

# 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: Der lange Weg aus dem Tal **2**

Allgemeine Stimmungsaufhellung im Juni – mehr aber auch nicht • Industrie mit historischem Einbruch • Tiefpunkt scheint erreicht • Aber Erholung ist mit viel Unsicherheit behaftet

### Kapitalmärkte: Effektivität der Geldpolitik wird zunehmend fraglich, doch europäische Grabenkämpfe dämpfen die Unabhängigkeit der EZB **4**

Ungelöstes Schuldenproblem in der Euro-Zone fordert die EZB immer wieder • Euro-Staaten und -Gemeinschaft übernehmen keine Verantwortung • Das nicht-gelöste Schuldenproblem der Euro-Zone bleibt eine Herausforderung

### Deutschland: Hoffnungsschimmer für den Arbeitsmarkt **6**

Erschreckende Zahl: 8 Mio. Anträge auf Kurzarbeit • Wie stark wird die Arbeitslosenzahl steigen? • Erholt sich die Wirtschaft schnell, kommt es nur zum temporären Anstieg der Arbeitslosenzahl

### Coronakrise verursacht nachhaltigen Investitionsstau **8**

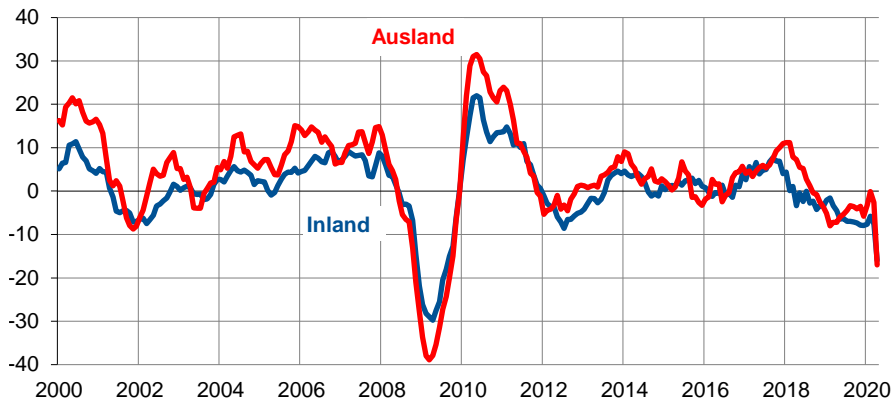
Krisen prägen Investitionsverhalten • Private Investitionen stellen seit der Finanzkrise 2008 keinen Wachstumstreiber mehr da • Konjunkturelle Stimulierung allein reicht nicht • Strukturreformen sind nötig

### Steigende Schuldenquoten bei niedrigem Wachstum – ein Teufelskreis? **11**

Krisenbeschwörer haben Hochkonjunktur • Ist das kreditfinanzierte Wachstum am Ende? • Investitionen in die Realwirtschaft müssen wieder attraktiv werden • Unsicherheiten und Zweifel – auch über die Ausgestaltung der Euro-Zone – müssen ausgeräumt werden

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



**IKB-Prognose 2020**  
Reale Veränderung in %,  
saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

|             |      |
|-------------|------|
| Deutschland | -7,1 |
| Euro-Zone   | -9,7 |
| UK          | -8,0 |
| USA         | -5,9 |
| Japan       | -5,5 |
| China       | 1,7  |

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

## Deutsche Konjunktur: Der lange Weg aus dem Tal

### Allgemeine Stimmungsaufhellung im Juni – mehr aber auch nicht

Die Stimmungsindikatoren waren im Juni 2020 weltweit auf Erholungskurs. Auch Echtzeitdaten wie Frachtflüge, Containerumschlag und Exportaufträge signalisieren einen Aufwärtstrend für den globalen Handel. Der Einkaufsmanagerindex für die Euro-Zone hat sich im Juni deutlich um 15,6 auf 47,5 Punkte verbessert. In Deutschland stieg der Indikator um 13,5 auf 45,8 Punkte. In Frankreich, das allerdings stärker als Deutschland von der Coronakrise getroffen wurde und umfangreichere Lockdown-Maßnahmen durchsetzte, erholte sich der PMI noch deutlicher um 19,2 auf 51,3 Zähler. Damit liegt der französische Index über der Expansionschwelle von 50 Punkten.

Das ifo Geschäftsklima, der bedeutendste Stimmungsindikator für die deutsche Wirtschaft hat sich nach dem tiefen Einbruch im April ebenfalls klar erholt und fiel etwas besser aus, als erwartet wurde. Der Index stieg um 6,5 auf 86,2 Punkte. Nicht überraschend, haben sich die Geschäftsperspektiven für die nächsten sechs Monate besonders deutlich aufgehellt. Der Index stieg um fast 11 auf 91,4 Zähler. Zudem wurde die aktuelle Lage erstmals seit Ausbruch der Krise besser als im Vormonat beurteilt. Dieser Indikator kletterte um 2,4 auf 81,3 Zähler. Die Belegung ist dabei breit aufgestellt. In allen Wirtschaftszweigen hellte sich die Stimmung wieder auf.

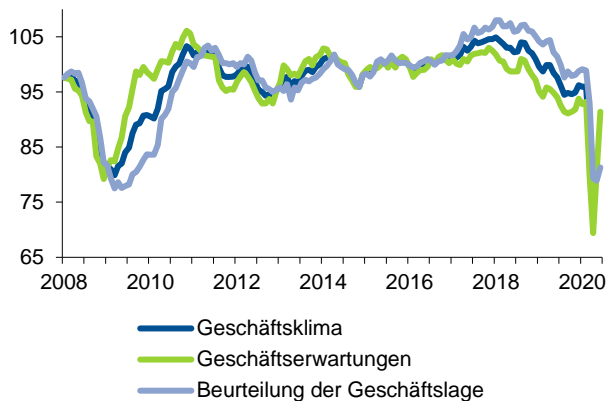
Die gute Nachricht ist also, dass die Talsohle durchschritten scheint. Ein guter Teil des konjunkturellen Absturzes in den Monaten März und April 2020 konnte wieder aufgefangen werden – mehr aber auch nicht. Die aktuellen Stimmungsindikatoren signalisieren eine wirtschaftliche Belegung im dritten Quartal 2020. Sie sollten aber nicht darüber hinwegtäuschen: Bezüglich der wirtschaftlichen Erholung bleibt weiterhin viel Unsicherheit.

### Industrie mit schwerem Einbruch im April

So ist die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes im April beispiellose 22 % im Vergleich zum Vormonat eingebrochen. Dank einer weiterhin robusten Bauindustrie lag der Rückgang für die gesamte Industrie in Deutschland bei „nur“ 17,9 %. Im Vergleich zum Januar 2020 beträgt das Minus der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe sogar 30 %, in der deutschen Industrie 25 %.

Wie beschrieben – Frühindikatoren deuten auf eine „perspektivische“ Aufhellung hin. Auch nach der Finanzkrise 2008 hat das Verarbeitende Gewerbe fast drei Jahre gebraucht, um bei der Produktion das Vorkrisenniveau zu erreichen – und dies, obwohl Länder wie China die Weltwirtschaft durch spürbare Konjunkturprogramme vorangetrieben hatten. Der damalige Tiefpunkt war in Deutschland erst sechs Monate nach dem Höhepunkt der Finanzkrise im September 2008 erreicht. Aktuell hat sich die Produktion seit ihrem Höhepunkt Ende 2017 um über 33 % reduziert. Zum Vergleich: In der Finanzkrise lag der Rückgang bei rund 20 %.

**Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100**



Quelle: ifo



**Deutschland: Produktion Verarbeitendes Gewerbe**

2015 = 100

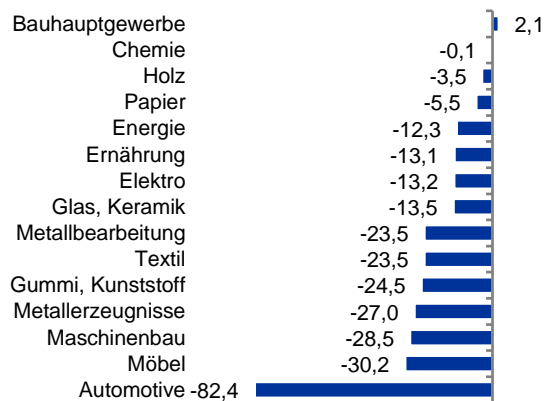


Quelle: Statistisches Bundesamt



**Deutschland: Produktion, April 2020 zu Dez. 2019**

Veränderung in %



Quelle: Statistisches Bundesamt

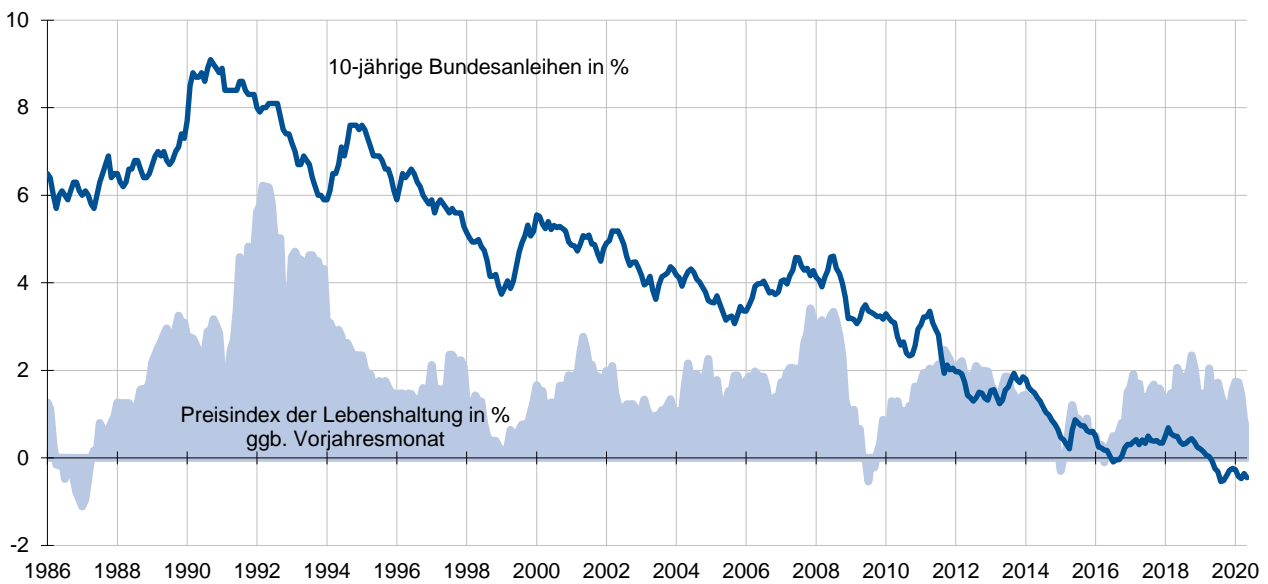


Auch wenn der Absturz der Industrie im April zu erwarten war, so ist die Entwicklung der einzelnen Branchen doch sehr heterogen. Die stärksten Einbrüche in Deutschland mussten mit -82 % und fast -30 % Automobilproduktion und Maschinenbau hinnehmen. Auch in den kommenden Monaten dürfte der Maschinenbau besonders unter den Folgen der Coronakrise leiden. Nicht nur kurzfristig, sondern auch langfristig ist mit weniger dynamischen Investitionsaktivitäten zu rechnen – zumindest in Europa (siehe S. 8).

Trotz der Coronakrise und hoher Konjunkturabhängigkeit ist der Produktionsrückgang der Automobilindustrie in Deutschland doch überraschend. Dies gilt vor allem im Vergleich zu anderen konjunktursensitiven Branchen wie Maschinenbau und Metallindustrie. Hierbei ist sicherlich die Entwicklung der europäischen Pkw-Absatzmärkte entscheidend. Die Pkw-Neuzulassungen in der EU sind im Vergleich zum April 2019 um ca. 80 % eingebrochen. In den USA liegt der vergleichbare Wert bei rund 50 %, in China bei nur 2 %.

Der weitere Produktionsverlauf in Deutschland wird von der Stärke der globalen sowie regionalen Entwicklung bestimmt werden. Doch nur auf Nachfrageimpulse aus dem In- oder Ausland zu warten, ist fehl am Platz. Denn angesichts von rund 8 Mio. Menschen in Kurzarbeit ist es wichtig, dass die Produktion wieder zügig hochfährt. Eine sich hinziehende wirtschaftliche Erholung würde zu Kapazitätsanpassungen und zunehmenden Insolvenzen führen und viele Kurzarbeiter in die klassische Arbeitslosigkeit treiben (siehe S. 6). Auch sind viele Industrieunternehmen bereits geschwächt in die Coronakrise gegangen. Denn schon im letzten Jahr musste die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes aufgrund schwacher Nachfrage im Jahresverlauf saisonbereinigt um rund 5 % zurückgefahren werden. Somit ist ein entschiedenes Handeln der Bundesregierung notwendig – auch weil die globale Konjunktur und damit der Export weiterhin hohen Unsicherheiten ausgesetzt ist. Ob das kürzlich angekündigte Konjunkturprogramm ausreichend ist, die Stimmung auf der Angebots- und Nachfrageseite der deutschen Wirtschaft genügend zu verbessern, bleibt abzuwarten. Im Zweifel muss nachgelegt werden.

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

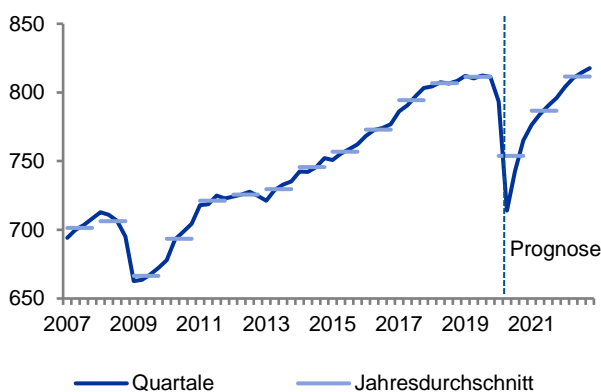


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**Kapitalmärkte: Effektivität der Geldpolitik wird zunehmend fraglich, ...**

**Euro-Zone: Reales BIP in Mrd. €, vierteljährlich**



Quellen: Eurostat; IKB-Prognose

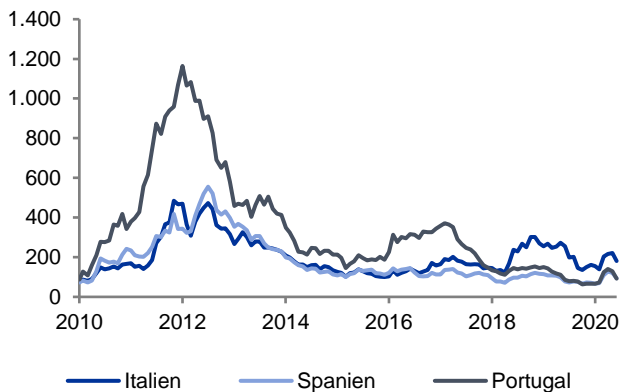


Die Volkswirtschaften der Euro-Zone sind im ersten Quartal deutlich stärker eingebrochen, als erwartet worden war, was Revisionen der Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2020 zur Folge hatte. Auch die EZB hat ihren Konjunkturausblick für 2020 deutlich nach unten angepasst und erwartet nun für die Euro-Zone 2020 ein um 8,7 % schrumpfendes BIP, gefolgt von einem BIP-Wachstum von 5,2 % im Jahr 2021 und 3,3 % im Jahr 2022. Trotz der hohen Wachstumsrate im kommenden Jahr geht die EZB nur von einer langsamen Erholung der europäischen Wirtschaft. So wird es bis mindestens Ende 2022 dauern, bis die Euro-Zone ihre Vorkrisen-Wirtschaftsleistung wieder erreicht.

Die Wirtschaftsdaten – insbesondere Früh- und Stimmungsindikatoren – geben am aktuellen Rand Anlass zu einer gewissen Entwarnung. Zwar signalisieren sie sicherlich noch keine bedeutenden Aufholeffekte. Dennoch bestätigen sie, dass die Wirtschaft ihren Tiefpunkt durchschritten hat und sich der Ausblick aufhellt. Es bleiben jedoch viele Unsicherheiten. Denn alle Prognosen erwarten eine allgemeine, weltweite Erholung, die infolge von erneut steigenden Infektionsraten nicht grundsätzlich ins Wanken gerät. Vor allem in den USA und den Schwellenländern wie Brasilien scheint diese Annahme jedoch zunehmend zweifelhaft. Der lokale wie globale Erholungspfad ist somit alles andere als klar. Die EZB bleibt jedoch zuversichtlich, dass ihre aktuellen Maßnahmen ausreichen und einen spürbaren positiven und damit stabilisierenden Effekt haben. Dies wird auch von den Finanzmärkten so wahrgenommen, wo es bis dato keine größeren Verwerfungen vor allem bei europäischen Staatsanleihen gab. Der Einfluss der EZB auf die Realwirtschaft ist hingegen weniger offensichtlich bzw. eindeutig. Denn das europäische Investitionsverhalten wird in erster Linie von Konjunktursorgen und weniger von weiteren marginalen Zinssenkungen bestimmt. Doch aktuell geht es der Notenbank weniger um eine direkte Stimulierung der Wirtschaft, sondern eher um das Vermeiden von Liquiditätsengpässen und damit Krisen.

... doch europäische Grabenkämpfe dämpfen die Unabhängigkeit der EZB

Risikoprämie ausgesuchter Euro-Länder, in bp



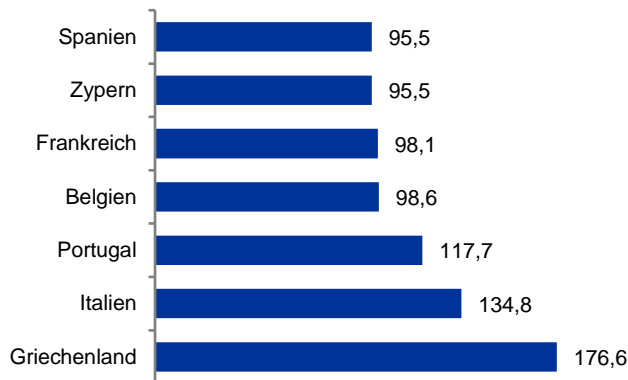
Risikoprämien = Aufschlag zehnjährige Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Quelle: Bloomberg



Die zukünftige Geldpolitik wird weniger von Fragen um ihre Effektivität geprägt, vielmehr scheint die Schuldenentwicklung in der Euro-Zone der entscheidende Bestimmungsfaktor. Insgesamt wird hierbei entscheidend sein, zu welchem Maße sich die Staaten und die europäische Gemeinschaft insgesamt der Schuldenentwicklung und der Verantwortung annehmen. Bereits vor der Coronavirus-Krise musste die EZB die entscheidende Rolle für die Sicherung der Schuldentragfähigkeit vieler Länder übernehmen. So waren es die sinkende Zinslast und die positive konjunkturelle Entwicklung – eher als fiskalische Disziplin –, die die Schuldenquoten in den letzten Jahren haben sinken lassen.

Euro-Länder mit kritischen Schuldenstand, in % zum BIP

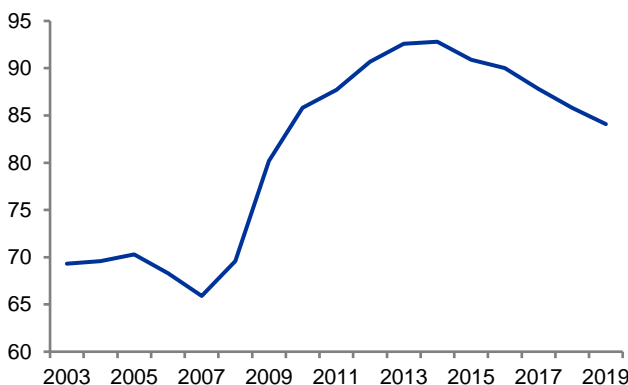


Quelle: Eurostat (Stand 2019)



Eine Schuldengrenze von 60 % als glaubwürdiges Ziel der Fiskalpolitik ist mehr denn je und selbst bei langfristig niedrigen Zinsen unrealistisch. Denn die Dauer und Stärke des benötigten Wachstums, um eine Rückkehr der Schuldenquote auf 60 % zu erreichen, ist angesichts der historischen Wachstumsdynamiken für viele Länder realitätsfern. Das gleiche gilt für die notwendige fiskalische Disziplin, die viele Staaten selbst in wachstumsstarken Jahren vermissen ließen.

Euro-Zone: Schuldenquote, in % zum BIP



Quelle: Eurostat



Die europäische Politik darf sich nicht hinter der EZB-Politik oder Wachstumsprognosen verstecken, sondern muss Verantwortung für ihre gemeinsame Schuldenentwicklung übernehmen – und dies nicht erst dann, wenn die Finanzmärkte durch eskalierende Risikoprämien eine Lösung forcieren und so die nächste „Euro-Krise“ einleiten. Nur dann kann perspektivisch der Handlungsspielraum der EZB erhöht werden. Ein formales Festhalten an existierenden Verträgen und ein Schuldenziel von 60 % als einzige Richtlinie der Schuldenpolitik werden der EZB selbst mittelfristig wenig Spielraum für eine ausgeglichene Zinspolitik geben.

Für eine gelebte Unabhängigkeit der Notenbankpolitik braucht es eine glaubwürdige und nachhaltige Schuldenpolitik innerhalb der Euro-Zone – auch ohne negative Zinsen. Es erfordert ein Bekenntnis der Euro-Staaten, dass die Lösung für die Schuldentragfähigkeit eben nicht allein in niedrigen Zinsen liegt. Die EZB steht aktuell in der Kritik, dass sie ihre Unabhängigkeit missbraucht, was bei manchem für Zustimmung zu der Entscheidung des deutschen Verfassungsgerichts gesorgt hat. Es ist jedoch vor allem eine fehlende Verantwortungsbereitschaft mancher Euro-Staaten, die die Unabhängigkeit der EZB einengt.

## Deutschland: Hoffnungsschimmer für den Arbeitsmarkt

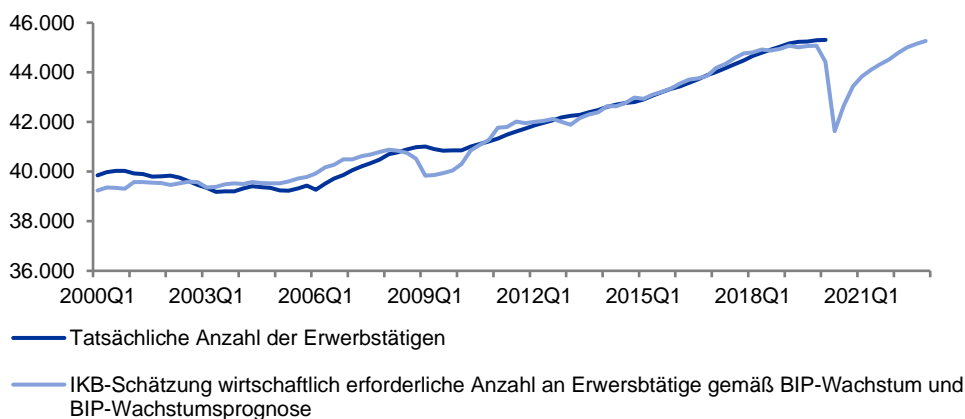
**Fazit:** Anträge auf Kurzarbeit haben ein nie dagewesenes Niveau von über 8 Mio. Beschäftigten erreicht. Nun besteht die Gefahr, dass diese Anträge nicht nur zunehmend ausgeschöpft werden, sondern dass Teile dieses gigantischen Potenzials von Personen mittelfristig in die Arbeitslosigkeit geraten. IKB-Schätzungen deuten allerdings aktuell auf einen Beschäftigtenüberschuss (Unternehmen halten mehr Beschäftigte, als wirtschaftlich erforderlich sind) infolge der Coronakrise von „nur“ rund 3,5 Mio. Menschen hin. Bei einer Rückkehr zum Vorkrisen-BIP-Niveau Ende 2021 bzw. Anfang 2022 kann dieser Überschuss – wie auch in der Finanzkrise erfolgt – über die nächsten fünf bis sechs Quartale abgebaut werden, ohne dass es zu einem nachhaltigen und bedeutenden Anstieg der Arbeitslosenquote kommt. Die erneute Aufhellung des ifo Geschäftsklimas gibt zwar nur einen kurzfristigen positiven Ausblick für den weiteren Konjunkturverlauf. Es ist allerdings ein wichtiges, wenn auch nicht ausreichendes Indiz.

### Aktuelle Kurzarbeit– trotz erschreckender Zahlen keine Krise?

Die Zahl der Anträge auf Kurzarbeit lag im April bei über 8 Mio. und betraf damit 18 % der gesamten Erwerbstätigen. In der Finanzkrise waren es „gerade mal“ rund 670.000 bzw. 1,6 %. Die aktuellen Anträge stellen demnach eine nie dagewesene Größe dar. Wie ist das zu bewerten? Wie hoch ist das Risiko, dass die von der Kurzarbeit betroffenen Menschen arbeitslos werden? Und in welchem Umfang werden die Anträge tatsächlich umgesetzt?

Die Kurzarbeiterregelung hat verhindert, dass die Arbeitslosenquote in Deutschland infolge der Coronakrise drastisch angestiegen ist, was in den USA der Fall war. Die Regelung verhindert auch, dass Unternehmen nach dem Einbruch Arbeitskräfte auf dem Arbeitsmarkt suchen müssen, was ein relativ schnelles Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Krise verhindern könnte. Doch was ist, wenn die Wirtschaft infolge einer anhaltend schwachen globalen sowie lokalen Nachfrage die Produktion kurzfristig nicht bedeutend ausweiten kann? Die Finanz- und die Eurokrise haben sich in der Arbeitslosenquote kaum bemerkbar gemacht, obwohl das Verarbeitende Gewerbe fast drei Jahre brauchte, um wieder das Vorkrisenniveau zu erreichen. Auch das deutsche BIP benötigte über zwei Jahre, um das alte Niveau zu erreichen. Allerdings erreichte die Kurzarbeit damals nur einen Bruchteil des aktuellen Ausmaßes. Wie hoch ist also derzeit das Risiko, dass sehr viele Beschäftigte aus der Kurzarbeit in die Arbeitslosigkeit geraten?

**Abb. 1: Anzahl der Erwerbstätigen in Personen**



Quelle: Bundesagentur für Arbeit; IKB-Schätzung

Nach IKB-Schätzungen lag der Überschuss an Beschäftigten zum Höhepunkt der Finanzkrise bei rund 1,2 Mio. Personen. Aktuell liegt die Überbeschäftigung nach IKB-Schätzungen bei rund 3,5 Mio. Personen. Unter der Annahme einer Erholung im dritten Quartal 2020 sowie bei einem BIP-Wachstum von 4,5 % im Jahr 2021 wäre dieser Überschuss Ende des Jahres 2021 bzw. Anfang des Jahres 2022 wieder abgebaut. Nach der Finanzkrise war die Überschussbeschäftigung nach gut einem Jahr wieder vorbei, auch wenn das BIP-Niveau etwas länger brauchte, um wieder das Vorkrisenniveau zu erreichen. Im skizzierten Szenario wäre also mit keinem systematischen Anstieg der Arbeitslosenquote zu rechnen. Anders ausgedrückt: Bestätigen sich die



aktuellen BIP-Wachstumsprognosen von mindestens 4 % im Jahr 2021, bleibt die Ausweitung der Arbeitslosenquote eher temporär und die Überbeschäftigung wird, wie in der Finanzkrise, in den nächsten zwölf Monaten abgebaut werden können. Ein schwächeres BIP-Wachstum hingegen – zum Beispiel infolge einer zweiten Corona-Infektionswelle – würde zu einem unausweichlichen Anstieg der Anträge auf Kurzarbeit und damit auch zu einer höheren Arbeitslosenquote führen.

In der Finanzkrise lag der geschätzte Überschuss an Beschäftigten deutlich über der Anzahl der Anträge auf Kurzarbeit. Viele Unternehmen agierten damals eher zögerlich, Anträge zu stellen. Dieses Mal ist es anders. Die meisten Unternehmen scheinen diesbezüglich deutlich aktiver zu sein. Die tatsächliche Zahl der Kurzarbeiter sollte demnach deutlich unter der Summe der 8 Mio. Anträge liegen, vorausgesetzt, die wirtschaftliche Erholung setzt wie erwartet im dritten Quartal ein. Im März 2020 gab es zum Beispiel 2,6 Mio. Anträge und gemäß einer ersten Schätzung der Arbeitsagentur „nur“ 2,02 Mio. Beschäftigte, die tatsächlich kurzarbeiteten. Auch die aktuelle Zahl von rund 8 Mio. Anträgen ist also eher als Potenzial, denn als tatsächliche Anzahl von Beschäftigten in Kurzarbeit zu betrachten. Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex und das ifo Geschäftsklimaindex attestieren der Konjunktur zudem zunehmende Aufholdynamiken im dritten Quartal, was zu einer Entspannung auf dem Arbeitsmarkt führen sollte.

## Coronakrise verursacht nachhaltigen Investitionsstau

**Fazit:** Krisen prägen das private Investitionsverhalten in Deutschland und der Euro-Zone nachhaltig. Dies hat weniger mit der expansiven Geldpolitik und sogenannten Zombiefirmen zu tun, als mit der grundsätzlichen Verunsicherung über den mittel- und langfristigen wirtschaftlichen Ausblick. Eine Reihe von Krisen in den letzten Jahren hat die realwirtschaftliche Volatilität erhöht und so die Attraktivität von langfristigen Investitionen am Produktionsstandort Deutschland reduziert. Empirische Ergebnisse bestätigen diese Einschätzung.

So sind private Investitionen seit der Finanz- und Euro-Krise kein Wachstumstreiber mehr, sondern reagieren nur noch auf einen BIP-Anstieg. Die Folge ist eine eher stagnierende Investitionsquote. Und aufgrund der Coronakrise reicht eine konjunkturelle Stimulierung aktuell nicht aus, um die Attraktivität von langfristigen Investitionen am Produktionsstandort Deutschland zu stärken; erforderlich sind strukturelle Reformen.

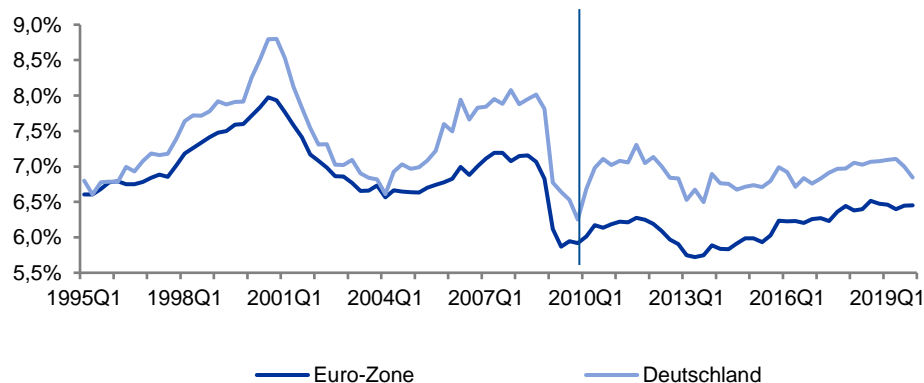
### Ausrüstungsinvestitionen seit der Finanzkrise wenig dynamisch

Um die kurz- wie mittelfristigen Konsequenzen der Coronakrise für die Realwirtschaft zu mildern, benötigt es Nachfrageimpulse – durch den Export oder die Fiskalpolitik –, um die Angebotsseite zu stimulieren. So ist auch die Idee eines Wiederaufbaufonds für Europa von Präsident Macron und Bundeskanzlerin Merkel durchaus zu begrüßen, vor allem wenn dadurch die Nachfrage ausreichend angeregt wird. Grundsätzlich sollte die globale Wirtschaft im dritten Quartal Aufholeffekte zeigen und auch die deutsche Wirtschaft und insbesondere das Verarbeitende Gewerbe stützen. Jüngste Zahlen aus China stärken diese Erwartung. Für eine nachhaltige Erholung ist allerdings eine Eigendynamik des Wirtschaftswachstums erforderlich. Hierfür ist Investitionsbereitschaft entscheidend.

Doch was bedeutet die Krise für das Investitionsverhalten in der Euro-Zone? Bereits nach der Finanz- und Euro-Krise hat die Investitionsbereitschaft in der europäischen Wirtschaft deutlich nachgelassen. Nicht zuletzt deshalb ist ein klassischer Konjunkturzyklus in den letzten 10 Jahren kaum noch erkennbar gewesen. Es scheint an positiven Erwartungen zu fehlen, die zu langfristigen Investitionen führen, welche der konjunkturellen Dynamik als Zugpferd dienen. Denn nach vielen Jahren stabilen Wirtschaftswachstums ist die private Investitionsquote, also der Anteil der Ausrüstungsinvestitionen am BIP, kaum gestiegen. Das gilt sowohl für die Euro-Zone wie Deutschland.

In der Diskussion um das mauer Investitionsverhalten wird oftmals auf „Zombiefirmen“ verwiesen. Das sind Unternehmen, die nicht einmal ihre Zinslast erwirtschaften können und nur durch die niedrigen Zinsen der Notenbanken am Leben gehalten werden. Diese Unternehmen investieren wenig bis gar nicht und wären bei höheren Zinsen schon längst insolvent. „Indem sie solche Firmen am Leben halte, verschleppe die Geldpolitik eine sinnvolle Allokation von Kapital und Sorge für ein stagnierendes Investitionsverhalten.“ Diese Kritik an der aktuellen Geldpolitik sollte sicherlich auch in den kommenden Jahren anhalten. Allerdings stellt sich die Frage, ob die stark zunehmenden Insolvenzen infolge der Coronakrise das Investitionsverhalten nicht noch stärker ausbremsen würden.

**Abb. 1: Anteil der Ausrüstungsinvestitionen am BIP**



Quelle: Eurostat



Ein träges Investitionsverhalten kann also nicht nur auf „Zombiefirmen“ zurückgeführt werden. Die Finanzkrise hat unternehmerische Entscheidungen nachhaltig geprägt und das Fundament grundsätzlich positiver Erwartungen geschwächt. Dies hat nicht nur kurzfristige oder zyklische, sondern auch permanente Unsicherheit bei Investitionsentscheidungen mit sich gebracht. Hier mag das Ausmaß der Finanzkrise aber auch daraus folgende anhaltende Diskussionen über Schuldentragfähigkeit, Geldpolitik und Euro-Erhalt eine Rolle spielen. Daraus resultierend wird nur noch investiert, wenn es notwendig ist, also infolge eines ansteigenden BIP, nicht aber aufgrund eines positiven unternehmerischen Ausblicks, der ebenfalls zu einer ansteigenden Investitionsquote führen sollte. Mit der Coronakrise besteht nun die Gefahr, dass sich dieses Verhalten nicht nur bestätigt, sondern weiter verstärken wird. Dies gilt vor allem für die Euro-Zone, wo ansteigende Staatsschuldenquoten erneut grundsätzliche Zweifel an der Nachhaltigkeit der Währungsunion aufkommen lassen.

### Investitionsverhalten in volatilen Zeiten – Gedanken von Hyman Minsky

Die Argumente des Ökonomen Hyman Minsky haben seit der Finanzkrise zunehmendes Interesse geweckt. Er betonte, dass das kapitalistische System aufgrund der Tendenz zu aufbauenden Spekulationen und Blasenbildungen grundsätzlich instabil ist. Minsky betonte, dass Investoren wegen dieser Instabilität nicht langfristig orientiert sind, da die Volatilität andererseits die Möglichkeit bietet, durch Spekulationen relativ sichere kurzfristige Gewinne zu erzielen. Gemäß Minsky dominiert also in einer instabilen Wirtschaft das spekulative Verhalten über langfristige Investitionen. Deshalb verhindern Krisen demnach einen langfristigen Investitionsausblick und schaffen stattdessen Anreize für kurzfristige Investitionen. Das führt dazu, dass Unternehmen eher auf den Finanzmärkten investieren als in der Realwirtschaft. **M&A-Transaktionen, Aktienrückkäufe und Finanzportfolien gewinnen in volatilen Zeiten an Bedeutung, während langfristige realwirtschaftliche Investitionen, die natürlich weniger liquide sind und deren Rendite relativ unsicher ist, weniger beliebt sind.**

Eine abnehmende Vorhersehbarkeit, getrieben von Krisen, verhindert langfristige unternehmerische Investitionsentscheidungen. Risikoaversion dominiert die unternehmerische Entscheidung und verdrängt opportunistisches Handeln in der Realwirtschaft. **Die relativ kurz aufeinander folgenden Krisen (Finanz-, Euro- und Coronakrise) zeigen, dass für ein Unternehmen lebensbedrohliche Situationen keine abnormale Entwicklung sind, sondern zunehmend zum „Alltag“ gehören.** Die Idee vom „schwarzen Schwan“ – also die Vorstellung, dass realwirtschaftliche Krisen absolute Ausnahmen und damit höchst unwahrscheinlich sind – erweist sich als immer weniger realistisch.

Die Coronakrise bestätigt die Sorgen aus der Finanzkrise, dass die Zukunft immer schwerer abzusehen ist und erhöht somit das Risiko von langfristigen Investitionen. Die Finanzkrise, die bei vielen Unternehmen Narben hinterlassen hat, wird durch die Coronakrise wieder lebendig und hat so das private Investitionsverhalten auf Jahre geprägt. Lokale und globale Aufholeffekte sollten Nachfrageimpulse für die Angebotsseite der deutschen und europäischen Wirtschaft liefern und zu einem Produktionsanstieg führen. In welchem Ausmaß Investitionen auf solche Impulse reagieren werden und so einen Kreislauf von Investitionen und steigendem Einkommen und Nachfrage sicherstellen, bleibt abzuwarten. **Bleiben Unternehmen bei Investitionen zurückhaltend, so ist der Einfluss der Fiskalpolitik auf die Wirtschaft schnell verpufft, aber kurzfristig dennoch umso notwendiger, um die Wirtschaft zu stabilisieren.**

### Empirische Analysen bestätigen: Investitionen leiden nachhaltig unter den Folgen von Krisen

Das deutsche Investitionsverhalten zeigt eine grundsätzliche Veränderung nach der Finanzkrise. Zwischen 1995 und 2007 waren Investitionen Treiber des BIP-Wachstums: Zuerst stiegen die Investitionen infolge von positiven langfristigen Erwartungen, daraus resultierte BIP-Wachstum. Investitionen waren der Motor des Wachstums. Seit der Finanzkrise ist es jedoch umgekehrt. Das BIP-Wachstum treibt die Investitionen. Wirtschaftswachstum ist erforderlich, bevor investiert wird. Ausrüstungsinvestitionen sind demnach keine Impulse für oder Treiber von Wachstum mehr, sondern Folge eines BIP-Anstiegs. Empirische Analysen bestätigen diese grundsätzliche Veränderung.

Das passive Investitionsverhalten zeigt, zunächst sind Wachstumsimpulse nötig, bevor Investitionen wieder zulegen. Dafür sind kurzfristige fiskalische Maßnahmen notwendig. Ohne sie wird der Kreislauf von Investitionen und Wachstum nicht in Gang kommen. Die empirischen Ergebnisse stärken die grundsätzliche Einschätzung, dass Unternehmen seit der Finanzkrise deutlich zurückhaltender investieren und dass die Erfahrungen aus der Krise immer noch bei den Erwartungen und Investitionsentscheidungen von Unternehmen eine Rolle spielen. Doch diese Erkenntnis gilt nicht nur für Deutschland, sondern für die gesamte Euro-Zone. Auch hier

waren Investitionen früher Treiber der konjunkturellen Entwicklung und sind seit der Finanzkrise eher Reaktionen auf Wirtschaftswachstum. **Minskys Argumentation einer reduzierten Bereitschaft für langfristige Investitionen infolge erhöhter Unsicherheit und Volatilität der konjunkturellen Entwicklung scheint sich zu bestätigen.**

### Welche Lehren sind zu ziehen?

Der Einfluss des aktuellen BIP-Wachstums auf Investitionen hat sich also seit der Finanzkrise erhöht. Anders ausgedrückt: Ein Prozentpunkt BIP-Wachstum hat in den letzten Jahren einen größeren Einfluss auf die Bereitschaft zu Ausrüstungsinvestitionen als vor der Finanzkrise. Diese empirischen Ergebnisse stärken das Argument für eine effektive fiskalische Stimulierung, um den Einbruch bei den Ausrüstungsinvestitionen im zweiten und voraussichtlich auch im dritten Quartal 2020 zu stoppen. Das BIP in der Euro-Zone muss ausreichend ansteigen, um einen positiven Investitionseffekt sicherzustellen. Das zurückhaltende Investitionsverhalten erhöht die Verantwortung des Staates, die Wirtschaft am „Laufen“ zu halten und genügend Impulse zu setzen, damit Unternehmen ausreichend investieren.

Nun wird vermehrt argumentiert, dass Unternehmen die Folgen der Coronakrise nicht überbewerten sollten. Dies mag ein Versuch sein, die negativen Erfahrungen der letzten Monate zu relativieren, um schnell zur Normalität zurückkehren zu können – vor allem im Hinblick auf Investitionen. **Doch die Lehre aus der Krise sollte nicht sein, diese abzuhaken und daran zu glauben, dass wirtschaftliche Krisen abnormale Ereignisse sind. Die Lehre ist eher, dass wirtschaftliche Volatilität, zu denen auch Krisen gehören, Bestandteil der Normalität ist – gerade, weil Krisen mit einer nicht zu ignorierenden Wahrscheinlichkeit immer wieder eintreten.** Nun mögen vorige Krisen, die vor allem auf den Finanzmärkten ihren Ursprung hatten, relativ wenig mit der aktuellen Situation zu tun haben. Doch die Implikationen sind dieselben: realwirtschaftlicher Einbruch, geldpolitische Reaktion, aufbauende Schuldenquoten. Die Lehre ist demnach, zunehmende Unsicherheit und Volatilität im unternehmerischen Entscheidungsprozess zu berücksichtigen.

Oftmals wird eine Umkehr bei der Globalisierung als Lösung angesehen. Die Produktion soll wieder zurückverlagert werden, um höhere Liefersicherheit zu garantieren. Doch die Lösung liegt eher in mehr Globalisierung als weniger. Bilanzen von global agierenden Unternehmen zeigen aufgrund ihrer Diversifikation auf der Produktions- und Nachfrageseite eine höhere Stabilität in ihren Kennziffern als regional ausgerichtete Unternehmen. Das zeigt auch die Entwicklung des deutschen Verarbeitenden Gewerbes im Jahr 2019. Und aktuell profitieren deutsche Firmen, die in China für den dortigen Markt produzieren, vom Ende des chinesischen Shutdowns. Anhaltende Globalisierung von Investitionen fördert jedoch nicht die Investitionsdynamik am Industriestandort Deutschland. Hierfür sind strukturelle Veränderungen notwendig. Die Attraktivität von realwirtschaftlich langfristigen Investitionen muss erhöht werden, um eine Dynamik wie vor der Finanzkrise sicherzustellen. Hierfür braucht es eindeutige und nachhaltige Anreize, zum Beispiel durch bessere Abschreibungsmöglichkeiten, effektiv sinkende Steuerlast, transparente Umweltpolitik sowie grundsätzliche Förderung des Wettbewerbsstandorts Deutschland. **Die Konsequenzen der Coronakrise und der immer noch spürbaren Finanz- und Euro-Krise können nur ausreichend adressiert werden, wenn der Investitionsstandort Deutschland trotz oder gerade wegen der anhaltenden Volatilität attraktive reale Investitionsmöglichkeiten bietet.** Nicht nur fiskalische Maßnahmen zur kurzfristigen Stützung der Wirtschaft belasten also die unternehmerische Investitionsbereitschaft, sondern vor allem auch strukturelle Hürden. Es besteht die Gefahr, dass die Coronakrise die Dynamiken der Finanzkrise bestätigt und verhindert, dass Investitionen wieder zum Wachstumstreiber in Deutschland werden. Dies – und nicht die Begrenzung der Schuldenquote – muss im Fokus der zukünftigen Wirtschaftspolitik stehen.

## Steigende Schuldenquoten bei niedrigem Wachstum – ein Teufelskreis?

**Fazit:** Die privaten und staatlichen Schuldenquoten werden aufgrund der Coronakrise und des daraus resultierenden BIP-Einbruchs deutlich ansteigen. Das ist insofern akzeptabel, weil der Fokus aktuell darauf liegen muss, ausreichende Liquidität zur Verfügung zu stellen.

Doch wie geht es nach der Coronakrise weiter? Wie nach der Finanzkrise dürften die Schuldenquoten infolge der unterstützenden Geldpolitik und der sich erholenden Konjunktur wieder sinken. Grundsätzlich fließt aber nicht genug Vermögen in die Realwirtschaft. Vielmehr fließen Investitionen zunehmend in die globalen Finanzmärkte, die allerdings nicht für allgemeinen Wohlstand sorgen. Damit wieder zunehmend in die Realwirtschaft investiert wird, gilt es, deren Attraktivität im Vergleich zu Anlagemöglichkeiten im Finanzsektor zu erhöhen.

Dafür ist Vertrauen erforderlich, das die Fiskalpolitik durch ein Konjunkturprogramm kurzfristig wiederherstellen kann. Grundsätzlich sollte aber vor allem die Attraktivität des Investitionsstandorts Europa verbessert werden. Dazu muss die Euro-Zone die anhaltenden Unsicherheiten und Zweifel über ihre zukünftige Ausgestaltung dringend ausräumen. Dies beinhaltet unter anderem eine nachhaltige Lösung der Staatsschuldenproblematik und ein grundsätzlich höheres Maß an politischer Integration.

### Krisenbeschwörer haben Hochkonjunktur, ...

Krisenbeschwörer haben aktuell Hochkonjunktur – vor allem wenn es darum geht, die Konsequenzen des erneuten Schuldenanstiegs darzulegen. So wird in der Analyse der aktuellen Effektivität der EZB-Politik gerne auf den Einfluss der Schulden auf das Wirtschaftswachstum verwiesen. Der Wachstumsbeitrag der Schuldenausweitung wäre heute bedeutend geringer als früher und somit ineffektiv – so das Argument. Gründe hierfür seien Fehlallokation, Zombiefirmen und eine generelle Überschuldung, alles Folgen der Geldpolitik. Die Schlussfolgerung dieser Argumentation ist demnach, dass die Notenbanken die Volkswirtschaften in eine Sackgasse geführt haben und die Lösung sicherlich nicht „weiter so“ sein kann. Der Schuldenanstieg führe kaum noch zu Wachstum, erhöhe also die Schuldenquoten, die aber in Verbindung mit dem niedrigen Wachstum nicht mehr tragfähig seien – ein Kreislauf, der letztlich zu einem realwirtschaftlichen und finanziellen Kollaps führe. Somit seien immer niedrigere Zinsen erforderlich, um die Schulden bedienen zu können.

Wie der konkrete Ausweg aussehen kann, ist weniger klar. Generell behaupten die Gegner einer expansiven Geldpolitik, Notenbanken hätten eine Alternative, wollten diese aber nicht anwenden. Tatsächlich sind die Alternativen für die EZB allerdings sehr begrenzt – vor allem in der aktuellen Krisenzeit. Das heißt aber nicht, dass extreme wirtschaftliche Entwicklungen wie Inflation, ein Finanzcrash oder eine anhaltende Depression in der Realwirtschaft unausweichlich bevorstehen. **Es sind vielmehr Verteilungsthemen, die es infolge des immensen Aufbaus von Schulden und Vermögen neu zu regeln gilt.** Auch sind die aktuell niedrigen Zinsen nicht der Grund für die nächste Krise, sondern ein wichtiges Instrument der Notenbanken, da sie die Schuldentragfähigkeit stützen und somit der Wirtschaft Zeit geben, die Verteilungsthemen über Zeit zu strecken.

### ... doch Perspektive ist gefragt, ...

In der Diskussion um die Schulden thematik wird oftmals der Aufbau von Vermögensbeständen vergessen. Doch was für Schulden gilt, ist auch für die andere Seite der Bilanz zutreffend. Somit wäre also das Argument eines immer weniger effektiven Schuldenaufbaus mit der Aussage gleichzusetzen, dass ein Vermögensaufbau heute einen kleineren Wachstumsbeitrag für die Realwirtschaft liefert, als dies früher der Fall war. **Ursache hierfür ist nicht die Überschuldung, Gründe sind vielmehr mangelndes Vertrauen in die Konjunkturentwicklung, fehlende Investitionsmöglichkeiten in der Realwirtschaft und eine ungünstige Vermögensverteilung.** Auch wird immer mehr Vermögen von institutionellen Investoren und Hedgefonds gehalten, die kaum unternehmerisch tätig sind und vorrangig in Vermögen investieren, für das es einen liquiden Markt gibt. So verdrängt Vermögensinflation reale Investitionen, doch nur diese können Wohlstand für eine Volkswirtschaft schaffen. Schließlich führte eine höhere Bewertung von Aktien, Anleihen oder die Anhäufung von Geldkonten zu keinem höheren BIP, eine Investition in eine Maschine oder in Forschung & Entwicklung hingegen schon. Finanzinvestitionen von Institutionellen Investoren führen hingegen zu einem immer größeren Anteil des Vermögens außerhalb der Realwirtschaft. Sinkende Zinsen helfen nicht, diese Entwicklung zu stoppen, da sie nur sehr begrenzt zu einer Umschichtung von Investitionen in die Realwirtschaft führen. Somit mag in

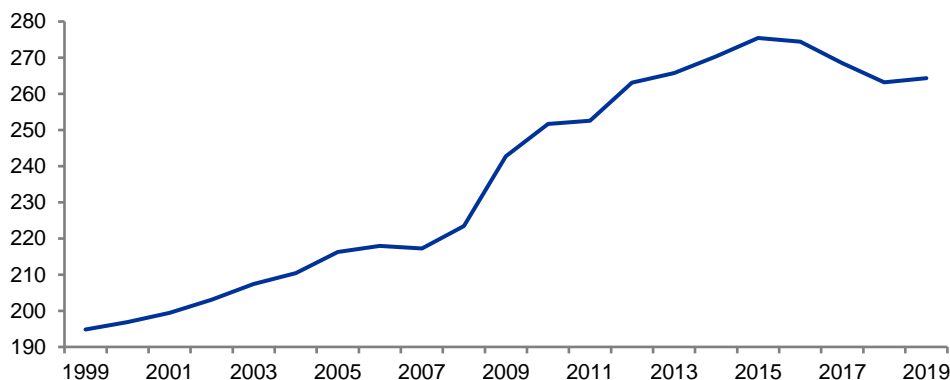
der Tat der Einfluss eines Schulden- und Vermögensaufbaus auf das Wirtschaftswachstum durch einen sich ausweitenden Finanzsektor reduziert worden sein.

In unsicheren Zeiten steigt die Sparquote und damit nehmen auch die Bestände an liquidem Vermögen außerhalb des Wirtschaftskreislaufs zu. Die Geldmenge M3 mag dann zwar relativ groß sein, die in der Realwirtschaft zirkulierende Geldmenge ist aber deutlich geringer. Doch diese Entwicklung ist nicht nur in Krisenzeiten zu beobachten, sondern sie ist ein strukturelles Thema: **Vermögensbestände sind zunehmend ungleich verteilt und werden von global agierenden institutionellen Investoren gehalten, deren Fokus nicht auf der Realwirtschaft liegt.** Die chinesische Notenbank kann als Beispiel dienen. Sie hat aufgrund ihres Leistungsbilanzüberschusses gegenüber den USA über Jahre einen hohen Bestand an US-\$-Vermögen angehäuft. Diese US-\$-Konten der chinesischen Notenbank sind zwar immer noch Bestandteil der Geldmenge der USA, fließen aber nicht in die US-Realwirtschaft zurück. Nur indirekt dürften sie einen Einfluss haben, weil die chinesische Notenbank Teile ihrer Reserven in US-Wertpapieren hält und so Druck auf US-Renditen ausübt.

### ... denn der Anstieg der Schuldenquote ist keine Voraussetzung für Wachstum

Wird der Einfluss der Vermögen- und Schuldenausweitungen auf Wachstum infolge der Corona Krise weiter nachhaltig sinken und somit das oft kritisierte Modell eines durch Kredite verursachten realen Wachstums an seine Grenzen bringen? **Eine Studie der Bank für Internationale Zahlungsziele (<https://www.bis.org/publ/work416.pdf>) hat schon vor geraumer Zeit gezeigt, dass es nicht immer eines größeren Kreditvolumens bedarf, um Wirtschaftswachstum zu generieren. Dies gilt gerade nach einer Krise. Die Entwicklung von BIP-Wachstum und Kreditvergabe in der Euro-Zone bestätigen das.** Seit der Finanzkrise hat die Dynamik der Kreditvergabe in der Euro-Zone deutlich nachgelassen. Infolge dessen hat sich auch das Verhältnis von Krediten zum BIP geändert. Das stabile und relativ hohe Wirtschaftswachstum der letzten Jahre hat die Kreditquote in der Euro-Zone von 275 % auf unter 265 % des BIP im Jahr 2019 und damit um über 10 Prozentpunkten gesenkt. Generell sind bedeutende Anstiege der Kreditquote tendenziell nicht in Phasen großen Wirtschaftswachstums zu beobachten, sondern eher in konjunkturellen Schwächephasen. Das "billige Geld" hat auch in den letzten Jahren nicht das Wirtschaftswachstum angetrieben.

**Abb. 1: Euro-Zone: Kredite an den Privatsektor, in % des BIP**



Quellen: BIS; IKB-Berechnung

In einer Krise brauchen Unternehmer Liquidität, weil die Wirtschaft ins Stocken geraten ist und Einnahmequellen versiegen. Deshalb ist aktuell eine deutlich erhöhte Kreditnachfrage von Unternehmen zu erkennen. Die daraus resultierende Zunahme der Schuldenlast führt zu einem deutlichen Anstieg der Schuldenquoten. Mit sich normalisierenden Erwartungen und einer Rückkehr des Vertrauens von Unternehmen und Verbrauchern wird Liquidität wieder der Realwirtschaft zugeführt werden und Wachstum generieren. Das führt zu einer reduzierten Schuldenquote. Somit folgen einem deutlichen Anstieg der Schuldenquote aufgrund einer Krise auch immer eine Stabilisierung und ein möglicher Rückgang der Schuldenquote. Da Vertrauen mit Wachstum zunimmt, ist es eher das Wachstum, das die Kreditvergabe bestimmt. **Weil Wachstum auch durch einen erhöhten Rückfluss von existierendem liquidem Vermögen in die Realwirtschaft generiert wird, sinkt infolge die Nachfrage nach Krediten.** Das sorgt für eine Verringerung der Schuldenquote.

Grundsätzlich sind für den Einfluss des Schuldenaufbaus auf das Wirtschaftswachstum die Umstände entscheidend, die das Investitionsverhalten bzw. das Vertrauen in die Realwirtschaft bestimmen. Bei fehlendem

Vertrauen ist eher ein unzureichender Aufbau von Schulden und Vermögen das Problem. Fehlendes Vertrauen führt zu reduzierter Kreditnachfrage und niedrigerem Wachstum aufgrund fehlender Investitionen. Langfristige Entwicklungen wie das nachlassende Potenzial für Produktivitätswachstum könnten die Investitionsmöglichkeiten in der Realwirtschaft zusätzlich strukturell dämpfen, während starkes Geldmengenwachstum in volatilen Zeiten eher spekulatives Verhalten auf den Finanzmärkten fördert als reales Wachstum.

Allerdings investieren Finanzinvestoren wiederum in Staatsanleihen, was dem Staat erlaubt, Vermögen in die Realwirtschaft zurückzuführen. Tendenziell steigende Schuldenquoten des Staates zeugen von diesem Versuch, durch staatliche Investitionen oder Konsum Vermögen in die Realwirtschaft umzuleiten. Dieses durch Staatsschulden getriebene Wachstum kann jedoch die Schuldentragfähigkeit von Staaten stark belasten. So haben Industrieländer schon seit längerem ein Problem mit der effektiven Nachfrage in ihren Volkswirtschaften. Vermögen ist zunehmend ungleich verteilt und wird vor allem auf lokalen sowie globalen Finanzmärkten investiert bzw. als liquides Vermögen geparkt. Grundsätzlich ist es eine Frage der relativen Attraktivität, ob Vermögen in realwirtschaftliche oder Finanzinvestitionen fließt.

**Aktuell sollte eine schnelle Rückkehr zu Wirtschaftswachstum oberste Priorität haben, um das Vertrauen und damit die relative Attraktivität von realwirtschaftlichen Investitionen aufzubauen.** Dies wird weniger durch Kreditzusagen erreicht, als durch die effektive Stimulierung der Nachfrage, etwa in Form eines staatlich aufgelegten Konjunkturprogramms. Oftmals werden stattdessen eine stärkere Regulierung der Finanzmärkte, Transaktionssteuern und Kapitalkontrollen sowie Vermögenssteuern und Umverteilung favorisiert, um Vermögen in die Realwirtschaft zu leiten. Die Attraktivität des Finanzsektors zu reduzieren und Eigentumsrechte in Frage zu stellen ist jedoch weniger wirkungsvoll als die Realwirtschaft selbst zu stimulieren. Negative Zinsen, Steuererleichterungen, sowie ein grundsätzlich wettbewerbsfähiger Produktionsstandort sind deshalb eher entscheidend. Auch muss die Eurozone anhaltende Unsicherheiten und Zweifel über ihre zukünftige Ausgestaltung dringendst angehen.

Abb. 2: Kreditwachstum des Privatsektors, in % zum Vorjahr



Quelle: BIS; IKB-Berechnung

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

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

|             | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P |
|-------------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | 1,6% | 0,6% | -7,1% | 4,5%  |
| Euro-Zone   | 1,9% | 1,2% | -9,7% | 4,3%  |
| UK          | 1,3% | 1,4% | -8,0% | 3,9%  |
| USA         | 2,9% | 2,3% | -5,9% | 4,3%  |
| Japan       | 0,3% | 0,8% | -5,5% | 2,3%  |
| China       | 6,7% | 6,2% | 1,7%  | 13,1% |

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

|             | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P |
|-------------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | 1,7% | 1,4% | 0,8%  | 1,1%  |
| Euro-Zone   | 1,8% | 1,2% | 0,3%  | 0,9%  |
| UK          | 2,5% | 1,8% | 0,9%  | 1,2%  |
| USA         | 2,4% | 1,8% | 0,8%  | 1,7%  |
| Japan       | 1,0% | 0,6% | 1,0%  | 0,8%  |
| China       | 2,1% | 2,9% | 2,8%  | 2,2%  |

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

|                        | 25. Juni | in 3M | Ende 2020 | Ende 2021 |
|------------------------|----------|-------|-----------|-----------|
| 3M-Euribor             | -0,40    | -0,41 | -0,42     | -0,42     |
| 3M-USD-Libor           | 0,30     | 0,35  | 0,35      | 0,35      |
| 10-Jahre Bund          | -0,45    | -0,45 | -0,40     | -0,40     |
| 10-Jahre U.S. Treasury | 0,67     | 0,70  | 0,72      | 0,75      |

**Tabelle 4: Ausgewählte Währungen**

|         | 25. Juni | in 3M | Ende 2020 | Ende 2021 |
|---------|----------|-------|-----------|-----------|
| EUR/USD | 1,12     | 1,10  | 1,12      | 1,19      |
| EUR/GBP | 0,91     | 0,90  | 0,92      | 0,91      |
| EUR/JPY | 120      | 118   | 119       | 126       |
| EUR/CHF | 1,07     | 1,06  | 1,07      | 1,10      |
| EUR/HUF | 353      | 350   | 350       | 345       |
| EUR/CZK | 26,8     | 27,0  | 27,1      | 26,1      |
| EUR/TRY | 7,71     | 7,80  | 8,00      | 8,50      |
| EUR/PLN | 4,46     | 4,46  | 4,44      | 4,42      |
| EUR/RUB | 78,1     | 80,0  | 81,0      | 78,8      |
| EUR/MXN | 25,7     | 25,0  | 25,2      | 25,5      |
| EUR/ZAR | 19,6     | 19,5  | 19,4      | 20,5      |
| EUR/CNY | 7,96     | 7,94  | 7,92      | 7,98      |
| EUR/CAD | 1,53     | 1,52  | 1,49      | 1,47      |
| EUR/AUD | 1,64     | 1,66  | 1,65      | 1,64      |

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; 9M; Ende 2020)



**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-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0  
Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4492

Juni 2020

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick  
Vorstand: Dr. Michael Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg