

# **Vom Regen in die Traufe? Inflationsrisiken nach der Corona- Rezession**

**Prof. Dr. Kai Carstensen**  
Christian-Albrechts-Universität zu Kiel  
ifo Institut und CESifo München

**FondsConsult Investment-Konferenz, 15.10.2021**

# Aufholprozesse nach den Lockdowns


**In vielen weltwirtschaftlich wichtigen Ländern wurden die Corona-Restriktionen gelockert**

**Aber die Aufholjagd geht nicht friktionsfrei**

- Lieferketten laufen noch nicht rund (Schiffsverkehr, Frachtraten)
- Knappheit an industriellen Vorprodukten (Metalle, Agrarrohstoffe, Halbleiter)
- Staaten mit großen Hilfs- bzw. Konjunkturpaketen
- Daher trifft aufgestaute und staatlich zusätzlich gestützte Nachfrage auf beschränktes Angebot
- Resultat: schnell steigende Preise → Inflationsrisiken

**Coronagefahr bleibt: Rückschläge nicht ausgeschlossen**

# Überblick

- 1. Weltwirtschaftlicher Rahmen: Aufholphase nach den Lockdowns**
  - 2. Euroraum nach Corona: Verwerfungen verschärft**
  - 3. Konjunkturlage in Deutschland: Aufholprozess durch Engpässe überlagert**
  - 4. Inflationsrisiken in Deutschland: Preisschub nach der Corona-Rezession**
  - 5. Entwicklung am deutschen Immobilienmarkt: Die Preise ziehen weiter an**
- 

**Weltwirtschaftlicher Rahmen:**

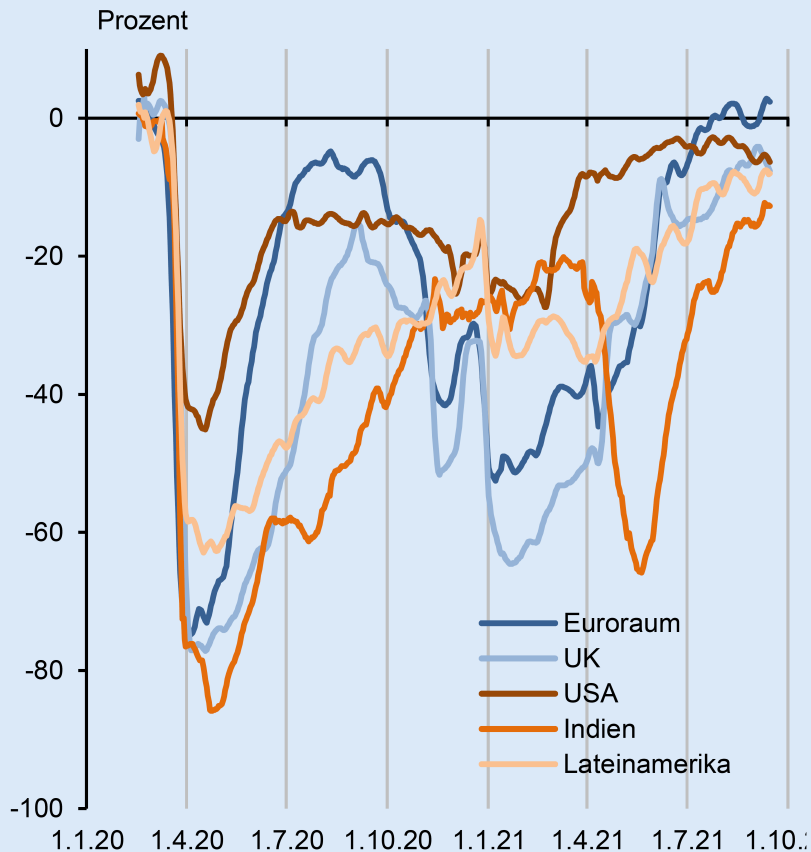
**Aufholphase nach den Lockdowns**

# Überblick: Stand der Weltwirtschaft

- Hinter uns liegen massive Einschränkungen, u.a. von Produktion und Konsum. Dabei große Heterogenität weltweit.
- Damit einher ist die Arbeitslosigkeit in einigen Ländern drastisch gestiegen.
- Der Staat hat vielerorts die Einkommen (und z.T. die Beschäftigung) gestützt.
- Im Zuge der Erholung hat die Produktion wieder viel wettgemacht und die Arbeitslosigkeit ist gesunken.
- Dennoch bleiben viele Friktionen, z.B. im Schiffsverkehr.
- Aufgestaute Nachfrage und trifft auf noch beschränktes Angebot (→Vorleistungspreise) und erzeugt Inflationsschub.

# Corona-Lage: Back to normal

Mobilitätsdaten in ausgewählten Ländern



Tagesdaten, Einzelhandel und Freizeiteinrichtungen, Abweichung ggü. gleichem Wochentag im Zeitraum Januar bis Februar.

Quelle: Google Covid-19 Mobility Report.

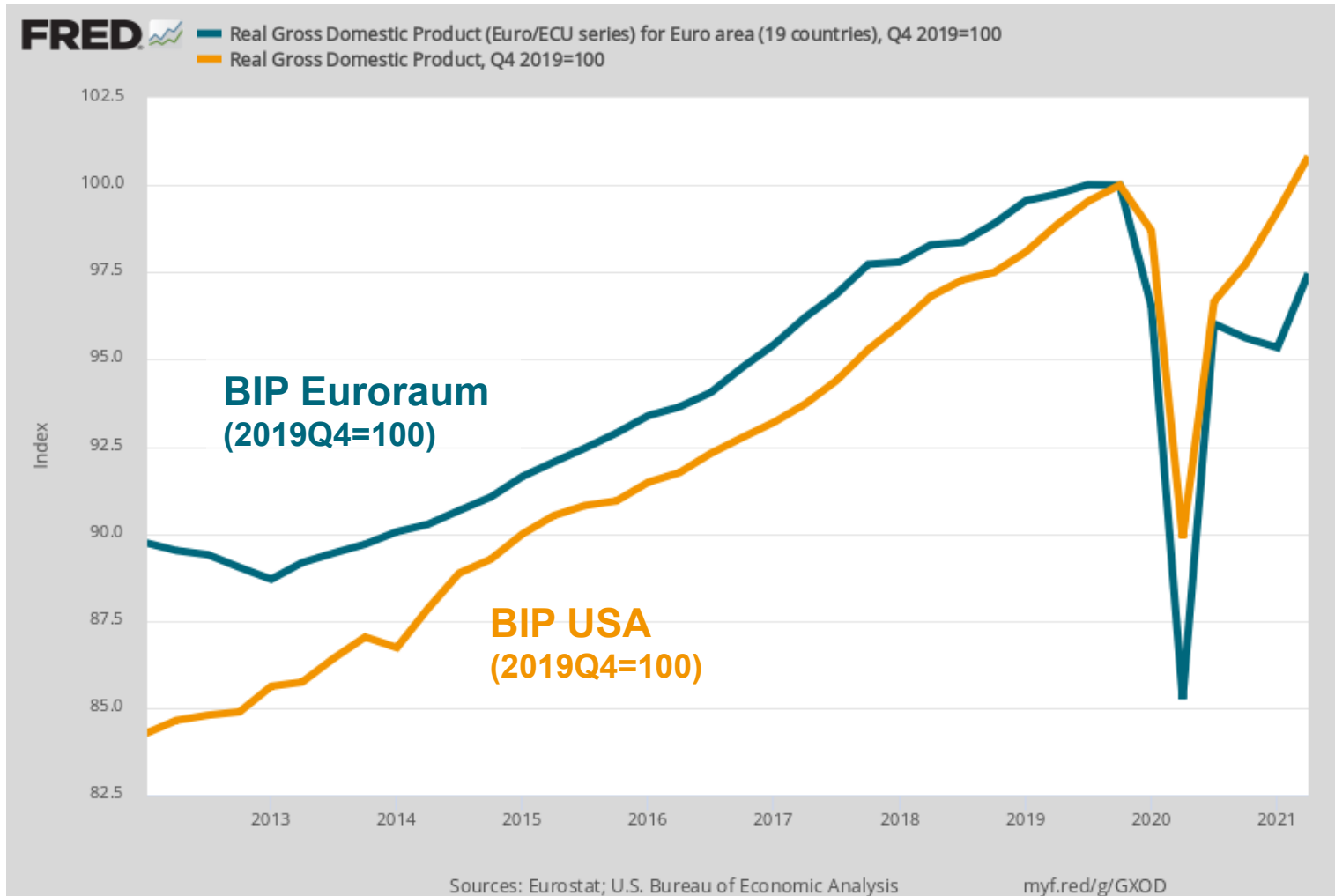
Heterogene Entwicklung liegt hinter uns.

Beschränkungen der Mobilität sind mittlerweile weitgehend aufgehoben.

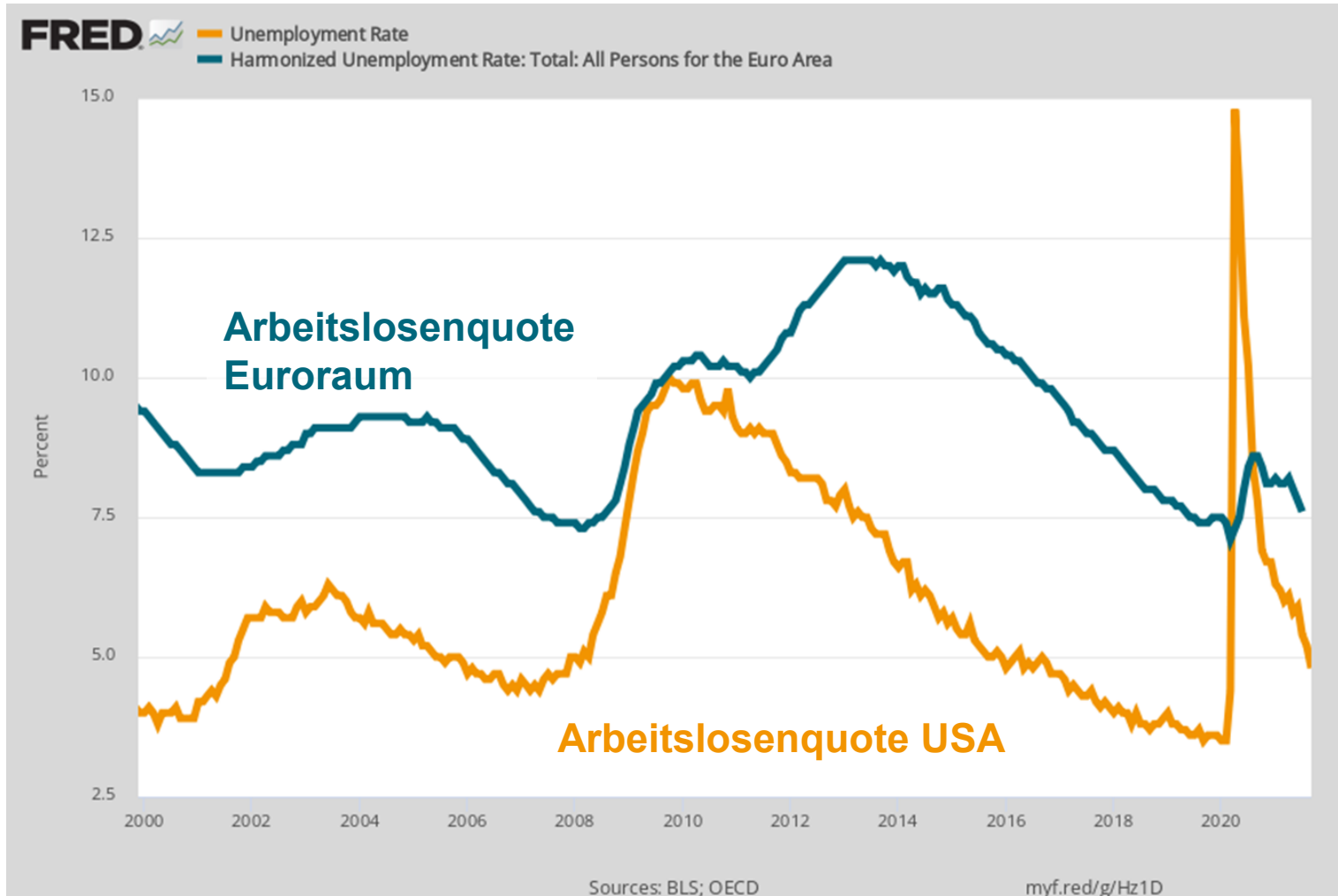
Aber die Kurven verdeutlichen, wie schnell es auch wieder „abwärts“ gehen kann.

Quelle der Grafik: Kieler Konjunkturberichte 81 (2021 Q3), S. 5, IfW Kiel.

# Erholung unterschiedlich fortgeschritten

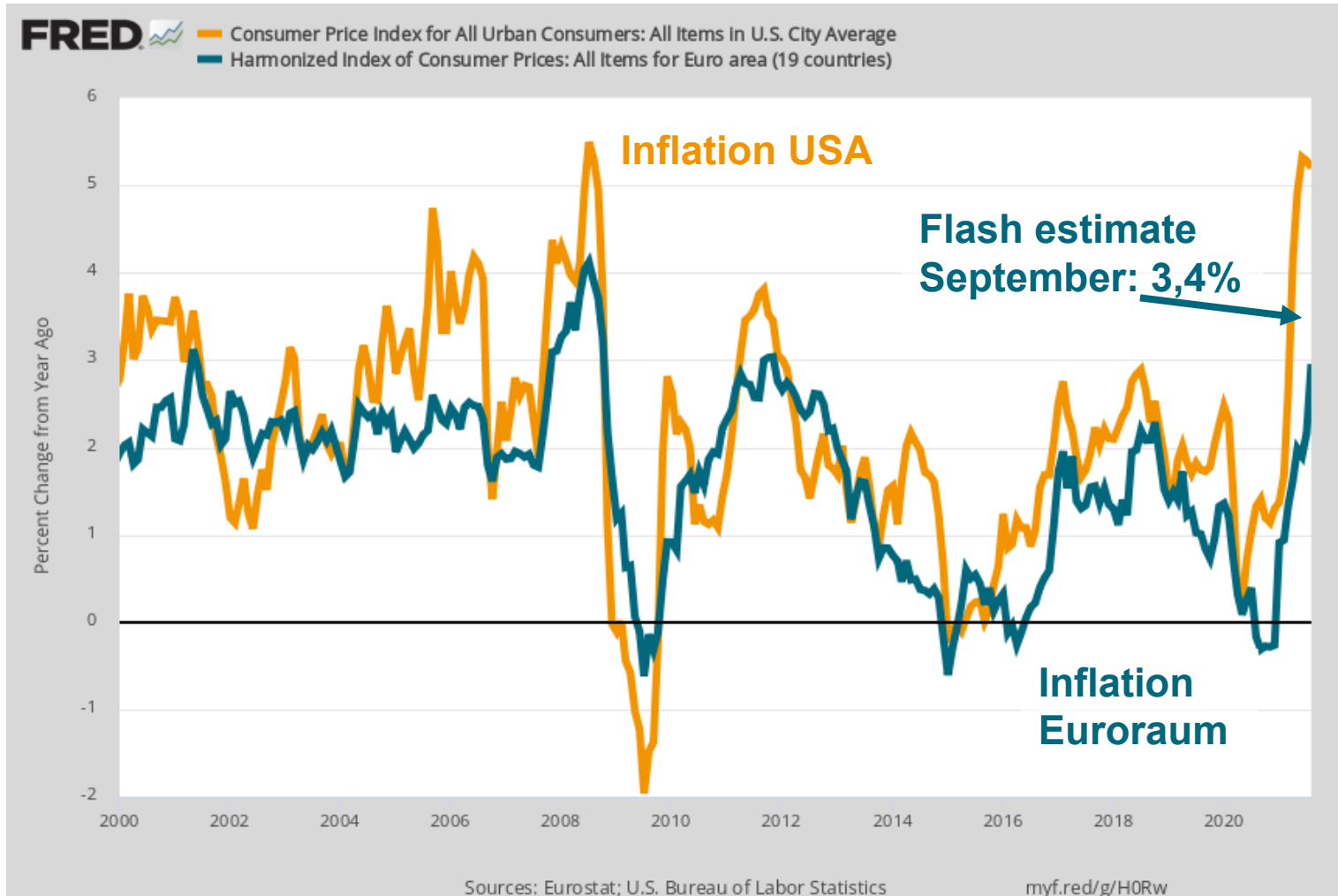


# Arbeitslosigkeit geht zurück



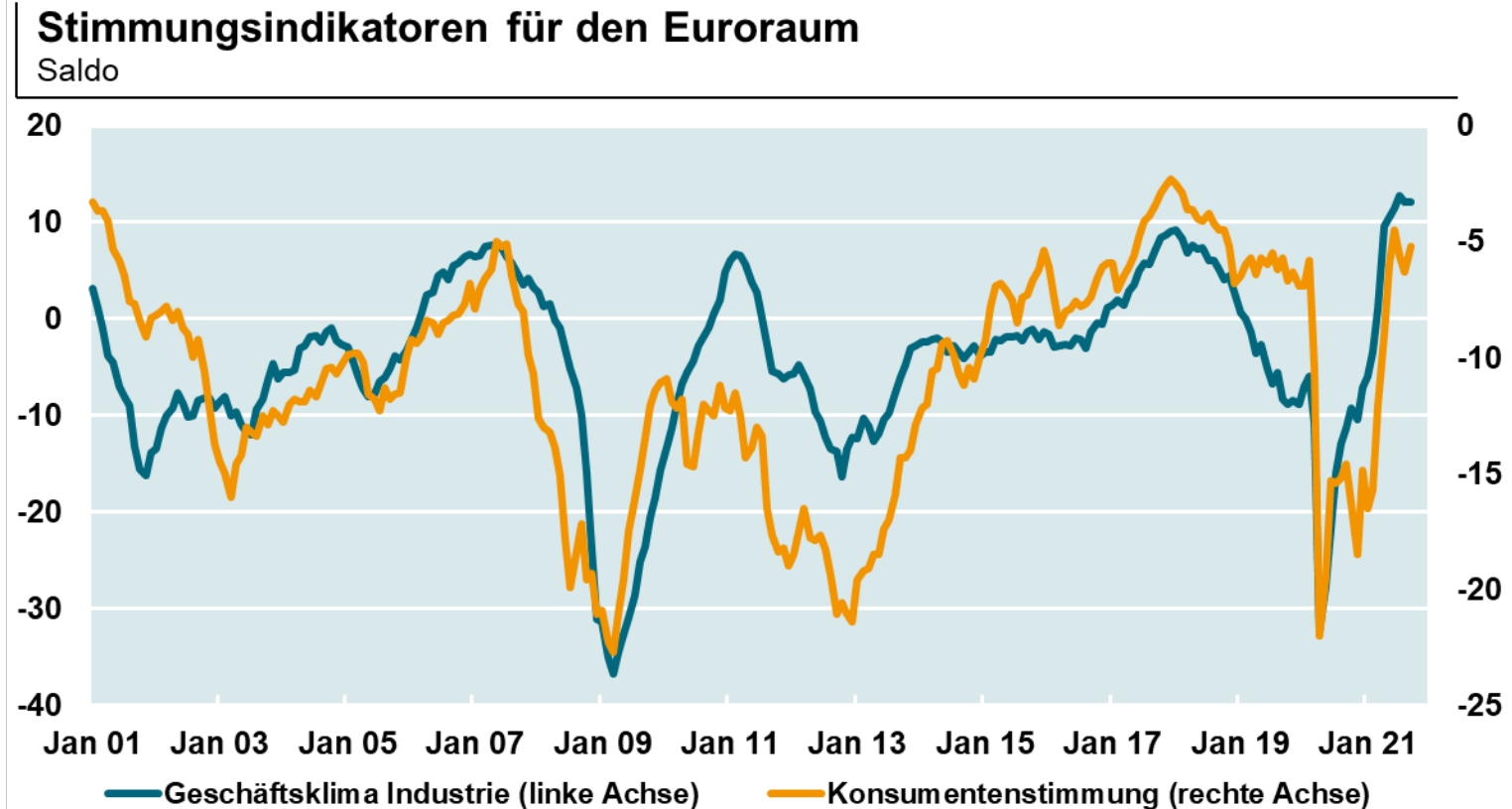


# Inflation zieht an



## **Euroraum nach Corona: Verwerfungen verschärft**

# Die Stimmung in der EU ist zwar wieder gut...

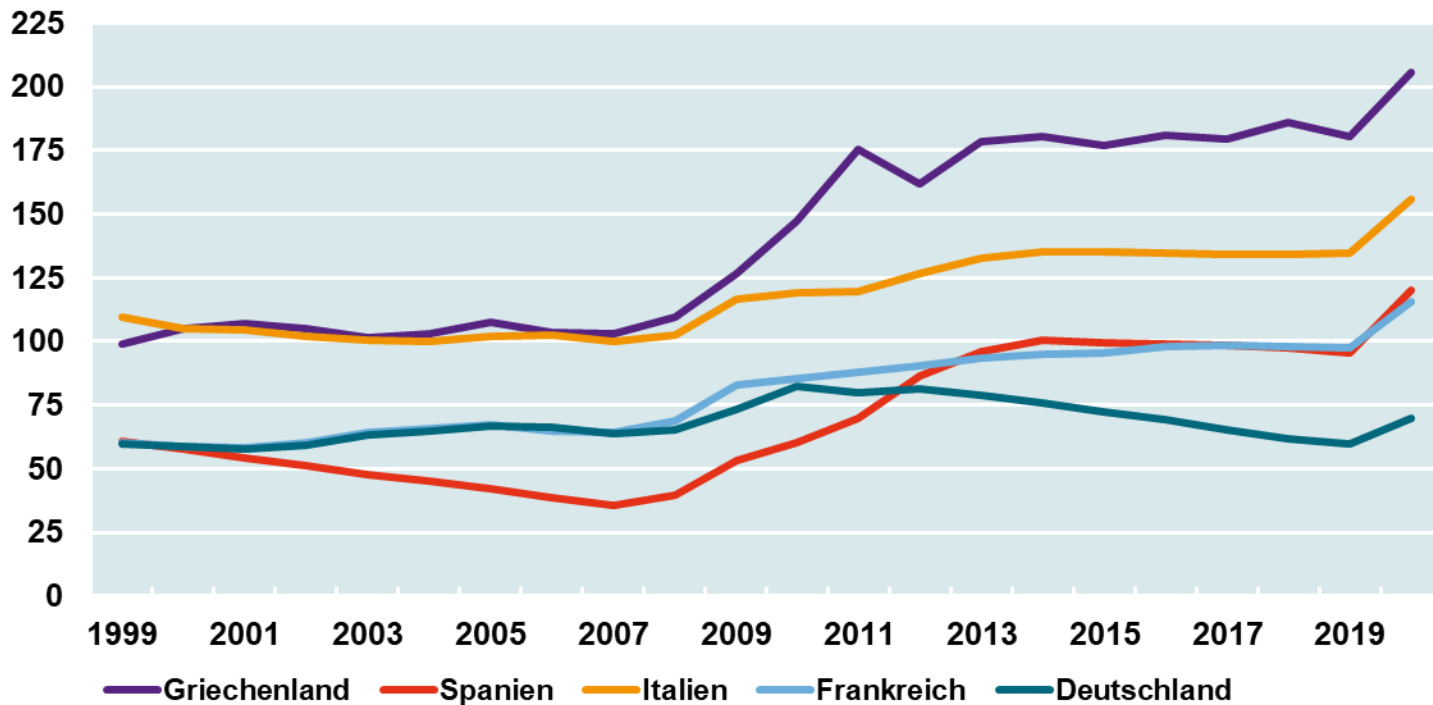


Quelle: DG EcFin.

# ... aber die Verschuldung sehr hoch...

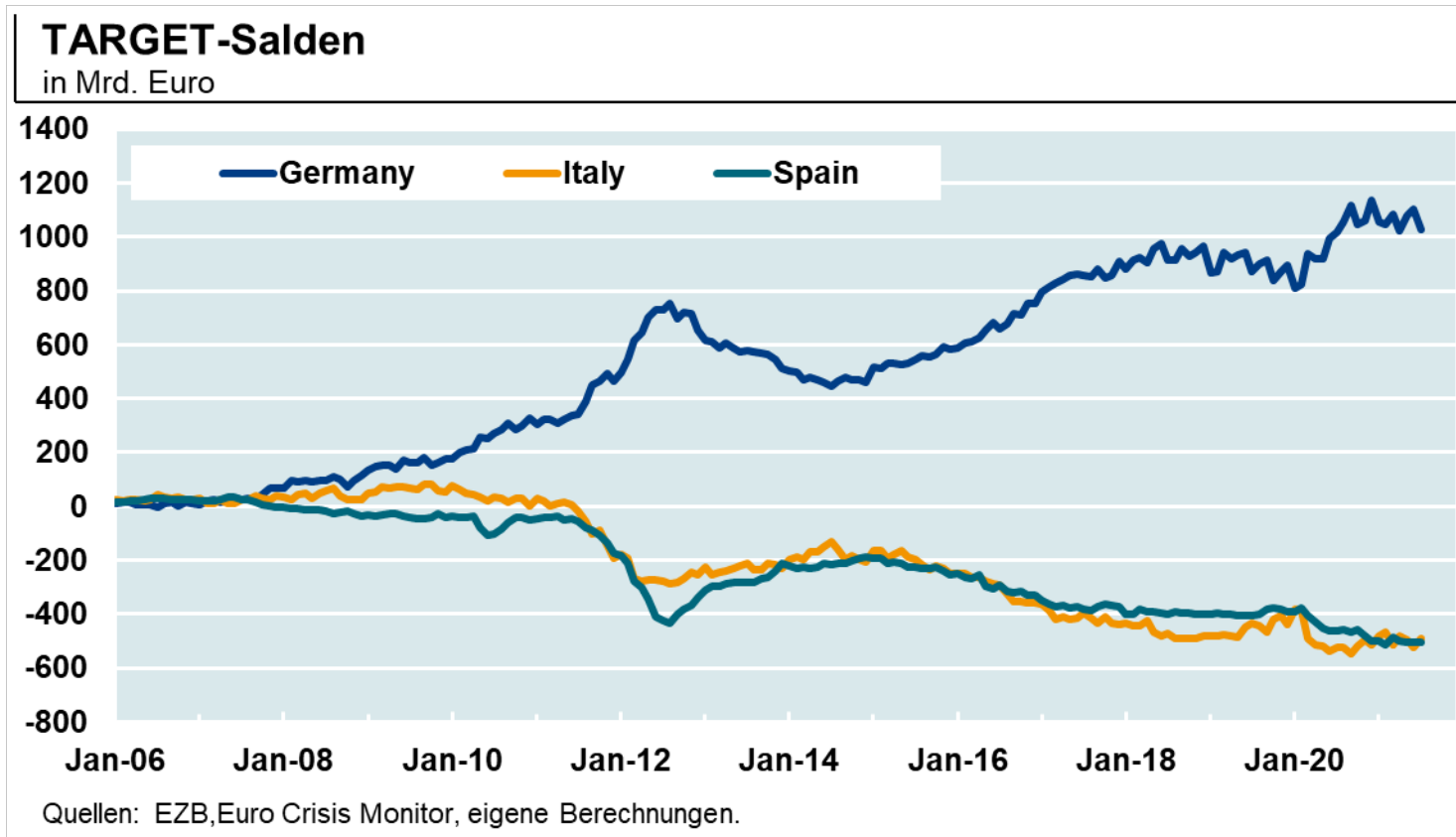
## Staatsverschuldung

in Prozent des BIP



Quelle: Eurostat.

# ... und Target-Salden signalisieren Unwucht



**Konjunkturlage in Deutschland:**

**Aufholprozess durch Engpässe  
überlagert**

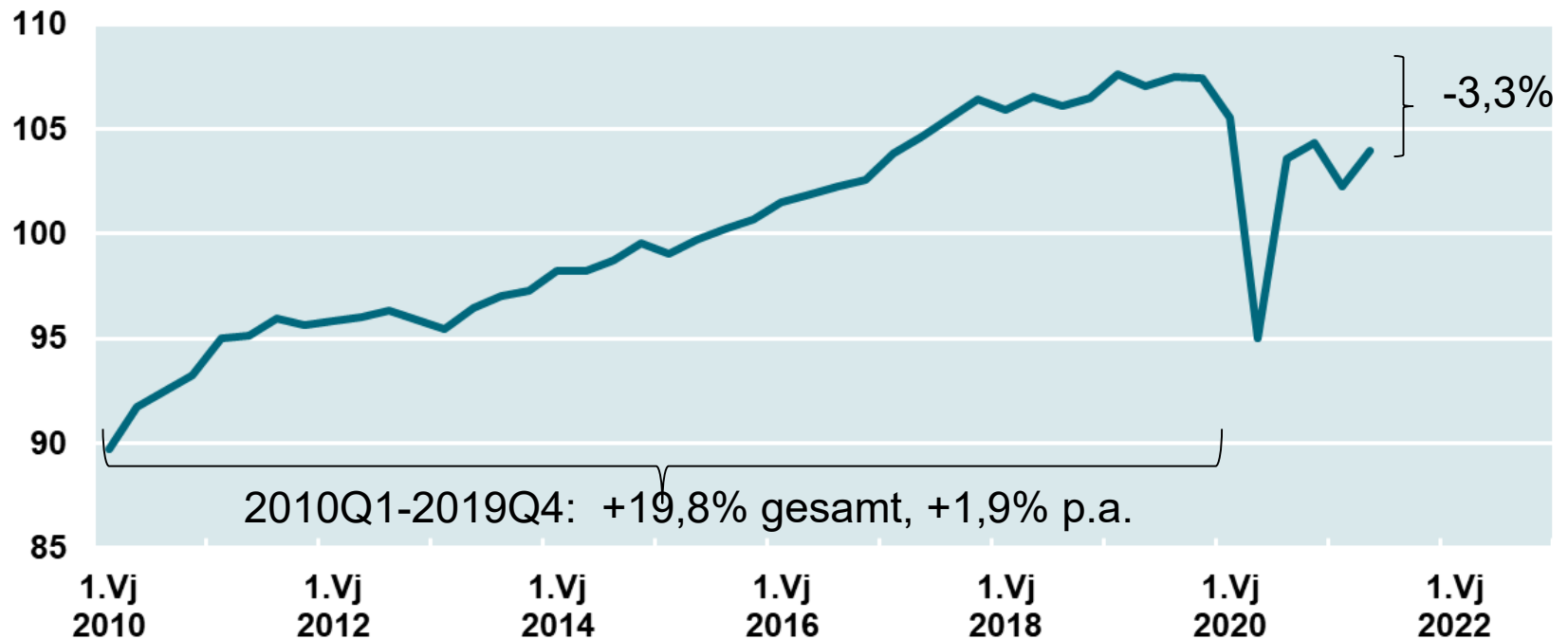
# Überblick: Aufholprozess mit Problemen

- Zwar hat sich das BIP deutlich erholt, liegt aber noch etwa 3,3% unter Vorkrisenniveau.
- Insbesondere der Konsum hat noch viel Potenzial nach oben.
- Immerhin ist die Delle auf dem Arbeitsmarkt nicht riesig und die Auftragsbücher sind wieder voll.
- Doch Lieferengpässe verhindern einen schnellen Aufholprozess in der Industrie, die offenbar auch Kapazitäten abgebaut hat.
- Daher haben viele Firmen Sorgen mit Blick nach vorne, auch wenn das Niveau sich viel besser als vor 6 Monaten darstellt.
- Lediglich der Bau hat trotz allem volle Fahrt aufgenommen.

# BIP noch deutlich unter Vorkrisenniveau

## Reales Bruttoinlandsprodukt in Deutschland

Indexwerte (2015=100, saison- und kalenderbereinigt)



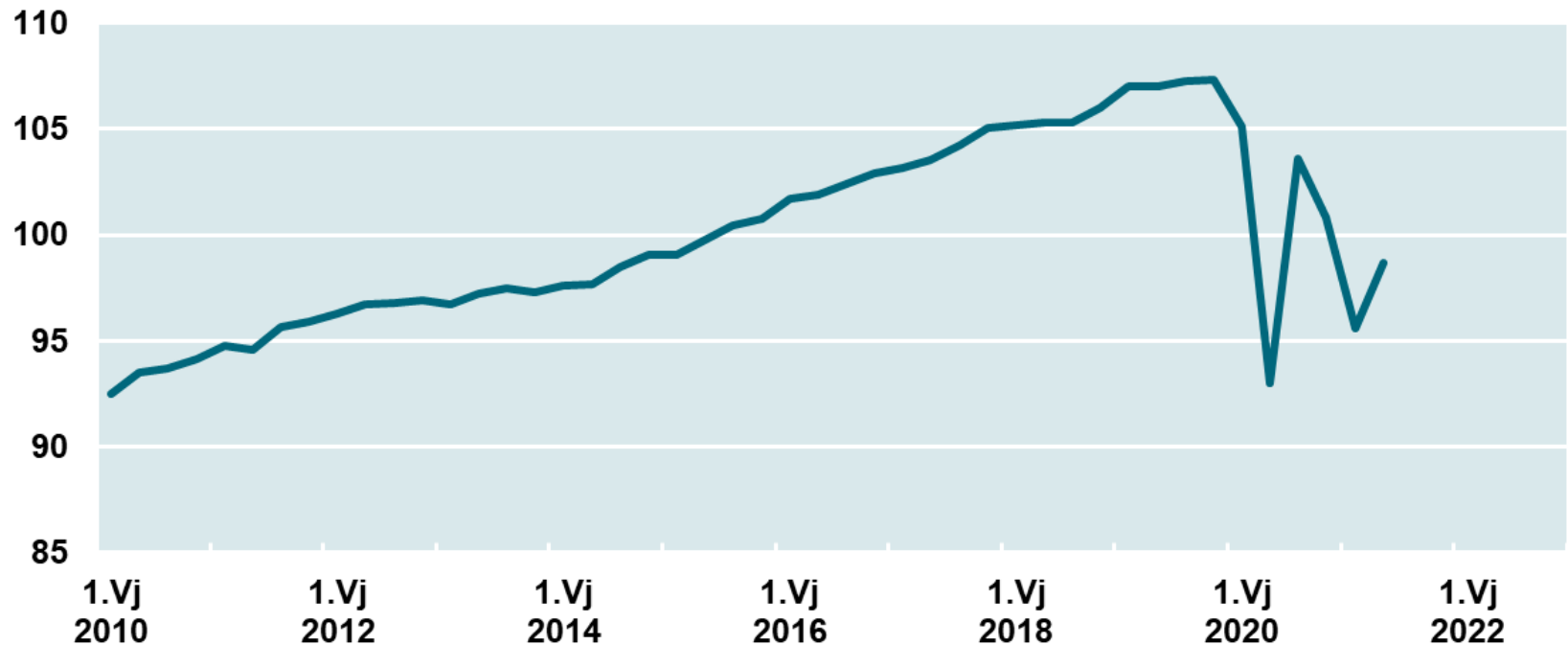
Quelle: Statistisches Bundesamt.



# Der private Konsum weit unter Normalmaß

## Realer privater Konsum in Deutschland

Indexwerte (2015=100, saison- und kalenderbereinigt)

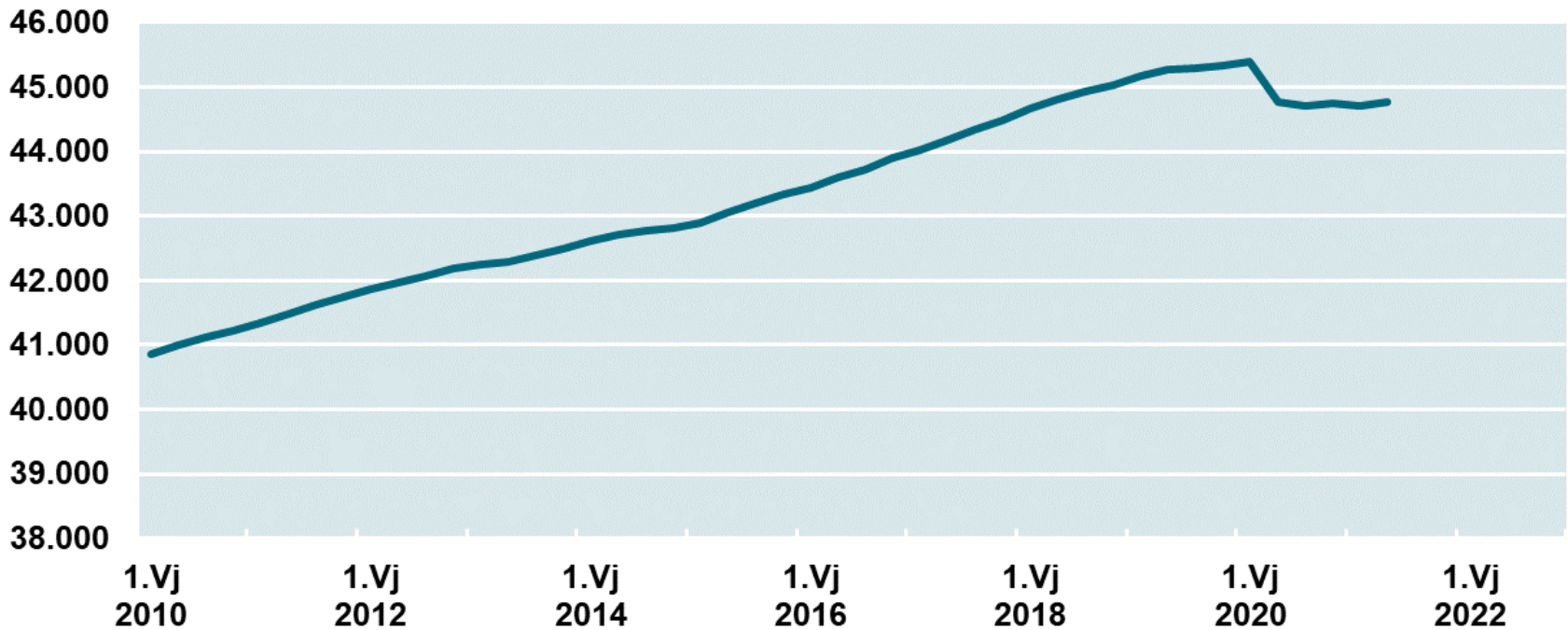


Quelle: Statistisches Bundesamt

# Beschäftigungsdelle

## Erwerbstätige in Deutschland

in 1000 (saisonbereinigt)

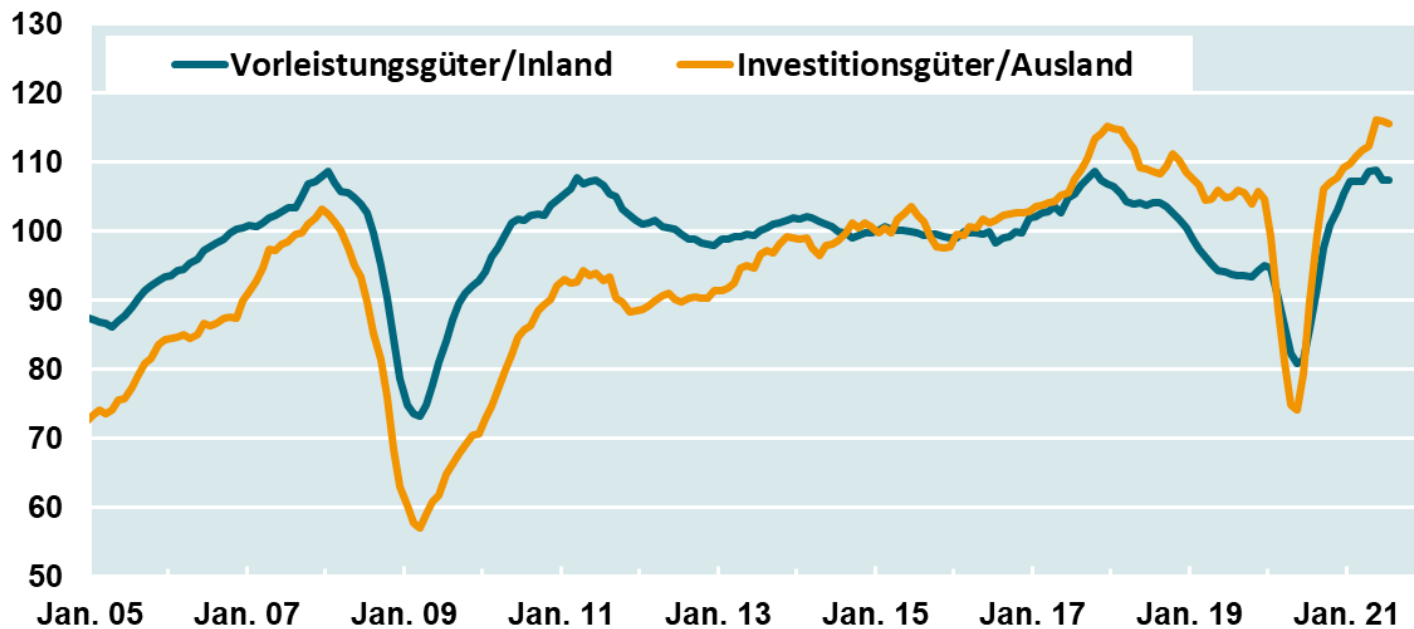


Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen.

# Auftragsbücher sind wieder gefüllt

## Auftragseingang im Verarbeitenden Gewerbe

Volumenindex (2015 = 100, geglättet)

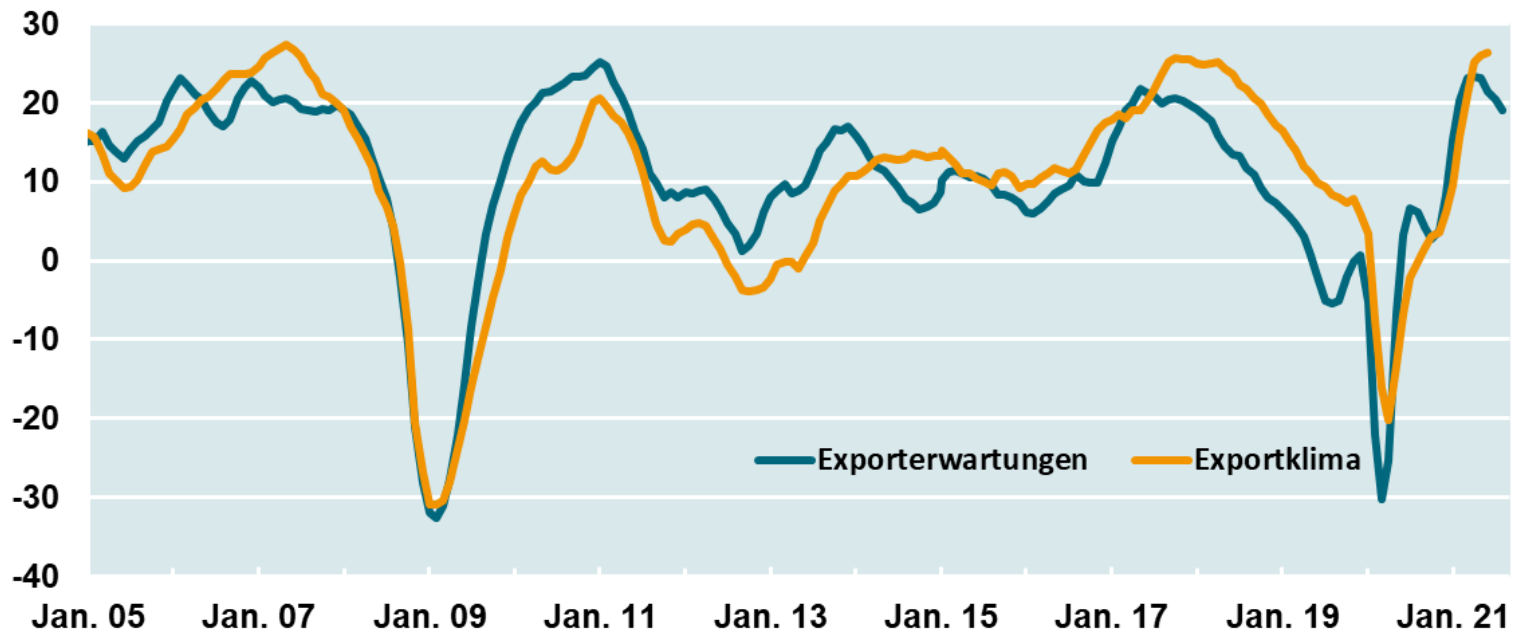


Quelle: Destatis, eigene Berechnungen.

# Exporteure voll Optimismus

## ifo Exporterwartungen und Exportklima

Exporterwartungen: Salden (geglättet), Exportklima: geglättet und reskaliert

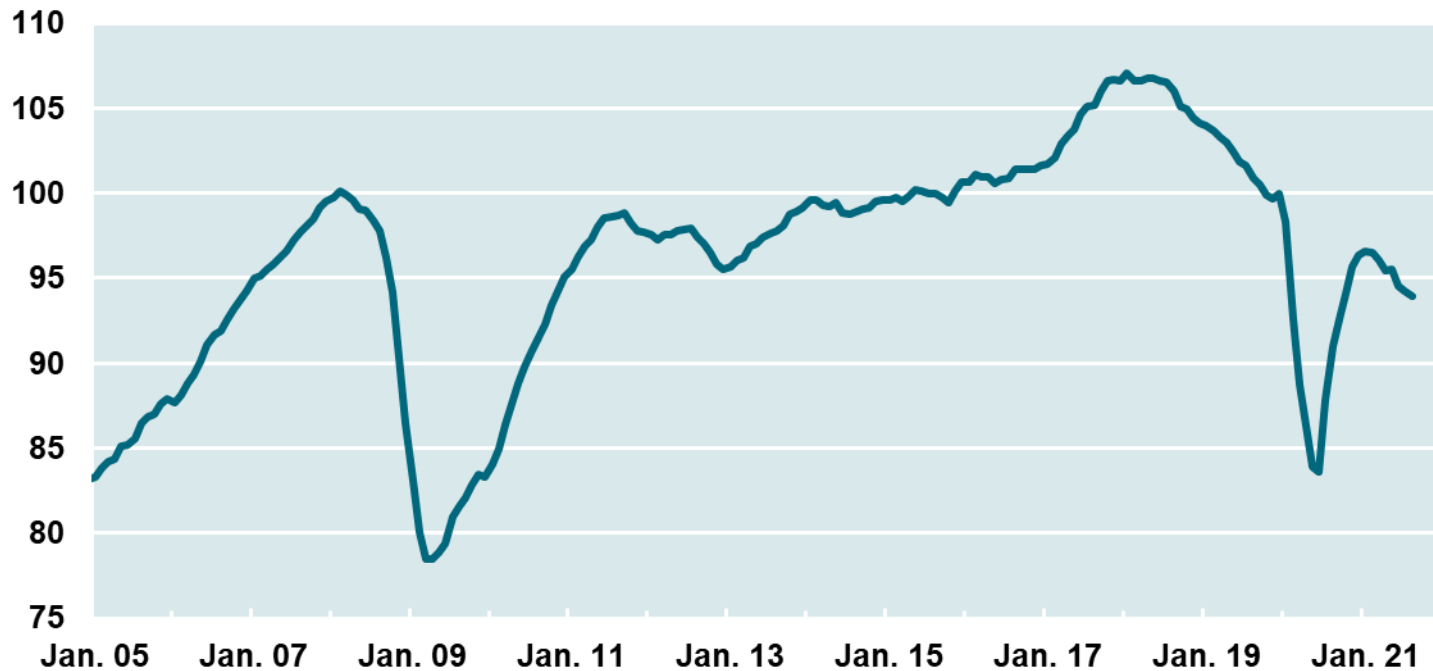


Quelle: ifo Institut, eigene Berechnungen.

# Doch die Industrieproduktion schwächtelt...

## Produktion in Verarbeitendem Gewerbe

Index (2015 = 100), geglättet

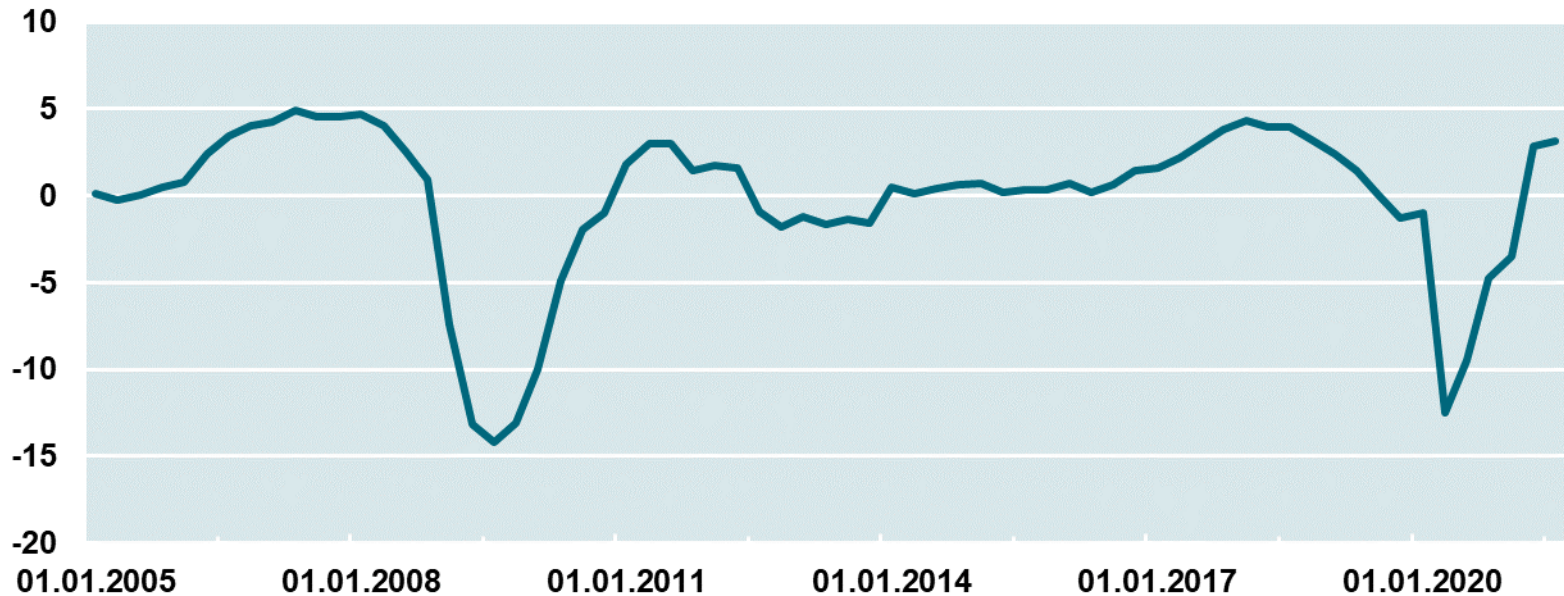


Quelle: Destatis, eigene Berechnungen.

# ... obwohl die Auslastung über Normalmaß ist

## Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe

Abweichung vom langfristigen Mittel in Prozentpunkten

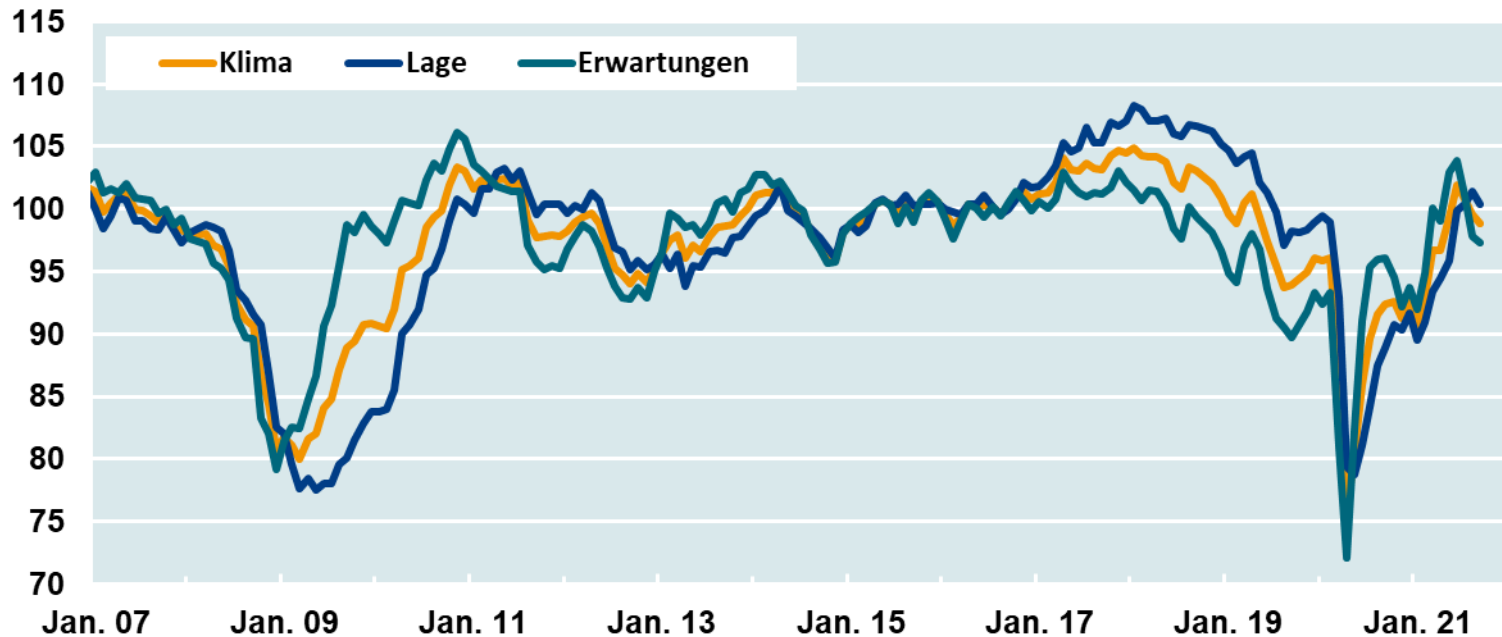


Quelle: OECD, eigene Berechnungen.

# Daher Sorgenfalten am aktuellen Rand...

## ifo Geschäftsklima

Indexwerte (2015=100), Deutschland, saisonbereinigt

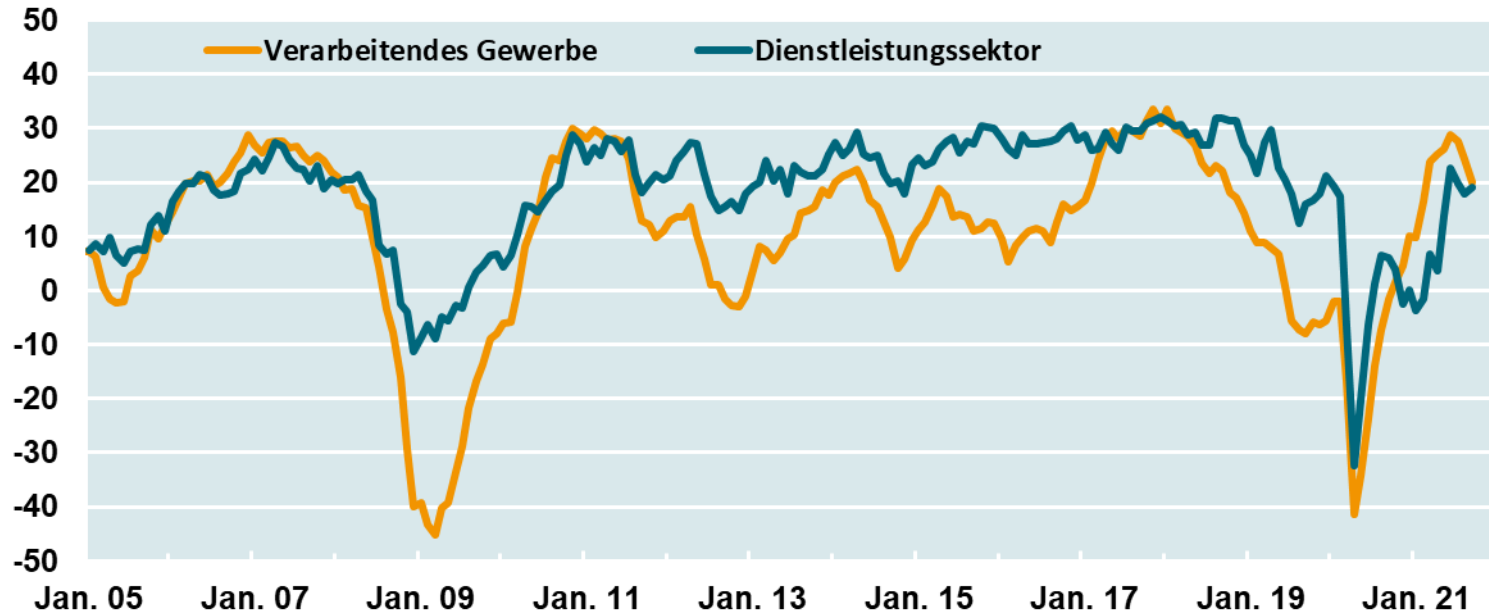


Quelle: ifo Institut

# ...insbesondere aus der Industrie

## ifo Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen

Salden, Deutschland, saisonbereinigt

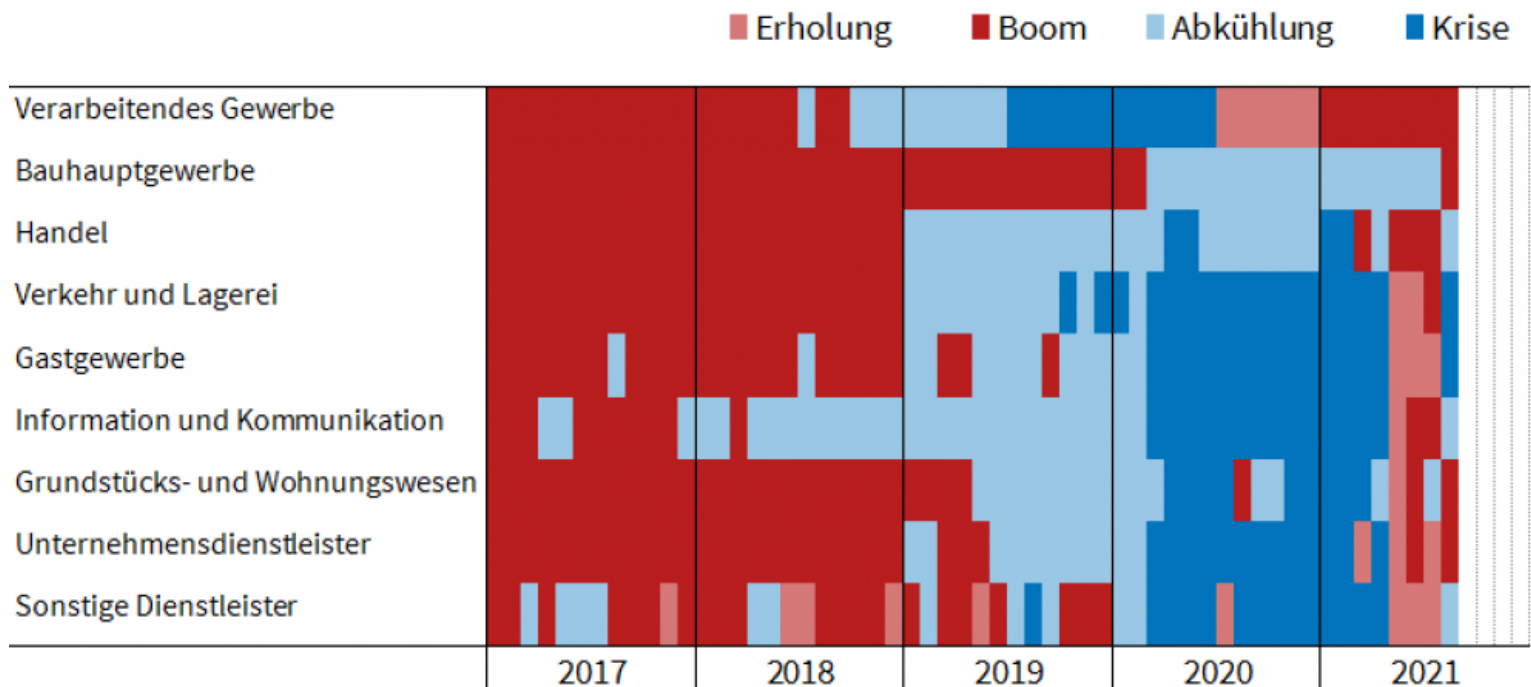


Quelle: ifo Institut



# Immerhin: Erholung recht durchgängig

## Heatmap der ifo Konjunkturumfragen



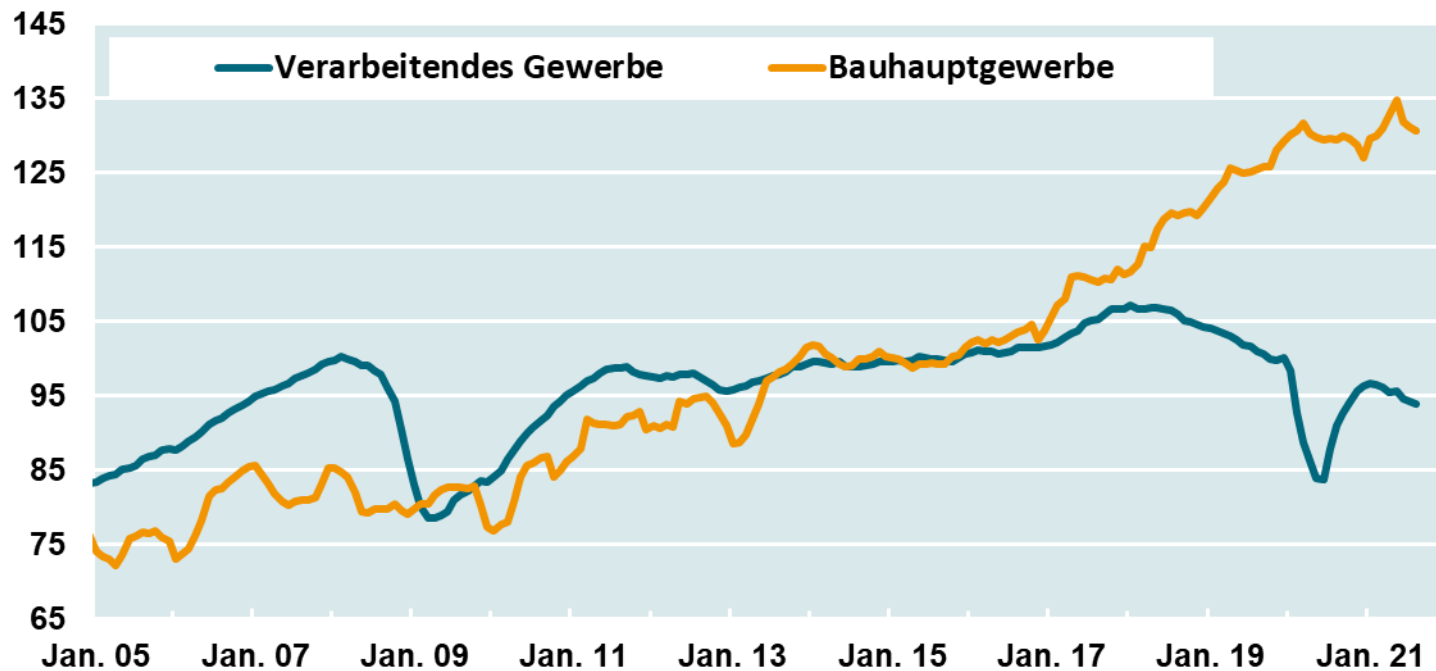
Quelle: ifo Konjunkturumfragen, September 2021.

© ifo Institut

# Besonders der Bau hat Fahrt aufgenommen

## Produktion in Verarbeitendem Gewerbe und Bauwirtschaft

Index (2015 = 100), geglättet



Quelle: Destatis, eigene Berechnungen.

# BIP-Prognose

## Jahresraten

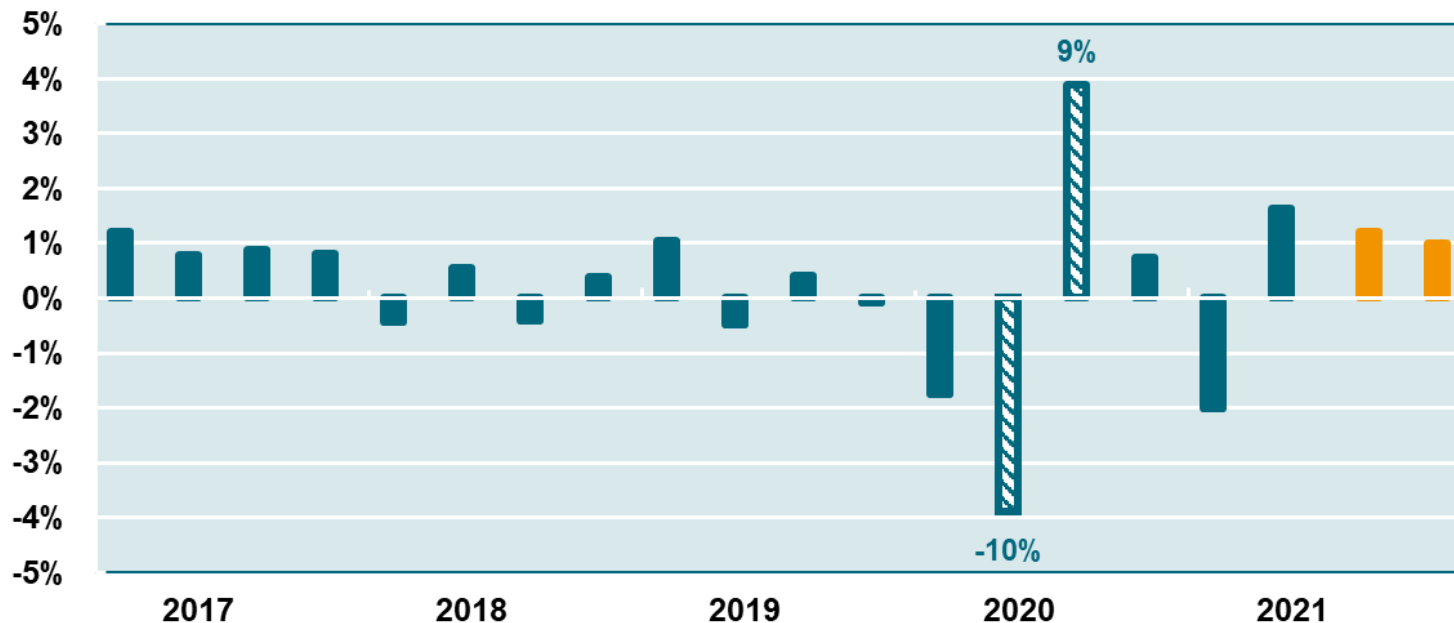
2019: 1,1%

2020: -4,6%

2021: 2,2%

## Prognose des Bruttoinlandsprodukts

Änderungsrate ggü. Vorquartal (saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: Destatis, eigene Berechnungen, 2019Q3 bis 2019Q4: Prognose basierend auf Carstensen et al. (2020), Predicting Ordinary and Severe Recessions with a Three-State Markov-Switching Dynamic Factor Model: An Application to the German Business Cycle, International Journal of Forecasting 36, 829–850.

## **Kurzanalyse:**

# **Inflationsrisiken in Deutschland – Preisschub nach der Corona- Rezession**

# Inflation: Höchststand seit 1993

## Inflationsrate auf Basis des Verbraucherpreisindex (VPI)

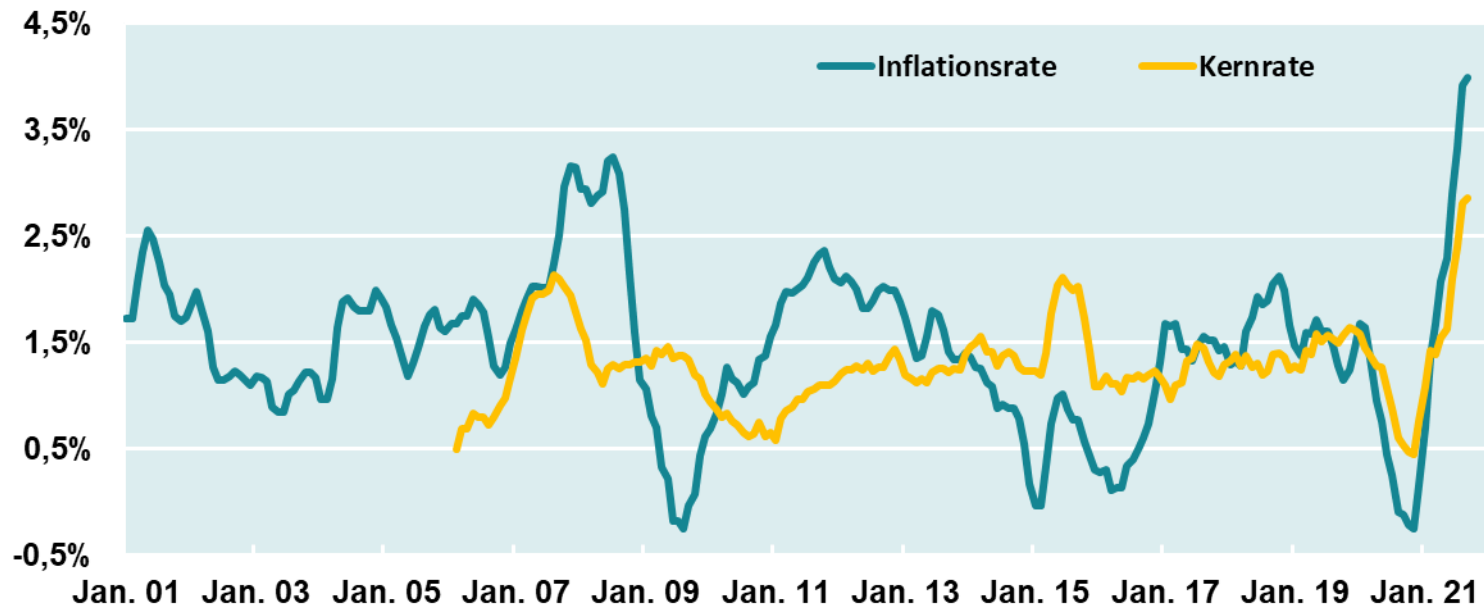
- Jun 2021: 2,3%
- Jul 2021: 3,8%
- Aug 2021: 3,9%
- Sep 2021: 4,1% (vorläufig)

**Läuft uns die Inflation davon???**

# Inflation im langjährigen Vergleich

## Inflation in Deutschland

VPI, Änderungsrate ggü. Vorjahresmonat (geglättet)



Kernrate: ohne Energie und Lebensmittel. Quelle: Destatis, eigene Berechnungen.

# Pressestimmen zwischen Panik...

**Bild**

02.06.2021

**EXPERTEN WARREN**  
**INFLATION**  
**frisst RENTE und**  
**ERSPARES auf**  
**und jetzt explodieren auch noch die SPRIT-PREISE**

**FOCUS MONEY**

10.03.2021

**INFLATIONSSCHUB**  
**DER GELD-FRESSER KOMMT**

Bilanzen Plus plus Negativrisiken, Angebotschock plus Nachfrage plus und dann noch höhere Steuern? Die Inflation zieht an und...

**DER SPIEGEL**

19.06.2021

**Hui Buh, das Inflationsgespenst**

**ANALYSE** Spät, aber mit Wucht kehrt die Teuerung zurück: Die Preise steigen, der Druck auf Notenbanken wächst. Drohen jetzt gar Weimarer Verhältnisse?

**S**ie ist wieder da – die Inflation. Eine Dekade lang haben die Notenbanken vergebens versucht, für moderat steigende Preise zu sorgen, mit niedrigen Leitzinsen und billionenschweren Anleihekäufen. Nun schaffen Staatshilfen und der Boom nach der Coronakrise, was den Hütern der Geldpolitik nicht gelingen wollte: Die Preise in den Industriestaaten ziehen an – vielerorts rasanter als gewünscht. Wer in den USA einen Gebrauchtwagen kaufte, musste dafür im Mai fast 30 Prozent mehr bezahlen als noch vor einem Jahr. Selbst Frühstücksspeck kostete dort 13 Prozent mehr. Auch in Deutschland wird das Leben wieder teurer. Im Mai kletterte die Inflationsrate auf 1,5 Prozent, den höchsten Stand seit fast zehn Jahren. Bis zum Jahresende hält die Bundesbank sogar 1 Prozent für möglich.

Das ruft die Geisterjäger auf den Plan: Droht in Deutschland jetzt die kalte Enteignung («Welt»), ist die Inflation gar «schlimmer als Corona» («Nordwest-Zeitung»), wie manche Kommentatoren fürchten? Wohl kaum. Die Panikreflexe zeigen vor allem es zu Engpässen und Preissteigerungen. Andererseits sacken die Holzpreise in den USA schon wieder ab. Engpässe in der globalen Produktion sind wenig verwunderlich nach dem doppelten Coronaschock, bei dem **Kinder mit wertlos gewordenen Geldscheinen nach der Währungsreform 1920:**

**BERLIN**

19.06.2021

**Inflation im Anmarsch**

Die Teuerungsrate in Deutschland stieg im Mai auf den höchsten Stand seit elf Jahren

**VON JAN MALLIN UND FRANK WIEBE**  
 BERLIN - Teurere Energie hat die deutsche Inflationsrate im Mai auf den höchsten Stand seit knapp zehn Jahren getrieben. Waren und Dienstleistungen kosteten durchschnittlich 2,5 Prozent mehr als ein Jahr zuvor, wie das Statistische Bundesamt am Montag in seiner ersten Schätzung mitteilte. Das ist der höchste Wert seit September 2011. Im April hatte die Rate noch 2,0 Prozent betragen, im März 1,7 Prozent. Damit ist Ende der Fahrtenstange noch nicht erreicht: Im Herbst könnte die Teuerungsrate auf vier Prozent liegen. Die aktuelle Sparquote in Deutschland ist niedriger als im Herbst 2020. Temporäre Faktoren beim aktuellen Preis...

**WirtschaftsWoche**

17.06.2021

**WIRTSCHAFTSGESCHICHTE**  
**Kommt jetzt die Große Inflation wie in den Siebzigerjahren?**

von Malte Fischer und Yves Boelinger  
 17. Juni 2021

Hohe Inflationsrisiken, rasent steigende Ölpreise und eine lockere Geldpolitik haben die Inflationsexplosion in den hochindustrialisierten Ländern ausgelöst. Inflation ist ein Dauer- und ein Gesellschaftsrisiko. Inflation ist ein Dauer- und ein Gesellschaftsrisiko. Inflation ist ein Dauer- und ein Gesellschaftsrisiko. Inflation ist ein Dauer- und ein Gesellschaftsrisiko.

**ONLINE FOCUS**

28.07.2021

**Top Ökonom im Interview**  
**Hans-Werner Sinn warnt: „Dann gibt es irgendwann den Mega-GAU“**

FOCUS-Online-Redaktion Clemens Schmittmann

Quelle: Isabel Schnabel, New narratives on monetary policy – the spectre of inflation, 148th Baden-Baden Entrepreneurs' Talk, 13.9.2021, Slides (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210913~031462fe79.en.html>)

# ... und abwiegelnder Berichterstattung

## **Bild.de**

„Wir kriegen immer weniger für unser Geld! ... Volkswirte ... werten den Anstieg der Verbraucherpreise in Deutschland aber **als vorübergehendes Phänomen.**“

## **Spiegel.de**

„Inflation steigt auf 28-Jahres-Hoch ... Die hohe Inflation geht aber auch auf **Sondereffekte** zurück.“

## **Tagesspiegel.de**

„Teuerungsrate frisst die Erhöhungen der Tariflöhne weiter auf ... Ökonomen sehen **noch immer keinen Grund zur Sorge.**“



# Sondereffekte / Basiseffekte

$$\textit{Inflation Sep 21} = \frac{VPI \textit{ Sep 21}}{VPI \textit{ Sep 20}} - 1$$

**Sondereffekt 1: Senkung der MwSt vom 1.7.-31.12.2020**

- **MwSt in Sep 20: 16%, MwSt in Sep 21: 19%**

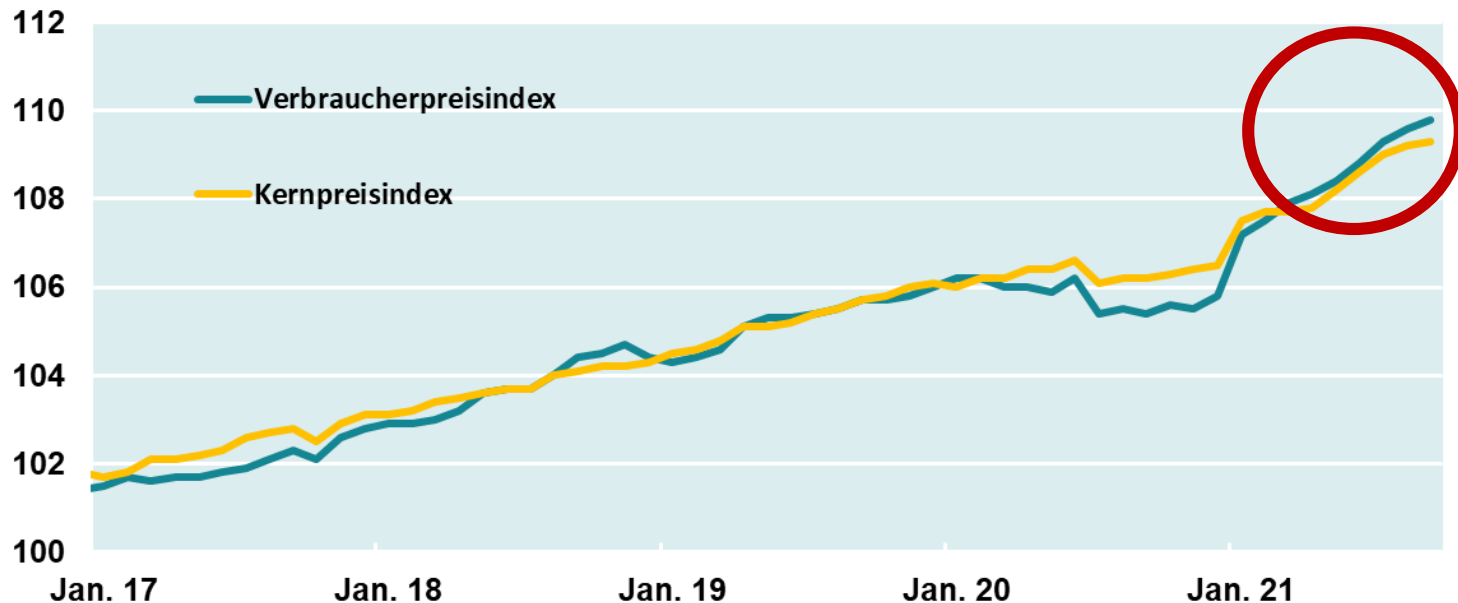
**Sondereffekt 2: Ölpreisentwicklung (Brent, pro Barrel)**

- **Mitte Sep 20: 34 €, Rohöl Mitte Sep 21: 63 €**

# Sondereffekte im Index

## Verbraucherpreise in Deutschland

VPI, Index, 2015=100, saison- und kalenderbereinigt



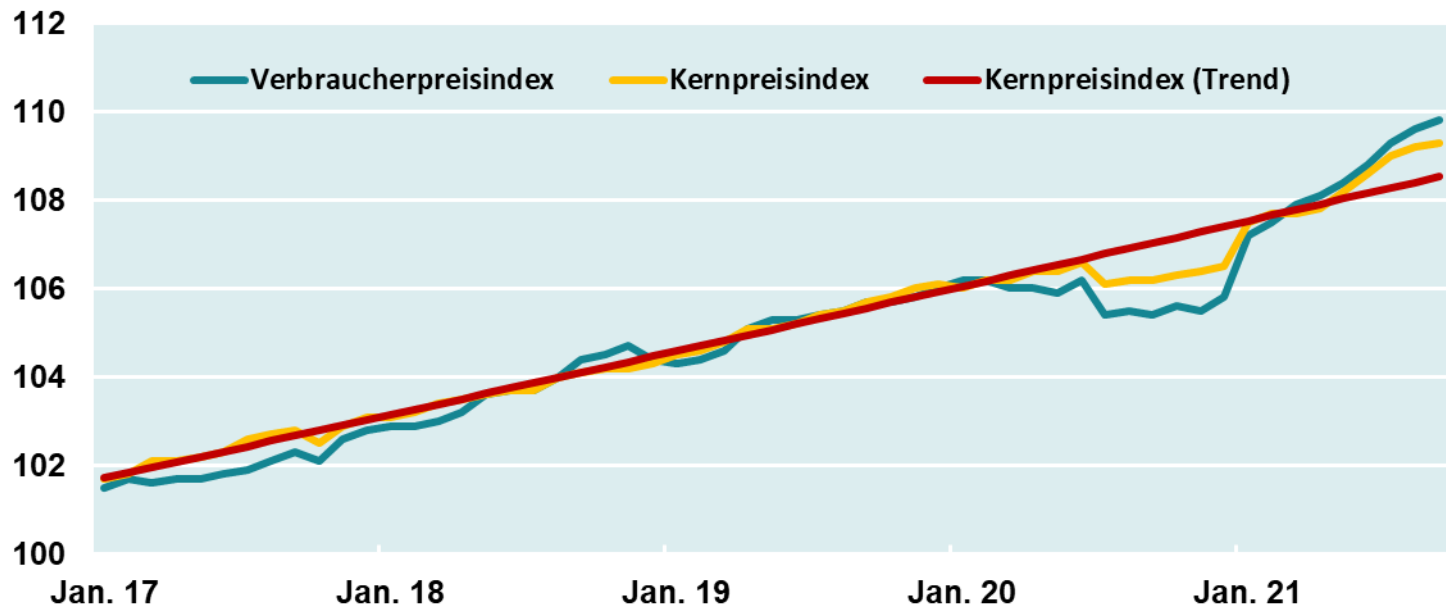
Kernpreisindex: ohne Energie und Lebensmittel. Quelle: Bundesbank, eigene Berechnungen.

## Wirklich alles nur Basiseffekt?

# Fortschreibung des Inflationstrends

## Verbraucherpreise in Deutschland

VPI, Index, 2015=100, saison- und kalenderbereinigt

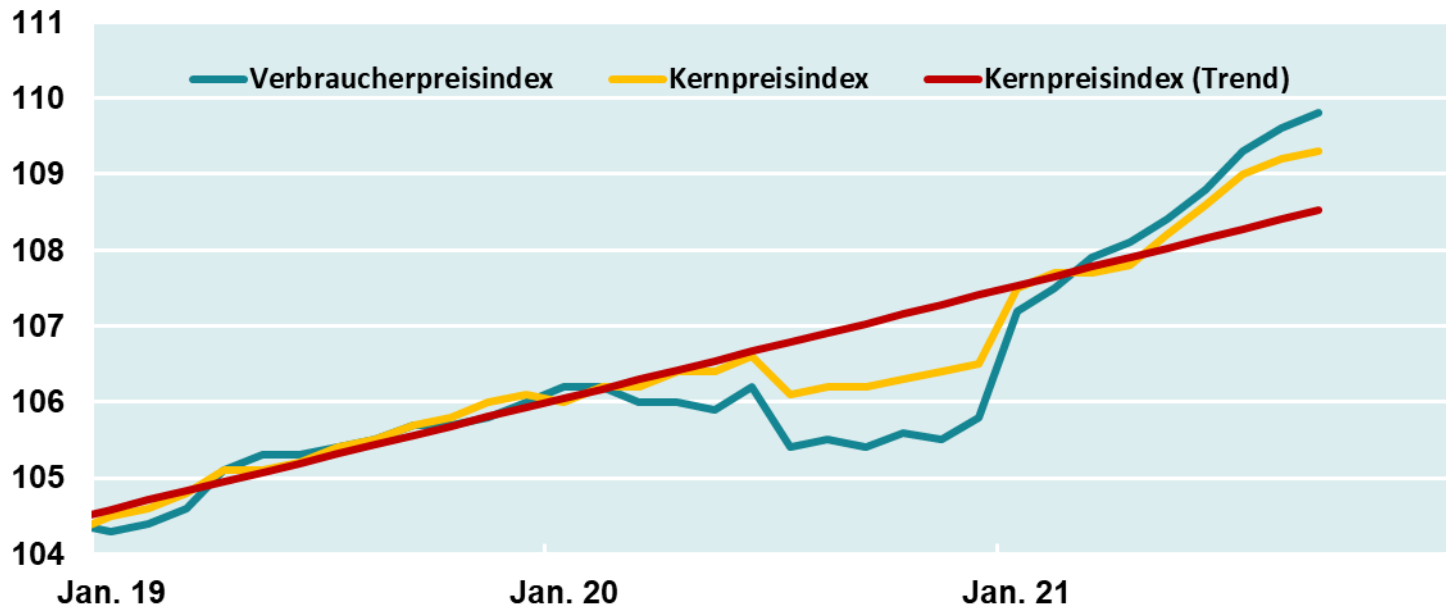


Kernpreisindex: ohne Energie und Lebensmittel. Trend: log-lineare Regression, 2017-01 bis 2020-06. Quelle: Destatis, Bundesbank, eigene Berechnungen.

# Fortschreibung des Inflationstrends: Zoom

## Verbraucherpreise in Deutschland

VPI, Index, 2015=100, saison- und kalenderbereinigt



Kernpreisindex: ohne Energie und Lebensmittel. Trend: log-lineare Regression, 2017-01 bis 2020-06. Quelle: Destatis, Bundesbank, eigene Berechnungen.

**Steigung Kernpreisindex, April-Sep 21: 3,4% p.a.**

**Steigung Vorkrisentrend, Jan 17-Jun 17: 1,4% p.a.**

# Weitere Erklärungsgründe

## International

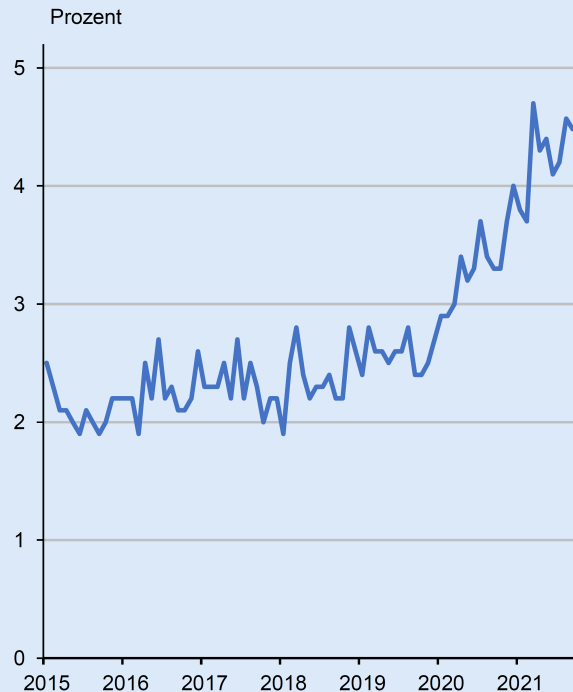
- Preisboom bei Industriemetallen und Agrargütern
- Engpass an Halbleitern
- Container-Frachtraten explodiert
- Fiskalpolitik wirkt noch expansiv

## Hausgemacht

- CO<sub>2</sub>-Abgabe (2021: 25€, 2025: 55€) steigt langfristig
- Mindestlohn um 3,4% erhöht (1.1.21 = 9,50€, 1.1.22 = 9,82€), vielleicht demnächst auf 12€?
- Stark expansive Fiskalpolitik

# Der Welthandel stockt

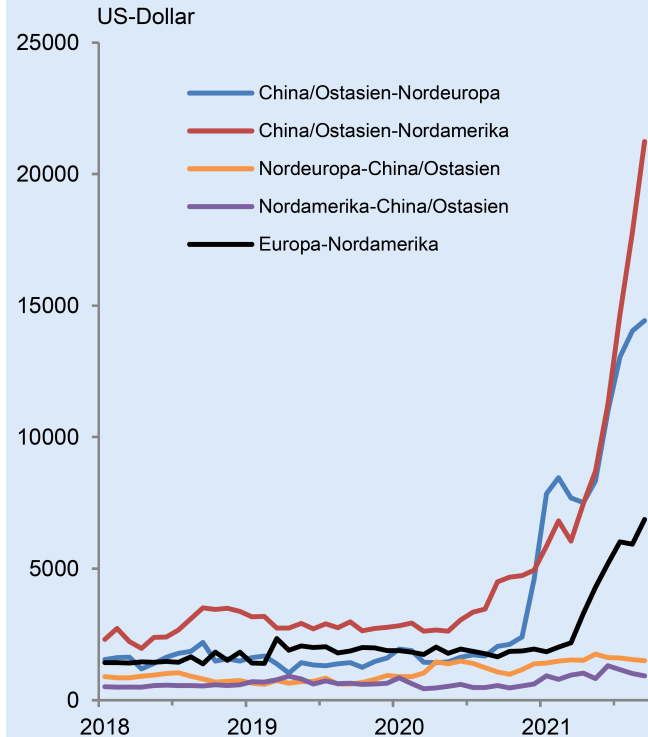
## Blockierte Schiffskapazität



Monatsdaten. Anteil der Frachtkapazität der weltweiten Containerseeschifffahrt, die beladen ist, aber nicht unterwegs.

Quelle: Berechnungen von Vincent Stamer (IfW Kiel) mit Daten Fleetmon.com.

## Containerfrachtraten, ausgewählte Strecken



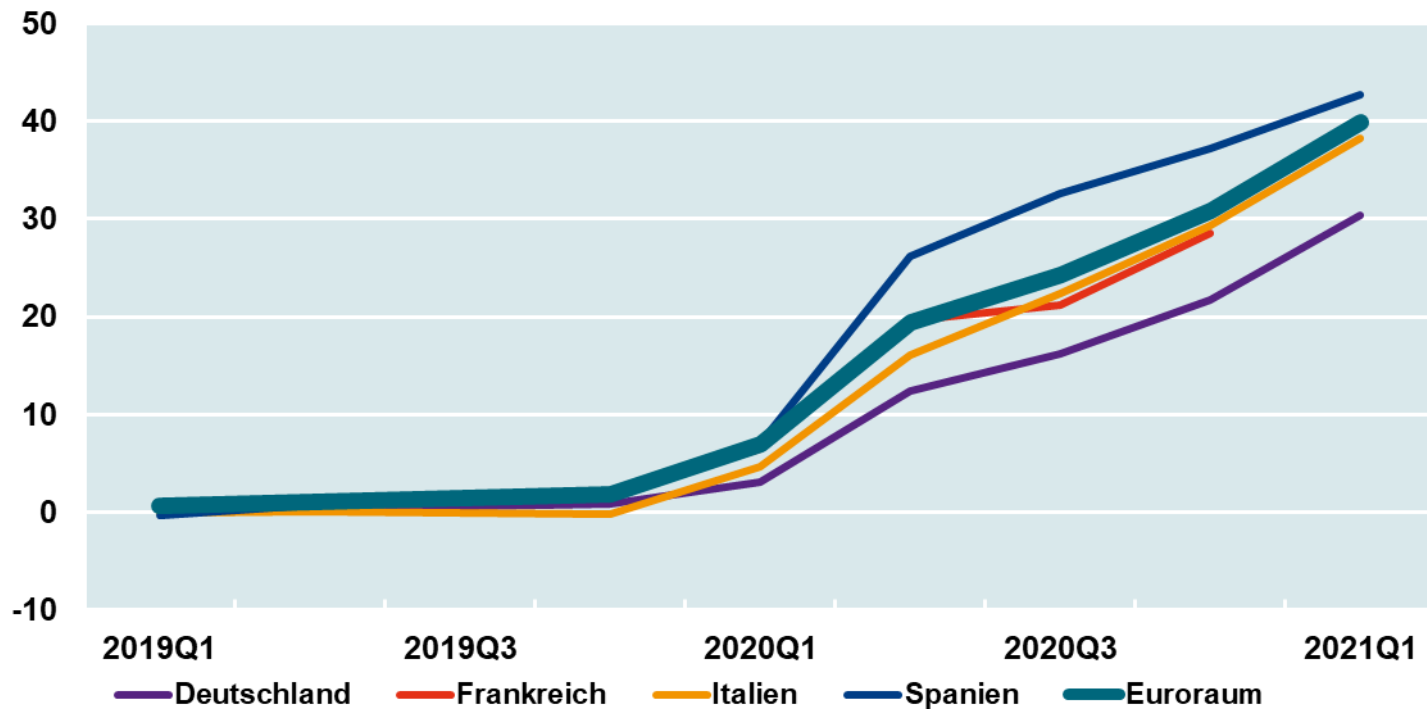
Monatsdaten. Nordamerika: bezieht sich auf Strecken zur Ostküste.

Quelle: Freighthos Baltic Index.

# Haushalte horten große Summen

## Kumulierte Überschusssparquote der Haushalte

gegenüber dem Durchschnitt der Jahre 2017-2019, in % des im Quartal verfügbaren Einkommens



Hinweis: Approximation. Daten sind saison- und kalenderbereinigt. Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen.

# Wie geht es weiter?

## **International:** Inflation nimmt weltweit zu

- Beispiel USA:
  - Inflationsrate 5,3% (Kernrate 4,0%)
  - 1-Jahr Inflationserwartungen der Verbraucher 5,2%
  - Fiskalpolitik derzeit extrem expansiv, aber 2022?
- Beispiel Europa:
  - Next Generation EU / Recovery and Resilience Plans: expansiv, aber 2022?

## **Deutschland**

- Wie entwickeln sich die Lieferengpässe?
- Was macht die neue Bundesregierung? (CO<sub>2</sub>-Preis, Mindestlohn, Fiskalpolitik in 2022)
- Was erwarten Verbraucher und Gewerkschaften?  
(Inflationserwartungen noch stabil, Lohnverhandlungen werden spannend → Lohn-Preis-Spirale)



# Inflationsprognosen

- Wirtschaftsforschungsinstitute (Basisprognosen)
  - Lieferengpässe werden abgebaut
  - Alle verhalten sich vernünftig
  - Insbesondere: keine Lohn-Preis-Spirale
- Inflationsprognose unter diesen **Annahmen** (hier: ifo)
  - Inflationsschub bleibt temporär
  - 2021: + 3,0%
  - 2022: + 2,6%
  - 2023: + 1,6%

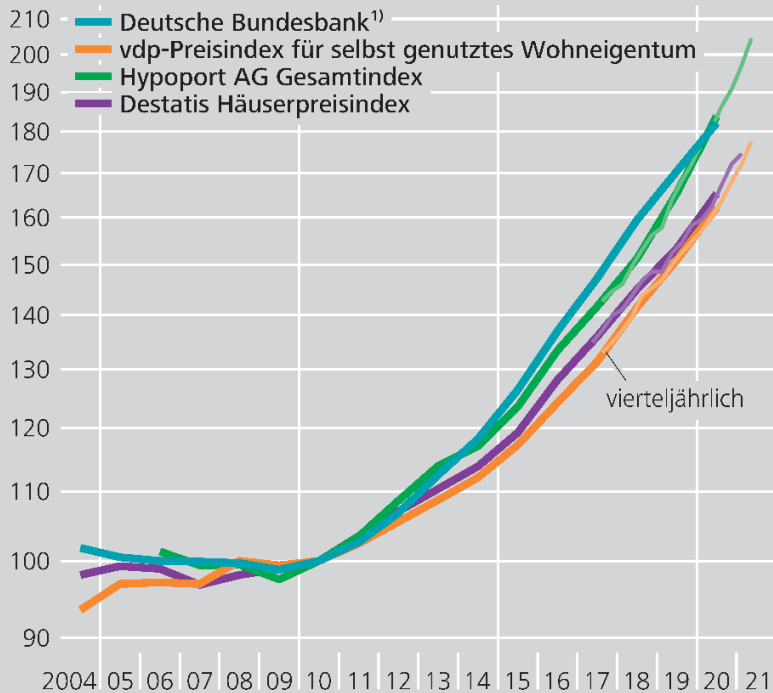
## **Kurzanalyse:**

**Die Entwicklung am deutschen  
Immobilienmarkt – Die Preise ziehen  
weiter an**

# Preise steigen besonders in Ballungszentren

## Preise für Wohnimmobilien in Deutschland

2010 = 100, log. Maßstab

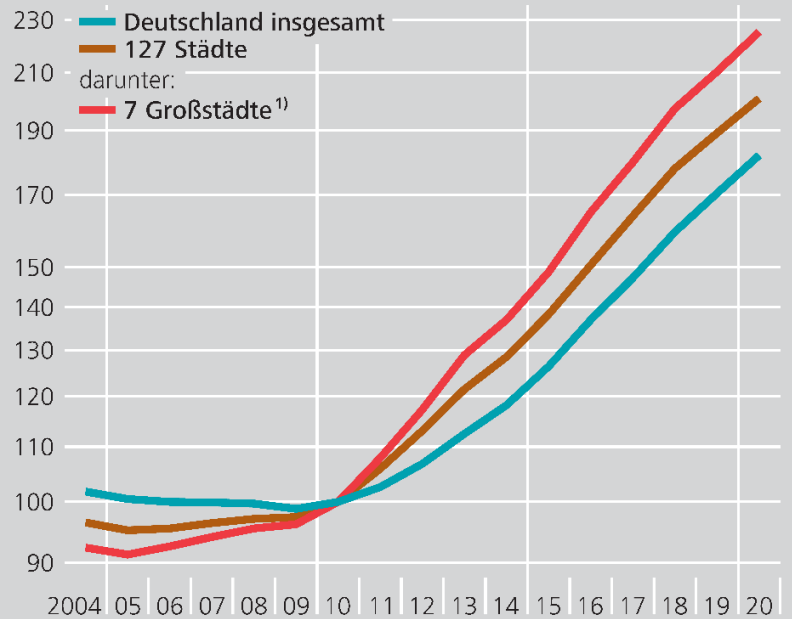


<sup>1)</sup> Transaktionsgewichtet. Eigene Berechnungen auf Basis von Preisangaben der bulwiengesa AG.

Deutsche Bundesbank

## Preise für Wohnimmobilien nach Städtegruppen in Deutschland<sup>\*)</sup>

2010 = 100, log. Maßstab



<sup>\*)</sup> Transaktionsgewichtet. Eigene Berechnungen auf Basis von Preisangaben der bulwiengesa AG. <sup>1)</sup> Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.

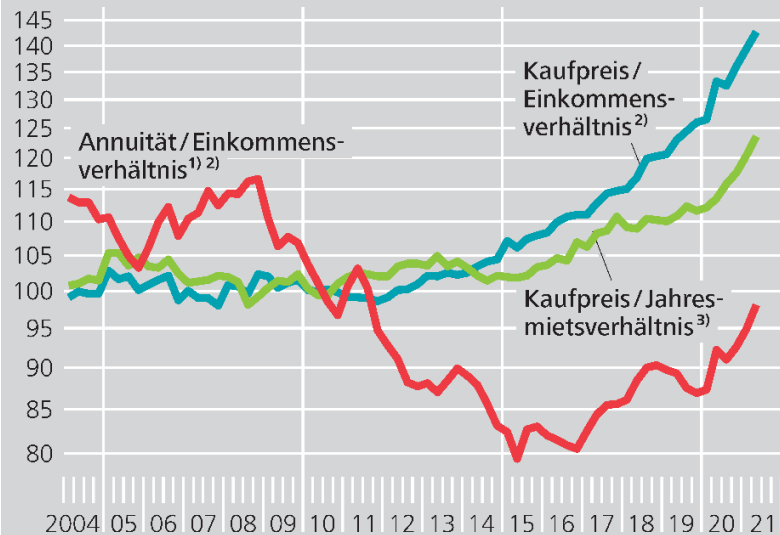
Deutsche Bundesbank

Quelle dieser und der folgenden Bundesbank-Grafiken: <http://www.bundesbank.de/wohnmobilien>

# Sind die Immobilienpreise zu hoch?

## Standardindikatoren zur Beurteilung von Wohnimmobilienpreisen in Deutschland<sup>\*)</sup>

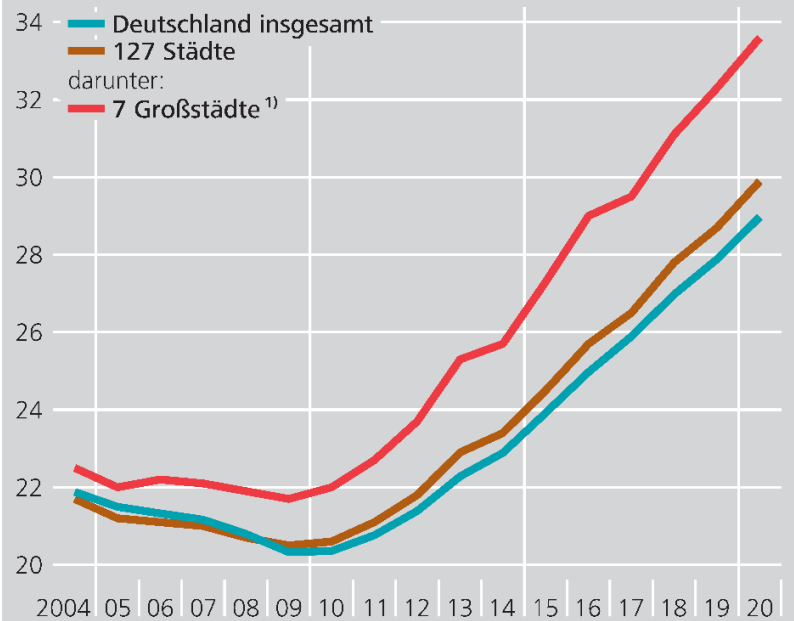
2010 = 100, vierteljährlich, log. Maßstab



\* Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp). **1** Annuität eines Hypothekenkredits mit fester Zinsvereinbarung (zwischen fünf und zehn Jahren) bei hypothetischer Gesamtlaufzeit von 30 Jahren. **2** Verfügbares Einkommen pro Haushalt in Deutschland, nominal. **3** Kaufpreise und Mieten von Eigentumswohnungen.

Deutsche Bundesbank

## Verhältnis von Kaufpreis zur Jahresmiete von Eigentumswohnungen in Deutschland<sup>\*)</sup>

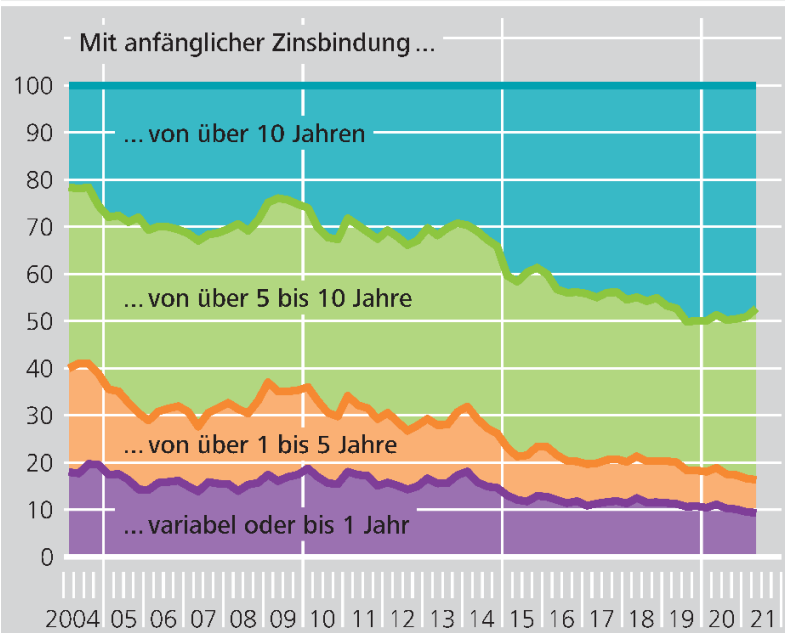


\* Transaktionsgewichtet. Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben für Kaufpreise und Neuvertragsmieten der bulwiengesa AG. **1** Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart. Deutsche Bundesbank

# Entwicklung der Zinskonditionen

## Zinsbindungsfristen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte in Deutschland<sup>\*)</sup>

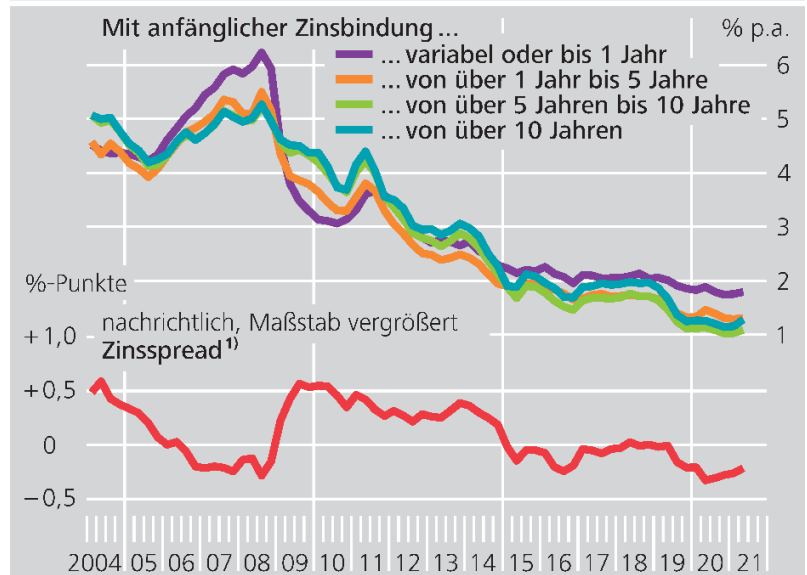
in %



\* Berechnet als Anteil des Neugeschäftsvolumens der Kredite inländischer Banken mit jeweiliger Zinsbindung am Neugeschäftsvolumen insgesamt (enthält auch Prolongationen).

Deutsche Bundesbank

## Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte in Deutschland<sup>\*)</sup>



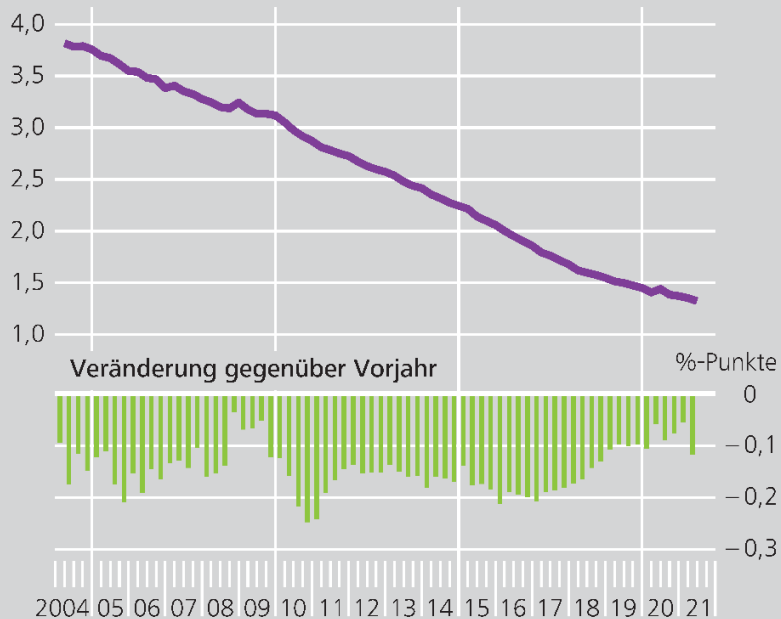
\* Angaben basieren auf dem monatlichen Neugeschäft der MFI-Zinsstatistik für besicherte und unbesicherte Kredite, ohne Überziehungskredite. <sup>1)</sup> Berechnet als Differenz des Zinssatzes mit anfänglicher Zinsbindung von über 5 Jahren bis 10 Jahren und des Zinssatzes mit anfänglicher Zinsbindung von über 1 Jahr bis 5 Jahre.

Deutsche Bundesbank

# Können die Haushalte sich das leisten?

## Zinszahlungen für Wohnungsbaukredite der privaten Haushalte in Deutschland<sup>\*)</sup>

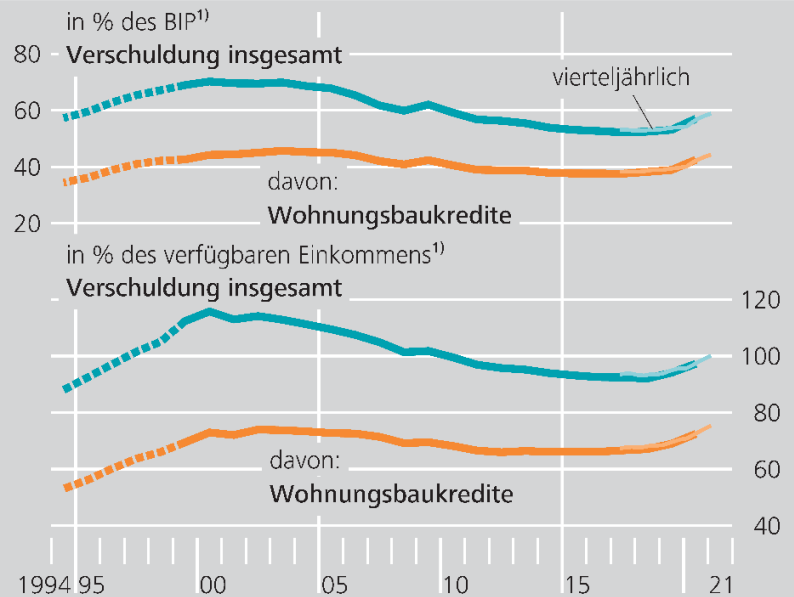
in % des verfügbaren Einkommens



\* Angaben basieren auf den zeitpunktbezogenen Beständen der MFI-Zinsstatistik für besicherte und unbesicherte Kredite, einschl. Überziehungskrediten.

Deutsche Bundesbank

## Verschuldung der privaten Haushalte in Deutschland<sup>\*)</sup>



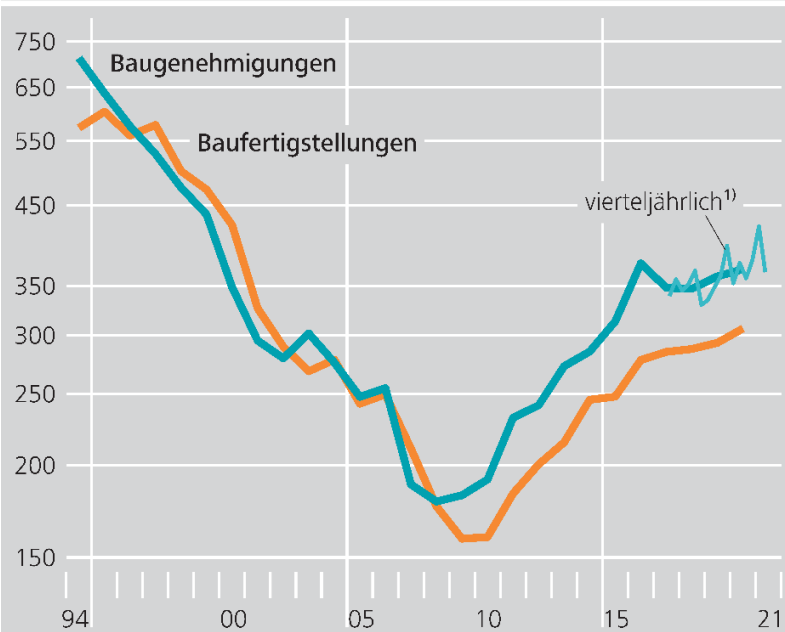
Quelle: Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank (unkonsolidiert). Bis 1998 gemäß ESVG 1995; ab 1999 gemäß ESVG 2010. \* Kredite an private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck, Jahresdurchschnitte. <sup>1</sup> Gleitende Summe über die letzten vier Quartale.

Deutsche Bundesbank

# Baugenehmigungen rückläufig

## Baugenehmigungen und Baufertigstellungen in Deutschland<sup>\*)</sup>

Tsd. Wohnungen, Jahreswerte, log. Maßstab

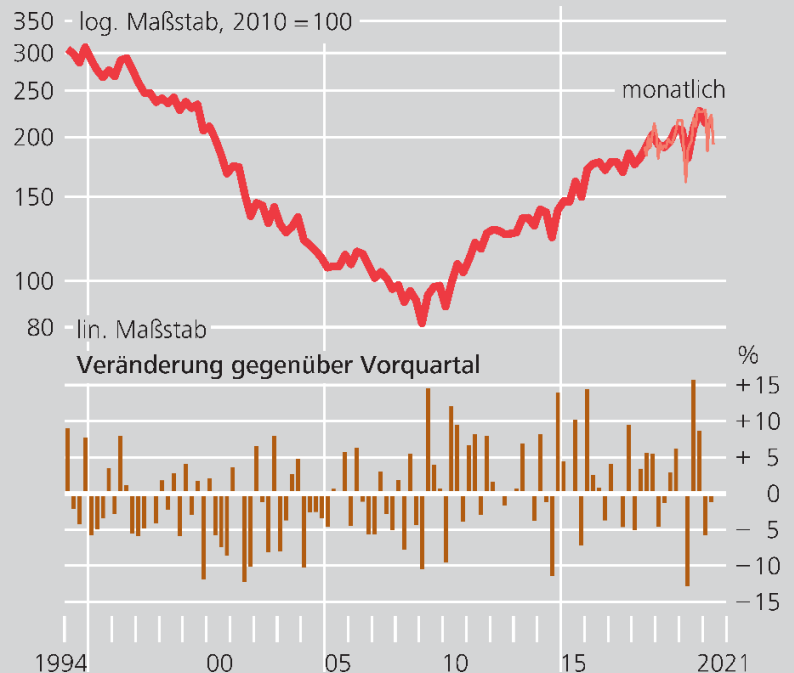


Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt. \* In Wohn- und Nichtwohngebäuden. Einschl. Baumaßnahmen an bestehenden Gebäuden. <sup>1</sup> Saisonbereinigt, auf Jahreswerte hochgerechnet.

Deutsche Bundesbank

## Auftragseingang im Bauhauptgewerbe für den Wohnungsbau in Deutschland

vierteljährlich, saisonbereinigt, in konstanten Preisen



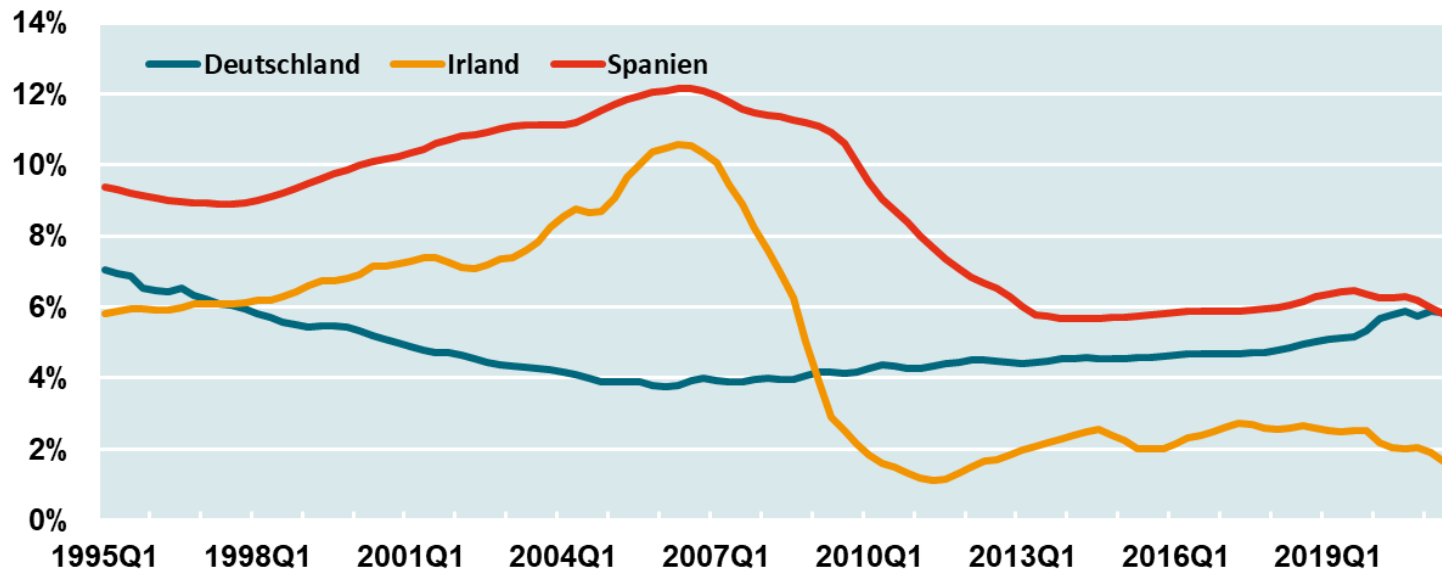
Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt.

Deutsche Bundesbank

# Bausektor: Anteil an der Gesamtwirtschaft

## Bruttowertschöpfung im Baugewerbe

in Relation zur Gesamtwirtschaft, geglättet



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen.



# Fazit

## Sind wir in einer Hauspreisblase?

- Überbewertung in den größeren Städten laut Bundesbank 15-30%, vgl. Monatsbericht Februar 2021.
- Also eine Blase? Zuverlässig ist das nur nach ihrem Platzen festzustellen.
- Ist sie gefährlich? Hängt von der Überlastung der Haushalte und Banken ab sowie von der „Hypertrophie“ der Bauwirtschaft. Bisher noch weit von historischen Beispielen (Irland, Spanien, USA) entfernt.

# Vielen Dank!

Prof. Dr. Kai Carstensen

Direktor des Instituts für Statistik und Ökonometrie an der Universität Kiel

Externer Forschungsprofessor am ifo Institut München

Mitglied des CESifo Netzwerks

Mitglied des European Statistical Governance Advisory Board der EU

Kontakt:

Institut für Statistik und Ökonometrie

Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

Olshausenstr. 40-60

24118 Kiel

Web: <http://www3.stat-econ.uni-kiel.de/de/mitarbeiterinnen-und-mitarbeiter/k-carstensen>

Email: [carstensen@stat-econ.uni-kiel.de](mailto:carstensen@stat-econ.uni-kiel.de)



Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

