

# 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)

Oleksiy Artin  
+49 211 8221 3283  
[Oleksiy.Artin@ikb.de](mailto:Oleksiy.Artin@ikb.de)

### Deutsche Konjunktur: Wie voll wird das Glas im nächsten Jahr sein? **2**

V-Erholung scheint sich zu bestätigen • Doch Ausblick für 2021 bleibt unsicher • Nicht nur die Corona-Folgen belasten • Brexit-Ausgestaltung, Handelskonflikte, Reformstau sind weitere Herausforderungen

### Kapitalmärkte: EZB-Politik gibt weiterhin Vollgas, ob sie will oder nicht **4**

Schuldensituation einiger Euro-Länder erfordert anhaltend expansive Geldpolitik • EZB muss Zinsen auf Jahre niedrig halten • Von daher ist eine nachhaltige Lösung des Schuldenproblems gefordert • Der Wiederaufbaufonds ist ein erster Schritt

### Verlängerung des Kurzarbeitergeldes: Zu früh entschieden **6**

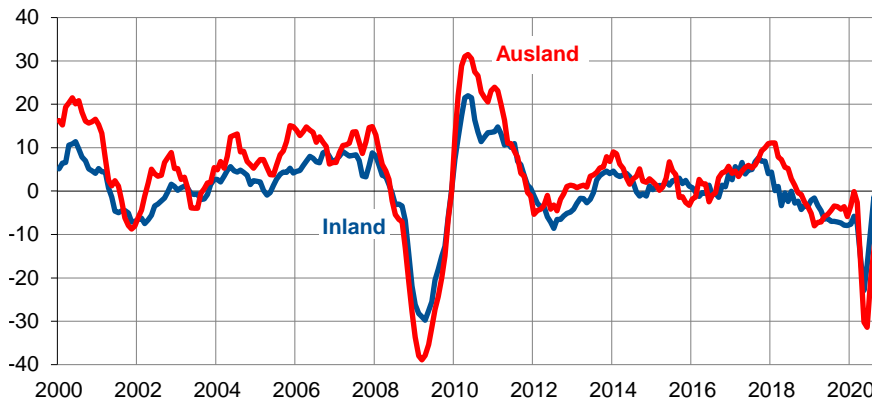
Wirtschaftspolitik muss Spagat vollziehen • Nachhaltige Schäden verhindern, notwendige Anpassungen zulassen • Konjunkturausblick hat auch Aufwärtsrisiken • Spätere Entscheidung zum Kurzarbeitergeld mit mehr Konjunkturgewissheit wäre sinnvoller gewesen

### Länderfokus Türkei: Keine Argumente für eine stabile Türkische Lira **9**

Schwache Lira ist keine Hilfe für türkische Wirtschaft • Hohe Abhängigkeit von ausländischem Kapital belastet Vertrauen • Zunehmende Dollarisierung • Aktuelle Notenbankpolitik festigt Lira-Schwäche

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

Deutschland	-5,3
Euro-Zone	-9,2
UK	-13,2
USA	-3,8
Japan	-5,2
China	2,1

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

## Deutsche Konjunktur: Wie voll wird das Glas im nächsten Jahr sein?

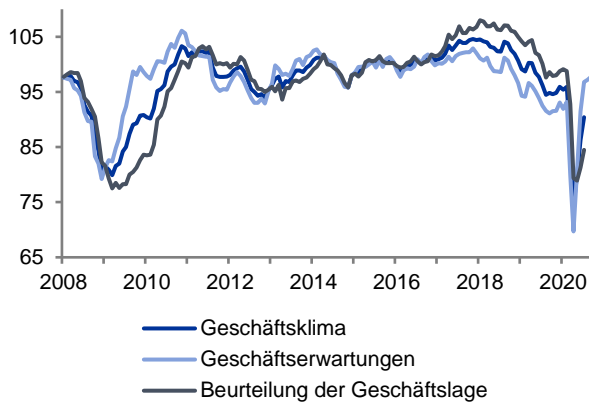
Die Wachstumsraten der letzten Monate signalisieren eine V-förmige Erholung des Produzierenden Gewerbes in Deutschland. Solch eine Entwicklung war nach Ausbruch der Coronakrise erhofft, aber nicht unbedingt erwartet worden; nun bestätigt sie sich, zumindest was das Verarbeitende Gewerbe angeht. Deshalb wird allgemein von einem deutlichen Plus beim BIP-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte und vor allem im dritten Quartal 2020 ausgegangen. Entsprechend hat sich der Pessimismus deutlich gelegt, der in vielen Prognosen zum Ausdruck kam. Wurde im April und Mai noch ein deutlich tieferer Einbruch als in der Finanzkrise erwartet, deuten aktuelle Prognosen auf einen geringen Unterschied hin. In der Finanzkrise war das Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 5,6 % eingebrochen; für 2020 erwartet die IKB nun nur noch einen Rückgang des BIP um 5,3 %.

Das Prognoserisiko für das aktuelle Jahr ist zu vernachlässigen. So beruht das kräftige Wachstum im dritten Quartal vor allem auf Basis- und Überhangeffekten aus dem zweiten Quartal, denn bereits mit dem Ende bzw. der Lockerung des Lockdowns im Mai und Juni erholte sich die Konjunktur. Zudem wird die Entwicklung im dritten und vierten Quartal auch vom privaten Konsum getrieben. Der im historischen Vergleich einmalige Rückgang des BIP um fast 11 % im zweiten Quartal und das damit einhergehende erzwungene Sparen sind Vergangenheit. Zweifellos ist im dritten und vierten Quartal 2020 von einer deutlichen Erholung der Weltwirtschaft und damit auch der deutschen Exporte auszugehen. Auch wenn die deutschen Ausfuhren bereits vor dem Ausbruch der Coronakrise unter Druck standen: aufgrund des Einbruchs im zweiten Quartal um über 20 % werden die Aufholeffekte im dritten und vierten Quartal dominieren und zu robusten Wachstumswerten führen. Anders sieht es bei den Ausrüstungsinvestitionen aus, die nun schon seit fünf Quartalen rückläufig sind – also deutlich vor Ausbruch der Coronakrise. Hier bleibt der Ausblick aufgrund des Vertrauenseinbruchs und der Überkapazitäten ungewiss.

Das ifo Geschäftsklima als bedeutender Vorlaufindikator für die deutsche Wirtschaft hat sich im September 2020 weiter aufgehellt. Der Index stieg um 0,9 Punkte auf 93,4 Zähler und hat damit fast sein Vorkrisenniveau von Anfang dieses Jahres erreicht. Die Unternehmen beurteilen dabei insbesondere ihre aktuelle Lage deutlich besser. Die Erwartungskomponente verbesserte sich dagegen im September nur minimal. Sie war dennoch in den vergangenen Monaten überwiegend für die Verbesserung des Geschäftsklimas verantwortlich. Hier zeigt sich, dass die Unternehmen von Aufholeffekten und der Belebung der Konjunktur überzeugt sind; auch wenn es in den nächsten Monaten durchaus zu Rückschlägen beim Geschäftsklima kommen kann, sollten die Infektionszahlen nachhaltig steigen. Das ifo Geschäftsklima signalisiert ein robustes Wachstum im dritten sowie vierten Quartal 2020 und bestätigt ein geringes Konjunkturrisiko für das Restjahr 2020.

Welchen Weg die wirtschaftliche Entwicklung im Jahr 2021 nehmen wird, ist nicht so klar. Denn dann sind weniger „technische“ Aufholeffekte relevant, sondern die Tragfähigkeit der Wachstumsdynamik wird entscheidend sein.

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

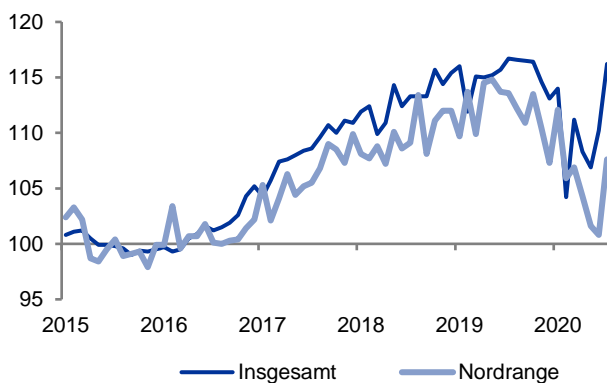


Quelle: ifo



Nur bei einer breit aufgestellten, synchronen globalen Erholung werden die deutsche Exportdynamik anhalten und die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes wieder auf Vorkrisenniveau zurückkehren. Aktuelle Daten des Containerumschlag-Index zeigen allerdings: Die Belegung des Welthandels hat längst eingesetzt und gewinnt regional an Breite. Der Umschlag in den chinesischen Häfen hat erneut ein Allzeithoch erreicht. Aber auch außerhalb Chinas erhöhte sich der Umschlag kräftig. Der Nordrange-Index, ein Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung im nördlichen Euro-Raum und in Deutschland, verbesserte sich im Juli 2020 deutlich um 6,8 Punkte. Das ist der kräftigste bisher gemessene Anstieg.

**RWI/ISL-Containerumschlag-Index, 2015 = 100**



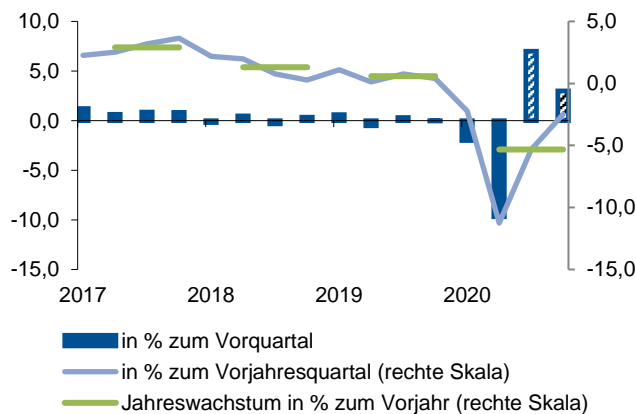
Quelle: RWI



Ist also eine anhaltende Dynamik der deutschen Wirtschaft möglich? Sicherlich, da die Weltwirtschaft mit Schwung ins kommende Jahr starten wird. Zwar mögen auslaufende Konjunkturprogramme die Dynamik etwas bremsen, Geldpolitik und anziehender Welt-handel dürften allerdings das Momentum stützen.

Aufgrund verschiedener Unwägbarkeiten wie die weitere Entwicklung der Corona-Infektionszahlen, die US-Handelspolitik nach den Präsidentschaftswahlen, die finale Ausgestaltung des Brexit und die träge Reformbereitschaft bleibt das Risiko dennoch hoch. Aktuell drohen erneute Eindämmungsmaßnahmen gegen die Ausbreitung der Pandemie, was sich in der Eintrübung von Stimmungsindikatoren niederschlägt. So ist der Einkaufsmanager-Index für die Gesamtwirtschaft im September leicht gesunken, befindet sich aber weiter über der Expansionsschwelle. Dabei ist der Rückgang ausschließlich auf die Stimmungsverschlechterung im Dienstleistungssektor zurückzuführen.

**Deutschland: Reales BIP-Wachstum**



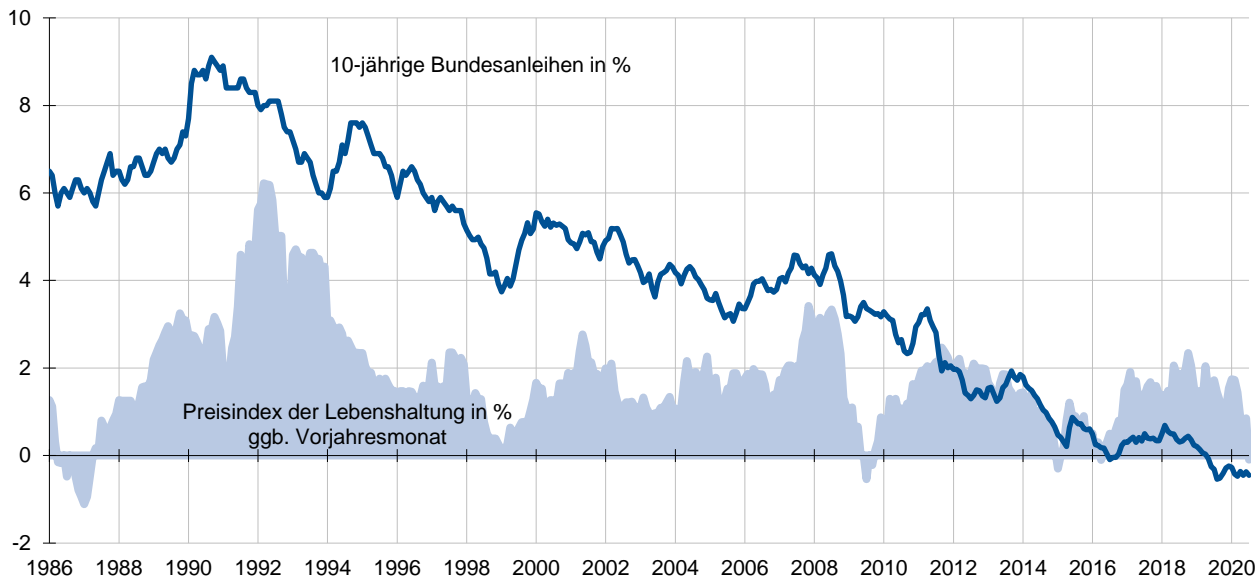
Kalender- und saisonbereinigte Daten

Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose



Auch kommen Staaten und Unternehmen geschwächt aus der Coronakrise hervor. Die Schuldenquoten haben sich deutlich erhöht, und es ist von einer generellen Bonitätsverschlechterung auszugehen. So wird die Coronakrise – wie andere Krisen vor ihr auch – das Investitionsverhalten tiefgreifend prägen. Aktuell erwartet die IKB für Deutschland ein BIP-Wachstum im Jahr 2021 von 6,8 %. Das Prognoserisiko ist ausgeglichen bis leicht nach unten gerichtet.

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

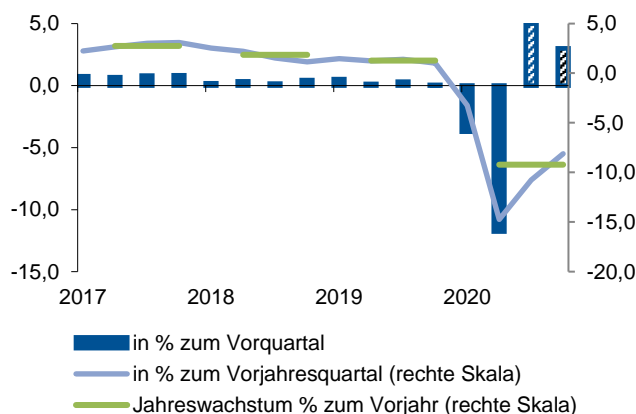


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**Kapitalmärkte: EZB-Politik gibt weiterhin Vollgas, ...**

**Euro-Zone: Reales BIP-Wachstum**



Kalender- und saisonbereinigte Werte  
 Quellen: Eurostat; IKB-Prognosen

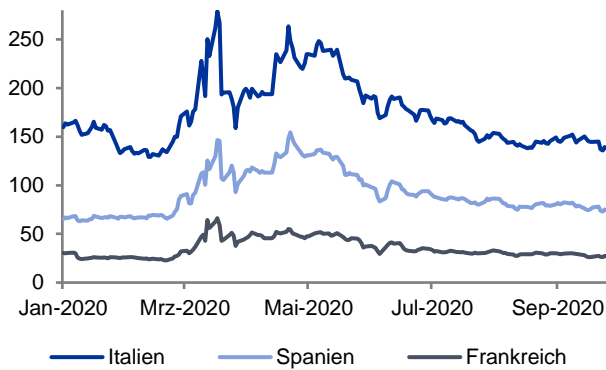


Die Konjunktur in der Euro-Zone gewinnt nach dem Lockdown wieder an Fahrt und erholt sich schneller als ursprünglich erwartet. Dies gilt sowohl für die deutsche Wirtschaft wie für die Euro-Zone insgesamt. So bleibt eine Rückkehr des Euro-Zone-BIP auf das Vorkrisen-Niveau bis zum Jahr 2022 weiterhin plausibel. Was jedoch ebenfalls deutlich wird, ist eine zunehmende Divergenz zwischen den Euro-Ländern bzgl. Wachstum und Schulden – wie schon nach der Finanzkrise 2008/09. Vor allem Spanien und Italien wurden durch die Einbrüche des Sommertourismus besonders belastet und sollten weniger starke Aufholeffekte im dritten Quartal 2020 aufweisen als zum Beispiel Deutschland.

Das schwächste systemrelevante Glied bestimmt die Geldpolitik in der Euro-Zone. Das ist Italien, möglicherweise bald gefolgt von Spanien und Frankreich. Die Erwartung, Reformen und fiskalische Disziplin könnten langfristig dafür sorgen, dass diese Länder wieder die Maastricht-Kriterien erfüllen, ist naiv. Schuldenquoten werden durch Wirtschaftswachstum reduziert. Doch bei nur moderatem Wachstum braucht es lange, damit sich Erfolge einstellen. Diese Erfahrung haben viele Euro-Länder mit hohen Schuldenquoten in den letzten Jahren gemacht. Denn selbst nach sieben Jahren positivem Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone und einer extremst unterstützenden Geldpolitik durch die EZB ist es im Allgemeinen nur zu einer Stabilisierung der Schuldenquoten gekommen. Zum einen mag die Wirtschaftsdynamik zu niedrig gewesen sein, zum anderen fehlte es an fiskalischer Disziplin, die allerdings in Ländern mit schwachem Wachstum und hohen Schuldenquoten nur zu einem nicht ausreichenden Maß einzuhalten ist. Da Krisen, Rezessionen sowie Konjunkturerinbrüche immer Teil einer mittelfristigen wirtschaftlichen Entwicklung sind, kann mit relativer Sicherheit davon ausgegangen werden, dass auch in Zukunft die alleinige Annahme einer lang anhaltenden Erholungsphase nicht ausreichen wird, die Schuldenfähigkeit vieler Euro-Staaten zu sichern – von einer Einhaltung der Maastrichtkriterien ganz zu schweigen. Anstatt sich hinter Wachstumsannahmen, der EZB-Geldpolitik oder Versprechen über zukünftige fiskalische Disziplin zu verstecken, wäre es bei der aktuellen und absehbaren Schuldenlage eher an der Zeit, nachhaltige Lösungen für die Schuldenproblematik zu finden. Nur so kann der Handlungsspielraum der EZB perspektivisch erweitert werden.

... ob sie will oder nicht

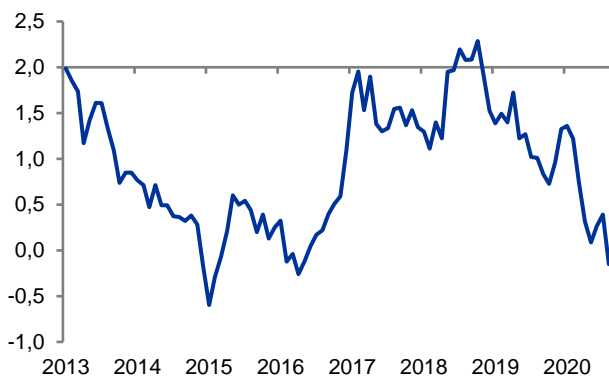
Risikoprämien ausgewählter Euro-Länder in bps



Aufschlag zehnjährige Staatsanleihen zu Bundesanleihen  
Quelle: Bloomberg



Euro-Zone. Inflationsrate in %



Quelle: Eurostat



Euro-US-Dollar Wechselkurs, 1 Euro = ... US-Dollar



Quelle: Bloomberg



Das gemeinsame Verständnis für fiskalische Disziplin, wie es im Maastricht-Vertrag dokumentiert wurde, ist nicht nur aktuell, sondern schon länger ausgehebelt. Dies ist vor allem daran zu erkennen, dass Schuldenziele immer der konjunkturellen Entwicklung unterliegen bzw. eine langfristige Wachstumsperspektive als Annahme jeglicher Schuldentragfähigkeit unterliegt. Die Folge ist, dass deren Handlungsspielraum der Notenbank immer enger wird, und sie muss ihre geldpolitischen Maßnahmen immer extremer gestalten.

Der auf EU-Ebene finanzierte europäische Wiederaufbaufonds in Höhe von 750 Mrd. € ist ein erster Schritt in Richtung einer effektiven Lösung für die europäische Staatsschuldenthematik, auch wenn das Ausmaß der Transferzahlungen eher überschaubar ist. Ein großer Teil der Verantwortung für den Euro-Erhalt und die Schuldentragfähigkeit bleibt deshalb bei der EZB, die durch Zinspolitik und Aufkaufprogramme noch auf Jahre eine extremst niedrige effektive Zinslast für die Staaten sicherstellen muss, damit ihre Schuldentragfähigkeit gesichert ist.

Die EZB erwartet für die nächsten Jahre weiterhin eine Inflationsrate deutlich unter ihrer Zielmarke. Selbst für das Jahr 2022 wird eine Inflationsrate von „nur“ 1,3 % prognostiziert, auch wenn sie leicht nach oben angepasst wurde. Somit sollte sie noch auf Dauer in der Lage sein, ihre Geldpolitik mit Deflationssorgen zu rechtfertigen. Doch selbst ein Anstieg der Inflationsrate würde die EZB zu keinem sofortigen Handeln nötigen. Schließlich geht es um einen nachhaltigen Anstieg, der sich durch eine deutliche und anhaltende Ausweitung der Geldmenge in der Real- und nicht Finanzwirtschaft zeigen muss. Hierfür ist wiederum ein anhaltend hohes Unternehmer- sowie Verbrauchervertrauen und damit dauerhaftes Wachstum notwendig.

Grundsätzlich kann die EZB eine deutliche Euro-Aufwertung nicht zulassen, da dies einer bedeutenden geldpolitischen Straffung gleichkommt. Gerade in der Euro-Zone, die eine relativ offene Volkswirtschaft ist, hat der Devisenkurs einen bedeutenden Einfluss auf Inflation und Realwirtschaft. Mit den sich aufbauenden bzw. anhaltenden Risiken der Schuldentragfähigkeit einzelner Euro-Staaten und der damit einhergehenden Zinspolitik bleibt allerdings eine nennenswerte und nachhaltige Aufwertung des Euro sowieso zweifelhaft.

## Verlängerung des Kurzarbeitergeldes: Zu früh entschieden

**Fazit:** Eine V-Erholung scheint möglich – zumindest im Jahr 2020. Diese positive Entwicklung war im April und Mai sicherlich nicht erwartet worden und hat deshalb zu einer großzügigen Nutzung der Kurzarbeiterregelung geführt. Der Erfolg ist nicht ausgeblieben, die effektiven Lohnkosten sind deutlich zurückgegangen. Doch mit den Aufholungseffekten im dritten und vierten Quartal sollte sich die Notwendigkeit einer weiteren Subventionierung deutlich reduzieren, und die Kurzarbeit dürfte nennenswert zurückgehen. Rückblickend kann sogar von einer gewissen Übertreibung bei Anträgen auf und Nutzung von Kurzarbeit ausgegangen werden. Und auch wenn das Jahr 2021 aus konjunktureller Sicht mit deutlich größeren Unwägbarkeiten als das verbleibende aktuelle Jahr behaftet ist, ist dies kein Argument für eine uneingeschränkte Verlängerung der Kurzarbeiterregelung bis Ende nächsten Jahres. Schließlich wird die Coronakrise auch nachhaltige Einflüsse haben und eine neue Normalität schaffen, an die sich die Unternehmen anpassen müssen. All dies deutet darauf hin, dass die Verlängerung der Kurzarbeiterregelung bis Ende 2021 verfrüht entschieden wurde.

In der zweiten Jahreshälfte 2020 scheint sich die Konjunktur überraschend gut zu entwickeln. Wurde im April und Mai 2020 noch allgemein von einem deutlich tieferen wirtschaftlichen Einbruch als in der Finanzkrise ausgegangen, so deuten aktuelle Prognosen auf einen eher überschaubaren Unterschied hin. Im Jahr 2009 ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 5,6 % eingebrochen; für das Jahr 2020 wird aktuell ein Rückgang von unter 6 % erwartet. Auch ist das Prognoserisiko für das aktuelle Jahr mittlerweile zu vernachlässigen, da Aufholeffekte klar erkennbar sind und anhalten. So mag sich zumindest kurzfristig eine V-Erholung bestätigen – vor allem im Verarbeitenden Gewerbe, aber auch in der gesamten BIP-Entwicklung. **Trotz des verbesserten Ausblicks wurde das Kurzarbeitergeld jedoch bis Ende 2021 verlängert. Eine übertriebene Vorsichtsmaßnahme oder berechtigtes Handeln?**

### Positive Stimmung macht sich breit – und zeigt sich bereits am Arbeitsmarkt; ...

Die Produktion im Verarbeiteten Gewerbe sowie generelle Stimmungsindikatoren deuten auf eine deutliche positive Korrektur der konjunkturellen Entwicklung im dritten Quartal hin. Eigentlich hat daran auch niemand gezweifelt – es sei denn, ein zweiter nationaler Lockdown wurde erwartet, was allerdings als Basisszenario ziemlich unwahrscheinlich geworden ist. Denn inzwischen ist der Ansatz in der Pandemiebekämpfung ein regionaler und selektiver Lockdown im Falle einer zweiten Coronawelle. Ein bundesweiter „Makro Shutdown“ hingegen ist weitgehend vom Tisch. So kann mit hoher Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass die deutsche Wirtschaft im dritten und vierten Quartal robuste Wachstumszahlen zeigen wird. Der Arbeitsmarkt, der ein Nachzügler der Konjunkturerholung ist, zeigt bereits erste Anzeichen der Aufhellung. Die Anzahl der Kurzarbeiter, die von der Bundesagentur für Arbeit (BA) für den Monat Mai auf 5,8 Mio. geschätzt wurde, hat sich laut BA-Schätzung im Juni auf 5,4 Mio. reduziert.

### ... doch Wachstum in den Jahren 2021/22 wird von vielen Facetten bestimmt

Zweifellos wird es in der zweiten Jahreshälfte 2020 zu einer deutlichen Erholung der Weltwirtschaft und damit des deutschen Exports kommen. Dabei handelt es sich allerdings vor allem um Aufholeffekte und nicht um eine sich selbst tragende Wachstumsdynamik. Die Entwicklung im kommenden Jahr ist schwer vorhersehbar. Es ist eine breite synchrone globale Erholung erforderlich, um bedeutende Wachstumsimpulse für die deutschen Exporte zu generieren und um das BIP-Niveau von vor der Coronakrise bis Ende des Jahres 2021 zu erreichen. Die entscheidende Frage ist, ob die Wachstumsdynamik im Jahr 2021 primär von den Auswirkungen der Coronakrise getrieben wird oder eher von einer „neuer Normalität“ in der generellen Konjunkturerholung. Bereits im letzten Jahr und damit vor Corona konnte die deutsche Konjunktur wenig überzeugen. So war der deutsche Export seit dem zweiten Quartal des Jahres 2019 rückläufig. Die Ausrüstungsinvestitionen sind seit über fünf Quartalen rückläufig. **Sicherlich hat Corona in den letzten Monaten alles in den Schatten gestellt. Doch der Ausblick für 2021/22 ist auch abhängig von der grundsätzlichen Konjunkturdynamik und Wachstumsperspektive der deutschen Wirtschaft.**

Die Frage nach den Wachstumstreibern in den Jahren 2021 und 2022 ist deshalb entscheidend, weil beim Kurzarbeitergeld von einer temporären Reaktion auf die Coronakrise gesprochen wird. Kurzarbeit dient laut Überzeugung der Bundesregierung der Überbrückung eines unerwarteten wirtschaftlichen Einbruchs. Arbeitnehmer können so mit dem Unternehmen verbunden bleiben in der Erwartung, bald wieder in Vollzeit zu arbeiten. Es geht also darum, negative Effekte auf den Arbeitsmarkt zu verhindern, auch damit die Wirtschaft im Aufschwung wieder schnell handlungsfähig ist – eine Politik, die sich in vorherigen Krisen bewährt hatte. Sind

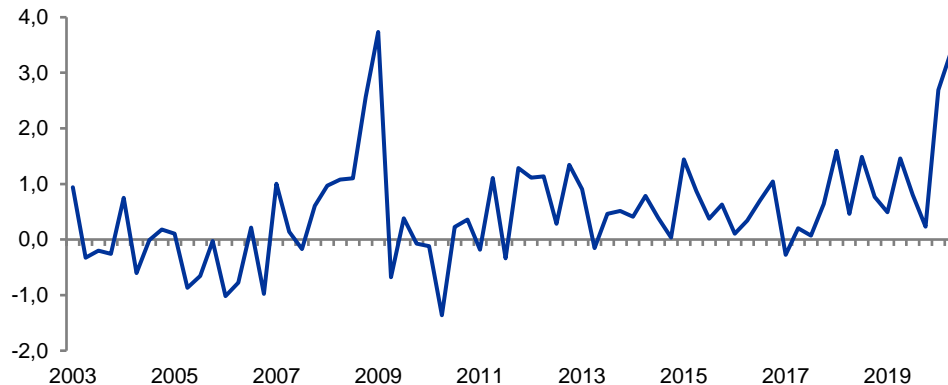
die negativen Effekte einer Krise jedoch langlebiger, mag Kurzarbeitergeld sich als Bremse wichtiger Anpassungen bei Löhnen und Arbeitskräften herausstellen und damit notwendige strukturelle Veränderungen verzögern. Aus dieser Sicht ist die Zahlung von Kurzarbeitergeld als Krisenmaßnahme über zwei Jahre womöglich kontraproduktiv. Eine steigende Arbeitslosenquote hat ja nicht nur negative Implikationen, sondern würde auch die realen Lohnkosten unter Druck setzen und so die mittelfristige Fähigkeit der Wirtschaft steigern, produktive, nachhaltige Arbeitsplätze zu schaffen. Gerade im Kontext der steigenden realen Löhne der letzten Jahre mag eine Lohnanpassung eher angebracht sein als Lohnsubventionierung durch den Staat.

### Überzogene Anzahl von aktuellen Anträgen für Kurzarbeit

In der Tat scheinen Unternehmen im Kontext des Shutdown und des befürchteten Einbruchs viel aktiver und früher Kurzarbeitergeld beantragt zu haben als in der Finanzkrise. Gemäß der Bundesagentur für Arbeit (BA) gingen im März und April 2020 insgesamt 10,7 Mio. Anträge auf Kurzarbeit ein. Im Vergleich zu der geschätzten Anzahl an tatsächlich geleisteter Kurzarbeit deutet dies auf eine mögliche Überreaktion der Unternehmen hin. Denn gerade im Kontext der erkennbaren Erholung dürften sich nicht nur die Anmeldungen, sondern auch die faktische Menge der Kurzarbeit als möglicherweise übertrieben herausstellen. Sprich: Das Korrekturpotenzial in den kommenden Monaten könnte hoch sein, der Bedarf an Kurzarbeit könnte stark nachlassen, weil sich die Konjunktur im dritten Quartal deutlich erholt hat und die Kurzarbeit gemäß BA bereits rückläufig ist.

In der Finanzkrise war die Inanspruchnahme von Kurzarbeitergeld bis auf ein Niveau von knapp unter 1,5 Mio. angestiegen. In der aktuellen Krise lag das entsprechende Niveau knapp unter 6 Mio. (5,9 Mio. im April 2020). Das BIP gab in der Finanzkrise zwischen dem vierten Quartal 2008 und dem ersten Quartal 2009 um rund 6,3 % nach. In der ersten Hälfte von 2020 lag der Rückgang bei fast 12 %. **Der Einbruch des BIP war also in der Coronakrise ungefähr doppelt so stark, die tatsächliche Kurzarbeit vervierfachte sich hingegen.** Auch die konjunkturelle Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2020, die für das Gesamtjahr zwar zu einem BIP-Rückgang in Deutschland führen wird, der allerdings nicht viel stärker ausfallen wird als in der Finanzkrise, spricht für eine überzogene Anzahl von Kurzarbeanträgen und signalisiert ein deutliches Korrekturpotenzial.

**Abb. 1: Lohnstückkosten der deutschen Wirtschaft, Veränderung in % zum Vorquartal**



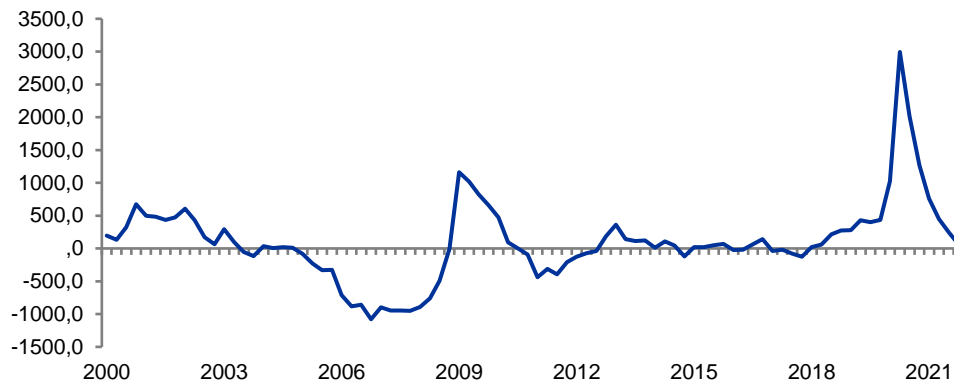
Quellen: Destatis, IKB-Schätzung

Das Kurzarbeitergeld subventioniert die Lohnkosten. In der Finanzkrise war der von den Unternehmen gezahlte Lohn zwischen dem vierten Quartal 2008 und dem ersten Quartal 2009 um rund 1,5 % zurückgegangen. In der ersten Hälfte von 2020 betrug der Rückgang 6 % – wiederum ein Faktor von 4, der konsistent mit der Entwicklung der Kurzarbeit ist. Die Kurzarbeiterregelung hat zwar die von den Unternehmen zu zahlenden Löhne reduziert, aufgrund der einbrechenden Produktion und der damit einher gehenden sinkenden Produktivität sind die Lohnstückkosten der Unternehmen im zweiten Quartal 2020 dennoch deutlich gestiegen. Diese Entwicklung war analog zu der in der Finanzkrise. Verglichen mit der Entwicklung der Lohnkosten ist die aktuelle Auslastung der Kurzarbeiterregelung demnach nicht unbedingt als deutlich übertrieben einzuschätzen. Der erwartete Anstieg des BIP im dritten und vierten Quartal 2020 wird die Lohnstückkosten allerdings deutlich reduzieren, und so auch die Rückführung der Kurzarbeit ermöglichen. Gibt das deutsche BIP im Jahr 2020 um 6,7 % nach, zeigt jedoch die erwartete Erholung im dritten und vierten Quartal 2020, wären die Lohnstückkosten bei gleichbleibenden Löhnen bis Ende des Jahres wieder auf dem Vorkrisenniveau von Ende 2019. Solch ein schneller Rückgang in den Lohnstückkosten hat es selbst nach der Finanzkrise nicht gegeben. Das zeigt aber, wie schnell eine sich erholende Konjunktur für eine Reduzierung der Kurzarbeit sorgen kann.

## Wie lange wird das Kurzarbeitergeld genutzt?

Heute wie in der Finanzkrise ist die BIP-Entwicklung nach dem Einbruch für die Entwicklung am Arbeitsmarkt entscheidend. Ausschlaggebend ist also aktuell vor allem das Jahr 2021. Allgemein wird erwartet, dass die deutsche Produktion erst Ende 2021 wieder das Vorkrisenniveau erreicht. Spätestens bis dahin wäre also eine komplette Abschaffung des Kurzarbeitergeldes wünschenswert. Denn mit einem BIP und Löhnen auf Vorkrisenniveau würden sich auch die Lohnstückkosten wieder normalisieren und die Coronakrise wäre in diesem Punkt abgearbeitet. Da Lohnstückkosten über Zeit tendenziell ansteigen, wäre sogar ein früheres Ende der Subventionierung von Lohnkosten durch Kurzarbeitergeld gerechtfertigt.

Abb. 2: Möglicher Stellenabbau, in Tsd.



Quelle: IKB-Schätzung

Auf Basis der BIP-Entwicklung und IKB-Schätzungen ist im zweiten Quartal 2020 von einer Überkapazität an Arbeitnehmern von rund 3 Mio. auszugehen, eine Zahl, die weit höher ist als in der Finanzkrise 2009. Damals waren rund 1 Mio. Arbeitnehmer betroffen. Auf Grundlage dieser Schätzungen kann aktuell von einem deutlich höheren Anstieg an notwendiger Kurzarbeit im Vergleich zur Finanzkrise ausgegangen werden. Allerdings dürfte die erwartete Erholung im dritten und vierten Quartal 2020 diesen Überschuss bis Ende des Jahres auf 1,3 Mio. reduzieren. Dies ist ein deutlich stärkerer Rückgang als nach der Finanzkrise (Rückgang von rund 60 % versus knapp über 40 %) und ist auf stärkere Aufholeffekte der Wirtschaft zurückzuführen. Mit dem Erreichen des Vorkrisen-BIP-Niveaus Ende des Jahres 2021 wäre die Gefahr eines Stellenabbaus weitestgehend abgebaut. Bei weniger positiven Wachstumszahlen und dem Erreichen des Vorkrisenniveaus erst im Verlauf des Jahres 2022 oder später wäre dies natürlich nicht erreichbar. Doch die Frage wäre dann, ob das schwache Wachstum auf die Coronakrise oder eher als „neue Normalität“ aufgrund anderer Entwicklungen zu sehen wäre. Nach der Finanzkrise dauerte es neun Quartale, bis das BIP sein Vorkrisenniveau erreichte. Allerdings hat die anschließende Euro-Krise die Erholung der Wirtschaft nachhaltig beeinflusst. Die Anzahl der Kurzarbeiter relativierte sich dennoch relativ schnell.

### Einschätzung – Verlängerung des Kurzarbeitergelds zu früh beschlossen

Die Coronakrise ist nicht nur ein kurzfristiger Schock, sondern birgt das Potenzial eines ungewollten Katalysators für Veränderungen, die einen nachhaltigen Einfluss auf Volkswirtschaften haben könnten und so eine „neue Normalität“ schaffen. In diesem Fall ist eine flexible und anpassungsfähige Volkswirtschaft erforderlich, die sich der neuen Normalität stellt und annimmt, um perspektivisch zu alten Wachstumsdynamiken zurückkehren zu können. Die Wirtschaftspolitik muss in diesem Umfeld den Spagat vollbringen, kurzfristig negative Effekte zu neutralisieren, um nachhaltige Schäden zu verhindern, gleichzeitig aber auch notwendige Anpassungen nicht zu verhindern. **Wird das Konjunkturrisiko für 2021 als hoch und vor allem immer noch als Auswirkung der Coronakrise eingeschätzt, mag Kurzarbeitergeld bis maximal Ende des Jahres 2021 gerechtfertigt sein – allerdings nur unter diesen Annahmen.** Erholt sich die Konjunktur so schnell, wie aktuelle Prognosen andeuten, dürfte sich die aktuelle Ausweitung der Kurzarbeit als übertrieben herausstellen. Da es Anzeichen einer Übertreibung gibt, die sich allerdings bereits im Jahr 2020 relativieren sollte, ist eine **Verlängerung des Kurzarbeitergeldes auf Grundlage aktuell hoher Zahlen unangebracht.** Es wäre sinnvoller gewesen, diese Entscheidung erst Ende des Jahres 2020 zu treffen, wenn die konjunkturelle Entwicklung des Jahres 2021 besser absehbar ist.



## Länderfokus Türkei: Keine Argumente für eine stabile Türkische Lira

**Chronisches Leistungsbilanzdefizit, Dollarisierung, bedeutende Währungsrisiken, Abhängigkeit von ausländischem Kapital, hohe Inflationsraten und fehlende Unabhängigkeit der Notenbank sowie politische Turbulenzen sind Begriffe, die die Türkei in den letzten Quartalen und Jahren beschrieben haben. Nun hat die Corona-Pandemie sowie anhaltende politische Konflikte im Inland sowie mit dem Ausland die Risikobereitschaft internationaler Investoren, das Handels- und Leistungsbilanzdefizit der Türkei weiter zu finanzieren, deutlich reduziert. Die Türkische Lira, die infolge struktureller Risiken schon länger unter Abwertungsdruck litt, hat nun die 9-Lira-Marke zum Euro unterschritten. Die Notenbank hat darauf wieder einmal mit Zinsanhebungen reagiert. Wie steht es um den weiteren Verlauf der Lira?**

### Pandemiebedingte Kontraktion durch großzügige Stabilisierungsmaßnahmen gedämpft

Im April und Mai 2020 stürzte die türkische Industrieproduktion um über 30 % zum Vorjahr ab. Die Einnahmen der Tourismusbranche waren ebenfalls eingebrochen. Dabei beträgt der statistisch ausgewiesene Anteil des Tourismussektors am Bruttoinlandsprodukt (BIP) rund 5 %, der effektive Beitrag wird aber auf 11 % geschätzt. Im ersten Quartal des laufenden Jahres schrumpfte die türkische Wirtschaft zum Vorquartal nur leicht um 0,1 %, im zweiten Vierteljahr gab es dann aber einen Rückgang um 11 % zum Vorquartal. Diese Zahlen sind im Kontext der Corona-Pandemie nicht überraschend. Und wie in der EU hat auch die Türkei mit fiskalischen Maßnahmen auf diese Entwicklungen reagiert.

Ende März 2020 wurde der Umfang der für mittelständische Unternehmen geltenden Kreditgarantien durch Garantiefonds von 250 Mrd. Lira auf 500 Mrd. Lira erhöht, was ca. 6 % des BIP entspricht. Weitere wichtige Stabilisierungsmaßnahmen der türkischen Regierung sind die Senkung der Mehrwertsteuer und Sozialbeiträge in einigen Sektoren, Aussetzung der Steuerzahlungen von Bürgern über 65 Jahre, subventionierte Mindestlöhne, Erhöhung der Mindestrente, Transfers an notdürftige Familien, Stundung anstehender Zahlungen für Unternehmen mit Liquiditätsengpässen und subventionierte Kredite an Unternehmen, die auf Entlassungen verzichten. Zudem wurde eine Senkung der Mehrwertsteuer auf inländische Flüge von 18 % auf 1 % verkündet.

Wie die EZB hat die Türkische Notenbank Krisenmaßnahmen ergriffen. So hat sie unter anderem die Liste von zugelassenen Sicherheiten für Repo-Geschäfte ausgeweitet. Des Weiteren wurden die Limite für Liquiditätsfazilitäten erhöht sowie sechsmonatige Fremdwährungs- und Gold-Swaplinien eingeführt. Im Laufe des Kaufprogramms der Zentralbank stieg der Bestand an Staatsanleihen bereits auf die im Vorfeld angekündigte Obergrenze von 10 % der Zentralbankaktiva. Auch Anleihen des Arbeitslosenversicherungsfonds wurden von der Notenbank in großem Umfang erworben.

Die Beendigung des Lockdown hat zu einer Wiederbelebung der wirtschaftlichen Aktivitäten geführt. Im Juni und Juli lag die Anzahl der ausländischen Touristen allerdings noch lediglich bei 4 % bzw. 14 % des Vorjahresniveaus. Das Konsumentenvertrauen erholte sich von dem Tiefpunkt im April, schwächte sich aber in den beiden nachfolgenden Monaten erneut leicht ab. Insgesamt wird für 2020 von einem Rückgang des türkischen BIP von 3,6 % ausgegangen.

### Außenwirtschaftliche Entwicklungen – abwertende Lira ist keine Lösung

Die Produktionsstruktur der türkischen Industrie ist auf importierte Zwischenerzeugnisse sowie Energieträger angewiesen. Dieser strukturelle Nachteil wird auch nicht dadurch ausgeglichen, dass die Industrie besonders wettbewerbsfähig wäre. Experten verweisen auf einen ausgebliebenen spürbaren technischen Fortschritt in den letzten Jahren. Mit Ausnahmen des Fahrzeugbaus und der Textilindustrie stagniert die Produktivität im Verarbeitenden Gewerbe.

Der Leistungsbilanzsaldo war in der zweiten Hälfte 2019 ins Positive gedreht, fiel aber in den vergangenen Monaten rapide und lag saisonbereinigt zuletzt bei -6,6 % des BIP. Die aktuelle Verschlechterung der Warenhandelsbilanz war vor allem auf das pandemiebedingte Nachlassen der Exportnachfrage zurückzuführen. Der Rückgang der Ausfuhren betrug im ersten Halbjahr 12,8 Mrd. US-Dollar und der Rückgang der Importe 4,0 Mrd. US-Dollar. Die Erholung der Warenausfuhren wird sich kurzfristig positiv auf die Handelsbilanz auswirken. Zu den wichtigen Handelspartnern zählen die großen Volkswirtschaften, wie die Euro-Zone, Russland, China, USA und Großbritannien. Ökonometrische Schätzungen der IKB zeigen, dass die Abwertung der Türkischen Lira primär zu Rückgängen der Einfuhren führt, während die Ausfuhren nur einen geringfügig

abwertungsbedingten Impuls erfahren. Eine Abwertung der Lira belastet somit eher die inländische Nachfrage und damit den lokalen Lebensstandard, als dass sie positive Impulse für die Angebotsseite liefert und damit zu einer höheren Wertschöpfung in der türkischen Wirtschaft führt.

Als Netto-Importeur von Energie profitiert die Türkei zwar gegenwärtig vom niedrigen Ölpreis – das Defizit der Energiebilanz hat sich im zweiten Quartal um 4,9 Mrd. US-Dollar zum Vorquartal reduziert. Der Rückgang des Dienstleistungsbilanzsaldos (hauptsächlich getrieben durch Tourismus) sollte die geschätzte Verbesserung des Energiehandelsbilanzsaldos im Jahr 2020 (ca. 12 Mrd. US-Dollar) jedoch übersteigen. In Summe dürfte sich der Handelssaldo mit Waren und Dienstleistungen in der zweiten Jahreshälfte zwar verbessern, aber negativ bleiben.

### **Externe Finanzierungsabhängigkeit belastet Vertrauen**

Das Leistungsbilanzdefizit wurde im Zeitraum 2009 bis 2012 durch ausländische Portfolio- sowie Direktinvestitionen und andere Kapitalzuflüsse vollständig finanziert. Die Direktinvestitionen waren aufgrund der abnehmenden Attraktivität des Landes für ausländische Investoren gesunken. Auch die Portfolioinvestition aus dem Ausland benötigen politische Stabilität, transparente Rahmenbedingungen und eine auf Finanzstabilität ausgerichtete Wirtschaftspolitik. Seit 2013 lagen die Netto-Kapitalzuflüsse unter dem Fehlbetrag der Leistungsbilanz, wodurch eine Außenfinanzierungslücke aufklaffte. Der Umfang der ausländischen Direktinvestitionen ging im Jahr 2019 um 3,5 Mrd. US-Dollar und somit um 37,5 % zum Vorjahr zurück. Auch in der ersten Hälfte 2020 sank diese mit ähnlichem Tempo zur Vorjahresperiode.

Neben der anhaltend hohen Inflation ist die Fremdwährungsverschuldung ein weiterer Treiber der anhaltenden Skepsis über den Werterhalt der Türkischen Lira. Die in den kommenden 12 Monaten anstehenden Verbindlichkeiten in Fremdwährung betragen rund 170 Mrd. US-Dollar, was ca. 24 % des BIP ausmacht. Der jährliche externe Bruttofinanzierungsbedarf für die gesamte Ökonomie könnte aufgrund des Leistungsbilanzdefizites um einige Prozentpunkte des BIP höher liegen. Doch nicht alle in den nächsten 12 Monaten fälligen Fremdwährungsverbindlichkeiten sind als kritisch anzusehen. Die Prolongation der Währungseinlagen der affilierten ausländischen Banken und die Handelskredite an türkische Unternehmen dürften vorerst unproblematisch sein. Im letzten Quartal 2020 stehen für den Privatsektor allerdings deutlich höhere Tilgungen in Fremdwährung an als im laufenden Vierteljahr. Die Verschuldung des öffentlichen Sektors (Zentralstaat und Zentralbank) in Fremdwährung liegt zwar bei lediglich 15 % des BIP. In den kommenden 12 Monaten muss der öffentliche Sektor allerdings 15,3 Mrd. US-Dollar in Fremdwährung tilgen.

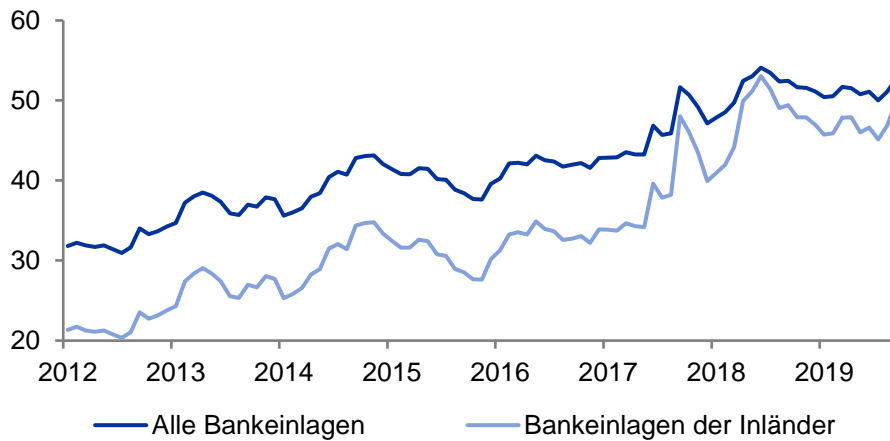
In der aktuellen Situation wären die „politischen Kosten“ einer restriktiven Geldpolitik für die türkische Führung sehr hoch. Wenn die Pandemie auch im kommenden Jahr die wichtigen Sektoren der türkischen Wirtschaft stark belastet, ist die Gefahr einer Währungs- und Zahlungsbilanzkrise sehr hoch.

### **Zunehmende Dollarisierung bestätigt fehlendes Vertrauen**

Die Dollarisierung der türkischen Wirtschaft zeugt vom schwindenden Vertrauen in die heimische Währung und schwächt die monetären Transmissionsmechanismen: Der Anteil der Fremdwährungseinlagen ist von durchschnittlich 31 % in der ersten Jahreshälfte 2013 auf rund 53 % im August 2020 gestiegen. Die zuständige Behörde hatte zuletzt erneut eine Reihe von administrativen Maßnahmen umgesetzt, um der voranschreitenden Dollarisierung entgegenzuwirken, darunter die Anhebung des Mindestreservesatzes für Kredite in Fremdwährung für alle Laufzeiten und eine Senkung der Verzinsung auf Fremdwährungseinlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Eine höhere Besteuerung der Zinserträge aus den Fremdwährungseinlagen sowie eine Konvertierungssteuer für physische Personen wurden ebenfalls eingeführt.

Mit Ausnahme der Währungsverkäufe an staatliche Energieunternehmen werden keine offiziellen Statistiken zum Umfang der FX-Interventionen der Zentralbank veröffentlicht. Abgeleitet werden kann deren Umfang jedoch als Differenz zwischen den Netto-FX-Flüssen an die Zentralbank und Änderungen der Währungsreserven des Landes. Diese werden seit Anfang des Jahres auf über 60 Mrd. US-Dollar geschätzt. Im gesamten Jahr 2019 betragen diese schätzungsweise rund 40 Mrd. US-Dollar. Im Jahr 2019 haben FX-Interventionen jedoch nur vorübergehend stattgefunden, während sie im Jahr 2020 permanent eingesetzt wurden, um den Außenwert der Lira zu stützen. Doch dies wird wenig helfen. Denn die türkische Zentralbank verfügt über nur sehr eingeschränkte Mittel, um sich gegen spekulative Attacken nachhaltig zu wehren.

**Abb. 1: Türkei – Anteil der Fremdwährungseinlagen an Bankeinlagen in %**



Quellen: Türkische Zentralbank; IKB

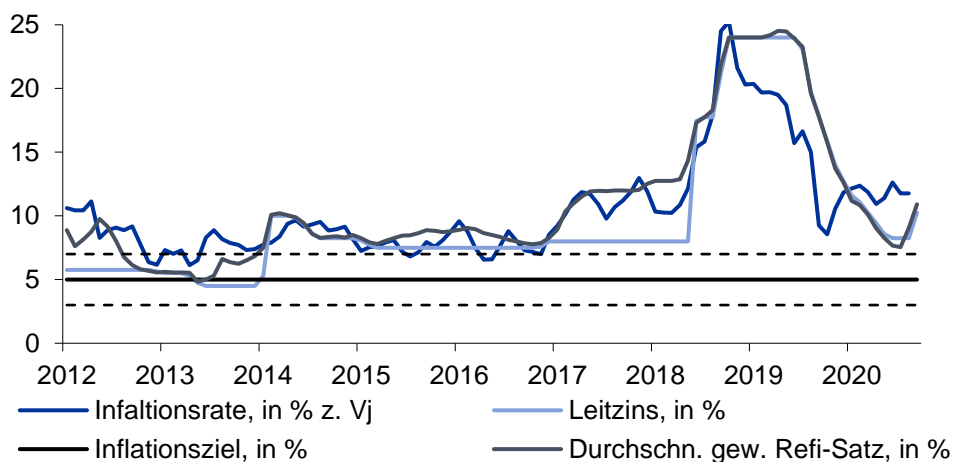
### Aktuelle Notenbankpolitik festigt Lira-Schwäche

In früheren Perioden der abrupten Abwertung der Lira hatte die Zentralbank eine Reihe von Stützungsmaßnahmen umgesetzt. Darunter verbale Interventionen, vorsichtige Straffung der Liquiditätsversorgung sowie Währungsverkäufe. Doch erst mit einer drastischen Zinsanhebungen war es der Türkischen Zentralbank gelungen, den Teufelskreis aus Abwertung der heimischen Währung und höherer Inflation kurzfristig zu brechen. Auch aktuell versucht die Notenbank durch ihre jüngste Anhebung des Leitzinses auf nun 10,25 %, die Lira zu stützen. Eine nachhaltige Lösung ist dies jedoch nicht.

Angesichts der wirtschaftlichen Lage und des fehlenden Vertrauens gibt es für eine temporäre Stabilität der Lira nur ein Mittel – eine deutliche Abwertung, die Erwartungen einer Überreaktion weckt und so ein Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage schafft. Mittelfristig ist es in erster Linie eine Frage der Inflationsbekämpfung. Die im Vergleich zu wichtigen Handelspartnern anhaltend höhere Inflation verursacht einen stabilen und absehbaren Abwertungstrend, der einseitige Erwartungen festigt und in Kombination mit weiteren strukturellen Themen wie die Dollarisierung und die Fremdverschuldung einen eskalierenden Abwertungsdruck – über das Inflationsdifferenzial hinaus – verursacht.

Einem schwindenden Vertrauen in die Währung kann nur durch eine unabhängige Notenbank bzw. einer fundamental niedrigeren Inflation und geringen Risikobewertung entgegengewirkt werden. Dies ist jedoch ein Thema von Strukturreformen und keines von höheren Zinsen. Denn die Hochzinspolitik, die zur Stützung des Außenwertes der Lira dauerhaft notwendig wäre, würde zu einer Rezession und steigenden Arbeitslosenzahlen führen und die innenpolitische Lage weiter strapazieren – und damit die Glaubwürdigkeit über die Nachhaltigkeit solch einer Politik ebenso wie die Unabhängigkeit der Notenbank in Zweifel ziehen.

**Abb. 2: Inflationsrate, Leitzins und durchschnittlicher Refinanzierungssatz in %**



Quellen: Türkische Zentralbank; Bloomberg; IKB

In der gesamten letzten Dekade war die monetäre Ausrichtung der türkischen Zentralbank durch eine starke Priorität auf Wachstum geprägt. Doch Wachstum wird nicht allein durch niedrige Zinsen, sondern vor allem einer darauf reagierenden Angebotsseite in Form von steigender Produktivität und hohen realen Investitionen getrieben. Seit 2011 lag der reale durchschnittliche Leitzins in der Türkei größtenteils unter der Nullschwelle und damit deutlich unter dem Niveau vieler Schwellenländer. Die starke Betonung der Wachstumsziele führte jedoch mangels einer ausreichenden Reaktion der Angebotsseite zu einer Überhitzung der Wirtschaft. Die türkische Zentralbank hat das seit 2012 offiziell geltende mittelfristige Inflationsziel von 5 % nie erreicht.

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

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

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

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

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

	24. Sep.	in 3M	Ende 2020	Ende 2021
3M-Euribor	-0,49	-0,48	-0,48	-0,45
3M-USD-Libor	0,25	0,30	0,30	0,30
10-Jahre Bund	-0,48	-0,42	-0,40	-0,40
10-Jahre U.S. Treasury	0,66	0,70	0,72	0,75

**Tabelle 4: Ausgewählte Währungen**

	24. Sept.	in 3M	Ende 2020	Ende 2021
EUR/USD	1,18	1,19	1,18	1,15
EUR/GBP	0,91	0,92	0,91	0,92
EUR/JPY	126	124	126	123
EUR/CHF	1,08	1,10	1,11	1,12
EUR/HUF	350	346	344	348
EUR/CZK	26,1	26,5	26,2	26,1
EUR/TRY	8,99	8,80	9,10	9,40
EUR/PLN	4,40	4,42	4,40	4,45
EUR/RUB	86,9	84,0	83,0	81,0
EUR/MXN	26,3	26,0	25,8	26,0
EUR/ZAR	20,5	20,0	20,2	21,0
EUR/CNY	8,20	8,17	8,15	8,10
EUR/CAD	1,57	1,55	1,54	1,50
EUR/AUD	1,65	1,64	1,61	1,58

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; Ende 2020, 2021)

**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

September 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