Frachtkapazitäten an ihre Grenzen gebracht. Wie immer auch argumentiert werden mag, der in Abb. 2 ersichtliche Unterschied zwischen der Finanz- und Coronakrise deutet auf ein grundsätzlich anderes Verhalten der Angebotsseite hin. Während nach der ersten Welle der Corona-Pandemie eine V-Erholung für einen anfänglich schnellen Produktionsanstieg sorgte, brauchte es im Falle der Finanzkrise deutlich länger. Auch dies spricht aktuell eher für Lieferengpässe bei Vorprodukten für die Industrie als für eine kontrollierte Produktionsverzögerung. Schließlich ergab sich das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage erst im weiteren Verlauf der Nachfrageerholung. Unternehmen haben im Verlauf von 2020 sehr wohl versucht, die stark zunehmenden Auftragsbücher abzuarbeiten.

Die Anzahl der Industrieunternehmen, die mit Lieferkettenproblemen kämpfen, hat sich laut Bundesbankumfrage von Mitte 2020 bis Januar 2021 auf fast 20 % verdoppelt. Dabei haben Störungen bei Lieferketten im Verlauf des Jahres 2020 weiter zugenommen. Zu vermuten wäre gewesen, dass die Probleme nach dem nahezu weltweiten Lockdown im Frühjahr 2020 eher abgenommen haben. Die Bundesbank spricht in diesem Zusammenhang von einer möglichen Akkumulation von Lieferkettenstörungen. Die Studie zeigt, dass Probleme im Produzierenden Gewerbe insbesondere bei Herstellern von Produktions- und Investitionsgütern zu finden sind. Empirische Analysen der IKB zeigen, dass die größte Abweichung zwischen Angebot und Nachfrage im Automobilsektor, bei IT-Produkten und elektronischen Geräten zu finden ist. Angesichts der globalen Lieferketten und der hohen Vernetzung der globalen Wertschöpfung ist das nicht überraschend. Insbesondere

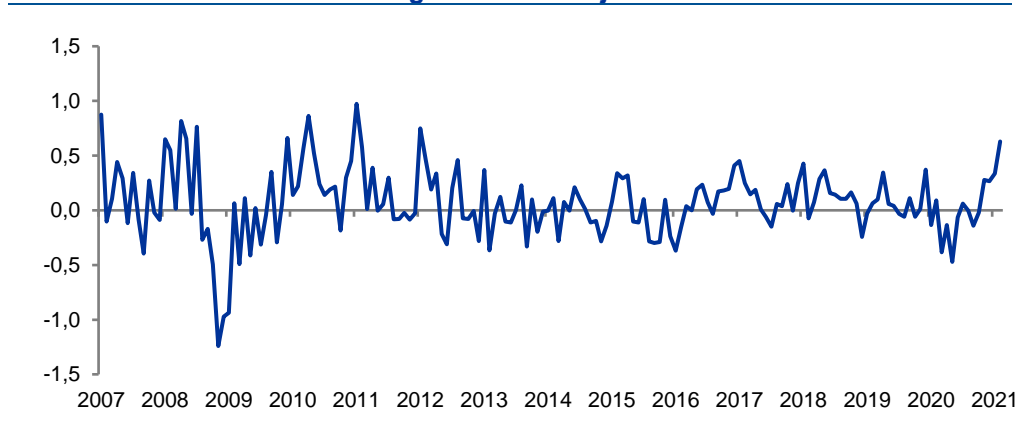
die Engpässe bei Halbleitern dürften hier zu Problemen geführt haben. Weniger ausgeprägt sind die Abweichungen in der Chemieindustrie und bei elektrischen Ausrüstungsgütern und Geräten. Es besteht auch kaum eine ersichtliche Diskrepanz im Maschinenbau. In dieser Branche mit hoher inländischer Wertschöpfung liegen Produktion und durch Auftragseingänge geschätzte Nachfrage relativ gleichauf. In der Metallindustrie ist es vor allem die Metallbearbeitung und -erzeugung, die der Nachfrage aktuell hinterhereilt.

**Inflationsdruck infolge von Lieferengpässen wird empirisch bestätigt**

Schieben Unternehmen die Nachfrage vor sich her, ergibt sich kurzfristig kaum Inflationsdruck. Denn Ziel ist es dann nicht, durch Preisanpassungen Angebot und Nachfrage ins Gleichgewicht zu bringen. Stattdessen werden Kunden „hingehalten“, um eine stabile Produktion sicherzustellen. Existieren aktuell allerdings Engpässe, und Güter können nicht geliefert werden, würde dies für einen spürbaren Preisanstieg sprechen, der den Charakter einer Stagflation aufweist. Also: Eine nicht ausreichende Produktion führt zu steigenden Preisen. Empirische Analysen deuten in der Tat daraufhin, dass der aktuelle Unterschied zwischen Angebot und der anhand Auftragseingänge geschätzten Nachfrage sehr wohl ein statistisch bedeutender Treiber für die Preisentwicklung im Verarbeitenden Gewerbe ist. Ist das Vorzeichen des Modellfehlers wie in Abb. 2 negativ, besteht ein Nachfrageüberschuss, der einen positiven Einfluss auf die Preisentwicklung im Verarbeitenden Gewerbe hat. Dies bestätigt nicht nur die These von Engpässen, sondern auch, dass diese seit der zweiten Hälfte 2020 zu messbarem Preisdruck geführt haben.

In der Finanzkrise 2009 sind Preise von Industriegütern deutlich stärker zurückgegangen als während der Corona-Pandemie im Jahr 2020, was natürlich auch maßgeblich von der Rohstoffpreisentwicklung beeinflusst wurde. Dennoch hat eine schwache Nachfrageerholung zusammen mit einem anfänglichem Lageraufbau – das Angebot war am Anfang der Krise deutlich höher als die Nachfrage – die Preise während und nach der Finanzkrise unter Druck gesetzt und so der Inflation gegengewirkt. Im aktuellen Umfeld einer deutlichen Nachfrageausweitung und Lieferengpässen wird der durch die Rohstoffpreiserholung induzierte Preisanstieg eher verstärkt – zumindest kurzfristig. So sind am aktuellen Rand deutliche Preiserhöhungen im Verarbeitenden Gewerbe erkennbar.

**Abb. 3: Preisdeflator für das Verarbeitende Gewerbe, Veränderung in % zum Vorjahresmonat**



Quellen: FERI; IKB-Berechnung

Insgesamt sind Probleme in den Lieferketten aktuell eine Realität, die in vielen Branchen in Deutschland für eine unzureichende Produktion verantwortlich sind. Diese Engpässe sind zum einen Folge einer außerordentlich dynamischen Nachfrageerholung, die für viele Branchen inzwischen über dem Vorkrisenniveau liegt. Es liegt aber auch an limitierten Frachtkapazitäten und globalen Kapazitätsengpässen sowie an Unterbrechungen bei Lieferketten. Das führt unweigerlich zu Preisanpassungen. Auch die Sicherstellung robusterer Lieferketten ist eine logische Konsequenz. Die Wertschöpfung entlang der Produktionskette wird demnach auf dem Prüfstand stehen. Kurzfristig wird die aktuelle Entwicklung den Preisdruck fördern, mittelfristig ist jedoch mit Kapazitätsausweitungen und Investitionen zu rechnen, was den Inflationsdruck dämpft. Ob dies zu einer höheren Wertschöpfung in Deutschland führt, bleibt allerdings abzuwarten, da das auch von grundsätzlichen Standortfragen abhängig ist (siehe auch *IKB-Kapitalmarkt-News 13. April 2021*).



## Deutschland: Sozialer Wohnungsbau ist wichtig – aber bitte richtig

**Fazit:** Schon seit Jahren verursachen steigende Immobilienpreise eine doppelte Belastung für untere Einkommenschichten. Zum einen wird der Traum vom Eigenheim immer unrealistischer. Zum anderen steigen auch die Mieten und belasten das verfügbare Einkommen. Deshalb werden die steigenden Immobilienpreise in der Politik zunehmend als Problem wahrgenommen und Mieter als Wähler, die geschützt werden müssen.

Doch eigentlich sind steigende Preise eher die Lösung als das Problem. Denn steigende Preise bedeuten Vermögensaufbau. Das Problem ist: Der Eigenheimanteil in Deutschland ist zu niedrig. Ziel einer sozialen Wohnungsbaupolitik muss es darum sein, die unteren Bevölkerungsschichten bei der Vermögensbildung zu unterstützen und ihnen Wohneigentum zu ermöglichen. Dann würden die steigenden Immobilienpreise der Vermögensungleichheit entgegenwirken. Dafür bedarf es nicht nur mehr billigen Wohnraums, sondern auch weniger Wohneigentums in Staatsbesitz. Die EZB sorgt weiterhin für gute Rahmenbedingungen. Nun ist es an der Zeit, dass auch der Staat endlich entsprechend agiert.

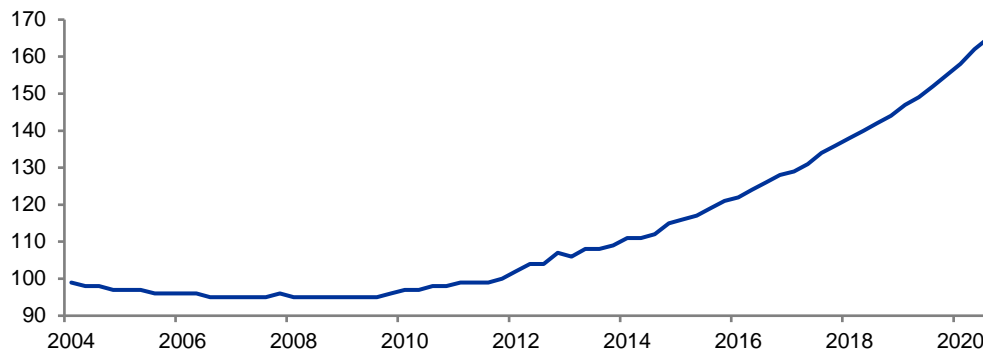
Verteilungseffekte aus der Corona-Pandemie sind ein ständiges Thema in der wirtschaftspolitischen Diskussion geworden. Kurzarbeit, Lockdown-Maßnahmen und die expansive Fiskal- wie Geldpolitik beeinflussen Einkommen und Vermögen in Deutschland auf unterschiedlichste Weise. Generell festigt sich die Einschätzung, dass die Ungleichheit infolge der Corona-Pandemie in Deutschland wie weltweit zugenommen hat. Gerade die EZB beeinflusst die Vermögensverteilung in Deutschland nun schon seit Jahren und bereits vor Corona. Denn die Politik der negativen Zinsen und Bilanzausweitungen hat maßgeblich zu den anhaltenden Immobilienpreisanstiegen beigetragen.

Mit einer Eigentümerquote von knapp über 50 % profitiert etwa nur die Hälfte der deutschen Bevölkerung von steigenden Immobilienpreisen. Gleichzeitig vermindern steigende Mieten das frei verfügbare Einkommen vieler Haushalte. Mit Corona und der Zinspolitik der EZB verschärft sich diese Entwicklung und mag sich noch über Jahre hinziehen. Deshalb werden die Folgen steigender Immobilienpreise zunehmend als gesellschaftliches Problem betrachtet, wie auch aktuelle Wahlprogramme zeigen. Bereits seit Jahren hat die IKB auf einen erhöhten Handlungsbedarf und die Notwendigkeit hingewiesen, ein durch negative Zinsen finanziertes soziales Wohnungsbauprogramm des Staates zu etablieren. Schließlich ist es Aufgabe der Politik, die Verteilungseffekte der Geldpolitik zu adressieren – vor allem wenn es klare Verlierer gibt.

### Der einfache Sparer bleibt der Verlierer

Die Corona-Pandemie hat die Schuldenquoten der Euro-Länder deutlich anheben lassen. Die EZB ist zwar bei weitem der größte Gläubiger der Euro-Staaten geworden; diese Entwicklung bedarf dennoch anhaltend niedriger Zinsen, um die Schuldentragfähigkeit zu sichern. Deshalb werden negative reale Renditen weiterhin den Wert von Bargeld belasten und Bargeldbestände in alternative Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien verlagern. Das wird sich in den nächsten Jahren nicht ändern. Im Gegenteil: Die Inflationsrate sollte im Jahr 2021/22 deutlich ansteigen und auch mittelfristig könnte sie höher liegen. Die EZB wird das wenig stören. Ihr Fokus liegt auf einem nachhaltigen Inflationsanstieg, was kurz- bis mittelfristig mit anhaltend negativen realen Renditen einhergehen wird. So führt die EZB-Geldpolitik dazu, dass Akteure mit Immobilien, Aktienvermögen und Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten Gewinner bleiben, während der Wert von Bargeldbeständen ständig sinkt.

Die Geldmenge in der Euro-Zone ist infolge des PEPP-Programms der EZB rasant angestiegen. Dieses Geld fließt jedoch kaum in die Real-, sondern verbleibt überwiegend in der Finanzwirtschaft. Dort schürt es eine Vermögenspreisinflation. Manche Beobachter argumentieren, die Geldmengenausweitung führt letztendlich auch zu einer Verbraucherpreisinflation. Ob Vermögens- oder Verbraucherpreisinflation, beides belastet die Gesellschaft: Allgemeine Inflation wird preisbereinigte Löhne und Transferzahlungen des Staates unter Druck setzen, Immobilienpreisanstiege führen zu Mietanstiegen und zunehmender Vermögensungleichheit. Unweigerlich belastet die EZB-Politik somit den langfristigen gesellschaftlichen Zusammenhalt, gerade in einem Land mit einer relativ niedrigen Eigentümerquote.

**Abb. 1: Entwicklung der Immobilienpreise in Deutschland (Q1 2014 = Index 100)**

Quelle: Value AG

### Sozialer Wohnungsbau notwendig

Noch immer nimmt sich die Politik die durch die Entwicklung der Immobilienpreise induzierte Vermögensungleichheit nur begrenzt zu Herzen. Die Mieten stehen dabei eher im Fokus als der Aufbau von Vermögen. Doch eine Mietbremse z. B. stabilisiert weder effektiv Mieten noch den Vermögensaufbau. Grundsätzlich benötigen untere Einkommensschichten mehr Zugang zur Vermögensbildung. Konkret: Sinnvoll wäre eine soziale Wohnungsbauinitiative, finanziert durch die negative Zinsstrukturkurve des deutschen Staates. Diese Sozialwohnungen sollte der Staat in einem weiteren Schritt zu subventionierten Konditionen an die unteren Einkommensschichten verkaufen. Bei negativen Renditen und steigenden Immobilienpreisen sollte dies nicht allzu schwierig und ohne durch Steuern subventionierte Transferzahlungen zu erreichen sein. So kann ein zunehmender Teil der Bevölkerung vor der Geldentwertung geschützt werden und gleichzeitig Vermögen aufbauen. Sozialer Wohnungsbau ist demnach einiges mehr als nur das Angebot, Wohnraum günstig zu mieten. Es geht darum, Eigentum bzw. Vermögen zu fördern. Nur dann ist es angebracht, von einer sozialen Wohnungspolitik zu sprechen.

Höhere Steuern und mehr Sozialausgaben – wie sie aktuell in vielen Wahlprogrammen zu finden sind – sind ineffektive Instrumente, um Vermögensungleichheit effektiv zu beseitigen. Denn sie fokussieren sich auf die Verteilung, statt auf den Vermögensaufbau. Und sie schaffen negative Anreize. Untere Schichten bleiben Hilfeempfänger des Staates, während die Steuerlast obere Einkommensschichten belastet. Eine nachhaltige Lösung ist das nicht, weil sie den Wenigsten hilft. Ein soziales Wohnungsbauprogramm mit dem Ziel, durch Angebotsausweitung nicht nur Mieten niedrig zu halten, sondern breit basiertes privates Vermögen zu schaffen, hilft hingegen die negativen Verteilungseffekte der EZB-Politik entgegenzuwirken – und dies ohne höhere Steuern. Im Gegenteil, die inflationäre Politik der EZB (Immobilienpreisanstiege) würde eine immer breitere Masse der Bevölkerung erreichen und der ansteigenden Ungleichheit entgegenwirken.

### Nicht mehr, sondern weniger Staat ist notwendig

Um den Mangel an bezahlbarem Wohnraum zu beseitigen, wird oftmals ein höherer Anteil an Wohnungen in Staatsbesitz gefordert. Der Verkauf von Sozialwohnungen in der Vergangenheit wird scharf kritisiert, habe dies doch nur zu höheren Mieten geführt. Der Staat wird in diesem Zusammenhang als der Beschützer hilfloser Bürgern betrachtet. Das Problem ist, dass diese ohne eigenes Vermögen auch Bedürftige bleiben. Schließlich bleiben sie von der Bereitschaft des Staates abhängig, billigen Mietwohnraum anzubieten. **Auch aktuell fordern Wahlprogramme verschiedener Parteien einen höheren Staatsanteil an Wohnraum, um bezahlbaren Wohnraum anbieten zu können. Dabei ist es genau umgekehrt. Nötig ist, privates Eigentum zu fördern und damit die Möglichkeit zu schaffen, an der Vermögenspreisinflation der EZB-Politik zu partizipieren.** Der Staat ist in der Lage, durch seine günstigen Finanzierungsmöglichkeiten bezahlbaren Mietwohnraum zu schaffen. Dieser Wohnraum muss jedoch mittelfristig in Privatbesitz übergehen, um Vermögen für untere Einkommensschichten zu schaffen und so auch diesen Menschen die Möglichkeit zu geben, vom Staat unabhängige Bürger zu werden.

Wie kann das funktionieren? Der Staat intensiviert dank negativer Zinsen den sozialen Wohnungsbau. Die Mieter bekommen nach ein paar Jahren die Möglichkeit, den von ihnen bewohnten Wohnraum subventioniert zu kaufen. Bis dahin wird durch Preissteigerungen am Immobilienmarkt Eigenkapital geschaffen. Der Staat

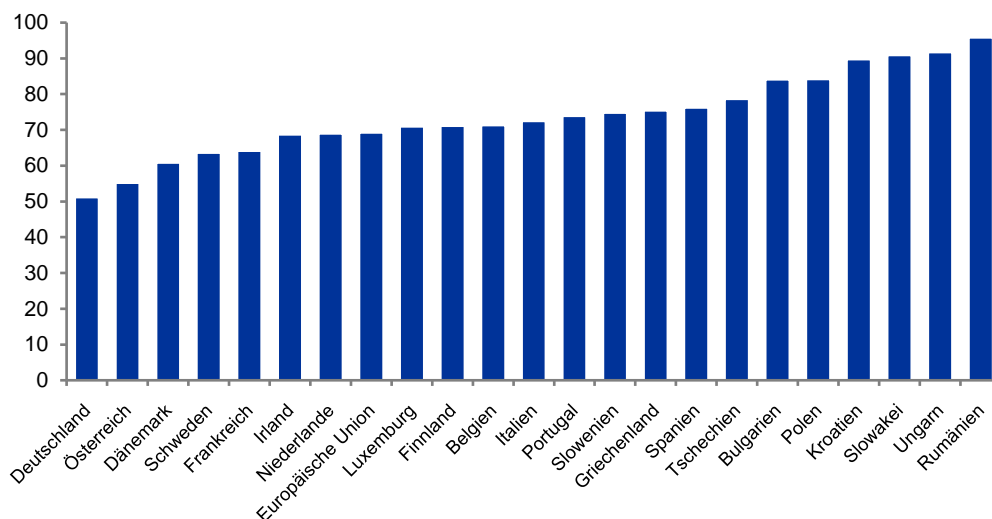
kann die Wohnungen dann zu seinen Finanzierungs- bzw. Baukosten an die Mieter verkaufen. Dadurch kann für die Mieter Eigenkapital aufgebaut werden und eine eigene private Finanzierung sicherstellen. Bis genügend Eigenkapital vorliegt, wird die Miete durch negative Refinanzierungskosten des Staates subventioniert – ohne zusätzliche Kosten. Schließlich liegt die aktuelle durchschnittliche Mietrendite von über 2 % immer noch deutlich über der Zinskurve des Staates. Ein Weiterverkaufsverbot über mehrere Jahre sowie kein weiterer Zugang zu subventioniertem Wohnraum mag klare Anreize schaffen, das erworbene Vermögen zu bewahren.

Ein solches Wohnungsbauprogramm würde den negativen Einfluss von Immobilienpreisanstiegen auf die Vermögensverteilung umdrehen: Untere Einkommenschichten können so viel Vermögen aufbauen wie die steigenden Immobilienpreise hergeben. Mit deutlich ansteigendem Wohnraum würden zwar die Preisanstiege nachlassen, der allgemeine Druck auf Mieten aber ebenfalls.

Ein ausgeweitetes soziales Wohnungsbauprogramm würde folglich nicht nur Wohlstand in Form von Immobilien und niedrigere Mieten sicherstellen. Der Vermögensanstieg würde sich auch breiter verteilen, unterstützt von der EZB-Zinspolitik statt durch höhere Steuern.

**Verschiedene aktuelle Wahlprogramme betonen immer wieder, Immobilienanstiege würden durch Spekulanten geschürt. Es heißt, Regulierung könnte dieser Entwicklung entgegenwirken und die Bürger vor hohen Immobilienpreisen und Mieten schützen. Dabei sollte es eher darum gehen, Vermögenspreisanstiege zuzulassen und sicherzustellen, dass ein größerer Bevölkerungsanteil daran partizipieren kann. Das Problem sind also nicht die Spekulanten, sondern die Tatsache, dass nur ein begrenzter Anteil der Bevölkerung von Immobilienpreisanstiegen profitiert.**

**Abb. 2: Wohneigentumsquote von Haushalten (in %)**



Quelle: Eurostat

Seit vielen Jahren wird immer wieder betont, es seien nicht genügend Baukapazitäten vorhanden, um bedeutend mehr bauen zu können. Doch steigende Preise führen unweigerlich zu einem höheren Angebot. Dies ist auch aktuell der Fall. Allerdings scheint es vor allem für hochpreisige Wohnungen zu gelten. Doch die Bauherren sind überwiegend privat und adressieren eine kaufkräftige Kundschaft. Benötigt wird aber ein Angebotsschub für bezahlbaren Wohnraum, der über die kommenden Jahre bedeutendes Potenzial für eine breite Vermögensbildung schafft. Mitpreisbremsen und Baugeld bewirken hingegen das Gegenteil. Baugeld erhöht die Kaufkraft und führt somit zu noch höheren Immobilienpreisen – ohne die resultierende Vermögensbildung gerechter zu verteilen, während die Mietpreisbremse wie eine Besteuerung auf das Angebot von Mietraum wirkt. Gleiches gilt für den Vorschlag, Mieten nur in Höhe der Inflation ansteigen zu lassen. **Der Staat sollte nicht denen im Weg stehen, die Vermögen aufbauen wollen, sondern lieber zusehen, dass diese Möglichkeit für möglichst breite Bevölkerungsschichten gilt. Die EZB-Politik schafft hierfür gute Voraussetzungen. Nun ist der Staat dran, endlich zu handeln.**

## Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

**Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2019	2020P	2021P	2022P
Deutschland	0,6%	-5,1%	3,5%	4,6%
Euro-Zone	1,3%	-6,7%	4,4%	4,7%
UK	1,4%	-9,9%	3,6%	5,3%
USA	2,2%	-3,5%	6,9%	3,9%
Japan	0,3%	-5,0%	2,7%	1,8%
China	6,0%	2,3%	8,5%	5,6%

**Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2019	2020P	2021P	2022P
Deutschland	1,4%	0,5%	2,4%	2,1%
Euro-Zone	1,2%	0,3%	1,8%	1,5%
UK	1,8%	0,9%	1,3%	2,3%
USA	1,8%	1,3%	3,4%	2,4%
Japan	0,5%	-0,1%	0,1%	0,5%
China	2,9%	2,5%	1,6%	2,3%

**Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %**

	31. Mai	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,14	0,22	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,16	-0,25	-0,10	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,59	1,50	1,60	1,70

**Tabelle 4: Ausgewählte Währungen**

	31. Mai	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
EUR/USD	1,22	1,20	1,18	1,15
EUR/GBP	0,86	0,88	0,90	0,89
EUR/JPY	134	131	129	124
EUR/CHF	1,10	1,09	1,11	1,07
EUR/HUF	348	355	360	367
EUR/CZK	25,5	25,8	26	25,6
EUR/TRY	10,37	9,80	10,20	10,90
EUR/PLN	4,49	4,60	4,50	4,30
EUR/RUB	89,5	90,0	88,0	90,0
EUR/MXN	24,3	24,2	24,1	23,6
EUR/ZAR	16,8	17,3	18,2	19,5
EUR/CNY	7,77	7,80	7,80	7,90
EUR/CAD	1,47	1,48	1,50	1,46
EUR/AUD	1,58	1,54	1,50	1,48

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; Ende 2021, 2022)

**Disclaimer:**

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

**Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

**Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG**

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Böttzkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0  
Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4492

2021

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick  
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann  
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Ralph Müller, Dr. Patrick Trutwein